

《論 説》

黒字企業と赤字企業における決算発表に対する市場の反応

——市場区分変更前後における分析——

中 川 豊 隆・山 西 佑 季¹・小 林 裕 明²

I. 序

本論文の目的は、市場区分の変更前後で黒字企業と赤字企業における決算発表に対する市場の反応が異なるかどうかを検証することである。この検証を行うために、プライム市場銘柄、スタンダード市場銘柄、グロース市場銘柄それぞれについて、黒字企業と赤字企業に分けて決算発表に対する市場の反応を分析する。ここで、黒字企業・赤字企業とは、四半期会計期間（3か月）における親会社株主に帰属する当期純損益が黒字・赤字の企業のことである。また、決算発表に対する市場の反応を把握するために、USTAT（U-statistic）、AVOL（abnormal trading volume）を算定する。USTATとは決算発表に対する異常な株価反応であり、AVOLとは決算発表に対する異常な出来高反応である。その際、決算発表日（day 0）、決算発表日の翌取引日（day 1）、決算発表日の翌々取引日（day 2）におけるUSTATとAVOLを日次で算定する。これにより、決算発表日から決算発表日の翌々取引日にかけての市場の反応（株価、出来高）を検証する。

II. 先行研究

本論文では、プライム市場銘柄、スタンダード市場銘柄、グロース市場銘柄それぞれについて、黒字企業と赤字企業に分けて決算発表に対する市場の反応（day 0, day 1, day 2）を分析する。そこで、赤字決算に対する市場の反応に関する先行研究、決算発表日に関する先行研究を取り上げる³。

Darrough and Ye〔2007〕は、赤字決算なのに投資家から評価される要因となっている可能性のある4つのドライバー（非経常的費用、研究開発費、成長戦略、持続可能性）に焦点を当てた研究である（Darrough and Ye〔2007〕, 63頁）⁴。即ち、当期に赤字を計上していても将来性を考慮することにより市場で評価されるとすれば、赤字企業であっても利益と価値との間に負の関係が生じないかもしれない。時価総額を従属変数とする多変量回帰分析によると、時価総額が1,000万ドル以上の赤字企業及び1,000万ドル未満の赤

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

3 国内における研究としては、次の研究が挙げられる。音川〔2011〕は、損失計上企業における投資家行動（空売り残高、大株主の売買行動）について分析している。音川・森脇〔2014〕は、2009年を分析対象とし、決算発表後の出来高の増加は少なくとも9時間に渡って持続すること等を証拠づけている。北川〔2024〕は、日経平均ボラティリティ・インデックスを不確実性の代理変数とした場合、不確実性が高い期間は低い期間よりも決算発表に対する株価や出来高の反応が小さいこと等を証拠づけている。

4 赤字額の情報内容の研究としては、赤字のサンプルを除外すると、利益反応係数やリターンと利益の相関がおおよそ3倍になるとしたHayn〔1995〕がある。また、持続的な赤字額に研究開発費が含まれていない場合には投資家は赤字額の大きさに反応しないが研究開発費が含まれている場合には投資家は研究開発部分を資産として評価するとしたJoos and Plesko〔2005〕がある。

字企業について、研究開発費と持続可能性が時価総額と有意な正の関連性を有している (Darrough and Ye [2007], 表7)。持続可能性の変数としては、キャッシュ (現金及び短期投資)、当年の新株発行、前年の新株発行、新規の債券発行が用いられているが、これは多額のキャッシュの保有や外部資金調達能力が「隠れた資産 (hidden assets)」を表すものとして市場に評価されるからである (Darrough and Ye [2007], 79頁)。また、赤字が長期化している研究開発集約型企業についてはその収益がわずかであっても研究アライアンスを通じて大企業から外部資金を得ることで存続しているケースが多い点で、持続可能性と研究開発集約度 (R&D intensity) は関連しているという (Darrough and Ye [2007], 65頁)。これらの点を踏まえると、赤字が計上されていても市場から評価される (市場の反応に影響する) ことがあり得ると考えられる。

