

会計情報の Fair Disclosure と投資家感情の揺らぎ

——会計情報を共有化すると投資家の怒りは増幅するか——

田 口 聡 志

I 問題意識 ——証券市場における投資家の感情と企業会計——

II 感情と投資意思決定 ——先行研究のサーベイ——

III 証券市場と感情

IV 企業会計の役割と投資家感情の揺らぎ

V まとめと今後の展望

I 問題意識 ——証券市場における投資家の感情と企業会計——

本稿は、別稿に予定している実験研究の前提として、感情と意思決定との関係に係る先行研究を整理し、感情が証券市場における投資家の意思決定に与える影響について検討するとともに、投資家の感情の存在を明示的に想定した場合の企業会計の役割ないし制度設計上の留意点について検討することを目的とするものである。

人間の意思決定は、いつでも理性的になされるというわけではなく、時には感情が大きく左右することもある。たとえば、日常生活においても、何かを決めようとする際に、不安や恐怖、喜び、悲しみ、嫉妬、羨望、後悔などといった感情が、当該意思決定に大きく影響するということがしばしば観察される。この点に着目して、たとえば心理学や消費者行動論、実験経済学などの領域においては、感情を考慮した意思決定理論の構築がなされてきている (Chaudhuri (2006), Loewenstein and Lerner (2003), Camerer et al. (2005) 等)。また、伝統的には、感情の存在は、もっぱら意思決定者の非合理的な意思決定とのみ関連しているように取り扱われてきたのであるが、近年の神経科学ないし神経経済学における研究においては、むしろ、感情が意思決定者の合理的な意思決定とも大きく影響しているということが明らかにされてきている (Damasio (1994), Kahneman (2003), 長瀬 (2008), モース (2006) 等)。このように、感情と意思決定の関係は、近年、分野を超えて大きく注目されてきているといえる。

しかしながら、証券市場における投資家の意思決定に係る研究を概観してみると、実は、感情を明示的に取り扱う研究はあまり存在しないように思われる。すなわち、これまでの証券市場における投資家行動に係る研究においては、投資家の意思決定バイアスの存在自体については、行動ファイナンスと呼ばれる研究領域において数々の検証がな

されてきた¹。しかしながら、これらのバイアスの背後に存在するかもしれない感情およびそれと投資意思決定との関係については、これまであまり明示的に検討されることはなかったように思われる。また同様に、そのような感情を加味した投資意思決定と企業会計との関係に係る研究も、これまであまり存在しなかったように思われる。

しかしながら、実際の証券市場を観察してみると、様々なプレイヤーが様々な意図を持って意思決定を行っており、特に投資家行動に着目すると、ときには投資家の感情的な意思決定により、証券価格が大きく揺らいだり、またそのような揺らぎが、更にはバブルの生成・崩壊などといった証券市場の不安定性へと発展してしまい、証券市場全体としては望ましくない結果へと陥ってしまう危険性もある (Shiller (2000))。そして、証券市場におけるこのような不安定性を解消するには、投資家の感情と意思決定の関係を分析し、また、それらを上手くコントロールするような企業会計のメカニズム・デザインを図ることがひとつ重要となろう。

ここで、たとえば、企業会計の重要な役割のひとつとしては、証券市場における意思決定支援機能と呼ばれるものが一般的には挙げられる (須田 (2000)²)。これは、証券市場におけるアドバース・セレクション (Akerlof (1970)) を解消するため、企業の品質に係る情報を、全ての投資家にくまなく周知させ、市場における情報の非対称性を解消するような会計情報の機能をいう (須田 (2000, 第1章)³)。

このように、会計情報の共有化は、一般的には必要不可欠なものとされているが、投資家の感情を考慮に入れた場合、それは本当に妥当なのだろうか。先の証券市場の不安定性との関連で言えば、その方向性は大きくは2つある。

まず第1の考えは、会計情報の共有化が、投資家の「安心」へとつながり (「安心仮説」)、そのような市場の不安定性を解消する役割を有する可能性である。この場合、会計情報は、証券市場における全ての投資家のレファレンス・ポイントとなり、全ての投資家のいわば「安心装置」として機能することとなる。このように考えると、会計情報を市場参加者全員で共有することには、一定の意義があるといえるだろう。他方、第2は、会計情報の共有化が、逆に投資家の感情、特にネガティブな感情を増幅させること

1 何らかの感情がその背後にあると思われる投資家の心理バイアスとしては、たとえば自信過剰 (over confidence) や近視眼的損失回避 (myopic loss aversion)、ないし、双曲型割引 (hyperbolic discounting model) などが挙げられるかもしれない。なお、これらを含めた行動ファイナンスの知見については、Hirshleifer (2001), Shefrin (2002), Shiller (2000), Shleifer (2000), 加藤 (2003), 城下 (2002), 多田 (2003) などを参照。

2 なお、石川 (2006) は、このような会計を「投資判断の会計」と呼んでいる。

3 なお、意思決定支援機能については、一般的には、①経営者と投資家との間の情報の非対称性を解消するという議論と、②複数投資家間の情報格差を解消するという議論との2つの意味合いがこめられる場合があるようである。厳密には、前者のみがアドバース・セレクション解消の問題に関係し、後者の議論は、会計情報を投資家間の共有知識とするか否か (公的情報か、私的情報か) という Fair Disclosure の問題である。この点については後述する。

で(「ネガティブ感情増幅仮説」),証券価格を不安定にさせるかもしれないという可能性である。この場合,会計情報を共有化することは,必ずしも妥当ではないということになるかもしれない。

しかしながら,このような投資家の感情と会計情報との関連を検討した研究は,これまで皆無であるため,この点をヨリ掘り下げて検討する必要がある⁴。

そこで本稿では,①証券市場における投資意思決定において感情が与える影響について検討するとともに,②投資家の感情の存在を明示的に想定した場合の企業会計の役割ないし制度設計上の留意点について検討していくことにしたい。

まず,第Ⅱ節では,感情と投資意思決定の関係に係る先行研究を概観する。それを承けるかたちで,第Ⅲ節では,証券市場における投資家の感情の問題と,それに係る企業会計の役立ちについて論点整理を行う。そして第Ⅳ節では,第Ⅲ節までの論点整理を承けて,投資家の感情と企業会計の役割について,考えられる2つの可能性を提示する。最後に第Ⅴ節では,本稿の纏めと今後の展望を示したい。

Ⅱ 感情と投資意思決定 ——先行研究のサーベイ——

第Ⅱ節では,証券市場における感情と投資意思決定の関係,およびそれらと会計情報との関係に係る先行研究をサーベイすることにしたい。なお,感情の定義や感情の分類については,多くの先行研究が存在する⁵し,またこれを表す用語としても,英語では, affect, feeling, emotion, moods などが,また日本語でも感情,情動,気分,情操,情熱など数多くのものが存在する。しかし本稿では,当面の問題意識から,特に用語面ではこれらを厳密に区別せず,包括的な概念として単に「感情」と表現する。

まずⅡ-1では,議論の大前提として,心理学や意思決定理論等他の領域における感情と意思決定に係る先行研究のサーベイを行い,Ⅱ-2では,証券市場における投資家の意思決定と感情の関係に係る先行研究のサーベイを行う。そしてⅡ-3では,会計の領域における感情に係る先行研究をサーベイし,それらを承けるかたちでⅡ-4では小括を行う。

Ⅱ-1 感情と意思決定に係る先行研究のサーベイ

まず以下の議論の大前提として,感情と意思決定に係る他領域における先行研究をサ

4 この点について,たとえば,行動会計学に係る包括的文献である Bonner (2008) も,「行動会計学の領域において感情が与える影響についての研究は新しく,かつまだ誰も手を付けていない領域である」(p. 92)と述べている。

5 この点についての包括的な議論やサーベイとしては,たとえば須永 (2005) や, Loewenstein and Lerner (2003) などを参照されたい。

ーベイする。具体的には、感情と意思決定の関係についての研究が進んでいる心理学、消費者行動論、脳科学（神経科学）、神経経済学、実験経済学および実験ゲーム理論といった分野を取り上げる。

