

四半期開示制度と「将来の開示規制モデル」 を巡る比較制度分析：集約情報と非集約情報

田 口 聡 志

- I Introduction：論点整理
- II 論点1：報告頻度の減少
- III 論点2：自発的開示
- IV 論点3：「点」情報と「線」情報
- V 今後に向けて：信頼×開示

I introduction：論点整理

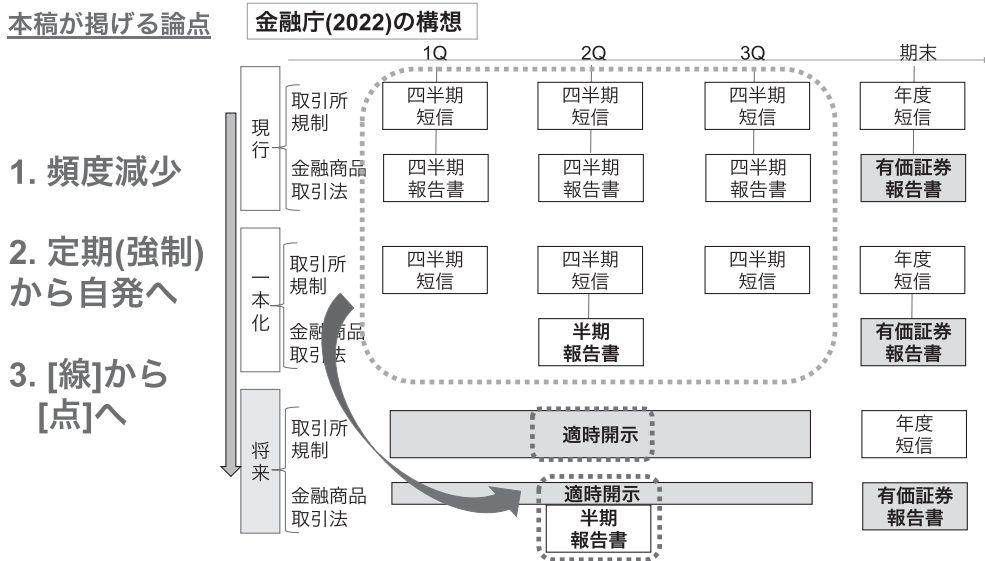
本稿の目的は、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ（以下、DWGと略す）報告に示される「将来の方向性」を検討素材として、主に人間の心理や行動、およびその相互作用の観点から、情報開示についてはそれに対する規制のあり方を考えることで、既存研究から何がいえるか、さらには今後どのような研究が求められるかを検討することである。その意味で、本稿は、筆者がこれまで取り組んできた一連の企業会計の比較制度分析研究¹の一端をなすものである。

四半期開示制度は、タイムリーな情報開示による情報の非対称性解消などを背景に、欧米ですでに導入されていた制度を参考にして、日本にも導入されたものである。しかし、かねてから企業の事務コストが増大化していることなどが槍玉に挙げられ、その廃止が議論されてきた²。その結果、2022年12月には、四半期開示制度に係る最終的な報告書（金融庁 2022）が公表された（図表1）。

1 たとえば、田口（2009, 2010, 2011, 2012a, 2012b, 2014, 2015）、田口・上條（2012）などを参照。

2 しかし、企業の事務コスト煩雑化は、四半期開示制度だけが原因とは言えない可能性があることには留意が必要である。この点は後述する。

図表1 金融庁(2022)の掲げる「将来の開示規制モデル」



出典：金融庁（2022）を参考に筆者作成

金融庁（2022）においては、四半期開示を巡る様々な論点を取り上げられているが（詳細は、中野 2022 を参照）、図表 1 に掲げられるとおり、特に長期的には四半期開示制度を廃止し適時開示に置き換えるという「将来の開示規制モデル」が提唱されている。

ここで、筆者の問題意識からすると、論点は大きく 3 つに分けることができる（図表 2）。

図表 2 金融庁（2022）における論点整理

- 論点 1：報告頻度の減少
 論点 2：自発的開示への移行
 論点 3：「線」情報から「点」情報へ

出典：筆者作成

図表 2 に示されるとおり、論点の第 1 は、報告頻度の減少である。特に年 4 回という報告回数が、将来的には 1 回（期末報告）ないし 2 回（半期報告と期末報告）になるということがポイントになる。そもそも四半期開示のベネフィットやコストは一体何であり、それが報告頻度の変化によって、どのように変化する（しない）のかがポイントになる。この点については、II で議論する。第 2 は、自発的開示への移行である。すなわち、金融庁（2022）では、報告頻度を減少させることのみならず、「将来の開示規制モデル」として、これまでの強制的な情報開示から、適時開示という自発的開示の仕組み（何か event があつたら、その都度情報開示をする体制）で企業の情報開示を促す可能性が示されている。しかし素朴に考えて、企業は自発的に情報を開示するだろうか。た

例えば企業にとって開示したくない bad news などは開示されるだろうか。この点については、Ⅲで議論する。第3は、「線」情報から「点」情報への転換である。すなわち、金融庁(2022)では、従来の四半期開示で求められていた集約情報(本稿では、これを「『線』情報」と表現する)が、適時開示という非集約情報(本稿では、これを「『点』情報」と表現する)で代替される可能性が示されている。つまり、強制かつ集約情報の開示回数を減らす代わりに、自発的な非集約情報の開示をその都度企業にさせることで、これまでと同水準の情報を企業に開示させることができるということが、金融庁(2022)が描く「将来の開示規制モデル」のようである。しかし、この点は、従来の企業会計の開示制度のあり方を大きく変えてしまう可能性がある論点であり、Ⅳで議論する。本稿では、特に、論点2と論点3に特に焦点を絞る。

本稿での議論を踏まえ、結論を先に示すと、以下の3つとなる。すなわち、①金融庁(2022)では、「集約情報」開示を「非集約情報」開示で置き換えている点が鍵となること、②特に Bad news に係る「自発的」かつ「非集約情報」開示は、経営者によってなされない恐れがあること、③このような状況を解消するには、究極的には、株主と経営者の間の信頼醸成を促すルールデザイン、特に「株主の長期思考」を促す必要があることである。

Ⅱ 論点1: 報告頻度の減少

本節では、議論の足がかりとして、第1の論点、つまり報告頻度がもたらす Benefit と cost を整理する。金融庁(2022)では、特に年4回という報告回数が、将来的には1回(期末報告)ないし2回(半期報告と期末報告)になるということが示されているが、そもそも四半期開示のベネフィットやコストは一体何であり、それが報告頻度の変化によって、どのように変化する(しない)のかを確認する。図表3は、四半期開示の Benefit と cost を整理したものを示している。

図表3 四半期開示の Benefit と cost の整理

<p>四半期開示の Benefit</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ timely な開示→情報の非対称性解消 ・ 規律付けの効果 <p>四半期開示の cost</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 企業の事務コスト ・ 経営者の短期主義

