

《論 説》

市場区分と決算発表に対する市場の反応

——四半期データを利用した分析——

中 川 豊 隆・山 西 佑 季¹・小 林 裕 明²

I. 序

本論文の目的は、東京証券取引所における市場区分の見直し後に、各市場区分（プライム市場、スタンダード市場、グロース市場）における決算発表に対する市場の反応がどのように変化したのかを四半期データを用いて検証することである。具体的には、市場区分の見直しが行われた2022年4月1日を基準として、その前後12四半期における異常出来高と残差リターンを、Beaver et al. [2020] の手法を用いて算定する。

本論文は、中川・山西・小林 [2023] を拡張した研究である。即ち、中川・山西・小林 [2023] が市場区分の見直しが2022年4月1日である点を踏まえて2021年3月の年次決算と2022年3月の年次決算を対象とした分析を行ったのに対して、本論文では2022年4月1日を基準とした前後12四半期の決算発表に対する市場の反応を四半期データを利用して分析することで市場区分の見直し前後における市場の反応の変化をより詳細に検証することを目的としている。

II. 先行研究と本論文の分析

ここでは、先行研究を説明した上で、どのような視点で分析を行うのかについて述べる。本論文では各市場区分に属する企業が開示した四半期決算情報に対する市場の反応を分析し、市場区分の変更パターン別の市場の反応を検証する。そこで、本論文の分析と関連する先行研究として、決算発表に対する市場の反応の変化に関する研究、四半期報告に関する研究、グロース市場の個人投資家について考察するための研究を取り上げる。

1. 決算発表に対する市場の反応の変化に関する先行研究

Beaver et al. [2020] では、米国企業を対象として、1999年から2016年までの四半期データを対象とした分析が実施され、経営者ガイダンス、アナリスト予想、財務諸表項目は決算発表の情報内容の経時的増加と関連性を有していることが証拠づけられている。Beaverらは、異常出来高の指標であるAVOL (abnormal trading volume) と残差リターンの指標であるUSTAT (U-statistic) を算定しているが、いずれも2016年に数値が最大となっている。また、多変量回帰分析を通じて、決算発表日における市場の反応の増加は同時に公表される経営者ガイダンス、アナリスト予想、財務諸表項目の影響が大きいことを示している。

米国企業を対象とした決算発表に対する市場の反応の研究としては、上記の他にBeaver et al. [2018] を挙げることができる。この論文は、1971年から2011年までの四半期データを分析対象としているが、今世

1 熊本県立大学総合管理学部准教授

2 青山学院大学大学院会計プロフェッション研究科教授

紀になって決算発表の際の情報量が増加傾向にあることや、アナリストが重視している時価総額の大きな黒字企業は決算発表における情報量が充実していることを証拠づけている。

また、前述した通り、中川・山西・小林〔2023〕では、市場区分の見直しが2022年4月1日である点を踏まえて2021年3月の年次決算と2022年3月の年次決算を対象として分析を行い、市場区分の見直し後に、プライム市場ではAVOLとUSTATが上昇し、スタンダード市場ではUSTATが上昇したが、グロース市場については市場の反応の上昇を示唆する証拠は得られなかった。この研究は市場区分の見直し前後における2つの年次決算を対象とするとともに、市場区分の見直し直後を分析対象としている。そこで、本論文では四半期決算を用いることで分析対象期間を拡大して、より詳細に決算発表に対する市場の反応の変化を検証する。

Beaver et al.〔2018〕やBeaver et al.〔2020〕の分析結果は、財務情報の適時的開示や財務情報以外の情報の充実が決算発表に対する市場の反応を向上させる手段として有効であることを示しているが、このことから決算発表に対する市場の反応は経時的に変化しうるのであることが分かる。また、中川・山西・小林〔2023〕は、市場区分の見直し前後に市場の反応の経時的な変化が生じていることを示している。そして、本論文では、四半期データを用いることでそのような変化が打ち消される理由が見当たらないことから、四半期データを用いた場合にも同様の結果が得られると予想する。

2. 四半期報告に関する先行研究

ここでは、四半期報告の充実を企業はどのように捉えているのか、即ち、どのような企業が四半期報告を充実させる傾向があるのかについて取扱う³。本論文の分析で四半期データを用いているため、この点に注目する。具体的には、IAS第34号に準拠した第1四半期報告書及び第3四半期報告書の公表に係る規制緩和について扱ったBornemann et al.〔2023〕を取り上げる。

Bornemannらは、ウィーン証券取引所のプライム市場に上場する企業による四半期報告の規制緩和についてインタビュー調査と多変量解析を用いた分析を行っている。ウィーン証券取引所のプライム市場セグメントに上場する企業は、IAS第34号に準拠した第1四半期報告書及び第3四半期報告書の公表が義務付けられていたが、2015年と2019年に、この規制が緩和された。2015年11月の規制緩和では四半期報告書の公表は要求されるもののIAS第34号に準拠するか否かは企業が自発的に判断できるようになり、2019年2月の規制緩和ではプライム上場企業の四半期報告は自発的なものとなった(Bornemann et al.〔2023〕, 図1)。これらの規制緩和を踏まえて、Bornemannらは、プライム上場企業による四半期報告に係る選択の決定要因とその帰結に関する分析を行っている。