II-1-1 心理学、消費者行動論における感情研究

感情と意思決定の問題は、特に心理学や消費者行動論において、特に進展してきた（この点についての歴史的変遷や詳細な論点整理は、Chaudhuri（2006）、Loewenstein and Lerner（2003）、コーネリアス（斎藤監訳）（1999）、杉本編（1997）、濱・鈴木・濱（2001）、高橋・谷口編（2002）、須永（2005）、田中・清水編（2006）、北村・木村編（2006）、藤田編（2007）、鈴木編（2007）、ないし、松江編（2007）等を参照）。

須永（2005）は、消費者行動論における感情と意思決定プロセスの關係に係る包括的なサーベイを行う中で、感情が意思決定に与える影響を考えるに当たっては、（1）感情がポジティブなものか否か、という軸だけではなく、（2）感情の源泉や、（3）意思決定問題に対する消費者の関与水準、および（4）消費者の覚醒水準という軸も考える必要があるという。以下、須永（2005）のサーベイをもとにこれらを整理してみよう。

まず、（1）感情がポジティブなものか否かという軸だけを用いて整理すると、ポジティブな感情のときは、表面的で簡便なヒューリスティック型の意思決定がなされ、他方、ネガティブな感情の時には、分析的で精緻化されたシステマティック型の意思決定がなされやすいという。これは、たとえば Schwarz（1990）の「感情情報機能（feeling as information）」や、Bower（1981）の「感情ネットワーク理論」ないし「気分一致効果（mood congruent effect）」などがその根拠とされる。まず、Schwarz（1990）によれば、感情状態が環境の完全性を示すシグナルとして考えられるという。よって、ポジティブな感情は環境が安全であることのシグナルとして機能し、その結果、簡便で思い切ったヒューリスティック型の意思決定が採用されやすくなるし、また他方、ネガティブ感情のときは逆に環境が危険であるとのシグナルとして機能し、その結果、分析的で慎重な意思決定が採用されやすくなるという。また、Bower（1981）によれば、（a）ポジティブな（ネガティブな）感情とポジティブな（ネガティブな）記憶が結びついており（気分一致効果）、かつ、（b）それらと意思決定とがネットワークに関連しているという（感情ネットワーク理論）。まず、（a）感情と記憶についていえば、ポジティブな感情の時はポジティブな感情をもつ内容が記憶されやすく、また想起されやすいし、また他方、ネガティブな感情の時はネガティブな感情を持つ内容が記憶されやすく、また想起されやすい（気分一致効果）。そして、感情と記憶とが結びついていて考えるならば、（b）あるポジティブな（またはネガティブな）感情が想起されている時には特定のポジティブな（またはネガティブな）記憶が想起されやすくなるため、そのポジティブ（またはネガティブな）記憶が意思決定にも影響し、バイアスがかかった意思決定がな

されることになる。具体的には、たとえば楽しい感情の時は楽しい記憶が想起され、そのことにより意思決定もスムーズに、簡潔になされることになる。以上のように、まず(1)感情がポジティブか否かという視点が、意思決定に大きく影響しているということが、多くの先行研究で示唆されているのである。

但し、特にネガティブ感情については、いつも慎重な意思決定がなされるかということそうでもなく、更に(2)感情の源泉によっても意思決定方略は変わりうるという。ここで感情の源泉とは、その感情が何処から想起されるかというものであり、意思決定の対象自体が源となって生じる感情を関連感情、他方、意思決定の対象から独立した原因によって生じる感情を無関連感情という(須永(2005, pp. 125-126))。たとえば、意思決定問題が複雑であり、そのことからイライラするという不快な感情が想起されるのであれば、それは関連感情となる。また他方、意思決定の最中に、部屋の芳香剤のいい香りで喜びや安心という感情が想起されるのであれば、それは、意思決定そのものから生じる感情ではないので無関連感情となる。これらと意思決定の関係について考えてみると、まず前者の関連感情は、主に意思決定の選択肢数や属性数などの増加によって課題の複雑性が増すことによって、認知負荷が高まることが主な原因で生じるものであるから、その多くは不快感などネガティブ感情と結びつき、またこの場合、意思決定者は認知的労力のかからない簡便な意思決定方略を採用しやすくなる(Bettman et al. (1998))。他方、無関連感情は、ポジティブ・ネガティブ感情どちらとも結びつき、(1)の原則どおりの意思決定と結びつく。つまり、(1)(2)を纏めると次のようになる。すなわち、ポジティブ感情であれば簡便な意思決定がなされ((1)の視点)、他方、ネガティブ感情の時は、一方、関連感情であれば簡便な意思決定がなされ((2)の視点)、他方、無関連感情であれば分析的で精緻化された意思決定がなされる((1)の視点)ということになる。

次に、(3)意思決定問題に対する消費者の関与水準も、感情と意思決定との関係に大きな影響を及ぼす。消費者の関与水準とは、直面している意思決定問題が、意思決定者にとって意義がある、興味深い、あるいは重要な課題であるかどうかという水準をいう(Isen(2001), 須永(2005, p. 126))。たとえば、意思決定の成否によって自らの報酬の⁷大小が決定するような状況であれば、それは関与水準が高いといえる。

この点について、例えば、秋山・竹村(1994)は、感情要因(ここでは無関連感情)と関与要因(報酬設定によりコントロール)の2要因による意思決定実験を行い、不快感感情かつ高関与の場合は、不快感で低関与の場合や中性感情で高関与の場合よりも決

6 意思決定方略ないし決定方略(decision strategy)とは、選択肢の評価及び選択肢の採択をどのような心的操作の系列で行うかについての方式をいう。竹村(2005, p. 98)参照。

7 よって、心理実験によって関与水準をコントロールする場合には、報酬の設定の仕方が重要なポイントとなる。

定に要する時間が長く、情報探索数が多く、また一度検討した情報を再検討する割合が増加することを明らかにした。これは、不快な感情でかつ自分に関係する意思決定であれば、ヨリ慎重に物事を考えようとする人間の行動を明らかにしたものであり、その結論は直感とも整合するものであるといえる。

また、(4) 消費者の覚醒水準 (arousal) という軸も、感情と意思決定との関係を考えるに当たって重要なポイントとなるという。たとえば、高い覚醒水準を伴った感情が想起される場合には、認知の介入を抑制する働きが高まるため、意思決定に利用可能な認知的資源が少なくなり、その結果、単純化された意思決定方略が採用されやすくなるという (Lewinsohn and Mano (1993) 等)。よって、このような場合、企業の広告・ブランドなどに関しては、周辺的なメッセージ (推奨者が有名人であるかどうか) を前面に出したものが消費者にヨリ認知されやすくなるという (逆に、低いまたは中程度の覚醒水準を伴う感情が想起される場合は、中心的なメッセージ (論拠の強さ) を前面に出したものが消費者にヨリ認知されやすくなるという)。

以上、消費者行動論の分野では、感情と意思決定の問題を考えるに当たっては、(1) 感情がポジティブなものか否か、(2) 感情の源泉、(3) 意思決定問題に対する消費者の関与水準、および (4) 消費者の覚醒水準というものを考慮に入れる必要があるということが言われている。なお、この後の本稿の考察との関連で言えば、特に (1) (2) (3) が重要となる。

また、このほか、意思決定プロセスの時系列に関連させて感情を整理したものとしては、例えば、Loewenstein and Lerner (2003) がある。Loewenstein and Lerner (2003) によれば、感情は、意思決定との関連において大きく 2 つに分けることが出来るという。まず第 1 は予期感情 (expected emotions) であり、これはある意思決定を行った場合に想定される結果から予期される感情であり、意思決定に影響を与える。たとえば、ある人が、「明日、いやな仕事をしなければならない」と想像してネガティブな感情を抱いたとすると、当該感情は予期感情ということになる。このネガティブな感情は、たとえば「明日いやな仕事をするし、今日は一日ゴロゴロ寝て過ごそう」というかたちで、意思決定に影響を及ぼすかもしれない (なお、Loewenstein and Lerner (2003) は、このように、結果の期待や予期感情が意思決定に影響することを、間接効果と呼んでいる)。また第 2 は、現在感情 (immediate emotions) であり、これはある意思決定のときに感じている感情をいう。先の例で言うとするならば、たとえば実際に、次の日になり、その人がいやな仕事をしている最中にまさに感じる「いやな気持ち」のことである。このネガティブな感情は、たとえば、「この仕事はいやだから、ちょっと手を抜こう」というかたちで、意思決定に影響を及ぼすかもしれない (なお、Loewenstein and Lerner (2003) は、このように結果の期待や予期感情を介さずに、現在感情が直接的に意思決

