

内生的情報開示モデルと開示政策の意義について¹⁾

小林 佳世子

(南山大学経済学部専任講師)

1. はじめに

近年のインターネットの普及に伴い、情報格差という言葉も生まれ、消費者に適切な情報を提供することの重要性が、ますます強く叫ばれるようになってきている。そこで本稿では、消費者政策の一環としての情報開示政策の持つ社会的意義を論じるために、情報開示の理論的背景を整理することを目的として、内生的情報開示にまつわる問題のサーベイを行い、その理論分析の到達点を概説したい。

情報開示の事例は、枚挙にいとまがない。公開企業の情報開示はもちろん、病院におけるカルテの開示や、食の安全性への意識の高まりとともにしばしば話題にのぼる食品の成分表示なども、その一例としてあげられよう。

こうした情報開示の問題について議論する際には、情報は隠されるということ、情報を隠すことは望ましくないこと、この2点は当然の前提となっているといっても差し支えないであろう²⁾。しかしながら、標準的な経済学によると、この一般的常識とは全く異なった結論が導かれる。そこでは必要な情報はすべて自主的に開示され、したがって情報開示を強制する仕組みは必要ないどころか、開示のコストを考えると、むしろそれは無用の長物であるという結論が導かれる。これが内生的情報開示³⁾における完全開示といわれる結論である。

このように、一般に当然と思われている開示政策の前提条件も、実はその理論的根拠は思っているほど自明なものではない。Dye (2001) も指摘

したとおり、ここには理論と現実との間に大きな隔たりがあるといわざるを得ず、このギャップの説明が、内生的開示モデルの問題の核心部を構成している。

一方、現実の世界を改めて観察してみると、あふれるほど雑多な情報に囲まれているともいえ、こうした過剰開示ともいえる状況と、必要な情報がなかなか手に入らないという過小開示の状況とが混在している。情報は、ある場合には積極的に公表され、ある場合には隠されるというこの現実の状況において、情報が隠されるのはいつどのような状況なのか、逆に、自主的に情報開示がなされるのはいつどのような状況なのか、またそれはなぜなのか、この当たり前に見える問いを考え直すことは無意味ではない。これは、情報開示を強制する仕組みが、いつ誰にどのようなメリットをもたらし、いつ誰にどのような負担を強いるのか、これらの点についての議論を可能にし、これはまた情報開示を強制する仕組みを考える際の重要な視点を提供する。したがって、本稿の問題意識は、そもそも、なぜ意思決定主体は情報を隠すのかという点と、情報開示政策の意義は何かという点の2点である。これらの点を意識しながら、現在までに何が明らかになり、何が問題として残されているのか、以下、考えていくこととする。

2. 完全開示

(1) 基本モデル

標準的な経済学は、経済主体は自発的な情報開

示のインセンティブを十分に持つために、必要な情報はすべて自主的に開示されることを予測する。売り手と買い手の間の財の品質に関する情報開示の問題としてこれを示したものが、Grossman and Hart (1980)、Grossman (1981)、Milgrom (1981) であり、金融市場における企業の情報開示の問題として取り扱ったものが、Verrecchia (1983)、Jovanovic (1982)、Lenen and Verrecchia (1987) である。ここから、情報開示を強制するいかなる仕組みも必要なく、開示の費用を考えれば、むしろそうした制度は社会厚生を悪化させることが示唆される。

これらの結論を導いた背後の考え方を確認しよう。基本モデルとして、「よい情報」と「悪い情報」の2種類の情報を考え、以下、よい情報を持つ経済主体を「よいタイプ」、悪い情報を持つ経済主体を「悪いタイプ」と呼ぶことにする。

優れた製品の開発に成功した企業（よいタイプ）と失敗した企業（悪いタイプ）を考えてみる。よいタイプは「製品開発の成功」という情報を伝えることが利益につながるため、その開示のインセンティブを持つことになる。これ以外にも、情報開示のメリットとして、資金調達コストが下がる、株価が上がる、顧客からの苦情が減るなど、さまざまな状況が考えられる。

一方、製品開発に失敗した悪いタイプは、わざわざ失敗を公表しても意味がないため、情報開示のインセンティブはない。しかしながら、非開示の事実自体が悪いタイプであることを意味してしまうため、結局、誰がよいタイプで誰が悪いタイプなのか、必要な情報は、事実上すべて開示されることになる。これが、完全開示あるいは Unraveling result と呼ばれているものである。

