

国際会計研究学会 年報

2025年度第1号 (通号57号)

国際会計研究の意義を問う

国際会計研究学会 年報

2025 年度第 1 号 (通号 57 号)

国際
会計
研究
の
意義
を
問
う

国際会計研究学会 年報
—2025年度第1号(通号57号)—

目次

統一論題「国際会計研究の意義を問う」

I 基調講演

- コーポレートガバナンスとサステナビリティ情報の開示
—財務報告の現代的意義を考える— …………… 小西 範 幸 5

II 査読論文

- 米国におけるプライベート・エクイティ・ファンドの法的枠組み
および財務報告
—直近の投資価格と時間的な補正による公正価値評価— …………… 小野かおる 15

III 古賀智敏先生を偲んで

- 古賀智敏先生を偲んで…………… 米 山 正 樹 39
- 古賀智敏先生を偲んで…………… 河 崎 照 行 40
- 古賀智敏先生が次世代に残してくださったもの…………… 山 口 峰 男 42
- 古賀 智敏先生を偲んで…………… 與三野禎倫 43
- 恩師 古賀智敏先生を偲んで…………… 仙 場 胡 丹 45
- 古賀智敏先生を偲んで—ご功績とお人柄…………… 岡 本 紀 明 47
- 古賀 智敏先生を偲んで…………… 島 永 和 幸 49

IV Summary of Articles …………… 51

V 諸規則 …………… 53

I 基調講演

コーポレートガバナンスとサステナビリティ情報の開示 ー財務報告の現代的意義を考えるー

小西 範 幸
青山学院大学大学院

要 旨

本講演では、現代の財務報告の特徴について、「コーポレートガバナンス」と「サステナビリティ情報の開示」を要点とすることによって明らかにしている。そのために、制度、理論および実務の側面からの考察を加えている。そして、コーポレートガバナンスとサステナビリティ情報の開示の密接な関係を検討することで、財務報告の現代的意義、ひいては国際会計研究の意義を考察している。

はじめに¹

本講演では、現代の財務報告の特徴について、「コーポレートガバナンス」と「サステナビリティ情報の開示」を要点とすることによって明らかにするために、制度、理論および実務の側面からの考察を加えてみたい。その上で、与えられたテーマである「国際会計研究の意義」を明らかにした。

コーポレートガバナンスには、企業統治を強化して、不正行為や不祥事を未然に防ぐ効果が期待されてきた。それが 21 世紀の企業経営を標榜しているサステナビリティ経営の浸透によって、新たな様相を呈している。そこでは、ステークホルダー・エンゲージメントが求められるようになっていて、この対話には気候関連、人的資本、生物多様性などのサステナビリティ関連財務情報が不可欠となっている。日本では、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）から 2023 年 6 月に公表された「IFRS サステナビリティ開示基準」に準拠した 3 つの国内基準が、2025 年 3 月にサステナビリティ基準委員会（SSBJ）から公表されている。

このようにコーポレートガバナンスとサステナビリティ情報の開示は密接な関係にあることから、本講演ではこれらの関係を紐解くことで、財務報告の現代的意義、ひいては国際会計研究の意義を考察したい。

I 財務報告の要点

ここでは、現代の財務報告の要点として、何故、コーポレートガバナンスとサステナビリテ

ィ情報①を考えているのかを説明してみたい。

サステナビリティ経営の下で開示される企業情報が多様化してきている中で、財務諸表に加わってサステナビリティ関連財務情報の開示は日本を含めた世界各国で制度化されてきている。アカウンタビリティの視点からの考察を加えてみると、コーポレートガバナンスの意味が多面的になっていることが明らかになる。

サステナビリティ経営は、各社によってその考え方や内容は必ずしも同じではないが、それを踏まえて説明すると、ステークホルダーのために価値を創造することに結びついた経営であり、企業の経済的価値と社会的価値の双方の最大化を追求する。そのためには、サステナビリティ経営の取り組みを開示することは必然となっている。コーポレートガバナンスは、当初は「コーポレートガバナンスは企業の方向づけと統制を行うシステム（Committee of Financial Aspects of Corporate Governance [1992]）」と捉えて「企業統治」と訳されていた。それが現在では、取締役会と株主等間の良好なコミュニケーションを促進する手段としても捉える必要が加わっているため、「企業統治」と訳されることは激減している。

英国では、コーポレートガバナンス改革が 1990 年代から継続的に行われてきている。コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードでは、取締役会におけるリスクマネジメント責任の明確化および取締役会と株主間のコミュニケーションの促進が意図されている。一連の改革では、内部統制およびリスク管理の強化のあり方と企業情報の開示および保証のあり方との一体的な考察を介し

¹ 豊岡博先生の突然の訃報が届き、驚きと悲しみでいっぱいです。久しぶりにキャッシュフロー会計研究会を沖縄で開催しようかと話し合ったばかりの訃報でした。本学会では、編集委員会幹事をお願いして、現在では 2 期目の重責を担って頂いているところでした。実直なお人柄で、それが研究にも、そして学会役員の責務遂行にも現われていました。本当に本当に残念でなりません。心よりお悔やみ申し上げます。

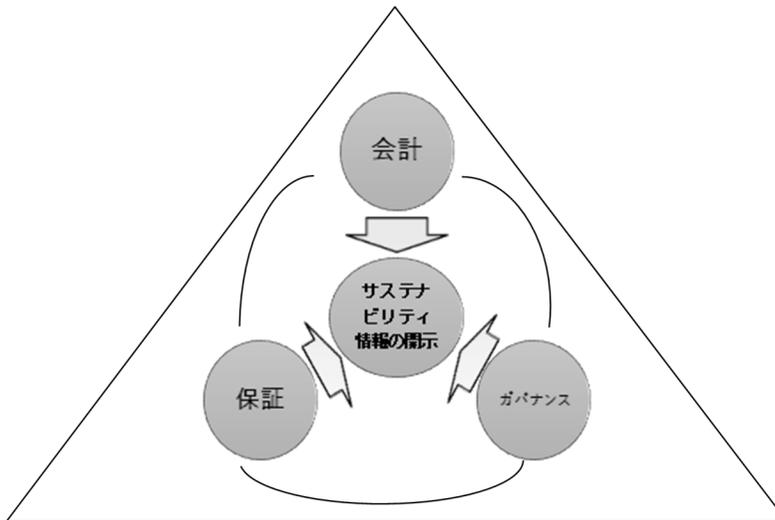
て、コーポレートガバナンスの実効性を高めることを図っている。

米国では、連邦証券法令による情報開示の改革の中で内部統制報告制度を確立してきた経緯がある。現在では、内部統制報告制度の拡充をもって環境情報の開示の制度化を図っている。従来不正防止のために導入された内部統制から、サステナビリティ情報の開示のための位置づけへと拡張していると解することが可能である。

両国を比較してみると、サステナビリティ情

報開示の制度化のアプローチは異なるが、現状での「IFRS サステナビリティ開示基準」導入の取り組みは共通している。それは、サステナビリティ情報の開示基準と保証の議論を進展させるには、内部統制およびリスク管理の強化をもってのガバナンスの拡充が有効だと考えている点である（図表1を参照）。ここに、現代の財務報告を考える上での要点が、サステナビリティ情報の開示とコーポレートガバナンスにあるということができるのである。

図表1 サステナビリティ情報の開示制度の枠組み



出所：小西範幸編著 [2024] 12 頁

II 会計・保証・ガバナンスの 一体的考察

サステナビリティ情報の開示にあたって重要な点は、開示基準等の会計の立場だけではなく外部保証や内部統制を含むものとして、広義に「開示」を捉えることにある。この点について図表2を用いて説明することにする。会計については情報利用者の視点、保証については保

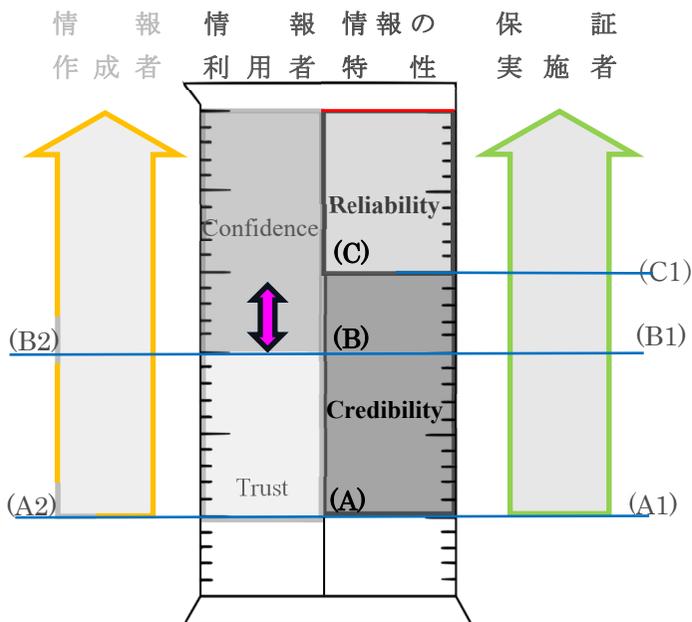
証実施者の視点、そしてガバナンスについては情報作成者の視点で説明する。

この図では、センターに利用者、右サイドに保証実施者、左サイドに情報作成者という3人のプレーヤーを配置している。それにもう1つ、情報の質的特性を利用者の右横に付けている。これは、情報の特性によって、情報に対しての利用できる度合いが決まっていくことを示すためである。

この情報の特性は、だんだんと目盛 (degree) が上がっていくということは、情報の持つ信憑性 (Credibility) が高まっていった、(C) の時

点で信憑性のある情報から信頼性 (Reliability) のある情報になる。

図表 2 サステナビリティ情報開示の考え方



出所：小西範幸編著 [2024] 22 頁

現在では、信頼性という財務情報の質的特性は国際会計基準審議会 (IASB) の「財務報告に関する概念フレームワーク」(「IASB 概念フレームワーク」) の中には示されていないが、当初のフレームワークでは信頼性の概念が示されていた。それが、公正価値測定を導入によって、信頼性から忠実な表現へと変わったわけであるが、信頼性という概念が決してなくなったわけではなく、根底にある概念という理解が一般的である。

ここでは、信憑性と信頼性の概念を用いて説明を試みる²⁾。そうすると、信憑性の下限である (A) の時点に達して、情報利用者はこの情報は信用できると判断して利用し始める。そして、信憑性の目盛がどんどん上がっていった信

頼性の目盛に達したところ、つまり (C) の時点で情報利用者は、この情報に対して確信をもつての利用になっていく。しかし、現状では (C) と (B) のギャップ情報、すなわち、情報の質的特性としては信憑性の段階だけれども、それを情報利用者が確信を持って利用する情報が存在していることになる。このギャップ情報が、例えばサステナビリティ関連財務情報であり、この利用を促進するには 2 つの対処方法が考えられる。

まずは、このギャップ情報に対して、右サイドの保証実施者、つまり公認会計士監査によって限定的保証を与えていき、利用者が確信を持って利用できるようにするという考え方である。もう 1 つの考え方は、左サイドを用いて説

明が可能である。つまり、情報作成者からの貢献をもって、サステナビリティ関連財務情報に対して利用者が確信を持って利用できるようにすることである。そのためには、内部統制および内部監査の拡充での対処が考えられる。この2つの拡充をもって、この(B)と(C)のギャップを埋めていくのである。

このように、サステナビリティ関連財務情報は信頼性のある情報ではないけれども確信を持って利用できるようにするために、右サイドの保証実施者と、左サイドの作成者からのアプローチがあるという考え方を示したものが図表2である。この考え方は、サステナビリティ情報の開示にあたって、開示基準等の会計の立場だけではなく外部保証や内部統制そして内部監査を含むものとして、広義に「開示」を捉える必要性を主張している。

Ⅲ リスク情報の統合開示

IFRS S1「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的要求事項」では、開示の目的について、一般目的財務報告書の主要な利用者が企業へのリソースの提供に関する意思決定を行うにあたって有用なサステナビリティ関連のリスクおよび機会(サステナビリティリスク)に関する情報を開示することが説明されている。そして、企業の見通しに影響を与えることが合理的に見込まれるサステナビリティリスク、すなわち、短期、中期または長期に亘って、企業のキャッシュフロー、ファイナンスへのアクセスまたは資本コストに影響を与えることが合理的に見込まれる全てのサステナビリティリスクを適正に表示することが求められている。以下では、サステナビリティ関連財務情報も含めた財務情報について、リスクを伴う会計事象と捉えての説明をしてみたい。

「IASB 概念フレームワーク」では、財務報告の目的は、企業への将来の正味キャッシュインフローの見通しを評価するのに役立つ情報を提供することである。企業は、キャッシュフローの金額と時期を変えるために効果的な行動をとって、予想されない必要性や機会に適應できる能力、すなわち「財務弾力性(financial flexibility)」を高めようとする。つまり、企業にとっては、現金創出能力を有することが重要であって、それはリスクを伴う会計事象を通して、将来のキャッシュフローに影響を及ぼすことになる。

ある会計事象に関して、蓋然性(発生確率)とその影響(キャッシュフロー)が決定できるようになると、これらの確率分布が求められて認識が可能となる。この確率分布では、当該事象の発生の可能性の範囲にわたって、リスクが発生する見込みが決定され、不確実性が減少していく。つまり、会計事象は、リスクあるいは不確実性を伴うリスク事象であると考えることができ、蓋然性が高い将来キャッシュフローを単一の数値で示した見積キャッシュフロー、あるいは可能性のある将来キャッシュフローとその発生確率で加重平均した期待キャッシュフローでもって認識を行うことができる。

蓋然性が高い事象は、影響の程度の高低に関係なく最頻値をもって認識して財務諸表に計上する。蓋然性が低い事象であっても、期待キャッシュフロー技法などの活用によって徐々に財務諸表に計上するようになっていく。それは、測定と認識が同時に行われる経済性規準が採用されるようになっていくからである。つまり、ある会計事象に関する見積キャッシュフローの確率分布の期待値からの乖離が大きくて認識に伴うリスクが高い場合でも、測定値の計算の中でリスク調整を行うことで当該リスクを逓減させてから財務諸表に計上することが

可能になっている^③。測定値には、市場参加者がキャッシュフローに固有の不確実性を負担することに対して求める価格、すなわちリスク・プレミアムや貨幣の時間価値等を反映させて公正価値が忠実に表現できるようにする。

このように現代の財務報告基準では、公正価値測定における期待キャッシュフロー技法を活用して、個々の資産と負債の認識に伴うリスクを測定値で調整することによって、認識に伴うリスクが高い場合でも財務諸表への計上を可能にしている。しかし、当該リスクは、測定値の計算の中で必ずしも調整できるとは限らないので、不確実性が残るためにリスクが確定できない事象に関しては、財務諸表の注記やその他の場所で開示する。その1つがサステナビリティ関連財務情報である。

このように、リスクを伴う会計事象は、財務諸表および財務諸表外情報において開示されていても、特定の事象については、相互に関連し合うために有機的に結びつくものである。しかし、財務報告の中では分断開示されているため、財務報告の目的適合性と理解可能性を十分に高めるには至っていない。そこで、IFRS S1でも説明があるように、サステナビリティ関連財務情報の項目間とともに、サステナビリティ関連財務情報と財務諸表の間でも「つながりのある情報 (connected information)」にしなければならない。そのためには、リスク評価プロセスと報告するリスク情報を関連づけることができるリスクマネジメントの導入が不可欠である。また、これらのリスク情報をつながりのある情報にするための財務報告の1つの考え方が統合報告であり、日本では、2025年版の統合報告書を公表しているプライム上場企業は1,300社を超えている。

IV 統合報告の実務

統合報告書の公表は、日本の開示制度の大きな特徴であり、そこでは、個々の情報間の「結合性 (connectivity)」が重要視される。例えば、財務諸表とサステナビリティ関連財務情報との結合性、そして、これらの財務情報とガバナンス、経営戦略、リスク管理などとの結合性が求められる。その達成によって、「つながりのある情報」になるのである。

国際統合報告評議会 (International Integrated Reporting Council) は、2013年に「国際統合報告フレームワーク」(「IIRC フレームワーク」)を公表して、統合思考に基づいた中長期の価値創造に至るストーリーの伝達を行うことを求めている^④。統合思考は、企業の短期、中期および長期の価値創造を包括的な観点から捉えた意思決定および行動の前提となる考え方であり、企業の長期に亘る成功を導く鍵となる。この統合思考に基づく企業内外とのコミュニケーションのプロセスが統合報告であり、そのプロセスの結果に関する成果物として統合報告書が作成されるが、必ずしも成果物が1つでなければならないわけではない。

財務報告は、会計基準等の法令遵守のために会計情報を伝達するプロセスであって、企業経営における重要事項、例えば経営戦略、ビジネスモデル、ガバナンスを伝達するプロセスという意味合いが薄かったために、新しい情報開示への要請が2008年のリーマンショックを契機に急速に高まった。この社会的なニーズに対して、環境、社会、ガバナンスを中心とする情報 (ESG 情報) が付加され、企業が開示する情報は増えて重複化あるいは複雑化していったため、目的適合性が低下していた。そこで、財務報告の目的適合性を高めていくためには、開示情報の整理と削減を目的とするだけではな

く、情報の相互関係を明らかにして新たな情報価値の創出が求められるようになっていた。統合報告は、それに応えるための財務報告の考え方の1つであり、企業価値創造の報告、コミュニケーションのための報告、経営戦略の報告などの性質をもつことになる。英国では、「戦略報告書 (Strategic Report)」と称した統合報告書の公表が義務づけられている。

TDK株式会社の2025年版の統合報告書⁶⁾の中期経営計画では、将来のキャッシュフローに影響を与える「未財務資本」を中期経営計画の中で位置づけている。例えば、技術力、人的資本、顧客基盤、組織力などに関する取組みは、将来的にはすべて財務的価値の創造につながるものと捉えて「未財務情報」として位置づけている。したがって、サステナビリティ関連財務情報は未財務情報に該当する。

その計画の特徴は、将来キャッシュフローに影響を与える「未財務資本」を管理・評価することでキャッシュフロー経営を強化して、企業価値創造の実現を可能にするストーリーに説得力を持たせていることである。つまり、キャッシュフロー経営では、財務健全性に加えて、現金創出力の源泉として位置づける「未財務情報」の評価・管理をもってサステナビリティ経営の推進を図ろうというのである。

TDK株式会社の中期経営計画の内容は、財務的価値の追求だけでなく、将来の財務的価値の源泉となる未財務の価値をも追求し、そして短中期的な業績目標達成と長期的に価値を生み出し続けるための取組みを両立することによって、持続的に企業価値の向上を図ろうというのである。この考え方の下、財務 KPI に加えて未財務 KPI を体系だって設定して、将来のキャッシュフローの創出力を示している。このように中期経営計画では、財務的価値に加えてキャッシュフローの持続性と財務健全性を示

すことに成功しているのである。

これまで多くの企業では、「非財務情報」として表現していたものを、TDK株式会社では「未財務情報」として整理することで将来キャッシュフローとの関連性を中期経営計画で明らかにしている。「未財務資本」は、未認識あるいは未測定のリスクを伴う会計事象であり、換言すれば不確実性が高くリスクを確定できていない会計事象ではあるが、将来的には財務諸表に影響を及ぼして企業価値の向上に貢献する可能性を秘めている。

V 資金主体論による理論づけ

ここでは、会計主体論の中から資金主体論を取り上げて、財務諸表とサステナビリティ関連財務情報の首尾一貫した説明を試みたい。

これまで会計理論の統合的な枠組みとして役立てられていた会計主体論は、会計の判断を、誰の立場、どのような立場から行うべきかに関係していて、所有主理論と企業主体論という代表的な会計主体論はこれまで会計基準の設定に影響を与えてきている。今日の会計基準は、基本的には所有主理論に基づいていると判断できるが、例えば連結貸借対照表で非支配株主持分を持分所有者の1つとして認めることは企業主体論と整合している。

サステナビリティ経営ではステークホルダーは企業の存続と成功に不可欠な存在であるため、企業実体そのものを人格化した立場からみることが客観性を見失うおそれがある。そこで、資金の集合体を企業とみなし、その資金の動きをもって、資金活動(すなわち、企業活動)の説明を試みている資金主体論(Vatter [1947])を取り上げてみたい。この理論では、会計が対象とする一連の企業活動を特定するための会計単位が資金であり、この資金で構成される1

つの資金の集合体を企業として捉えている。つまり、会計主体として資金を指していることから、この企業観を重視して、ここでは「資金主体論」という名称を用いる。その原著を直訳すると「資金会計 (The Fund Theory of Accounting)」である。

資金主体である企業は、種々の資源および諸関係の集合体であるため、多様なステークホルダーを結合する経営管理の執行機関と解して、単なる投資者のための利潤追求機関ではないと考える。よって資金主体論では、利益の測定は第一義的な会計の目的ではないとする。これは、まさにサステナビリティ経営に適合する資金主体を通じた企業の考え方、すなわち企業観であるということができる。

所有主理論と企業主体論では、資産、負債および持分の関係についての理論展開を行っている。所有主論では企業の純資産は所有主に帰属し、持分は所有主の純資産に等しいと仮定する。したがって、「資産－負債＝所有者持分」という会計等式が示される。これに対して、企業主体論では、負債と所有主持分を同一視しているため、資産と持分の関係は「資産＝持分」という会計等式が示される。