定に影響することを、直接的効果と呼んでいる)。

また、この予期感情と現在感情の違いに着目した興味深い研究としては、Kermer et al. (2006) ⁸がある。すなわち、Kermer et al. (2006) らは、PC を用いたくじ引きゲーム実験により、お金を失うネガティブな感情について、予期感情と現在感情の強さを測定した。その結果、将来お金を失うことを想像して想起されるネガティブな感情（予期感情）のほうが、その後実際にゲームでお金を失ったことにより想起されるネガティブな感情（現在感情）よりも大きいことを示したのである。これは、証券市場における投資意思決定と関連付けて述べるとすると、たとえば、投資家の投資プロセスにおいて、結果を予想しネガティブになる感情と、その後実際に結果が出て（そして投資に失敗して）ネガティブになる感情とでは、前者のほうが大きいかもしれない、という仮説が成立し得るかも知れず、この点も重要なポイントといえるだろう。

II-1-2 脳科学（神経科学）・神経経済学・実験経済学・実験ゲーム理論における感情研究

次に、脳科学（神経科学）、神経経済学、実験経済学ないし実験ゲーム理論における感情と意思決定についての概要を把握することにする。^{11, 12, 13} 論点は2つある。第1は合理的意思決定と感情の関係、第2は他者の存在と感情の関係である。

まず第1の合理的意思決定との関係については、たとえば、Damasio (1994) のソマティック・マーカー仮説が重要となる。すなわち、一般的には、感情といえば、意思決定者の意思決定を歪ませてしまう（非合理的意思決定へと導いてしまう）ものとして位置づけられるのであるが、しかしながら、Damasio (1994) によれば、感情は、むしろ意思決定者の意思決定を支援する（合理的意思決定に資する）ものであるということが示されている（なお、この点については、モース (2006) や長瀬 (2008) らも参照）。

次に、第2の他者の存在との関係であるが、ここで他者との関係性における感情とは、たとえば、①他人に対する羨望や嫉妬など、他者の存在があつて初めて生じうる感情のほか、②他人の行動に対する喜びや不快感、他人と比べての後悔など、個人単体でも生じうるが、他人との関係性においても生じうる感情が挙げられる。Sanfey et al.

8 当該文献については、Rick and Loewenstein (2007) によるサーベイも参照されたい。

9 神経経済学 (neuroeconomics) については、例えば、Camerer, Loewenstein and Prelec (2005), Glimcher (2003), ないし、Glimcher and Rustichini (2004) 等を参照。

10 実験ゲーム理論については、Camerer (2003) のほか、ファイナンス理論や企業会計とのかかわりについても言及した田口 (2007) (2008) も参照。

11 感情の脳科学（神経科学）的な位置づけないし包括的整理については、ピネル (2005) に詳しい。また、脳科学（神経科学）におけるクオリアと感情との関係を論じた文献としては、例えば長瀬・柴田・美濃編 (2008) を参照。

12 感情の脳科学（神経科学）的な計量化については、たとえば小杉・小谷・武者利 (2006) を参照。

13 感情と意思決定の問題においては、期待効用最大化理論におけるベイズ・ルールをどのように捉えるかということも重要な論点となり得る。たとえば、感情の影響がベイズ的な信念改訂を妨げることを実験経済学的に検証した文献としては、たとえば Charness and Levin (2004) を参照。

(2003), および, 二本杉・西條 (2008) らは, 最後通牒ゲーム実験や公共財ゲーム実験により, 自分の利得を減じてまでも相手の利得を減らそうとするいわゆる「いじわる行動」を行っている時の人間の脳活動を f-MRI (機能的磁気共鳴画像法) や PET (ポジトロン断層撮影法) を用いて計測し, 右島皮質前部 (right anterior insula) という嫌悪感に関与している脳部位が活性化していることを明らかにした。これはつまり, 他者の図々しい行動に対する不快感や嫌悪感が, 人間の意思決定を (期待効用最大化という意味でいう) 合理的行動から乖離させることを示している。

また, Rilling et al. (2002) は, 繰り返し囚人のジレンマゲーム実験により, 対戦相手が人間の場合とコンピュータの場合とでは, 脳活動が異なることを示している。具体的には, まず, Rilling et al. (2002) は, 自分が「協力」を選んだ時に, 相手も「協力」を選ぶと, 線条体, 前帯状回皮質, 眼窩前皮質という報酬, 葛藤の調整, 感情を司る部位が活性化することを明らかにした。特に, 線条体と眼窩前皮質の活性化を鑑みると, 互酬的な協力行動は, 喜びの感情をもたらしといえる。そして, Rilling et al. (2002) は, 人間と対戦する場合と, コンピュータと対戦する場合とで, 脳活動が異なるかどうかを f-MRI により測定し (なお, いずれの場合も, 被験者には, 対戦相手が人間であるかコンピュータであるかを知らせている), その結果, 活動部位は同一であるものの, 人間が対戦相手となるほうが, 脳の活性化の度合いがより大きいことを示している。つまり, 端的に言えば, 人間相手のほうが喜びという感情も大きくなるということである。そして, このように考えると, 他者との関係性の中で想起される感情と, そうではなく個人単体で想起される感情とでは, その強さに変化が見られるということが理解出来る。この点は, 本稿の後の検討において考慮に入れておく必要がある^{14, 15, 16}だろう。

II-2 証券市場における投資意思決定と感情

次に, 証券市場における意思決定と感情との関係について, 先行研究をサーベイして

14 囚人のジレンマ (Prisoner's Dilemma) については, たとえば, Gibbons (1992, pp. 2-4) を参照。

15 他者との関係における感情について, 実験ゲーム理論の視点から包括的なサーベイを試みている文献としては, たとえば友野 (2006) がある。

16 なお, 本稿では直接的には取り扱わないが, 他者との関係という意味での感情については, たとえば以下の文献も参考になる。まず, 組織論における感情と意思決定については, 山崎 (2005) (2008) や金井・高橋 (2008) 等を参照。また, 政治経済学においては, この問題については, 価値感情や感情ハザードという概念が用いられ議論がなされている。この点については, 清水 (2006) やフランス・ファン・ヴィンデン (2007) 等を参照 (なお, 清水 (2006) については, 水戸・八島 (2007) に詳細な検討がある)。また, 感情の存在は明示的には取り扱われていないが, 暗に感情の存在を想定しているように思われる研究領域としては, 行動契約理論がある (伊藤 (2004) 等)。たとえば, 伊藤 (2004) においては, エイジェンシー理論におけるプレイヤーの効用関数の中に, 他者との利得の差異 (他人との差異の不効用関数) が取り込まれている。そして, 他者の利得との差異が広がれば広がるほど (そして自分のほうが小さければ小さいほど) 不効用がもたらされると仮定されている。つまり, 他人との差異を他者への羨望や嫉妬の代理変数として用いており, かつ, 羨望や嫉妬が不効用をもたらしとの前提に立っているものと思われ, この点 (明示的ではないものの), モデル上に (他者との関係性における) 感情を織り込んでいものと解することが出来る (なお, この行動契約理論に係る更なる分析については, 別稿で論じる予定である)。

みよう。

II-2-1 「天候晴朗ならば株高し」

まず、感情と意思決定の関係ということで、直感的に思いつくのは、投資家の何らかの喜びの感情が、投資意思決定に何らかのポジティブな効果をもたらすかもしれないということである。証券市場の問題に関連させて考えると、たとえば天気がよい日は投資家の気分もよく、株価も上昇するのではないか、という発想が生じる。そして、この疑問に答えた研究としては、たとえば Saunders (1993)、加藤 (2004) ないし加藤・高橋 (2004) がある。これらの研究は、天気が晴れの日、他の日に比べて株価も相対的に高くなるということを実証した。これは、人間の気分が株価とも大きく関連することを示唆しているといえる。

これらの研究は、投資家のポジティブな感情と株価との関係を取り扱ったものであるが、以下の3点に留意が必要である。まず、①ここで取り扱われているのは、先のII-1における消費者行動論における研究でいうところの無関連感情である。つまり、ここで暗に想定されている感情は、投資そのものからの生じるものではないという点に注意が必要である。また、②あくまで、個人単体で想起される感情（「天気⇒個人の感情⇒個人の意思決定⇒株価」）であり、他者との関連性の中で想起される感情ではない点にも留意しておく必要がある。また、③方法論としても、天気と株価との相関関係を実証的に検証したものに過ぎず、感情と投資意思決定との因果関係を直接的に検証したものではない点は留意しておく必要がある。

