

大阪大学経済学

第66卷 第4号

2017年3月

OSAKA
ECONOMIC
PAPERS

大阪大学経済学会
大阪大学大学院経済学研究科
大阪府豊中市待兼山町

大阪大学経済学

(欧文誌名 Osaka Economic Papers)

本誌は大阪大学経済学会・大阪大学大学院経済学研究科の紀要として年4回、邦文ならびに欧文の論稿によって刊行される。

本誌の編集は、大阪大学経済学会によって選ばれた編集委員3名により行われる。編集委員は寄稿された研究成果を選定し、論文・覚書・資料および書評に類別して本誌を編集する。

大阪大学大学院経済学研究科に所属する研究者はその研究成果を本誌に寄稿することができる。なお、大阪大学大学院経済学研究科に所属しない研究者による研究成果も、大阪大学大学院経済学研究科における研究と密接な関係にあるものについては寄稿することができる。

なお、寄稿する際は「大阪大学経済学会」会員として、年会費¥4,000を納入する必要がある。

大阪大学経済学会会則

- 第1条 本会は大阪大学経済学会と称する。
- 第2条 本会は経済学、経営学の研究と発表を目的とする。
- 第3条 本会の事務所を大阪大学大学院経済学研究科資料室に置く。
- 第4条 本会は下記の事業を行う。
1. 雑誌「大阪大学経済学」の発行（年4回）
 2. 研究会及び講演会の開催（随時）
 3. その他、評議員会で適当と認めた事業
- 第5条 本会は下記の会員を以て組織する。
1. 普通会員（大阪大学大学院経済学研究科の教員、大阪大学の院生・学生・卒業生及び評議員会の承認を得た者）
 2. 賛助会員（本会の事業を賛助する者）
- 第6条 会員は本会の諸事業に参加できる。
- 第7条 本会に下記の役員を置く。役員の任期は2年とする。
1. 会長（大阪大学大学院経済学研究科長を以ってこれに充てる）
 2. 評議員（大阪大学大学院経済学研究科の教授・准教授・講師を以ってこれに充てる）
 3. 雑誌編集・庶務・会計の委員若干名（評議員中より互選する）
 4. 書記若干名（助手から互選する）
- 第8条 本会の運営はすべて評議員会の決議による。
- 第9条 会長は本会を代表する。
- 第10条
1. 普通会員は会費として年額4,000円を納入するものとする。
 2. 賛助会員は会費として年額10,000円以上を納入するものとする。
- 第11条 本会則の変更は評議員会の決議による。

大阪大学経済学会評議員

会長 堂目卓生

評議員 (ABC順)

阿部 顕三	鳩澤 歩	堂目卓生	深尾 葉子
福重 元嗣	福田 祐一	二神 孝一 (庶務)	廣田 誠
石黒 真吾	祝 迫 達郎 (会計)	勝 又 壮太郎 (会計)	葛城 政明
小林 敏男	松村 真宏	村宮 克彦	中川 功一
西原 理 (編集)	西村 幸浩	大西 匡光	太田 亘
恩地 一樹	小野 哲生	大屋 幸輔	Pierre-Yves Donzé (編集)
佐井 りさ	佐々木 勝	椎 葉 淳	高橋 慎
竹内 恵行	谷崎 久志	友部 謙一	浦井 憲
白井 正樹	渡辺 泰明	Wirawan Dony Dahana	許 衛 東
山本 千映	山本 和博 (編集)	山本 達司	安田 洋祐

大阪大学経済学 第66巻 第4号

目 次

論文

経済学方法論と社会存在論 葛 城 政 明 1

資本市場のフィードバック効果と経営者による情報開示インセンティブ
..... 石 川 徹 15

『大阪大学経済学』第66巻 平成28—29年 総目次..... i

経済学方法論と社会存在論

葛城 政明[†]

要 旨

トニー・ローソンの経済学批判が世に問われ20年近くが経とうとしている。ローソンはその主張の根幹にバスキアの超越論的实在論を据えようとしたが、彼の議論とバスキアの議論を比較検討すると、超越論的实在論はローソンの経済学批判を導きはしたが、その主張にとって不可欠の役割を負っているものでない。主流派経済学の批判という点に関する限り、暗黙のものとなっているものを明示的に議論するという意味での哲学的、あるいは存在論的議論で十分である。そして実際、ローソンとその追随者の議論は存在論の明示化という路線を辿り社会存在論に至るのだが、この社会存在論がいまや実証主義に代わる社会科学の方法論のための実質的な内容を生み出しつつあり、それに応える経済学方法論が求められている。

JEL Classification : B41, B59

キーワード：経済学方法論、経済哲学、批判的实在論、社会存在論

1 はじめに

学問と批判は切り離すことができない。学問とはアイデアを想起すれば済むような世界に住んでいない限り、人類はその誕生以来、知識の不在と無知の洪水の中に日々暮らしてきたと言わざるを得ない。そのなかでどんな虚妄に導かれようともまず文明を生み出したことは、極めて特異的で奇跡に近いことであるが、それ以上に虚妄を修正する知的態度を制度として生み出した文化はなお特筆に値する。西洋は、この知的態度を制度として真っ先に社会の中に組み込みえたことが、科学という他文明には稀であった営みの拡大を可能にした理由であろう。科学が存在するこの世界は、あるべき知識の不在が実在し、かつすでにある不十分な、あるいは

誤った信念の修正が可能な世界である。すなわち、逆説的に響くかもしれないが、無知と批判、あるいはあるべきものの不在の発見が絶えず明示化され続けるところに科学が成立しうるのである。

経済学は、他の科学と同様、人類の歴史の大半において不在であった。そもそも経済に何が存在し、そしてまた、文明の進展につれて経済がどのような存在となりうるかについて人類はほとんど無知であった。あるべきものの不在と無知へ関わることは、絶えざる誤謬と信念の変更を必要とすることである。したがって、経済学もまたその歴史と同じぐらい長く、多くの批判を生み出して来た。批判が存在することはその学問が科学にふさわしいための要件であろう。この意味で、いつも批判が存在したことは健全で正常なことである。

批判にも、様々なレベルのものがある。全く

[†] 大阪大学大学院経済学研究科准教授

の門外漢が世間の常識的先入見で批判あるいは単に非難をする場合もあれば、逆に、専門家が常に行っているような、その学問特有の価値観と方法論を大前提とした、学術論文の中の主張や論証レベル関わるものまで様々である。理科系のようないわゆる「科学」の典型と思われているものでは、前者はまれ、あるいは、ほとんど不可能であって、後者が学問の進歩に寄与する通常のプロセスであると信じられている。ある病気の治療法の研究が何年もなされながら、未だに治療が出来ないからと言って、注ぎ込まれた予算や倫理道德のような人文社会科学的な側面を別にすれば、学問としての医学研究の内容を素人が疑って批判することはまれであろう。これに対して社会科学では、前者のような素人による批判も、その当否は別として、より容易になされる。なぜなら、どれほど専門的な言葉で武装しようとも、研究の対象は、全ての人が生き経験し既に知っている社会を対象になされていることが建前となっているからである。それゆえ、学問の方法論や術語は別にしても、結果はだれもが知っていると思えるからである。金融危機の際には、英国女王すらも、予測ができなかったと経済学を批判したのである (*Financial Times*, November 25 2008)。このような批判は、しかし、もちろん、経済学者が専門家である以上、経済コメンテーターとしてマスメディアに呼ばれでもしない限り、通常、取り合う必要はない。一つには、大半の専門家にとって、自らの研究内容と金融危機は直接関係ないからである。それだけではない。経済学は、適切な経済モデルを用意することで金融危機を予測できるであろうという大前提を、素人の批判者も抱いた上でのことであれば、批判は、単に一つの結果の失敗を指摘しただけであって、経済学者がまさに行おうとしている枠組みは暗黙に支持しているのである。したがって、確かに金融危機が予測できなかったことは「失敗」になるかもしれないが、そのようなこ

とが可能になることによって正当化される学問的営為を批判したわけでないのである。かつてある総理大臣が「批判は励ましたと思っています」と述べたことがあるが、批判であっても同時に多くのことを承認ないし奨励している。この意味で、素人の批判は既存の経済学認識の暗黙の大前提を容認したメッセージとなっている場合すらありうる。

それではおよそ素人とも思えない学問上の大家が、専門的な学術論文レベルでなされる以上の批判をするとすれば、それはどういう状況であろうか。少なくとも、クーンが唱えたような通常科学における批判ではない。レオンチェフは、学術雑誌に「厳密に述べられているが的外れの理論的帰結を導く数式があふれている」(Leontief, 1982, 104) と嘆き、フリードマンは、「経済学は数学の秘教的分野になった」(Friedman, 1999, 137) といい、コースは「経済学は、現実世界で起きることとほとんど関係がない」(Coase 1999, 2) と述べているが、これはいったい何なのであろうか。この三人はいずれもノーベル経済学賞受賞者であるが、2008年の金融危機直後にノーベル賞を受賞したクルーグマンはさらに「過去30年間のマクロ経済学の仕事の大半は、よく言って役立たず、悪く言えば有害だった」¹とすら述べ、数学モデルの「美しさを真理と取り違えた」(Krugman, 2009) と分析している。レオンチェフの嘆きは1982年のものであるから、専門雑誌の個々の学問内の論点に関わるものでない限り、同様の批判がどれほどなされようとも、過去30年以上にわたって何も変わっていないのである。実は、30年どころではないであろう。現実離れを1999年に嘆いたフリードマンは、1953年出版された著書で、理論にとって重要なのは現実性

¹ 2009年6月にLSE(ロンドンスクール・オブ・エコノミクス)で行ったライオネル・ロビンズ講義にてこのように語ったと *The Economist* (June 11 2009) は伝えている。

ではなく予測能力であると経済学の「道具主義」と呼ばれる立場を声高に唱えたのであるから²、少なくとも、さらに30年遡って同様の批判は解消されることなく存在していたのである。

もちろん、我々は冒頭に述べたように、不在と無知の海の中に、それゆえ途方もない時間を費やして、奇跡的な偶発的事態の永続化としての文明と知識を、そして科学を築いてきたのであるから、批判の継続とその克服にどれほど時間がかかろうとも不思議ではない。しかし、その一方で、我々はいつも必要な議論の不在に覆われている可能性にも留意しなければならない。批判は通常、大前提をそれほど異にはしないが、学問の詳細な前提とルールを知らない素人の素朴な推論によるものと、学問の詳細な前提とルールを体得しかつ守るがゆえに専門家の見解と見なされるものの二種類があり、制度的に対応可能なものは通常、後者のみである。両者が共有する大前提や、専門家たること的前提が意識化されてそれが詮索されることは原理的に好事家を別とすれば制度的に対応していない。すなわち、そこに何か問題の原因が存在する場合は、通常科学となり制度として確立されていなければならないほど、この原因が温存され、いつまでも解消されないということである。したがって、経済哲学の仕事は、経済認識の大前提の意識化、明示化、対象化による省察であり、専門家が専門家としてなしていることの明示化と大前提に照らした妥当性の吟味が経済学方法論であるならば、この経済学の長年の嘆きは、まさしく経済学の哲学と方法論が解明すべきテーマであろう。しかし、このような重大なはずのテーマは、制度化がされていないがゆえ

に、あるいはそもそも制度それ自体の外でこそ意味ある研究ができるがゆえに、この種の研究は経済学という大きな制度内の空隙や周縁でなされてきたとも言えよう。

Lawson (1997) は、このような根本的な問題について哲学と方法論の観点からなされた研究である。哲学と言っても、ローソン自身は数学科出身で計量経済学を過去4半世紀以上にわたってケンブリッジ大学で講じてきた研究者であり、哲学者が外から経済学を批判したわけではない。また、ある経済理論が誤っているとか誤っていないとか言ったのではなく、むしろ、Donaldson (1984) が指摘するところの「不適切さ (irrelevance)」(Lawson, 1997, 3) の因って来たる所を明らかにしたのである。問題の所在は方法論にあり、それは経済学における明示的な存在論の不在に起因している。この不在によって、数学モデルによる演繹主義という方法をひたすら強化する方向へのみ学問が特化してきたのであるが、この方法はある特殊な存在論を前提とするものであって、経済学の大前提もそこに含まれるはずの社会存在論 (Social Ontology) を鑑みるとき、全く一般性を欠くものであるとローソンは主張したのである。社会存在論は、20世紀後半に、Bhaskar (1998) や Archer (1995) などの批判的实在論者と呼ばれる人々によって特に議論されていたのであるが、21世紀になって、言語哲学の伝統から Searle (2009) が批判的实在論とは全く別の議論として社会存在論を唱え、歴史的存在論の Hacking (2002)、集合的志向性の Tuomela (2013) などが注目を集め、社会科学共通の基礎論としての社会存在論が議論されるようになった。社会存在論のための国際学会がヨーロッパを中心に組織され (International Association for Social Ontology)、このための国際的な大会 (The European Network on Social Ontology) が2007年から2015年にかけて既に4回開かれている。この学会はウイーン大学の