出典:筆者作成

まず、ここで注意したいのは、四半期開示については、ベネフィットとコストの両面があるものの、金融庁(2022)をはじめとする現状の実務的な議論では、コスト面、特

に企業の事務コストに過度に焦点が当てられているという点である。すなわち、企業の事務コスト増加（業務の煩雑化）は、四半期開示制度だけが原因とは言えないことには留意が必要である。特にここ約20年間で、会計制度は全体として極めて複雑化し、かつ内部統制監査制度の導入なども含めて、様々な制度的要因が企業の事務コストを増大させているものと考えられる。しかしながら、四半期開示制度は「政治イシュー」化してしまい、その結果、企業の事務コスト増大の元凶が四半期開示にあるかのような論調で語られることとなってしまっている³。ただし、ここではそのような側面があることを指摘するに留め、あくまで学術的な視点から、図表3の各ポイントを概観することにする⁴。

II-1 四半期開示の Benefit

本節では、四半期開示のベネフィットについて整理する。ベネフィットとしては、規律付けの効果⁵とタイムリーな開示による情報の非対称性解消などが挙げられる。これらに係る実証研究のサーベイとしては、すでに、Kajüter et al. (2022) や、古賀 (2022)、中野 (2022, 2023) をはじめとする先行研究によって広くカバーされている。このことから、本稿では、会計以外の文脈における実験研究から、そのヒントを得るに留めることにする。

特に規律付け効果について、たとえば、Bergman (2021) は、会計の文脈ではないが、親子間の情報摩擦が人的資本投資に与える影響という状況の中で、報告頻度と規律付けとの関係をフィールド実験と構造推定を用いて確認している⁶。具体的には、子どもは親に対して学校での情報（出席情報など）を隠すインセンティブを持つため、親が教育状況を把握できない可能性がある。このような親子間の潜在的な情報摩擦に対して、Bergman (2021) は、学力に関する情報を親に提供することで摩擦を削減ないし解消できるのか検証している。より具体的には、ロサンゼルス⁶の低所得地域の学校を調査対象に、ランダムサンプリングした保護者に、子供の学業に対する成績や課題提出に係る情報の提供頻度を増加させる介入をおこなった。保護者は、全体的に、子供の学校での努

-
- 3 まさに四半期開示の問題が、「会計の政治化」の中心に据えられてしまっているということになるかもしれない。この点については、スズキ (2022a, 2022b) を参照。なお、会計の政治化現象それ自体については、たとえば、大石 (2015) のほか、大日方 (2023) などをおあわせて参照。
 - 4 なお、本稿では、特にこのあとの論点2と論点3がより重要と考えており、かつ本稿は、関連する文献を全て網羅的に取り上げること自体を目的とはしていないため、ここでは、重要かつ必要な点のみに絞って議論を展開していくことにする。
 - 5 なお、問題の前提として、回数の問題ではなく、定期的な業績報告の機会があること自体について、Kanodia and Lee (1998) は、資本市場に対する定期的な業績報告が、市場価格が企業の選択に規律を課すことを可能にすることを述べている。これは後で述べるリアル・エフェクトの議論にも繋がる。
 - 6 この問題が当該文献と関連しているという点については、磯川雄大氏（同志社大学院商学研究科）から示唆を得た。

力に対して、overestimateする傾向がある（たとえば、子供の欠席回数に対して、過小に評価し、子供の努力や成績に対して過剰に評価する）が、介入によって、このようなバイアスが減少することで、保護者のモニタリングやインセンティブが高まり（介入グループの保護者は、コントロールグループの保護者と比べて学校への連絡が83%、保護者会出席率が53%増加した）、子どもの努力も増加したことが明らかにされている。このように、Bergman（2021）は、頻度増加が規律付けを高めるというベネフィットを、その背後に潜む因果関係も含めて、定量的に捉えている。よってこのような研究も考慮に入れながら、コスト・ベネフィットを考える必要があるといえる。

II-2 四半期開示の Cost：経営者の短期主義

次にコストについて、特に経営者の短期主義に注目してみよう。これについても、アーカイバル実証研究については、前述のサーベイ論文にて広く説明がなされている。よって、ここでは特に、人間心理に注目した分析的研究と実験研究に絞って確認することにする。

まず、「頻度が増えると、経営者は本当に近視眼的思考になるか」という点について検証している実験研究としては、Hecht et al.（2020）がある。Hecht et al.（2020）は、技術の進歩により、業績報告の経済的コストが削減され、頻繁な報告が可能になったが、より重要な他の関連コスト、特に agent のタスクパフォーマンスを損なう潜在的な負の動機付けの影響については、ほとんど理解されていないとしたうえで、特にどのような状況で、頻度が増えると agent のパフォーマンスは下がるのかという問いを実験で検証している。より具体的には、報告の頻度（Frequency. High or Low）と、被験者の評価にかかるアナウンスの有無（evaluation knowledge. 「報告が、あなたの評価に繋がる」とアナウンスする場合（With）としない場合（Without））とを操作して、2×2の被験者間計画で実験をおこなっている（図表4）。そこで以下では、Hecht et al.（2020）の実験を概観することにしてしよう。

図表4 Hecht et al.（2020）の実験デザイン

		Evaluation knowledge	
		With	Without
Frequency	High	条件 A	条件 B
	Low	条件 C	条件 D

出典：Hecht et al.（2020）を参考に筆者作成

7 なお、Hecht et al.（2020）では、「近視眼的思考になる」を「パフォーマンスが下がる」と置き換えて議論している点にはくれぐれも留意されたい。つまり、近視眼的思考になることが、そのままパフォーマンスが下がることに直結するかどうかは議論の余地がある。

具体的には、実験参加者は、制限時間（30分）の間で、リアルエフォートタスクとして、Graduate Management Admission Test（GMAT）を用いた推論問題に取り組む。すべての参加者は、10分ごとに正解した問題の数をコンピュータから受け取る。

そして、まず第1の実験操作である報告の頻度（Frequency）について、High Frequency 条件（図表4の条件AとB）では、10分ごとにコンピュータから受け取った正解数を、実験者に報告する必要がある⁸。他方、Low frequency 条件（図表4の条件CとD）では、タスク全体が終了した30分経過後にのみ、実験者に正解数を報告する。また、第2の実験操作である被験者の評価にかかるアナウンスの有無（evaluation knowledge）については、自身のスキルが評価されることを意識せざるを得ない環境があるかどうかを操作する。具体的には、アナウンスあり（with evaluation knowledge）条件（図表4の条件AとC）では、タスク開始前に、参加者に、「実験でのパフォーマンス報告（GMATの正解数）を使用して、参加者自身のクリティカル推論スキルを評価すること⁹」と「クリティカル推論スキルは、ビジネスで成功するために重要であること」を伝える。アナウンスなし（without evaluation knowledge）条件（図表4の条件BとD）では、このようなことを伝えない（パフォーマンス報告を別の用途に使用することを伝える）。

そして、87名の被験者を用いたラボ実験の結果、頻度増加がネガティブ効果を持つのは、アナウンスあり条件（つまり、自身のスキルが評価されることを意識せざるを得ない環境）のみであることが示唆される。そしてその心理要因として、回避志向（avoidance orientation. 低いパフォーマンスを報告することで、自身が無能と判断されることは避けたいという心理）が媒介していることが明らかとされている。