Bornemannらのインタビュー調査によれば、大口機関投資家やアナリストの情報ニーズを考慮すると四半期報告を廃止することは実行可能な選択肢ではないことや、報告コストは四半期報告の継続等に係る選択の主要な要因ではないことが示されている。そして、インタビュー調査の結果に基づき、3つの仮説が

3 日本では、2023年11月に「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が成立し、2024年4月1日以後に開始する四半期から第1・第3四半期報告書が四半期決算短信に一本化されたが、このことが四半期決算発表に対する市場の反応に何らかの影響を及ぼすかもしれない。ただし、この点については本論文の分析対象期間外であるため、今後の研究課題としたい。なお、四半期決算短信に一本化する理由としては、四半期報告書よりも開示のタイミングが早いこと、四半期決算短信の投資家への浸透が挙げられている(東京証券取引所〔2023b〕, 5頁)。なお、第1・第3四半期決算短信の開示内容について検討する際には、上場企業による投資者のニーズの把握や投資者のニーズがある情報の積極的開示が重要である(内藤〔2024〕, 61頁)。

構築され、多変量回帰モデルによる分析が行われている⁴。Bornemannらの分析結果を整理すると表1の通りである。大口の外国人投資家による株式の保有割合（FORHELD）と四半期報告スコア（REP）との関連性が弱い点を除き、仮説を支持する証拠が示されていることが確認できる。即ち、外部所有が分散されており、外国人持株比率が高く、多くのアナリストにフォローされ、流動性が高い銘柄であるほど、会計基準に準拠し、内容がより充実した四半期報告を行う傾向があると整理できる。インタビュー調査でも明らかになっている通り、企業が決算発表を充実させるのは情報ニーズに応えるためであると言える。この点を踏まえると、新しい市場区分における分析結果の違いを各市場区分における情報ニーズの違いで部分的に説明できるかもしれない。

表1 Bornemann et al. [2023] の仮説と分析結果

仮説	分析結果
内部所有や外部所有の集中は、四半期報告を廃止する傾向と正の関連性がある（四半期報告の内容と負の関連性がある）。	持合株式の割合（CLHELD）はIAS第34号への準拠の中止（IASNC）や四半期報告廃止年度（TEAM）と正の関連性がある。また、四半期報告スコア（REP）と負の関連性がある。 上位100株主における所有の集中（OWNCON）はIAS第34号への準拠の中止（IASNC）や四半期報告廃止年度（TEAM）と正の関連性がある。また、四半期報告スコア（REP）と負の関連性がある。
外国人持株比率は、四半期報告を廃止する傾向と負の関連性がある（四半期報告の内容と正の関連性がある）。	大口の外国人投資家による株式の保有割合（FORHELD）はIAS第34号への準拠の中止（IASNC）や四半期報告廃止年度（TEAM）と負の関連性がある。また、四半期報告スコア（REP）と弱い正の関連性がある。
企業の情報環境（レポーティング・プリファレンス）は、四半期報告を廃止する傾向と負の関連性がある（四半期報告の内容と正の関連性がある）。	アナリストフォロー数（ANFOL）はIAS第34号への準拠の中止（IASNC）や四半期報告廃止年度（TEAM）と負の関連性がある。また、四半期報告スコア（REP）と正の関連性がある。 企業のビッド・アスク・スプレッドの年平均の自然対数（BIDASK）はIAS第34号への準拠の中止（IASNC）や四半期報告廃止年度（TEAM）と正の関連性がある。また、四半期報告スコア（REP）と負の関連性がある。

出典：Bornemann et al. [2023]，9頁，表4及び表5より作成。

3. グロース市場の個人投資家の影響に関する検討

東京証券取引所や経済産業政策局が公表している資料によると、グロース市場ではIPOの際に個人投資家に多くの株式が配分され（東京証券取引所 [2023a]，14頁），グロース市場全体の特徴として個人投資家が多いことが示されている（経済産業政策局 [2023]，14頁）。グロース市場に個人投資家が多いことで、プライム企業・スタンダード企業を対象とした分析結果とグロース企業を対象とした分析結果に違いが生じるかもしれない。そこで、グロース市場に多く存在する個人投資家の影響に関する検討を行うための先

4 分析モデルは次の線形確率モデルである（Bornemann et al. [2023]，10頁）。

$$\begin{aligned} CHOICE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it-1} + \beta_2 SALESVOL_{it-1} + \beta_3 ROA_{it-1} + \beta_4 SDROA_{it-1} + \beta_5 LEVERAGE_{it-1} \\ & + \beta_6 TOBINSQ_{it-1} + \delta \sum TESTVAR + IndustryFE + YearFE + \varepsilon \end{aligned}$$