なお、ここでは、情報が立証可能であるという非常に重要な仮定がおかれている⁴⁾。ここでの立証可能性とは、費用はかかるかもしれないが、何らかの方法さえとれば、その情報の真偽を裁判所に証明できるという意味である。本稿の目的の1つは政府による開示規制を考えることであるため、立証不可能、つまり、決してその真偽が確かめられない情報は、政府による直接的規制にはなじま

ないと考えられるためである⁵⁾。

なお、ここでの基本モデルは、情報の数などの仮定には依存していない。情報の種類が n 種類であっても、情報の種類が連続あるいは情報の種類に上限がない場合であっても、また、企業が一度に複数の独立した情報を持つ場合であっても、基本モデルと本質的に同じ仕組みが働き、完全開示の結論が導かれる。また、例えば、1株あたり1ドルの収益を見込んでいるときに、少なくとも1ドルというような幅を持った情報開示が許されるケース (Milgrom and Roberts 1986) も、開示された情報のうち最も悪い状況が真実であると受け手が解釈するため、同様の結論が得られる⁶⁾。

(2) 過大な情報開示が起きるケース

次に、情報開示が過大に起きるモデルを紹介する。

よいタイプの情報開示が、非開示の企業の情報の期待値を下げるという負の外部性を発生させ、情報開示が社会的に過剰となるモデル (松村 1998; Jovanovic 1982) や、あるいは、投資家の注目を浴びるための開示競争を行う結果として過剰開示が起きるモデル (Fishman and Hagerty 1989) が示されている。やや似た状況として、相手に関する情報開示ができるとすると、「相手の悪さ」を互いに宣伝しあう、negative campaign が起きるケースも指摘されている。

また、情報獲得費用を考え、さらにその情報獲得費用の削減投資ができるモデル (Pae 1999) では、情報獲得費用を過大に払って情報を得ようとするところから生まれるコストと、情報獲得費用削減のための投資を過大に行って情報を得ようとするところから生まれるコストの、2種類の社会的コストが発生することが示されている。

(3) 悪い情報だけが開示されるケース

次に、悪い情報だけが開示されるケースを考える。例えば、敵対的買収や労働組合との交渉が予定されていると、その直前に悪い情報が開示されることが Liberty and Zimmerman (1986) によって示されている。また、経営者にストックオプション

ションが付与されているケースでは、そのオプションを有利に行使するために、経営者は、株価を下げる悪い情報をまず開示し株価を上げる情報を遅れて開示することを、Yermack (1997) や Aboody and Kaznik (2000) が示している。また、ライバル企業の参入阻止が重要な場合、その参入を思いとどめるために市場の状況の悪化などの悪い情報を積極的に開示するケースを、Darrough and Stoughton (1990)⁷⁾ が示している。

ここで重要なのは、これらのモデルで開示される情報は、通常の意味では悪い情報であっても、「情報開示を決定する主体の利得を上げる（買収を避けられる・よい条件でオプションを行使できる・新規参入を阻止できる）」という意味ではよい情報であるという点である。このモデルは、「よい情報」とは、「情報開示の裁量権を持つ主体にとっての『よい』情報」と考えるべきであることを示し、そう読みかえることで基本モデルと同様の完全開示の結果を示していると考えることができる。

3. 情報非開示・過小開示モデル

ここから、過小開示のモデルを中心に紹介し、情報開示を強制する仕組みの意義を考えることとする。Vishwanath and Kaufmann (2001) は、過小開示の原因として情報開示費用の存在と、情報が他社などに漏れてしまう外部性をあげている。そのほかにも、私的情報の存在に関する不確実性、代理人問題の存在、情報の受け手の問題、情報の出し手の問題、将来の不確実性の問題などがその原因として考えられており⁸⁾、それらを、順次紹介する。なお、過小開示モデルであっても、情報開示の強制が社会厚生を改善することを必ずしも意味していないことを、以下注意する必要がある。

まず、外性的な開示費用がかかるケースを考える。この場合は、開示費用を上回るほどに開示のメリットが高い企業は開示をし、そうでないタイプは開示をあきらめることで、部分的な非開示が発生することが示される (Jovanovic 1982;