一方、資金主体論では、操作性 (operation) の概念を用いて会計上の定義に同質性を持たせることができる⁶⁾。つまり、資金は、資産と持分で構成される特定の目的を持った操作単位であるため、「資金 (すなわち、資産) = 資金 (すなわち、持分: 資産に対する拘束)」という会計等式が示される。ここでは、①資金は1組の会計記録を持つ活動領域として定義された関心領域であって、②資産は経済的なサービスおよびその潜在性 (用役潜在力) を示し、③持分は資金の管理者が指示する資産の利用に対する拘束あるいは保留である。そして、④費用と収益は、企業活動として操作した資金の流れ

であって、個々の取引に係わる特定の結果として必ずしも解さなくてもよい。

資金は、ある機能的な目的の達成を意図しており、その目的に向けた資源という形態をとった用役潜在力と解することができるため、その用役は、当該用途を左右する経営者の意向およびそれに関連する計画、状況、期待によって決定される。これらの用役を獲得して、保有、転換、そして引き渡すことが資金操作であるため、用役たる資源は企業 (資金) 活動によってその操作内容が明らかになるのである。

サステナビリティ関連財務情報を例にとると、IFRS S1 のコアコンテンツで示されている①ガバナンス、②経営戦略、③リスク管理、そして④指標および目標という各資金活動はリスクマネジメントの要点を示しているため、リスクマネジメントに係わらせてその操作内容を開示しているとの説明が可能となる。つまり、サステナビリティ関連財務情報の開示には、リスク評価プロセスと報告するリスク情報を関連づけることができるリスクマネジメントの導入が必然となっているのである。

ここでは、企業における重要なリスクの識別・評価および管理の重要性を認識し、内部統制システムのすべての構成要素に係わって、当該リスクに関する判断を行うことが強く意図されている。つまり、サステナビリティ関連財務情報の開示は、リスクマネジメントの導入を通じて、企業経営のサステナビリティとアカウントビリティの双方に貢献することが可能となるのである。

企業活動、すなわち資金活動は、管理目的、企業家目的および社会目的といった機能的な会計の目的によって操作単位が決定される。そのために、「IIRC フレームワーク」で示されている中長期の価値創造を目的とするのに必要な資源、すなわち財務、製造、知的、人的、自

然および社会関連に区分される6つの資源(資金)は操作単位となり得るのである。

この6つの資源は、物的財貨や財務的現象、または法律上の権利だけでなく、その用役の概念によって操作単位と範囲が画定されるので、財務諸表の範囲にとどまらず、サステナビリティ関連財務情報にまで及ぶことになる。つまり、資金主体論を用いての解釈によって、ISSBのサステナビリティ関連財務情報の開示についての取組み、および日本の上場企業の多くが公表している統合報告書での取組みが理論的に解釈できるようになる。

資金主体論は、公表されて80年近くが経ち会計基準や会計実務は大きく変化しているものの、会計の基本的概念の枠組みを説明しているため現代会計に適用することが可能である。むしろ21世紀の経済環境と経営環境に適合した会計理論であるということができ、会計理論研究の重要性を再認識することができる。

結びに代えて

この基調講演では、つまるところIASBとISSBでの財務情報の開示に関する考え方を統合するための考察を行っている。以下では、基調講演の内容を整理することで、国際会計研究の意義について私見を述べてみたい。

本講演では、「コーポレートガバナンス」と「サステナビリティ情報の開示」を要点とすることによって現代の財務報告の特徴について明らかにした。その結果、これらの関係が密接に関わって、世界各国で会計情報の開示制度の再構築が模索されていることが理解できた。

そこでは、開示基準等の会計の立場に加えて、外部保証、内部統制および内部監査を含めて、広義に「開示」を捉えての研究の必要性を説明した。そして、開示制度がどう実務に影響

しているかについて、日本では任意開示である統合報告書において財務情報とサステナビリティ関連財務情報を同等に位置づけている事例を紹介した。その上で、財務諸表とサステナビリティ関連財務情報の首尾一貫した説明をリスクの観点と資金主体論の立場から試みた。

国際会計研究では、これまで会計基準研究が中心であったので、ここで試みたコーポレートガバナンス、外部保証、内部統制、内部監査の観点を加えた開示についての包括的な検討が必要である。そして「非財務情報」と称して財務情報とは別個の開示制度として片付けていたことの再検討が、これからの中心課題となる。

注

- (1) サステナビリティ情報は、ESG情報の中で財務諸表との関連づけが可能な財務情報であり、例えばサステナビリティ関連財務情報である。
- (2) 信頼性と信憑性について、その境界線が明確にできないこともあって、財務報告の説明に、AICPA [1994]では1つの単語のようにしている。また、AAA [1973]では、監査の説明に信憑性の概念を用いて説明している。
- (3) このような方法とは別に、認識では蓋然性規準を用いずに、リスク調整は全て測定計算の中で行う方法がある(IASB [2013], EREAG [2013])。
- (4) 2021年に改訂版が公表されている(HIRC [2021])。
- (5) 2025年版の名称は、TDK United Reportに変更されている。
- (6) 資金の単位が資金操作の例として、官公庁や非営利組織の会計における会計処理が具体的に説明されている(Vatter [1947] pp.39-43)。わが国では、公益法人会計について、資金操作の単位から説明することが可能である(小西 [2018])。

参考文献

- 飯野利夫 [1997] 『資金的損益貸借対照表への軌跡』 国元書房。
泉宏之 [1990] 「バッター『資金会計論』における操作主義の検討－資産の操作的内容を中心にして

- 一』『横浜経営研究』第XI巻第3号, 55-62頁。
- 加藤盛弘 [2006] 『負債拡大の現代会計』 森山書店。
- 市村昭三 [1979] 『資金会計の基本問題』 森山書店。
- 蟹江章編著 [2008] 『会社法におけるコーポレート・ガバナンスと監査』 日本監査研究学会リサーチ・シリーズVI, 同文館出版。
- 鎌田信夫 [2015] 「会計主体論と資金の流れ」『中部大学経営情報学部論集』 73-94頁。
- 上村達男 [2022] 『会社法改革ー公開株式会社法の構想ー』, 岩波書店。
- 小西範幸 [2004] 『キャッシュフロー会計の枠組みー包括的業績報告システムの構築ー』 岡山大学経済学研究叢書 31。
- 小西範幸編著 [2013] 『リスク情報の開示と保証のあり方ー統合報告書の公表に向けてー』 日本会計研究学会スタディ・グループ最終報告書。
- 小西範幸 [2018] 「会計主体論からの統合財務報告モデルの検討」『産業経理』 Vol.78 No.1, 42-53頁。
- 小西範幸 [2021] 「非財務情報の開示と統合報告ーステークホルダーと企業家機能の観点からー」『会計』 Vol.198 No.7, 16-30頁。
- 小西範幸 [2023] 「サステナビリティ経営に資するコーポレートガバナンス」『Corporate Governance』 Vol.12, 日本取締役協会 44-45頁。
- 小西範幸編著 [2024] 『サステナビリティ情報の会計・保証・ガバナンス』 同文館出版。
- 小西範幸 [2025] 「第7章 サステナビリティ経営に資する内部統制, 内部監査および外部保証」, 日本取締役協会編『社外取締役の教科書』 中央経済社。
- 小西範幸 [2025] 「サステナビリティ経営におけるキャッシュフロー会計の現代的意義」『会計・監査ジャーナル』 Vol.7, No.840, 104-112頁。
- サステナビリティ基準委員会『IFRS S1号の概要(全体概要, 概念的基礎)』。
- 友杉芳正, 田中弘・佐藤倫正編著 [2008] 『財務情報の信頼性ー会計と監査の挑戦ー』 税務経理協会。
- 八田進二編著 [2009] 『会計・監査・ガバナンスの基本課題』 同文館出版。
- 山崎秀彦編著 [2010] 『財務諸表外情報の開示と保証』 日本監査研究学会リサーチ・シリーズVIII, 同文館出版。
- AAA [1973] Committee on Basic Auditing Concepts A Statement of Basic Auditing Concepts. (鳥羽至英訳, 青木茂男監訳 [1982] 『アメリカ会計学会基礎的監査概念』 国元書房。)
- AICPA [1994] *Improving Business Reporting - A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors: A Comprehensive Report*, Special Committee on Financial Reporting. (八田進二・橋本尚共訳 (2002) 『アメリカ公認会計士協会・ジェンキンス報告書 事業報告革命』, 白桃書房。)
- Committee of Financial Aspects of Corporate Governance [Cadbury] [1992] *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee & Co. Ltd. (八田進二・橋本尚共訳 [2000] 『英国のコーポレート・ガバナンス』 白桃書房。)
- COSO [2023] *Achieving Effective Internal Control over Sustainability Reporting (ICSR)*, (日本内部監査協会訳 [2023] 「サステナビリティ報告に係る有効な内部統制 (ICSR) の実現」)
- EFRAG [2013] *Getting a Better Framework: Uncertainty*, *Bulletin*, EFRAG.
- FRC [2024] *The UK Corporate Governance Code*. Hicks, B and P. Hunt (ed) [1981] *The Cash Flow Basis of Accounting*, Cheb Publishing.
- IASB [2013] A Review of the Conceptual Framework for Financial Reporting, *Discussion Paper*, IFRS Foundation.
- IASB [2018] *Conceptual Framework for Financial Reporting*, IFRS Foundation.
- IIRC [2021] *International <IR> Framework*.
- ISSB [2023] General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information, *IFRS Sustainability Disclosure Standard 1*, IFRS Foundation.
- Lee, Thomas [1984] *Cash Flow Accounting*, Van Nostrand Reinhold (UK) Co.Ltd. (鎌田信夫・武田安弘・大雄合純共訳 [1989] 『現金収支会計ー売却時価会計との統合ー』 創成社)
- Porter, M. and M. Kramer [2011] Creating Shared Value, *Harvard Business Review*, Volume 89, Issue1/2, pp.62-77.
- SASB [2017] *Conceptual Framework of the Sustainability Accounting Standards Board*.
- Smith, S.Stein [2017] *Strategic Management Accounting*, Business Expert Press. (伊藤和憲・小西範幸監訳 [2018] 『戦略的管理会計と統合報告』 同文館出版。)
- Vatter, J. William [1947] *The Fund Theory of Accounting and Its Implication for Financial Reports*, University of Chicago Press.
- (付記) 本講演での内容は, 青山学院大学総合研究所「一般研究 B ユニット: コーポレート・ディスクロージャーの総合的研究 (2022年~2025年)」の研究助成を受けたものである。

II 査読論文

米国におけるプライベート・エクイティ・ファンドの法的枠組みおよび財務報告 — 直近の投資価格と時間的な補正による公正価値評価 —

小野 かおる
早稲田大学大学院

要 旨

現在、プライベート・エクイティ（PE）ファンドの会計を取り巻く環境は変化している。日本においては、PE ファンドへの公正価値評価が導入され、さらに、PE ファンドに出資する出資者側の会計処理として、一定の要件を満たす場合に、PE ファンドを通じて保有する市場価格のない株式を時価評価することが選択できるという改正が行われた。また、米国においては、PE ファンドの市場規模の拡大とともに、PE ファンドの会計研究の重要性が示されている。しかし、日本においては、PE ファンドの会計研究はまだ十分に行われていない状況である。そこで、本稿では、日本における PE ファンドの会計研究の出発点として、PE ファンドの先進国である米国に焦点を当て、米国における PE ファンドの法的枠組みおよび財務報告の現状を整理した。それを前提として、米国における PE ファンドの公正価値評価の特徴、また、公正価値評価手続の拡大が実質的に公正価値の概念に影響を及ぼしている可能性について検討した。さらに、本稿では、米国における PE ファンドの公正価値評価の課題として、3つを示した。

米国における PE ファンドの公正価値による投資評価において、2006 年に SFAS 157「公正価値測定」が公表される前から、直近の投資価格が重視されていたことを示した。また、SFAS 157 が公表されて以降、市場価格のない投資を公正価値により事後測定する際に、当初認識時の取引価格を利用した補正（calibration）の方法が明確化された。この補正は、測定日時点ではなく、当初認識時の取引価格を用いて補正することから、通常の同一測定日の情報を前提とする調整とは異なり、異時点間の情報を利用した時間的な補正であると考えられる。これらを踏まえると、PE ファンドの公正価値評価は、直近の投資価格を出発点とし、時間的な補正または公正価値の変動に関する兆候の判断によって評価手続を行うことが許容されている点に特徴があることを示した。このような評価手続の拡大は、測定日時点を重視する公正価値の概念を実質的に拡大させている可能性があることを明らかにした。

本稿において検討した PE ファンドの公正価値評価における特徴、公正価値概念の実質的な拡大の可能性、また、PE ファンドの公正価値評価の課題の提示は、将来的に、日本において市場価格のない株式評価の見直しの検討を行う際に一定の貢献があると考ええる。さらに、過去の取引価格などの客観的な情報をも利用することにより、レベル 3 の公正価値評価の不確実性を低減させるような研究に繋がる可能性があると考ええる。

(2024 年 12 月 16 日審査受付 2025 年 10 月 23 日掲載決定)

I はじめに

現在、プライベート・エクイティ（PE）ファンドの会計を取り巻く環境は変化している。PE とは、一般的に、公に取引されていない、あるいは、取引所に上場していない未公開株式への投資を意味する（Jenkinson et al. [2020], p. 193）。また、PE ファンドとは、ファンド運営者が、投資家から集めた資金を用いて、投資先企業（主に未公開株式）へ投資を行い、企業価値を向上させ、投資の売却等によって利益を得る仕組みである。通常、PE ファンドは、スタートアップ企業、または、比較的成熟した企業に投資を行う。スタートアップ企業に投資するファンドをベンチャーキャピタル（VC）ファンド、比較的成熟した企業に投資するファンドをバイアウト（BO）ファンドと呼ぶ（Jenkinson et al. [2020], p. 193）。

PE ファンドの会計を取り巻く環境の変化として、日本においては、2023 年 12 月に PE ファンド^①の投資（市場価格のない株式を含む）は、原則として時価評価^②されることとなった（投資事業有限責任組合契約に関する法律施行規則 11 条 2 項、3 項）。また、2025 年 3 月に移管指針第 9 号「金融商品会計に関する実務指針」（以下、2025 年改正実務指針）が公表され、PE ファンドに出資する出資者側の会計処理として、PE ファンドの決算において、PE ファンドが保有する市場価格のない株式が時価評価されているなどの要件を満たす場合には、時価をもって評価すること（ただし、評価差額の持分相当額は純資産の部に計上）が選択できるという改正が行われた（132-2 項）^③。この審議の過程において、PE ファンドの出資者の会計処理に限らず、将来的に市場価格のない株式を含めた金融商品の分類および測定の見直しに関する会計基準の開発の可能性も示

された（ASBJ [2024], 32 項）。

他方、米国においては、PE ファンドの市場規模の拡大とともに、PE ファンドの会計研究の重要性が示されている。Borysoff et al. [2024] では、PE ファンドは公開市場（public markets）における資本調達額を上回り、新たな資本調達の主要な手段となっている状況にも関わらず、「上場企業が会計研究の中心であり続け、PE ファンドはほとんど注目されておらず、会計の問題をほとんど扱わないファイナンスや経済学の研究者に委ねられている。PE ファンド研究の大きな障害となっているのは、PE ファンドやプライベート市場（private markets）に関する理解が限られていることである」（Borysoff et al. [2024], p. 22）と指摘している。また、PE ファンドの会計研究の意義について、「PE は、潜在的に情報の非対称性が高く、強制的な開示要請が低い状況で、会計がどのように、いつ、なぜ重要となるのかを研究する機会を提供している」ことが示されている（Borysoff et al. [2024], p. 30）。さらに、2023 年 8 月に証券取引委員会（Securities and Exchange Commission; SEC）は、PE ファンドに対する規制を強化するために新規則を採択したが、2024 年 6 月に連邦控訴裁判所により当該規則は破棄されている。当該規則には、PE ファンドの財務報告に関する事項も一部含まれていた。

このように、日本および米国において PE ファンドの財務報告を巡る議論が活発になってきているものの、日本においては上場企業を対象とした会計研究が主流となっており、PE ファンドの会計研究はまだ十分に行われていない状況である。日本において、2025 年改正実務指針の審議の過程について述べたように、PE ファンドの公正価値評価は、将来的に、日本における市場価格のない株式の評価の見直しに影響を及ぼす可能性がある。また、米国に

において、Borysoff et al. [2024] では、PE ファンドにおける今後の会計研究の機会となる課題の1つとして公正価値評価を挙げている。PE ファンドの投資を公正価値評価する場合、PE ファンドの投資は市場価格のない株式である場合が多く、レベル3の観察可能でないインプットを用いて公正価値が算定されることとなり、評価者に裁量が生じる。さらに、PE ファンドは清算されない限り、投資家にとってPE ファンドの真の価値を正確に把握するのは困難であるため、PE ファンドの運用期間中に、評価者によって公正価値がどのように決定されているのかを理解することは重要である (Borysoff et al. [2024], pp. 31-32)。米国の研究では、主に PE ファンドの純資産価値 (net asset value; NAV) の不確実性やバイアスなどに関する実証研究が進められているものの (Jenkinson et al. [2020] ; Easton et al. [2021]), PE ファンドの NAV の基礎となる各投資の公正価値がどのように決定されているのかはまだ十分に検討されていないと考えられる。そこで、本稿では、日本における PE ファンドの会計研究の出発点として、PE ファンドの先進国である米国の PE ファンドに焦点を当て、米国における PE ファンドの法的枠組みおよび財務報告の現状について整理する。それを前提として、米国における PE ファンドの公正価値評価の特徴、また、公正価値評価手続の拡大が実質的に公正価値の概念^④に影響を及ぼしている可能性について明らかにする。さらに、米国における PE ファンドの公正価値評価の課題を示す。

II 米国における PE ファンドを巡る市場環境

米国において、過去数十年にわたり、プライ

ベート市場、特に PE ファンドは驚異的な成長を遂げてきた (Borysoff et al. [2024], p. 21)。PE ファンドの運用資産総額 (Assets under Management; AUM) は、2010 年の 1.7 兆ドルから大きく増加し、2023 年には北米において 7.7 兆ドルに達した (Preqin [2020], p. 14; Preqin [2024], p. 6)。未公開市場の急成長とは対照的に、公開株式市場では停滞がますます顕著になっており、世界銀行によると、1990 年代以降、アメリカの上場企業総数は 1996 年の約 8,100 社をピークにほぼ半減している (Witte and Brown [2019], p. 6)。さらに、2017 年に米国では初めてプライベート市場から調達された新たな資本が、公開市場で調達された資本を上回った (Witte and Brown [2019], p. 1)。

米国において、上場企業数が減少している要因の一つに、IPO 数の減少があり、多くの企業が多額の資本を調達する必要性が低くなっていることが要因とされる。今日のテクノロジー企業の多くは、少ない資産で事業を展開する傾向が強く、PE ファンド等から資本を調達することにより、比較的少額の資本で規模を拡大することができる (Witte and Brown [2019], p. 8)。そのため、未公開企業のうち、時価総額が 10 億ドルを超えるユニコーンはいまや珍しい存在ではなく、現在は世界全体で 1,200 社を超えるユニコーンが存在している (CBInsights [2025])。このように、以前は公開市場が資本形成 (capital formation) を牽引していたが、現在では PE ファンドが資本の調達を支配しており、PE ファンドが資金提供する高成長のスタートアップ企業が台頭し、経済活動の主要な原動力となっていることを考えると、PE ファンドへのシフトは注目に値するとされる (Borysoff et al. [2024], pp. 22-23)。

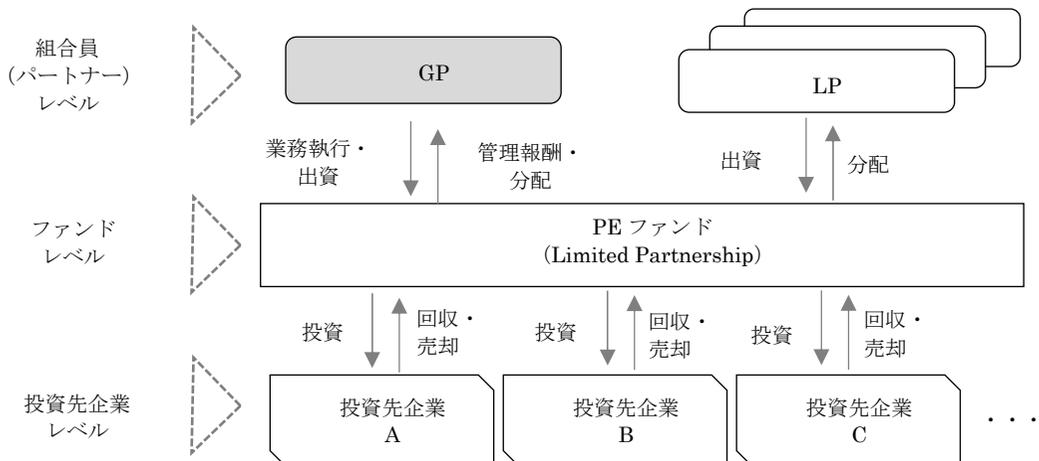
Ⅲ 米国における PE ファンドの法的枠組み

1. PE ファンドの法的形態と特徴

米国の PE ファンドの多くは、リミテッドパートナーシップ (Limited Partnership; LPS) という仕組みが用いられている (Jenkinson et al. [2020], p. 193) ^⑥。LPS は、少なくとも 1 名のゼネラルパートナー (General Partner; GP) と 1 名のリミテッドパートナー (Limited Partner; LP) で構成される (デラウェア LPS 法 (Delaware Code, Title 6, Chapter 17) 101 条 (11), 303 条, 403 条)。