ここで、CHOICEは規制緩和後にIAS第34号への準拠の中止や四半期報告書への注記の省略という選択を表すバイナリー変数（カテゴリー変数）、SIZEは総資産の自然対数、SALESVOLはある会計年度における四半期売上高の標準偏差、ROAは営業利益を総資産で割ったもの、SDROAは過去3年間のROAの標準偏差、LEVERAGEは総負債を総資産で割ったもの、TOBINSQは総資産と持分簿価の差額に持分市場価値を加算した額を総資産で割ったもの（トービンのQ）、TESTVARは所有構造（CLHELD、OWNCON、FORHELD）や情報環境（ANFOL、BIDASK）、IndustryFEは業種固定効果、YearFEは年固定効果である。なお、連続変数は、平均値0、標準偏差1に標準化されている。

行研究を取り上げておきたい。

Barinov et al. [2024] は、事業内容が複雑な企業（コングロマリット）の情報を処理することはより困難であるため、そのような企業の株価に対して、より大きな利益発表後ドリフト（PEAD）が生じることを証拠づけた研究である⁵。Barinovらの分析結果によれば、事業内容が複雑な企業におけるPEADは単一セグメント企業の約2倍になっているという（Barinov et al. [2024], 表3）。特に、企業内部で新しい事業を始めた場合にPEADが大きくなっている（平均PEADは8.53%）。また、事業内容が複雑な企業は単一セグメント企業よりも反応遅延比率が高いことが証拠づけられている（Barinov et al. [2024], 表5）。この実証的証拠は事業内容が複雑な企業情報については情報処理に時間が掛かるのでPEADがより大きくなることを表しているが、このことは洗練された投資家（機関投資家等）が事業内容が複雑な企業への投資を避けることと整合しているという（Barinov et al. [2024], 574頁）⁶。そうであれば、個人投資家が多く参加するグロース市場ではPEADが生じやすく、決算発表日における市場の反応が弱くなるかもしれない。

Cheng et al. [2023] は、悪材料の株価への織り込みが遅れている場合に、負のリターンと正のリターンとの間で、利益とリターンの非対称性が生じることを明らかにした研究であるが、そこでは流動性とPEADの関係に関する分析が行われている。即ち、株式の流動性が低い場合に、悪材料の株価への織り込みが好材料の株価への織り込みよりも遅れることを証拠づけている⁷。具体的には、決算発表日をday 0とした場合に、好材料に対する株価ドリフトは流動性とは無関係にday + 3までにほぼ終了するのに対して⁸、悪材料に対する株価ドリフトは流動性の影響を受けて、流動性が高い場合には株価ドリフトがday + 1までに終了するのに対して流動性が低い場合にはday +11まで株価ドリフトが継続していることが示されている（Cheng et al. [2023], 図1）。流動性を考慮すると、グロース市場では⁹、悪材料が発表された企業が多い場合にPEADが生じやすくなり、その分決算発表日における市場の反応が弱くなるかもしれない¹⁰。

その他の先行研究としては、米国でEDGERが導入された際に洗練されていない投資家の情報取得コストは低減されたものの統合コストの影響を受けて寧ろ投資家間の情報の非対称性が高まったとするGomez [2024] が挙げられる。これに基づけば、EDINET等を通じて財務情報の入手が容易になっている現在でも、個人投資家の投資行動は洗練された投資家とは異なると考えられる。

4. 本論文の分析

以上の先行研究は、決算発表に対する市場の反応は経時的に変化しうることを、四半期報告に対する情報ニーズは企業間で異なりうることを、個人投資家等が多いと決算発表に対する市場の反応が弱くなる可能性

5 Fama-MacBeth [1973] のモデルを用いた分析が行われている。累積異常リターンが従属変数、期待外利益や組織の複雑さの変数等が独立変数である（Barinov et al. [2024], 542-543頁）。

6 他方、企業のライフサイクルステージとPEADの関係を分析した研究として、Fodor et al. [2024] が挙げられる。

7 異常項目前利益が前年度の同一四半期の数値よりも高ければ好材料（低ければ悪材料）である。

8 ただし、流動性が低い場合には、過剰反応が生じた後でそれと反対方向に株価ドリフトが生じる（Cheng et al. [2023], 図1）。

9 東京証券取引所 [2021] は各市場区分のコンセプトを説明している（東京証券取引所 [2021], 4-5頁）。それによれば、プライム市場とは、「多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額（流動性）を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場」（4頁）であり、スタンダード市場とは、「公開された市場における投資対象として一定の時価総額（流動性）を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場」（4頁）であり、グロース市場とは、「高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業向けの市場」（4頁）であるとされる。

10 グロース市場の上場基準について、流通株式時価総額に係る基準が諸外国の主要取引所と比べて緩やかであり、また、赤字企業であっても上場が可能となるよう設定されているという（磯貝 [2024], 45頁）。