Verrecchia 1983; Dye 1986)。しかしながら、開示のメリットの大きい企業は依然として積極的な情報開示をしているはずであり、開示費用の中身についての議論がされていないこととあわせて、現実の説明としては不十分である。

そこで次に、内生的な開示費用を取り入れたモデルを紹介する。寡占市場における分析がその代表的な例だが、新規参入の有無や競争の形（数量競争（クールノー）か価格競争（ベルトラン）か）、不確実性の入り方（費用か需要かなど）などの設定により、完全開示から不開示まで、その結論は大きく変わってしまうことが知られている。

例えば、新規参入を認めるゲーム (Darrough and Stoughton 1990; Verrecchia 1990b; Dye 1986; Feltham and Xie 1992; Wagenhofer 1990) を考えると、よい情報の開示は金融市場での評価を上げるが、それはライバルの参入を促進させるというコストを発生させる。そこで、参入阻止が重要な状況 (Darrough and Stoughton 1990) では、それを思いとどまらせるために悪い情報のみを開示するという形で、競争は開示を促進するという結論が得られている。一方、既存企業同士の競争としてとらえる (Clinch and Verrecchia 1997) と、むしろ競争は情報開示を妨げるという結論が示される。これらの背後の考え方は、例えばクールノー競争では、相手の生産量が減ると、市場全体の供給量が減ることから市場価格が吊り上がり、自己に有利となる。そこで、相手の生産量を減らすように自己の情報開示を決定するが、それが、状況によって完全開示となり、別の状況では不開示となるのである。

なお、これらのモデルで、情報を得る前に、完全開示か非開示かにコミットすることができるか、あるいはそもそも情報を得ないことにコミットできる場合、情報を得た後に経営者が開示の有無を選ぶときよりも、社会厚生が改善されることが示されている。その結論はDarrough (1993) がまとめているが、情報非開示にコミットすると社会厚生が上がるモデルがCournot/demandおよびBertrand/costであり、情報開示にコミットすると社会厚生が上がるモデルが、Cournot/cost およ

びBertrand/demandである。Cournot/demandモデルで情報開示の強制が社会厚生を悪化させることが、Pae (2000) でも示されている。

同様に、情報開示に費用がかかるだけでなく、情報獲得活動をするかどうかを選べるケース (Verrecchia 1990a) でも、事後的には情報開示の誘引に駆られるが、情報開示のコストを考えるとそもそも情報を得ないことにコミットすることが経営者にとって最適となり、結果として情報開示が妨げられることが示されている。

また、開示の費用ではなく、情報獲得費用がかかるモデル (Matthews and Postlewaite 1985; Farrell 1986; Shavell 1994) を考えると、情報獲得費用が小さい場合には情報を得る努力をするが、情報獲得費用が大きい場合にはそもそも情報を得る努力を放棄し、結果として情報開示が行われなくなることが示されている。同様に、情報開示を強制すると、情報獲得行動をしなくなるため、結果としてかえって情報開示は行われなくなるとも示されている。これらは、開示政策を考える上で見落としてはならない視点であろう。

次に、情報に不確実性があるケースを考える。Dye (1985a)、Jung and Kwon (1988)、Jorgensen and Kirschenheiter (2003)、Hughes and Pae (2004) は、私的情報の存在に関する不確実性を導入することで情報非開示を説明している。また、提供する情報を、第三者(会計士など)を利用するコストをかければその不確実性を減少させられるケース (Titman and Trueman 1986) を考えると、情報の信用性を高めるためのコストをかけているということ自体が、信じてほしいよい情報を持つことのシグナルとなり、逆にそれをしない企業の情報は悪いことが予期され、完全開示に近い結果を得ることが示されている⁹⁾。

次に代理人問題を考えると、基本モデルと同様、組織としては情報の開示のインセンティブを持つが、開示の意思決定は代理人である経営者が行うため、そのインセンティブが阻害される (Narayanan 2000; Nagar, et al. 2003) ケースが示されている。

