

開示関連コストと経営者の情報開示 — 実験市場での検証*

Disclosure-related Costs and Disclosure of Private Information: An Experimental Market Study

上 枝 正 幸 (追手門学院大学 助教授)
Masayuki Ueeda, Otemon Gakuin University

要 約

本稿は、経営者の開示戦略および対応する投資者行動に関する理論モデルの予測の検証のためデザインされた実験市場の結果を報告する。実験の操作は、開示関連コストの存在および種類(タイプ)、すなわち、情報開示に伴うコストが存在するか否か、および開示コストは(1)情報伝達(事後)あるいは(2)情報獲得(事前)の何れの時点で発生するかという二つの処理変数である。開示関連コストがなく完全開示の生起を予測する基本的な環境を調査した、Ueeda and Takao (2003)は、実験市場の設定および主たる実験手続を同じくすることから、結果比較のさいのベンチマークとして用いられる。実験の結果、われわれの両実験市場の売り手(経営者)は、開示関連コストを理論の予測より高くつくものと一般に認識し、買い手(投資者)への情報有用な開示の頻度は、コストのない場合と比べて低かった。しかし、開示関連コストの種類(タイプ)が異なれば、各市場の詳細は相違し、売り手は、(1)情報伝達コストのある市場では、理論的閾値を超える商品価値の非開示により自らの経済厚生を低めたのに対し、(2)情報獲得コストのある市場では、買い手側の危険回避ゆえに選好に反する情報獲得を強いられた。

Summary

This paper presents the results from some experimental markets, which were designed to investigate the effects of two types of disclosure-related costs on disclosures of private information and the reactions to those disclosures. On the one hand, when there is (1) *ex post* cost of transmitting the information, the theory predicts that informed sellers (i.e. senders of information) only disclose the values of commodity above some threshold level. On the other hand, in case of (2) *ex ante* information-acquiring cost, the seller would prefer remain uninformed and not to disclose to risk neutral buyers (i.e. receivers of information) so long as s/he can credibly assert that lack of knowledge. Ueeda and Takao (2003), where tested the full-disclosure equilibrium when disclosures were credible and costless, works as the benchmark due to its similarity of main experimental settings and methods. The result indicates that, at the cost of their own well-beings, the sellers in our markets were likely to overestimate those disclosure-related costs and to lower the frequency of informative disclosure to their potential buyers, generally refuting the theoretical hypotheses. However, we find that the market mechanisms behind were different if the types of disclosure-related costs were different.

*本稿は、ディスクロージャー研究会第7回年次大会(関西学院大学大阪梅田キャンパス)での発表論文を加筆・修正したものである。会場では、司会の百合草康裕先生(兵庫県立大学)をはじめ、坂上学先生(大阪市立大学)および薄井彰先生(早稲田大学)から貴重なコメントを賜りました。査読段階において匿名のレフリーの先生方および編集委員長からいただいたコメントは、本稿の大幅な改善を促進する金句となりました。また、大阪大学大学院の浅田孝幸先生、高尾裕二先生および会計研究会のメンバーからの長年に亘るご指導・助言は、筆者の研究活動にとって不可欠のものです。ここに記して感謝申し上げます。もちろん、ありうべき誤謬は筆者の責にのみ帰することはいうまでもありません。

1. はじめに

Milgrom (1981) および Grossman (1981) らの経済学の初期の研究は、開示に信憑性がかつコストがかからないならば、均衡において、情報の送り手は自らの私的情報を関係者に対して完全に顕示することを証明する。これら完全開示の結果は、開示規制を考察するうえで魅力的である。すなわち、利害関係者の意思決定に有用な会計情報が自発的に開示される結果、開示規制の役割は最小限のものとなるかもしれない（例えば、虚偽開示を排除する機構の構築）。しかしながら、実務上、情報に精通した主体が全ての私的情報を自発的に開示するわけではなく、かつ法令による開示要求は増加傾向にある（例えば、Kieso *et al.* (2004, Ch. 24)）。したがって、以降の分析的研究の議論は、理論モデルの厳格な仮定を緩め、完全開示均衡が生起しないかもしれない理由を示して展開してきている（Verrecchia (2001) および Christensen and Feltham (2002, Ch. 14) 参照）。