以上のことから、「頻度が増えると、経営者は本当に近視眼的思考になるか」という問いについては、Hecht et al. (2020)の実験からすると、どんな場合でも頻度の増加（減少）がパフォーマンスを低下させる（高める）わけではない、ということになる¹⁰。具体的には、測定尺度がどのように用いられるのかについて、経営者がどのように理解しているかが重要な鍵になるといえる。この点は、あとの議論で重要なポイントになる。

-
- 8 具体的には、実験において、参加者は実験室の中で手を挙げて、実験者に報告する。また、実験者は、報告された数値を紙に記録する。このようにわざわざ実際に数値報告の機会を、face to face で実施することで、「結果を報告する」という行動をリアルに感じさせる工夫をしているといえる。ただし、これについては逆に、被験者の（実験者への）匿名性が保たれなくなることから（つまり、被験者が「実験者に見られている」ということを強く意識してしまうため）、実験上、予期せぬ帰結をもたらしてしまっている恐れ（たとえば、実験者の望む帰結を、被験者が勘繰りそのとおりに行動してしまう恐れ）もあることには、くれぐれも留意されたい。
- 9 実際には、そのような評価がなされる訳ではないため（正解数は単にインセンティブ謝金支払いのためにのみ用いられる）、厳密に言うところのようなアナウンスはデセプション（deception. 被験者に対する虚偽の説明）に当たる恐れがあることには留意されたい。

また、頻度に関する理論研究（分析的研究）としては、Gigler et al. (2014) がある。Gigler et al. (2014) は、特に開示の real effect の観点から報告頻度を捉え、報告頻度を増やすことが望ましいかどうかについて費用対効果のトレードオフをモデルで分析している。ここで、開示の real effect とは、会計情報の測定・開示が、投資家の意思決定に影響を与えるだけでなく、開示する企業の意思決定にも同時に影響を与えることをいう (Kanodia, Singh, and Spero 2005; Kanodia 2007; Kanodia and Sapa 2016)。Gigler et al. (2014) のモデルにおいては、市場価格と会計上の測定誤差が重要な鍵となる。まず一方、頻度増加のコストとしては、高い報告頻度によって生じる市場の価格圧力が、経営者が企業の投資を選択する際に短期的な視点（近視眼）を採用するように誘導してしまうことが挙げられている。他方、報告頻度を上げることのベネフィットとしては、資本市場と経営者の間に情報の非対称性が存在する場合に、資本市場に対する定期的な業績報告がなされることによる市場価格の変化が企業の選択に規律を課すこと（モデルの設定では、このような規律は、企業が負の正味現在価値プロジェクトを引き受ける確率を抑制することとして表現される）が挙げられている。Gigler et al. (2014) は、これらのコスト・ベネフィットのトレードオフについて、より高い報告頻度が望ましい条件とそうでない条件を導き出す。

ここで、Gigler et al. (2014) は、より頻繁な開示要求のために測定期間が短縮されると、会計上の発生誤差 (accounting accrual errors) がより深刻になるという先行研究 (Kanodia and Mukherji 1996) を用いて分析をおこなっており、その結果、報告頻度が高まると、会計上の発生誤差が増大してしまい、「ある条件」下では、価格圧力が経営者を短期化させる (benefit-cost < 0 になる) ことが明らかにされている。そして、ここでの「ある条件」としては、Impatient traders (我慢強くない、つまり短期的に成果を求める投資家) の存在が挙げられている。つまり、Impatient Trader の存在が、経営者を短期主義にさせてしまうということになるし、逆に、高頻度報告レジームでは、株主が十分に我慢強いとき（モデルで言う α がゼロに十分近い場合、つまり、長期志向で投資をおこなう場合）のみ、経営者は長期投資をより好むことが均衡として維持されるということになる (Proposition. 5)。

このように、Gigler et al. (2014) のモデル分析からすると、経営者が短期思考になるかどうかは、報告頻度の問題と言うよりはむしろ、株主がどのような姿勢で投資をおこなうかに依存するということになるといえる。この点も、あとの議論で重要なポイントになる。

II-3 論点1 小括

以上のように、報告頻度のコスト・ベネフィットについて、実験・理論から示唆され

ることは、頻度が増えると、ある場合には、経営者は近視眼的になる可能性があるということになる。ただし、いつでもそうなるという訳ではないし、cost-benefitの双方を踏まえて純効果を適切に捉えるべきである点（現状の議論は、cost面に過度に焦点が当たっている傾向にある）には留意が必要である。また、モデル分析の知見からすると、「経営者の短期主義」と「株主の短期主義」を峻別する必要があるといえる。特に、経営者の短期主義のトリガーは、実は「株主の短期主義」であることを理解しておく必要がある。

Ⅲ 論点2：自発的開示

次に本節では、第2の論点として、自発的開示の問題について取り扱う。金融庁(2022)では、報告頻度を減少させることのみならず、「将来の開示規制モデル」として、これまでの強制的な情報開示から、適時開示という自発的開示の仕組み（何かeventがあったら、その都度情報開示をする体制）を併用させることで、企業の自発的な情報開示を促す可能性が示されている。この点について、本稿では、図表5に示される2つの問いを立てることにする。

図表5 論点2：自発的開示に係る2つの問い

- | |
|------------------------------------|
| 問1：自発的開示において、経営者は bad news も開示するか？ |
| 問2：情報受信者はナイーブ、つまり経営者の戦略性を楽観視するか？ |

出典：筆者作成

すなわち、金融庁(2022)では、これまでの強制的な情報開示から、適時開示という自発的開示の仕組み（何かeventがあったら、その都度情報開示をする体制）へと大きくシフトさせる方向性が検討されているが、素朴に考えて、このような制度変化において、経営者は自発的に bad news を開示するだろうか、というのが第1の問いである。また、もし仮に経営者が素直に bad news を開示しないとしても、投資家サイドがそのような「非開示」自体を戦略的に bad news と捉えることができるのであれば、特に問題はないということになる。そこで素朴な問いかけとして、投資家サイドはナイーブなのか、つまり、経営者の戦略性を織り込んで意思決定することができないのか、ということが問題になる。これが第2の問いである。そして結論的には、実験研究の成果からすると、第1の問いに対しては、「No」、第2の問いに対しては、「Yes」と回答されることになる。以下では、先行研究の知見から、これらを確認することにしよう。

ここで、自発的開示に関する先行研究は数多くあるが、我々の問題意識を解くためのヒントになりうる研究としては、Jin et al. (2021) (2022) が挙げられる。Jinらの研究

は、四半期開示そのものではないが、私的情報を有する主体が自発的に情報開示するか、また情報受信者は、それをどのように解釈するかについて、実験で検討している。その結論は、情報発信者は、戦略的に **Bad news** を開示しないこと（問1への回答：No）、および、情報受信者は、その戦略性に対してナイーブに行動してしまうこと（問2への回答：Yes）となる。以下では、具体的な実験デザインを踏まえてこれらを確認する。