II-2-2 事前の感情の強さが投資リターンに与える影響

次に、投資意思決定と関係しそうなものとしては、感情の強さ (Affective reactivity (Larsen (2000) 等)) が挙げられるかもしれない。

この点に関連して、Seo and Barrett (2007) は、投資家の事前の感情の強さが投資リターンに与える影響について、インターネット実験を通じて検証している。具体的には、各被験者は、実験の前に自分の感情を0から4までの5段階の大きさでPC上で自己申告し、その後、仮想証券市場における投資実験に参加しそのパフォーマンスを競う。そのようなセッティングのもとで、Seo and Barrett (2007) は、感情の強さが投資リターンと大きく関連している（感情が強ければ強いほどプラスのリターン、弱ければ弱いほどマイナスのパフォーマンスとなる）ことを示している。また同時に、感情がポ

17 なお、Seo and Barrett (2007) において測定されている感情は以下の7タイプである。

- ①喜びの感情 (2つ) : happy and satisfied
- ②喜びでかつ活動的な感情 (5つ) : excited, joyful, enthusiastic, proud and interested
- ③活動的な (activated) 感情 (2つ) : aroused and surprised
- ④不快でかつ活動的な感情 (5つ) : irritated, afraid, angry, nervous and frustrated
- ⑤不快な感情 (2つ) : sad and disappointed
- ⑥不快でかつ非活動的な感情 (2つ) : depressed and tired
- ⑦喜びでかつ非活動的な感情 (2つ) : calm and relaxed.

ジティブか否かということは、投資結果には影響を及ぼさないということも示している。これは興味深い知見である。すなわち、一見すると、投資に当たってはネガティブな感情よりも、ポジティブな感情のほうがよりよい結果に繋がりそうである。たとえば、明るい気持ちで投資したほうが、暗い気持ちで投資するよりもよい結果を導きそうであるが、実はそうではなく、^{18, 19} ポジティブであれネガティブであれ、その感情の強さがリターンに影響しているのである。

但し、Seo and Barrett (2007) の研究については、以下の2点に留意が必要である。まず、①Seo and Barrett (2007) は、個人単体の意思決定問題における感情を取り扱っている点（つまり他者との関係性を踏まえていない）を留意しておく必要がある。また、②感情といえども、実験に参加する前の感情を取り扱っており、これは投資プロセスや投資結果における感情ではない（つまり、感情の源泉からすれば、無関連感情を取り扱っている）という点は注意を要する。つまり、投資意思決定中に投資意思決定そのものから感じるポジティブ・ネガティブ感情と投資パフォーマンスとの関係を検証したわけではないのである。本稿の問題意識からすると、後で述べるように、投資意思決定中に投資そのものから感じる関連感情の存在が重要となるため、この点は別途検討を行う必要があろう。

II-2-3 後悔と投資意思決定

証券市場における感情としては、このほかに後悔が挙げられるかもしれない。たとえば、「この株を買わなければよかった（のに買ってしまった）」とか、「あの株を買っていればよかった（のに買わなかった）」ということは、投資の場面においてよくある話である。

このような投資家の後悔に着目した理論としては、Regret Theory がある (Loomes and Sugden (1982), 井澤 (2006), Solnik (2006) 等)。

Loomes and Sugden (1982) は、伝統的な投資家の期待効用最大化モデルに、後悔概念を取り込んだ新しい効用関数を提唱している。ここで、 x を実際の結果、 y を予想していた結果とすると、後悔概念を取り込んだ投資家の効用関数 $U(x, y)$ は、伝統的な効用関数 $v(\cdot)$ と、後悔関数 $f(\cdot)$ により以下のように表現される。

$$U(x, y) = v(x) + f(v(x) - v(y))$$

18 なお、Seo and Barrett (2007) は、このほかに、感情を自分で統制し自覚する度合い（現在の感情を意識しその感情を統制する強さ (Emotion Differentiation (Feldman (1995), Barrett (1998), Barret et al. (2001) 等), affective influence regulation (Forgas (2000) 等)) と投資リターンとの関係性についても実験により検証している。そして、感情の自覚度合いが強ければ強いほど、よりポジティブな投資リターンへと繋がるということを示している。

19 また、このほか、Statman, Fisher and Anginer. (2008) は、Fama and French 型のマルチ・ファクター・モデルに感情要因を入れた実証モデル構築を示唆している。

ここで $v(x) - v(y)$ は、「実際の結果から得られる効用」と、「予想していた結果から得られたであろう（しかし実際には得られなかった）効用」との差分を示している。もし実際の結果から得られる効用よりも、予想していた結果から得られたであろう効用のほうが大きければ、要するに実際に採った選択肢は失敗だったということになり、この差分はマイナスになる。そしてこの差分が $f(\cdot)$ により後悔として表現されることになる。つまり、投資家の期待効用は、実際の結果から得られる効用そのものと、後悔との総和により求められることになるのである。

但し、Regret Theory で想定されている後悔は、どちらかという、個人単体の意思決定問題における後悔感情を取り扱っているように思われる。つまり、ここでの y は、あくまで自己が意思決定に際し棄却した選択肢から得られたであろう結果であり、よってここでの後悔は、あくまで自分が意思決定に直面した際に検討に挙がった選択肢間の差分となっている（機会概念）。逆に言えば、他者の得た結果との差分にはなっていない、つまり、他者との関係性の中で想定される後悔ではない、という点にはくれぐれも留意しておく必要がある。

II-3 会計分野における先行研究

次に、会計の領域において感情を取り扱っている先行研究を概観してみよう。²⁰

Kida et al. (1998) は、経営者の感情と意思決定の関係について実験的に検証を行っている。そして、経営者は、経営上の投資プロジェクト決定において、たとえ財務データを与えられたとしても感情に流された意思決定を行ってしまうということを示している。また、Kida et al. (2001)、および、Moreno et al. (2002) は、管理会計における資本予算 (Capital Budget) の問題における経営者の感情について、シナリオを用いた実験による検証を行っている。そして、経営者は資本予算形成にあたり、感情に流された意思決定を行ってしまうということを示している。

以上のように、会計の領域における先行研究では、特に管理会計における経営者の意思決定問題の文脈での検討がなされている。しかしながら、投資家行動と企業会計との関係における感情について検討した研究は皆無であり、この点、検討を進める必要がある。²¹

II-4 小括

以上、感情と意思決定に係る先行研究を概観したが、特に証券市場における投資家の

20 本節の以下のサーベイは、主に Bonner (2008, pp. 89-93) を参考にした。

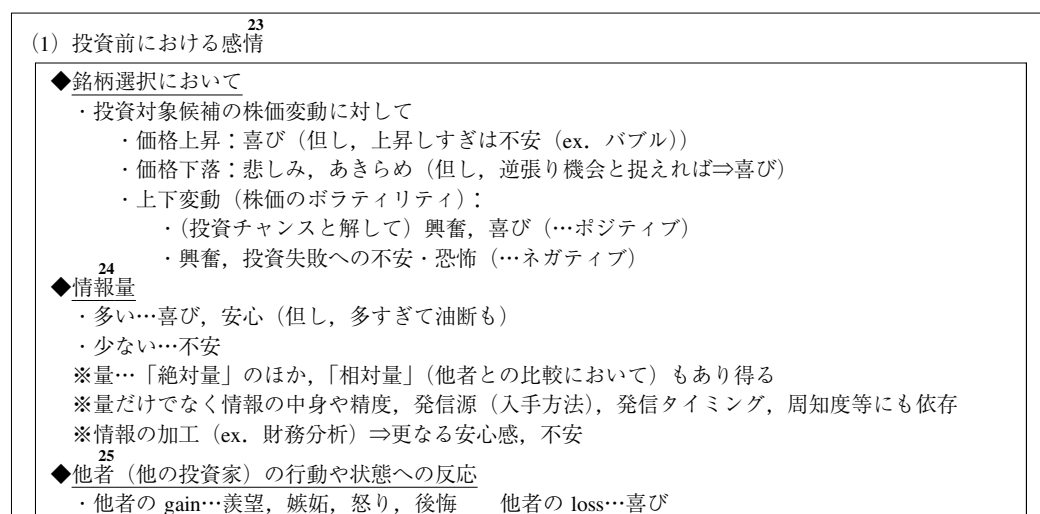
21 なお、本稿では監査論における感情研究は取り扱わないものとする。監査論における監査人の感情と意思決定との関係については、たとえば、Schafer (2007) が参考になる。