GP は、機関投資家等の LP とリミテッドパートナーシップ契約 (Limited Partnership Agreement; LPA) ^⑥を締結し、LP から資金を調達する (Jenkinson et al. [2020], p. 193)。また、PE ファンドの存続期間は通常 10 年であり、10 年の間に、GP は投資先企業への投資、すなわち株式や債券等の取得、投資先企業への経営参画、投資の売却等を行う (Jenkinson et al. [2020], p. 193)。投資の売却等によって回収した資金は LP に分配されることになる。このような PE ファンドの構造を図 1 に示している。

図 1 PE ファンドの構造



(出所) 筆者作成

Borysoff et al. [2024] では、PE ファンドのより複雑な構造を 3 つのレベルに分類して説明している (Borysoff et al. [2024], p. 24)。その説明に準じて図 1 では、第一に組合員 (パートナー) レベル、第二にファンドレベル、第三に投資先企業レベルの 3 つに分類して示している。本稿は、ファンドレベルの法的枠組みと財務報告を対象としている。

LPS を利用する PE ファンドの主な特徴とし

て、LP の有限責任、ガバナンス構造、パススルー課税、有期限性等が挙げられる。

ファンドを運営する GP とは異なり、LP は LPS の債務について責任を負わず、出資金に対してのみ責任を負う (デラウェア LPS 法 303 条 (a))。あくまでも PE ファンドを運営するのは GP であることから、LP は LPA において投資方針 (investment policy) に合意した後は、通常投資プロセスに参加しない (ILPA [2020],

par. 3.2.1)。

また、PE ファンドは、一般的に、後述する投資会社法 (Investment Company Act of 1940) の規制対象となる投資会社に要求されるような取締役会または監視団体を有していないことから、GP は LPS の管理に関して広範囲の権限を与えられており、取締役会またはその他の承認を必要とせずに迅速に意思決定することが可能である (畠田 [2024], 128 頁)。他方、LP は、一般的には GP の違法行為等がなければ運用成績の不振により GP を交代させることはできず (ILPA [2020], paras. 10.1-10.2)、また、LPS の管理は GP が行うため、LP による議決権行使も限定的である (Borysoff et al. [2024], p. 24)。加えて、PE ファンド持分は、上場株式のような流動性の高い有価証券に比べて流動性が低いことから、LP は容易にファンド持分を売却できない (Borysoff et al. [2024], p. 24)。

さらに、株式会社とは異なり、LPS はパススルー課税であり、直接課税されない (米国内国歳入法 (International Revenue Code) 701 条)。LPS の収入、費用、利益、および損失の金額は、通常、各パートナーの出資比率により配分され (デラウェア LPS 法 503 条)、各パートナーの持分に課税される。したがって、LPS は、二重課税 (すなわち、組織体レベルの第一層の税金と投資家レベルの第二層の税金) の対象とはならず、ほとんどの投資家にとって課税効率のよい投資媒体となっている (畠田 [2024], 128-130 頁)。

また、LPA において、PE ファンドの存続期間を 10 年と定めた場合に、通常は PE ファンド開始から 5 年程度は投資期間として企業への投資を実行する。残りの 5 年で投資先企業への経営支援や投資回収を行うことになる。PE ファンドの存続期限が到来した場合には、延長

されなければ、PE ファンドは清算されることになる。PE ファンドが有期限であるという性質から、GP は一般的には既存ファンドの投資実行が終了した後に新たなファンドを設立するという特徴がある。

2. PE ファンドを取り巻く規制 — 財務報告に関する規制を中心として —

米国において、ファンドそのものを規制する法律は、投資会社法 (Investment Company Act of 1940) である。投資会社法に定める投資会社に該当する場合には、原則として、SEC への登録が義務付けられ (投資会社法 8 条)、一般的には、米国基準 (US GAAP) に準拠した監査済みの財務諸表等の開示が義務付けられる (投資会社法 30 条(b), (e), (g))。投資会社法は、いわゆる投資信託 (mutual fund) 等の、主としてプロ投資家ではない一般投資家から出資を受けることが予定されている投資スキームを規制することを目的とした法律である (前山 [2023], 2 頁)。そのため、不特定多数の一般投資家を対象に公募を行う投資信託等が、投資会社法の規制対象となる。

一方で、公募を行っていないことに加え、①ファンドの投資家が 100 名以下のファンド⁽⁸⁾、または、②ファンドの投資家が、一定額以上の投資を有する適格購入者 (qualified purchaser)⁽⁹⁾、いわゆるプロ投資家に限定されるファンドは、投資会社法の規制対象外となる (投資会社法 3 条(c)(1), 3 条(c)(7))。投資会社法における投資会社の要件には該当するものの、規制の対象外となるファンドは、投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) において、プライベートファンド (私募ファンド) として定義されている (投資顧問法 202 条(a)(29))。PE ファンドは、一般的には、公募を行わず、少数の投資

家またはプロ投資家を対象とすることから、私募ファンドに含まれる（前山 [2023], 2 頁）。このような PE ファンドは、投資会社法の規制対象外となり、投資会社法に基づく財務報告や監査の制約を受けない。

つぎに、PE ファンドを運営する GP に対して規制する法律は、投資顧問法である。投資顧問法に定める投資アドバイザー（Investment Adviser）⁽¹⁰⁾に該当する場合には、SEC への登録が義務付けられ、定期的な報告が必要となる（投資顧問法 203 条(a), 203 条(c), 204 条）。歴史的には、PE ファンドを含む私募ファンドのほとんどの投資アドバイザーは、一定の要件によって登録が免除されていたため、SEC への登録を行ってこなかった（2010 年改正前の投資顧問法 203 条(b)(3) ; 大崎 [2008], 221 頁）。しかし、2010 年に成立したドッド・フランク法（Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）により、私募ファンドの投資アドバイザーは、原則として SEC への登録が義務付けられ⁽¹¹⁾、投資アドバイザーおよび投資アドバイザーが運用する個別のファンドに関する年次報告が追加された（ドッド・フランク法 403 条(2), 404 条(2) ; 投資顧問法 203 条(b)(3), 204 条(b)(1)）。ただし、個別のファンドに関する年次報告には、各ファンドの財務諸表等の情報が含まれているわけではない。主にファンドのタイプ（バイアウト、ベンチャー、不動産等）、ファンドの規模、出資者の特徴（出資者数、内部出資者等の割合）等、各ファンドの概要となる情報が中心である。加えて、ファンドが監査を受けているか、また、監査を受けている場合に US GAAP に基づく財務諸表等を作成しているかについて、各ファンドの財務報告の選択に関する情報が含まれている⁽¹²⁾。

このように、私募ファンドの運営者に対して

規制を強化するに至った時代背景には、金融危機が関係している。ドッド・フランク法は、金融危機後の 2010 年に成立している。私募ファンド（特にヘッジファンド）自体は金融危機を引き起こした直接的な要因として捉えられていないものの、私募ファンドの規模拡大とともに、ファンド間の相関性が増し、システムック・リスクを引き起こす可能性が示された（若園 [2015], 141 頁, 146 頁）。そこで、私募ファンドの透明性を高めるため、ドッド・フランク法の制定により、私募ファンドの投資アドバイザーの SEC への登録、投資アドバイザーを通じた私募ファンドの情報収集権限等が明確化された（若園 [2015], 161 頁）。

さらに、SEC は、2023 年 8 月に私募ファンドに対する新たな規則を採択し、私募ファンドの投資アドバイザーへの規制を強化することとした（SEC [2023], p. 63206）。強化された規制のうち、PE ファンドの財務報告に関連する規制としては、SEC に登録している投資アドバイザーは、四半期報告書を作成して投資家に交付すること（規則 (17 CFR) 275.211(h)(1)-2）、また、運用する私募ファンドについて財務諸表監査が義務付けられ、監査済財務諸表を決算日から 120 日以内に投資家に交付すること（規則 275.206(4)-10, 275.206(4)-2(b)(4)）であった。

しかし、2024 年 6 月に、米国第 5 巡回区連邦控訴裁判所は、SEC が採択した新規則を無効とする判決を下した⁽¹³⁾。この判決によれば、投資会社法において、一般投資家（retail customers）を対象とした投資信託等には厳格な規制が適用される一方で、高度に洗練された投資家（highly sophisticated investors）のみを対象とする私募ファンドは厳格な規制の枠組みから意図的に除外されているとしている（p. 17）。そのため、私募ファンドは、定期的

な財務報告へのアクセスなどについて、契約によって自由に交渉できるようにしており、内部のガバナンス構造に関する規制は免除されていることが判決によって明示された (p. 24)。また、判決の中で、私募ファンドの特徴が挙げられている。投資信託の対象となる一般投資家とは異なり、私募ファンドの投資家は、投資時に積極的な交渉を行い、また、徹底したデューデリを行う。さらに、私募ファンドは、投資家の個別のニーズに合わせた取引条件を通じて、強力なリターンを生み出すことにより、投資を呼び込むことができるという性質も示されている (p. 3)。

このように、米国においては、PE ファンドの財務報告に関連する規制が活発に議論されている。一方で、SEC による規制の有無にかかわらず、実務において推奨される LPA として、ILPA [2020] によれば、各会計年度末の会計等は、監査人による監査を要求し (par. 15.2.1)、事業年度の財務報告書は各事業年度終了後 90 日以内に LP に提供され (par. 15.2.1.1)、四半期報告の場合には、各四半期の終了後 45 日以内に LP に提供されることとされている (par. 15.2.1.2)。PE ファンドの投資家の意向によって、実務においては期末の監査および四半期報告は一般的になっていると考えられる。

IV 米国における PE ファンドの財務報告の現状

1. PE ファンドが採用する会計基準

III 2. で述べたとおり、PE ファンドそのものは、投資会社法の規制対象とはならないことから、GP と LP の合意によって、PE ファンドが採用する会計基準を LPA に定めることになる。そのため、必ずしも US GAAP や国際財務報告

基準 (IFRS) を採用する必要はないが、ILPA [2020] においては、PE ファンドの財務報告は US GAAP に従って作成されることが示されていることから (par. 15.2.1)、投資家は US GAAP に準拠した財務報告を求めていると考えられる⁽¹⁴⁾。

PE ファンドの財務報告において、US GAAP を採用する場合には、産業別の会計基準である ASC 946「金融サービス—投資会社」に定める投資会社に、PE ファンドが該当するかどうかを判定することになる。投資会社となるかの判断は、ASC 946 に 2 つの基準が定められている。①投資会社法の規制対象となる場合 (946-10-15-4)、②①に該当しない場合には、投資会社の特性を評価する (946-10-15-5)。PE ファンドは、投資会社法の規制対象外であるため、②の基準によって判断することになる。②による場合には、ASC 946 において投資会社の特性が列挙されており、2 つの基本的な特徴 (fundamental characteristics)⁽¹⁵⁾を満たす必要があり、加えて、5 つの典型的な特徴 (typical characteristics)⁽¹⁶⁾を総合的に判断することが示されている (946-10-15-6 through 15-8)。ASC 946 において、投資活動を行う LPS の事例を用いて、投資会社の特性を評価しており (946-10-55-31 through 10-55-37)、この事例に基づけば、一般的には PE ファンドは ASC 946 に定める投資会社に該当すると考えられる (AICPA [2023], par. 1.17)。

ASC 946 が適用される投資会社は、債券および持分証券への投資を公正価値により事後測定しなければならない (946-320-35-1)⁽¹⁷⁾。公正価値による測定は、ASC 820「公正価値測定」に基づき行われる。また、PE ファンドの投資を公正価値により評価する場合、Jenkinson et al. [2020] によれば、一般的には業界基準として多くの国で採用する IPEV ガイドライン

(International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) ⁽¹⁸⁾に基づいて評価が行われているとされている (Jenkinson et al. [2020], p. 193 and note 2)。IPEV ガイドラインは、US GAAP および IFRS の両方に準拠することを目的として作成されている (IPEV [2022], p. 5) ⁽¹⁹⁾。本稿において、公正価値測定単位は、PE ファンドが保有する個別の投資 (各投資先企業への投資) を前提としている。

2. PE ファンドの財務諸表

ASC 946 によれば、投資会社の財務諸表等における目的は、投資活動および資本取引から生じる純資産、経営成績、純資産の変動、および財務ハイライトを表示することである (946-205-45-1)。ASC 946 が適用される PE ファンドの財務諸表等には、貸借対照表および投資明

細、損益計算書、キャッシュフロー計算書、純資産変動計算書、財務ハイライトが含まれる (946-205-45-1)。PE ファンドにおいては、全体の純資産の変動を示す純資産変動計算書に、GP と LP を含む各パートナー資本の変動を示すパートナー資本変動計算書を結合できる (946-205-45-5)。本稿では、PE ファンドの財務諸表等のうち、基礎となる貸借対照表および損益計算書を対象として特徴を整理する。

ASC 946 が適用される投資会社は、財政状態を貸借対照表または純資産計算書のいずれかによって報告する (946-210-45-1)。PE ファンドにおいては、通常はファンドの資産及び負債の内容を LP に対して提供する必要があるため、貸借対照表によって報告すると考えられる (ILPA [2020], par. 15.2.2.1)。PE ファンドのうち、VC ファンドの貸借対照表の例を図 2 において示している。

図 2 PE (VC) ファンドの貸借対照表の例示

Sample, L.P.	
Statement of Assets and Liabilities	
December 31, 202X	
Assets	
Investments in portfolio companies, at fair value (cost \$10,000,000)	\$ 100,000,000
Cash and cash equivalents	1,000,000
Other current assets	10,000
Total Assets	\$ 101,010,000
Liabilities and Partners' Capital	
Liabilities	
Accrued expenses	\$ 100
Total Liabilities	100
Partners' Capital	
Contributed capital	50,000,000
Distributions	(40,000,000)
Syndication costs	(150,000)
Cumulative net investment loss	(10,000,000)
Cumulative net realized gain on portfolio investments	11,159,900
Cumulative net unrealized appreciation on portfolio investments	90,000,000
Total Partners' Capital	101,009,900
Total Liabilities and Partners' Capital	\$ 101,010,000

(出所) AICPA [2023], par. 7.216, KPMG [2024], p.34, および実際に運用されている VC ファンドの財務諸表を参考に、筆者作成。貸借対照表の数値は筆者が任意に設定しており、実際のデータに基づくものではない。

投資会社の業界における一般的な慣行として、総資産のうち、有価証券への投資は他の資産と比べて重要であるため、貸借対照表において最初の資産として報告する (AICPA [2023], par. 7.48)。また、すでに述べたとおり、投資は公正価値により事後測定されるため (946-320-35-1)、投資残高は各投資の公正価値の合計額となる。

負債の特徴について、PE ファンドの戦略や投資方針により借入を行うかどうかで負債の内容は異なるが、図 2 で示した VC ファンドでは、一般的には借入が制限されるため (ILPA [2020], par. 7.2.1)、負債に借入は含まれていない。通常、PE ファンドの負債には、GP および専門家等への報酬に係る未払費用や各パートナーへの分配に係る未払金が含まれる (946-405-45-2; AICPA [2023], par. 7.72)。

資本について、すべての投資会社は、貸借対照表上、資本の構成要素として株主資本 (shareholder capital) と分配可能利益 (distributable earnings)⁽²⁰⁾の 2 つのみを開示することが要求されている (946-20-50-11)。ただし、PE ファンドのようなパススルーの事業体は、投資活動の成果が各パートナーに分配されたものと見なされるため、分配可能利益を含めてすべての資本の構成要素をパートナー資本 (partners' capital) に集約する必要がある (946-20-50-14)。PE ファンドの貸借対照表上、パートナー

資本に含まれる内容は、純資産変動計算書に表示すべき項目と一致していると考えられるため (946-505-50-3)、その内容は、各パートナーからの資本拠出、各パートナーへの分配、投資活動の成果で構成される (946-205-45-3; AICPA [2023], par. 7.238)。投資活動の成果は、損益計算書に示される純投資収益または損失、投資から生じる純実現利益または損失、および投資の未実現評価益または評価損により構成され (946-205-45-3 a)、その累計額が表示される。

つぎに、損益計算書について、ASC 946 によれば、投資会社の損益計算書の目的は、投資会社のすべての投資活動から生じる純資産の増減を表示することであるとされる (946-220-45-1)。その内容は、①配当金、利息およびその他の収益から生じる投資収益から費用を控除した金額、②投資および外国通貨取引から生じる実現利益または損失の金額、③投資および外国通貨建ての資産と負債の未実現評価益または評価損の変動を報告することである。このような形式で報告することにより、財務諸表利用者は投資活動の各要素が投資会社全体の業績にどのように貢献しているかを理解するのに役立つ (946-220-45-1)。PE ファンドのうち、VC ファンドの損益計算書の例を図 3 において示している。

図3 PE (VC) ファンドの損益計算書の例示

Sample, L.P.
Statement of Operations
Year Ended December 31, 202X

Income	
Interest income	\$ 5,000
Operating Expenses	
Management fee	1,000,000
Accounting, legal and other	50,000
Total Operating Expenses	1,050,000
Net Investment Loss	(1,045,000)
Net Realized Gain from Portfolio Investments	
	10,000,000
Unrealized Appreciation on Portfolio Investments	
Balance, beginning of year	80,000,000
Balance, end of year	90,000,000
Net Change in Unrealized Appreciation on Portfolio Investments	10,000,000
Net Gain on Portfolio Investments	20,000,000
Net Increase in Partners' Capital Resulting from Operations	\$ 18,955,000

(出所) AICPA [2023], par. 7. 225 および KPMG [2024], p.5, 実際に運用されている VC ファンドの財務諸表を参考に、筆者作成。損益計算書の数値は筆者が任意に設定しており、実際のデータに基づくものではない。

純投資収益または損失について、投資収益が総費用を超過した場合、その超過額を純投資収益、または、総費用が投資収益を超過する場合には、純投資損失として表示しなければならない(946-220-45-5)。PE ファンドの投資収益には、配当金および利息が含まれ、経常的に生じる収益により構成されていると考えられる。PE ファンドの主な費用には、PE ファンドを運営する GP に対して支払う管理報酬 (management fee) が含まれている (946-20-05-10; 946-220-45-3 a)。管理報酬は、PE ファンド全体の出資約束額 (committed capital) に対して 1.5~2.5% の報酬額が一般的であるとされる (Chung et al. [2012], p. 3260)。

投資および外国通貨取引から生じる実現損益および未実現評価損益について、本稿では主に投資から生じる損益を対象とする。投資から生じる純実現利益または損失とは、投資の売却やその他の処分によって生じた純損益であり、売却などの手数料を控除して表示される (946-

220-45-6 a.1.)。

つぎに、投資の未実現評価益または評価損は、会計期間における未実現評価益または評価損の変動を損益計算書に表示し (946-220-45-6 b.1.)、各投資が売却またはその他の処分がなされた際には、投資から生じる純実現利益または損失に組替調整 (reclassified) される。

また、投資の実現損益と未実現評価損益の変動額の合計は、損益計算書において、投資の純損益として表示される (946-220-45-6 c.)。さらに、損益計算書における最終的な合計額について、純投資収益または損失、投資の実現損益および未実現評価損益の合計は、投資活動から生じる純資産 (パートナー資本) の増加または減少として純額で表示されなければならない (946-220-45-7)。

このように、PE ファンドの財務諸表は、PE ファンドが投資活動を目的としたパススルーの事業体であるという特徴に則した表示が求められている。

V 米国における PE ファンドによる投資の公正価値評価 —直近の投資価格と時間的な補正による公正価値評価—

これまで、米国における PE ファンドの法的枠組みおよび財務報告の現状を整理してきた。ASC 946において投資会社に該当する PE ファンドは、保有する市場価格のない株式等への投資を公正価値評価することとなる (ASC 946-320-35-1)。一方で、投資会社である PE ファンドとは法的枠組みおよび事業の目的が異なる一般事業会社⁽²¹⁾が、市場価格のない株式を保有する場合、その投資は、ASU 2016-01「金融商品-全体」の改正により、原則として公正価値評価されることとなったものの、依然として、公正価値を容易に決定することができない持分証券への投資として、取得原価から (該当がある場合) 減損額を控除した金額で測定することが許容されている (ASC 321-10-35-1 through 2)⁽²²⁾。PE 業界において、投資先企業を公正価値によって評価するようになったのは、1970年代とされ、公正価値による投資評価の歴史は長い。そこで、米国における PE ファンドの公正価値による投資評価の変遷とともに、一般事業会社と比較して特殊性を有する PE ファンドの公正価値評価⁽²³⁾の特徴を明らかにする。

PE 業界において投資先企業を公正価値によって評価するようになったのは、年金基金が PE に投資を始めた 1970 年代にさかのぼるとされる (Easton et al. [2021], p. 110)。年金基金の報告書において、投資については公正価値会計を使用することが求められていたため、年金基金は US GAAP に基づく報告義務を求めることが多かった (Easton et al. [2021], p. 110)。AICPA が 1973 年に公表した「投資会社の監査」では、PE ファンド業界における