Jovanovic (1982) および Verrecchia (1983, 1990) は、情報伝達に伴う**事後**のコストを検討する。経営者にとって、自らの知る情報を外部関係者に開示する場合にコストが発生する。このとき、ある閾値を下回る評価を受ける情報をもつ経営者は、開示するよりも開示しないことで純経済厚生を高めうる。一方、Matthews and Postlewaite (1985) および Shavell (1994) らは、情報獲得の有無を決定する**事前**の選択肢がある設定を考察する。このとき、情報を獲得すると何らかのコストが発生し、かつ信憑性をもって無知を主張できるならば、経営者は情報を獲得しない（よって、開示しない）ほうが有利となる可能性が示唆される。何れの場合も、開示関連コストの存在が導きうる非開示の可能性を説明する。情報開示コストのタ

イプには、経済的なものばかりでなく、政治的、社会的および倫理的なものも含まれる（Elliott and Jacobson (1994, 80) 参照）ため、経営者の情報開示に影響する市場メカニズムの機能のみを単純なモデルで考察することは、開示環境全体の複雑さに対して十分ではない。さらに当該コストは、実務上の重要性は比較的低い、すなわち高価ではなくかつ技術進歩のため低下傾向にある（Albrecht and Sack 2000, 5）との指摘もある。しかし、経済財たる情報の獲得および伝達に不可避のコストは、中小会社の開示インセンティブを減退させ（須田・鈴木 2004）、かつ上場会社にさえ高価であると捉えられている（柴・伊藤 2000）との証拠も存する。さらに、これら外生的な開示関連コストの影響の知見の獲得は、競合会社および政府などの他利害関係者の行動からの内生的なコストを将来的に扱い、経営者の情報開示行動のより広範かつ深い理解へと繋げるための重要なステップである。

本稿の目的および貢献は、(i)情報伝達コスト（**事後**）、および(ii)情報獲得コスト（**事前**）の二つに開示関連コストを分類し、実験モデルを構築して検証することで、先行研究の追試および拡張を企図することである。なお、実験手続は、Ueeda and Takao (2003、以降 UT (2003) と記述) を踏襲するが、後述する幾つかの改訂を加えたという特徴がある。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、開示関連コストのある理論モデルおよびモデルの含意を説明する。第3節は、先行実験研究を略述する。第4節は実験手続および実験の仮説を示し、第5節では実験結果を報告する。第6節は要約および議論を提示する。

2. 理論モデル

本節の理論モデルは、一般的な密度関数における均衡について導出した上枝（2005, 74-79/82-83）に基づき、実験研究で一般に用いられる一様分布を用いて均衡を導出したものである。

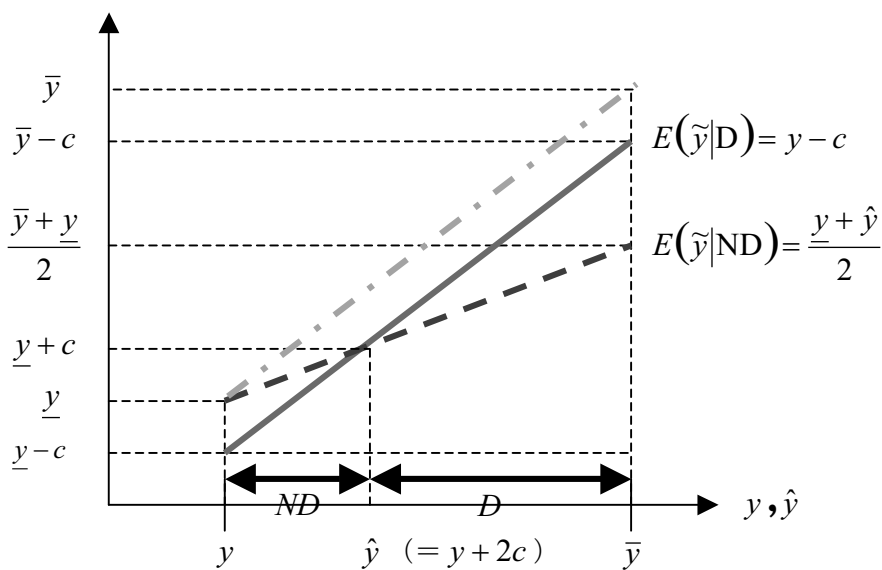
2.1. 情報伝達コスト（事後）

連続する3時点からなる1期間のモデルを考察する。期首（ $t=0$ ）には、経営者、現行株主および投資者からなるプレーヤーは、期末（ $t=2$ ）の企業価値の同一の**事前**信念をもつとする。ここで企業価値の確率変数 \tilde{y} は、範囲 $[\underline{y}, \bar{y}]$ の一様分布に従うとする。期中（ $t=1$ ）に、経営者は企業価値の期末の実現値 y についての私的情報を付与されるとする。一方、投資者は y を直接には知りえないが、経営者が y を観察することは知っているものとする。続いて経営者は、 y の値を開示する（事象D）か、あるいは開示を差し控える（同ND）かを決定する。信憑性のある情報の伝達を