次に、潜在的に非常に重要な論点を含んでいると思われる、情報の受け手の問題を考える。まず

情報の受け手の能力に違いがあり、情報のない売り手と隠した情報を持つ売り手の区別が可能な買い手とそうでない買い手や (Bushman et al. 1997; Dye 1998)、財務諸表や食品の成分情報のような高度な情報を理解できる受け手とできない受け手がいるケースを考える (Fishman and Hagerty 2003)。ここでは、情報の受け手がその情報を正しく理解できるならば、今までと同様、よいタイプの情報開示のインセンティブは存在するが、その情報が理解されないならば当然そのインセンティブはなく、情報非開示が均衡となる。また情報を理解する受け手が多ければ多いほど、情報開示のインセンティブは強くなる。また、情報開示を強制する政策の不利益は、情報の出し手と情報を理解できない受け手が被り、その利益は情報を理解できる受け手だけが享受することも示される。

なお、これらの結論は、受け手の能力が情報開示の有無に影響を与えるだけでなく、情報の受け手たる消費者が開示政策の利益を享受できるかどうかにも影響するため、消費者教育の重要性を示唆している。

また、同じ情報であっても受け手によって解釈が異なり、ある受け手はよい情報と受けとるが他の受け手は悪い情報として受けとる状況も議論されている (Suijs 2007)。この場合、情報の受け手の反応が不確実なため、結局、中庸な情報のみが開示され、よい情報や悪い情報などの極端な情報は隠されるということが示されている。受け手の反応の不確実性が、出し手の予防的な行動としての非開示のインセンティブを生むという問題は、現実の問題を考える際には忘れていけない視点である。

次に、開示した情報が情報の出し手に関する何らかの情報を与えてしまうとき、情報が開示されなくなることを、Nagar (1999) およびKim (1999) が示している。また、企業間にある種の相関が存在し、開示された情報が他企業に関する見込みなども伝える正の外部性のケースを考えると、情報開示が市場参加者(情報の受け手やライバル企業)に便益をもたらす可能性があるにもかかわらず、開示が過小となっていることを示した

ものがEasterbrook and Fischel(1984)、Admati and Pfleiderer(2000)である。

また、情報開示の目的が複数あるケースで、情報非開示が発生することを示したのが、Einhorn(2007)である。例えば、先にも取り上げたストックオプションが経営者に付与されているケースでは、経営者は悪い情報を先に開示するインセンティブを持つことが示されているが、こうした株価を下げることを目的とした(悪い情報を出したい)経営者と、株価を上げたいと考える通常の(よい情報を出したい)経営者とが混在し、その区別が投資家に分からないという不確実性があるとき、情報非開示が発生することが示されている。

最後に、将来の不利益を考慮したモデルを紹介する(Kobayashi mimeo)。例えば、病院のカルテの開示を考え、よい情報とは正しい治療を、悪い情報とは事故の発生を意味するとする。ここで現在の情報がよい情報であるからと情報を開示しておきながら、将来事故が起きたときにあわてて情報を隠せば、何か起きたことは自明である。そこで、仮に現在の状況は問題なくとも、将来の事故を考慮して、最初からすべての情報を隠そうとする結果、均衡で完全不開示が起きるのである。

この考え方にたつと、もともとの基本モデルは、1期限りの短期モデルと解釈できる。当該期のみを考慮すると、よいタイプは悪いタイプと区別してもらうために開示のインセンティブをもち、完全開示の結論を得る。しかしながら、将来の不確実性を考慮する長期モデルとして考えると、将来悪い情報を得たときにその情報を隠せるように、最初からすべての情報を隠すという戦略が均衡となるのである。

このような状況では、開示政策は社会厚生を大きく改善する可能性がある。情報開示の強制は、すべての事故を明らかにするため、事故低減努力のインセンティブを高める。さらに、事故を起こしやすい(悪い)タイプと起こしにくい(よい)タイプを考慮すると、情報開示を通じてより悪いタイプが次第に市場から淘汰されていくという効

果も期待できる。これらは、開示政策が社会厚生を大きく改善する可能性を示唆している。

最後に、情報開示の方法を考慮した文献を紹介する。Fishman and Hagerty(1990)、Dye(1985b)は、情報開示の方法を制限することでより情報の精度が上がりうることを示している。また、康(1992)は、たとえ意思決定主体が過剰開示のインセンティブを持つケースにおいても、情報開示方法の強制が、過剰開示を抑制するという意味で社会厚生を改善することを示している。