一般的な実務として、有価証券の評価額を、市場価格、または、市場価格が存在しない場合には、評価者が誠実に算定した公正価値により報告されることが示されている (AICPA [1973], p. 15)。

1991 年に公表された SFAS 107「金融商品の公正価値の開示」において、「金融商品の公正価値とは、当該金融商品が取引する意思のある当事者間において、強制的な又は清算時の売却以外の方法で、成立する現在の取引において交換することが可能な額である」(SFAS 107, par. 5) という定義が示されていた。しかし、公正価値の定義はあったものの、公正価値を見積もるための US GAAP に基づく一貫したガイドランスは提供されていなかった。

一方で、PE 業界の実務上の投資評価ガイドラインとしては、2003 年に、米国の任意団体である Private Equity Industry Guidelines Group (PEIGG) により「US Private Equity Valuation Guidelines」(以下、PEIGG ガイドライン) が公表された (Easton et al. [2021], p. 110)。その後、2005 年に IPEV ガイドラインが公表され、2003 年の PEIGG ガイドラインと内容は整合していたとされる (CCBJ [2007])⁽²⁴⁾。Easton et al. [2021] によれば、2006 年に SFAS 157「公正価値測定」が公表される前の業界の実務では、投資先企業の評価は入口価格を用いて公正価値を見積もることが多く、取得原価により評価されるか、投資先企業の直近の資金調達ラウンドによる価値で評価されていたとされる (Easton et al. [2021], p. 106; 経済産業省 [2025], p. 103)。直近の資金調達ラウンドによる価値とは、一般的に、投資先企業が成長に応じて複数の投資家から資金調達する過程で形成される株価であり、資金調達取引という客観的な事象に支えられた取引価格であると考えられる (小野 [2024],

p. 222)。SFAS 157 が公表される前は、PE ファンドの投資評価において、投資先企業に直近の資金調達がない場合には評価が据え置かれ、評価時点の公正価値に基づいていなかったとされる (Easton et al. [2021], p. 111)。Easton et al. [2021] では、このような実務は、出口価格に基づいて投資を公正価値により評価することを要求する SFAS 157 とは異なっていると指摘している (Easton et al. [2021], p. 111)。

それでは、SFAS 157 の公表により、PE ファンドの公正価値評価はどのように変わったのか、特に、PE ファンドの投資評価で用いられてきた取引価格 (取得原価) および直近の資金調達のラウンドによる価格 (以下、これらを合わせて「直近の投資価格」という) が、公正価値評価において、どのように位置づけられるのかが問題となる。

2006 年に SFAS 157 が公表され、「公正価値とは、測定日に市場参加者間で秩序ある取引において、資産を売却する際に受け取る価格または負債を移転する際に支払う価格のことをいう」と定義され、出口価格であることが明記された (SFAS 157, par. 5, 7)。また、PE ファンドの投資評価に用いるマーケットアプローチやインカムアプローチの評価技法が示された (SFAS 157, par. 18)。さらに、SFAS 157 は、公正価値ヒエラルキーを設け、公正価値を測定するために用いる評価技法へのインプットを 3 つのレベルに区分した (SFAS 157, par. 22)。PE ファンドは、通常、未公開企業に投資するため、PE ファンドのほとんどの投資は、市場価格を観察することはできない。そのため、観察可能でないインプットを用いるレベル 3 に分類される (SFAS 157, par. 30)。

また、SFAS 157 において、当初認識時の取引価格を用いた補正 (calibration) について示された。すなわち、適用指針の「取引価格およ

び当初認識時の公正価値測定」において、デリバティブ取引が例示され、その注において、「取引価格が初回認識時に公正価値を表す場合、その後の期間における公正価値を測定するためにプライシングモデルを使用する場合、そのモデルは当初認識時のモデル値が取引価格と一致するように補正すべきである」と定められた (SFAS 157, par. A27 note 18)。その後、この内容は、2009 年に米国会計基準のコード化により、SFAS 157 から ASC 820 に編纂された (820-10-30-4)。

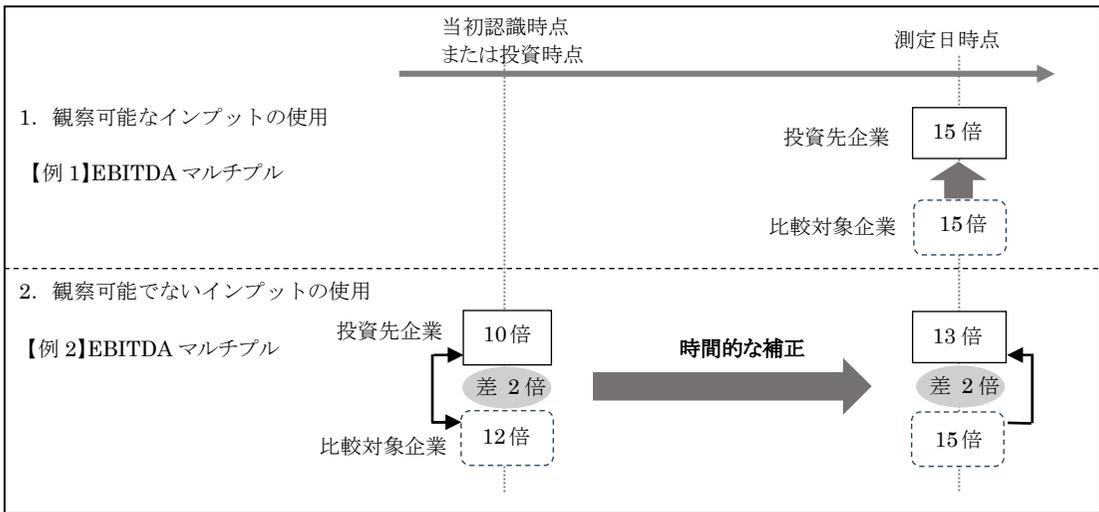
2011 年に米国財務会計基準審議会 (FASB) と国際会計基準審議会 (IASB) が共同で公表した ASU 2011-04「公正価値測定 (Topic 820) : US GAAP および IFRS における共通の公正価値測定および開示に関する規定を達成するための改訂」において、この補正の内容は、事後測定の評価技法の項目に移行され、その内容の一部が改訂された。すなわち、「取引価格が当初認識時の公正価値であり、その後の期間における公正価値を測定するために観察可能でないインプットを使用する評価技法が使用される場合には、当初認識時に評価技法の結果が取引価格と等しくなるように評価技法を補正しなければならない」(ASU 2011-04, par. 32; ASC 820-10-35-24C) として、デリバティブ取引に用いられるプライシングモデルに限定されず、観察可能でないインプットを使用する評価技法への補正であることが明記された。また、この補正によって、評価技法が現在の市場の状況を反映するようになるという説明が追加された (ASU 2011-04, par. 32; ASC 820-10-35-24C)。これにより、PE ファンドの投資評価でも利用されるマルチプル法を含む観察可能でないインプットを使用する評価技法への補正が明示されたと考えられる⁽²⁵⁾。

このような評価技法への補正は、測定日時点

ではなく、当初認識時に公正価値を表す当該資産の取引価格と等しくなるように当初認識時の評価技法を補正しておいて、その補正済みの評価技法に測定日における観察可能な市場データを反映させて（ASC 820-10-35-24C）、公正価値の事後測定に利用するというものである。このような意味で、当該補正は、通常の同

一測定日の情報を前提とする調整とは異なり、異時点間の情報を利用した時間的な補正⁽²⁶⁾であると考えられる。図4において、観察可能なインプットを使用した場合と観察可能でないインプットを使用した場合を比較し、時間的な補正による公正価値評価手続の例を示している⁽²⁷⁾。

図4 時間的な補正による公正価値評価手続の例示



(出所) AICPA [2019], IPEV [2022] および EY [2024] を参考に、筆者作成

PE ファンドの投資評価における時間的な補正について、IPEV ガイドラインによれば、直近の投資価格（price of a recent investment）が秩序ある取引から生じたものであれば、直近の投資価格は公正価値による事後測定の出発点となる可能性があり、単独の評価技法とはならないものの、さまざまな評価技法で使用されるインプットを補正（calibration）するために使用される（IPEV [2022], paras. 3.3 and 3.10）。直近の投資価格は、投資先企業に対して直近で投資が行われた場合の投資価格を意味しており、PE ファンドの評価対象となる投資が直近で行われた場合には取得原価（当初認識時の取引価格）、さらには、PE ファンドが投資した後に、

投資先企業に新たに直近の資金調達ラウンドがあった場合にはその投資価格となる（IPEV [2022], p. 22）⁽²⁸⁾。一般的な公正価値測定を定める ASC 820 においては、時間的な補正を行う場合、当初認識時の取引価格を基礎とする。一方で、PE ファンドの投資評価においては、当初認識時の取引価格に加え、取得後に新たに行われた投資の価格を出発点とすることも許容されている。また、2019年にAICPAにより公表されたPEファンドの投資評価に関する詳細なガイドラインでは、さまざまな評価技法で使用されるインプットは、財務指標だけではなく、顧客数や販売量など、営業活動における主要な業績評価指標（KPI）などの非財務指

標も含むとしている (AICPA [2019], par. 10.02)。

このような直近の投資価格を出発点とした公正価値評価について、2018年にIPEVガイドラインは特筆すべき改正を行っている。2018年に改正される前のIPEVガイドラインには、マーケットアプローチの例示の冒頭に、評価技法の1つとして直近の投資価格が含まれていた (IPEV [2015], par. 3.2(ii)A. a)。2018年の改正によって、個別の評価技法から直近の投資価格が削除されることとなった。その理由として、直近の投資価格を評価技法の1つとして記載することにより、ガイドライン利用者の多くは、その後の測定日に公正価値評価する努力をせず、「盲目的に (blindly)」直近の投資価格を使い、長期間にわたり追加の分析を行わなかった。そのような「盲目的な」直近の投資価格の採用は、会計基準に準拠した公正価値評価とはならないとしている (IPEV [2018], p. 66)。このように、SFAS 157の公表後においても、IPEVガイドライン利用者の多くは、2018年のIPEVガイドラインの改正までは、何らの時間的な補正や分析も行わずに、測定日の公正価値を直近の投資価格により評価していた可能性がある。このような改正の背景からも、PEファンドの投資評価では、歴史的にも、直近の投資価格が重視されてきたと考えられる。さらに、現在においても、直近の投資価格は、公正価値評価の出発点と位置付けられていることから、依然としてPEファンドの投資評価における重要な基礎となっている。

さらに、VCファンドにおける公正価値による投資評価においては、直近の投資価格がより重視されている可能性がある。ASU 2011-04において、公正価値ヒエラルキーのレベル3に分類される場合の定量情報の開示について、VC投資の直近の資金調達ラウンドに対する

調整 (adjustments) が例示され、過去の取引価格 (prices in prior transactions) に基づいて公正価値が測定されることがあると明記されている (ASU 2011-04, par. BC 90)。また、報告主体は資産の公正価値をどのように測定したかを開示する必要があるが、過去の取引価格以外に定量情報を使用していない場合は、定量情報を新たに作成する必要はないとしている。すなわち、VC投資においては、過去の取引価格以外に定量情報を使用しない場合も許容され、公正価値として過去の取引価格により評価される可能性があることが示唆されていると考えられる。ただし、過去の取引価格に対する調整が公正価値測定全体にとって重要である場合、その調整は観察可能でないインプットと見なされ、報告主体はその定量情報を開示する必要がある (ASU 2011-04, par. BC 90)。

また、IPEVガイドラインでは、VCファンドの投資対象である売上または利益がまだ発生していない投資先企業 (以下、アーリーステージ企業) は、近い将来の利益やプラスのキャッシュフローがないことが想定され、マルチプル法やDCF法のような評価技法が適さない場合があるとされる (IPEV [2022], p. 37)。そのような場合には、投資時点における投資先企業のマイルストーンの進捗など定性的要因を評価した上で、公正価値の変動に関する兆候がないと判断されれば、直近の投資価格を測定日の公正価値と評価する可能性はある (IPEV [2022], p. 37; EY [2024], 212頁, 216-217頁)。一方で、公正価値の変動に関する兆候があると判断された場合には、直近に報告された公正価値に対する調整額を見積もる必要がある (IPEV [2022], p. 39)。また、AICPA [2019]においても、さまざまな要因を考慮した上で、直近の投資価格を「ロール・フォワード」する選択肢が示されている (AICPA [2019], par. 13.42)。

直近の投資価格を重視する理由について、投資先企業の資金調達取引は、株主間取引に比べて、取引金額の規模が大きく、複数の投資家が参加することも多く、特に新規の投資家が関与する独立した取引 (arm's length transactions) となる資金調達取引は、取引の頻度や取引の動機の明瞭さの観点から、公正価値の見積りにはより良い証拠とみなされるとされている (AICPA [2019], par. 13.40)。このようなアーリーステージ企業の公正価値評価の方法は、ASC 820 においては明示されていない。

これらを踏まえると、PE ファンドの公正価値評価は、直近の投資価格を出発点とし、時間的な補正または公正価値の変動に関する兆候の判断によって評価手続を行うことが許容されている点に特徴がある。このような評価手続の拡大は、測定日時点を重視する公正価値の概念を実質的に拡大させている可能性があると考えられる⁽²⁹⁾⁽³⁰⁾。この点について、PE ファンドの投資家にとって有用な財務報告となるためには、測定の不確実性を踏まえて公正価値を忠実に表現し、信頼性を確保することが必要になるが、それにはコストの制約を考慮する必要があると考える (SFAC 8 [2024], paras. QC16, QC35-36)。PE ファンドにおける公正価値による投資評価のコストは投資家が負担する可能性が高い。特に VC ファンドの投資評価においては、測定の不確実性の高さおよびコストの制約を考慮した場合、客観性の高い価格となりうる直近の投資価格を出発点として、定性的要因による分析および調整が行われること、または、評価技法への時間的な補正がなされることは許容されると考えられる。また、ASC 946 において、VC ファンドの「投資の性質上、ASC 946 で主に取り扱う一般的な投資会社とは異なる評価手続が必要となる」(ASC 946-20-05-1E)と考えられていることと整合すると考えら

れる。

VI 米国における PE ファンドによる公正価値評価の残された課題

本稿では、米国における PE ファンドの公正価値評価の特徴と公正価値概念の実質的な拡大の可能性を明らかにしてきた。ただし、PE ファンドの公正価値評価には、少なくとも以下のような 3 つの課題が残されている。

第 1 の課題として、同一の投資先企業に対して、PE ファンドごとに異なる評価がなされており、GP による見積りの不確実性が高いことが挙げられる。すでに述べたとおり、PE ファンドの投資は市場価格がない株式である場合が多く、投資を公正価値評価する際に、レベル 3 の観察可能でないインプットを用いて算定されることになる。この場合に、市場参加者の視点で公正価値を見積もることになるが、公正価値評価の基礎となる投資先情報 (例えば、事業計画や事業の進捗状況など) の多くを GP が保有しているため、その公正価値評価は GP による見積りに依存することになる。本来、同一時点の投資先企業の公正価値であれば、どの評価技法を用いても価値は同じになると考えられる。また、公正価値は市場参加者間の期待の平均値とすれば、同一の投資先企業を異なる PE ファンドがそれぞれ評価した場合にも、その公正価値は同じになる (または近似する) はずである。しかし、Easton et al. [2021] によれば、PE の評価は、非上場であること、非流動性、非透明性という性質から難題をもたらしており、例えば、PE ファンドの機関投資家とのインタビューにおいて、同じ原資産 (投資先企業) に投資している 2 つの異なる PE ファンドが、同じ資産に対して異なる評価を用いることは

珍しくないとしている (Easton et al. [2021], p. 110)。

GP は、投資先企業の事業計画や事業の進捗状況、GP による投資先企業への経営支援の度合い、いつの時点で株式等を売却するのか、その手法は M&A なのか IPO なのかなどのシナリオに応じて公正価値を見積ることになる。また、利用する評価技法にも GP の判断が含まれる。すなわち、マルチプル法を用いて投資先企業を評価する際には、適切な類似企業の選定に GP の判断が必要となる。また、DCF 法を用いる場合には、将来キャッシュフローの見込みに加え、成長率や割引率などの GP の主観的な仮定が必要となる (IPEV [2022], p. 32)。さらに、時間的な補正、定性的要因による公正価値の変動に関する兆候の判断、また、直近の投資価格に対する調整には、GP の主観的な仮定が含まれる (IPEV [2022], p. 39)。このように、PE ファンドの投資評価には、GP による主観的な仮定が含まれ、見積りの不確実性はより高くなると考えられる⁽³¹⁾。

第 2 の課題として、米国の研究において、LP が自らの財務報告等に利用する PE ファンドの純資産価額 (net asset value; NAV) に関する課題が示されている。LP は、GP から提供された PE ファンドの財務諸表、すなわち PE ファンドの投資を公正価値により評価した額を基礎とした NAV の変動を、LP 自身の財務諸表に持分損益として反映している (Easton et al. [2021], p. 111; ASC 820-10-15-4, 820-10-35-59)。また、機関投資家等の LP は、PE ファンドの運用成績を監視するため、または、資産クラスの配分を決定するために NAV を活用している (Easton et al. [2021], p. 111)。GP により報告された NAV の基礎となる公正価値の見積りが平均的に保守的である場合、その NAV に基づいて資産クラスを配分すると PE に過剰

に配分する、または、その反対も起こりうる (Jenkinson et al. [2020], p. 194)。それにもかかわらず、LP は GP により報告された NAV を利用している。その理由は、GP による投資先企業への投資額や投資実行のタイミング、また、その投資の回収額や回収のタイミングは LP には予測が難しい上に、GP は投資先企業の情報を十分に把握している一方で、LP は独自に評価分析を行うための外部情報をほとんど利用できないためである (Jenkinson et al. [2020], p. 194)。

また、PE ファンドは有期限であるため、存続期間中の投資家からの拠出額および投資家への分配金による全てのキャッシュフローを観察でき、永続価値の見積もりが不要である。PE ファンドの運用期間中のどの時点においても、PE ファンドの NAV は、これまでに生じた出資額から実現利益による分配額を差し引いた額に、PE ファンドの投資評価で発生した未実現損益額を加え、費用を控除した合計額を表している。そのため、NAV は暫定的な公正価値として機能し、PE ファンドにおいて最終的に得られる正味キャッシュフローの見積りとして評価される (Easton et al. [2021], p. 106)。

このように LP にとって、GP により報告される NAV は重要である⁽³²⁾。Jenkinson et al. [2020] では、GP が LP に報告した NAV と実際にその後生じた PE ファンドのキャッシュフローとの関係について分析を行っている。その分析によれば、GP による NAV の見積りは、ファンドの運用期間の初期段階において、比較的保守的であり、残存期間のキャッシュフローの見積りが容易になるにつれて、時間の経過とともに一般的に保守的ではなくなることを示されている (Jenkinson et al. [2020], p. 192)。これは、GP が運用期間の初期には投資

の取得原価で NAV を算定し、運用期間の後期には投資の成功で得た知識を利用するなどして公正価値で NAV を算定していることを示唆している (Jenkinson et al. [2020], p. 201)。また、PE ファンドの中でも VC ファンドは、BO ファンドと比較して、相対的に NAV を積極的に評価しており、GP が提供する NAV は平均して最終的なリターンを過大評価していることを示しているとされる (Jenkinson et al. [2020], p. 192)。

第 3 の課題として、GP が新たな PE ファンドの資金調達をする際にも、NAV に関する課題が示されている。PE ファンドが有期限であるという性質から、GP は一般的には既存ファンドの投資期間が終了した後に新たなファンドを設立する。投資家候補は、新たなファンドに出資決定する際に、既存ファンドの NAV が公正価値をどの程度表しているかに関心を持っており、既存ファンドの運用成績は重要な判断要素の 1 つである (Jenkinson et al. [2020], p. 194)。

Barber and Yasuda [2017] によれば、GP が新たなファンドの資金調達をしているときに、既存ファンドのパフォーマンスがピークに達することが示されている。パフォーマンスのピークを生み出すメカニズムは 2 つあり、1 つ目として、GP は既存ファンドで十分な投資回収を行ったすぐ後に新たなファンドの資金調達を行っているように見え、2 つ目として、レピュテーションの低い GP⁽³³⁾は、新たなファンドの資金調達時に NAV の評価が高くなるよう管理しているように見えるとしている (Barber and Yasuda [2017], pp. 193-194)。さらに、投資回収率が低く、レピュテーションの低い GP は、新たなファンドの資金調達後に、既存ファンドにおいてより頻繁に、より大きく評価減が行われることが示されている (Barber and