² フリードマンは、'Complete "realism" is clearly unattainable, and the question whether a theory is realistic "enough" can be settled only by seeing whether it yields predictions that are good enough for the purpose in hand or that are better than predictions from alternative theories.' (Friedman, 1953, 41) と述べており、理論が十分に現実的かどうかは、他の理論と比較した予測能力で決まると主張している。

哲学部を拠点とし、ヘルシンキ大のR. トゥオメラが会長であるが、批判的实在論にも一目置いており、2013年第三回ヘルシンキ大会のキーノートスピーカーには批判的实在論の社会学者でローソンにも教えを受けたD. エルダーバスが呼ばれている。ローソンの一派はケンブリッジ大を中心にCSOG (Cambridge Social Ontology Group) を組織し、2004年には批判的实在論の国際大会を主催し、2012年にはパリ (パンテオン・ソルボンヌ) で開かれた非主流派経済学の世界大会では特に社会存在論の部会を主宰した。またCSOGはサールのBSOG (Barkley Social Ontology Group) とも活発な討論を行い、論争を繰り返している³。

本論では、このように近年注目を集めるようになった社会存在論と経済学方法論の関連を、ローソンの経済学批判の出発点となったバスキアの哲学から説き起こす。そして、ローソンの方法論批判としての経済学批判が既存の理論の否定であるというよりも、経済学における明示的な存在論の不在の指摘であり、この不在を埋めるべく待ち受けている社会存在論の経済学への意味を考察する。

2 超越論的实在論の主張

Bhaskar (1997) は实在論を唱えたのであるが、この实在論とはいったい何を意味するのか。ふつう我々が生活をしているときの行動の前提は素朴实在論である。目の前に机があるとき、それは自分の心とは独立にそこに机があるものと思っている。理科系の研究者も、特に改めて自分の研究の対象が何なのか意識的に思いをめぐらさない限り、实在論者である。このようなもっとも単純で素朴な实在論とは、人間が認識しようとしなかつると、対象となる世界はそれとは独立に存在しているということであ

る。ところが、その対象となる世界とはいったい何であり、しかもどうしてそれが分かるのかという問いに答えようと努力を開始すると、哲学者は様々な教説を唱えはじめる。バスキアはこの哲学者たち、とりわけ、ヒューム以来の実証主義者と呼ばれる人たちが作り上げてきた教説に反論して、独自の实在論を打ち立てようとした。Bahskar (1997) はまず、第一章の冒頭から、我々の知識には二つの側面があると主張する。一つは、それ自体は人間の知的営みによって何の変更も加えられないことのない人間から独立で自律的な対象についての知識という側面であり、もう一つは、人間が生み出し、加工し、修正し続ける暫定的な知識という側面である。この後者に還元できない前者の対象を主張するところがまず、普通の意味における实在論である。科学哲学で、道具主義と対比して言われる实在論は、この前者の対象を一義的なものとして、それに向かって知識の后者の側面を修正する科学の立場である。バスキアは、ここで世界の完全な記述があるかどうかという問題に向かわない。むしろ、人間の生産物である知識の后者の側面が、科学という営みによって前者の側面を獲得することが可能になるためには、そもそも対象となる世界がどのような存在でなければならないかを問う。バスキアは、我々のすべての知識を経験という实在に還元しようとする立場を経験的实在論と呼ぶが、それでは科学は不可能で、实在に三段階の構造があることによって科学が可能になると主張する。

バスキアの主張する实在の三段階とは、経験 (experience)、事象 (event)、メカニズム (mechanism) である。これらはすべて实在の領域 (domain of the real) にあるのだが、経験と事象のみが実際に生じていることであり、実現の領域 (domain of the actual) にある。また、経験のみが、人間の直接知る領域 (domain of the empirical) にある。したがって、成功した科学的認識とは、ある目的とする特定のメカニ

³ CSOGについては、Pratten ed. (2015)、および、<http://www.csog.econ.cam.ac.uk/> を参照。

ズムが単独で引き起こす事象が実際に生じ、それを人間が経験した場合である。しかし、経験的实在論は、事象とメカニズムが存在している段階を区別せず、しかもこれらを経験のみの一元的段階でとらえる实在論である。すなわち、すべての経験が等しく科学的に意味のある認識となっているという世界を前提とすることになるのである。これは科学の現実と反する。というのも、科学者は科学的に意味のある経験を経験一般から区別することによって、科学理論を打ち立て、また検証するからである。リングが木から落ちることによって万有引力を着想することはあるかもしれないが、それでもって万有引力を科学的な理論とするための「経験」であるとする科学者はいない。

そこで、バスカーは実験室が何のためにあるかを考える。実験室というのは通常の自然な世界の中では生じない事象の規則性を起こすために人為的に作られた施設である。さて、実際に生じる事象の規則性が実験室の中で確認されたとき、その科学的発見の実験室の外での地位はどのようなのであろうか。もし、世界には、実際に生じる経験と事象の二つの实在の段階しかないとする、発見された事象の規則性 (= 科学法則) は実験室の中でのみ実在し、実験室の外ではこの事象の規則性は生じないのであるから、実在しないことになる。実験室の中の科学法則は、実験室の中だけに実在する科学法則となるのであろうか。それだけではない、科学者は、実験室の中である規則性を観測するのは、その規則性そのものを知りたいからだけではない。そのような規則性の生じる構造やメカニズムを突き止めようとしているからである。科学理論は、規則的に生じる事象やパターンについての知識のみから成り立っているのではない。すなわち、実験室の外でも実験室の中で確認された科学理論は有効であり、しかも、実際に生じる事象やパターンそのものが科学理論ではないとすると、それは实在の第三の

段階、すなわち、事象を引き起こすメカニズムの段階もまた実在することになる。メカニズムとは「ものの作用のしかた (the ways of acting of things)」(Bahskar, 1997, 14) にほかならない。経験的实在論には、この第三のメカニズムの段階が事象の段階から区別されて存在せず、それゆえ、科学的営為が説明できない。バスカーは、この実際に生じている事象の範疇にはいないメカニズムの段階の实在を主張し、この自らの立場を超越論的实在論 (transcendental realism) と呼んだ。こうしてバスカーは、知識の対象となっている世界がどのような構造になっているかという存在論を考えることで、実証主義が経験的实在論という实在の三段階を一元的にとらえ、常に事象の規則性が成り立つ世界を暗に主張していることを見出し、そしてまたそれは科学的営為が意味を持つ前提とはならないと主張したのである。

なぜこの主張に「超越論的」という名前がつけられているのか。それは、「超越論的な問い (transcendental question)」の答えだからである。「超越論的な問い」とは、

Xが可能であるためには、世界はどのようなでなければならないか。

という形式の問いであり、バスカーは「科学が可能であるためには世界はどのようなでなければならないか」という問いを立て、それに答えたがゆえに「超越論的」なのである。実際Bahskar (1997) は常にこの問いに答える形で叙述をしている。まさにこの問いかけがなければ、バスカーの超越論的实在論は生み出されなかったであろう。しかし、その一方で、この問いの形式を見る限り、条件を絞り込むことによって答えを見出すのは容易ではないとしても、その解答は唯一なのか定かでない。そして、この推論の必然性という点から批判を呼ぶことにもなった。このような問いの立て方、

そして、「超越論的 (transcendental)」はいうまでもなくカント由来である。しかし、Bhaskar (1997) では「超越論的議論 (transcendental argument)」が議論の要ではあるが、カントについて詳細には言及しているわけではない。Kaidesoja (2013) はこのバスカーの「超越論的議論」をカント『純粹理性批判』のものと比較検討し、同じ言葉ではあっても、意味が違うこと、さらに、意味が違うがゆえにこのバスカーの「超越論的議論」には何の必然性もないことを見出した。そして、批判的实在論を、より自然主義的に受け入れ可能なものにするためにはこの「超越論的議論」を外すことを求めた。確かに、Bhaskar (1997) に提示されている内容は、経験的实在論では科学的営為をうまく説明できないこと、そして、バスカーの主張であれば、バスカーが取り上げている範囲の科学的営為では、説明がつくということである。Kaidesoja (2013) の批判はそれ以上の強い論証はできていないというものであるが、存在論を明示化しようとしたことで隠れていた問題点が明らかになり、行き詰っていた議論に新たな方向性があることを示したことは確かである。実際、Kaidesoja (2013) は、ようやく社会科学者による社会存在論への関心が高まる中、「超越論的議論」を除くことで、批判的实在論者の社会存在論をより発展させることを目論んでいるのである。

3 ローソンの経済学批判の構造

それではLawson (1997) はどのようにバスカーの超越論的实在論によって経済学を批判したのであろうか。バスカーの議論は、ヒュームに始まる実証主義、論理実証主義、反証主義、道具主義の系譜を批判したのであるから、単純に考えれば、主流派経済学はこれらの科学哲学思潮に乗っているのであるから、同罪であると同刀両断に批判できそうである。実際、そのよ

うな議論も可能であろう。しかし、ローソンはもっと慎重な手順を踏んでいる。ローソンは経済学の方法論がその存在論に合致していないと論じるのであるが、経済学について繰り返し述べていることは、そうであるかどうかは先験的にはわからないということである。どこまでも、実際になされた経済学の研究成果と経済学者の言説を根拠に、事後的な経験を吟味して、その方法論が存在論に合致していないと説得しようとしている。この点は、超越論的实在論という先験的に必然的な論証ができそうな響きのある哲学を標榜してはいても、実際の主張の仕方は難解な論証を用いるというよりも、素朴な経験主義に訴えている。

ローソンが吟味したことは経済学の対象が「閉じた系 (closed systems)」であるかどうかである。「閉じた系」という概念は決して一般的なものではない。起源としてはBertalanffy (1969) のシステム論であるが、ローソンはBhaskar (1997) が用いた概念⁴から採用している。ローソン自身の定義を見る限り、システムがどうなっているかについての言及はない。単に事象 (event) の間に規則性が存在するかどうかによって定義している⁵。この事象という概念は、バスカーの超越論的实在論の中では特別な意味を持っていた。上に述べたように、バスカーの实在論では経験、事象、メカニズムは各々存在論的に区別され相互に干渉することの

⁴ バスカーはヒューム主義者の法則概念との関連で、次のように述べて、「閉じた系」という概念を導入している。'The weakness of the Humean concept of laws is that it ties laws to closed systems, viz. systems where a constant conjunction of events occurs.' (Bhaskar, 1997, 14).

⁵ ローソンは、演繹主義と関連付けて次のように「閉じた系」という概念を説明している。'It is clear, in fact, that if the theory of explanation and science in question turns upon identifying or positing regularities of the form 'whenever event x then event y' - let us refer to systems in which such constant conjunctions of events arise as *closed* - then a precondition of the universality, or wide applicability, of deductivism is simply that reality is characterised by a ubiquity of such closures.' (Lawson, 1997, 19).