を証拠づけている。本論文の分析に当たって、まず第一に、市場区分の見直しが各市場区分の銘柄の特徴をより明確化することで、市場区分の見直し後に決算発表に対する市場の反応が全体的に高まっていると予想する。その上で、個人投資家が多いグロース市場ではプライム市場やスタンダード市場と比べて決算発表に対する市場の反応が弱いと予想する。なお、市場区分変更前後における違いが持続的なものか否かを検証するため、四半期単位での市場の反応の推移も併せて検証する¹¹。

Ⅲ. サンプルとリサーチデザイン

1. サンプル、基本統計量

本分析におけるサンプルは東京証券取引所上場企業である。ただし、金融業は除いている。分析期間は2020年9月期から2023年6月期であり、市場区分の見直しが行われた2022年4月1日を基準として、その前後の期間における各企業の四半期ごとの決算発表を分析対象としている。

使用データベースは日経NEEDS Financial Questであり、株式分割を行った企業のデータは調整している。なお、2023年10月20日にプライム市場からスタンダード市場へ変更した企業（経過措置企業）以外に上場区分を変更した企業およびマザーズ市場からスタンダード市場に変更した企業のデータはサンプルから除外している。

本報告における分析対象サンプルについて、東証一部からプライム市場、東証一部からプライム市場を経てスタンダード市場、東証一部からスタンダード市場、東証二部からスタンダード市場、JASDAQからスタンダード市場、JASDAQからグロース市場、マザーズ市場からグロース市場に変更となったサンプル数は表2の通りである¹²。

また、後述するAVOLとUSTATの基本統計量は表3の通りである。

表2 サンプル数

	旧区分	新区分	旧区分期間 サンプル数	新区分期間 サンプル数
1	東証一部	プライム	6,987	6,986
2	東証一部	プライム→スタンダード	780	781
3	東証一部	スタンダード	1,433	1,415
4	東証二部	スタンダード	1,999	1,984
5	JASDAQ	スタンダード	2,690	2,666
6	JASDAQ	グロース	154	152
7	マザーズ	グロース	1,257	1,239

11 今後、長期的な推移の検証を行う際には、会計発生高の質と併せて検証することも考えられる。なお、会計発生高の質の長期的な変化に関する先行研究としては、例えば、Christensen et al. [2023] が挙げられる。

12 東京証券取引所 [2022] は新市場区分の選択結果について説明している。2022年1月11日時点の上場会社3,777社のうち、旧市場区分では市場第一部が2,185社、市場第二部・JQスタンダードが1,132社、マザーズ・JQグロースが460社であったが、新市場区分ではプライム市場が1,841社、スタンダード市場が1,477社、グロース市場が459社となっている。また、上場維持基準への適合計画を開示した会社数は、プライム市場では296社、スタンダード市場では212社、グロース市場では46社となっている。

表3 基本統計量

旧区分期間

	平均	標準偏差	Q1	中央値	Q3
AVOL	0.797	2.617	-0.314	0.100	1.030
USTAT	2.076	7.911	0.079	0.411	1.475

新区分期間

	平均	標準偏差	Q1	中央値	Q3
AVOL	1.307	3.918	-0.232	0.303	1.490
USTAT	2.660	10.267	0.084	0.442	1.730

2. リサーチデザイン

本論文の分析は、Beaver et al. [2020] に基づき、AVOL (abnormal trading volume) 及びUSTAT (U-statistic) を用いて行う。表2のサンプル1からサンプル7までを対象として、AVOLとUSTATを算定する。

AVOLは異常出来高である。即ち、決算発表日における株式売買高と平均的な株式売買高との差を株式売買高の標準偏差で除したものである。一方、USTATは市場モデルによる決算発表日における残差リターンの二乗を残差リターンの分散で除したものである¹³。

$$AVOL_{i,t} = \frac{Vol_{i,t} - \overline{Vol}_i}{Vol \sigma_i}$$

$$USTAT_{i,t} = \frac{\mu_{i,t}^2}{Var \mu_i}$$

ここで、 $Vol_{i,t}$ は企業*i*の決算発表日*t*における株式売買高、 $\overline{Vol}_i$ は企業*i*の推定期間における株式売買高の平均、 $Vol \sigma_i$ は企業*i*の推定期間における株式売買高の標準偏差を表している。また、 $\mu_{i,t}$ は企業*i*の決算発表日*t*における残差リターン、 $Var \mu_i$ は推定期間における残差リターンの分散を表す。