するには、外生的かつ一定の情報伝達コスト c （ >0 ）が伴うことで企業価値を減少するとする¹⁾。経営者の開示または非開示を受けた自らの**事後**信念に基づき、危険中立的な投資者は条件付期待値で企業を評価すると仮定する。期末（ $t=2$ ）に、各関係者の富が決定される。ここで経営者は、投資者の企業価値の評価を最大化する開示政策を適用するよう動機付けられているとする。

この開示ゲームの均衡は、完全ベイジアン均衡の解概念によって導かれる。すなわち、(a) 投資者の評価を最大化すべく経営者は意思決定し、均衡では開示政策変更のインセンティブはなく、かつ (b) 投資者による企業価値の推論はベイズの定理で改訂された**事後**信念に基づき、(a) の開示政策と整合的である。分析の結果は、**図1**で示される。

実線（一）は、情報伝達コスト c をかけて実現値 y を開示した場合の企業価値の評価（ $E(\tilde{y}|D) = y - c$ 、 $E(\cdot)$ は期待値）である。



(注) Jovanovic (1982, Figure 1) 参照

図1 情報伝達コスト・モデルの均衡

点線(---)は、企業価値の実現値 y が開示されない場合、均衡の条件(b)から投資者は $y \leq \hat{y}$ と推論すると仮定した場合の企業価値の評価($E(\hat{y}|\text{ND}) = (y + \hat{y})/2$)である。このとき、閾値 \hat{y} より大きい場合、開示は経営者にとって有利であることが示される。第4節において実験の仮説を導く際に重要となる閾値 \hat{y} は、実線(—)および点線(---)の交点で求められ、次式で示される。

$$\hat{y} = y + 2c \quad (1)$$

なお、 $c = 0$ の場合、開示時の投資者の評価は一点鎖線(-.-)となり、完全開示が生起することが確かめられる。

2.2 情報獲得コスト(事前)

モデルの設定は、2.1節と同様であるが、企業価値の実現値 y の情報の獲得は内生的なものへと変更され、ある期の企業価値の正確な実現値 y は経営者さえも知らない可能性が存する。すなわち経営者は、企業価値についての情報を獲得するかどうかを期中($t = 1$)に自ら決定するものとし、情報獲得の場合は企業価値の実現値 y を知る一方で、一定の情報獲得コスト c^* (> 0)が伴い²⁾企業価値は減少すると仮定する。さらに、情報を獲得しない経営者は、企業価値に関する情報の無知を信憑性をもって主張できるとする。

かような設定では、情報獲得がない場合には投資者の信念は改訂されず、事前の期待値 $E(\hat{y}) = (\hat{y} + y)/2$ で危険中立的な投資者は企業を評価することになる。一方、経営者が情報を獲得すれば、よく知られた完全開示の結果、投資者の企業評価は y となる。このとき、次式のように、経営者は情報の非獲得へのコミットを事前³⁾に選好することが示される。

$$\begin{aligned} E(E(\hat{y})) &= E(\hat{y}) > E(y - c^*) \\ &= E(\hat{y}) - c^* \end{aligned} \quad (2)$$

以上、本節では、単純な開示の理論モデルを用いて、開示関連コストの発生のタイミングが異なれば、経済的帰結たる経営者の開示行動も異なりうるとの理論の示唆を確認した。

3. 先行実験研究

開示の理論モデルは、実験経済学の手法を用いて、取扱い理論モデルを徐々に複雑なものとして1990年頃から検証されている。実験経済学の手法には、(i) 開示対象たる私的情報のタイプ、(ii) 経営者および投資者が各時点で選択可能な行動、および(iii) 両者の経済的インセンティブについて、実験の設定として規定かつ統制したうえで行動データを収集できるという、方法論に固有の優位性があるためである。経営者および投資者の戦略的相互作用の帰結を論点とする先行実験研究のレビューは、上枝(2002, 121-129)にあるため、本稿と関連するChow *et al.* (1996) およびKing and Wallin (1995) を取り上げる。