感情と企業会計の関係についての研究は皆無であるし（Ⅱ-3）、また証券市場における投資家行動と感情の関係については、いくつかの先行研究はあるものの（Ⅱ-2）、そこで暗に想定されている感情は、投資意思決定そのものから生じるものではなく（無関連感情）、また、あくまで、個人単体で想起される感情であり、他者との関連性の中で想起される感情ではない、という点にはくれぐれも留意が必要である。

Ⅲ 証券市場と感情

ここで、第Ⅱ節で概観した先行研究と本稿における問題意識とを橋渡しする意味で、感情と意思決定の関係について、証券市場に特有な論点は何か（また、特に検討を要する論点は何か）、つまり、証券市場における投資意思決定と感情の関係が、一般的な意思決定と感情との関係と比較して特徴的と言える点は何か（特に検討を要する論点は何か）考えてみよう。そこでまず、議論の手がかりとして、証券市場における投資家の意思決定と関係しそうな感情を図に例示列举してみよう（第1図）。

第1図 証券市場における投資家の感情の類型化²²



22 この図では感情の強さは反映されていない。

23 市場以外の他の環境要因（例えば天候など）に起因する感情もあるかもしれない（先に示した先行研究における「感情の源泉による分類」を用いると「無関連感情」）が、ここでは割愛する。

24 情報としても、どのような情報を想定するか（会計情報か否か、また会計情報としても利益情報なのか、それとも貸借対照表情報（たとえば純資産簿価情報）なのか、またもし仮に利益情報だとしても、実績値なのか、それとも経営者予想利益（やそれと実績値との乖離）なのか等）は非常に重要といえる（し、そこはひとつ大きな論点となる）が、ここでは説明の便宜上、そのような複雑な問題はとりあえず捨象しておく。

25 他者としては、「他の投資家」以外にも、情報発信者（企業経営者）、情報仲介者（アナリスト）、監査人や規制当局への反応も考えられるかもしれないが、ここでは当面の問題意識からとりあえず捨象しておくことにする。

- ・他者の情報量 (ex. 機関投資家 vs. 一般投資家) :
 - ・他者のほうが多い…不安, 恐怖, 羨望, 嫉妬 (自分だけ失敗したくない&相手はズルい)
 - ・他者のほうが少ない…安心, 喜び (但し, 油断も)

(2) 投資プロセス (保有状態) における感情

◆一時的な (決済前の) 損益に対して

- ・価格上昇: 喜び (但し上昇しすぎは不安 (ex. バブル))
- ・価格下落: 悲しみ, 怒り
- ・上下変動 (株価のボラティリティ) :
 - ・ (投資チャンスと解して) 興奮, 喜び (…ポジティブ)
 - ・ 興奮, 投資失敗への不安・恐怖 (…ネガティブ)
- ・投資した, 投資しなかった (ポートフォリオ選択) …喜び, 後悔

◆情報量

- ・多い…喜び, 安心 (但し多すぎて油断も)
- ・少ない…不安

※量…「絶対量」のほか, 「相対量」(他者との比較において) もあり得る

※量だけでなく情報の中身や精度, 発信源 (入手方法), 発信タイミング, 周知度等にも依存

※情報の加工 (ex. 財務分析) ⇒更なる安心感, 不安

◆他のトレーダーの行動や状態への反応

- ・他者の gain…羨望, 嫉妬, 怒り, 後悔 他者の loss…喜び
- ・他者の行動の真似 (同調) …安心
- ・他者の裏切り (同調したのに騙された) …怒り
- ・他者の情報量 (ex. 機関投資家 vs. 一般投資家) :
 - ・他者のほうが多い…不安, 恐怖, 羨望, 嫉妬 (自分だけ失敗したくない&相手はズルい)
 - ・他者のほうが少ない…安心, 喜び (但し, 油断も)

(3) 投資結果に対する感情

◆最終的な (確定的) 損益に対して

- ・Gain: 喜び Loss: 悲しみ, 怒り
- ・投資した, しなかった…喜び, 後悔 (ポートフォリオ選択問題)

◆投資プロセスで得ていた情報に対して

Gain に繋がった⇒喜び, 安心 Loss に繋がった⇒怒り, 悲しみ

※情報発信者への感情もあり得る

※情報加工 (ex. 財務分析) を行った場合, 当該加工に対しての感情もあり得る

◆他トレーダーの行動や結果への反応

- ・他者の gain…羨望, 嫉妬, 怒り, 後悔 他者の loss…喜び
 - ※自分の結果の方向性と一致しているかどうか重要 (たとえ他者が gain だとしても, 自分も gain だった時と, 自分は loss だった時とでは, 感情 (およびその強さ) も異なる
 - ⇒他者との「差異」が重要
- ・他者行動を真似 (同調) して成功…安心, 喜び
- ・他者に同調したのに失敗…怒り

上図を踏まえた上で, 証券市場において特有の論点, ないし, 特に検討を要する論点は何かを整理してみよう。ポイントは2つある。

第1は, 他の投資家の存在を加味する必要があるという意味で, 他の投資家との相互依存関係の中での (ゲーム的状况の中での) 感情を捉える必要があるということが重要論点として挙げられる。たとえば, Keynes (1936) は証券市場の特徴を「どの企業がよいか?」ではなく, 「他の投資家がどの企業をよいと思っているか?」を当てるコンテストであるとしているが, Keynes (1936) のいうように, 誰かの意思決定が他の誰かの

意思決定に影響を与え、またその誰かの意思決定がさらに他の誰かの意思決定に影響を与えるという、投資家間の相互依存関係という構造が、証券市場においては重要であるように思われる。つまり、他の投資家がどのように考えているのか（そしてどのように行動するのか）を先読みし、更にはそのような自分の先読み行動を踏まえた相手の意思決定を、もう1段階上のレベルから先読みし、更に先読みを、という、「先読みの無限連鎖」ないし「先の読み合い」がなされるのが証券市場の大きな特徴であるといえる。そしてそうであれば、投資家感情の議論も、他者との相互依存関係の中で考えることがひとつ重要となろう。具体的には、たとえば、後悔という感情も、個人単体で「ああすればよかったのに、損した」と捉える後悔と、他者との関係性の中で「他人は得したのに、自分だけ損した」と捉える後悔とでは、その強さや意味合いが異なる可能性がある。また、他人との関連性の中でしか生じ得ない羨望、嫉妬といった感情もある。つまり、他者がレファレンス・ポイントとなるかどうか（個人単体の行動や結果に対する感情か、相手の行動や結果をふまえた感情か）という点の峻別が証券市場の感情分析においてはひとつ重要といえる。この意味では、II-1-2 で検討した脳科学や神経経済学における知見がヒントとなりそうである。なお、これに対して、証券市場における先行研究、特に Seo and Barrett（2007）などの証券市場における感情を取り上げた先行研究では、個人単体の感情しか想定しておらず、この点、他者との関係性を組み込んで検討する必要がある²⁶。

また第2は、感情の源泉として、投資意思決定や投資結果から生じる関連感情を取り扱う必要があるということが、特に検討を要する点として挙げられよう。すなわち、これまでの先行研究では、天候であったり、投資実験に参加する前の感情であったりということで、無関連感情、つまり投資意思決定等とは全く関係のないところを源泉とする感情を取り扱っている。しかしながら、本来的には、投資意思決定と感情の関係を考察するに当たっては、関連感情、つまり、投資意思決定の一連のプロセスや結果そのものから生じる感情（たとえば、他人のパフォーマンスのよさに対する嫉妬、他者と比べて自分のパフォーマンスがよくないことに対する苛立ち）を検討の対象に挙げるべきであろう。しかしながら、先行研究ではこの点の考慮がなされておらず、検討の余地があるといえる。

以上のように、証券市場における投資意思決定と感情との関係を考えるに当たっては、①他者との関係性における感情、および、②関連感情（一連の投資意思決定プロセ

26 なお、この点に関連して、福田（2003）（2006）は、①個人単体で生じる感情と、②社会生活の中で（つまり、他者との関係性の中で）感じる感情とを峻別して捉え、進化プロセスの中で、人間の感情は、①だけから、①と②の両方を包摂するものへと変化していったという。これを福田（2003）（2006）は、進化論的感情階層仮説と呼んでいるが、本稿における「他者との関係性における感情」とは、まさにこの②の概念と同義であるといえる。