IV. 分析結果

ここでは、AVOLとUSTATの平均値と中央値について、全データを対象とした場合と外れ値（平均値から3標準偏差以上離れた値）を除いた場合に分けて示す。

1. AVOL

AVOLの平均値を確認すると、東証一部からプライム市場、東証一部からプライム市場を経てスタンダード市場、東証一部からスタンダード市場、東証二部からスタンダード市場、JASDAQからスタンダード市場、JASDAQからグロース市場、マザーズ市場からグロース市場の銘柄群全てで数値が上昇している。これは、JASDAQからグロース市場の銘柄群を除き、外れ値を除外しても同様である。また、新区分期間におけるAVOLの数値を確認すると、プライム市場やスタンダード市場に区分変更となっている場合に高い傾向がある。ただし、外れ値を除外した場合には、マザーズ市場からグロース市場の銘柄群でも0.7を超えている。

13 2種類の指標を用いる理由は、株価に基づく分析が市場全体の期待の修正を反映したものであるのに対して、出来高に基づく分析が各投資家の期待の修正を反映したものである（Beaver et al. [2020], 2頁）。また、1日間というウィンドウを用いるメリットとしては、決算発表日における情報開示とそれに対するリターンの反応を合致させることで、株価反応をもたらしている開示情報を高い正確性をもって識別できる点が挙げられる（Beaver et al. [2020], 5頁）。なお、翌日以降の株価や出来高については、別稿で検証する。

一方、AVOLの中央値を確認すると、東証一部からプライム市場、東証一部からプライム市場を経てスタンダード市場、東証一部からスタンダード市場、東証二部からスタンダード市場、JASDAQからスタンダード市場、JASDAQからグロース市場、マザーズ市場からグロース市場の銘柄群で数値が上昇しているものの、JASDAQからグロース市場の銘柄群では数値が負の値となっている。この傾向は、外れ値を除外しても同様である。また、平均値と同様に、一部を除いて、プライム市場やスタンダード市場に区分変更となっている場合に中央値が高い傾向がある。

表4 AVOL (平均値)

パネルA：全データ

旧区分期間		新区分期間	
東証一部	0.836	プライム	1.484
東証一部	0.642	プライム→スタンダード	1.609
東証一部	0.652	スタンダード	1.716
東証二部	0.867	スタンダード	1.351
JASDAQ	0.928	スタンダード	1.175
JASDAQ	0.302	グロース	0.452
マザーズ	0.743	グロース	0.997

パネルB：外れ値除外データ

旧区分期間		新区分期間	
東証一部	0.747	プライム	1.163
東証一部	0.499	プライム→スタンダード	0.938
東証一部	0.415	スタンダード	1.089
東証二部	0.598	スタンダード	0.796
JASDAQ	0.565	スタンダード	0.702
JASDAQ	0.137	グロース	0.121
マザーズ	0.474	グロース	0.733

表5 AVOL (中央値)

パネルA：全データ

旧区分期間		新区分期間	
東証一部	0.272	プライム	0.554
東証一部	0.011	プライム→スタンダード	0.371
東証一部	-0.064	スタンダード	0.352
東証二部	0.022	スタンダード	0.199
JASDAQ	0.001	スタンダード	0.088
JASDAQ	-0.168	グロース	-0.163
マザーズ	0.053	グロース	0.112

パネルB：外れ値除外データ

旧区分期間		新区分期間	
東証一部	0.258	プライム	0.511
東証一部	-0.004	プライム→スタンダード	0.309
東証一部	-0.074	スタンダード	0.309
東証二部	0.002	スタンダード	0.156
JASDAQ	-0.023	スタンダード	0.050
JASDAQ	-0.178	グロース	-0.167
マザーズ	0.039	グロース	0.097

以上より、四半期データを含めて分析した場合であっても、市場区分の見直し後にAVOLが上昇していることや、プライム市場やスタンダード市場の銘柄群の方がグロース市場の銘柄群よりもAVOLが高いことが確認できる。

2. USTAT

USTATの平均値を確認すると、東証一部からプライム市場、東証一部からプライム市場を経てスタンダード市場、東証一部からスタンダード市場、東証二部からスタンダード市場、JASDAQからスタンダード市場、JASDAQからグロース市場で数値が上昇している。また、東証二部からスタンダード市場の銘柄群におけるAVOLが最大となっている。ただし、外れ値を除外した場合には、東証一部からプライム市場を経てスタンダード市場の銘柄群のUSTATは下落している。

一方、USTATの中央値を確認すると、東証一部からプライム市場を経てスタンダード市場、東証一部か

表6 USTAT (平均値)

全データ

旧区分期間		新区分期間	
東証一部	1.933	プライム	2.265
東証一部	1.809	プライム→スタンダード	2.506
東証一部	2.150	スタンダード	2.667
東証二部	2.750	スタンダード	4.122
JASDAQ	2.534	スタンダード	3.252
JASDAQ	1.457	グロース	2.639
マザーズ	2.128	グロース	2.023

外れ値除外データ

旧区分期間		新区分期間	
東証一部	1.470	プライム	1.502
東証一部	1.512	プライム→スタンダード	1.433
東証一部	1.447	スタンダード	1.656
東証二部	1.663	スタンダード	1.990
JASDAQ	1.677	スタンダード	1.849
JASDAQ	0.871	グロース	1.118
マザーズ	1.375	グロース	1.397

