

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られる。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られる。

(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もは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)。

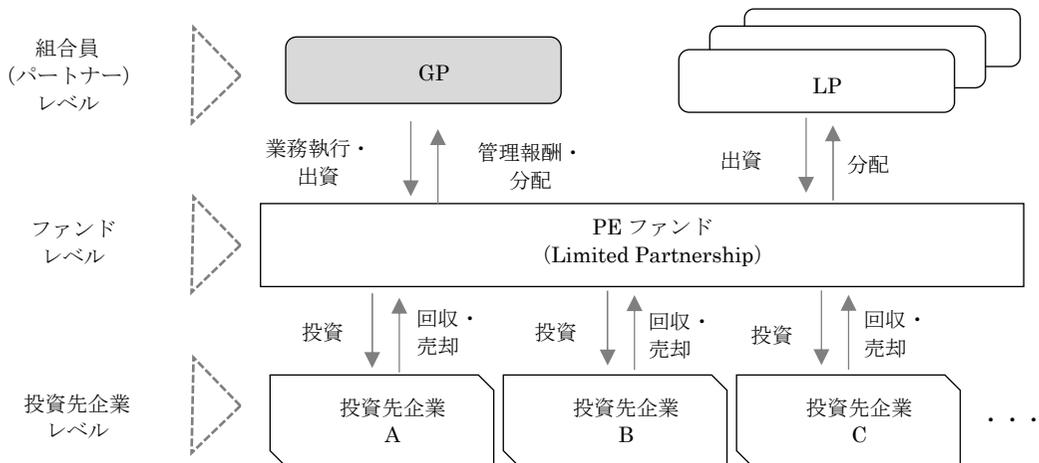
Ⅲ 米国における PE ファンドの法的枠組み

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) ^⑤。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ダ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)。

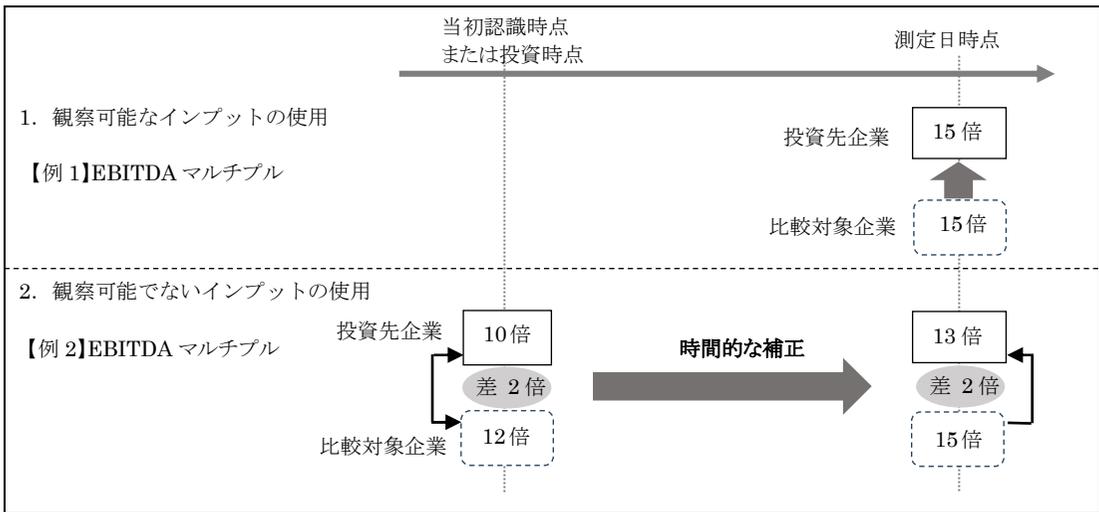
2011 年に米国財務会計基準審議会 (FASB) と国際会計基準審議会 (IASB) が共同で公表した ASU 2011-04「公正価値測定 (Topic 820) : US GAAP および IFRS における共通の公正価値測定および開示に関する規定を達成するための改訂」において、この補正の内容は、事後測定の評価技法の項目に移行され、その内容の一部が改訂された。すなわち、「取引価格が当初認識時の公正価値であり、その後の期間における公正価値を測定するために観察可能でないインプットを使用する評価技法が使用される場合には、当初認識時に評価技法の結果が取引価格と等しくなるように評価技法を補正しなければならない」(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/formadv.pdf>)
- (13) *National Association of Private Fund Managers v. SEC*, No. 23-60471 (5th Cir. June 2024) (<https://www.govinfo.gov/app/details/USCOURTS-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、測定日時点重視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。