スや投資結果から生じる感情) を取り扱う必要があると言える。

Ⅳ 企業会計の役割と投資家感情の揺らぎ

次に、上記までの議論を踏まえて、証券市場における投資家感情と企業会計との関係を考えてみよう。そこで、以下では、情報の非対称性と企業会計との関係をひとつのヒントとして考えてみよう。

会計情報の役割のひとつとしては、意思決定支援機能と呼ばれるものがあると一般的には言われている(須田(2000))。これは、証券市場におけるアドバース・セレクション(Akerlof(1970))を解消するため、企業の品質に係る情報を、全ての投資家にくまなく周知させ、市場における情報の非対称性を解消するような会計情報の機能をいう(須田(2000, 第1章))。なお、この意思決定支援機能には、一般的には、以下の2つの意味合いがこめられている。すなわち、①経営者と投資家との間の情報の非対称性を解消することと、②複数投資家間の情報格差を解消すること(いわゆる Fair Disclosure の問題)という2つである。つまり、情報の非対称性の解消といえども、大きく2つのレベルがあり(経営者と投資家の間の情報の非対称性の解消、投資家間の情報の非対称性の解消)、厳密には、前者のみが Akerlof(1970) のいうアドバース・セレクション解消の問題に関係する。しかしながら、実際の証券市場には、機関投資家や一般投資家等、様々な形態の投資家が存在し、かつ、それらの情報格差の問題が非常に注目されている。よって、現代の企業会計制度の役割としても、前者だけでなく後者の意味合い、つまり、会計情報を投資家間で共有するか否か(公的情報か、私的情報か)といういわゆる Fair Disclosure の問題も、非常に重要視されているといえる。たとえば、この点について、音川(2008)は、以下のように述べている。

「会計ディスクロージャーの重要な目的の1つは、投資意思決定にとって有用な企業情報を開示することではなく、そうした情報をすべての投資家に対して広く開示することである。すなわち、投資家の間に存在する情報の非対称性を改善させる役割が期待されているのである。」(p. 36)

この点からすると、会計情報は市場に参加する全てのプレイヤーの共有知識(Common Knowledge²⁷)として機能することになる。つまり、会計情報が共有化され、またそのことを全てのプレイヤーが知っているという状態を作り上げることが、会計制度設計に求められているということになるだろう。このように、会計制度設計上は、後者の視

27 共有知識の概念については、例えば、中山(1997) p. 16-18 を参照。

点も非常に重視されていると考えられるので、ここでは特にこの後者の問題、つまり、会計情報を投資家全体で共有し、かつ、会計情報が公的情報であるということを投資家全員が知っているということ（以下これを便宜上、「会計情報の Fair Disclosure 性」と呼ぶ）に着目して、以下議論を進めてみよう。

そして、この会計情報の Fair Disclosure 性が、投資家の投資意思決定における感情に与える影響について考えてみると、その方向性は、実は大きく2つあるように思われる。

まず第1は、会計情報の Fair Disclosure 性が、投資家の感情、特にネガティブな感情を抑制することで、証券市場を安定化させるかもしれないという考え方である。この場合、会計情報を投資家間で共有知識とすること、ないし、そのような制度設計を図ることは望ましいということになるだろう。すなわち、会計情報が投資家間で共有化され、かつそのことを投資家全員が知っているということで、会計情報は、投資意思決定において生起する様々な感情要因の共通のレファレンス・ポイントとしての効果を有するよう思われる。つまり、ここでもし逆に、公的情報としての会計が存在しなければ、投資家の間では、他人をレファレンス・ポイントとして、嫉妬や羨望、怒りや後悔ないし不安といった「隣の芝は青い」的な感情が生起しやすくなることが予想される。そしてもし投資家のそのようなネガティブな感情が、投資家の非合理的な意思決定を導いてしまうとすれば、それはたとえば株価のファンダメンタルを踏まええない不安定な変動や、もしくは究極的には非合理的バブルの生成・崩壊へと繋がってしまう恐れもあり、証券市場全体としては望ましくない結果へと陥ってしまう危険性もある（Shiller（2000））。しかしながら、投資意思決定に当たり全員で共有している情報が存在し、かつ、それを共有していることを全員が知っているならば（共有知識としての情報）、それが投資家の安心感（ないし他者をレファレンス・ポイントとしたネガティブな感情の減少）へとつながり、そのような市場の不安定性を回避することが出来るかもしれない。以上のように考えると、会計情報は、投資家の「安心」の拠り所ないし参照点（レファレンス・ポイント）として機能するかもしれない。そしてそのことにより、特にネガティブな感情を抑制し、もって、証券市場の安定化に資することになるかもしれない。そして本稿では、このような会計情報の働きを、「ネガティブ感情抑制仮説」と呼ぶことにする。

仮説1 ネガティブ感情増幅仮説

会計情報の Fair Disclosure 性（会計情報を投資家全体で共有し、かつ、会計情報が公的情報であるということを投資家全員が知っているということ）は、投資家のネガティブな感情を抑制する効果がある。

他方、第2は、会計情報の Fair Disclosure 性が、逆に投資家の感情、特にネガティブな感情を増幅させることで、証券価格を不安定にさせるかもしれないという考え方である。この場合、会計情報を共有化すること、ないし、そのような制度設計を図ることは、必ずしも妥当ではないということになるかもしれない。すなわち、会計情報が投資家間で共有され、かつそのことを皆が知っているという状態（共有知識）を仮定するならば、ポジティブ感情は抑制され、また、ネガティブ感情は増幅される（投資による怒りや悲しみは増幅される）と考えられる。具体的な理由は、以下の通りである。会計情報を投資家間で共有知識とするならば、まず投資に成功した場合は、「皆と同じ情報で勝ったとしても嬉しくない」とか「この情報で成功したのだから、同じ情報を有する他の投資家も、もしかしたら成功しているかもしれない」と考えることで、（会計情報を共有知識としない場合に比べて）投資家の嬉しさは減少してしまう。これは、共有知識の存在が、成功によるポジティブ感情を抑制してしまうからであり、この意味で、公的情報としての会計情報は、ポジティブ感情を抑制させる効果を有するかもしれない（「ポジティブ感情抑制仮説」）。他方、投資に失敗した場合は、「会計情報があるのに失敗した」とか「皆と同じ情報だったのに、自分だけ失敗したのかもしれない」と考えることで、（会計情報を共有知識としない場合に比べて）投資家の怒りや悲しみ、後悔などは増幅してしまう。これは、共有知識の存在が、投資失敗によるネガティブ感情を増幅してしまうからであり、この意味で、公的情報としての会計情報は、ネガティブ感情を増幅させる効果を有するかもしれない（「ネガティブ感情増幅仮説」）。

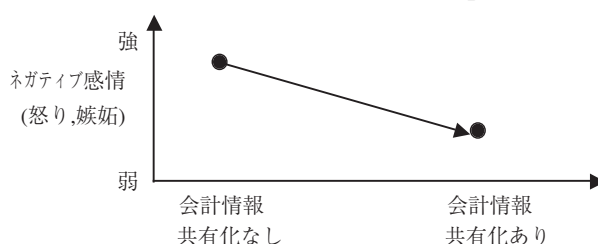
仮説2 ネガティブ感情増幅仮説

会計情報の Fair Disclosure 性（会計情報を投資家全体で共有し、かつ、会計情報が公的情報であるということを投資家全員が知っているということ）は、投資家のネガティブな感情を増幅する効果がある。

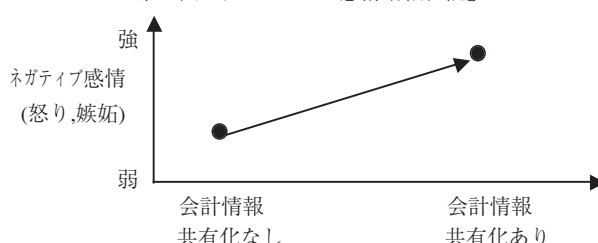
これら2つの仮説をイメージ的に図示すると、第2図、および、第3図のように整理できる。