Yasuda [2017], p. 194)。

また、Brown et al. [2019] は、運用成績が低調な PE ファンドの一部の GP は、新たなファンドの資金調達を行う時期に NAV を過大に報告しているとしつつも、機関投資家の出資決定に影響を与えるには至っておらず、そのような GP は次のファンドにおいて資金調達できる可能性はかなり低いとしている。すなわち、機関投資家は GP による NAV の操作をほとんど見逃していないことを示唆している (Brown et al. [2019], p. 268)。この点について、特に一般的に長期投資を前提とする VC ファンドでは、新たな GP が 1 号ファンドを設立する場合にはファンド運用の実績はなく、また、1 号ファンド設立から 3 年程度経過した後に 2 号ファンドを設立する場合、既存ファンドとなる 1 号ファンドでは、投資家への分配はまだ行われず、その運用成績は公正価値による見積りに依拠している可能性が高い。NAV の操作を見逃さない前提は、ある程度のファンド運用の実績がある GP についてのみと考えられる。Brown et al. [2019] においても、PE ファンドの資金を投資家に分配するという信頼性のある行動の方が、現時点の運用成績よりも重要であることが示されている (Brown et al. [2019], p. 268)。したがって、PE ファンドの投資の回収や分配が生じるまでは、公正価値を基礎とした NAV に関する課題は依然として残されていると考えられる。

VII おわりに

米国において、PE ファンドは新たな資本調達の主要な手段となっており、PE ファンドの規模拡大は著しい。また、日本において、PE ファンドの投資は原則として公正価値評価されることとなった。さらに、PE ファンドに出

資する出資者側の会計処理として、一定の要件を満たす場合に、PE ファンドを通じて保有する市場価格のない株式を時価評価することが選択できるという改正が行われた。このような環境の変化により、PE ファンドの会計研究の重要性が増しているものの、その研究は十分に行われていないことが米国の研究によっても指摘されていた。そこで、本稿では、日本におけるPE ファンドの会計研究の出発点として、PE ファンドの先進国である米国のPE ファンドに焦点を当て、米国におけるPE ファンドの法的枠組みおよび財務報告の現状を整理した。それを前提として、米国におけるPE ファンドの公正価値評価の特徴、また、公正価値評価手続の拡大が実質的に公正価値の概念に影響を及ぼしている可能性について明らかにした。さらに、米国におけるPE ファンドによる公正価値評価の残された課題を示した。

最初に、米国におけるPE ファンドの法的枠組みとして、一般的にはリミテッドパートナーシップという仕組みが用いられ、その主な特徴は、LP の有限責任、ガバナンス構造、有期限であることを示した。また、米国においては、PE ファンドがプロ投資家等を対象としているような場合、PE ファンド自体は財務報告の開示を含めた厳格な規制の対象外となり、GP とLP との契約によって、投資方針、ガバナンス、財務報告など自由に設計できることを示した。そのため、PE ファンドの財務報告においては、採用する会計基準に制約はなく、GP とLP の合意によって選択することが可能であった。PE ファンドがUS GAAP に準拠する場合には、ASC 946 が適用され、PE ファンドの投資は公正価値により事後測定されることになる。

米国におけるPE ファンドの公正価値による投資評価において、2006年にSFAS 157が公表される前は、当初認識時の取引価格または投

資先企業の直近の資金調達ラウンドによる価値（それらを合わせて、直近の投資価格）に基づいて評価されていた。SFAS 157の公表により、公正価値の定義およびその算定方法が示され、さらに、ASC 820（コード化によりSFAS 157から編纂）において、2011年に、当初認識時に公正価値を表す取引価格と等しくなるように当初認識時の評価技法を補正（calibration）して、公正価値の事後測定に利用することが明確化された。この補正は、測定日時点ではなく、当初認識時の取引価格を用いて補正することから、通常の同一測定日の情報を前提とする調整とは異なり、異時点間の情報を利用した時間的な補正であると考えられる。PE ファンドの投資評価においては、直近の投資価格が公正価値評価の出発点となり、直近の投資価格を利用して時間的な補正がなされる場合がある。また、売上または利益がまだ発生していないようなアーリーステージ企業の評価においては、直近の投資価格を出発点として、定性的要因などを評価した上で、公正価値の変動に関する兆候を判断し、直近の投資価格を調整する場合もある。SFAS 157の公表後においても、PE ファンドの投資評価において、直近の投資価格は依然として公正価値評価の重要な基礎となっていることを示した。

これらを踏まえ、PE ファンドの公正価値評価は、直近の投資価格を出発点とし、時間的な補正または公正価値の変動に関する兆候の判断によって評価手続を行うことが許容されている点に特徴がある。このような評価手続の拡大は、測定日時点を重視する公正価値の概念を実質的に拡大させている可能性があることを示した。この点について、特にVCファンドの投資評価においては、測定の不確実性の高さおよびコストの制約を考慮した場合、客観性の高い価格となりうる直近の投資価格を出発点と

して、定性的要因による分析および調整が行われること、または、評価技法への時間的な補正がなされることは許容されると考えられる。

最後に、米国における PE ファンドによる公正価値評価の残された課題として、3つを示した。第1に、同一の投資先企業について、異なる PE ファンドがそれぞれ公正価値評価した場合に、PE ファンドごとの評価額は異なっており、GP による見積りの不確実性が高いことを示した。第2に、GP により報告される NAV は、PE ファンドの運用期間の時間の経過とともに一般的に保守的ではなくなることが示されるとともに、PE ファンドの中でも VC ファンドは、BO ファンドと比較して、相対的に NAV を積極的に評価し、GP が提供する NAV は平均して最終的なリターンを過大評価していることが米国の研究によって示された。第3に、GP が新たなファンドの資金調達をしている際に、一部の GP は既存ファンドの NAV の評価が高くなるよう管理しているように見え、資金調達後により頻繁に、より大きく評価減が行われている可能性があることが米国の研究によって示された。

2025 年改正実務指針の審議の過程において、PE ファンドの出資者の会計処理に限らず、将来的に市場価格のない株式を含めた金融商品の分類および測定の見直しに関する会計基準の開発の可能性が示されていた。また、米国の研究では、主に PE ファンドの NAV に関する実証研究が進められているものの、PE ファンドの NAV の基礎となる各投資の公正価値がどのように決定されているのかは十分に検討されていないと考えられた。本稿において検討した PE ファンドの公正価値評価における特徴、公正価値概念の実質的な拡大の可能性、また、米国における PE ファンドによる公正価値評価の課題の提示は、将来的に、日本において

市場価格のない株式評価の見直しの検討⁽³⁴⁾を行う際に一定の貢献があると考えられる。また、米国においても、本稿において示した PE ファンドの NAV の基礎となる各投資について、GP によりレベル 3 のインプットを用いた公正価値評価手続がどのように実施され、どこに GP の裁量が生じうるのかを理解することで、NAV の報告における不確実性を低減させるメカニズムの研究に繋がる可能性があると考えられる。さらには、過去の取引価格などの客観的な情報をも利用することにより、レベル 3 の公正価値評価の不確実性を低減させるような研究に繋がる可能性があると考えられる。

注

- (1) 日本の PE ファンドは、一般的に投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合の形態が用いられている（JVCA・大江橋・EY [2019], 26 頁）。
- (2) ここでいう時価とは、「金融商品にあっては、計算を行う日において、市場参加者間で秩序ある取引が行われるとした場合におけるその取引に当たって、組合が受け取ると見込まれる対価の額又は取引の相手方に交付すると見込まれる対価の額」（有責法施行規則 11 条 3 項）をいう。また、日本の会計の慣行では、時価評価という用語が用いられている。一方、US GAAP では、公正価値測定という用語が用いられている。本稿では、会計基準を引用する場合には、引用元における用語をそのまま引用している。それ以外の場合には、時価評価と公正価値測定の意味には大きな相違はないという前提で、公正価値評価という用語を用いる。また、本稿の公正価値評価とは、評価差額を純利益に含める概念を前提として用いている。
- (3) 2025 年改正実務指針は、PE ファンドに出資する出資者の会計処理を対象としている。本稿の図 1 PE ファンドの構造で示す「組合員レベル」の会計処理に該当し、本稿が対象とするファンドレベルとは主体の階層が異なる。組合員レベルの会計処理には、出資者による PE ファンドへの出資が、子会社または関連会社への出資になるのか、または、それ以外の出資となるかによって会計処理は異なる（2023 年 7 月 3 日付第 48 回企業会計基準諮問会議 資料(1)-4 A5）。なお、組合員レベルの会計処理について

- は、別稿を期す予定である。
- (4) 本稿における公正価値の概念としては、米国財務会計概念書 (SFAC) 第 8 号第 6 章「測定」に定める出口価格としての公正価値を想定している (SFAC 8 [2024], pars. M16-M17)。すなわち、公正価値は、市場参加者が秩序ある取引において資産を売却する際に受け取ると期待する価格または負債を決済もしくは移転する際に支払うと期待する価格である。出口価格による場合、資産および負債は、取得後最初の報告日に公正価値で測定され、その後は各報告日 (reporting date) に再測定される。ASC 820 に定める公正価値の定義には、測定日 (measurement date) と定められているが、実質的な差異はない (ASC 820-10-20)。
- (5) PE ファンドの多くは、統一パートナーシップ法 (Uniform Partnership Act) を採用する米国デラウェア州法に準拠していることから (JVCA・大江橋・EY [2019], p. 27; 畠田 [2024], p. 118)、本稿のリミテッドパートナーシップはデラウェア州法 (Delaware Code, Title 6, Chapter 17) に基づく PE ファンドを前提としている。
- (6) 機関投資家等の LP が最大限のパフォーマンスを発揮できるように支援する国際団体である Institutional Limited Partners Association (ILPA) は、2020 年にリミテッドパートナーシップモデル契約 (The ILPA Model Limited Partnership Agreement) を公表している。
- (7) 投資会社法が定める投資会社とは、①主として有価証券への投資に従事する発行者、②部分払込みの可能な額面出資証券を発行する発行者、③現金及び政府証券を除いた総資産の 40% 超を有価証券投資に充てている発行者のいずれかに該当する者と定義している (3 条(a))。
- (8) 適格の VC ファンド (qualifying venture capital fund) の場合には 250 人以下である (投資会社法 3 条(c)(1))。適格の VC ファンドとは、出資履行額と未履行の出資約束額が 1,000 万ドルを超えないものを意味する (投資会社法 3 条(c)(1)(C)(i))。
- (9) 適格購入者とは、500 万ドル以上の投資を有する自然人、または、自己の計算または他の適格購入者の計算のために行為する者で、裁量により合計で 2,500 万ドル以上の投資を有し、かつ投資を行っている者とされる (投資会社法 2 条(a)(51)(A))。
- (10) 投資顧問法における投資アドバイザーとは、報酬を受けて証券の価値に関して、または証券に関する投資、購入、若しくは売却の可否に関して、直接的にまたは出版物若しくは文書を通じて、他人に助言することを業とする者、または報酬を受けて定常的業務の一部として証券に関する分析又は報告を発行若しくは公表する者をいうと定義されている (投資顧問法 202 条(a)(11))。
- (11) 私募ファンドの投資アドバイザーのうち、VC ファンドのみを運用する場合、または、米国において 1 億 5,000 万ドル未満の資産を運用する場合には、SEC への登録は免除される (ドッド・フランク法 407 条, 408 条; 投資顧問法 203 条(l), 同条(m))。
- (12) 年次報告は、毎年 SEC に対して Form ADV の様式で報告される (規則 (17 CFR) 275.204-1, 279.1)。Form ADV の Part 1A の Schedule D には、GP が運用する各 PE ファンドの情報が記載される (Section 7.B.(1))。また、投資顧問法 203 条(l)または(m)に基づく SEC への登録免除規定による登録免除者も、一定の情報を Form ADV の様式で報告する必要がある (規則 275.204-4)。(https://www.sec.gov/about/forms/form_adv.pdf)
- (13) *National Association of Private Fund Managers v. SEC*, No. 23-60471 (5th Cir. June 2024) (https://www.govinfo.gov/app/details/USCO_URTS-ca5-23-60471/context.) 本判決に至る歴史的経緯および PE ファンドのガバナンス等の詳細については別稿を期す予定である。
- (14) PE ファンドは、パートナーシップの法形態を採用し、パススルー事業体である (デラウェア LPS 法 503 条; ASC946-20-50-14)。そのため、LP は、通常、GP から報告される PE ファンドの財務諸表を基礎とした純資産価額 (net asset value; NAV) の持分相当額を自身の財務諸表に反映するとされる (Easton et al. [2021], p. 111; ASC 820-10-15-4, 820-10-35-59)。したがって、LP 自身の財務諸表が US GAAP に準拠している場合、PE ファンドの財務諸表も US GAAP に準拠することが求められると考えられる。
- (15) 2 つの基本的な特徴とは、a. 一以上の投資家から資金を調達し、投資家に投資管理サービスを提供し、かつ、投資家に対して、その事業目的および唯一の実質的な活動は、資本増価 (capital appreciation)、投資収益、またはその両方からのリターンのためだけに資金を投資することであると確約していること。b. 事業体またはその関係会社等が、投資先またはその関係会社等から、所有者持分に通常帰属しない、または資本増価や投資収益以外のリターンや便益を得ていない、また得る目的を有していないことである (ASC 946-10-15-6)。
- (16) 5 つの典型的な特徴とは、a. 複数の投資を有している、b. 複数の投資家がいる、c. 親会社

- たは投資マネージャーの関連当事者でない投資家がいる, d. 所有持分またはパートナーシップ持分を有している, e. 実質的にすべての投資を公正価値ベースで管理していることである (ASC 946-10-15-7)。
- (17) PE ファンドが ASC946 の投資会社に該当する場合, PE ファンドにおいて, 投資先企業は連結範囲の対象外となり (ASC810-10-15-12 (d)), 投資を公正価値評価することとなる。
- (18) IPEV ガイドラインとは, プライベート・キャピタル・ファンドが投資の公正価値を決定するために利用すべき, 会計原則と整合的な枠組みを提供する指針である (IPEV [2022], p. 5)。IPEV ガイドラインについて, 経済産業省[2018]によれば, 「当初フランス, 英国, 欧州の VC/PE 協会が中心となって開発したものであり, 現在は IPEV 審議会 (International Private Equity and Venture Capital Valuation Board) がその設定主体となっている。IPEV ガイドラインが当初公表された 2005 年 12 月の改定の際には, 40 の国や地域等の業界団体によって支持されている。更に, 2013 年 5 月には米国ベンチャーキャピタル協会 (NVCA) 及びプライベートエクイティキャピタル協議会 (PEGCC) も当ガイドラインの支持を表明しており, 全世界的な PE・VC 投資に関して, 普遍的で一貫性のあるガイドラインとして認知される状況になっている」(経済産業省 [2018], 94 頁) と示されている。
- (19) IPEV ガイドラインによれば, 「財務報告基準では, IPEV ガイドラインへの準拠は求められていない」(IPEV [2022], p. 6) とされ, 当該 IPEV ガイドラインは権威のある US GAAP の範囲には含まれていない。しかしながら, 「評価者が自己の公正価値評価が関連する財務報告基準と整合しているかを判断しなければならない場合, 本 IPEV ガイドラインに準拠することにより, 関連する財務報告基準に準拠した公正価値の測定が実現可能」(IPEV [2022], p. 6) としている。PE ファンドの LPA において, PE ファンドの財務諸表は US GAAP に準拠していることが明記されている場合には, IPEV ガイドラインを用いた投資評価が US GAAP と整合しているかを確認するのは前提とされていると考えられる。さらに, 注 14 において述べたとおり, PE ファンドがパススルー事業体であるという性質から, US GAAP に準拠した財務報告が義務付けられている LP は, PE ファンドの財務諸表を US GAAP に準拠した財務諸表として, PE ファンドの持分相当額を自身の財務諸表にそのまま反映していると考えられるため, 実質的にも, IPEV ガイドラインを用いた投資評価を US GAAP として取り扱っていると考えられる。また, IPEV ガイドラインは, 2005 年に公表されて以降, US GAAP および IFRS の改正に対応して見直しが行われている。
- (20) ILPA [2020] に定義される分配可能収益 (Distributable Proceeds) とは, 投資の売却等によって回収したキャッシュの額とされていることから, PE ファンドにおける未実現の評価益は分配可能利益に算入されないと考えられる (ILPA [2020], par.14.3, par. 1-1)。
- (21) 一般事業会社とは, 1934 年証券取引法 (Securities Exchange Act of 1934) が適用される上場企業であり, US GAAP を採用している会社 (金融機関を除く) を前提としている。
- (22) 一般事業会社が保有する市場価格のない株式の評価とは異なり, PE ファンドが保有する市場価格のない株式を公正価値評価する意義については, 小野 [2024] において, 詳細に検討している。小野 [2024] は, 日本における VC ファンドを検討対象にしているが, 米国の PE ファンドと日本の VC ファンドの性質に大きな相違はないと考えられる。
- (23) 本稿において, PE ファンドによる投資の公正価値評価は, 測定日時点の投資先企業全体の企業価値を検討の対象としており, 優先株式等に対する企業価値の配分は対象としていない。
- (24) 実務上の投資評価ガイドラインが設定されるに至ったのは, 2000 年頃の IT バブル崩壊時に, PE における評価の信頼性に懸念が生じたことが背景とされている (CCBJ [2007])。ただし, Easton et al. [2021] では, 投資評価ガイドラインが設定されたものの, ガイドラインの採用が任意であったことから, 公正価値評価に一貫性がなかったと指摘している (Easton et al. [2021], pp. 106 and 111)。
- (25) 2009 年に改正された IPEV ガイドラインには, マルチプル法への時間的な補正が明記されている (IPEV ガイドライン [2009], par. 3.4, https://www.slovca.sk/files/attachments/ipev_valuationguidelines.pdf, Accessed 25 July 2025)。なお, 当該 PDF はスロバキアの PE/VC 協会によって公開されており, 正規文書と同一と考えられるが, IPEV 公式サイト上での掲載は現在確認できない。この改正は, ASC 820 が改正される 2011 年よりも前である。PE ファンドの評価実務と US GAAP の相互作用によって, PE ファンドの投資評価が発展してきたと考えられる。
- (26) 本稿において, 時間的な補正は, 公正価値を算定する構成要素に, 測定日時点のみの情報だけではなく, 異時点間の情報を用いて測定日時点の公正価値を算定するプロセスという意味で

用いている。なお、IPEV ガイドラインでは、補正 (calibration) の定義が示されている。すなわち、「投資先企業や商品への初期投資の価格が公正価値であるとみなされる場合 (通常、当初取引が秩序であるとみなされる場合)、将来の公正価値測定に使用されると想定される評価技法は、投資実施日における市場インプットを用いて評価すべきである。このプロセスはキャリブレーションと呼ばれている。キャリブレーションは、評価技法に初期投資時点の市場インプットを用いると、初期投資の公正価値が算定されることを確認することにより、将来の各測定日においても、当該評価技法に当該測定日時点で更新されたインプットを適用することで、公正価値が適切に算定されることを確認するプロセスである」(par. 2.6) と示されている。

- (27) IPEV ガイドラインに、類似企業のマルチプルを利用した補正 (calibration) の事例が示されている。例えば、ある投資を公正価値で購入し、導出された EBITDA マルチプルが 10 倍であったとする。購入時点では、類似企業の取引における EBITDA マルチプルは 12 倍である。類似企業と比較すると、投資購入時点のマルチプル 10 倍には、投資先企業と類似企業の流動性や支配等の相違点が織り込まれている。測定日時点で、類似企業のマルチプルが 12 倍から 15 倍に変化した場合、評価者は購入時点の EBITDA マルチプルの差である 2 倍 (10 倍 vs. 12 倍) を維持すべきと結論付け、結果として直近の EBITDA に 13 倍のマルチプルを乗じて公正価値の見積りを算定する可能性がある (IPEV [2022], p. 18; EY [2024], 283 頁)。
- (28) IPEV ガイドラインの定める直近の投資価格 (price of a recent investment) は、投資先企業に対して直近で投資が行われた場合の投資価格を意味しているため、PE ファンドが投資をした後に、新たにその投資先企業に対して、当該 PE ファンド以外からの投資があった場合にも、その投資価格は直近の投資価格に含まれると考える。
- (29) 時間的な補正の手続が十分に行われている場合、また、測定日時点の定量的なデータを用いて評価が行われる場合には、測定日時点を中心とする公正価値の概念と整合しているとも考えられるが、市場価格のない株式を公正価値評価する実務上の困難性などにより、時間的な補正の手続が十分に行われない、また、測定日時点の定量的な情報を用いずに評価が行われる可能性が高いと考えられる。この点について、本稿で述べたとおり、2018 年の IPEV ガイドラインの改正の背景として、評価実務では何らの補正や分析も行わずに盲目的に直近の投資価格を採用