Chow *et al.* (1996) は、2.1節の情報伝達モデルを検証している。彼らの実験市場は1経営者および3投資者の計4名の参加者からなり、 $[0, 1, \dots, 200]$ の離散型一様分布から無作為抽出の清算価値を購入投資者に期末に支払う1資産が取引される。情報伝達コストは20であり、取引は第1価格封印入札で行われる。経営者は最高の付け値(=価格)から情報伝達コストを差し引いた額、最高の付け値の投資者は清算価値から当該付け値を差し引いた額が純利得である。すなわち、3投資者は資本市場を構成し、経営者となる参加者は、自社の市場価格を最大化すべく意思決定する。このとき、2.1節の(1)式から閾値40を超える清算価値の経営者は開示が予測される。彼らの実験市場では、しかしながら、複数実施された市場取引の最終盤から取られた検定期間のうち37.5%の

機会のみで開示はなされ、コストを負担しても閾値を超える企業価値を100%開示するとの理論の予測を反駁する結果を得ている。UT(2003)では、彼らを含む先行研究の実験の実施、デザインおよび解釈に疑念を呈し、開示関連コストがなく完全開示を予測する理論モデルを既に検証し、起こりうる最悪の状況以外は開示されるという意味で、理論の予測に沿った実験結果を得ている。しかしながら、Chow *et al.* (1996) 実験の主たる問題点は、例えば、(i) 低い報酬額および決定による差が出にくいデザイン（投資者（経営者）役を担った参加者は、3時間のセッションで平均\$7.76（\$13.84）を獲得し、報酬額の標準偏差は\$10.53（\$0.85）であった）、および(ii) 実験インストラクションの説明の不徹底といえる。特に後者は問題であり、企業価値の実現値が各期に無作為に抽出され、期間毎の関連は全くない事実を理解できない参加者が存在したとされるChow *et al.* 1996, 146-147。本稿では、現在の標準たる「参加者の機会費用を若干上回る額」を考えた実験報酬の支払いに配慮し、かつ、(ii) の問題に対しては、ビンゴ籠からの球の抽出による商品価値の決定を全参加者に見せて無作為性を理解させるなど、先行研究を拡張・修正した手続改訂を実施している。よって本稿の一つの目的は、自らが適切と考える上記の実験デザインを用いた、先行するChow *et al.* (1996) の情報伝達コストのあるモデルの実験の追試の報告にある。

King and Wallin(1995)は、Wagenhofer(1990)の理論モデルに基づく実験結果を報告する。理論モデルは、対抗者（opponent）の存在を新たに仮定し、ある閾値 k を超える高い企業価値の実現との信念が形成されるといつでも、超過利益を読み取って対抗者が介入する結果、経営者の利得から一定の所有者（proprietary）コストが差し引かれるものへと変形された。以降の議論は2.2節

と同じであり、所有者コストは死荷重損失であるため、情報の欠如を信憑性をもって主張可能であれば、企業価値の実現値を知らないことで経営者は**事前**の期待利得を高められる。彼らの実験市場（T）では、企業価値の実現値を観察しない決定をすれば、所有者コストを**間接的に**回避しうるデザインが採用された。本稿2.2節のモデルとは相違し、ただし、情報を獲得する**直接**のコストはなかったことに注意されたい。しかしながら、経営者となった32人の参加者は、実験後半の期間に平均86.3%の頻度で情報を獲得し、うち23人の経営者は全ての機会を獲得することを選択した。

King and Wallin (1995) 実験の、情報を知ることによる**間接的な**コストを参加者が明確に認識しなかったとの知見は、情報を獲得する行動自体に**直接**のコストを課すことの開示行動への影響を本稿で調べる理由である。すなわち、2.2節の情報獲得コスト・モデルの検証は、先行研究の結果を受けて、本研究独自の実験の操作として加えたものといえる。

4. 実験手続および仮説

4.1. 市場環境および実験デザイン³⁾

実験市場の参加者たちのタスクは、仮想の商品売買であった。各市場では、4人の参加者が、1人の売り手および3人の買い手の役割を担った。買い手たちに販売する1単位の商品を売り手は各期に賦存され、商品の品質は全参加者に共通知識の離散型一様分布[25, 50, 75, 100, 125, 150, 175]から無作為に引き出された。売り手による品質の調査（あれば）およびメッセージ送付の決定を受け、商品を購入すべく買い手たちは付け値を提出した。第1価格封印入札の取引機構を用い、全市場参加者の富の決定がなされた。