また、独立でない複数の情報を持つケースを取り扱ったEinhorn(2005)は、情報の出し手が開示したい情報と受け手が知りたい情報に齟齬がある状況を考え、それらが一定の相関をしているとき、企業が開示したい情報の開示を規制することが、もう一方の情報の開示を余儀ないものとし、結果として全体の情報開示が進むことを示している。

開示やその方法の規制が、開示の程度や社会厚生に影響するというこれらの視点も、実際の政策を考える際には重要な論点となるであろう。

4. 終章

本稿は、内生的情報開示問題のサーベイとして、理論的な分析の到達点を示すとともに、開示政策の意義を議論してきた。

内生的情報開示のモデルでは、完全開示がその主たる結論であり、現実との距離ははまだ大きいといわざるを得ない。あらゆる情報が隠されているわけではないが、経済学の予測する完全開示ともほど遠い現実を説明するためにも、意思決定主体はなぜ情報を隠すのか、情報開示政策の社会的意義とは何かといった視点をもって問題の整理を行うことは、消費者政策を考える際の重要な視点を与えることになろう。

これらのことを考えると、今後さらに深めていくべき論点として、情報の受け手の問題や将来の不確実性の問題、第三者による情報評価の問題などがあげられるのではないだろうか。社会問題となった耐震強度偽装事件の事例をあげるまでもな

く、消費者がすべての情報を入手し、それを的確に判断することは非常に困難だけでなく非現実的であり、情報へのアクセスの問題や情報の理解度の問題、またその解決の手段としての専門家の活用などは、非常に重要な論点である。もちろん、専門家を活用するとしても、その「専門家の評価結果」なる新たな情報を、一体誰がどう評価するのかという次なる問題をも発生させてしまい、その扱いは単純ではない。

また、本稿では全く触れなかったが、近年急速にその適用範囲を広げている行動経済学も、この問題に大きな役割を果たすことが期待される。標準的な経済学の観点からの分析の余地はまだ残されているとはいえ、情報の受け手などの問題については、その新たな消費者像が興味深い視点を提供することは間違いないであろう。

なお、今回は触れなかったが重要な論点として、過剰な情報開示の問題がある。単純な外部性の問題ではなく、過大な情報開示が要求される結果、本来のさまざまな活動を阻害し社会厚生を悪化させる可能性は非現実的なものではなく、不必要な開示の強制を避けるためにも、この点も含めたさらなる理論的議論の深化がまたれるところである。

注

- 1) 本稿は、小林 (2007) をもとに加筆修正して書かれたものである。
- 2) 市場における情報を持つ者と持たざる者との混在は不公平の源泉であり、健全な市場機能をも阻害するとの主張もしばしばなされるが、本稿では、情報開示が市場を機能させるための前提条件とは必ずしも考えていない。この点について、詳しくは、松村 (1998) を参照のこと。
- 3) Verrecchia (2001) は、その膨大な展望論文の中で、情報開示の問題を、association-based disclosure、discretionary-based disclosure、efficiency-based disclosureの3種類に分類し、Dye (2001) はこの第2の分野をendogenous disclosure (内生的情報開示) と呼びかえ、この分野こそが、情報開示の問題の中心であると主張している。ここで扱うのがまさにこの分野であり、本稿では、Dyeに従い内生的情報開示という用語法を用いることにする。
- 4) 立証不可能な情報の開示の問題を扱った論文として、Stocken (2000) がある。ここでも、関係が長期にわたると、私的情報を持っている経済主体は情報を開示す

るインセンティブを持ちうることを示されている。

- 5) この立証可能という仮定は、立証費用が大きすぎない限り、虚偽の情報を出す可能性を除外できるという意味で、非常に重要な役割を果たしている。虚偽情報に対する適切な罰を考えることで、「ウソ」をつくインセンティブを抑えることができるからである。このように、立証可能性に関するこの仮定が、理論的な扱いを非常にシンプルにしているが、虚偽とはいえないまでも正確ともいえない情報が多々見られる現状を考えると、この仮定は、本来的には非常に重要な論点を残しているといえよう。
- 6) なお、これ以外に内生的情報開示費用のモデルがあるが、これは後述とする。
- 7) 寡占市場における情報開示の問題は、4でも改めて触れる。
- 8) なお、開示された情報の信用性の仮定を緩和し、不正確なあるいは不完全な開示を考えた際に情報非開示の結論が得られるものとして、Hughes (1986)、Newman and Sansing (1993)、Gigler (1994) がある。
- 9) どの程度費用をかけて会計士を雇い、情報を整備するかについて選択することができるため、情報開示費用が内生化したモデルと解釈することもできる。