していたことが示されている (IPEV [2018], p. 66)。

- (30) 小野 [2024] では、投資先企業への経営支援による GP の能力などに起因する、VC ファンド独自の未認識ののれんの価値が存在する可能性を示している (小野 [2024], p. 219)。企業固有の価値と異なり、市場参加者の視点が重視される公正価値 (SFAC 8 [2024], par. M16) においては、概念的には未認識ののれんの価値は含まれないはずであるが、実際の NAV の計算にのれんの価値が含まれているかは検証が必要であると考えられる。
- (31) PE ファンドの GP は、投資を業とし、投資先企業の情報を十分に保有していることから、市場価格のない株式の公正価値の評価者として十分な能力を有し、一定の公正価値の信頼性を担保できる可能性がある (2025 年改正実務指針 308-3 項)。一方で、評価には GP の主観的な仮定または判断による裁量が生じ、不確実性が高いという課題が依然として残されている。さらに、この課題については、PE ファンドにおける外部監査を含めたガバナンスの監視機能についての研究など (Borysoff et al. [2024], pp. 33-34) に繋げる必要があると考える。
- (32) PE ファンドにおいて、利益情報ではなく NAV が重視される理由は、PE ファンドが有期限であるという性質上、投資が公正価値評価された NAV は最終的に得られる正味キャッシュフローを表すとされ (Easton et al. [2021], p. 106)、一般事業会社と異なり、将来キャッシュフローの予測を重視した利益情報が必ずしも必要とされないためであると考えられる (小野 [2024], p. 220)。また、PE ファンドの投資家は運用成績よりも分配という行動を信頼しているとされている (Brown et al. [2019], p. 268)。注 20 に示したとおり、PE ファンドにおける分配額には、未実現利益は含まれておらず、実際の回収額 (分配可能収益) が投資家に分配される仕組みである。ILPA [2020] においては、PE ファンドは投資の売却などによりキャッシュを回収した後、可能な限り速やかに、45 日以内には分配可能収益が投資家に分配されるものとされている (ILPA [2020], par. 14.1.1)。
- (33) レピュテーションの低い GP とは、PE ファンドの累積調達金額が BO ファンドでは 10 億ドル未満、VC ファンドでは 2 億 5000 万ドル未満の小規模であり (small)、過去に資金調達したファンド数は 3 ファンド未満であり (young)、5 年以上運用しているファンドの中で上位 25% のパフォーマンスを達成したファンドがない (low performance) ような GP を指す (Barber and Yasuda [2017], p. 181)。

(34) 2025年改正実務指針の審議の過程において、PEファンドの構成資産である市場価格のない株式に限らず、将来的に市場価格のない株式を含めた金融商品の分類および測定の全般的な見直しに関する会計基準の開発の可能性が示されている(ASBJ [2024], 30項, 32項)。将来的には、一般事業会社が直接保有する市場価格のない株式においても、公正価値評価が検討される可能性があり、その際に直近の投資価格を基礎とした評価方法などが参考となり得るのではないかと考えている。

参考文献

- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) [1973], Audits of investment companies, AICPA.
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) [2019], Accounting and Valuation Guide: Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies, AICPA.
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) [2023], Audit and Accounting Guide Investment Companies, AICPA.
- Barber, B. M., and A. Yasuda [2017], “Interim fund performance and fundraising in private equity”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 124, No. 1, pp. 172-194.
- Borysoff, M. N., P. Mason and S. Utke [2024], “Understanding Private Equity Funds: A Guide to Private Equity Research in Accounting”, *Journal of financial reporting*, Vol. 9, No. 1, pp. 21-49.
- Brown, G. W., O. R. Gredil, and S. N. Kaplan [2019], “Do private equity funds manipulate reported returns?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 132, No. 2, pp. 267-297.
- CBInsights [2025], The complete list of unicorn companies. (<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>, Accessed 3 October 2025)
- Corporate Counsel Business Journal (CCBJ) [2007], Defining Fair Value. (<https://ccbjournal.com/articles/defining-fair-value>, Accessed 3 October 2025)
- Chung, J., B. A. Sensoy, L. Stern, and M. S. Weisbach [2012], “Pay for performance from future fund flows: The case of private equity”, *Review of Financial Studies*, Vol. 25, No. 11, pp. 3259-3304.
- Easton, P., S. Larocque, and J. S. Stevens. [2021], “Private equity valuation before and after ASC 820”, *Journal of Investment Management*, Vol. 19, No. 4, pp. 105-135.
- EY新日本有限責任監査法人・EY税理士法人編(EY) [2024]『VCファンド・VC投資の会計・評価実務Q&A』中央経済社。
- Financial Accounting Standards Board (FASB) [1991], Statement of Financial Accounting Standards No. 107, Disclosures about Fair Value of Financial Instruments, FASB.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) [2006], Statement of Financial Accounting Standards No. 157, Fair Value Measurements, FASB.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) [2011], Accounting Standards Update No. 2011-04, Fair Value Measurement (Topic 820), FASB.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) [2016], Accounting Standards Update No. 2016-01, Financial Instruments-Overall (Subtopic 825-10), FASB.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) [2024], Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) No. 8, Conceptual, FASB.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) [2025], Accounting Standards Codification (ASC) 820, Fair Value Measurement, FASB.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) [2025], Accounting Standards Codification (ASC) 946, Financial Services – Investment Companies, FASB.
- 島田公明 [2024]『米国のヘッジ・ファンド法規制とガバナンス』中央経済社。
- International Accounting Standards Board (IASB) [2011], International Financial Reporting Standards (IFRS) 13, Fair Value Measurement, IASB. (企業会計基準委員会・財務会計基準機構監訳 [2024] 国際会計基準第13号「公正価値測定」『IFRS基準<注釈付き>Part A』中央経済社。)
- Institutional Limited Partners Association (ILPA) [2020]. The ILPA Model Limited Partnership Agreement (Whole-of-Fund Waterfall), ILPA. (<https://ilpa.org/wp-content/uploads/2020/07/ILPA-Model-Limited-Partnership-Agreement-WO-F.pdf>, Accessed 3 October 2025)
- International Private Equity and Venture Capital Valuation Board (IPEV) [2015], International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, IPEV. (<https://www.privateequityvaluation.com/Valuation-Guidelines>, Accessed 3 October 2025)
- International Private Equity and Venture Capital Valuation Board (IPEV) [2018], International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, IPEV. (<https://www.privateequityvaluation.com/Valuation-Guidelines>, Accessed 3

- October 2025)
International Private Equity and Venture Capital Valuation Board (IPEV) [2022], International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, IPEV. (<https://www.privateequityvaluation.com/Valuation-Guidelines>, Accessed 3 October 2025)
- 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会・弁護士法人大江橋法律事務所・EY 新日本有限責任監査法人編著 (JVCA・大江橋・EY) [2019]『ベンチャーキャピタルファンド契約の実務・新契約例と時価評価の解説』金融財政事情研究会。
- Jenkinson, T., W. R. Landsman, B. R. Rountree, and K. Soonawalla [2020], “Private Equity Net Asset Values and Future Cash Flows”, *The Accounting Review*, Vol. 95, No. 1, pp. 191-210.
- 経済産業省 [2025]「LPS 法の解説」(https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/commentary_on_lps_act_250702.pdf)
- 経済産業省 [2018]「平成 29 年度グローバル・ベンチャー・エコシステム連携強化事業（我が国におけるベンチャー・エコシステム形成に向けた基盤構築事業）投資事業有限責任組合契約（例）及びその解説」（一般財団法人ベンチャーキャピタル協会・みずほ情報総研株式会社・協力：弁護士法人大江橋法律事務所）(<https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/data/20180402006-2.pdf>)
- 企業会計基準委員会 (ASBJ) [2024] 第 528 回企業会計基準委員会「上場企業等が保有するベンチャーキャピタル (VC) ファンドの出資持分に係る会計上の取扱い（審議事項(6)-2）」(2024 年 6 月 20 日開催)。
- 企業会計基準委員会 (ASBJ) [2025]「移管指針第 9 号「金融商品会計に関する実務指針」企業会計基準委員会。
- KPMG [2024], Illustrative financial statements: Private equity funds, KPMG. (<https://kpmg.com/kpmg-us/content/dam/kpmg/pdf/2024/1b-private-equity-fs-v4.pdf>, Accessed 3 October 2025)
- 前山侑介 [2023]「米国証券取引委員会により採択されたプライベート・ファンド（私募ファンド）に関する新規則について」森・濱田松本法律事務所 Private Equity Newsletter 2023 年 9 月号 Vol. 8 (<https://www.mhmjapan.com/content/files/00068181/20231130-040159.pdf>) (2025 年 10 月 3 日閲覧)
- Prequin [2020], Prequin Special Report: The Future of Alternatives 2025, Prequin. (<https://www.prequin.com/insights/research/reports/prequin-special-report-the-future-of-alternatives-2025>, Accessed 3 October 2025)
- Prequin [2024], Alternatives in North America 2024, Prequin. (<https://www.prequin.com/c/global-alternatives-in-north-america-ty>, Accessed 3 October 2025)
- 大崎禎和 [2008]「米国の投資ファンド規制をめぐる近年の動向」財団法人資本市場研究会編 [2008]『ファンド規制—ファンドをめぐる現状と規制上の諸課題—』, 218-235 頁。
- 小野かおる [2024]「日本におけるベンチャーキャピタルファンドの財務諸表の特殊性」『早稲田大学商学研究科紀要』第 99 号, 207-226 頁。
- Securities and Exchange Commission (SEC) [2023], “Private Fund Advisers; Documentation of Registered Investment Adviser Compliance Reviews”, Federal Register, Vol. 88, No. 177, pp. 63206-63390.
- 若園智明 [2015]『米国の金融規制変革』日本経済評論社。
- Witte, P., and G. Brown. [2019], A new equilibrium: Private equity’s growing role in capital formation and the critical implications for investors, Kenan Institute of Private Enterprise, (<https://kenaninstitute.unc.edu/publication/a-new-equilibrium/>, Accessed 3 October 2025)

(付記) 本稿は、国際会計研究学会第 41 回研究大会自由論題報告（於早稲田大学）および国際会計研究学会第 4 回カンファレンス（於京都大学）の報告に基づく論文を、加筆修正したものである。本稿の執筆にあたっては、研究大会における司会の小津稚加子先生（九州大学）、カンファレンスにおけるディスカッサントの小川淳平先生（神奈川大学）、編集委員会委員長の草野真樹先生（京都大学）、査読者の先生方、ご質問やご助言を頂いた参加者の先生方ならびに川村義則先生（早稲田大学）から有益かつ貴重なコメントを頂いた。ここに記して厚く御礼申し上げます。

Ⅲ 古賀智敏先生を偲んで

古賀智敏先生を偲んで

米山 正樹（国際会計研究学会会長・東京大学）

旧年 5 月、古賀先生の訃報に接した際、私はしばらくこの知らせを信じる事ができませんでした。というのも、同年 8 月に予定されていた第 42 回研究大会（於神戸学院大学）において古賀先生が特別講演をお引き受け下さった旨、大会準備委員長である島永和幸先生より連絡を受けており、会員のひとりとして古賀先生のご講演を楽しみにしていたからです。訃報が疑いようのない事実であることを知ったとき、私は言葉を失いました。

古賀先生の国際会計研究学会に対するご貢献は多岐にわたっています。紙面の制約の中では、それらをひとつひとつ列挙することは叶いません。古賀先生のご貢献の中で、会員のみなさまの多くにとって印象深いのは、現在にまで続いている韓国国際会計学会 (Korea International Accounting Association : KIAA) との交流協定を締結なさったことでしょう。いまでは IASB および ISSB の基準開発活動に資する経験的な事実を提供するためのプログラム（通称 IASB/ISSB 支援プロジェクト）が存在するものの、長きにわたり、私どもの学会は、「国際」という名称を付していながら、法域外の学会との提携・連携としては KIAA との関係が唯一となっていました。今日、国際的な活動の活発さに依存して学会が評価されている事実を鑑みますと、古賀先生の先見の明には敬服するばかりです。

私は、一昨年 9 月より会長職に就いております。理事の先生方はどなたも協力的で、ストレスを感じることなく会務を進めておりますが、それでも学会としての大きな意思決定に際しては意見対立が生じ、その解決に頭を悩ませることがあります。長期的なコミットメントが求められる KIAA との交流協定を締結する際、古賀先生はおそらく、私がこれまで直面してきたものよりはるかに大きなコンフリクトを解消する必要に迫られていたことと拝察します。対立している考えをどれも正論とみなしうる中で、誰もが納得する着地点を見出された古賀先生のリーダーシップを見習いたいと心から願っているところです。

個人的な思い出となりますが、日本会計研究学会の太田・黒澤賞を受賞したとき、私は会長付幹事を務めていました。幹事として理事会の準備を進めていたとき、当時理事でいらっしゃった古賀先生から「おめでとう」と声をかけていただいたときのことを今でも忘れられません。主題やスタイルにおいて古賀先生と異なっている私の研究も公平に評価して下さった古賀先生の懐の深さを思い出しているところです。こうした懐の深さゆえ、古賀先生の研究室からは多くの研究者が輩出されています。そのうちのおひとりである岡本紀明先生は、今年度の JAIAS 学会賞（著者の部）を受賞されました。古賀先生の学風が受け継がれ、時代と環境の変化に合わせてさらに発展していることを先生はお慶びになっていることと存じます。末尾となりますが、古賀先生の学会に対するご貢献に改めて感謝するとともに、ご冥福を心よりお祈り申し上げます。

古賀智敏先生を偲んで

河崎 照行（国際会計研究学会元理事・甲南大学名誉教授）

2025年5月5日、本学会の第11代会長であった、古賀智敏先生がご逝去された。突然の訃報であった。わが国の会計研究・会計教育を長年牽引してこられた先生は、私にとっては盟友であり、神戸大学大学院・武田ゼミの先輩でもあった。

武田ゼミでの思い出

古賀先生との出会いは、1980年代の初頭であった。武田ゼミの総領弟子であり、先輩ではあるものの、私が武田ゼミに在籍した頃、先生は武田ゼミを卒業され、米国で公認会計士の業務に就かれていた。したがって、武田ゼミで一緒に学んだ経験は無い。

親しいお付き合いが始まったのは、1982年に米国から帰国され、龍谷大学に奉職されてからである。古賀先生の再就職に尽力されたのが恩師の武田隆二先生であった。古賀先生は、「武田先生の期待を裏切り、実務家の道に進んだ自分を、先生は温かく迎え入れてくれた。感謝しても感謝しきれない」といつも言っておられた。

会計学界で、古賀先生と私は、武田先生の「助さん・格さん」と称された。それ程、武田先生と私たちはいつも一緒に行動し、深い絆で結ばれていた。古賀先生と私は、何とか武田学説を超える研究成果をあげたいと、二人で切磋琢磨した。しかし、その研究スタイルは異なっていた。古賀先生は、武田学説にはない新たな研究分野の開拓を指向し、私は武田学説の継承を指向した。

古賀先生の優れた研究業績

古賀先生は、ファイナンス型会計理論やナレッジ型会計理論で、多くの優れた研究業績を残されている。先生の会計研究の出発点は会計監査であり、『情報監査論』（同文館出版、1990年）で日本公認会計士協会学術賞を受賞された。その後、ファイナンス型会計理論の力作である『デリバティブ会計』（森山書店、1996年）で日本会計研究学会太田・黒澤賞を受賞されている。また、『価値創造の会計学』（税務経理協会、2000年）や『知的資産の会計』（東洋経済新報社、2005年）といった著作では、ナレッジ型会計理論の新たな研究分野を開拓され、常にわが国の会計研究をリードしてこられた。

さらに、会計教育では、次代を担う10名超の有能な門下生を育成され、古賀学説はわが国会計学の大きな潮流として継承されている。

研究活動の思い出

古賀先生とは、よく談笑し、よく喧嘩もした。武田先生から厳しい指導を受けたときなど、「おれはおまえがいなくてダメなんや」と、泣き言をいわれたこともあった。しかし、私が本務校の管理職で忙殺されていたとき、容赦なく過酷な研究課題を割り当ててこられた。研究室での泊まり込みの生活を強いられたときなど、恨みに思ったこともあった。しかし、今日、曲がりなりにも研究

活動を続けられているのは、兄弟子としての厳しい指導のお陰に他ならない。

古賀先生は原稿を脱稿すると、必ず私に電話をかけてきた。脱稿され、ホッとされたのであろうが、私には大きな迷惑であった。仕事を中断され、しばし、四方山話につきあわせられ、最後に、「邪魔したな。おまえも頑張れ！」とあって、電話を切られる。「ゴーイング・マイ・ウェイ (Going My Way)」そのものであったが、憎めなかったのも人柄であろう。

海外出張・留学の思い出

古賀先生は、米国、英国、ドイツ、オーストラリア、中国など諸外国の調査研究に連れて行ってくれ、私に調査研究のノウハウを教えてくれた。米国では、ニューヨークのウォール・ストリートを一日中、歩き回ったことがある。会計事務所で研究課題の会計・監査関係の資料の紹介を交渉し、不可能と分かると早々に調査を切り上げる。米国での実務経験を駆使した、実に効率的な調査研究であった。オーストラリアでは、書店まわりをして、IT 関係の最新の文献を入手し、わが国に紹介したこともある。ドイツでは、武田先生の恩師であるヴェーエ教授（ザールランド大学）の古稀の祝賀会に参加し、ライン川の川下りを楽しんだことも懐かしい。

私の留学先を紹介してくれたのも、古賀先生であった。当初、南カリフォルニア大学に留学先が決まっていたが、カリフォルニアで暴動が発生し、初めての家族との海外生活に不安を感じていた。その折、古賀先生がテキサス大学（オースチン校）を紹介してくれた。古賀先生と懇意であったロバートソン教授ご夫妻の心温まるお世話で、家族ともども、快適な留学生活を送ることができた。留学中には、テキサスまで、我々家族の様子を見にきてくれた心優しい先輩であった。

古賀先生との別れ

古賀先生はいつも私に、「おまえの弔辞は、おれが読んでやる」とよく憎まれ口をたたいていた。人生は皮肉である。いま、私が先生を偲ぶ文章を認^{したた}めている。

虫の知らせだったのだろうか。2025年1月中旬に、職業会計士団体の賀詞交歓会で、たまたま隣り合わせの席に坐わり、久しぶりに、四方山話をする機会があった。古賀先生「これから、研究書をまとめたいと思っている。おまえも書け！」。私「もう、エッセイ集を書いた。余計なお世話だ！」。それが最後の会話であった。

古賀先生は、干支（イノシシ歳）のままに、猪突猛進で駆け抜けた生涯であったように思う。奇しくも享年 77 歳は武田先生と同じであった。

心より、ご冥福をお祈りしたい。

古賀智敏先生が次世代に残してくださったもの

山口 峰男（東洋大学）

古賀智敏先生の突然の訃報に接し、深い悲しみに言葉を失っております。先生が病に倒れられるひと月前の2024年12月25日クリスマスのことでした。露^{つゆ}ほども想像しておりませんでした。それが私にとっては先生からご指導をいただく最後の機会となってしまいました。先生を偲ぶにつけ、あの日のお姿が、そして私たちに残してくださったお言葉が、まるで昨日のここのように、いっそう鮮明に胸に蘇ります。

それは、2007年から続いているある研究会において、かつての指導学生の方に熱心に語りかけておられた光景です。

先生は、かつてある方の著書が不当な評価を受けそうになった際、毅然とこう仰ったそうです。「『学位論文をまとめたものに過ぎない』などと言うが、失礼ながら、あなたはこの本が書けますか、とね。そう申し上げたのですよ。テーマはそう簡単ではないのです。」

その時のことを語る先生の横顔に、私たち後進一人ひとりに対する深い愛情と、教育者としての揺るぎない信念を改めて感じ、胸が熱くなりました。

そして、先生はその方の未来を想い、ご自身の言葉で「守りの経営」と「攻めの経営」という比喩を用い、私たちの進むべき道を示してくださいました。

先生は、まず既存の学問を補い、環境の変化によりバージョンアップしていく「守りの経営」の重要性に触れながらも、その眼差しに鋭い光を宿し、こう続けられたのです。

「ですが、その『守り』の世界だけでやっていくには、もう時代が違う。何より、私にはね、『守りの経営』、既存の延長線上では面白くないのですよ。」

その真っ直ぐな言葉に、私は思わず息を呑みました。そして先生は、いたずらっぽく笑みを浮かべられ、こうおっしゃいました。

「『攻めの経営』とは全く違う分野の知識を加えて、これまでになかった新しい価値観や知識体系、アイデアを創り出す。問題はアイデアです。だから一度、これまでやってきたことは忘れてください。ずっと忘れられては困るけれどね。リフレッシュが必要です」と、私たちの背中を力強く押されました。

圧巻だったのは、その具体的な道筋として社会学の「トラスト（信頼）」というアイデアを挙げられた時でした。

「他の領域の学問でこれほど研究の成果の蓄積があるものが、会計学ではまだ発掘されていない。これぞね、まさしく宝の山。宝物は意外と足元にあるものなのですよ。」

そう言って目を細められたお顔は、秘密の宝の地図を見つけた少年のように輝いていました。

そして先生は、その地図を一枚一枚めくるように、「トラスト」と会計学の繋がりを鮮やかに解き明かしていかれたのです。

「企業に色々な問題があってそれについての社会的信頼性を経営者が発信しようとしている、それを『トラスト』とみれば、アカウンタビリティとの接点もできる。」

さらに先生は、かつて井尻雄士先生が会計学を『評価論』から『測定論』へとパラダイムを転換された歴史に触れ、

「単なる『会計』という領域から、『社会科学としての会計』の領域へということ。同じようなことが、今度は『測定論』という観点から、つまり『トラスト』という言葉から社会科学のなかでこれを活かす、それを通じて広がるのではないかと思います。」

と、私たちに優しく語りかけるように、しかし熱っぽく壮大なビジョンを説かれました。

クリスマス当日に行われたその研究会の空気は、まさに歴史の転換点に立ち会っているかのような、荘厳なものでした。先生が示してくださったこの新しい学問の地平は、単なる一研究テーマの提示をはるかに超え、私自身の生涯を懸けて追い求めるべき大きな光となりました。