Jin et al. (2021) は、sender（企業経営者）と receiver（投資家）がプレイヤーとなるシンプルなメッセージ送信ゲームを基礎にする。具体的には、sender は、真の状態（例えば、企業の真の品質レベル。実験では、1から5のいずれかの数字）を私的情報として受け取る。その後、sender は、この情報を receiver に開示するかどうかという意思決定をおこなう。Receiver は、その結果を受けて、sender の有している数字を当てるという意思決定をおこなう。利得構造としては、両者の間にトレードオフが存在し、sender は、receiver が高い数字を言うと利得が高まり、他方、receiver は私的情報と自分の挙げた数値が一致すればするほど利得が高まるという設定になっている。

以上の設定を元に、モデルの均衡を確認しよう。まずモデルの予想は、Sequential equilibrium により、Sender は、最小の「1」の場合のみ情報非開示戦略をとり、2から5の場合には開示戦略をとる。そして、それを織り込んだ Receiver は、情報が開示されないなら、真の値を「1」と推論するのが均衡となる。つまり、モデルの予想としては、bad news は開示されないが、それは最低の場合のみ（「1」）に限定され、かつ、その場合（bad news 「1」が開示されない場合）であっても、receiver は、合理的推論により、sender が隠している数字が「1」（bad news）であると先読みすることができる、ということになる。よって、先の問1の回答は「No」となるが、問2の回答も「No」となり、sender が情報を隠す場合があるものの、receiver が sender の戦略性に騙されないという意味では、特に問題はないということになりそうである。

以上のモデルを前提に、Jin et al. (2021) は、図表6のような被験者間デザインで実験をおこなっている。

図表6 Jin et al. (2021) の実験デザイン

		Role	
		Fixed role	Random role
Feedback	With	A	C
	Without	B	D

出典：Jin et al. (2021) を参考に筆者作成

まず第1は、フィードバックの有無を操作している（with or without）。具体的には、

各ラウンドの後に被験者にフィードバックとして提供される情報を変化させている (With: 自分と相手の行動および、真の状態をラウンドの後に両者に共有。Without: これらを共有しない)。特に、もし情報非開示の場合でも、フィードバックあり条件 (With) では、実験後に真の値が共有されてしまうので、ラウンドを重ねるごとの学習効果がより強く効くことになる。第2は、役割の割り当て方法を操作している (fixed or random role)。fixed role 条件では、実験を最初から最後まで同じ役割でおこなう。他方、random role 条件では、各ラウンドごとに役割がランダムに変化する。特に、random role では、両方の役割を担う可能性があり、相手の戦略を理解しやすく、ラウンドを重ねるごとの学習効果がより強く効くことになる。これらをもとに、実験では、「without feedback & fixed role」(図表6のB)、「with feedback & random role」(図表6のC)、「without feedback & random role」(図表6のD)の3つの組み合わせを実行している¹¹。

これに対して、実験結果は、以下のようであった。まず、Sender は、真の値が「1」という最悪の場合だけでなく、「2」や「3」の場合にも非開示を選択する割合が多く、理論予測より広い範囲で、bad news を隠す傾向が見られた¹²。他方、Receiver については、特に情報非開示の際に、誤った推論をおこなってしまう傾向 (つまり、ナイーブな傾向) が観察された¹³。このように、Jin et al. (2021) は、情報発信者は、戦略的に Bad

10 なお、関連する実験研究としては、たとえば、Casas-Arce et al. (2017) や Lurie and Swaminathan (2009) がある。Casas-Arce et al. (2017) は、フィードバックの頻度 (毎週と毎月) とフィードバック内容の詳細さ (詳細 vs. 大枠) を操作したフィールド実験により、詳細かつ頻度の低いフィードバックを受けた場合に、最高の成果を達成することが明らかになった。特に、高頻度のパフォーマンスは、自己の過大評価に繋がる恐れ (適切な学習を妨げる恐れ) があり、この結果、フィードバックの頻度が高い群は、詳細さに関係なく、フィードバック頻度が低い群よりもその成果は低かったことが明らかにされている。さらに、Lurie and Swaminathan (2009) は、近年の情報技術の進歩により、意思決定に関する頻繁なフィードバックを得ることが可能になっているものの、フィードバックを頻繁に行うと、逆にパフォーマンスの低下につながることを実験で明らかにしている。特に、より頻繁にフィードバックを受け取ることが、直近のデータに過度に注意を払うことに繋がってしまい、体系的かつ長期的に情報を比較することができなくなる恐れがあることを明らかにしている。

それでは、どんな情報を与えるとパフォーマンスが上がるのかという点については、たとえば、Eyring et al. (2021) は、プロスポーツのフィールド実験を使用して、絶対値、相対値、または絶対値と相対値の両方を提供した場合の効果と比較し、その結果、相対的なパフォーマンス情報だけを与えることが、最高のパフォーマンスをもたらすことを明らかにしている。さらに、Manthei et al. (2023) は、小売チェーンの224店舗における業績給と業績に関する会話の因果効果を調査した2×2デザインのフィールド実験を実施し、業績給ではなく、業績を評価する会話がパフォーマンスを約7%増加させたことを明らかにしている。このように、フィードバックのタイミングの問題だけでなく、フィードバックの中身をどうするのが望ましいかという点も、実は興味深い論点と言えるが、この点については、紙面の都合から別稿を期することにする。

11 本来であれば、2×2で図表6のA (with feedback & fixed role) も実施する必要があるように思われるが、Jin et al. (2021) では、条件間の厳密な比較というよりは、学習効果の強弱を踏まえた構造推定を主要な分析に据えているため、ひとまずこの3つの条件のみを実行しているものと考えられる。

12 具体的には、真の値が「1」の場合の開示率は11% (理論予想は100%)、「2」の場合の開示率は42% (理論予想は0%) となり、均衡から乖離する行動が見られた。

13 具体的には、非開示の場合の平均推定値を「2.2」としていた (理論予想は1)。

news を開示しないこと (問 1 への回答: No), および, 情報受信者は, その戦略性に対してナイーブに行動してしまうこと (問 2 への回答: Yes) を実験で示している。

さらに, この後継の実験研究としては, Jin et al. (2022) がある。Jin et al. (2022) は, Jin et al. (2021) の開示・非開示の代わりに, 「複雑さ」を導入した 30 回繰り返しの Sender receiver game を用いて, sender と receiver の相互的な戦略性を検証している。Jin et al. (2021) の設定や利得構造と基本的には変わらない (sender は真の値を得て, それを receiver が当てるという設定で, sender は receiver が出す数字が高ければ高いほど利得が高まり, receiver は真の値に近い数字を言い当てれば利得が高まる) もとで, 真の値が「1」から「10」(範囲が広がった)に変更され, かつ, 開示・非開示ではなく, 真の値に「複雑さ」が加味されて開示される設定に変更されている。ここで複雑さとは, receiver に与えられる「ヒントの数字」の個数をいい, sender は, その複雑さ (c) を 1 から 20 の範囲で選ぶことができる。たとえば, sender が複雑さ $c=5$ と設定すると, Computer が, -10 から $+10$ の範囲の数字を任意に 5 個選び, これが receiver に提示され, 提示されるヒントの数字を足すと真の値になるという構造になっている。