表7 USTAT (中央値)

全データ

旧区分期間		新区分期間	
東証一部	0.435	プライム	0.417
東証一部	0.423	プライム→スタンダード	0.447
東証一部	0.466	スタンダード	0.523
東証二部	0.413	スタンダード	0.554
JASDAQ	0.435	スタンダード	0.470
JASDAQ	0.273	グロース	0.386
マザーズ	0.397	グロース	0.341

外れ値除外データ

旧区分期間		新区分期間	
東証一部	0.427	プライム	0.391
東証一部	0.403	プライム→スタンダード	0.421
東証一部	0.441	スタンダード	0.479
東証二部	0.378	スタンダード	0.481
JASDAQ	0.407	スタンダード	0.419
JASDAQ	0.268	グロース	0.372
マザーズ	0.385	グロース	0.327

らスタンダード市場、東証二部からスタンダード市場、JASDAQからスタンダード市場、JASDAQからグロース市場の銘柄群で数値が上昇している。これは、外れ値を除外しても同様である。また、中央値で見ても、東証二部からスタンダード市場の銘柄群におけるUSTATが最大となっている。全体的に見て、スタンダード市場に区分変更した企業の決算発表に対する株価反応が大きいことを読み取ることができる。

以上より、四半期データを含めて分析した場合であっても、市場区分の見直し後にUSTATが上昇していることや、プライム市場やスタンダード市場の銘柄群の方がグロース市場の銘柄群よりもUSTATが高い傾向にあることが確認できる。

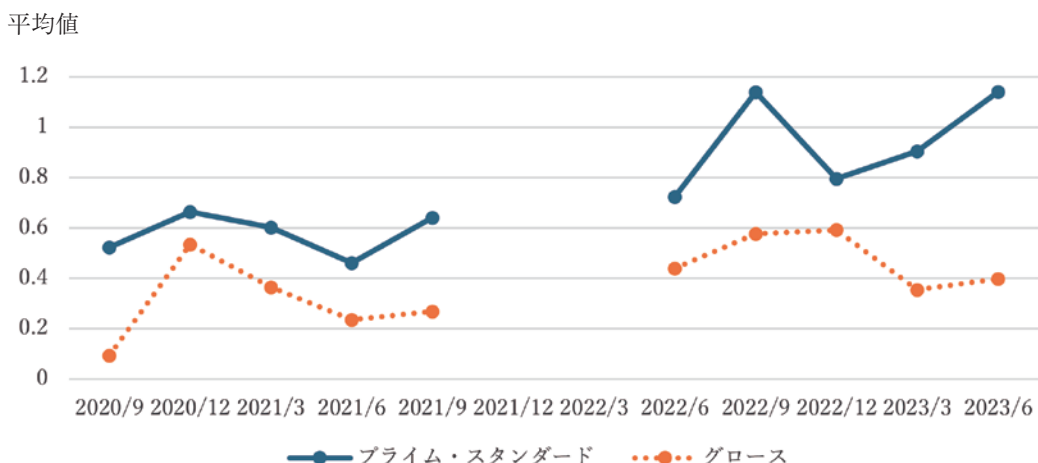
3. 四半期における推移

次に、四半期単位でのAVOL（外れ値除外後の平均値と中央値）とUSTAT（外れ値除外後の平均値と中央値）の推移を確認する。具体的には、2020年9月期から2021年9月期までの5四半期を市場区分変更前の期間とし、2022年6月期から2023年6月期までを市場区分変更後の期間と位置付けて比較する。2022年3月期が対象外となっている理由は2022年4月1日から市場区分が変更されており、決算日、決算発表日市場区分変更の前と後の期間の両方に渡っているためである。また、2021年12月期が対象外となっている理由はAVOLとUSTATの算定に係る期間に市場区分変更後の期間が含まれるからである。

表8を見ると、プライム・スタンダード市場の銘柄群について、市場区分変更後に5四半期のAVOLが全体的に上昇していることが視覚的に明確となっている。また、市場区分変更前と市場区分変更後いずれも、プライム・スタンダード市場の銘柄群のAVOLがグロース市場の銘柄群のAVOLよりも一貫して高くなっている。

表9を見ると、USTATについてはAVOLのように視覚的に明確な傾向は見られない。しかしながら、市場区分変更後の5四半期について、プライム・スタンダード市場の銘柄群のUSTATは比較的安定しているのに対して、グロース市場の銘柄群のAVOLには変動が大きな四半期があることが確認できる。具体的には、平均値については、2022年6月期から2022年9月期にかけて大きく上昇し、その後、2022年12月期から2023年3月期にかけて大きく下落している。また、中央値については、2022年9月期から2022年12月期にかけて大きく上昇した後、2022年12月期から2023年3月期にかけて大きく下落している。これに対して、市場区分変更前の5四半期では、プライム・スタンダード市場の銘柄群のUSTATとグロース市場の銘柄群のUSTATは、特に中央値については類似した推移となっている。