Balakrishnan et al. [2010] は、損失・利益発表後ドリフト (post loss/profit announcement drift) を検証している。損失・利益発表後ドリフトとは、異常項目・廃止事業前四半期利益を前四半期末の総資産で標準化した値に基づいてポートフォリオを形成し、最大赤字の十分位をショート、最大黒字の十分位をロングとしてバイ・アンド・ホールドすることで異常リターンが獲得できるというアノマリーである⁵。具体的には、異常リターンを規模調整リターンを用いて計算した場合、決算発表日をday 0として、 $[-2, 0]$ で0.0290, $[1, 60]$ で0.0596, $[1, 120]$ で0.1021の異常リターンが観察されている (Balakrishnan et al. [2010], 表2)⁶。また、Balakrishnanらは、損失・利益発表後ドリフトが利益発表後ドリフト (post earnings announcement drift: PEAD)、バリュー・グラマー効果、会計発生高アノマリーの増分になっているかどうかを検証している。Balakrishnanらの分析結果によれば、損失・利益発表後ドリフトは、これらの3つのアノマリーの一部ではなく増分であることが示されている。本論文ではサンプルを黒字企業・赤字企業に区別した分析を行っているが、分析結果に損失・利益発表後ドリフトの影響が反映されるかもしれない。

Beaver et al. [2018] は、米国企業を対象とした決算発表に対する市場の反応に関する研究であり、1971年から2011年までの四半期データを分析対象とし、今世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。ここでの黒字とは、特別項目・税引前利益 (PTEBS) がプラスの場合であり、赤字とはそれがマイナスの場合である。Beaverらによる黒字企業と赤字企業の3日間の累積U統計量 (three-day cumulative U-Statistic: TCU) を比べた分析によれば、赤字の企業四半期 (firm-quarters) は、黒字の企業四半期よりも情報内容が低いという (Beaver et al. [2018], 図2)。また、赤字の持続性が黒字の持続性よりも低いことが株価のボラティリティに及ぼす影響は損失額の認識がより適時的であることよりも支配的なので、このような分析結果が生じると説明されている (Beaver et al. [2018], 110頁)。さらに、Miller [2002] を踏まえ、収益性が高まっている企業はより多くの自発的な情報開示を行う可能性が高いことも指摘されている (Beaver et al. [2018], 101頁)。これらの点を踏まえ、本論文では、サンプルを黒字企業・赤字企業に区別した分析を行っている。

Riedl et al. [2021] は、投資家センチメント (investor sentiment) と黒字・赤字の持続性に対する投資家の認識との関係について検証している。Riedlらは、投資家センチメントが低い期間では投資家は投資先企業の将来見通しに対してより悲観的になり、投資家センチメントが高い期間では投資家は投資先企業の将来見通しに対してより楽観的になるため、投資家センチメントが低い期間ではネガティブなシグナルが過大評価されやすく、ポジティブなシグナルが過小評価されやすいとしている (Riedl et al. [2021], 520頁)。

5 損失・利益発表後ドリフトの説明方法については、「このミスプライシングは投資家が無条件確率ではなく条件付確率に基づいて赤字・黒字の確率を十分に評価することに失敗しているために生じる可能性がある」 (Balakrishnan et al. [2010], 40頁) とされている。

6 なお、Carhart [1997] の4ファクターモデルを用いた場合には、決算発表日をday 0として、 $[-2, 0]$ で0.0279, $[1, 60]$ で0.0676, $[1, 120]$ で0.1178の異常リターンが観察されている (Balakrishnan et al. [2010], 表2)。

また、赤字が、多額の研究開発費・潜在的成長の高さ・多額の負の特別項目・財務的困難⁷を伴っている場合、投資家センチメントの効果が異なるとしている（Riedl et al. [2021], 525頁）。Riedlらは、Mishkin [1983]のフレームワークに基づく検証を行っている。具体的には、黒字企業と赤字企業における実際の持続性と投資家が期待する持続性をBaker and Wurgler [2006]のセンチメントインデックスに基づき五分位でランク付けした場合、投資家センチメントが最も低い（高い）期間に赤字額の持続性が最も過大（過小）に評価され、投資家センチメントが最も低い（高い）期間に黒字額の持続性が最も過小（過大）に評価されていることを示した（Riedl et al. [2021], 表2）。持続性に対するこのような過大評価・過小評価は、day 2の分析結果に影響を及ぼすかもしれない。