そして, このような Jin et al. (2022) の実験から, 以下の 3 点が明らかにされている。すなわち, ①Sender は, 真の値が小さい時 (つまり, sender にとって bad news である時) に, わざと複雑さの高い情報開示をおこなうこと, ②複雑さが高い情報開示がなされる場合, Receiver の数当ての正確さは低くなること, ③事後質問から receiver のナイーブさが垣間見えること (たとえば, Receiver は, 特に真の値が高い場合に, sender の複雑さを実際よりも低く見積もること) である。このように Jin et al. (2022) は, Jin et al. (2021) と同様の結果を実験で明らかにしている。

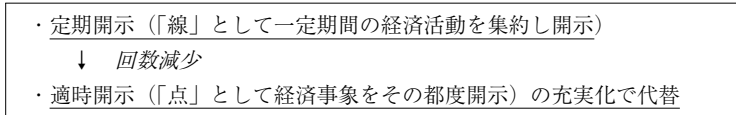
以上を, 最初の問いに対応させるかたちで纏めると以下ようになる。まず, 経営者は自発的に bad news を開示するか, という第 1 の問いに対しては, 既存研究からは, 「No」という答えが導かれる。また, 投資家サイドはナイーブなのかという第 2 の問いに対しては, 既存研究からは, 「Yes」という答えが導かれる。このことから, 金融庁 (2022) が示す適時開示を中心とする自発的開示の仕組みのもとでは, 経営者は, 自身にとって都合の良い good news だけを選択的に開示し, かつ投資家サイドは, それにナイーブに反応してしまう恐れがある。このように考えると, 金融庁 (2022) が示す「将来の開示規制モデル」は, 現実には, 上手く機能しない可能性が示唆される。

IV 論点 3: 「点」情報と「線」情報

本節では, 第 3 の論点として, 「線」情報から「点」情報への転換について述べる。金融庁 (2022) では, 定期開示の回数を減らすとともに, 適時開示の充実化の方向性を

示唆している。つまり、従来の四半期開示で求められていた集約情報（本稿では、これを「『線』情報」と表現する）が、適時開示という非集約情報（本稿では、これを「『点』情報」と表現する）で代替される可能性が示唆されている（図表7）。

図表7 「将来の開示規制モデル」における定期開示（集約開示）と適時開示

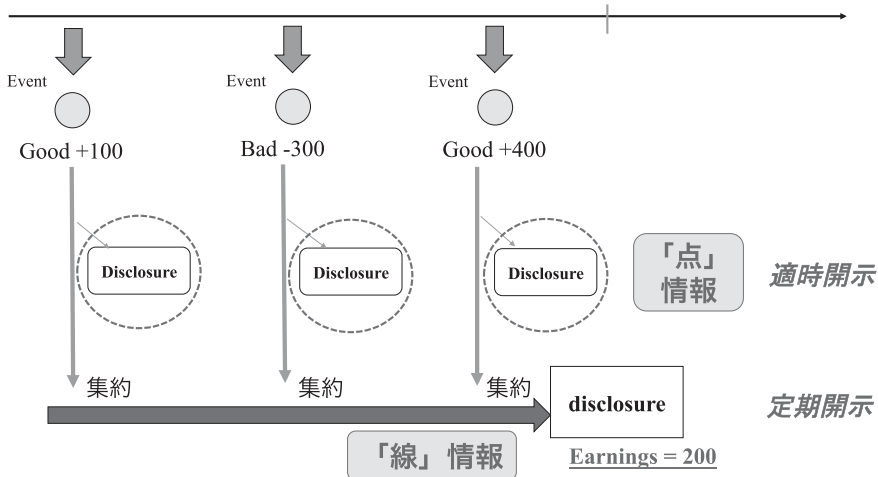


出典：筆者作成

つまり、強制かつ集約情報の開示を減らす代わりに、企業に自発的な非集約情報（点情報）の開示をその都度させることで、これまでと同水準の情報を企業に開示させることができるのではないかと、というのが、金融庁（2022）が描く「将来の開示規制モデル」のようである。

しかしながら、集約情報の開示を、適時開示で代替するということが、会計理論として本当にできるのかどうか、素朴な疑問が湧いてくる。ここで、両者の関係を図示すると、図表8のように示される。

図表8 「点」情報と「線」情報の違い：イメージ



出典：筆者作成

図表8に示されるとおり、適時開示は、企業に発生したイベントを、その都度開示するものであり、たとえば、100の利益を生む good news が生じたとしたら、それを単体として個別開示するというイメージになる（図表8上部）。他方、定期開示は、企業に発生したイベントを、一定の期間で集約し、その集約され計算された利益を開示するものである。たとえば、ある会計期間に複数のイベントが発生し（いま簡単化のために3つのイベントが発生したものと仮定する）、それぞれのイベントが利益に与える影響が、

+100 (Good news), -300 (Bad news), そして+400 (Good news)であったとする。この場合、定期開示では、期間全体の利益を「 $100 - 300 + 400 = +200$ 」と計算し、この集計された利益「+200」を計算書にて開示するものである(図表8下部)。

このように、両者はまったく性質の異なるものであるから、理論的・概念的には代替不可能なものといえる。そこで、本節では、このような点に留意したうえで、この問題を考えることにする。なお、この点に留意した先行研究は皆無であることから、本稿では、どのような点が問題となりそうか、そして、それらを実験やモデルで分析するためのヒントは何かを検討することにしたい。特に本稿では、図表9に示される4つの視点から、以下検討を進める。

図表9 「線」情報を「点」情報で代替できるか? : 4つの視点

- | |
|-------------|
| ①経営者行動への影響 |
| ②企業の「事務コスト」 |
| ③投資家行動への影響 |
| ④監査人行動への影響 |

出典：筆者作成

IV-1 論点3①経営者行動への影響

まず第1は、経営者行動への影響である。ここで、論点2との関係からすると、経営者は、適時開示(「点」情報)において bad news を開示するか、ということが重要論点となる。特に、「適時開示条件」と「集約開示(定期開示)条件」という2つの条件を想定し、これらのもとでの経営者行動を比較することを考えよう。論点2での議論からすると、発生イベント単発での開示がなされる「点」情報のほうが、経営者は情報をより隠す傾向(特に bad news を「非開示」にする傾向)があるように思われる。なぜなら、「点」情報であれば、bad news がそのまま単体でさらされることになるため、情報受信者(株主や投資家等)の注目を集めやすいが、「線」情報であれば、情報集約のプロセスで、bad news が他の情報の中に紛れる可能性もあり注目度はより薄くなる。その結果、単体で bad news が開示されるよりも、他のイベントと紛れて「線」情報として開示される場合の方が、情報の隠蔽確率は低くなることが予想されるからである。