表8 AVOLの推移



中央値

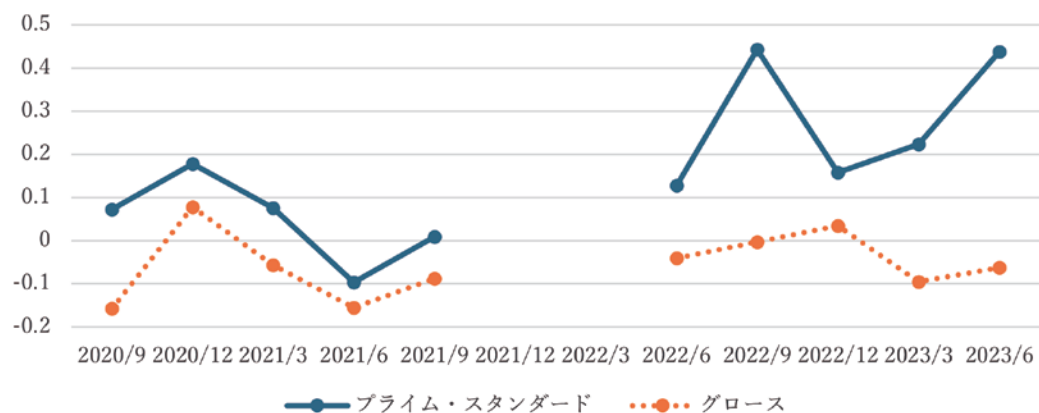
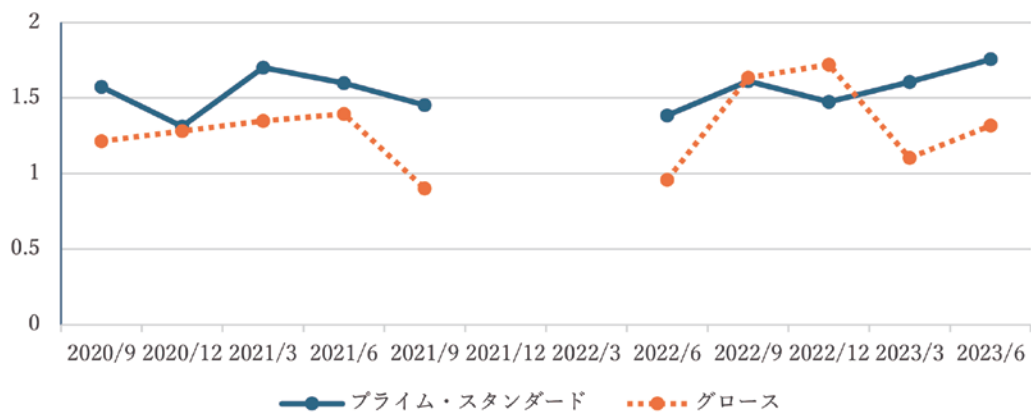
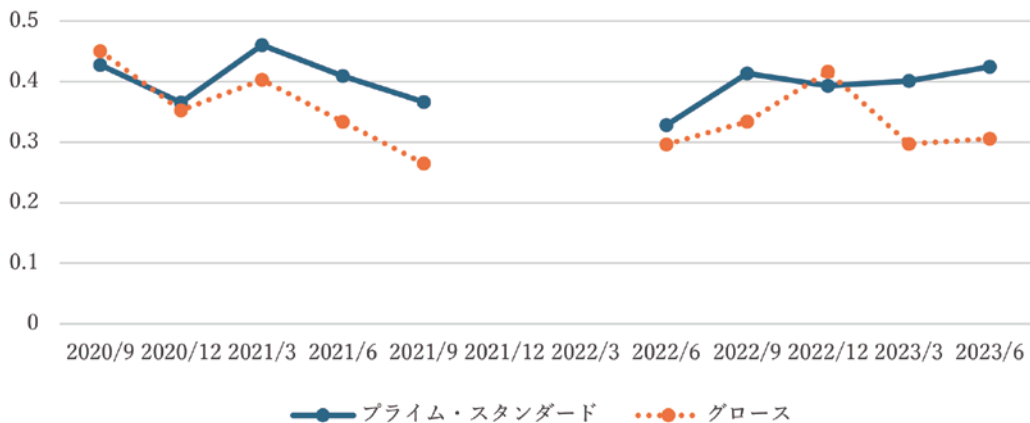


表9 USTATの推移

平均値



中央値



V. 結び

本論文では、市場区分の見直しが行われた2022年4月1日を基準として、その前後12四半期における異常出来高と残差リターンを、Beaver et al. [2020] の分析手法を用いて算定した。