あの時、先生が目を細めて語られた一つ一つの言葉を、今、改めて反芻しております。当時は、これが最後のご指導になるとはまったく想像しておりませんでした。しかし、突然の別れを突きつけられた今、あのご教示のすべてが、私たち次世代を担うべき者へ託された「遺言」であったのだと、痛切に、そして固く受け止めております。

古賀先生、先生が蒔いてくださった知の種は、今、私たちの心の中で確かに息づいています。先生の温かい笑顔と、厳しさの奥にあった深い愛情を、私たちは決して忘れません。先生への何よりの恩返しは、教えていただいた「攻めの経営」の精神を忘れず、学問の道に精進していくことであると信じております。

これまで賜りましたご厚情に心より感謝申し上げますとともに、謹んでご冥福をお祈りいたします。どうか、安らかにお休みください。

古賀 智敏先生を偲んで

與三野 禎倫（国際会計研究学会理事・神戸大学）

我々会計学を志す者の道を常に照らし、導いてくださった古賀智敏先生が、2025年5月5日、享年77歳をもちましてご逝去されました。生前の先生とご縁のあった学友を代表し、ここに謹んで哀悼の意を表します。

先生と初めてお目にかかりましたのは、私が神戸大学大学院の門を叩いた1997年の入学式でのことでした。私は櫻井久勝先生のゼミに所属していましたが、研究室の同輩が古賀先生のゼミ生であったご縁から、入学式の当日に研究室へご挨拶に伺う機会に恵まれました。

先生は、1996年に名著『デリバティブ会計』（森山書店）を刊行された直後で、新たな金融環境

に対し会計学がいかに応答すべきかという課題に、果敢に挑んでおられた時期でした。先生の常に未来を見据えたその研究姿勢は、私たち後進を強く惹きつけるものであり、その穏やかで包容力のある笑顔とともに、研究者としてのあるべき姿、その先駆を示してくださる存在でした。

幸運にも、翌1998年には社会人MBAコースでティーチング・アシスタントを務めさせていただくこととなり、先生の研究室でより多くの時間を共に過ごさせていただく機会を得ました。そのご縁が繋がり、2004年には先生が率いられた神戸大学大学院経営学研究科の国際会計ユニットに教員として採用いただくという望外の喜びを得ました。以来、2025年に至るまで28年という長きにわたり、公私にわたって温かいご指導を賜りました。

先生がご著書『デリバティブ会計』の序文に「本研究を始める『きっかけ』を作ってくださったのも武田先生であった」（序3）と記されているように、その学問における先駆性は、故・武田隆二神戸大学名誉教授の薫陶の賜物でありました。

先生は生涯にわたり武田先生の門下生であることを自認され、その教えを忠実に守りながら、研究活動に邁進しておられました。恩師である武田先生が2009年に奇しくも同じ77歳でご逝去されるその時まで、その姿勢に揺らぎはありませんでした。

当時まだ新しい領域であったにもかかわらず、『デリバティブ会計』の礎となった雑誌連載（実務講座）を全20回にわたり成し遂げられたのも、ひとえに先生の研究に対するその真摯な姿勢の表れと言えましょう。その姿勢は、龍谷大学にご在職の頃から紀要に毎号欠かさず執筆されることを自らの務めとされていたことにも、よく表れています。その学究へのひたむきな姿勢には、ただただ敬服するばかりです。

先生の先駆的な研究は、さらに2005年のご著書『知的資産の会計』（東洋経済新報社）において結実します。

当時、筆者も先生のもとで研究の機会をいただいておりますが、このご著書は、先生が2003年より着手された「21世紀の新たな知識創造化社会に対応したナレッジ型会計」という研究領域から生まれたものでした。先生はその研究成果を本書へと昇華させるに留まらず、複数の英文論文を執筆されるなど、精力的にその成果を世に問われました。

先生は、1990年代末より北欧で知的資本会計が発展していたことにいち早く着目され、スウェーデン・ウプサラ大学のウルフ・ヨハンソン教授をはじめ、デンマークの主要な研究者らと緊密な協力関係を構築されました。こうして築かれたイギリス、オーストラリアを含む国際的な研究ネットワークは、我々後進にとって大きな財産となっています。

筆者自身、現在もスウェーデン、デンマークの研究者と共同研究を推進できるのは、ひとえに先生が築かれた礎の賜物であり、その恩恵を深く実感しております。一冊の著書に留まらず、国際的な学術ネットワークの構築へと展開されたその鮮やかな研究手腕は、我々後進が目指すべき理想の研究者像を雄弁に物語っています。

古賀先生は2011年9月から2014年8月までの3年間、国際会計研究学会の会長を務められ、2017年にはそのご功績を称えられ学会功労賞を受賞されました。

僭越ながら、会長ご在任中の3年間にわたり事務局長としてお仕えし、先生の学会運営に対する

お姿に間近に接する機会を賜りました。その際に抱いた偽らざる実感は、古賀先生ほど国際会計研究学会の会長という重責にふさわしい方はいらっしゃらないのではないかと、いうものでした。

先生は 1971 年のイリノイ大学へのご留学、そして大学院ご卒業後、1980 年まで米国の大手会計事務所（クーパーズ・アンド・ライブランド会計事務所（現 PWC）、アーサー・ヤング会計事務所）でご勤務された豊富な国際経験をお持ちでした。そのご経験に裏打ちされた流暢な英語と国際会計に対する深い見識をもって、我が国の国際会計研究を、会長ご在任中はもちろんのこと、ご退任後も力強く牽引してこられました。そのご功績は、先生の輝かしい業績リストに記されたものだけでは到底語り尽くせるものではなく、我々後進一人ひとりの心に深く刻み込まれております。

精力的に研究活動に打ち込んでこられた先生の情熱は、後進の研究者育成に留まらず、広く次代を担う者への教育にも注がれました。神戸大学をご退任された後も、同志社大学、東海大学（副学長）、そして金城学院大学と教鞭を執り続けられ、その熱意が衰えることはありませんでした。ご親族からは、ご病を押してなお、教壇に立ち続けようとされていたと伺っております。また、近い方々からは、研究の集大成を成し遂げようとされていたともお聞きしました。

先生が最期の瞬間まで貫かれたその真摯な学究姿勢を、我々後進は受け継いでいけるでしょうか。ご病気が見つかったから、あまりにも早い先生のご逝去が、ただただ残念でなりません。叶うことなら、先生と教育や研究について、もっと語り合いたかった。これが、先生を慕う我々一同の偽らざる気持ちです。

今も、先生のあの朗らかで、それでいて物事の本質を見抜く鋭い眼差しが、私たちを励ましてくれているように感じられます。そして、常に国際的な世界観から現実の経済と企業を論じてくださったその研究眼を、我々後進もしっかりと受け継いでいく所存です。

古賀智敏先生、どうぞ安らかに眠りください。

先生から薫陶を受けたすべての者を代表し、謹んで哀悼の意を捧げます。

恩師 古賀智敏先生を偲んで

仙場 胡丹（国際会計研究学会理事・名古屋大学）

2025 年 5 月 5 日、恩師 古賀智敏先生の突然の訃報に接し、強い悲痛と喪失感に浸った。近頃いつもかかってくる電話が鳴らないと気になっていたところだった。ここにて日本会計研究・教育・制度を長年にわたって牽引した恩師の永遠の旅立ちに、弟子で学界人のひとりとして様々な場面での思い出を記しながら追悼いたします。

古賀智敏先生と初めて会ったのは、1997 年の夏であった。当時私は広島県立大学経営学部の 3 年生で、古賀先生が集中講義の非常勤先生を務められることから広島県立大学の所在地の広島県庄原市に 3 日間いらっしゃった。古賀先生当時新著の『デリバティブ会計』（日本会計研究学会太田・黒澤賞）を教科書として教えられた。その頃、古賀先生が 40 代だと計算されるが、快活な雰囲気であり、ユーモアなセンスがにじみ出て、学生に難解なデリバティブ取引について、わかりやすく教えられた。庄原市は人口 2 万人の小さい町で、広島県立大学は、さらに、庄原市中心からバスで

20分の距離にある所にあり、3日間では何も娯楽ができないではないかと思い、校内の体育館で夕食後の学生たちとのバドミントンにお誘いしたところ、快諾してくださり、バドミントンを皆さんと一緒にやったことは昨日のように思い出される。古賀先生との1997年の出会いは、のちに私が神戸大学を進学先として選択したことに決定的な要素となった。その後、古賀先生を指導教官として希望して入学手続きを取り、入試に臨んだ。神戸大学への大学院進学は、私の学者への道の第1歩であるとするれば、古賀先生は、その道を示してくださった恩師である。

古賀先生は、神戸大学大学院経営学研究科修士課程修了されてから、1974年9月ミシガン州立大学経営大学院MBAプログラム留学され、1976年8月イリノイ大学経営大学院会計学修士を取得され、アメリカで1982年まで会計士として会計士事務所などで勤務された。1982年4月から日本に帰国され、龍谷大学で助手・講師・助教授・教授として務められ、1994年4月より神戸大学経営学部教授として着任され、2010年3月神戸大学を退職されたのち、同志社大学特別客員教授（2010年4月～2015年3月）、東海学園大学教授（2015年4月～2023年3月）（2017年4月から研究科長・経営学部長、2019年4月から副学長）を務められた。2025年4月から金城大学教授でいらっしやり、生涯現役であった。

古賀先生との出会いは、ちょうど先生が神戸大学に着任されて3年目の夏で、思えば、古賀先生のグローバルなご活躍がその出会いの背景を作り、当時の留学生としての私に気をかけてくださったと思われる。

神戸大学院時代の古賀先生ゼミには、多くの院生や関係者がいた。古賀先生が国内外からの学生を受け入れ、身分も様々だった。国内外からの研究生もいれば、文部科学省から奨学金を受給されたアフリカ人大学院生もいた。日本で調査をするために、古賀先生に一時的にサポートをしてもらった外国人もいれば、しばらく古賀先生とともに研究するため、タイやドイツからも研究者がたびたび訪れた。国際的な研究集会も開催され、たとえば、**The International Journal of Accounting**のシンポジウムを神戸大学で開催されたのである。院生たちとよくコミュニケーションした。山の上にある神戸大学の正門から山の中腹に下るところにある軽食レストランでよく（ミートソース）パスタやケーキを御馳走になった。また、ふもとの居酒屋さんも院生らとワイワイしながら、よく通った。実は古賀先生があまり飲まない（グラス1杯ビール飲めるか否かの分量しか飲めない）のであるが、院生たちには食事をよく勧めていた。私が教員になってからよく思うのだが、古賀先生があれば頻りに院生たちと食べて交流していたことに驚嘆する。各国からの院生たちのお話に耳を傾けていらした。

古賀先生は会計学の発展のために教育活動にも熱心でした。私が大学院生時代に **Teaching Assistant** も勤めたことから身近で見ましたが、学部生に具体例を示しながら、説明するのが好きで、学部の講義が熱気に包まれた。私が勤めている名古屋大学にも2回ほどいらっしやり、大勢の学部生に講義をされ、熱心に取り組んでおられた。

古賀先生の学界や学術的な貢献は数えきれない。日本簿記学会理事；日本会計研究学会の評議員・理事、税務会計研究学会理事を歴任され、国際会計研究学会理事を2008年9月～2017年8月に務められ、2011年9月～2014年8月に国際会計研究学会第11代会長、2017年9月から国際会計研究学会顧問を務められ、学会功労賞を授与された。学会賞等審査委員も長きにわたり、務めら

れ、日本会計研究学会賞及び太田・黒澤賞審査委員を2003年～2006年；2009年～2015年、国際会計研究学会・学会賞審査委員を2008年～2010年に務められた。科研費の獲得も顕著であった。基盤研究Aを2回、Bを2回、挑戦的萌芽研究を2回代表として獲得され、古賀先生の学術的前進性、先駆性、実績の数々枚挙にいとまがない。先生の単著の著作だけでも7つある。『情報監査論』（日本公認会計士協会学術賞）、『デリバティブ会計』（日本会計研究学会太田・黒澤賞）などであり、英語で書かれた『Japan GAAP Guide』は国際的に日本GAAPを世界に紹介できるものである。

弟子のひとりとして古賀先生の身近にいることで大変学術的な薫陶を受けており、また大学院在学中には直接学術的なご指導をいただいたのはいうまでもない。先生がひとつの研究を始めるのにあたり学問的重要性を先に問うようにしており、その考え方は、私自身が教員になってからもよく用いた。また論文の書き方や文章の流れについてもご指導をいただいた。古賀先生の達筆で流れるようにお書きになった手稿を読むのに、「解説」技術が必要で、弟子たちで解説していたことが懐かしい思い出である。大学院を修了してから教員になっても、古賀先生からの指導が滞ることがなかった。古賀先生が主宰される研究会で定期的集まり、先生からのご指導を受けたり、時々電話にて様々なことについて相談させていただきました。2024年国際会計研究学会研究大会での選挙で私が理事に選ばれたときに、古賀先生から電話口で、「これから日本会計研究、国際会計研究のために共にやりましょう」という言葉が忘れられない。

弟子のひとりとして、古賀智敏先生を失ったこと、胸に穴が開いたような強い悲痛である。古賀先生は教育者・研究者として多くの実績を残し、弟子たちの今後の活動にも教育者としての糧を残した。古賀先生のこれまでのご功績を偲び、ご指導に深謝するとともに、謹んでご冥福を心からお祈り申し上げます。

古賀智敏先生を偲んで—ご功績とお人柄

岡本 紀明（国際会計研究学会理事・立教大学）

古賀智敏先生が去る2025年5月5日に不帰の人となられた。私の師匠であり、数十年にわたり我が国の国際会計研究を牽引してこられた。古賀先生の存在がなければ、私は研究者になれておらず、人生の恩師でもある。先生の鋭い洞察に基づくご研究や教えを、これからも引き継いでいきたい。

■ 古賀先生のこれまでのご研究

古賀先生の研究業績は、財務会計、税務会計、監査など多岐にわたるが、最初の著作は『情報監査論（同文館出版）』であり、日本公認会計士協会学術賞を受賞している。この背景には、先生が研究者になられる前に米国の大学院（ミシガン州立大学及びイリノイ大学）で学ばれ、現地の監査法人で米国公認会計士として監査実務の経験を積まれていたことも影響している。その後、先生は会計ビッグバン以前から金融商品会計を研究され、その研究成果は『デリバティブ会計（森山書店）』

に結実し、日本会計研究学会太田・黒澤賞を1996年に受賞されている。本書は、当時我が国で脚光を浴びつつあったデリバティブに関して、その会計的認識・測定・開示を体系的に理論化しており、当時の制度設計や研究の進展に大きく貢献したのは言うまでもない。

その後、先生の研究のご関心は会計基準のグローバル化の問題へとシフトする。当時の日本の会計基準が欧米諸国のグローバルな基準とは異なっていたため、海外の動向に常に目を配られていた古賀先生は、この問題には人一倍の熱意を持たれていた。『会計基準のグローバル化戦略—国際会計基準の導入と会計基準の調和化への対応（森山書店・五十嵐則夫先生との共著）』や『グローバル財務会計（森山書店）』といった著書を出版されるのみならず、学会活動にも積極的に参画され、2011年から2014年には国際会計研究学会会長を務められた。その功績を讃えられ、2017年度には国際会計研究学会功労賞も受賞された。

最近の古賀先生のご研究の中心は、無形資産（特に知的資産）会計であった。常に社会及び経済の変化を敏感に感じ取り、研究に反映されていた先生は、企業の競争優位性の源泉が知的資産に移行している点をいち早く認識されていた。その精力的な研究の成果は、『知的資産の会計—マネジメントと測定・開示のインターアクション（東洋経済新報社）』や『知的資産ファイナンスの探求—知的資産情報と投資・融資意思決定のメカニズム（中央経済社）』に結実し、その認識・測定の枠を超えて、『統合報告革命—ベスト・プラクティス企業の事例分析（責任編集、税務経理協会）』や『企業成長のデザイン経営—知的資産の創造的利用、イノベーションと事業性評価（同文館出版）』といった著作も手がけられた。また、2011年には会長として「日本知的資産経営学会」を設立され、学会自体は会計学者のみならず経営学者や実務家を巻き込んで現在も拡大している。

このように、古賀先生のご研究は、時代の変化とともに、それぞれの分野で顕著な業績として光り輝いてきた。社会の行く末を常に先取りされ、先見の明を持たれて現在の問題意識は何か、また必要な会計理論は何かを識別されつつ、短い時間で研究を進めて次々と著作を発表されるそのエネルギーは、全く衰えることがなかった。

■ 古賀先生のお人柄

昨年の5月初旬、古賀先生の悲報に接し、まさかと時間が止まった。一昨年末に忘年会と出版打ち合わせを兼ねて、神楽坂での会食にご一緒させて頂いていたからである。その時には凄くお元気に見え、お酒も召し上がられていたから、余計に驚いた。

大学院生時代のご指導は厳しいものがあったが、就職した門下生には温かく、深い慈愛に満ちあふれた先生であった。大学院生時代は、何度食事をご馳走になったか数え切れない。弟子の喜びを我が喜びとし、門下生の活躍を誰よりも喜んで下さった。不肖の弟子ながら、師匠の喜ぶ顔を見るのが嬉しく、それが研究活動の一つの原動力になっていた。もうその笑顔を見るための報告ができないと思うと、胸が詰まる思いである。

冒頭で古賀先生は私の研究者人生を決定付けたと記したが、それにまつわるエピソードを紹介したい。古賀先生を大学院の指導教官として選び受験する際、私は事前に一切研究室訪問もせず、メールでのコンタクトも行わなかった。自分の専門知識が浅はかで自信がなかった点は勿論のこと、大学院への出願前に地元の銀行への就職が内定していたからである。両親も将来どうなるか分から

ない大学院での研究生活に賭けるより、(当時は今よりも安定していると考えられた) 銀行への就職を推しており、就職氷河期の最中というのもあって、自分自身も将来の進路に迷っていた。

大学院入試の合格発表直後、携帯電話が鳴った。知らない番号であったが出たところ、「神戸大学の古賀です。」の声に一気に背筋が伸びた。さらに間髪入れず、「君の入試の成績が凄く良かったので、是非うちにきてください。何も心配することはない。必ず君を立派な研究者に育てますから。」この電話の直後、自分の気持ちは固まったと同時に、研究者への扉が開いた。即座に両親にも説明して銀行の就職内定も辞退した。

その後の研究生活では色々悩むこともあったが、その時々古賀先生の助言は大変参考になり、今も研究者としての生活の土台となっている。就職してからは面と向かってアドバイスを請うことも少なくなったが、もっと色々とお話を聞きたかった、聞けば良かったというのが正直な気持ちである。

自分の研究者人生に多大な影響を与えて下さった古賀先生のご恩は今後も決して忘れることはできない。先生の研究者としての矜持を継承することをお誓いし、ご冥福をお祈りするばかりである。

古賀 智敏先生を偲んで

島永 和幸 (国際会計研究学会理事・神戸学院大学)

2025年5月5日に、古賀智敏先生がご逝去された。突然の訃報に驚くとともに、ご生前に賜った格別のご厚情を思い、深い感謝の念を抱くとともに、悲しみを深めている。享年は、古賀先生の恩師である故武田隆二先生と同じ77歳であった。

2024年12月、古賀先生の本務校に近い金沢(於:KKRホテル金沢)で開催された研究会において、古賀先生は人的資本会計に関する非常に貴重な示唆に富む研究成果をご報告された。さらに、2025年3月、別の学会の西日本部会において、古賀先生の基調講演を拝聴させていただいた。それが古賀先生を拝見した最後の英姿であった。

国際会計研究学会第42回研究大会では、古賀先生に特別講演を依頼し、ご快諾を得ていた。しかしながら、2025年4月、古賀先生から一本の電話がかかってきた。先生曰く、「特別講演の件だけど、体調がすぐれないので辞退させていただけないだろうか。」というもので、「島永君のお願いだから断るのはとても心苦しく何とか避けられるようにしたかったが、大変申し訳ない。」というものであった。今思えば、古賀先生の中を察するに、心が締め付けられる思いである。

古賀先生が第11代会長として在任中、2012年に韓国国際会計学会(KIAA)との間で国際学術交流協定(MoU)を締結され、今につづくKIAAとの相互交流の礎を築かれた。また、監査法人からの寄付をもとに国際交流基金を創設された。古賀先生は、文字通り、国際会計研究学会の国際化にご尽力された。

古賀先生の研究領域は、国際会計はもとより、財務会計、監査論、および知的資産会計など多岐

に及び、いずれも新しい未開拓の領域をフロントランナーとして切り拓いている点にその特徴がみられる。その中でも、古賀先生の研究の凄みを大学院在籍中に直接肌で感じた著作が、『価値創造の会計学』（税務経理協会、2000年）であった。本書は、「税経セミナー」で計20回連載された論文を加筆・修正されて書籍化されたものであった。連載期間中、古賀先生はオーストラリア国立大学に半年間、在外研究に行かれているが、海外からも欠かさず連載を続けられた。研究には惜しめない労力を注がれる古賀先生らしいエピソードである。本書は、「古賀会計学」のエッセンスが、あちらこちらにふんだんに盛り込まれている。古賀先生は、「テキストを出版する場合、そのテキストには筆者の独自の会計観なり、研究蓄積なりが反映されたものでなくてはならない。」と常々おっしゃられていた。本書の「序」では、本書で取り扱おうとする会計理論について、次のように述べられている。すなわち、「このような会計理論は、端的に言えば、企業のトータル・バリューの測定・伝達を図ろうとする考え方を反映するものであり、価値創造の会計理論としてそれを特徴づけることができるだろう。かかる**ストック計算を重視したバリューの視点から現代会計を体系づけようとしたこと**を、本書の第1の特徴として挙げておきたい。」（前掲書、2頁）とされる。本書は、まさに古賀会計学の神髄がつまった珠玉の一冊であり、大学院でこれから研究者を志す学生にとって必読の書としてお薦めする。

古賀先生は、2000年代に入ると知的資産会計の領域で精力的に研究活動を展開されるようになる。この頃から、ウルフ・ヨハンソン教授をはじめ、数多くの海外の著名な研究者と積極的に交流されるようになる。こうした著名な研究者との国際共同研究を通じて、海外ジャーナルにも積極的に投稿され、複数の論文がアクセプトされ、掲載に至っている。今でこそ海外ジャーナルに投稿する研究者も珍しくない。とはいえ、2000年代初頭から、古賀先生は、研究活動の面でも独自の人脈でグローバルに展開された卓越した研究者でもあった。こうしたグローバル指向の研究スタイルは、仙場胡丹教授（名古屋大学）、岡本紀明教授（立教大学）、姚俊教授（明治大学）、および島田佳憲准教授（埼玉大学）など、古賀ゼミ門下生に脈々と引き継がれている。神戸大学大学院経営学研究科の伝統ある「国際会計」分野の指導教員として、数多くの優秀な研究者を輩出されたことも古賀先生の大きな功績の1つである。

衷心より、古賀智敏先生のご冥福をお祈りいたします。

IV Summary of Articles

Corporate Governance and Sustainability Information Disclosure - Considering the Modern Significance of Financial Reporting -

Noriyuki KONISHI
Aoyama Gakuin University

This keynote address will clarify the characteristics of modern financial reporting by focusing on “corporate governance” and “disclosure of sustainability information.” To do so, it will consider institutional, theoretical, and practical aspects.