ない領域に実在するのだが、科学はこの第三の実在領域にあるメカニズムを探求するのが目的である。しかし、いくら実在しようとも、人間は経験以外、直覚することができない。そこで何とかしてメカニズムに経験から到達することが出来なければ科学は不可能である。仮に経験から事象に到達しようとも、事象そのものはメカニズムではないのであり、しかも、事象一般は未知も含めた不特定多数のメカニズムが複合して生じているのである。実験室ではメカニズムが事象の内に規則性として実現する条件を生み出すことで、ここにはじめてあるメカニズムの作用が観測可能になるのである。実験室の外の世界は、不特定の多様なメカニズムが同時に作用しているがゆえに、確かめたいメカニズムの作用を事象の規則性から取り出すことが出来ない。この実験室の中の条件とは、すなわち、あるメカニズムを反映した事象の規則性が生じるシステムであり、これをバスターが「閉じた系」と呼んだのである。それに対して、不特定多数のメカニズムが不断に介入して事象の規則性が現れないシステム、すなわち、実験室の外の我々が通常生きている世界を「開いた系 (open systems)」と呼んだ。ある意味人間は人為によって局所的に「閉じた系」を作ることによって、部分的ではあるが世界をコントロールしようとしている。時間通りに来る列車や、実験室、化学プラントはその例である。

もちろん、自然成立する「閉じた系」も存在する。典型的なものは天体の世界である。物理学の草創期に観測された天文学の対象に限るなら、その運動を支配しているメカニズムは力学のみである。つまり、天体の運動は不特定多数のメカニズムの介入を許さず、その観測される事象は常に力学のメカニズムのみを反映したものである。そして、その世界は数学的演繹によって記述し、また正確な予測が可能であった。ニュートン力学を用いて、ハレーが自らの死後に戻ってくるであろうハレーすい星を予測

し、見事に的中させたのは有名な話である⁶。もちろん、天体の観測データには誤差がつきものであるため、それを正すためにガウスが最小二乗法を考案したのである。つまり、「閉じた系」では、その事象の規則性という性質上、数学モデルで記述し、演繹し予測することが可能であり、また、その実際上のデータの誤差は統計的に正すことによって精度を高めることのできる性質を有しているのである。ローソンはこのような性質を程度の差はあるとしても、経済が持っているかどうかを、経済学の理論分析と計量分析について吟味したのである。「閉じた系」をバスターは確かにメカニズムと事象の存在論的な区別を議論する文脈で述べていた。しかしここで注目すべき点は、仮にローソンの念頭にこの区別があったとしても、経済学に関する議論の中で必要とされる要件は事象間に規則性が存在するという性質を有するかどうかということであり、事象の規則性の存在が数学的演繹主義の大前提である。

結論は、特殊な例を除けば、一般には経済学の問題にかかわるような事象において、「閉じた系」にはなっていないということである。したがって、「数学的演繹主義者のモデル作りという方法 (methods of mathematical deductivist modelling)」(Lawson, 2003, 3) に経済学が特化していく一方で、その数学的洗練度に見合う現実説明能力がない、あるいは現実離れが進行するという、第一節に述べた大家の嘆きが生じるのは当然の帰結なのである。対象の性質としての存在論に方法が合っていない。もちろん、ある特定の問題や現象について、数学モデルが有用となりうることを否定するものではないが、経済学一般がそれに特化する理由はないというわけである。数理経済学の意義を否定したのではない。経済学一般が数理経済学にならねばな

⁶ ラカトスはこのハレーすい星の逸話を、ニュートン力学が科学の証となる新奇な事実の予測の例としてあげている。(Lacatos, 1978, 5).

らないことを批判したのである。

では、数学モデルと統計分析以外に経済学は何をすべきだとローソンは主張したのだろうか。「閉じた系」になっていないことが科学の終わりではない。それは事象の規則性をモデル化しようという試みの終わりではない。Lawson (2003) は、Lawson (1997) の批判からさらに進んで、経済学の社会存在論へ方向転換を求めた。すなわち、経済を含む社会というものがどういう構造と性質をもっているのか、いったい何がそこに存在しているのかを探求することである。事象の規則性が期待できない「開いた系」とは、ただの混沌ではない。例えば、生物の進化は予測可能な規則性で生じたのではなく⁷、予測不能な構造化とメカニズムの絶えざる出現であり、絶えざるプロセスにありながら何らかの秩序が創出されつづける世界として生じたのである。「閉じた系」を前提とする分析手法は最初からのこのような世界のありようへの探求を放棄している。さらにLawson (2003) では、主流派以外の経済学の存在論を検討し、オーストリー学派、ポストケインジアン、制度学派、マルクス主義者はすべて、「閉じた系」という存在論を持たないがゆえに主流派と区別されることを明らかにした。

Lawson (1997) においては、確かに、超越論的实在論がその出発点に据えられていた。ローソンの議論はバスカーの定義した「閉じた系」、「開いた系」という概念を鍵に、暗黙の存在論を明示化することによって問題点を明らかにしたという点で、バスカーの哲学に大きく影響されたことは間違いない。しかし、その一方で、超越論的实在論の主張を根拠として経済学を批判したわけでない。すなわち、バスカーの経験 (empirical)、実現 (actual)、实在 (real)

という3領域の明確な区別のなされる实在論によって、实在 (real) 領域のみにあるメカニズムを経済学は物理学のように探求すべき、あるいは探求できると述べたわけではない。むしろ、経済学の学問的前提としての明示的な存在論探求が不在であることを発見したのであり、これによって主流派経済学の60年以上にわたる宿痾の正体を突き止めたのである。

4 社会存在論

こうして、Lawson (1997) で提起された経済学批判は、Lawson (2003) での経済学の存在論への方向転換の提案、Fullbrook (ed.) (2009) でのローソンへの批判と応酬を経て、これとは独立に生じてきたヨーロッパでの、そしてアメリカの言語哲学からの社会存在論への関心の高まりを迎え撃つこととなった。このような状況を背景に、ローソンとCSOG (Cambridge Social Ontology Group) のメンバー、そしてその問題を共有する人たちは⁸、实在論そのものよりも社会存在論へと重心を移した。本節では、この高まりつつある社会存在論の議論の枠組みを検討しながら、経済学へ積極貢献をなしうる社会存在論とはどんなものであるかを考える礎としたい。批判的实在論者の社会存在論としてはBhaskar (1998), Elder-Vass (2010) を、より広範な関心を集めている社会存在論としてはSearle (2009) に着目する。

批判的实在論者も、サールも、社会存在論というとき、その特徴は自然主義である。自然と精神を対比して、自然科学とは本質的に違う特殊性を精神科学が主張するならば、それは自然主義ではない。そのような議論は自然世界と精神世界という二元論的な世界を考えて、各々の

⁷ もちろん、物理化学の法則は満たしたうでのことである。単細胞生物が、いつしか魚になり、そして恐竜へ進化し、やがて鳥になることを予測できるような規則性はないという意味である。

⁸ CSOG (Cambridge Social Ontology Group) を中心とするローソンと問題を同じくする人々とはPratten (ed.) (2015) に寄稿している人たち、さらに、Lewis (2015), Elder-Vass (2010) を念頭に考えている。

世界で知解可能な論理が異なることを主張するのである⁹。例えば、自然科学は法則による「説明」を、精神科学は「理解」を目的とするというような類である。もちろん、これに社会科学という三つ目の世界を加えて三元論的な世界を前提としてもよいであろう。これに対して自然主義は、Bhaskar (1998) であれば、精神と物質の二元論の解消を図り、自然科学も社会科学も同じ意味で科学たりえることを主張する。サルは「いたるところすべてが力場の中の素粒子からなるこの宇宙において、いかに、意識、志向性、自由意志、言語、社会、倫理、美学、そして政治的義務のようなものの存在が可能となるのか」(Searle, 2009, 3) という問題を取り扱う。つまり、批判的実在論やサルは社会存在論とは、社会という存在を人間精神と共に、自然科学が理解している世界の中に位置づけようという試みなのである。Bhaskar (1998) では、そもそも哲学者の自然科学理解が誤っていた点から、自然科学と人文社会科学の方法論争の前提へと切り込む。サルは、「フレーゲ、ラッセル、ヴィトゲンシュタイン、クワイン、カルナップ、ストローソン、オースチン」がたどり着けなかったその先を、「彼らの肩に乗って彼らが見なかった大地」(Searle, 2009, 6) を見ようと述べ、分析哲学の伝統のその先にあることを強調する。

ある学問が現実的でないという批判があるとき、そこには二通りの意味がある。一つ目は実際に現実で起きていることを描いていないという場合であり、もう一つはそもそも物理化学や生物の制約を無視した架空の議論をしているという場合である。経済学の理論体系は、論理的な完全性に固執することはあっても、この自然世界のどこに位置するのか不明な点が多い。純粋に学問的な体系性、首尾一貫性、厳密性が大切であるならば自然主義はいつかは問われねば

ならない問題のように思われる。したがって、社会存在論の内容に踏み込む前に、自然主義という、経済学者はあえて無視してきた基準を哲学がまじめにとりあっていること自体、経済理論がどうあるべきかについてこれまで不在であったものの一考を迫るものである。

それではいったいどうやって、素粒子から政治的義務までを、神秘主義にならずに、統一的に結び付けることができるのか。それはまさに身の回りの単純なものの存在論を考えてみるとよい。パソコンのキーを今叩いてこの文章を書いているのは私か、私の指か、私の脳のある神経か、神経を伝っている電氣的刺激か、いや、私の指先を構成している細胞か、細胞であるならばその細胞を作っている分子か、それとも分子であるならば、究極的にはその原子、素粒子か、いったいどれであろう。あるいは、「私」と思っているが、実は私の「習癖」のなせる業か、私に宿っている観念か、はたまた、記憶に深く眠っている Elder-Vass (2010) の文章の記憶か。こうして数え上げてわかることは、どれもすべてが、同時に、今私と共にあって、これを書いているのである。もっとシンプルな自然存在の例で整理して考えてみよう。

一匹の大腸菌を考える。大腸菌と呼んでいるものはなんであろうか。よく見るとそこには細胞膜、核、多くの細胞器官が見つかる。しかし、大腸菌は単にこれらの部分が単純に寄せ集まっているのではない。ばらばらにしてしまえば、もはや大腸菌としての特性は失われる。さらに分解をして炭素、窒素、酸素、水素等の構成原子や分子にしてしまえば、それは大腸菌でもなんでもなくただの原子や分子である。しかし、これらは大腸菌であった時もどこか別のところにあったわけではない。それらは細胞膜や核や細胞器官であった。つまり、生物としての大腸菌と物質としての原子は同時に同じものを構成し、原子が他の原子とある特別な関係に置かれたとき、それは大腸菌の一部として存在し

⁹ たとえば、Winch (1960), Wright (1971) を見よ。

ているのである。この時、個々の原子がばらばらの状態でもっていた性質には、大腸菌としての性質はどこにも存在しないが、大腸菌となった時始めて、この原子や分子の集まりは大腸菌の特性を作り出すのである。同時に、大腸菌の一部になったからと言って、原子や分子が物理科学法則から逃れられるのではなく、まさにそれに従いつつ、物理科学法則では何も決定されていなかったある特殊なふるまいをするようになるのである。これが、新たに出現した特質なのである。この分析は、原子をさらに分解して行っても同様の論法で説明ができる。原子というのは実は素粒子があつまったもので、しかも、各々の素粒子がある特別な関係に置かれたとき、ある原子と呼ばれるものを構成し、安定してその原子であることを持続し、個々の素粒子が独立ではもってなかった性質をその原子はもつようになる。このようにして、大腸菌は同時に原子であり、素粒子である。もし、大腸菌ではなく、多細胞生物の一細胞を考えていたのだとすると、今度はさらに構造化したその生物のより高次元次元の特性、能力が、細胞以下では持ちえなかったものとして出現するであろう。つまり、素粒子物理や化学、生物学でおのおの着目している存在は違うかもしれないがそれらは一つの中に同時に存在しているのである。この議論を抽象化すると、何かある「もの(全体)」はそれを構成する「部分」がある特別な「関係」に置かれたとき、ある特性として出現¹⁰しているのである。そしてその部分もまたある特性を持つ「もの(全体)」なのであって、さらに細分化されたその部分とそれらの特殊な関係、つまり構造によってその部分の特性が出

現しているのである。素粒子から生物まで、このような構造になっていることがわかる。どのレベルに分解しても、構造とそれをつくる部分からなるのである。これは、単純に一元的な構造にすべては還元できると述べているのではない¹¹。各々の部分とは便宜的な幻想ではない。その部分が単位としてある特別の特性を発揮するから、部分なのである。原子は素粒子からできていても、原子という構造化されたレベルである特性を持つがゆえに、原子という実在が存在しているのである。どのレベルに分解しても入れ子のように、そのレベルの部分と構造からなっている。そしてあるレベルの「もの」の特性はその部分と構造から出現している。単に部分が持っていた特性の単純な寄せ集めではない。これがElder-Vass (2010) の論じる批判的実在論者の存在論である。Elder-Vass (2010) は、この存在論を、社会レベルにまで敷衍して、社会的な力がどのように個人主体と人々の間の構造から生み出されるかを論じ、社会学の理論として社会存在論を議論した。

これに対して、Searle (2009) は、自然的存在には全く含まれない「制度的事実 (institutional fact)」, 例えば「ドナルド・トランプが合衆国大統領に選出された」という事実が、自然的存在である人間からどのように生み出され、人々の協力というものが可能になるのかという点に焦点を合わせ、これを言語行為から導出しようとする。「制度的事実」は「地位機能 (status function)」が自然的存在である人やものに押し付けられることによって発生する。貨幣が良い例である。貨幣は自然的存在としては金属や紙、あるいは磁気である。物質としての特性をどこまで分析しても、あるものが貨幣であるという事実は出てこない。特定の形を与えら

¹⁰ この「出現」は、'emergence'である。これには「創発」という訳語があてられることが多いが、'emergent', 'emergence'は英語において特別な言葉でなく、日常言語としての「出現」と意味の乖離を起すことなく同時に「創発」という意味を負わされているのである。本論では「創発」について特に論じないので、日常言語の意味のまま「出現」とした。

¹¹ もし、一元的に説明可能なら、原子も素粒子も幻想、あるいは便宜的な概念であって、本当に存在しているのは未知の究極的存在とそれらの構造にすべて還元できるということになる。