全期間を分析対象とした場合には、(1) AVOL, USTATはいずれも市場区分変更後に上昇する傾向が見られること、(2) USTATよりもAVOLの方がより大きく上昇していることが明らかとなった。一方、市場区分変更前の5四半期と市場区分変更後の5四半期を対象とした分析の場合には、(1) プライム・スタンダード企業のAVOLが顕著に上昇していること、(2) 市場区分変更前と市場区分変更後いずれも、プライム・スタンダード市場の銘柄群のAVOLがグロース市場の銘柄群のAVOLよりも一貫して高くなっていること、(3) 市場区分変更後にプライム・スタンダード市場の銘柄群のUSTATは比較的安定しているのに対して、グロース市場の銘柄群のAVOLには変動が大きな四半期があること、(4) 市場区分変更前の5四半期では、プライム・スタンダード市場の銘柄群のUSTATとグロース市場の銘柄群のUSTATの中央値が類似した推移となっていることが明らかとなった。これらの結果から、株価変動よりも出来高の方が市場区分変更の影響を受けていることが示唆されるとともに、グロース市場の銘柄群の株価変動の傾向に変化が生じている可能性が考えられる。

最後に、今後の課題としては、プライム・スタンダード企業とグロース企業で分析結果に違いが生じる原因や決算発表日周辺における市場の反応とPEADとの関係性について市場区分別に検証することが挙げられる。

(謝辞)

本研究は科研費(24K05175)の助成を受けたものである。

参 考 文 献

(和文)

- 磯貝周平 [2024], 「東証グロース市場の機能発揮に向けた対応の概要」『月刊資本市場』No.469, 2024年9月, 44-55頁。
 経済産業政策局 [2023], 「スタートアップ・ファイナンス研究会(事務局説明資料)」2023年12月。
 東京証券取引所 [2021], 「新規上場ガイドブック(プライム市場編)」2021年8月。
 東京証券取引所 [2022], 「新市場区分の選択結果について」2022年1月。
 東京証券取引所 [2023a], 「四半期開示の見直しに関する実務の方針」2023年11月。
 東京証券取引所 [2023b], 「グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応について」2023年12月。
 内藤啓介 [2024], 「四半期開示の見直しに関する実務の方針について」『月刊資本市場』No.461, 2024年1月, 58-67頁。
 中川豊隆, 山西佑季, 小林裕明 [2023], 「新しい市場区分における決算発表に対する市場の反応」『証券経済学会年報』第58号別冊, 2023年12月, 1-6頁。

(英文)

- Barinov, A., S. S. Park and Ç. Yıldızhan [2024], "Firm Complexity and Post-earnings announcement Drift," *Review of Accounting Studies*, 29, pp.527-579.
 Beaver, W., M. McNichols and Z. Wang [2018], "The Information Content of Earnings Announcements: New Insights from Intertemporal and Cross-sectional Behavior," *Review of Accounting Studies*, 23, pp.95-135.
 Beaver, W., M. McNichols and Z. Wang [2020], "Increased Market Response to Earnings Announcements in the 21st Century: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting and Economics*, 69, pp.1-21.
 Bornemann, T., A. L. Moosmann and Z. Novotny-Farkas [2023], "The Consequences of Abandoning the Quarterly Reporting Mandate in the Prime Market Segment," *European Accounting Review*, Open Access, pp.1-34.
 Cheng, Z., J. Fang and L. A. Myers [2023], "The Differential Timeliness of Stock Price in Incorporating Bad versus Good News and the Earnings-Return Asymmetry," *The Accounting Review*, 98, pp.97-124.

- Christensen, T. E., J. D'Adduzio and K. K. Nelson [2023], "Explaining Accruals Quality over Time," *Journal of Accounting and Economics*, 76, pp.1-19.
- Fama, E. F. and J. MacBeth [1973], "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests," *Journal of Political Economy*, 81, pp.607-636.
- Fodor, A., K. B. Lovelace, V. Singal and J. Tayal [2024], "Does Firm Life Cycle Stage Affect Investor Perceptions? Evidence from Earnings Announcement Reactions," *Review of Accounting Studies*, 29, pp.1039-1096.
- Gomez, E. A. [2024], "The Effect of Mandatory Disclosure Dissemination on Information Asymmetry among Investors: Evidence from the Implementation of the EDGAR System," *The Accounting Review*, 99, pp.235-257.

Market Segmentation and Market Reactions to Earnings Announcements: A Quarterly Analysis

Toyotaka Nakagawa, Yuki Yamanishi, Hiroaki Kobayashi

Abstract

The purpose of this paper is to examine, using quarterly financial data, how the market reaction to earnings announcements in each market segment (prime market segment, standard market segment, and growth market segment) has changed after the revision of market segmentation at the Tokyo Stock Exchange. For the research design, the abnormal volume and residual returns for the 12 quarters around April 1, 2022, when the market segmentation was changed, were calculated using the analysis method of Beaver et al. [2020]. The results of the analysis suggest that volume is significantly affected by changes in market segmentation. In addition, for the group of stocks in the growth market, there appears to have been some change in the trend of stock price fluctuations after the market segmentation revision.