文献

- 康聖一, 1992, 「情報開示の強制と企業のインセンティブ」『季刊理論経済学』43: 258-264.
- 小林佳世子, 2007, 「内生的情報開示モデルについて」『南山経済研究』21(3): 407-427.
- 松村敏弘, 1998, 「ディスクロージャー問題」三輪芳郎ほか編『会社法の経済学』東京大学出版会, 365-392.
- Aboody, D. and R. Kaznik, 2000, "CEO Stock Option Awards and Corporate Voluntary Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 29: 73-100.
- Admati, Anat R. and Paul Pfleiderer, 2000, "Forcing Firms to Talk: Financial Disclosure and Externalities," *Review of Financial Studies*, 13: 479-519.
- Bushman, R.M., D. Dutta, J. Hughes and R. Indjejikian, 1997, "Earnings Announcements and Market Depth," *Contemporary Accounting Research*, 14: 43-68.
- Clinch, G. and R. E. Verrecchia, 1997, "Competitive Disadvantage and Discretionary Disclosure in Industries," *Australian Journal of Management*, 22: 125-137.
- Darrough, M. N., 1993, "Disclosure Policy and Competition: Cournot vs. Bertrand," *The Accounting Review*, 68(3): 534-561.
- Darrough, M. N. and N. M., Stoughton, 1990, "Financial Disclosure Policy in an Entry Game," *Journal of Accounting and Economics*, 12: 219-243.
- Dye, Ronald A., 1985a, "Disclosure of Nonproprietary Information," *Journal of Accounting Research*, 23: 123-145.
- , 1985b, "Strategic Accounting Choice and the