れた金属や紙や磁気に対して、貨幣であるという「地位機能」が押し付けられてはじめて、そしてそれを人々が貨幣であると認めてはじめて、ある自然的存在が貨幣であるという「制度的事実」が創造されるのである。この人々が認めるかどうかということは、すわなち、ある個人がどう思うかのみならず、「集合的志向性 (collective intentionality)」に依存するということである。ここで注意すべき点は、「集合的志向性」とは人間の脳としての物理的制約を受けた個々人の「志向性 (intentionality)」に依存しているのであり、何か神秘的な力が作用しているわけではない。そしてサールはここに人々が協力するメカニズムがあることを明らかにする。「制度的事実」が生じると、人々にはその当人の欲望に関わらずある行動をしなければならない「義務的な力 (Deontic Power)」が発生する。貨幣の例であれば、商店は貨幣の持参者に、商品を販売する義務が発生する。ある人間に教員という「地位機能」が付与されると、授業日には授業をしたいしたくないにかかわらず、授業をしなければならない義務が発生する。もちろん、これは履行されない可能性も含まれるからこそ義務なのであるが、この「義務的な力」によって「地位機能」は「行為者の欲求に関わらない行動の理由 (desire-independent reasons for action)」を提供する。こうして人々は協働し社会を構成することになる。およそ社会と呼ばれるものは、この「制度的事実」を生み出すプロセスが幾重にも積み重なって作られている。「制度的事実」は存在論的に主観的であり、認識論的に客観的である。すべての社会科学はこのような事実に関するものである。社会存在論は、自然科学に例えれば、自然的存在が原子から成り立っているとき、その原子の成り立ちを示すようなものである。個別の社会科学は社会存在論の終わるところから始まる。これがサールの社会存在論の概要である。

バスカーが、そしてついでローソンが指摘し

たように、実証主義、そして主流派経済学は、その存在論としては「閉じた系」を前提とし、事象の規則性をその研究の対象とした。これに対して、批判的实在論が提示する社会存在論は、まず着眼している対象は、事象ではなく、特性を持って存在するものである。「開かれた系」とは定義により、事象の規則性が存在しないことを意味するが、これは単なる混沌ではない。これはちょうど登場人物はわかっている、劇中で生じる出来事に規則性がないからと言って意味不明の演劇にならないのと同様である。「開かれた系」の社会存在論は、登場人物に相当する社会的存在のありかたと性質に関心を寄せているのであり、人々の偶発的な関係性が、どのような個人を超えた力となるかについて関心を寄せているのである。事象とはこの比喩では演劇内の出来事になるが、事象の規則性が保障されていないということは、原理的に、出来事としてはもはや何が起こるかかわからないのであって、事象に焦点を当てた演繹的推論、あるいは確率的予測は意味を持たない。偶発的関係性がどのような特性を持つかは、その時がやってくるまで事前に分かるものでもない。演劇であれば登場人物とセッティングがわかっていなければ何が生じたのかかわらないように、既に存在するものの性質と世界の基本的構造の把握こそが、どんなものが今新たに存在を開始しているのかを知る唯一の前提であろう。逆説的であるが、そのような存在論を探求することは、ブラックボックスの規則性を見つけようとする道具主義よりもプラグマティックですらありうるかもしれない。

5 結論

トニー・ローソンの経済学批判が世に問われ20年近くが経とうとしている。この経済学批判は、欧米の反主流派経済学者の中では最もよく知られた主流派経済学の根本的批判となっ

た。主流派経済学は、主流派であるためにある特定のイデオロギー的主張をしているわけでもなければ、数学モデルに何か特定の手法や仮定、結論を要求しているわけでもない。したがって、イデオロギー的主張の有無、用いられて数学モデルの仮定や結論を批判しようとも、それは実は主流派経済学自体の批判ではなかった。主流派は、数学モデルという最も客観的で厳密かつ内容的には中立の、一見、あらゆる可能性を容認する偏見のない科学の体裁をとっていると見なされていた。それゆえ、そもそも主流派経済学の何が主流派であるかを通時的に一貫して定義することすら困難であった。それに対して、ローソンは、実は偏見のない中立的な科学であると思われていた経済学に潜む大前提を摘出した。それは、「数学的演繹主義者のモデル化という手法」が、一見中立的に見えて、実は世界がどのようなかという存在論の次元において、ある特殊な前提を置いていたということである。そして、主流派経済学と非主流派経済学を分けていたものは、見かけ上の主張や結論ではなく、この存在論に次元における相違であったことを明らかにした。この隠された存在論は、それ自体、直ちに誤りであるとかないとか判断の付くものではない。しかし、その存在論を暗黙に前提としてなされた経済学の過去半世紀以上にわたる成果とその実践者たちの言説を分析する限り、この存在論を疑うに十分な理由がある。それだけではない。意識化されていない存在論は、人々がそこから自由に考えること許さず、仮に虚妄を抱いていようとも容易には抜け出られない状況を作り出すのである。それゆえ、ローソンは経済学の存在論的転回を主張した。

ローソンのこの主張は、バスカーの超越論的实在論に影響されたものであり、ローソン自身は最初、超越論的实在論をその議論の中心に据えた。しかし、バスカーの超越論的实在論とローソンの経済学批判を詳細に比較検討する

と、暗黙の存在論に問題が潜んでいるという着想が両者の共通点であり、これは確かにバスカーが超越論的問いと呼んだものに導かれたものである。しかし、ローソンのとった手法はひたすら経済学の経験を反省しその前提に何があるかを考察したのであって、それは超越論的实在論というよりも経験主義的説得に依存している。バスカーの超越論的实在論は、その超越論的議論ゆえに導かれたのは事実であるが、「超越論」と呼ぶところに問題を見出す論者もいるのは事実である。ローソンはその経済学批判の主張に関する限り、超越論的实在論の主張に依存する必要は全くない。

したがって、この批判の方向は、ローソン自身が最初の著書Lawson (1997) から志向していた社会存在論へと発展する。もちろん、社会存在論はバスカーを筆頭とする批判的实在論者が長く取り組んできた主題である。しかし、批判的实在論とは独立に、ヨーロッパと北米で哲学者と社会学者による社会存在論への関心が21世紀初頭から高まりはじめ、ローソンはむしろこの動きを迎え撃つことになった。いまや社会存在論それ自体の内容も豊かとなる一方で、経済学は自らの存在論をほとんど明示してはいない。一方、社会存在論の議論には、サールのように貨幣が突出した例として出てくる一方で、経済がどこに位置するのかいまだに不明である。これは経済学のなかの不在であると同時に、社会存在論における不在でもある。ここに我々の知性は今や新たに埋められるべきものを求めている。

参考文献

- Archer, M. (1995) *Realist Social Theory: The Morphogenetic Approach*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Bertalanffy, L. (1969) *General System Theory: Foundations, Development, Applications*, New

- York: George Braziller.
- Bhaskar, R. (1997) *A Realist Theory of Science* (Verso Classics), London: Verso Books, 式部信記 (2009) 『科学と実在論—超越論的実在論と経験主義批判』(叢書・ユニベルシタス), 法政大学出版会.
- Bhaskar, R. (1998) *The Possibility of Naturalism: A Philosophical Critique of the Contemporary Human Sciences (Critical Realism--Interventions) 3rd edition*, London: Routledge, 式部信記 (2006) 『自然主義の可能性—現代社会科学批判』, 晃洋書房.
- Coase, R. (1999) "Interview with Ronald Coase," *Newsletter of the International Society for New Institutional Economics*, 2, 1, Spring.
- Donaldson, P. (1984) *Economics of the Real World (third edn)*, Harmondsworth: Penguin.
- Elder-Vass, D. (2010) *The Causal Power of Social Structures*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Friedman, M. (1953) "Methodology of Positive Economics," in *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1999) "Conversation with Milton Friedman," in Brian Snowdon and Howard Vane(eds) *Conversations with Leading Economists: Interpreting Modern Macroeconomics*, Cheltenham: Edward Elgar, 124-144.
- Fullbrook, E. (ed.) (2009) *Ontology and Economics: Tony Lawson and His Critics*, London: Routledge.
- Hacking, I. (2002) *Historical Ontology*, Cambridge MA, Harvard University Press.
- Kaidesoja, Tuukka (2013) *Naturalizing Critical Realist Social Ontology*, London: Routledge.
- Krugman, P. (2009) "How Did Economists Get It So Wrong?" *The New York Times*. September 6.
- Lakatos, I.(1978) "Science and Pseudoscience," in *The methodology of scientific research programmes Philosophical Papers, Volume I*, edited by John Worrall and Gregory Currie, Cambridge: Cambridge University Press.
- Lawson, T. (1997) *Economics and Reality*, London: Routledge.
- Lawson, T. (2003) *Reorienting Economics*, London: Routledge.
- Lawson, T. (2015) *The Nature and State of Modern Economics*, London: Routledge.
- Lawson, T. (2015) "Process, order and stability in Veblen," *Cambridge Journal of Economics*, 39, 993-1030.
- Leontief, W. (1982) "Academic Economics," *Science*, 217: 104-107.
- Lewis, P. (2015) "Notions of order and process in Hayek: the significance of emergence," *Cambridge Journal of Economics*, 39, 1167-1190.
- Pratten, S. (ed.) (2015) *Social Ontology and Modern Economics*, London: Routledge.
- Pratten, S. (2015) "Dewey on habit, character, order and reform," *Cambridge Journal of Economics*, 39, 1031-1052.
- Searle, J. R. (1996) *The Construction of Social Reality*, London: Penguin Books.
- Searle, J. R. (2009) *Making the Social World: The Structure of Human Civilization*, New York: Oxford University Press.
- Tuomela, R. (2013) *Social Ontology: Collective Intentionality and Group Agents*, New York: Oxford University Press.
- Winch, Peter (1960) *The Idea of a Social Science and its Relation to Philosophy*, second edition, London: Routledge.
- Wright, G. H. von (1971) *Explanation and Understanding*, London: Routledge & Kegan Paul.

Why is Social Ontology significant for the methodology of economics?

Masaaki Katsuragi

Almost twenty years ago, when the first book of Tony Lawson's critique of mainstream economics was published, Transcendental Realism was at the heart of his argument. Indeed, his argument was led by the doctrine, however his claim *per se*, that 'mathematical-deductivist methods are being applied in conditions for which they are not appropriate', could be maintained without Transcendental Realism. It was not ontological distinction between events and mechanisms but the revelation of hidden ontology of modern economics that was crucial for identifying the causes that make 'the mainstream project perform so poorly'. The discipline must turn to the explicit argument of the ontology, in the sense that the nature of the object of theorising must be considered seriously. Social Ontology now attracts wider attention from social scientists who are concerned with the foundation of their disciplines. Nevertheless, the absence of social ontology in economics is real and the absence of economics in Social Ontology is also real. Here we have a real and urgent problem in both economic theorising and the philosophy of economy.