実験では二つの操作がなされた。第一に、2.1

節の情報伝達モデルの検証のため、商品品質の信憑性のあるメッセージを送付する場合には、売り手は一定の**通知費用**15を負担する市場を設けた。これに対して、2.2節の情報獲得モデル検証する市場では、一定の**観察費用**15をかけた調査を選択しない限り、売り手は商品の品質を知りえないものとした。

4.2. 実験市場の実施

実験は2003年1月に大阪大学でなされ、学生28人が参加した。教室に到着した参加者は入り口で座席を決めるくじを引き、実験市場の役割へと無作為に割り当てられた。座席には、実験指示書および利得計算用紙など実験マテリアルの入った封筒が用意され、他の参加者の意思決定が見えない工夫がなされた。全員が着席すると、実験のタスク、取引ルールおよび報酬の決定方法などの理解のため、インストラクションに時間をかけた。各取引期間の商品売買取引の流れは、以下(i)～(iv)である。

- (i) その期の商品の品質が前述の分布にしたがって、ビンゴ籠からの球の抽出で決定された。2.1節の情報伝達コスト・モデルの検証では、決定した品質は売り手に通知された一方、2.2節の情報獲得コスト・モデルの検証では、品質を観察すれば売り手は商品価値を正確に知ることができる反面、15という**観察費用**が伴った。
- (ii) 売り手は、モデルの仮定および①の決定に従い、買い手にメッセージを送付した。なお、情報伝達コストのある市場では、メッセージ送付すると15の**通知費用**が伴った。
- (iii) 買い手は、商品を評価し、ゼロ以上199以下の整数の付け値を書面で提出した。
- (iv) 3人のうち最高の付け値の買い手が商品を購入し、売り手に付け値額を支払った。

各取引期間の利得は以下である（単位は円、購入しなかった買い手の利得は±0）。

売り手： $\text{取引利益} = \text{買い手から受け取った額} - \text{開示関連費用}$
 （0または15）

購入した買い手： $\text{取引利益} = \text{商品の品質} + \text{個人的な価値} - \text{自らの支払額}$

個人的な価値とは、いわゆるオークションの私的価値であり、買い手毎に各期 $[0, 1, \dots, 24]$ の離散型一様分布から無作為に決定した。なお、UT(2003)からの手続の改訂点は、以下である。

同一の取引の反復からデータ収集したが、参加者にゲームの終点を知らせる影響を考慮し、18取引期間を超えて取引が実施される確率を箱からのボール抽出によって各期 $1/3$ とすることで緩和した。さらに、売り手および市場（3人の買い手）の組み合わせは、情報伝達コストのある市場では6期ごと、情報獲得コストのある市場では4期ごと（最終の4番目の組み合わせは6期）、かつ共に19期以降は毎回変更することにした。これら二つの改訂は、理論モデルの1回限りのゲームの設定に可能な限り近づけるためである。全期間の取引利益の合計が大きいほどより多くの報酬を支払うことで、参加者に経済的インセンティブを与え⁴⁾、2.5時間弱の実験報酬の平均は、4,326.35（最高5,174/最低3,672）円だった。

4.3. 実験の仮説

4.3.1. 情報伝達コストのある市場

情報伝達コストのある市場では、正確な商品の品質の信憑性のあるメッセージを送付すると、15の**通知費用**が売り手の取引利益を減少する。このとき、理論的閾値 \hat{y} は $55 (= 25 + 2 \times 15)$ と計算されるため、離散型の一様分布 $[25, 50, 75, 100, 125, 150, 175]$ について、2.1節の

理論モデルの分析の示唆から以下の実験の仮説が導かれる。

仮説 1：情報伝達コストのある市場の売り手は、商品の品質の実現値25および50を買い手に通知しない一方、他の起こりうる実現値は通知費用15をかけてメッセージを送付する（すなわち $ND \in [25, 50]$ 、かつ $D \in [75, 1, 00, 125, 150, 175]$ ）。

4.3.2. 情報獲得コストのある市場

情報獲得コストのある市場では、商品の品質の実現値を通知されない場合、**観察費用**を回避できることから売り手の期待利得は最大となる。このため、2.2節の理論モデルからの示唆は、以下の実験の仮説を導くことになる。