さらにここで、経営者にとっての発生イベントの原因帰属という論点を加味してみよう。ここでのイベントの原因帰属、つまり、イベントの発生原因が経営者に帰属する場

14 田口(2020, 2023)は、情報の「集約」は、企業会計の原初形態を考えるうえで重要な要素のひとつであると指摘している。

15 なお、金融庁(2022)では、適時開示として、具体的にどのような事象を、どのレベルで開示する必要があるのかについては明示されていない。このため、開示事象およびその開示水準については、ひとまずは現状ルールをもとに考えることにしたい。

合（たとえば、経営者の判断ミスで大きな損失が生じてしまう状況）と帰属しない場合（たとえば、経営者の判断とは専ら関係のない環境要因によって大きな損失が生じてしまう状況）を考えてみる。これを加味した実験デザインを想定すると、図表 10 のようになる。

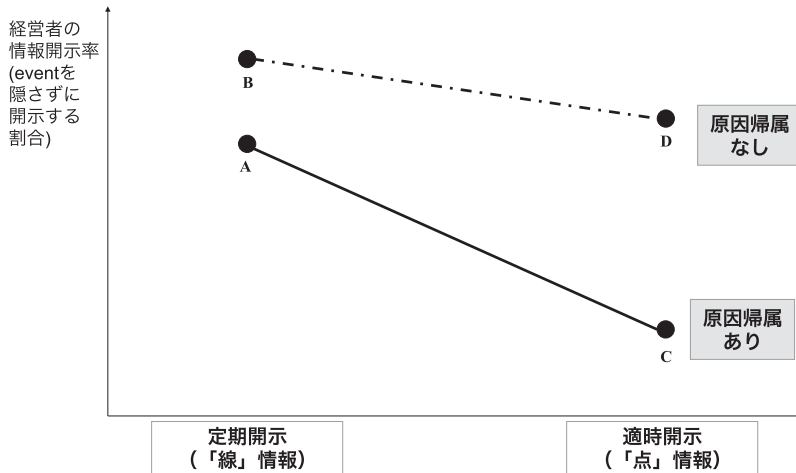
図表 10 発生イベントの原因帰属と「線」情報 vs. 「点」情報：実験デザイン

		発生イベントの原因帰属	
		経営者に原因あり	経営者に原因なし
開示形態	定期開示 (「線」情報)	条件 A	条件 B
	適時開示 (「点」情報)	条件 C	条件 D

出典：筆者作成

そして図表 10 のような 2×2 の状況を勘案し、かつイベントが bad news であることを前提とするならば、図表 11 のような予想ができる。

図表 11 経営者行動に関する予想：発生イベントの原因帰属と「線」情報 vs. 「点」情報



出典：筆者作成

まず、図表 11 からいえることの第 1 は、全体として、経営者の情報開示確率は、『原因帰属なし』の場合 > 『原因帰属あり』の場合』と予想できるという点である。これは要するに、経営者にとっては、自身の経営判断が原因となっている bad news はより隠したいと考えるであろうことから、経営者自身に原因がある場合に、bad news の開示率は低くなるということが予想されるということである（開示確率は、「条件 A < 条件 B」かつ「条件 C < 条件 D」と予想できる）。たとえば、減損損失を例にとると、環境要因変化による減損損失と、経営者自身の判断ミスによる減損損失とでは、経営者は後者の方

をより隠したいと考えるだろう。

また、図表 11 からいえることの第 2 は、相互作用効果である。つまり、A と B の開示率の差と、C と D の開示率の差を比べると、「A と B の開示率の差」 < 「C と D の開示率の差」となることが予想できる。つまり、「線」情報よりも「点」情報をより隠したいという経営者の心理は、自己に原因帰属がある場合により強くなることが予想できる。

ただしもちろん、これは実証課題であるため、今後の研究で明らかにされる必要があるが、このような適時開示における経営者行動を検証し、特にどんな条件であれば、経営者は適時開示下で bad news を開示するか（しないか）を明らかにしていく必要があるだろう。

IV-2 論点 3②企業の「事務コスト」

第 2 は、企業の事務コストは本当に減るのかという論点である。ここでは、「線」情報たる適時開示のほうが、むしろ開示の判断コストと言う意味での事務コストがより大きくなると考えられる。すなわち、定期開示であれば、発生イベントを粛々と集約していき、最終的に利益計算を行うことになるため、それを単体として開示するかどうかという判断コストはかからない。それに対して、他方、適時開示の場合は、どのような内容の、どのような重要性のイベントを開示するかどうかという開示のための「判断コスト」が、event の都度、追加的にかかるため、事務コストはむしろ高まる恐れがある。

もちろん、これも実証課題であるため、実際にアーカイバル・データ、もしくは実験データで確かめる必要があるが、いずれにせよ、適時開示の判断コストの計測（適時開示の benefit > 適時開示の cost となるか）、および、どんな条件があれば、判断コストを減らすことができるかという検討が求められる。

IV-3 論点 3③投資家行動への影響

第 3 は、投資家行動への影響である。ここでは、アンカリング効果（anchoring effect: Tversky and Kahneman 1974）が重要になる。すなわち、適時開示（「点」情報の開示）の場合は、発生イベントが集約されず個別に開示されることになるが、投資家は、適時開示情報がアンカーとなることで、当該情報に過度に引きずられた意思決定をおこなってしまう可能性がある。特に、四半期開示が廃止されると、適時開示の頻度も一定程度高まることが予想されるが、もし適時開示の頻度が多くなればなるほど、そしてこれらの情報が体系的でなく五月雨式に開示されるほど、投資家は、開示される個別の情報に過度に流されてしまい判断を誤ってしまう恐れがあるかもしれない。

ここで、四半期開示に関する研究ではないが、Clor-Proell et al. (2020) は、モバイル

デバイスを介した投資情報開示について、五月雨式となる傾向にあること（投資家側で、ある程度整理して解釈しなければならないこと）や受動的な情報獲得となることに着目し、被験者を投資家役として、情報のリアルタイム通知（あり／なし）とコンテンツの整理状況（グループ化されている／されていない）を操作した投資実験をおこなっている。その結果、投資家は、グループ化されていないコンテンツをリアルタイム通知で受信する場合に、企業価値を過度に高く評価してしまうこと、また、投資情報を見逃すことに対する恐怖心を持つ被験者ほどその傾向が強いことが明らかにされるなどが示唆されている。このように考えると、情報が集約されずに、発生之都度、いわば五月雨式に開示されることによる投資家への逆効果が懸念される場所である。

このことから、適時開示に対する投資家反応、特に、適時開示の頻度が高まることで、投資家行動にどのようなバイアスが発生しそうか、またどのような条件があれば、そのようなバイアスを回避しうるか、といったことを今後、実証的に検討していく必要があるだろう。

IV-4 論点3④監査人行動への影響

最後に第4は、監査人行動への影響として、適時開示の verification 問題が挙げられる。特に、経営者と監査人との情報の非対称性からすると、経営者が開示しないイベントを、監査人が独自に発見し、検証することは困難であると考えられる。とすると、適時開示については、経営者の後追いで検証しかできない恐れがある。つまり、「定期的の開示・検証すること」が事前に担保されないと、特に適時性の検証は難しいと言わざるを得ない。