JEL Classification Number : B41, B59

Keywords : Methodology of Economics, Economic Philosophy, Critical Realism, Social Ontology

資本市場のフィードバック効果と経営者による 情報開示インセンティブ*

石川 徹†

要 旨

本稿の目的は、資本市場におけるマーケットマイクロストラクチャーを考慮した経営者による情報開示の基本モデルを構築し、資本市場においてフィードバック効果が起こる状況下で、経営者による情報開示メカニズムを明らかにすることである。そこで本稿では、Goldstein and Yang (2016) に依拠し、資本市場のマーケットマイクロストラクチャーを考慮した経営者による情報開示の基本モデルを構築した。近年の実証研究で示されているように、資本市場で形成される価格には、経営者が知らない情報が含まれており、経営者は価格から自身の知らない情報を入手することが考えられる。その一方、経営者の開示する情報は、投資家に追加的な情報を与え、価格に反映される情報に影響を及ぼす。そのため、経営者は投資家の行動に与える影響を考慮して、情報開示の意思決定を行う。したがって、自身の知らないより質の高い情報を価格から入手するために、経営者は自身の保有する情報を自発的に開示するインセンティブを有する。本稿では、経営者の情報開示メカニズムを解明するために応用可能なマーケットマイクロストラクチャーを考慮した経営者による情報開示の基本モデルを構築した。そして本稿で明らかにした経営者による情報開示インセンティブは、既存の理論では説明できなかった資本市場における経営者の情報開示行動の説明に貢献すると考えられる。

JEL Classification : M41

キーワード：自発的開示、フィードバック効果

1 はじめに

ディスクロージャー制度の存在意義は、経営者による私的情報の開示を促進することであ

る（企業会計基準委員会，2006）。そのため、経営者の情報開示メカニズムを明らかにすることがディスクロージャー制度を設計するうえで重要である。現在までGrossman and Hart (1980)、Grossman (1981)、Milgrom (1981) に端を発し、その後、開示コストが存在する場合など、より現実的な市場環境のもとで、経営者がどのような状況において保有する情報を開示するのかが明らかにされてきた（Verrecchia, 2001；Dye, 2001；Healy and Palepu, 2001；Beyer et al., 2010；椎葉他, 2011）。これらの経営者による

* 本稿の作成にあたり、山本達司教授（大阪大学大学院経済学研究科）、および椎葉淳教授（大阪大学大学院経済学研究科）、村宮克彦准教授（大阪大学大学院経済学研究科）、そして阪大会計研究会参加者より多くの貴重なコメントをいただいた。ここに記して深く感謝申し上げたい。なお本稿における全ての誤りは筆者に帰するものである。

† 大阪大学大学院経済学研究科博士後期課程

情報開示のほとんどの先行研究においては、経営者の保有する情報は、投資家の保有する情報を包含する情報と考えられていた。しかし企業の将来業績は、企業固有の環境だけではなく、企業の属する産業の状況、為替相場といったマクロ要因にも依存するため、将来業績に関して経営者が知らない情報を、機関投資家などの資本市場の参加者が保有していることもありうる。そのため、経営者が資本市場を通じて投資家の情報を入手し、意思決定に利用する可能性があることが考えられる。このことは、資本市場のフィードバック効果といわれる¹。

資本市場において、株価は多数の参加者の取引によって形成される。そして価格は重要な情報源といわれるように (Hayek, 1945), 資本市場で形成された価格は投資家の保有する情報を集約している。そのため、経営者は自身の知らない投資家保有の情報を資本市場から入手すると考えられる。その一方で、経営者が開示する情報は資本市場の価格形成に影響を与えるため、経営者自身が価格に反映された情報を利用するとき、自身の意思決定が価格に与える影響を考慮したうえで経営者は情報開示を行うと考えられる。

本稿の目的は、上述のフィードバック効果が起こる状況下で、経営者による情報開示メカニズムを明らかにすることである。そのため本稿では、資本市場におけるマーケットマイクロストラクチャーを考慮した経営者による情報開示の基本モデルを構築し、資本市場のフィードバック効果の存在する状況下で、経営者の情報開示が資本市場の価格にどのような影響を与えるのか、そしてその影響を考慮したとき経営者がどのような情報開示インセンティブを有するのかを明らかにする。これまでの情報開示の先

行研究では、経営者の保有する情報は投資家の保有する情報を包含すると想定されていた。しかしこの関係のもとでは、フィードバック効果が経営者の情報開示に与える影響を分析することはできなかった。したがって本稿では、経営者だけでなく、投資家が経営者の意思決定に有用な情報を保有していると考える。Dye and Sridhar (2002) は、経営者が戦略変更のアナウンスメントに対する価格の反応から情報を入手し、意思決定に利用する理論モデルを提供した。しかしDye and Sridhar (2002) では、経営者の情報開示の意思決定は考慮されておらず、経営者の開示する情報がどのように投資家の行動に影響を与え、価格に反映される情報を変化させるのかを検証することができなかった。そこで本稿はGoldstein and Yang (2016) に依拠してモデルを構築する。その際、Goldstein and Yang (2016) では考慮されていなかった経営者による情報開示を導入する。この導入により、資本市場のマーケットマイクロストラクチャーを考慮した経営者による情報開示の基本モデルの構築することができる。さらに、資本市場のフィードバック効果が起きる状況下での経営者の情報開示メカニズムを明らかにすることができる。

現在まで、資本市場におけるフィードバック効果に関する実証研究が蓄積されてきた。Luo (2005) は、M&Aのアナウンスメント後の株価の反応と取引の帰結に着目し、企業がアナウンスメント後の株価の反応から新たに情報を入手し、意思決定に利用していることを明らかにした。Chen et al. (2007) は、資本市場の情報の非対称性と企業の設備投資との関係に着目し、より情報の非対称性が大きい市場において、株価に対する設備投資の反応が大きいことを明らかにし、企業が株価から情報を入手していることを示唆している。Zuo (2016) は、株価反応と経営者予想の改訂との関係から、企業が株価の反応から、情報を入手していることを明らか

¹ 資本市場におけるフィードバック効果に関するサーベイ論文であるBond et al. (2012) は、資本市場におけるフィードバック効果を考慮することで市場で観察される現象を説明することができることを示している。

にした。

本稿で得られた結果を要約すると、次の通りである。経営者の開示する情報は、投資家に追加的な情報を与え、価格に反映される情報に影響を及ぼす。そのため、経営者は投資家の行動に与える影響を考慮して、情報開示の意思決定を行う。そして経営者は、自身の保有していない情報を価格から入手する。このとき、経営者が価格から得られる情報には、既知の情報と知らない情報が混在している。そして、投資家が経営者の保有していない情報に依存して意思決定するほど、経営者は価格から自身の知らないより質の高い情報を入手することができる。そのため、自身の知らない情報をより入手するためには、投資家に経営者の知っている情報を予め与えておく必要があり、経営者は自身の保有する情報を自発的に開示するインセンティブを有する。本稿では、資本市場のマーケットマイクロストラクチャーを考慮した経営者による情報開示の基本モデルを構築した。この基本モデルは、経営者の情報開示メカニズムを解明する今後の研究において応用可能な基本モデルである。さらに、本稿で明らかにした経営者による情報開示インセンティブは、既存の理論では説明できなかった資本市場における経営者の情報開示行動を説明することに役立つと考えられる。

本稿は次のように構成される。次の第2節でモデルの設定について説明する。第3節では、経営者によって情報が開示されなかったケースと開示されたケースにおける資本市場における均衡価格と価格から得られる情報をそれぞれ分析する。第4節では、経営者の情報開示の意思決定を明らかにする。最後の第5節では、本稿の結果をまとめる。

2 モデル

本稿のモデルの基本的な設定は、Goldstein

and Yang (2016) に依る。本稿では、Goldstein and Yang (2016) とは異なり、経営者が情報を開示するかどうかの意思決定を考慮する。これにより、経営者の情報開示メカニズムを検証ことができる。

経営者と投資家が存在する1期間モデルを考える。投資家は非加算無限に存在し $i \in [0, 1]$ で表す²。投資家は企業の生産性に関する情報を保有し、自身の情報と経営者の開示する情報に基づいて企業のリスク資産を1単位だけ取引する。その後、需要と供給によって価格が形成される。この価格には、投資家の保有する情報が反映されている。しかし、供給はランダムなショックに依存するため³、生産性の情報には反映しない。経営者は価格から投資家の情報を入手し、生産投資行動に利用する。最後に、生産した財が経営者（企業）と投資家に分配される。

タイムラインは、以下の5期で構成される。 $t=1$ において、経営者が情報の開示戦略を選択する⁴。つぎに $t=2$ では、投資家は自身の保有する情報と経営者の開示した情報（ $t=1$ で企業が開示を選択した場合）にもとづいて、リスク資産を1単位購入するか空売りするかを意思決定を行う。そして $t=3$ において、需要と供給から均衡価格が形成される。 $t=4$ では、経営者は資本市場の価格から情報を入手し、投資の意思決定を行う。 $t=5$ では、企業の生産量が確定し、企業と投資家に分配される。

企業は1種類の財を生産し、生産量を Q で表す。そして、企業の生産関数は $Q = \tilde{A}\tilde{F}K$ とし、 \tilde{A} と \tilde{F} は企業の生産性である（ \tilde{A} 、 \tilde{F} はともに非負の値をとる）。 \tilde{A} は企業固有の要素、 \tilde{F} はマクロ要素であり、ともに外生

² 資本市場のマーケットマイクロストラクチャーの文脈では、基本的な設定である。

³ これは、ランダムに発注を行うノイズトレーダーによるショックを意味する。

⁴ 簡単化のために、経営者が開示する情報は真実の情報とする。

的な確率変数とする。企業固有の生産性 \tilde{A} は $\log \tilde{A} \equiv \tilde{a}$ と定義し、 \tilde{a} は平均 0、分散 $1/\tau_a$ の正規分布に従うと仮定する。そしてマクロ要素 \tilde{F} においても同様に、 $\log \tilde{F} \equiv \tilde{f}$ と定義し、平均 0、分散 $1/\tau_f$ の正規分布に従い、2つの生産性を表す確率変数はともに独立であると仮定する ($\tilde{a} \sim N(0, 1/\tau_a)$, $\tilde{f} \sim N(0, 1/\tau_f)$)。

生産性を表す \tilde{A} , \tilde{F} と同様に、企業の生産関数に含まれる K も企業の生産量を決定する。この K は投資を表し、経営者によって決定される。なお、この投資には $\frac{1}{2}cK^2$ のコストがかかるとする ($c > 0$)⁵。そして、企業の生産量が確定したとき、生産された財のうち β の割合が経営者に分配され、 $(1 - \beta)$ の割合が投資家に分配される ($0 < \beta < 1$)。ここで経営者の利得を V と定義すると、利得 V は全体の生産量から β の割合で分配されたものからコストを除いたものとなる。そして、経営者は保有する情報に基づいて、自身の期待利得が最大になるように最適な投資 K^* を決定する。ここにおいて、経営者の情報集合を Ω と定義する。なお経営者は、企業固有の要素 \tilde{A} の情報を保有すると仮定する。したがって、経営者の情報集合 Ω は、企業固有の要素 \tilde{A} の情報と資本市場の均衡価格を観察したことから得られる情報から構成される。

したがって、経営者の意思決定問題は次のようになる。

$$\max_K E[\tilde{V}|\Omega] = \max_K E\left[\beta\tilde{A}\tilde{F}K - \frac{1}{2}cK^2|\Omega\right]. \quad (1)$$

これを解くと、経営者が選択する投資 (K^*) は、以下ようになる。

$$K^* = \frac{\beta E[\tilde{A}\tilde{F}|\Omega]}{c}. \quad (2)$$

次に、投資家 i の保有する情報を見る。投資家 i は、生産性を表す 2つの要素 \tilde{A} , \tilde{F} それぞれに関する情報を保有すると仮定する。ま

ず、企業固有の要素 \tilde{A} に関する情報を \tilde{x}_i と表す。そして、企業固有の要素に関する情報 \tilde{x}_i は、企業固有の情報 \tilde{a} に加えて、ノイズを表す $\tilde{\varepsilon}_{x,i}$ が含まれているとする。このノイズ項 $\tilde{\varepsilon}_{x,i}$ は平均 0、分散 $1/\tau_x$ の正規分布に従うと仮定する ($\tilde{\varepsilon}_{x,i} \sim N(0, 1/\tau_x)$)。同様に、マクロの要素 \tilde{f} に関する情報を \tilde{y}_i とすると \tilde{y}_i にも、平均 0、分散 $1/\tau_y$ の正規分布に従うノイズ項 $\tilde{\varepsilon}_{y,i}$ が含まれているとする ($\tilde{\varepsilon}_{y,i} \sim N(0, 1/\tau_y)$)。ただし、それぞれの情報に含まれるノイズ項 $\tilde{\varepsilon}_{x,i}, \tilde{\varepsilon}_{y,i}$ は、 i に対して独立で同一な分布に従うと仮定する。したがって、生産性に関する情報 \tilde{x}_i , \tilde{y}_i は式で表すとそれぞれ次のようになる。

$$\tilde{x}_i = \tilde{a} + \tilde{\varepsilon}_{x,i}, \quad \tilde{y}_i = \tilde{f} + \tilde{\varepsilon}_{y,i}. \quad (3)$$

投資家 i はリスク中立的で、リスク資産から得られる期待キャッシュ・フローとリスク資産の期待価格の差から、期待利得が最大になるように、1単位のリスク資産を購入するか空売りするか意思決定を行う⁶。ここで購入するときは $d(x_i, y_i) = +1$ 、空売りするときは $d(x_i, y_i) = -1$ と定義する。したがって、投資家 i の意思決定問題は次のようになる。

$$\max_{d(x_i, y_i) \in \{-1, +1\}} d(x_i, y_i) E\left[(1 - \beta)\tilde{A}\tilde{F}K - \tilde{P}|x_i, y_i\right]. \quad (4)$$

投資家 $i \in [0, 1]$ の総需要量は次のように表わされる。

$$D(\tilde{a}, \tilde{f}) = \int_0^1 d(x_i, y_i) di. \quad (5)$$

次に、企業のリスク資産の供給量を見る。ここで供給量を L と定義し、供給量 L は次の式のように決定されると仮定する。

$$L(\tilde{\xi}) = 1 - 2\Phi(\tilde{\xi} - \lambda \log \tilde{P}). \quad (6)$$

ここにおいて、 $\Phi(\cdot)$ は、標準正規分布の累積分布関数である。そして、 λ は価格に対する流

⁵ より多額な資金を調達するほど、コストがかかることを考える。

⁶ Kyle (1985) のように、投資家の発注量によってリスク資産の価格が決定する。

動性を表し、 λ の値が大きいほど、価格に対する供給量の反応が大きくなる。この $\tilde{\xi}$ は供給におけるランダムなショックを表している。なお、 $\tilde{\xi}$ は平均0で分散 $1/\tau_\xi$ の正規分布に従うとする ($\tilde{\xi} \sim N(0, 1/\tau_\xi)$)。