Berkman and Truong [2009]は、時間外発表がイベント・スタディに及ぼす影響について検証している。この検証を行うために、BerkmanとTruongは、WSJサンプルとCompustatサンプルを識別している。WSJドットコムでは四半期決算発表日と時間が報告されるため⁸、WSJサンプルでは決算発表が取引終了前に行われている場合には「決算発表日がday 0」となり、決算発表が取引終了後に行われている場合には「決算発表日の翌取引日がday 0」となるが、Compustatサンプルでは、取引時間後の発表であってもイベント日の調整は行われないため、「決算発表日がday 0」となる（Berkman and Truong [2009], 75頁）。BerkmanとTruongは、イベント日の調整が行われない場合には、day 0周辺の日次リターン、出来高、ボラティリティが偏ることを指摘している（Berkman and Truong [2009], 98頁）。本論文は新しい市場区分に属する赤字・黒字企業を分析の対象としており、新しい市場区分の各構成銘柄に分析上の意義がある点を踏まえて、day 0の定義の変更は行わず、決算発表日（day 0）、決算発表日の翌取引日（day 1）、決算発表日の翌々取引日（day 2）におけるUSTATとAVOLを算定している。

最後に、東京証券取引所が2022年4月に導入した新しい市場区分については、中川・山西・小林 [2023]及び中川・山西・小林 [2025]で説明しているが、プライム・スタンダード・グロースに再編されたことで各市場区分における構成銘柄の特徴がより明確化されたと考えられる。このため、市場区分変更後の方が決算発表に対する市場の反応が大きくなると予想する。

Ⅲ. サンプルとリサーチデザイン

本論文では、プライム市場銘柄、スタンダード市場銘柄、グロース市場銘柄それぞれについて、黒字企業と赤字企業に分けて決算発表に対する市場の反応（day 0, day 1, day 2）を分析する。即ち、決算発表日（day 0）、決算発表日の翌取引日（day 1）、決算発表日の翌々取引日（day 2）が分析対象期間である。取引時間中に決算発表が行われた場合にはday 0における日次リターンに反映され、取引時間後に決算発表が行われた場合にはday 1における日次リターンに反映される。また、day 2におけるリターンは利益発表後ドリフト（PEAD）の分析対象期間となり得るが、黒字企業と赤字企業に分けて分析している点を考慮すれば、損失・利益発表後ドリフト（post loss/profit announcement drift）の側面も有していると言えよう。

決算発表に対する市場の反応を検証するために、USTAT（U-statistic）とAVOL（abnormal trading volume）の平均値を示す。USTATとは決算発表に対する異常な株価反応であり、AVOLとは決算発表に対する異常な出来高反応である。Beaver et al. [2020]に従って、USTATとAVOLを以下の式で算定する。

7 財務的困難スコアの算定には、Beaver et al. [2012]の倒産予測モデルが用いられている。

8 決算発表が取引開始前に行われた場合には実際の時刻又は「BMO」が入力され、時間外発表の場合には実際の時刻又は「AMC」が入力され、取引時間中に発表された場合には何時何分に発表されたかが報告される（Berkman and Truong [2009], 73頁）。

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

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

$Vol_{i,t}$ は企業*i*の決算発表日*t*における株式売買高であり、 $\overline{Vol}_i$ は企業*i*の推定期間における株式売買高の平均であり、 $Vol \sigma_i$ は企業*i*の推定期間における株式売買高の標準偏差である。 $\mu_{i,t}$ は企業*i*の決算発表日*t*における残差リターンであり、 $Var \mu_i$ は推定期間における残差リターンの分散である。