なお、これらの仮説のうち、特に後者は、現在のところ通説的に言われている会計情報の役割そのものについて、再検討を迫るものであるかもしれない。すなわち、通説的には、会計情報は、情報の非対称性を解消するために、公的情報として市場参加者全員で共有化されることが望ましいとされている（会計情報の意思決定支援機能）。そして実際の制度設計も、そのような理解をアプリアリの前提としてなされている（そしてこれは、上記2つの仮説のうち、前者に通じるものといえる）。しかしながら、たとえばもし、後者のネガティブ感情増幅仮説が支持され、会計情報の Fair Disclosure 性が、実

第2図 「ネガティブ感情抑制仮説」



第3図 「ネガティブ感情増幅仮説」



は投資家のネガティブ感情の増幅（怒りや嫉妬の増幅）をもたらし、かつ証券市場を不安定にさせているとしたら、そのような現状には、大いに問題があるといわざるを得ない。つまり、もし仮に、会計情報を共有化することが、証券価格に大きな揺らぎをもたらしているとしたら、会計情報を共有化することの意義、ないし、通説的な意思決定支援機能の意義そのものを再検討する必要があるかもしれない（なお、この場合は、田口（2007）（2008）で展開されている意思決定支援機能批判に繋がるだろう）。

また、会計情報の共有の仕方が、投資家の感情に影響を与えたとしたら、その情報発信者たる企業経営者のディスクロージャー戦略も、投資家の感情への影響を加味した上でなされる必要があるかもしれない。たとえば、経営者は、会計情報のすべてを公的情報として開示するのではなく、（勿論、インサイダー取引規制などの諸規制に抵触しないことが前提となるが）一部は私的情報としてセレクティブに開示するという手段を採用する必要が生じるかもしれない。つまり、投資家の感情と会計情報との関係を考えることは、同時に、投資家の相手プレイヤーである経営者の戦略的意思決定問題にも跳ね返ってくることであり、よって会計制度設計全体としては、これら各プレイヤーの相互依存関係を踏まえたメカニズム・デザインが求められることになろう。

28 感情の議論ではないが、ゲーム的狀況における経営者のディスクロージャー戦略については、椎葉・高尾・上枝（2002）に詳しい。

V 纏めと今後の展望

本稿では、感情と意思決定との関係に係る先行研究を整理することで、感情が証券市場における投資家の意思決定に与える影響について検討するとともに、投資家の感情の存在を明示的に想定した場合の企業会計の役割ないし制度設計上の留意点について検討を行った。そして、以下の2つの知見を得た。

- (1) 証券市場における投資意思決定と感情との関係を考えるに当たっては、①他者との関係性における感情、および、②関連感情（一連の投資意思決定プロセスや投資結果から生じる感情）を取り扱う必要があること
- (2) 会計情報の Fair Disclosure 性（会計情報を投資家全体で共有し、かつ、会計情報が公的情報であるということを投資家全員が知っているということ）が、投資家の（特にネガティブな）感情に対して与える影響としては、大きく2つの方向性が考えられること（ネガティブ感情抑制仮説、ネガティブ感情増幅仮説）

上記のうち、特に（2）は、実証的に検証すべき課題であるため、実際に市場実験などにより検証を行う必要があろう。これについては、前述の通り、別稿を予定しているが、その際には（1）のように、他者との関連性における関連感情を検討の対象と出来るように、実験デザインを工夫することが求められる。

いずれにせよ、投資家の感情というものを明示的に捉えんとすると、企業会計上の制度設計の問題は、これまでとは違った視点からのデザインが必要となるかもしれない、今後このような人間心理を捉えた会計研究というものが、より重視されていくことになる。

参考文献

- Akerlof, G. A. (1970) "The Market for Lemon: Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 488-500.
- Barrett, L. F. (1998) "Discrete emotions or dimensions? The role of valence focus and arousal focus." *Cognition and Emotion*, Vol. 12, pp. 579-599.
- , J. J. Gross, T. G. Christensen, and M. Bebenuto. (2001) "Knowing what you're feeling and knowing what to do about it: Mapping the relation between emotion differentiation and emotion regulation." *Cognition and Emotion*, Vol. 15, pp. 713-724.
- Bettman, J. R., M. F. Luce, and J. W. Payne. (1998) "Constructive Consumer Choice Processes." *Journal of Consumer Research*, Vol. 25, pp. 187-217.
- Bonner, S. E. (2008) *Judgment and Decision Making in Accounting*, Prentice Hall.
- Bower, G. H. (1981) "Mood and Memory." *American Psychologist*, Vol. 36, pp. 129-148.

- Camerer C. F. (2003) *Behavioral Game Theory*, Princeton University Press.
- , G. Loewenstein, and D. Prelec (2005) “Neuroeconomics : How Neuroscience Can Inform Economics.” *Journal of Economic Literature*, Vol. XLIII (march), pp. 9–64.
- Charness. G., and D. Levin. (2004) “When Optimal Choices feel wrong : A Laboratory study of Bayesian Updating, Complexity, and Affect.” *SSRN Working Paper*.
- Chaudhuri, A. (2006) *Emotion and Reason in Consumer Behavior*, Elsevier Inc. (恩蔵直人・平木いくみ・井上淳子・石田大典訳) (2007) 『感情マーケティング-感情と理性の消費者行動-』千倉書房)
- Damasio, A. (1994) *Descartes' Error : Emotions, Reason, and the Human Brain*, New York : G. P. Putnam (田中三彦訳 (2000) 『生存する脳：心と脳と身体の神秘』講談社)
- Feldman, L. A. (1995) “Valence focus and arousal focus : Individual differences in the structure of emotional experience.” *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 69, pp. 153–166.
- Forgas, J. P. (2000) “Managing moods : Towards a dual-process theory of spontaneous mood regulation.” *Psychological Inquiry*, Vol. 11, pp. 172–177.
- Gibbons R. (1992) *Game Theory for Applied Economists*, Princeton University Press. (福岡正夫・須田伸一訳 (1995) 『経済学のためのゲーム理論入門』創文社)
- Glimcher T. (2003) *Decisions, Uncertainty, And The Brain : The Science Of Neuroeconomics*, A Bradford Book.
- and Rustichini (2004) “Neuroeconomics : The Consilience of Brain and Decision”, *SCIENCE*, Vol. 306 (15 October 2004)
- Hirshleifer D. (2001) “Investor Psychology and Asset Pricing.” *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 4 (AUGUST), pp. 1533–1597.
- Isen, A. M. (2001) “An Influence of positive Affect on Decision Making in Complex Situations : Theoretical Issues with Practical Implications.” *Journal of Consumer Psychology*, Vol. 11, No. 2, pp. 75–85.
- Kahneman, D. (2003) “A perspective on judgment and choice : Mapping bounded rationality.” *American Psychologist*, Vo. 58, pp. 697–720.
- Kida, T., J. Smith, and M. Maletta (1998) “The Effects of Encoded Memory Traces for Numerical Data on Accounting Decision Making.” *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 23, No. 5–6, pp. 451–466.
- , K. Moreno, and J. Smith (2001) “The Influence of Affect on Managers' Capital Budgeting Decisions.” *Contemporary Accounting Research*, pp. 477–494.
- Larsen, R. J. (2000) “Toward a science of mood regulation.” *Psychological Inquiry*, Vol. 11, pp. 129–141.
- Lewinsohn, S. and H. Mano. (1993) “Multi-Attitude Choice and Affect : The Influence of Naturally Occurring and Manipulated Moods on Choice Processes.” *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 6, No. 1, pp. 33–51.
- Loewenstein, G. (2000) “Emotions in Economic Theory and Economic Behavior.” *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, pp. 426–432.
- and J. S. Lerner (2003) “The Role of Affect in Decision Making.” In Davidson, R. J, K. R. Sherer, and H. H. Goldsmith (Eds.), *Handbook of affective sciences*, Oxford University Press, Chapter. 31, pp. 619–642.
- Loomes, G. and R. Sugden (1982) “Regret Theory : An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty.” *The Economic Journal*, Vol. 92, No. 368, pp. 805–824.
- Moreno, K., T. Kida, and J. Smith. (2002) “The Impact of Affective Reactions on Risky Decision Making in Accounting Contexts.” *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 5, pp. 1331–1349.
- Rick, S. and G. Loewenstein. (2007) “The Role of emotion in Economic Behavior.” *SSRN Working paper*.
- Rilling, J. K., D. A. Gutman., T. R. Zeh., G. Pagnoni., G. S. Berns., and C. D. Kilt. (2002) “A Neural Basis for Social Cooperation.” *Neuron*, Vol. 35, pp. 395–405.
- Sanfey, A. G., J. K. Rilling., J. A. Aronson., L. E. Nystrom., and J. D. Cohen. (2003) “The Neural Basis of Economic Decision-Making in the Ultimatum Game.” *Science*, Vol. 300, pp. 1755–1758.
- Saunders, E. (1993) “Stock Prices and Wall Street Weather.” *The American Economic Review*, Vol. 83, No. 5, pp. 1337–1345.