さらに、ここで発生イベントを、2つのタイプに分けて考える（図表12）。

図表12 発生イベントの2タイプと適時開示の verification 問題

<p>1: Obvious events : 外部からも物理的（視覚的）もしくは客観的に発生が確認できるイベント</p>
<p>2: Non-Obvious events : 非物理的（非視覚的）かつ主観的であり外部からの発生確認が困難なイベント</p>

出典：筆者作成

図表12に示されるとおり、企業の経済的な発生イベントは、外部からも物理的（視覚的）もしくは客観的に発生が確認できるイベント（便宜的にこれを、「Obvious events」とよぶ）と、非物理的（非視覚的）かつ主観的であり、外部からの発生確認が困難なイベント（便宜的にこれを、「Non-Obvious events」とよぶ）とに峻別することができる。そして特に後者の Non-Obvious events は、監査人が自ら独自に調査して把握することは極めて困難であろうし、かつ、いま監査の現場でも注目されている continuous

audit (テクノロジーを利用したいわゆる継続監査) であっても, そもそも会社が証憑レベルに挙げなければ把握は困難であることから, 監査人側でそれを独自に発見して検証するという行為は極めて難しいといえる。

よって, どのような条件があれば, 監査人は非開示の Non-Obvious events を独自に発見し, その影響を検証できるか, ということを議論していく必要があるだろう。

IV-5 小括

本節で議論したとおり, 「点」情報たる適時開示については, 「線」情報たる集約された定期開示の場合とは全く異なる人間行動(およびそれに伴う経済的帰結)が予想される。このことから, 理論的にも, 実証的にも簡単に「定期開示」を「適時開示」で代替するとはいい難いし, かつ, これらの課題を念頭に置いて, 「将来の開示規制モデル」を検討する必要があるだろう。

V 今後に向けて: 信頼×開示

最後に本節では, 上記の議論をまとめるとともに, 議論を踏まえて, 今後どのような研究が必要となるか, 展望を明らかにしたい。まず, 本稿で議論したように, 「将来の開示規制モデル」の大きな問題は, 「経営者が『点』情報としての bad news を開示しない恐れがある」という点である。それでは, この点について, 一体どのようにしたらよいであろうか。

考えられるひとつの案は, 自発的開示をやめ, 強制開示(現状の姿…強制的な四半期開示)を維持する(現状に戻す)ということである。そもそも四半期開示反対の根拠である「事務負担」という点について, 必ずしも明確なエビデンスがあるわけではない以上, デメリットが見込まれる「将来の開示規制モデル」に移行することを踏みとどまり, 積極的な意味で現状維持を図るという方策が考えられる。

また, もうひとつの, そしてより現実的な案は, 「将来の開示規制モデル」に移行することを前提にしつつも, 自発的開示のもとでも経営者が Bad news を適時に開示してくれるための方策を考えることである。つまり, Bad news を出しても経営者にとってプラスになる環境が必要となる(情報開示したこと自体に対するメリットがある環境が必要となる)と考えられる。では, 一体どうしたらよいただろうか。ひとつのカギは, gift exchange 仮説である (e.g., Akerlof 1982)。すなわち, たとえ Bad news であっても経営者の評判が落ちないような市場環境, つまり, 経営者の開示そのこと自体が, 投資家に対する「gift」となり, その gift に対して投資家が経営者に「gift」を送り返す(信頼を寄せ, より多く投資をする)¹⁶ という, よりよい gift exchange が生まれるような環

境づくり（経営者・投資家の相互信頼が醸成される環境づくり）が必要となろう。

それでは、その対策を実行するために必要なことは一体何であろうか。端的にいえば、それは、株主の長期思考を促進する仕掛けであると考えられる。いわば、株主が短期的に経営者を評価しないこと、つまり株主の短期主義を排除する方策が必要不可欠となると考えられる。ここで注意したいのは、経営者の短期主義と株主の短期主義とを峻別して議論することである。これは、IIの論点1でも述べたとおりであるが、短期的な bad news で一喜一憂しない株主、つまり長期思考の株主を市場に増やす方策が重要な鍵となる。そして、そうすることができれば、企業の情報開示そのものが評価される環境、つまり、もし仮に経営者が Bad news を開示したとしても、その開示自体を長期的な視座を有する株主にポジティブに評価してもらえという環境を構築することができるだろう。

逆に言えば、短期的な企業情報や短期的な株価上昇・下落で一喜一憂する株主を作る施策は望ましくないということになる。その点で言えば、株価や ROE, PBR などの財務指標に過度に注目を集めさせ、それらの向上、そしてその手段としての自社株買いをあたかも重要な経営目標・手段であるかのように推奨する環境を（意図的ではないにせよ）作り上げてしまっている現状の市場の取り組み（たとえば、日本のコーポレートガバナンス・コード）は、その流れに逆行していると言わざるを得ない¹⁷。よって、現状のガバナンス・コードに対して提言するとするならば、株主に対して、過度に株価に注目させるような政策や数値目標を再考すべきである（「株主を煽ることなかれ」といえるし、また、ガバナンスとはそもそも principal-agent 間の相互信頼を如何に構築するかという問題（長期的視野で、経営者が誠実に経営を行うことができる仕組みを作ること）であることから、そういった意味でのガバナンスの根源を、今一度見つめ直す必要があるとも言えそうである。特に、もし今後、四半期開示に関する制度変革を推し進め、「将来の開示規制モデル」へと大きく舵を切るのであれば、それと同時に、株主の長期主義を生む仕組みづくりをすることができるかどうか、その成功のカギとなるだろう。

以上を踏まえて、本稿の議論を纏めると、以下の3点に要約できる。

-
- 16 このような開示がもたらす gift exchange に関する基本アイデアは、Taguchi and Kamijo (2022) を参照。
- 17 たとえば、東京証券取引所は、ガバナンス改革の一環として、2023年3月に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」として、プライム、スタンダードの上場企業を対象に、PBR（株価純資産倍率）が1倍以下の企業に対してその改善を進めることや、その状況を開示するよう要請している。さらに、それに積極的に開示している企業の一覧を2024年から公表するとしている。もちろん、そのような「要請」が、企業の長期的な株主志向の経営につながればよいのだが、実際には、その意図に反して、自社株買いなど短期的かつアドホックな対応で、それに対処しようという企業も散見される。

- ①金融庁(2022)を中心とする四半期開示の改正では、「集約情報」開示を「非集約情報」開示で置き換えている点が鍵となること。
- ②特に Bad news に係る「自発的」かつ「非集約情報」開示は、経営者によってなされない恐れがあること。
- ③このような状況を解消するには、究極的には、株主と経営者の間の信頼醸成を促すルールデザイン、特に「株主の長期思考」を促す必要があること。

そして、これらの論点を検討していくことは、田口(2023)でいう「レベル2の信頼」と情報開示との関係を検討していくことにも繋がるものと考えられる。よって、これらの問題は、企業会計の原初形態とは一体何かという根源的な課題とともに、検討されることが望まれる。