仮説 2：情報獲得コストのある市場の売り手は、商品の品質を知らないことを選択し、**観察費用**15の負担を回避する。

5. 実験結果

5.1. 情報伝達コストのある市場

情報伝達コストのある市場では、全18期を通じて61.1%、同じ売り手および市場の組み合わせの

後半（4-6、10-12および16-18期）では62.9%の頻度で商品品質の伝達があった。比率の検定では、開示比率が71.4%（5/7）であるとの仮説は棄却されない（二項検定で $p = 0.066$ 、正規近似では $p = 0.063$ ）。開示比率は、情報伝達コストのない市場（UT 2003）後半の77.5%と比べて低く、理論が予測する方向であったものの、比率の差は統計的に有意ではない（全期間および後半について、それぞれ $\chi^2 = 0.83$ および $\chi^2 = 1.67$ であり、共に $p > 0.1$ ）。仮説 1 は、しかし、開示/非開示は商品品質の実現値に依存すると予測する。

図 2 は、商品品質の実現値毎の開示比率を示し、実現値が高いほど開示比率が上昇する傾向を読み取れる。しかしながら、UT（2003）と比べ、情報伝達コストがある場合、50、75および100という実現値の開示比率は低く、取引期間の後半でも同様であった。

一方、商品の品質の実現値の開示がなされない場合、買い手たちは平均35.5（以下全て、私的価値を調整済）の付け値を提出し、情報伝達コストのなかったUT（2003）の結果35.2との差は殆どない。商品の品質の実現値75の開示がなされた場合、付け値平均は63.7であり、情報伝達コスト（実験では、**通知費用**）15を差し引いても、より高い評価を売り手は獲得できたことになる（ $t = 2.51$ 、 $p = 0.014$ で統計的な有意差有）。

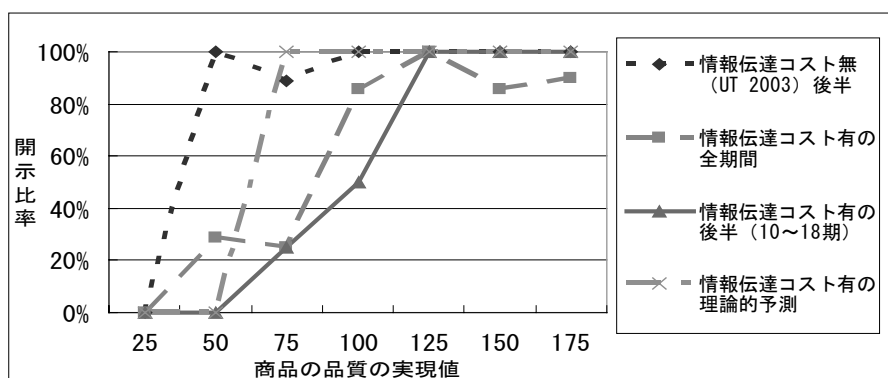


図 2. 商品の品質の実現値毎の開示比率

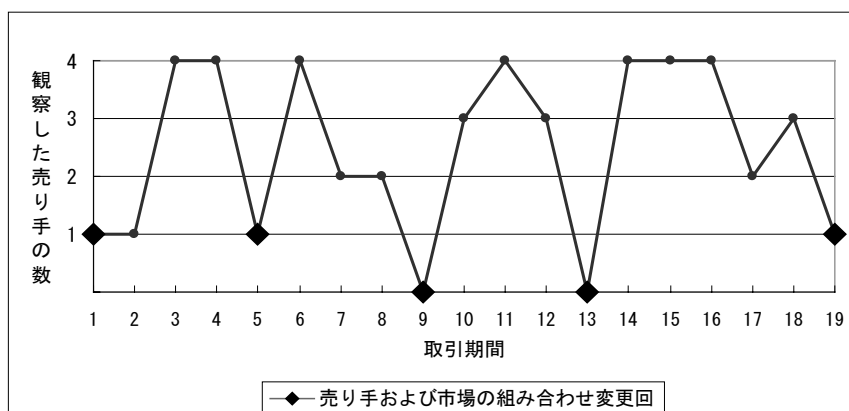


図3. 情報獲得コストのある市場の取引期間毎の観察者数

以上を総合すると、本実験の売り手は、情報伝達にかかるコストを理論の予測および市場の実情と比べ、高くつくものと認識したようである。情報伝達コストを過大に捉える傾向は、**仮説1**の予測を反駁する結果を導くのみではなく、買い手たちの推論と首尾一貫しないのもであり、結果的に売り手の利得を減少していた。