- Schafer, B. A. (2007) "Accountability and Affect in Auditor Judgment." *SSRN Working Paper*.
- Schwarz, N. (1990) "Feeling as Information: Informational and Motivational Functions of Affective States." in E. T. Higgins and R. M. Sorrentino (Eds.), *Handbook of Motivation and Cognition: Foundation of Social Behavior*, Vol. 2, Guilford Press, pp. 527-561.
- Seo, M. and L. F. Barrett (2007) "Being emotional during decision making – Good or bad? An empirical investigation." *Academy of Management Journal*, Vol. 50, No. 4, pp. 923-940.
- Shefrin H. (2002) *Beyond Greed and Fear*. Oxford University Press. (鈴木一功訳 (2005) 『行動ファイナンスと投資の心理学』東洋経済新報社)
- Shiller R. (2000) *Irrational Exuberance*. Princeton University Press. (植草一秀監訳 (2001) 『投機バブル 根拠なき熱狂』ダイヤモンド社)
- Shleifer A. (2000) *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press. (兼広崇明訳 (2001) 『金融バブルの経済学—行動ファイナンス入門—』東洋経済新報社)
- Solnik, B. (2006) "Applying Behavioral Finance to Optimal Investment Decisions." 『日本ファイナンス学会第14回大会特別招聘講演講演録』日本ファイナンス学会
- Statman, M., K. L. Fisher., and D. Anginer. (2008) "Affect in a behavioral asset pricing model." *SSRN Working Paper*.
- 秋山学・竹村和久 (1994) 「不快感情と関与が意思決定過程に及ぼす影響」『実験社会心理学研究』第34巻第1号, pp. 58-68。
- 井澤裕司 (2006) 「株式投資評価の時間不整合: 実験による検証」『立命館大学ファイナンス研究センターリサーチ・ペーパー』No. 06-002。
- 石川純治 (2006) 「日本版概念フレームワークの立脚点」『駒澤大学経済学論集』第37巻第2・3・4号
- 伊藤秀史 (2004) 「組織とインセンティブ設計の経済分析を豊かなものとするために」『経済セミナー』第590号, pp. 26-29。
- 音川和久 (2008) 「利益情報とマーケット・マイクロストラクチャー」『企業会計』第60巻第7号, pp. 34-41。
- 笠井昭次 (2000) 『会計の論理』税務経理協会
- 加藤英明 (2003) 『行動ファイナンス』朝倉書店
- (2004) 『天気と株価の不思議な関係—行動ファイナンスで市場を読み解く—』東洋経済新報社
- ・高橋大志 (2004) 「天候晴朗ならば株高し」『現代ファイナンス』第15号, pp. 35-50。
- 金井壽宏・高橋潔 (2008) 「組織理論における感情の意義」『組織科学』第41巻第4号, pp. 4-15。
- フランス・ファン・ヴィンデン (藪下史郎訳) (2007) 「公共選択と感情」河野勝・西條辰義編『社会科学の実験アプローチ』勁草書房, 第2章, pp. 37-58。
- 北村智紀・中里宗敬・中嶋邦夫・俊野雅司・臼杵政治・米澤康博 (2006) 「下方リスク情報に対する投資行動—ファイナンス実験—」2006年度日本ファイナンス研究学会全国大会自由論題報告配布資料。
- 北村英哉・木村晴編 (2006) 『感情研究の新展開』ナカニシヤ出版
- 楠見孝 (2007) 「リスク認知の心理学」子安増生・西村和雄編『経済心理学のすすめ』有斐閣, 第3章, pp. 69-89。
- 小杉幸夫・小谷泰則・武者利光 (2006) 『脳型情報処理—非ノイマン処理への道—』森北出版
- コーネリアス (斎藤勇監訳) (1999) 『感情の科学—心理学は感情をどこまで理解できたか—』誠信書房
- 椎葉淳・高尾裕二・上枝正幸 (2002) 「経営者の戦略的情報開示—基本モデルのレビュー—」『大阪大学経済学』第51巻第4号, pp. 42-79。
- 清水和己 (2006) 「「価値感情」と懲罰: 実験アプローチによる経済行動の動機の解明」『制度と秩序の政治経済学』東洋経済新報社, 第8章, pp. 211-248。
- 城下賢吾 (2002) 『市場のアノマリーと行動ファイナンス』千倉書房
- 杉本徹雄編 (1997) 『消費者理解のための心理学』福村出版
- 鈴木直人編 (2007) 『感情心理学』朝倉書店

- 須永努 (2005) 「感情と意思決定方略」『マーケティング・ジャーナル』第 25 巻第 1 号, pp. 122-130。
- 須田一幸 (2000) 『財務会計の機能—理論と実証—』白桃書房
- 高橋雅延・谷口高士編 (2002) 『感情と心理学—発達・生理・認知・社会・臨床の接点と新展開—』北大路書房
- 田口聡志 (2007) 「証券市場への実験ゲーム理論的接近—非合理的バブルと企業会計のゆくえ—」『同志社商学』第 59 巻第 1・2 号, pp. 68-86。
- (2008) 「投資家の先読み行動と企業会計—証券市場に係る実験ゲーム理論的分析—」『産業経理』第 68 巻第 1 号。
- 竹村和久 (2005) 「意思決定のプロセス—行動意思決定論入門①—」『経済セミナー』第 606 号, pp. 97-104。
- 多田洋介 (2003) 『行動経済学入門』日本経済新聞社
- 田中洋・清水聰編 (2006) 『消費者・コミュニケーション戦略—現代のマーケティング戦略④—』有斐閣アルマ。
- 友野典男 (2006) 「行動経済学の研究—他者に配慮する選好と感情—」『明治大学社会科学研究所紀要』第 45 巻第 2 号, pp. 141-159。
- 長瀬勝彦 (2008) 「感情と理性の折り合いとしての意思決定」『組織科学』第 41 巻第 4 号, pp. 16-26。
- 長滝祥司・柴田正良・美濃正編 (2008) 『感情とクオリアの謎』昭和堂
- 中山幹夫 (1997) 『はじめてのゲーム理論』有斐閣
- 二本杉剛・西條辰義 (2008) 「親切な脳といじわるな脳—親切行動といじわる行動の心理的仮定と神経的基盤—」working paper (www.iser.osaka-u.ac.jp/saijo/pdf/08-05 ns.pdf)。
- 濱治世・鈴木直人・濱保久 (2001) 『感情心理学への招待—感情・情緒へのアプローチ—』サイエンス社
- 晝間文彦・安田智彦 (2004) 「1980 年代の銀行貸付行動：行動経済学による分析への試み」『PRI ディスカッションペーパー』No. 04 A-21。
- ビネル (佐藤敬・若林孝一・泉井亮・飛鳥井望訳) (2005) 『ビネル バイオサイコロジー—脳 心と行動の神経科学—』西村書店
- 福田正治 (2003) 『感情を知る—感情学入門—』ナカニシヤ出版
- (2006) 『感じる情動・学ぶ感情—感情学序説—』ナカニシヤ出版
- 藤田和生編 (2007) 『感情科学』京都大学学術出版会
- 松江宏編 (2007) 『現代消費者行動論』創成社
- モース (2006) 「脳の意思決定メカニズム」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』2006 年 4 月号
- 水戸康夫・八島雄士 (2007) 「非合理的な選択に与える「感情」の影響」『九州共立大学経済学部紀要』第 108 号, pp. 69-82。
- 山崎由香里 (2005) 「組織におけるリスク下の意思決定に対する感情の影響—先行研究にみられる感情設定方法に関する実証分析—」『経営情報学会誌』第 14 巻第 3 号, pp. 15-30。
- (2008) 「組織の意思決定に対する感情ヒューリスティックの影響に関する一考察」『成蹊大学経済学部論集』第 38 巻第 2 号, pp. 221-242。