付記：

本稿は、2023年6月におこなわれた日本経済会計学会第40回年次大会の統一論題「『四半期開示制度の見直し』をめぐる残された課題」での報告内容に大幅に加筆修正を加えたものである。議論の場において、生産的なコメントをくださった先生方にお礼申し上げる。なお、本研究は、JSPS 科研費(22K18541)の助成を受けた研究成果の一部である。

References

- Akerlof, G. A. (1982). Labor contracts as partial gift exchange. *The quarterly journal of economics*, 97(4), 543-569.
- Arya, A., Glover, J. C., & Sunder, S. (2003). Are unmanaged earnings always better for shareholders?. *Accounting horizons*, 17, 111-116.
- Baginski, S. P., Campbell, J. L., Hinson, L. A., & Koo, D. S. (2018). Do career concerns affect the delay of bad news disclosure?. *The Accounting Review*, 93(2), 61-95.
- Bergman, P. (2021). Parent-Child Information Frictions and Human Capital Investment: Evidence from a Field Experiment *Journal of Political Economy*, 129(1), 286-322.
- Casas-Arce, P. A. B. L. O., Lourenço, S. M., & Martínez-Jerez, F. A. (2017). The performance effect of feedback frequency and detail: Evidence from a field experiment in customer satisfaction. *Journal of Accounting Research*, 55(5), 1051-1088.
- Clor-Proell, S. M., Guggenmos, R. D., & Rennekamp, K. (2020). Mobile devices and investment news apps: The effects of information release, push notification, and the fear of missing out. *The Accounting Review*, 95(5), 95-115.
- Eyring, H., Ferguson, P. J., & Koppers, S. (2021). Less information, more comparison, and better performance: evidence from a field experiment. *Journal of Accounting Research*, 59(2), 657-711.
- Gigler, F., Kanodia, C., Sapra, H., & Venugopalan, R. (2014). How frequent financial reporting can cause managerial short-termism: An analysis of the costs and benefits of increasing reporting frequency. *Journal of Accounting Research*, 52(2), 357-387.
- Hecht, G., Hobson, J. L., & Wang, L. W. (2020). The effect of performance reporting frequency on employee performance. *The Accounting Review*, 95(4), 199-218.
- Jun, G. Z., Luca, M., & Martin, D. (2021). Is No News (Perceived As) Bad News? An Experimental Investigation of Information Disclosure. *American Economic Journal: Microeconomics*, 13(2), 141-173.

- Jin, G. Z., Luca, M., & Martin, D. (2022). Complex Disclosure. *Management Science*, 68(5), 3236-3261.
- Kanodia, C., & Lee, D. (1998). Investment and disclosure: The disciplinary role of periodic performance reports. *Journal of accounting research*, 36(1), 33-55
- Kajüter, P., A. Lessenich, M. Nienhaus, and F. van Gemmern. (2022). Consequences of Interim Reporting: A Literature Review and Future Research Directions. *European Accounting Review*, 31(1) : 209-239.
- Kanodia, C. (2007). *Accounting disclosure and real effects*. Now Publishers Inc.
- Kanodia, C., and A. Mukherji. (1996). Real effects of separating investment and operating cash flows. *Review of Accounting Studies*, 1(1) : 51-71.
- Kanodia, C., and H. Sapra. (2016). A Real Effects Perspective to Accounting Measurement and Disclosure: Implications and Insights for Future Research: Accounting measurement and disclosure. *Journal of Accounting Research*, 54(2) : 623-676.
- Kanodia, C., R. Singh, and A. E. Spero. (2005). Imprecision in Accounting Measurement: Can It Be Value Enhancing? *Journal of Accounting Research*, 43(3) : 487-519.
- 金融庁 (2022). 『ディスクロージャーワーキング・グループ報告 (12月27日)』金融審議会
- 古賀裕也 (2022). 「四半期開示の経済的帰結に関する先行研究のレビュー」『企業会計』74(9), 55-66.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news?. *Journal of Accounting research*, 47(1), 241-276.
- Lurie, N. H., & Swaminathan, J. M. (2009). Is timely information always better? The effect of feedback frequency on decision making. *Organizational Behavior and Human decision processes*, 108(2), 315-329.
- Manthei, K., Sliwka, D., & Vogelsang, T. (2023). Talking about performance or paying for it? A field experiment on performance reviews and incentives. *Management Science*, 69(4), 2198-2216.
- 中野貴之 (2022) 「四半期開示制度に関する実証研究の証拠」『会計』202 (2), 142-156.
- 中野貴之 (2023) 「四半期開示の任意化と適時開示の充実 - 『将来の開示規制モデル』の合理性の検討」『企業会計』75(5), 16-22.
- 大日方隆 (2023). 『日本の会計基準 I/II/III』中央経済社.
- 大石桂一 (2015). 『会計規制の研究』中央経済社.
- Roychowdhury, S., Shroff, N., & Verdi, R. S. (2019). The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review. *Journal of Accounting and Economics*, 68(2-3), 101246.
- スズキ・トモ (2022a) 『『新しい資本主義』のアカウンティング: 「利益」に囚われた成熟経済社会のアポリア』中央経済社.
- スズキ・トモ (2022b) 「政策導入目的に基づく四半期開示制度の評価 - 『国民経済の健全な発展』に資する設計へ」『企業会計』74(9), 22-31.
- 田口聡志. (2009) 「『国際会計基準へのコンバージェンスの流れ』はいずれ崩壊するか? : 企業会計のメカニズム・デザイン研究序説」『同志社商学』61(3), 24-46.
- 田口聡志. (2010) 「内部統制監査制度の比較制度分析: 内部統制監査制度生成を巡る人間心理とその動態に係る分析的物語アプローチ」『経済論叢』184(3), 113-129.
- 田口聡志. (2011) 「制度と実験: 会計基準のグローバル・コンバージェンスを題材として」『社会科学』41(3), 1-29.
- 田口聡志. (2012a) 「Management Accounting Change の実験比較制度分析に向けて」『社会科学』43(2, 3) 19-51.
- 田口聡志. (2012b) 「こころと制度の実験検証: 実験比較制度分析が切り拓く新たな会計研究の地平」『税経通信』67(15), 25-32.
- 田口聡志・上條良夫 (2012) 「監査制度の生成に関する実験比較制度分析: 米国型監査システムは経営者を誠実にするのか」『企業会計』64(1), 140-147.
- 田口聡志. (2014) 「税率に対する期待と課税所得調整行動: 税制に関する実験比較制度分析へ向けて」『同志社商学』65(4), 439-452.

- 田口聡志 (2015) 『実験制度会計論 未来の会計をデザインする』 中央経済社
- 田口聡志 (2020). 『教養の会計学 ゲーム理論と実験でデザインする』 ミネルヴァ書房.
- 田口聡志 (2023). 「実験会計学の宇宙: 未来×信頼×原初形態」『会計』 203(2), 64-78.
- Taguchi, S., & Kamijo, Y. (2022). Disclosure is a Gift That Encourages Trust and Reciprocity. *mimeo*.
- Tversky, A., and Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristic and biases. *Science*, 185, 1124-1130.