5.2. 情報獲得コストのある市場

情報獲得コストのある市場では、取引期間を通じて61.8% (=47/76) の頻度で商品品質のコストをかけた観察が存在した。当該頻度は予測された0%とは大きく乖離して有意に高く(比率差の検定)、**仮説2**と首尾一貫しない。なお、情報伝達コストのある市場と同じく、情報獲得コストの存在は情報開示の頻度を低下させたが、開示関連コストのない市場(UT 2003)との差は統計的に有意ではない。われわれは次に、商品の品質を**観察**費用をかけて観察することを選択した売り手の人数について取引期間毎に調査した。

図3から読み取りうるのは、売り手および市場の組み合わせの変更回にあたる◆印の期間でのみ、4人の売り手のうち1名以下が商品の品質を観察したことである。15% (= 3 / 20) の観察で

あった◆印の期間を除けば、情報獲得の頻度は78.6% (=44/56) となる。原因を探るべく、買い手の値付け行動を分析した。情報獲得された場合の買い手の付け値の平均が97.5だったのに対して、情報獲得のない場合の付け値の平均は58.4であった。情報獲得コスト15調整後の両者の差は、統計的に有意であり($t = 4.98$, $p < 0.01$)、情報獲得のない場合、買い手は分布の**事前**平均100を下回って評価したといえる。

したがって、売り手が選択したいのは非観察であったが、不確実性への買い手の割引率は大きく、情報獲得コストを費消してなお商品品質を観察せざるをえなかったといえる。先行実験のKing and Wallin (1995)では、情報のない場合、買い手は期待値\$2,005から平均¢12.8小さい付け値を提出するのみであった(このとき $p > 0.4$, *Ibid.* 160)ことから、本実験の買い手たちの危険回避の程度は非常に大きかったといえる⁵⁾。

6. 要約および議論

本稿は、開示関連コストが存在するもとでの経営者(売り手)の情報開示および投資者(買い手)の推論の戦略を調査する実験市場の結果を報告し

た。開示関連コストは、(i) 事後的な情報伝達コスト、および、(ii) 事前の情報獲得コストに二分類された。実験市場の実施の概要は、開示関連コストのない環境を調べたUT (2003) を基本的に踏襲した。

主要な結果は以下の通りである。売り手は、開示関連コストを理論の予測および実験市場の実状と比較して高くつくものと認識し、買い手への情報有用な開示の頻度を低下させた。しかし、開示関連コストのタイプにより、両市場の詳細は相違する。(i) 情報伝達コストのある市場では、理論的な閾値を超過するため開示が予測される商品品質について、売り手は自らの利得を犠牲にしても非開示を選択することがあった。これに対し、(ii) 情報獲得コストのある市場では、情報に通じないことを売り手は選好したが、買い手側が示した危険回避の程度は大きく、情報獲得コストを負担してなお商品の価値を知ることを強いられた。ただし、実施された市場の総数の少なさ、および任意の実験研究に固有の方法論上の制約のため、結果の解釈には慎重を要する。なお、私的価値のあるオークションを用いたため、実験市場全体の資源配分の効率性も併せて分析したが、報告すべき特段の知見は得ていない。

将来研究には、二つの方向性が存在する。一つは、現実世界に即したより豊かな開示環境を検証するものである。例えば、理論モデルは、一定ではなく変動する内生的な開示関連コスト、誤差項の精度で定義される私的情報の質、投資者の洗練の程度などの要因を扱い、あるいは本実験の設定に加えて第三の利害関係者（競合他社ないし監査人など）をプレーヤーとしてモデルに組み込んで展開してきている。実験経済学的手法は、これら理論研究の発展に貢献する潜在力を有している。もう一つの拡張の方向は、先行研究と比較した買い手（投資者）側の過大な危険回避の傾向に対応

して、将来の不確実性を減少する情報の価値をいかに評価するかを問うものである。このため、実験経済学のいわゆる「情報の市場（market for information）」（例えば、Sunder (1995, 461-464) 参照）および心理学理論を基盤とする行動科学ないし行動会計学といった、他の研究分野の方法および知見の本論点への適用可能性を考察しているところである。例えば、前者との関連では、商品を購入する買い手に開示関連コストの一部を負担させる操作の結果への影響の分析がある。さらに、本研究の追試実験も有用であり、その際には、一市場の買い手数の増員、市場内の役割の完全なローテーションの実施および第2価格封印入札制度への報酬決定方法の変更など、参加者の真の選好により近似する行動を一般に誘発可能とされる更なる実験手続の改訂が考えられる。