- Effects of Alternative Financial Reporting Requirements,” *Journal of Accounting Research*, 23: 544-574.
- , 1986, “Proprietary and Nonproprietary Disclosures,” *Journal of Business*, 59: 331-366.
- , 1998, “Investor Sophistication and Voluntary Disclosures,” *Review of Accounting Studies*, 3: 261-287.
- , 2001, “An Evaluation of ‘Essays on Disclosure’ and the Disclosure Literature in Accounting,” *Journal of Accounting and Economics*, 32: 181-235.
- Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischel, 1984, “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors,” *Virginia Law Review*, 70: 669-715.
- Einhorn, Eti, 2005, “The Nature of the Interaction between Mandatory and Voluntary Disclosures,” *Journal of Accounting Research*, 43(4): 593-621.
- , 2007, “Voluntary Disclosure under Uncertainty about the Reporting Objectives,” *Journal of Accounting and Economics*, 43: 245-274.
- Farrell, Joseph, 1986, “Voluntary Disclosure: Robustness of the Unraveling Result, and Comments on Its Importance,” in R. Grieson, ed., *Antitrust and Regulation*, Lexington, MA: Lexington Books.
- Feltham, G. A. and J. Z. Xie, 1992, “Voluntary Financial Disclosure in an Entry Game with Continua of Types,” *Contemporary Accounting Research*, 9 (Fall) : 46-80.
- Fishman, Michael J. and Kathleen M. Hagerty, 1989, “Disclosure Decisions by Firms and the Competition for Price Efficiency,” *Journal of Finance*, 44: 633-646.
- , 1990, “The Optimal Amount of Discretion to Allow in Disclosure,” *Quarterly Journal of Economics*, 105: 427-444.
- , 2003, “Mandatory Versus Voluntary Disclosure in Markets with Informed and Uninformed Customers,” *Journal of Law, Economics, & Organization*, 19(1): 45-63.
- Gigler, F., 1994, “Self-enforcing Voluntary Disclosures,” *Journal of Accounting Research*, 32: 224-240.
- Grossman, Sanford J., 1981, “The Informational Role of Warranties and Private Disclosure About Product Quality,” *Journal of Law and Economics*, 24: 461-483.
- Grossman, Sanford J. and Oliver D. Hart, 1980, “Disclosure Laws and Takeover Bids,” *Journal of Finance*, 35: 323-334.
- Hughes, John and Suil Pae, 2004, “Voluntary Disclosure of Precision Information,” *Journal of Accounting and Economics*, 37: 261-289.
- Hughes, Patricia, 1986, “Signaling by Direct Disclosure under Asymmetric Information,” *Journal of Accounting and Economics*, 8: 119-142.
- Jorgensen, B., M. Kirschenheiter, 2003, “Discretionary Risk Disclosures,” *Accounting Review*, 78: 449-469.
- Jovanovic, Boyan, 1982, “Truthful Disclosure of Information,” *Bell Journal of Economics*, 13(1): 36-43.
- Jung, W. O. and Y. K. Kwon, 1988, “Disclosure When the Market is Unsure of Information Endowment of Managers,” *Journal of Accounting Research*, 26: 146-153.
- Kim, O., 1999, “Discussion of the Role of the Manager’s Human Capital in Discretionary Disclosure,” *Journal of Accounting Research*, 37: 183-185.
- Kobayashi, Kayoko, “Endogenous Disclosure and Uncertainty in the Future” mimeo.
- Lenen, W. N. and R. E. Verrecchia, 1987, “Operating Decision and the Disclosure of Management Accounting Information,” *Journal of Accounting Research*, 25: 165-189.
- Liberty, S. and J. Zimmerman, 1986, “Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choices,” *The Accounting Review*, 61: 692-712.
- Matthews, Steven and Andrew Postlewaite, 1985, “Quality Testing and Disclosure,” *Rand Journal of Economics*, 16: 328-340.
- Milfrom, P. and J. Roberts, 1986, “Relying on the Information of Interested Parties,” *Rand Journal of Economics*, 17: 17-32.
- Milgrom, Paul R., 1981, “Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications,” *Bell Journal of Economics*, 12: 183-195.
- Nagar, Venky, Dhananjay Nanda and Peter Wyscki, 2003, “Discretionary Disclosure and Stock -Based Incentives,” *Journal of Accounting and Economics*, 34: 283-309.
- Nagar, V., 1999, “The Role of the Manager’s Human Capital in Discretionary Disclosure,” *Journal of Accounting Research*, 37: 167-181.
- Narayanan, Ranga, 2000, “Insider Trading and the Voluntary Disclosure of Information by Firms,” *Journal of Banking and Finance*, 24: 395-425.
- Newman, P. and R. Sansing, 1993, “Disclosure Policies with Multiple Uses,” *Journal of Accounting Research*, 31: 92-112.
- Pae, Suil, 1999, “Acquisition and Discretionary Disclosure of Private Information and its Implications for Firms’ Productive Activities,” *Journal of Accounting Research*, 37: 465-474.
- , 2000, “Information Sharing in the Presence of Preemptive Incentives: Economic Consequences of Mandatory Disclosure,” *Review of Accounting Studies*, 5: 331-350.
- Shavell, Steven, 1994, “Acquisition and Disclosure of Information Prior to Sale,” *Rand Journal of Economics*, 25: 20-36.

- Stocken, Phillip C., 2000, "Credibility of Voluntary Disclosure," *Rand Journal of Economics*, 31: 359-374.
- Suijs, J., 2007, "Voluntary Disclosure of Information when Firms are Uncertain of Investor Response," *Journal of Accounting and Economics*, 43: 391-410.
- Titman, Sheridan and Brett Trueman, 1986, "Information Quality and the Valuation of New Issues," *Journal of Accounting and Economics*, 8 (2): 159-172.
- Verrecchia, Robert E., 1983, "Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 5: 179-194.
- , 1990a, "Information Quality and Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 12: 365-380.
- , 1990b, "Endogenous Proprietary Costs Through Firm Interdependence," *Journal of Accounting and Economics*, 12: 245-250.
- , 2001, "Essays on Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 31: 97-180.
- Vishwanath, Tara and Daniel Kaufmann, 2001, "Toward Transparency: New Approaches and Their Application to Financial Markets," *The World Bank Research Observer*, 16: 41-57.
- Wagenhofer, A., 1990, "Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent," *Journal of Accounting and Economics*, 12 (March) : 341-363.
- Yermack, D., 1997, "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements," *Journal of Finance*, 52: 449-476.

こばやし・かよこ 南山大学経済学部専任講師。主な論文に「内生的情報開示モデルについて」(『南山経済研究』58, 2007)。法と経済学専攻。