そして企業のリスク資産の均衡価格は、需給の一致の条件 (Market Clearing Condition) から次のように決定される。

$$D(\tilde{a}, \tilde{f}) = L(\tilde{\xi}). \quad (7)$$

3 均衡

本稿では、標準的なゲーム理論で用いられるバックワード・インダクションによって資本市場での均衡価格を導く。

均衡の定義は次のようにあらわされる。(a) 企業は得られた情報をもとに、最適な投資量を決定する ((1) 式に対応)。(b) 投資家は、保有する情報をもとに期待利得が最大になるように意思決定する ((4) 式に対応)。(c) 需要と供給の一致から、均衡価格が成立する ((7) 式に対応)。(d) 総需要は、投資家の意思決定の合計により構成される ((5) 式に対応)。

3.1 非開示のケース

まず、経営者によって企業固有の要素 \tilde{A} の情報が開示されないケースをみる。経営者によって情報が開示されないとき、投資家はそれぞれ自身が保有する情報のみに基づいて企業のリスク資産を購入するか空売りするかを意思決定を行う。このとき、資本市場において需要と供給の一致から決定される均衡価格を \tilde{P}_{ND} と定義すると、均衡価格 \tilde{P}_{ND} は次のようになる。

補題 1 非開示のケースにおける均衡価格 \tilde{P}_{ND}

$$\tilde{P}_{ND} = \exp\left(\frac{\tilde{\xi}}{\lambda} - \frac{g - (a + \phi_y f)}{\lambda \sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}}\right). \quad (8)$$

証明 Appendix を参照。

したがって、均衡価格 \tilde{P}_{ND} は、企業固有の要素 \tilde{a} 、マクロ要素 \tilde{f} 、流動性 λ 、ランダムな供給ショック $\tilde{\xi}$ 、そして投資家の均衡戦略において内生的に決定される g 、 ϕ_y によって構成され⁷、均衡価格 \tilde{P}_{ND} は、企業固有の要素 a 、マクロ要素 f 、ランダムな供給ショック ξ の増加関数であることがわかる。

次に、この均衡価格 \tilde{P}_{ND} から得られる情報を考える。上でみたように、均衡価格 \tilde{P}_{ND} には、マクロ要素 f の情報を含んでいる。したがって、経営者は保有する情報を用いて、均衡価格から自身の知らないマクロ要素 f の情報を入手する。しかし、均衡価格は自身の知らない供給ショックを含むため、均衡価格からマクロ要素 f のみを取り出すことはできない。ここで均衡価格から得られる情報を $s_{P_{ND}}$ と定義すると、 $s_{P_{ND}}$ 次のように表すことができる。

$$\frac{\lambda \cdot \sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}} \log P_{ND} - a + g}{\phi_y} = f + \frac{\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}}{\phi_y} \xi \equiv s_{P_{ND}}. \quad (9)$$

したがって (9) 式から、経営者は均衡価格を観察することによって、マクロ要素 \tilde{f} に供給ショックが加わった情報を入手することがわかる。

ここにおいて、 $\varepsilon_{P_{ND}} \equiv \frac{\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}}{\phi_y} \xi$ と定義すると、 $\text{Var}(\tilde{\varepsilon}_{P_{ND}}) = \frac{\tau_y + \tau_x \phi_y^2}{\tau_x \phi_y^2 \tau_y \tau_\xi}$ となり、その逆数は、 $\tau_{\varepsilon_{P_{ND}}} = \frac{1}{\text{Var}(\tilde{\varepsilon}_{P_{ND}})} = \frac{\tau_x \phi_y^2 \tau_y \tau_\xi}{\tau_y + \tau_x \phi_y^2}$ となる。分散の逆数 $\tau_{\varepsilon_{P_{ND}}}$ の値が大きくなるほど、均衡価格から得られる情報はマクロ要素 f の情報をより高い精度で表す。そのため本稿では τ_{ε_P} を、価格のマクロ要素 f に関する情報としての質と定義する。

⁷ g 、 ϕ_y については、Appendix を参照。

3.2 開示のケース

次に、経営者によって企業固有の要素 \tilde{A} の情報が開示されるケースをみる。このとき、企業固有の要素の情報 \tilde{A} についての正確な情報が一般に公開されるため、投資家が保有する企業固有の要素 \tilde{A} に関する情報 \tilde{x}_i は、投資家自身がリスク資産に関する意思決定をするときに不要になる。つまり、経営者によって企業固有の要素 \tilde{A} の情報が開示された場合、投資家は、経営者の開示した企業固有の要素 \tilde{A} の情報とマクロ要素 \tilde{F} に関してノイズを含んだ情報 \tilde{y}_i に基づいて、リスク資産に関する意思決定を行う。このときの資本市場における均衡価格を \tilde{P}_D と定義すると、均衡価格 \tilde{P}_D は次のようになる。

補題 2 開示のケースにおける均衡価格 P_D

$$\tilde{P}_D = \exp\left(\frac{\tilde{\xi}}{\lambda} - \frac{l - (\phi_a a + f)}{\lambda \sqrt{\frac{1}{\tau_y}}}\right). \quad (10)$$

証明 Appendix を参照。

経営者が情報を開示しないケースと同様に、均衡価格 \tilde{P}_D は、企業固有の要素 \tilde{a} 、マクロ要素 \tilde{f} 、ランダムな供給ショック $\tilde{\xi}$ 、そして投資家の均衡戦略において内生的に決定される l 、 ϕ_a によって構成され、企業固有の要素 a 、マクロ要素 f 、ランダムな供給ショック ξ の増加関数となる。

つぎに、非開示のケースと同様に、経営者によって情報が開示されるときに均衡価格から得られる情報をみる。経営者は保有する情報を用いて、均衡価格から自身の知らないのマクロ要素に関する情報を入手する。ここにおいて、均衡価格から得られる情報を s_{P_D} と定義すると、 s_{P_D} は次のように表すことができる。

$$\lambda \cdot \sqrt{\frac{1}{\tau_y}} \log P_D - \phi_a a + l = f + \sqrt{\frac{1}{\tau_y}} \xi \equiv s_{P_D}. \quad (11)$$

したがって、経営者が情報を開示するとき、均衡価格から得られる情報 s_{P_D} は、(11) 式のようにあらわすことができる。ここにおいて、 $\varepsilon_{P_D} \equiv \sqrt{\frac{1}{\tau_y}} \xi$ と定義すると、 $\text{Var}(\tilde{\varepsilon}_{P_D}) = \frac{1}{\tau_y \tau_\xi}$ となり、逆数は、 $\tau_{\varepsilon_{P_D}} = \frac{1}{\sqrt{\text{Var}(\tilde{\varepsilon}_{P_D})}} = \tau_y \tau_\xi$ となる。企業が非開示を選択したときと同じように、 $\tau_{\varepsilon_{P_D}}$ は、均衡価格のマクロ要素 f に関する情報としての質である。非開示のケースと同様に、 $\tau_{\varepsilon_{P_D}}$ が高い値ほど、均衡価格がマクロ要素 f に関するより質の高い情報であることを意味する。

4 分析

最後に、経営者の情報を開示するか否かの意思決定を明らかにする。この経営者の情報開示は投資家の戦略を変化させ、均衡価格に含まれる情報に影響を与える。そのため経営者は、均衡価格に含まれる情報への影響を考慮して開示か非開示かの意思決定を行う。本稿では、経営者は、企業固有の情報 \tilde{A} を入手する前の段階において、事前の期待価値を最大化するように意思決定を行うとする⁸。ここで、 $d_M = D$ は経営者による情報の開示の選択、 $d_M = ND$ は経営者の情報の非開示の選択と定義する。ただし、経営者が開示を選択した場合は、開示コスト C がかかるとする。したがって、経営者の最適な開示戦略 (d_M^*) は次のようにあらわされる。

$$\arg\max_{d_M \in \{D, ND\}} E[\tilde{V}(K^*)] \equiv \arg\max_{d_M \in \{D, ND\}} E\left[\beta \tilde{A} \tilde{F} K^* - \frac{1}{2} c K^{*2}\right]. \quad (12)$$

最適な開示戦略を明らかにするために、まず企業の事前の期待価値 ($E[\tilde{V}(K^*)]$) を求めると、次のようになる。

⁸ Goldstein and Yang (2016) では、 $E\left[\tilde{A} \tilde{F} K^* - \frac{1}{2} c K^{*2}\right]$ を効率性の指標として用いている。

$$\begin{aligned}
& E[\tilde{V}(K^*)] \\
&= E\left[\beta\tilde{A}\tilde{F}K^* - \frac{1}{2}cK^{*2}\right] \\
&= \frac{\beta}{c}\left(\beta - \frac{\beta}{2}\right)\exp\left[\text{Var}(\tilde{f}|s_P) + 2\text{Var}(\tilde{a}) + 2\text{Var}(\tilde{f}) - 2\text{Var}(\tilde{f}|s_P)\right] \\
&= \frac{\beta^2}{2c}\exp\left[2\text{Var}(\tilde{a}) + 2\text{Var}(\tilde{f}) - \text{Var}(\tilde{f}|s_P)\right] \\
&= \frac{\beta^2}{2c}\exp\left[\frac{2}{\tau_a} + \frac{2}{\tau_f} - \frac{1}{\tau_a + \tau_{\varepsilon_P}}\right].
\end{aligned} \tag{13}$$

以上から、経営者が開示する場合の事前の期待価値を $E[\tilde{V}(K^*, D)]$ 、経営者が非開示を選択した場合の事前の期待価値を $E[\tilde{V}(K^*, ND)]$ と定義すると、両者の差は次のようにあらわすことができる。

$$\begin{aligned}
& E[\tilde{V}(K^*, D)] - E[\tilde{V}(K^*, ND)] \\
&= -C + \frac{\beta^2}{2c}\exp\left[\frac{2}{\tau_a} + \frac{2}{\tau_f}\right]\left(\exp\left[-\frac{1}{\tau_a + \tau_{\varepsilon_{PD}}}\right] - \exp\left[-\frac{1}{\tau_a + \tau_{\varepsilon_{PND}}}\right]\right).
\end{aligned} \tag{14}$$

したがって、境界となる開示コスト (C^*) は、次のように求めることができる。経営者は、この境界よりも開示コストが低い場合は、開示を選択する。

$$C^* = \frac{\beta^2}{2c}\exp\left[\frac{2}{\tau_a} + \frac{2}{\tau_f}\right]\left(\exp\left[-\frac{1}{\tau_a + \tau_{\varepsilon_{PD}}}\right] - \exp\left[-\frac{1}{\tau_a + \tau_{\varepsilon_{PND}}}\right]\right). \tag{15}$$

(15) 式から、境界となる開示コスト (C^*) は、価格から得られる情報の質 τ_{ε_P} の増加関数となる。つまり、経営者が情報を開示した場合に価格から得られる情報の質が高いほど、開示を選択する。

次に、開示コスト C が 0 の場合における経営者の開示戦略をみる。企業の事前の期待価値 $E[V(K^*)]$ は(13)式より、 τ_{ε_P} の増加関数であるとわかる。ここで、 τ_{ε_P} は前節で定めたように、均衡価格から得られる情報の、マクロ要素 f に関する情報としての質である。つまり、均衡価格から得られるマクロ要素の情報としての質が高くなるほど、企業の事前の期待価値は高くなる。そのため、経営者による最適な開示戦略 d_M^* の意思決定においては、開示を選択したときの均衡価格の情報の

質 $\tau_{\varepsilon_{PD}}$ と非開示を選択したときの均衡価格の情報の $\tau_{\varepsilon_{PND}}$ との比較によって決定される。したがって、これから両者の比較をする。

まずはじめに開示のケースにおける均衡価格の情報の質 $\tau_{\varepsilon_{PD}}$ は、

$$\tau_{\varepsilon_{PD}} = \tau_y \tau_\xi \tag{16}$$

である。一方、非開示のケースにおける均衡価格の情報の質 $\tau_{\varepsilon_{PND}}$ は、

$$\tau_{\varepsilon_{PND}} = \frac{\tau_x \phi_y^2 \tau_y \tau_\xi}{\tau_y + \tau_x \phi_y^2} = \frac{1}{\left(\frac{\tau_y}{\phi_y^2 \tau_x}\right) + 1} \tau_y \tau_\xi \tag{17}$$

