

エリ・バートフ/ヤニフ・コンチトチキー「SEC 開示、 法定提出期限及び資本市場への影響」

Bartov, Eli and Konchitchki, Yaniv, SEC Filings, Regulatory Deadlines, and Capital Market Consequences (2017); New York University Law and Economics Working Papers. 254

和久利 望 (長島・大野・常松法律事務所)

本論文は、主にアメリカの国内企業が証券取引委員会 (SEC) に対して提出している継続開示書類である 10-Q (四半期報告書) 及び 10-K (年次報告書) について、提出を遅延した過去 2,115 例について提出会社の株価の変動等のデータをまとめ、遅延に対する投資家の反応を分析したものである。

具体的には、論文は主に以下の三点に焦点をあてて検討している。第一に、10-Q または 10-K の提出を遅延する場合に、本来の提出期限から 1 営業日以内に Form-NT を提出して報告の上、一定の治癒期間 (10-Q は 5 日、10-K は 15 日) 内に 10-Q または 10-K を提出すること等の一定の要件をみたすことにより、本来の提出期限内に提出したものとみなされる一種の救済措置が法令上あるところ、Form-NT においてかかる治癒期間内に 10-Q または 10-K を提出する予定であることを表明した場合であっても、Form-NT 提出直後の時点で株価にマイナスの影響が出ているかどうか。第二に、10-Q の遅延と 10-K の遅延との間で、投資家の反応に違いがあるかどうかを検討している。すなわち、10-Q は 10-K に比べて一般的に情報量が少なく、提出を遅延した場合に投資家に対して提供が遅れる情報量も少ないことから、10-Q の遅延の方が 10-K の遅延に比べて株価に与える影響が軽微であるとも考えられる反面、そのように少ない情報量で足り準備が比較的容易であるはずの 10-Q の提出を遅延することについて、より深刻な問題の存在を投資家に示唆し、10-K の提出遅延よりも大きなマイナスの影響を株価に及ぼすとの考え方も可能であるところ、実際の提出遅延の例においてはどちらの傾向が見られるか。第三に、Form-NT が提出されて提出遅延が明らかになった直後の時点において、投資家が十分にその影響を評価することができているかどうか。10-Q または 10-K の提出遅延は比較的稀な事象であることから、投資家はその影響を適切に評価し、その反応が十分に株価に反映するまでには時間を要するようにも思われるが、実際の提出遅延の例においてはどのように反映されているか。

第一点目については、Form-NT の提出 2 日前から提出 2 日後への株価の下落率を調査したデータから、Form-NT において治癒期間内に提出する予定であることを表明した場合であっても Form-NT 提出直後の時点で相当程度株価は下がっていること、また、Form-NT において治癒期間内に提出する予定であると表明した場合を含め、その後実際に治癒期間内に提出することができなかった例では、治癒期間内に提出した例に比べて、Form-NT 提出直後の時点で大きく

株価が下落していたことを明らかにする。これらから、投資家は、治癒期間内に提出する予定かどうかの **Form-NT** における提出会社の表明を額面通りには受け取っておらず、他の情報も用いて提出遅延の原因の深刻さを分析していると考えられるとしている。

第二点目については、同じく **Form-NT** の提出 2 日前から提出 2 日後への株価の下落率の調査データ等から、**10-Q** の遅延と **10-K** の遅延について、前者は後者と比してより大きな株価の下落が見られ、投資家から大きなマイナスの評価を受けていることを明らかにする。特に、遅延の理由として **Form-NT** において会計に関する理由が説明されている場合には、**10-Q** の遅延のケースの下落率が **10-K** の遅延のケースの下落率に比べて大きかったとして、この場合には、一般的に **10-Q** が計算書類の監査を要さず本来は **10-K** に比べて準備がより容易であるはずであるにも拘らず遅延することについて、投資家がより深刻な問題の存在を推察するのではないかと分析している。

第三点目については、上述の **Form-NT** 提出直前から直後への株価の変動に加えて、その後の株価の変動も調査した結果、**Form-NT** 提出直後の下落の後も数ヶ月間はさらに株価が下落していたとして、投資家の反応が遅延判明後直ちに完了するわけではないことを明らかにしている。もっとも、遅延の理由として **Form-NT** において会計に関する理由が説明されていた場合には、他の理由が説明されている場合に比べてかかるその後の下落率が相対的に小さかったとして、会計に関する理由による提出遅延の場合には、他の理由の場合と比べてより早い時点で投資家はその影響を評価できていると考えられると分析している。さらに、提出を遅延した会社の **Form-NT** 提出時点を跨ぐ 5 四半期の **ROA** を調査したところ、著しく低い水準にあったとして、上記の結果と併せて、提出遅延は、表面的な提出期限の徒過に留まらず、将来の業績の不振も含めた背後にある提出会社の何らかの問題の存在を投資家に示唆するものであり、これが投資家のマイナスの評価につながっていると考えられるとしている。

上述の通り、本論文は、主にアメリカの国内企業が提出している継続開示書類である **10-Q** 及び **10-K** を対象としており、他の種別の継続開示書類に直ちにその分析があてはまるものではない。もっとも、経済学の実証分析の手法を用いて、2,115 例におよぶ実例の調査を基に、アメリカにおける継続開示書類の提出遅延に対する投資家の反応を様々な側面から分析したものであり、アメリカの証券取引所に証券を上場している日本企業等、他の種別の継続開示書類を提出している場合も含め、アメリカにおける継続開示書類の提出遅延のリスクを念頭に置くべき企業にとって参考となるものと思われる。