《注》

- 1) 当該コストの解釈は、例えば、Christensen and Feltham (2002, 511) は「経営者のメッセージを立証および伝達するコスト」とする。
- 2) 当該コストは、企業価値の実現値を知るために費消される経営資源であると考えうる。これには、会計情報システムの構築にかかるものも含まれる（例えば、Verrecchia (1990) 参照）。
- 3) 実験の設定および用語は、参加者の心理的なバイアス回避の要請のため、一般的なものに変換した。
- 4) 具体的には、売り手の取引利益の合計は2倍、買い手の取引利益の合計は4倍され、実施期間数に応じた参加報酬が情報伝達【獲得】コストのある市場において、売り手に40【60】、買い手には110【120】だけ与えられ、かつ買い手のみに予算2,000が賦存された。
- 5) 実験参加者の危険に対する態度は、古くから実験経済学の論点の一つであり、膨大な蓄積が存在する（Friedman and Sunder (1993, 44-47) など参照）ものの、われわれの知る限り、確固たる結論は現在に至るまで得られていないようである。本研究では、実験経済学で一般的な、いわゆるSmith (1982, 931-935) の「価値誘発理論 (induced value theory)」に基づく実験報酬デザインによって参加者のインセンティブを引き出すのみで、危険回避度を直接には測定していない。

《参考文献》

- Albrecht, W. S., Sack, R. J., 2000. Accounting Education: Charting the Course through a Perilous Future. Accounting Education Series 16, American Accounting Association, Sarasota, FL.
- Chow, C. W., K. Haddad, Hirst, M., 1996. An Experimental Market's Investigation of Discretionary Financial Disclosure, ABACUS 32, 133-152.
- Christensen, P. O., Feltham, G. A., 2002. Economics of Accounting — Information in Markets. Kluwer Academic Publishers, Norwell, MS.
- Elliott, R. K., Jacobson, P. D., 1994. Costs and Benefits of Business Information Disclosure. Accounting Horizons 8, 80-96.
- Friedman, D., Sunder, S., 1994. Experimental Methods: A Primer for Economists. Cambridge University Press, New York, NY.
- Grossman, S. J., 1981. The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality. Journal of Law and Economics 24, 461-483.
- Jovanovic, B., 1982. Truthful Disclosure of Information. Bell Journal of Economics 13, 36-44.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., Warfield, T. D., 2004. Intermediate Accounting: 11th Edition. John Wiley & Sons, New York, NY.
- King, R. R., Wallin, D. E., 1995. Experimental Tests of Disclosure with an Opponent. Journal of Accounting and Economics 19, 139-167.
- Matthews, S., Postlewaite, A., 1985. Quality Testing and Disclosure. Rand Journal of Economics 16, 328-340.
- Milgrom, P. R., 1981. Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications. Bell Journal of Economics 12, 380-381.
- Shavell, S., 1994. Acquisition and Disclosure of Information Prior to Sale. RAND Journal of Economics 25, 20-36.
- 柴健次・伊藤美幸, 2000. 「日本企業のディスクロージャー行動」『経理情報』第915号, 34-38.
- Smith, V. L., 1982. Microeconomic Systems as an Experimental Science. American Economic Review 72, 923-955.
- 須田一幸・鈴木一水, 2004. 「中小会社のディスクロージャーと監査—アンケート結果の分析—」『ディスクロージャー・フォーラム』第5号, 1-16.
- Sunder, S. 1995. Experimental Asset Markets: A Survey. In: Kagel, J., Roth, A. E. (Eds.), The Handbook of Experimental Economics. Princeton University Press, Princeton, NJ, 445-500.
- 上枝正幸, 2002. 「会計学における実験研究—方法論と開示関連文献のサーベイ」『大阪大学経済学』第52巻第2号, 109-136.
- 上枝正幸, 2005. 「裁量に基づく経営者の情報開示—理論モデルのレビュー—」『名古屋商科大学論集』第49巻第5号, 71-106.
- Ueeda, M., Takao, H., 2003. Voluntary Disclosure with or without an Antifraud Rule: An Experimental Study. Journal of Management Accounting, Japan 11, 25-41.
- Verrecchia, R. E., 1983. Discretionary Disclosure. Journal of Accounting and Economics 5, 179-194.
- Verrecchia, R. E., 1990. Information Quality and Discretionary Disclosure. Journal of Accounting and Economics 12, 365-380.
- Verrecchia, R. E., 2001. Essays on Disclosure. Journal of Accounting and Economics 32, 97-180.
- Wagenhofer, A., 1990. Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent. Journal of Accounting and Economics 12, 341-363.