である。ここにおいて、 $\tau_x, \tau_y, \phi_y^2 > 0$ より、 $\frac{\tau_y}{\phi_y^2 \tau_x} > 0$ となるため、

$$\tau_{\varepsilon_{PND}} < \tau_{\varepsilon_{PD}} \tag{18}$$

が成立する。したがって、次の命題を得る。

命題 最適開示戦略フィードバック効果が存在する状況下で、経営者は最適な開示戦略として開示を選択する ($d_M^* = D$)。

資本市場での均衡価格は、投資家の保有する情報を集約するため、経営者は均衡価格から自身の知らないマクロ要素 f の情報を入手する。しかし均衡価格には供給ショックが含まれるため、経営者は均衡価格から正確なマクロ要素 F の情報を入手することはできない。その一方、均衡価格のマクロ要素 f に関する情報としての質は、投資家の意思決定に依存する。つまり、投資家が企業固有の要素 \tilde{A} に関する情報に依存して意思決定を行うほど、均衡価格のマクロ要素 f に関する情報としての質は低下する。そのため、経営者は自身の保有する企業固有の要素 \tilde{A} を開示することによって、均衡価格のマクロ要素 f に関する情報としての質を高めるインセンティブを有する。

5 まとめ

本稿では、Goldstein and Yang (2016) に依拠し、資本市場のマーケットマイクロストラクチャーを考慮した経営者による情報開示の基本モデルを構築した。そして、この基本モデルを用いて、資本市場のフィードバック効果の存在する状況下で、経営者の情報開示が資本市場の価格にどのような影響を与えるのか、そしてその影響を考慮したとき経営者がどのような情報開示インセンティブを有するのかを明らかにした。

現在まで、経営者による情報の自発的開示に関して、実証研究、理論研究の両面で数多くの研究が蓄積されてきた。そしてその多くの先行研究では、経営者の保有する情報は投資家の保有する情報を包含する情報と考えてきた。しかし近年の実証研究において経営者が資本市場から情報を入手していることが明らかにされてきた。そこで本稿では、経営者が資本市場から情報を入手するときの開示行動を分析し、経営者の情報開示インセンティブを明らかにした。そして本稿が明らかにした経営者による開示インセンティブは、資本市場における経営者の情報開示メカニズムの解明に貢献できると考えられる。しかし、このメカニズムの解明には、経営者が開示する情報を操作できる場合、投資家による情報獲得の内生化などより複雑な情報構造における経営者の開示行動を分析する必要がある、これは今後の課題とする。

Appendix

非開示のケースの均衡価格の証明 (補題 1)

経営者が非開示を選択した場合の均衡価格を導く。経営者が保有する情報を開示しない場合、投資家 i は自身の保有する企業固有の要素 \tilde{a} に関する情報 \tilde{x}_i とマクロ要素 \tilde{f} に関する情報 \tilde{y}_i をもとに意思決定を行う。そこで投資家 i の均衡戦略を、 $x_i + \phi_y y_i > g$ ならば 1 単位

購入し ($d(x_i, y_i) = +1$), $x_i + \phi_y y_i < g$ ならば 1 単位空売りする ($d(x_i, y_i) = -1$) を均衡戦略を想定する。 $x_i + \phi_y y_i > g$ は、 $\frac{\varepsilon_{x,i} + \phi_y \varepsilon_{y,i}}{\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}} > \frac{g - (a + \phi_y f)}{\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}}$ を意味する。したがって、投資家 $i \in [0, 1]$ において購入 ($d(x_i, y_i) = +1$) を選択する総量は以下ようになる。

$$1 - \Phi \left(\frac{g - (a + \phi_y f)}{\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}} \right)$$

購入する場合と同様に、空売り ($d(x_i, y_i) = -1$) の場合も考えることができる。そのため総需要 D は、次のように求めることができる。

$$\begin{aligned} D &= \int_0^1 d(x_i, y_i) di \\ &= 1 - \Phi \left(\frac{g - (a + \phi_y f)}{\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}} \right) + (-1) \cdot \Phi \left(\frac{g - (a + \phi_y f)}{\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}} \right) \\ &= 1 - 2\Phi \left(\frac{g - (a + \phi_y f)}{\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}} \right) \end{aligned}$$

資本市場において、需要と供給から均衡価格が導かれる。

$$\begin{aligned} 1 - 2\Phi \left(\frac{g - (a + \phi_y f)}{\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}} \right) &= 1 - 2\Phi \left(\tilde{\xi} - \lambda \log \tilde{P} \right) \\ \frac{g - (a + \phi_y f)}{\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}} &= \tilde{\xi} - \lambda \log \tilde{P} \\ \log \tilde{P} &= \frac{\tilde{\xi}}{\lambda} - \frac{g - (a + \phi_y f)}{\lambda \sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}} \end{aligned}$$

したがって均衡価格は、以下ようになる。

$$\tilde{P} = \exp \left(\frac{\tilde{\xi}}{\lambda} - \frac{g - (a + \phi_y f)}{\lambda \sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}} \right).$$

次に、均衡価格を導くにあたって想定した投資家の均衡戦略を確かめる。投資家は、以下の場合に限り購入 ($d(x_i, y_i) = +1$) を選択する。

$$E \left[(1 - \beta) \tilde{A} \tilde{F} K^* | x_i, y_i \right] - E \left[\tilde{P} | x_i, y_i \right] > 0$$

次に、上式の第 1 項と第 2 項をそれぞれ求める。

$$\begin{aligned}
& E\left[(1-\beta)\tilde{A}\tilde{F}K^*|x_i, y_i\right] \\
&= E\left[\exp\left(\log\frac{\beta(1-\beta)}{c} + 2\tilde{a} + \tilde{f} + \frac{\tau_{\varepsilon_P}}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}}s_P + \frac{1}{2}\frac{1}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}}\right)|x_i, y_i\right] \\
&= \exp\left[\log\frac{\beta(1-\beta)}{c} + \frac{2\tau_x}{\tau_a + \tau_x}x_i + \frac{\tau_y}{\tau_f + \tau_y}\left[1 + \frac{\tau_{\varepsilon_P}}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}}\right]y_i\right. \\
&\quad \left. + \frac{1}{2}\frac{1}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}} + \frac{1}{2}\text{Var}\left[2\tilde{a} + \tilde{f} + \frac{\tau_{\varepsilon_P}}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}}s_P|x_i, y_i\right]\right] \\
&\equiv \exp(\delta_x^V x_i + \delta_y^V y_i + \delta_0^V) \\
& E\left[\tilde{P}|x_i, y_i\right] \\
&= E\left[\exp\left(\frac{\tilde{\xi}}{\lambda} - \frac{g - (a + \phi_y f)}{\lambda\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}}\right)|x_i, y_i\right] \\
&= \exp\left[E\left(\frac{\tilde{\xi}}{\lambda} - \frac{g - (a + \phi_y f)}{\lambda\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}}\right)|x_i, y_i\right] + \frac{1}{2}\text{Var}\left(\frac{\tilde{\xi}}{\lambda} - \frac{g - (a + \phi_y f)}{\lambda\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}}\right)|x_i, y_i\right] \\
&= \exp\left[-\frac{g}{\lambda\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}} + \frac{1}{\lambda\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}}\left(\frac{\tau_x}{\tau_a + \tau_x}x_i + \frac{\phi_y \tau_y}{\tau_y + \tau_f}y_i\right)\right. \\
&\quad \left. + \frac{1}{2}\text{Var}\left(\frac{\tilde{\xi}}{\lambda} - \frac{g - (a + \phi_y f)}{\lambda\sqrt{\frac{1}{\tau_x} + \phi_y^2 \cdot \frac{1}{\tau_y}}}\right)|x_i, y_i\right] \\
&\equiv \exp(\delta_x^P x_i + \delta_y^P y_i + \delta_0^P)
\end{aligned}$$

したがって、投資家が購入する条件は以下と同値である。

$$\begin{aligned}
& \exp(\delta_x^V x_i + \delta_y^V y_i + \delta_0^V) > \exp(\delta_x^P x_i + \delta_y^P y_i + \delta_0^P) \\
& \delta_x^V x_i + \delta_y^V y_i + \delta_0^V > \delta_x^P x_i + \delta_y^P y_i + \delta_0^P \\
& x_i + \frac{\delta_y^V - \delta_y^P}{\delta_x^V - \delta_x^P} y_i + \frac{\delta_0^V - \delta_0^P}{\delta_x^V - \delta_x^P} > 0
\end{aligned}$$

以上より、均衡戦略 $x_i + \phi_y y_i > g$ における ϕ_y と g は次のようになる。

$$\phi_y = \frac{\delta_y^V - \delta_y^P}{\delta_x^V - \delta_x^P}, \quad g = \frac{\delta_0^V - \delta_0^P}{\delta_x^V - \delta_x^P}$$

経営者が情報開示をするケースの均衡価格の証明 (補題 2)

経営者が情報開示するケースでは、投資家の保有する企業固有の要素 a に関する情報 x_i は意思決定に用いられない。そのため投資家は、

経営者の開示した企業固有要素 a とマクロ要素 f に関するノイズを含んだ情報 y_i をもとに、取引の意思決定を行う。投資家 i の均衡戦略を $y_i + \phi_a a > l$ ならば 1 単位購入し、 $y_i + \phi_a a < l$ ならば 1 単位空売りすると想定する。経営者が情報を開示する場合と同様に考えることができる。したがって、均衡価格は以下のようになる。

$$\tilde{P} = \exp\left(\frac{\tilde{\xi}}{\lambda} - \frac{g - (\phi_a a + f)}{\lambda\sqrt{\frac{1}{\tau_y}}}\right)$$

均衡価格を導くにあたって想定した投資家の均衡戦略を確かめる。投資家は、以下の場合に限り購入 ($d(a, y_i) = +1$) を選択する。

$$E\left[(1-\beta)\tilde{A}\tilde{F}K^*|a, y_i\right] - E\left[\tilde{P}|a, y_i\right] > 0$$

次に、上式の第 1 項と第 2 項をそれぞれ求める。

$$\begin{aligned}
& E[(1-\beta)\tilde{A}\tilde{F}K^*|a, y_i] \\
&= E\left[\exp\left(\log\frac{\beta(1-\beta)}{c} + 2\tilde{a} + \tilde{f} + \frac{\tau_{\varepsilon_P}}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}}s_P + \frac{1}{2}\frac{1}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}}\right)|a, y_i\right] \\
&= \exp\left[\log\frac{\beta(1-\beta)}{c} + 2a + \frac{\tau_y}{\tau_f + \tau_y}\left(1 + \frac{\tau_{\varepsilon_P}}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}}\right)y_i\right. \\
&\quad \left. + \frac{1}{2}\frac{1}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}} + \frac{1}{2}\text{Var}\left(\tilde{f} + \frac{\tau_{\varepsilon_P}}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}}s_P|x_i, y_i\right)\right] \\
&\equiv \exp(\delta_y^V y_i + \delta_a^V a + \delta_0^V) \\
& E\left[\tilde{P}|a, y_i\right] \\
&= E\left[\exp\left(\frac{\tilde{\xi}}{\lambda} - \frac{g - (a + f)}{\lambda\sqrt{\frac{1}{\tau_y}}}\right)|a, y_i\right] \\
&= \exp\left[\frac{a - g}{\lambda\sqrt{\frac{1}{\tau_y}}} + \frac{1}{\lambda\sqrt{\frac{1}{\tau_y}}}\frac{\tau_y}{\tau_f + \tau_y}y_i\right. \\
&\quad \left. + \frac{1}{2}\text{Var}\left(\frac{\tilde{\xi}}{\lambda} - \frac{g - (a + f)}{\lambda\sqrt{\frac{1}{\tau_y}}}\right)|a, y_i\right] \\
&\equiv \exp(\delta_y^P y_i + \delta_a^P a + \delta_0^P)
\end{aligned}$$

したがって、投資家が購入する条件は以下と同値である。

$$\exp(\delta_y^V y_i + \delta_a^V a + \delta_0^V) - \exp(\delta_y^P y_i + \delta_a^P a + \delta_0^P) > 0$$

$$y_i + \frac{\delta_a^V - \delta_a^P}{\delta_y^V - \delta_y^P} a + \frac{\delta_0^V - \delta_0^P}{\delta_y^V - \delta_y^P} > 0$$