Because corporate governance and sustainability disclosure are closely related, I will explore this relationship and consider its implications for contemporary financial reporting and, ultimately, for international accounting research.

The Legal Framework and Financial Reporting of Private Equity Funds in the United States: The Use of Recent Investment Price and Time-Based Calibration in Fair Value Measurement

Kaoru ONO
Waseda University

The accounting practices by private equity (PE) funds have been changing significantly. In Japan, these changes have been driven by the adoption of fair value measurement, while in the United States, the growing scale of PE funds has highlighted the importance of research on PE fund accounting. Despite its growing importance, research on PE fund accounting in Japan remains insufficient. Therefore, as a starting point for research on PE fund accounting in Japan, this paper focuses on PE fund accounting in the United States, a leading country in the PE fund industry, to review its legal framework and financial reporting for PE funds. Based on that, this paper examines the features of fair value measurement for PE funds in the United States and the substantial influence of the expansion of fair value measurement procedures on the concept of fair value. Furthermore, this paper demonstrates the issues related to fair value measurement for

PE funds in the United States.

PE funds have used the price of recent investment as a critical basis for fair value measurement in the United States. Since the issuance of SFAS 157, the method of calibration for measuring unmarketable investments at fair value has been clarified. Such calibration can be interpreted as “time-based calibration” because it uses the transaction prices at initial recognition as a basis for subsequent measurement. This paper demonstrates that the features of fair value measurement for PE funds include estimating fair value based on the price of a recent investment as a starting point by using time-based calibration or assessing indications of changes in fair value as time progresses. This expansion of fair value measurement procedures may have substantially influenced the concept of fair value, which prioritizes the measurement date.

V 諸規則

編集委員会規程

(趣 旨)

第 1 条 会則第 3 条第 2 項にもとづく編集委員会の運営は、本規程によって行うものとする。

(構 成)

第 2 条 編集委員会は、委員長、委員および幹事で構成する。

② 委員長は、会長が指名し、理事会の承認を求める。

③ 委員および幹事は、委員長が指名し、速やかに理事会の承認を求める。また、編集上の必要に応じて委員を追加指名することができる。

(任 期)

第 3 条 委員長の任期は、就任後 3 回目の研究大会終了の日までとする。再任は妨げない。

② 委員および幹事の任期は、委員長の任期に準ずる。再任は妨げない。

(業務内容)

第 4 条 編集委員会は、『国際会計研究学会年報』（以下、『年報』という。）の編集および発行に関する業務を担当する。

② 編集委員会は、本会の会員に対して原稿の募集を行う。また、必要に応じて原稿の執筆を依頼することができる。

③ 編集委員会は、原稿の枚数、内容等によって、その掲載を拒否ないし制限することができる。

(年報の発行)

第 5 条 『年報』は、原則として、年 2 回発行するものとする。

(掲載内容)

第 6 条 『年報』に掲載する論文および報告等は、次のものとする。

1. 編集委員会の募集による以下の原稿（以下、応募原稿という。）

(1) 自由論題報告を基礎として執筆されるもの

(2) その他

2. 編集委員会が依頼する以下の原稿（以下、依頼原稿という。）

(1) 統一論題報告を基礎として執筆されるもの（座長解題を含む。）

(2) 基調講演、特別講演および国際セッション報告を基礎として執筆されるもの

(3) 研究グループ報告

(4) その他

3. 編集委員会から依頼を受けた統一論題報告者および研究グループ主査は、編集委員会が特別に認めた場合を除き、依頼に応じて原稿を提出する。ただし、基調講演、特

別講演および国際セッション報告を基礎として執筆されるものについてはその限りではない。

(執筆者の資格)

第7条 前条による応募原稿の執筆者は、本会の会員（院生会員を含む。）に限る。ただし、編集委員会が認める場合は、その限りでない。

(査読制度)

第8条 第6条第1号（1）の応募原稿には、査読を付するものとする。一方、第6条第2号の依頼原稿は原則として査読の対象としないが、第2号（1）の依頼原稿については執筆者の希望により査読を付することができる。

② 査読制度の運営は、別に定める査読制度に関する申し合わせによる。

③ 査読による審査を受け、掲載が決定した応募原稿には、編集委員会がその旨を明記する。

(著作権)

第9条 『年報』に掲載された原稿の著作権は、本会に帰属するものとする。

(本規程の改廃)

第10条 本規程の改廃は、理事会がこれを決定し、会員総会で報告するとともに、速やかに本会ホームページにおいて会員に周知する。

(附 則)

1. 国際会計研究学会編集委員会 2011年12月14日決定
2. この規程は、令和元年8月31日から改正施行する。
3. この規程は、令和3年12月3日から改正施行する。

査読制度に関する申し合わせ

編集委員会規程第8条第2項に基づく査読制度は、本申し合わせに定めるところによるものとする。

1. 査読者の決定

- (1) 編集委員会委員長（以下、委員長という。）は、応募原稿の査読担当候補者を選出するための編集小委員会を設けることができる。
- (2) 編集小委員会は、委員長ならびに委員長が指名した編集委員会委員（以下、委員という。）および編集委員会幹事（以下、幹事という。）で構成する。
- (3) 編集小委員会は、各応募原稿につき査読担当者候補2名を選定し、編集委員会に諮る。なお、査読担当者候補2名のうち1名は、委員でなければならない。また、必要に応じて編集小委員会は、委員でない査読担当者候補を非会員から選定することができる。
- (4) 編集委員会は、編集小委員会の提案をもとに査読担当者を決定し、査読を依頼する。
- (5) 編集小委員会を設けない場合には、編集小委員会の業務は、編集委員会が行う。

2. 査読手続

- (1) 査読担当者は、2(2)に規定する査読評価の基準および2(3)に規定する査読方針にしたがい査読を行い、2(4)に規定する査読結果およびそれに至った判断理由を回答期日までに委員長宛に書面にて報告する。
- (2) 応募原稿の査読にあたっては、次の査読評価の基準により評価を行う。
 - ① 有用性：学界等に貢献があり、論文を公表することに意義がある。
 - ② 新規性：論文として新規性および独創性がある。
 - ③ 信頼性：構成が論理的であり、表現についても適切である。
- (3) 応募原稿の査読にあたっては、次の査読方針にしたがう。
 - ① 査読は、論文の質を評価することを目的とするが、執筆者を育成し、以て学会活動の活性化を図るという視点にも配慮する。
 - ② 査読を継続する場合には、応募原稿執筆者がどの部分をどのように修正すれば掲載可能となるのかを具体的かつ明瞭に指示する。
 - ③ 「新規性」について問題がある場合には、既発表文献を引用するなどして具体的に指摘する。
 - ④ 査読担当者は、確認できない内容や事実に関しては、応募原稿執筆者に追加的な説明を求めることができ、査読担当者はその説明にもとづいて評価を行う。
 - ⑤ 再査読にあたっては、以前の査読結果との論旨の一貫性を保持する。
- (4) 応募原稿に関する初回の査読結果は、次の①から④のいずれかとする。
 - ① 無修正掲載可

- ② 趣旨に変更のない修正の上、掲載可
- ③ 査読の継続（趣旨に影響する修正が適切に行われているかどうかをふまえ、掲載の可否を改めて判断）
- ④ 掲載不可

「査読の継続」と評価した査読担当者は、修正に必要と想定される期間を(a) 1か月、(b) 3か月、または(c)その他から選び、委員会に伝達する。3か月以上の修正期間を要すると判断された応募原稿は直近号の編集プロセスから外し、次号での掲載を見据えた編集プロセスに移行させる。また、掲載不可と評価した応募原稿のうち、時間をかけて趣旨を大幅に修正することで掲載水準に達する可能性を秘めているものについては、現時点で当該原稿が抱えている問題点の指摘にとどまらず、修正の方向性も具体的に示唆し、将来の再投稿を薦める。

3. 掲載論文の決定

- (1) 編集委員会は、査読担当者から委員長に報告された査読結果にもとづき、査読担当者2名の査読結果がともに2(4)の①または②である応募原稿を掲載対象論文として決定し、応募原稿執筆者にその旨を伝える。
- (2) 少なくとも査読担当者の1名が2(4)の③または④と評価した論文については、その取扱いを編集委員会が決定する。その際、編集委員会は査読担当者の査読結果を最大限尊重し、いずれかの査読担当者が下した結論にもとづき対応する。
- (3) 編集委員会は、3(2)で「査読の継続」と決定した応募原稿執筆者に対して回答期日までに査読担当者の指摘事項にもとづき修正するよう依頼する。その際、編集委員会として追加的な指摘を行うことができる。とりわけ2名の査読担当者による指摘事項に二律背反する内容が含まれている場合は、応募原稿執筆者に対してどのように修正に臨むべきかについての具体的な方針を示す。
- (4) 再査読においては、委員である査読担当者が指摘事項が適切に修正されているかどうかを編集委員会に報告する。委員以外の査読担当者が確認を希望する場合は、当該委員が確認作業に加わることができる。
- (5) 編集委員会は、3(4)での修正結果の確認作業にもとづき、次の①から④のいずれかの再査読の結果を決定する。再査読は初回の査読とあわせて3回までを目安とする。
 - ① 無修正掲載可
 - ② 趣旨に変更のない修正の上、掲載可
 - ③ 査読の再継続
 - ④ 投稿取り下げの勧告
- (6) 編集委員会は、3(5)で「査読の再継続」と決定した応募原稿を直近号の編集プロセスから外し、次号での掲載を見据えた編集プロセスに移行させたいうで再査読の手続を繰り返す。

(7) 編集委員会は、3(5)で「投稿取り下げの勧告」と決定した応募原稿執筆者の抗弁を受けるのを妨げない。ただし、応募原稿の扱いに関する応募原稿執筆者と編集委員会の不一致が解消されない場合は、編集委員会はその権限により当該原稿を掲載不可とする。

(8) 編集委員会が指定した期日までに修正原稿の返送がない場合には、それがいずれの査読手続において生じたことであっても、編集委員会は投稿が辞退されたものとみなす。

(9) 統一論題報告を基礎とする依頼原稿のうち、執筆者の希望により査読の対象となったものに関する査読は1回限りとし、その査読結果は次の①から③のいずれかとする。具体的な査読手続については、3(8)までの規定のうち1回限りの査読にも適用可能なものを準用する。

① 無修正掲載可

② 趣旨に変更のない修正の上、掲載可

③ 査読を付さない論文として掲載（査読論文としては掲載不可）

4. 他誌への同時投稿の取扱い

査読期間中、本誌に対する応募原稿と同一の（あるいは内容がきわめて類似している）原稿を他誌に投稿することを認めない。すなわち、既に他誌に投稿済みの原稿を本誌に投稿することも、本誌に投稿済みの原稿を他誌に投稿することも認めない。編集委員会は、応募原稿執筆者が他誌に多重投稿してないことを事前に確認する。なお、掲載後、多重投稿が発覚した場合、掲載を取り消し、その旨を本誌などで公表する。

5. 同一執筆者による複数原稿応募の取扱い

同一執筆者が複数の原稿を同時に投稿するのを認めるが、第1著者としての投稿は1論文に限る。ただし、複数論文について査読担当者が掲載を可としても、複数論文を掲載対象論文とするかどうかは編集委員会で決定する。

6. 本申し合わせの改廃

本申し合わせの改廃は、編集委員会の過半数の賛成によって発議し、理事会がこれを決定し、会員総会で報告するとともに、速やかに本会ホームページにおいて会員に周知する。

（附則）

1. 国際会計研究学会編集委員会 2011年11月21日決定

2. この規程は、令和元年8月31日から改正施行する。

3. この規程は、令和3年12月3日から改正施行する。

『国際会計研究学会年報』 執筆要領

1. 表紙

表紙には、論題、執筆者名、所属および肩書き、論文要旨（日本語（横 30 字×縦 25 行以内））を記載する。

2. 原稿の様式

応募原稿は、MS Word による横書きで、B5 判、横 40 文字×縦 37 行とし、余白は上 25mm、下 20mm、左・右 20mm をとる。原稿は、原則として、刷り上がり 15～20 頁前後とする。ただし、編集委員会が妥当と認めた場合には、制限頁数を超えることができる。

日本語は MS 明朝、英語は Times New Roman とする。見出し、図、表の題目は MS ゴシック（太字）とする。漢字、ひらがな、カタカナ以外の文字（例えば、数字、アルファベット）は半角にする。文字化けを避けるために、特殊なフォント文字は使用しない。フォントサイズ等は次のとおりである。

論題	14 ポイント	センタリング
執筆者名	11 ポイント	右寄せ
所属	11 ポイント	右寄せ
論文要旨	10 ポイント	左寄せ
本文	11 ポイント	左寄せ
見出し	12 ポイント	左寄せ
注（文末）	10 ポイント	左寄せ
参考文献	10 ポイント	左寄せ

3. スタイル

本文の節、項等については、以下のようにする。

（1 行空き）

I 見出し

（1 行空き）

本文

1. 見出し

本文

(1) 見出し

本文

注

参考文献

4. 表記

現代仮名遣い，当用漢字，新字体を使用する。接続詞（および，ならびに，また，ただし等）についてはひらがなを，数字についてはアラビア数字を使う。また，外国人名については原語により表記する。なお，本文の句読点は，句点（。）と読点（，）とする。

5. 図表

図と表は必要最小限にとどめ，それぞれ通し番号（図 1，図 2，表 1，表 2・・・）を付すとともに，簡単な見出しをつける。

6. 引用および注

文献を引用するための注については，本文の該当個所に次の様式で記載する。

[例] (Sprouse and Moonitz [1962], pp.23-24) (年号については西暦を，表記にあたっては半角文字を使用する)。

また，人名の表記において日本人については姓のみとし，頁の表記においてドイツ語文献については S を，和文献については頁を使用する。なお，上記の表記法においては区別ができない場合には，人名については Sprouse, R.T. または高須教夫のようにフルネームに，年号については年号に a, b を付す。

説明のための注については，本文の末尾に一括して記載する。なお，かかる注については本文の該当個所に(1)，(2)のようにルビ上ツキで示す。

7. 参考文献

研究に引用した文献（論文，著書，URL 等）のリストを本文の最後に，和文献と洋文献を区別せず，著者名のアルファベット順に次の様式で記載する。

- ・和書 著者名[出版年]『書名』出版社名。
- ・論文（和） 著者名[出版年]「論文名」『雑誌名』第○巻第○号，○-○頁。
- ・洋書 family name, personal name[出版年]，書名，出版地（または出版社名）。
- ・論文（洋） family name, personal name[出版年]，“論文名，”雑誌名，Vol.○，No.○，pp.○-○。（ドイツ語文献等については Vol, No, pp 部分を適宜変更する。）

なお，personal name については R.T. のように省略する。また，論文の頁数については当該論文のフルページを記載する。さらに，出版年については西暦で記載する。

著者が複数の場合，日本人については中野常男・高須教夫・山地秀俊のように，外国人については Sprouse, R.T. and M. Moonitz のように記載する。

論文が著書の 1 章に該当している場合，和書については

著者名[出版年]「論文名」編著者名編[出版年]『書名』出版社名，○-○頁。

洋書については

family name, personal name[出版年]，“論文名，” in family name, personal name (ed.)[出版年]，書名，出版地（または出版社名），pp.○-○。

とする。

訳書については、原著書を使用しない場合には和書に準じた取扱いをする。原著書を使用する場合には、原著書について洋書として記載した後に、括弧書きで訳書に記載する。

[例] Littleton, A.C.[1933], Accounting Evolution to 1900, New York (片野一郎訳 [1978]『リトルトン 会計発達史(増補版)』同文館出版)。

なお、編著、訳書については、それを引用文献として実際に使用する場合を除いて[出版年]の記載は必要ない。ただし、その場合には、編著、訳書の出版地(または出版社名)に続いて出版年を記載する。

8. その他

書式の統一を図るため、文章、仮名遣いなどについて、編集委員会が修正することがある。

9. 英文要旨

論題、執筆者名、所属および肩書き、論文要旨(英語、1頁以内)を記載する。

10. 本執筆要領の改廃

本執筆要領の改廃は、編集委員会の過半数の賛成によって発議し、理事会がこれを決定し、会員総会で報告するとともに、速やかに本会ホームページにおいて会員に周知する。

(附則)

1. 国際会計研究学会編集委員会 2011年11月21日決定
2. この規程は、令和元年8月31日から改正施行する。
3. この規程は、令和3年12月3日から改正施行する。

編集後記

国際会計研究学会年報 2025 年度第 1 号を無事刊行することができました。本号には、京都大学で開催された第 4 回 JAIAS カンファレンスの報告論文が収録されています。同カンファレンスでは、「国際会計研究の意義を問う」という統一テーマのもと報告論文を募集しました。当日は、前会長の小西範幸先生による基調講演に加え、査読を経て選出された 4 つの研究報告が行われました。基調講演をご快諾くださった小西先生に厚く御礼申し上げます。小西先生の基調講演にもとづく論文は、本号に収録されています。

また、JAIAS カンファレンスでの報告論文は、原則として、年報のファスト・トラックの対象となりますが、掲載にあたっては厳正な査読を行い、論文の質を維持しております。今回は 4 つの報告のうち、採択に至った 1 本の論文が収録されています。査読にご協力いただいた先生方、ならびに当日討論者を務めていただいた先生方に心より厚く御礼申し上げます。JAIAS カンファレンスの開催にあたって、編集委員会幹事の小川淳平先生にご尽力いただきました。小川先生のご献身に深く感謝申し上げます。

本学会第 11 代会長の古賀智敏先生が 2025 年 5 月 5 日にご逝去されました。古賀先生は本学会に多大な貢献をされました。古賀先生の生前のご遺徳を偲び、7 篇の追悼文を寄せていただきました。古賀先生のご冥福を心よりお祈りいたします。

また、本号の編集準備を進めていた矢先、編集委員会幹事の豊岡博先生の訃報に接しました。豊岡先生は、前編集委員会から年報の編集作業を担われ、常に丁寧な業務を遂行してくださいました。先生を亡くしたことは、編集委員会にとって大きな痛手であり、惜別の念を禁じ得ません。ここに謹んで哀悼の意を表し、心よりご冥福をお祈り申し上げます。

すでに会員の皆様にご案内しておりますが、6 月 6 日（土）に神奈川大学において第 5 回 JAIAS カンファレンスを開催いたします。会員の皆様、とりわけ若手の皆様からの意欲的な研究報告のご投稿を、編集委員会一同心よりお待ちしております。

編集委員長 草野 真樹

編集委員会

委員長 草野 真樹

委員 大鹿 智基 岡本 紀明 中野 貴之 林 隆敏 矢澤 憲一

浅見 裕子 山下 奨 山下 知晃 山田 純平 若林 公美

幹事 小川 淳平 宮武 記章

**Bulletin of Japanese Association for International
Accounting Studies, 2025, Vol.1 (No. 57)**

国際会計研究学会 年報

—2025年度第1号(通号57号)—

発行 2026年3月15日

編集・発行 国際会計研究学会
(事務局)

東京経済大学経営学部

鈴木 雅康研究室内

印刷所 有限会社 玉 新 社

〒173-0004 東京都板橋区板橋1丁目35番6号

TEL 03-3579-9351 FAX 03-3579-9338