ここにおいて、

$$\delta_y^V = \frac{\tau_y}{\tau_f + \tau_y} \left(1 + \frac{\tau_{\varepsilon_P}}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}} \right), \quad \delta_y^P = \frac{1}{\lambda \sqrt{\frac{1}{\tau_y}}} \frac{\tau_y}{\tau_f + \tau_y}$$

$$\delta_a^V = 2, \quad \delta_a^P = \frac{1}{\lambda \sqrt{\frac{1}{\tau_y}}}$$

よって、

$$\phi_a = \frac{\delta_a^V - \delta_a^P}{\delta_y^V - \delta_y^P} = \frac{2 - \frac{1}{\lambda \sqrt{\frac{1}{\tau_y}}}}{\frac{\tau_y}{\tau_f + \tau_y} \left(1 + \frac{\tau_{\varepsilon_P}}{\tau_f + \tau_{\varepsilon_P}} \right) - \frac{1}{\lambda \sqrt{\frac{1}{\tau_y}}} \frac{\tau_y}{\tau_f + \tau_y}}$$

$$l = \frac{\delta_0^V - \delta_0^P}{\delta_y^V - \delta_y^P}$$

参考文献

- [1] Bond, P. A. Edmans, and I. Goldstein. (2012) "The Real Effects of Financial Markets," *Annual Review of Financial Economics*, 4(1), 339-360.
- [2] Chen, Q, I. Goldstein, and W. Jiang. (2007) "Price Informativeness and Investment Sensivity to Stock Price," *Review of Financial Studies*, 20(3), 619-650.
- [3] Dye, R. (2001) "An Evaluation of Essays on Disclosure and the Disclosure Literature in Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 181-235.
- [4] Einhorn, E. (2005) "The Nature of the Interaction between Mandatory and Voluntary Disclosures," *Journal of Accounting Research*, 43(4), 593-621.
- [5] Goldstein, I. and L. Yang. (2016) "Good Disclosure and Bad Disclosure," Working Paper.
- [6] Grossman, S. J. (1981) "The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality," *Journal of Law and Economics*, 24(3), 461-484.
- [7] Grossman, S. J., and O. D. Hart. (1980) "Takeover Bids, the Free-Rider problem, and the theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
- [8] Hayek, F. (1945) "The Use of Knowledge in Society," *American Economic Review*, 35(4), 519-530.
- [9] Healy, P. M. and K. G. Palepu. (2001) "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature," *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- [10] Kyle, A. S. (1985) "Continuous Auctions and Insider Trading," *Econometrica*, 53(1-3), 1315-1336.
- [11] Luo, Y. (2005) "Do Insiders Learn from Outsiders? Evidence from Mergers and Acquisitions," *Journal of Finance*, 60(4), 1951-1982.
- [12] Milgrom, P. R. (1981) "Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications," *Bell Journal of Economics*, 12(2), 380-391
- [13] Verrecchia, R. E. (2001) "Essays on Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.
- [14] Zuo, L. (2016) "The Informational Feedback Effect of Stock Prices on Management Forecasts," *Journal of Accounting and Economics*, 61(2-3), 391-413.
- [15] 企業会計基準委員会 (2006) 「討議資料

『財務会計の概念フレームワーク』, 財務
会計基準機構。

- [16] 椎葉 淳・高尾裕二・上枝正幸 (2010)
『会計ディスクロージャーの経済分析』同
文館出版。

Feedback Effects of Capital Markets and Managers' Voluntary Disclosure Incentives

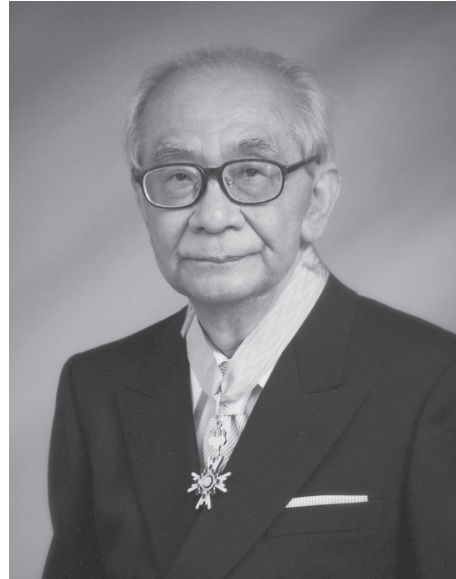
Toru Ishikawa

This paper provides a basic model of information disclosure by management, considering the capital market's market microstructure and examines the information disclosure mechanism when the feedback effect occurs in the capital market. As demonstrated in recent empirical studies, the price formed in the capital market contains information that management does not know, so managers obtain information from the price. On the other hand, the information managers disclose gives investors additional information and influences the information reflected in the price. Therefore, management makes decisions on information disclosure that consider their influence on investor behavior.

In this study, I apply a basic model based on Goldstein and Yang (2016) and found that management has an incentive to voluntarily disclose information in order to acquire more information that they do not yet know from the price. In addition, the incentive managers have to disclose information that this study finds helps explain managers' information disclosure to capital markets, which existing theories do not explain.

JEL Classification: M41

Keywords: Feedback Effect, Voluntary Disclosure



畠中先生

畠中道雄先生は、2016年11月5日に逝去されました。90歳でした。大阪大学を定年退官されたのは、1989年（平成元年）3月なので、この記事を読まれる可能性のある学生さんや大学院生さんは、直接お会いしたことの無い方がほとんどだと思います。

私が、最初に畠中先生にお会いしたのは、1982年（昭和57年）4月に、学部3年生の時に、先生のゼミ（演習）に所属した時です。それから1988年（昭和63年）4月に、私が神戸商科大学の助手として採用されるまで狭い意味での先生（指導教官）でした。その6年は、もちろん多くのことを先生から学びました。就職した後も、先生の論文の手伝いや、先生のお宅に何度かお話に行くという機会にも、色々と教わったような気がしています。

この文章を書くにあたり、資料室を通していくつかの追悼の文章を参考にいただきました。たまたまかも知れませんが、皆さん、先生の功績について、ある方は、淡々と、ある方は、格調高く、書かれていました。私には、そのような文才はないような気がしますので、先生に教わったこと、先生の言葉を紹介して、追悼の文章にしたいと思います。先生の業績やご活躍に関しては、

- ・1987年3月：『大阪大学経済学』第36巻3・4号の退官記念号
 - ・1990年：Econometric Theory Volume 6, Issue 3のET Interview
- を見てください。

さて、いくつか先生の言葉を紹介したいと思います。

『まじめにやっていたら何とかあります』

この言葉は、また私が学部生だった頃に、私の大学院進学に関して、「大学院に入って将来食べていけますか?」という質問をしたときに帰ってきた言葉です。当時は企業への就職も考

えていた時期でした。この言葉は、本人に言うか言わないかは別として、今、大学院に入ってくる院生さん達に対して、私も、個人的に思っていることです。ただし、『まじめ』という言葉は、人によっていろいろと解釈があるもので、先生がその時に思っておられた意味と、私が今思っている意味が同じかどうかは、分かりません。ただ、私が、大学院生の時の先生の指導を思い出してみると、『適切な指導の下にまじめに論文を書く訓練をすれば』、ということだったような気がしています。

『研究者は飽きっぽい人に向いている職業です』

研究者というのは、一つのことを一生かけてコツコツと解明していくものだと思っている人が多いのかもしれませんが。この言葉を聞いた後に、先生は、「一つ分野で研究して、いくつか論文を書いて飽きたら、また別の分野に行き行って研究して、論文を書けば良いので、飽きっぽい人に向いている」という内容のことをおっしゃいました。個人的には、この言葉に安心して、手を広げすぎてロクな論文が書けなくなっているのかもしれませんが、私はこの分野しかしませんと、ストイックにそれも生産性低く、頑張ってる先生方より、私は楽しく研究者をやっているような気がしています。

『経済学者が興味を持ってくれるような論文が大切です』

この言葉を説得的に言えるようになるのは、何時だろうと考えてしまいます。先生は、競争の激しいアメリカの大学で過ごされた経験から、この言葉を言われたのだと思います。何人かの研究者の中には、自分がやっている分野が一番だと信じている人たちがいます。少なくとも先生からは、『計量経済学を研究する者として経済学に貢献するために何をすべきか』という言葉とともに、『マクロ経済学やミクロ経済学の中には、もっと経済学に貢献する研究がある』という内容のお話を、何度か伺ったことがあります。

最後に、先日、お線香をあげに先生のお宅に伺った時に、奥様より『畠中は、どんな先生でしたか？』、『怖い先生でしたか？』と尋ねられました。弟子としては、『素晴らしい先生でした』と答えるべきだったのかもしれませんが、思わず『普通の先生でした』と答えてしまいました。私にとっての先生のサンプルは、一つしかないのですが、畠中先生は、平均値の不偏推定値の実現値（推定値）以外の何物でもないのです。もちろん、怖い先生だと思ったことも一度も無かったです。悪い生徒だったのででしょうか、質問してみたかったです。

2017年1月

(福重元嗣 大阪大学大学院経済学研究科教授)

ISSN 2424-0397

大阪大学経済学

第66巻 平成28-29年

総目次

大阪大学経済学会
大阪大学大学院経済学研究科
大阪府豊中市待兼山町

『大阪大学経済学』 第66巻 平成28-29年

総目次

論 題	著 者	巻 号	年 月	頁
論 文				
経済の拡張可能性に基づく価格メカニズムの普遍性ならびに効率性の特徴付け白石 晃 三・浦 井 憲・村 上 裕 美		66-1	H. 28. 6	1 - 9
ASEANにおける共通通貨導入：一般化購買力平価理論による検証楊 起 中・新 開 潤 一・大 槻 恒 裕		66-1	H. 28. 6	10 - 23
選好飽和点の存在する経済におけるコア極限定理村 上 裕 美・浦 井 憲		66-1	H. 28. 6	24 - 32
カレツキの景気循環モデルへのフィリップス型安定化政策の導入景 山 悟		66-1	H. 28. 6	33 - 43
人口移動要因としての地域アメニティ近接性 當 麻 雅 章		66-3	H. 28.12	1 - 23
株式市場を反映するセンチメント・インデックスの構築と株価説明力の実証分析數 見 拓 朗		66-3	H. 28.12	24 - 36
経済学方法論と社会存在論 葛 城 政 明		66-4	H. 29. 3	1 - 14
資本市場のフィードバック効果と経営者による情報開示インセンティブ石 川 徹		66-4	H. 29. 3	15 - 26
資 料				
戦後における元造船官の経歴に関する資料 沢 井 実		66-1	H. 28. 6	44 - 63
機械器具工場の民軍転換・軍民転換に関する資料— 兵庫県の事例 — 沢 井 実		66-2	H. 28. 9	1 - 18
彙 報				
平成 27 年度 学生懸賞論文 受賞作要旨 66-1		66-1	H. 28. 6	64 - 73
学会消息 66-1		66-1	H. 28. 6	74 - 110
訃報：「もっと遠くまで」真田英彦先生を偲ぶ 小 郷 直 言		66-1	H. 28. 6	111 - 112
訃報：畠中先生 福 重 元 嗣		66-4	H. 29. 3	27 - 28
『大阪大学経済学』第 66 巻 平成 28 - 29 年 総目次 66-4		66-4	H. 29. 3	i - ii

Editorial Policy

The Osaka Daigaku Keizaigaku (English title, Osaka Economic Papers) is published quarterly by the Economic Society of Osaka University and the Graduate School of Economics, Osaka University. The articles may be either in Japanese or in Western languages.

The Journal shall be under the editorial direction of an editorial board of three persons chosen from members of the Graduate School of Economics of Osaka University. The editorial board shall select papers for publication from submissions and classify them into the following categories : articles, notes, data, and book reviews.

Researchers who belong to the Graduate School of Economics of Osaka University may submit their studies for publication to this journal. Those who do not belong to the Graduate School may also publish their papers in this journal, if their contribution is closely related to research being undertaken in the Graduate School of Economics of Osaka University.

In the case of contributed manuscripts, the author should be a member of the Economic Society of Osaka University, who has paid the yearly membership fee of 4,000 yen.

大阪大学経済学 第66巻 第4号 (通巻216号)
平成29年3月発行

編集兼発行人 〒560-0043 豊中市待兼山町1番7号
印刷所 〒920-0855 金沢市武蔵町7番10号
発行所 〒560-0043 豊中市待兼山町1番7号

堂目卓生
能登印刷株式会社
大阪大学経済学会・大阪大学大学院経済学研究科
tel/fax 06-6850-5270
振替 00940-2-19842

OSAKA ECONOMIC PAPERS

Vol.66

No.4

March 2017

Articles

Why is Social Ontology Significant for the Methodology of Economics?	Masaaki Katsuragi	1
Feedback Effects of Capital Markets and Managers' Voluntary Disclosure Incentives	Toru Ishikawa	15
Index to Volume 66 (2016–2017)		i

THE ECONOMIC SOCIETY OF OSAKA UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF ECONOMICS, OSAKA UNIVERSITY
TOYONAKA, OSAKA, JAPAN