サンプルは東京証券取引所上場企業である（金融業は除く）。分析対象期間は、2020年9月期から2023年6月期である。東京証券取引所で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決算発表が分析対象である。分析に利用したデータベースは日経NEEDS Financial Questである（株式分割を調整する）。サンプル数は表1の通り、市場区分変更前は合わせて15,777、市場区分変更後は併せて15,215である。

基本統計量は表2の通りである。当該データは変数ごとに上下1%をwinsorizeし、外れ値の影響を除外している。まず、プライム市場銘柄の平均値を確認すると、USTATについては、day 0, day 1, day 2の全てにおいて市場区分変更後の数値の方が大きい。一方、AVOLについても、day 0, day 1, day 2の全てにおいて市場区分変更後の数値の方が大きい。このことから、プライム市場では、決算発表日、決算発表日の翌取引日、決算発表日の翌々取引日において、平均的に見て、市場区分変更後の期間の方が決算発表に対する市場の反応が高まっているといえることができる。

次に、スタンダード市場銘柄の平均値を確認すると、USTATについては、day 0, day 1, day 2の全てにおいて市場区分変更後の数値の方が大きい。一方、AVOLについても、day 0, day 1, day 2の全てにおいて市場区分変更後の数値の方が大きい。最後に、グロース市場銘柄の平均値を確認すると、USTATについては、day 1, day 2において市場区分変更後の数値の方が大きい。一方、AVOLについては、day 0, day 1, day 2の全てにおいて市場区分変更後の数値の方が大きい。

以上より、市場区分変更後に、各市場区分では、決算発表日、決算発表日の翌取引日、決算発表日の翌々取引日において、平均的に見て、概ね、市場区分変更後の期間の方が決算発表に対する市場の反応（株価、出来高）が高まっていたことが確認できる。

表1 サンプル数

新区分	旧区分期間	新区分期間
プライム	7,177	6,945
スタンダード	7,175	6,914
グロース	1,425	1,356

表2 基本統計量

パネルA プライム市場銘柄

旧区分期間	平均	標準偏差	Q1	中央値	Q3
USTAT day 0	1.711	3.936	0.093	0.438	1.468
USTAT day 1	7.885	14.053	0.490	2.425	8.713
USTAT day 2	1.610	2.579	0.142	0.632	1.962
AVOL day 0	0.817	1.844	-0.299	0.270	1.256
AVOL day 1	2.735	3.489	0.431	1.691	3.804
AVOL day 2	1.083	1.951	-0.140	0.521	1.630
新区分期間	平均	標準偏差	Q1	中央値	Q3
USTAT day 0	2.000	4.773	0.082	0.422	1.529
USTAT day 1	11.973	20.284	0.662	3.425	12.933
USTAT day 2	1.692	2.816	0.124	0.608	1.929
AVOL day 0	1.403	2.570	-0.168	0.532	1.858
AVOL day 1	4.030	4.633	0.786	2.559	5.644
AVOL day 2	1.521	2.501	-0.049	0.740	2.134

パネルB スタンダード市場銘柄

旧区分期間	平均	標準偏差	Q1	中央値	Q3
USTAT day 0	2.226	5.634	0.074	0.440	1.703
USTAT day 1	6.913	14.904	0.224	1.393	6.077
USTAT day 2	1.522	3.241	0.059	0.375	1.441
AVOL day 0	0.740	2.197	-0.320	-0.001	0.893
AVOL day 1	1.962	4.177	-0.180	0.444	2.215
AVOL day 2	0.627	2.168	-0.365	-0.092	0.720
新区分期間	平均	標準偏差	Q1	中央値	Q3
USTAT day 0	2.682	6.635	0.088	0.491	2.026
USTAT day 1	8.630	17.434	0.266	1.745	8.294
USTAT day 2	1.672	3.558	0.067	0.399	1.482
AVOL day 0	1.162	2.685	-0.249	0.195	1.357
AVOL day 1	2.626	4.659	-0.047	0.893	3.250
AVOL day 2	0.832	2.352	-0.328	0.017	1.014

パネルC グロース市場銘柄

旧区分期間	平均	標準偏差	Q1	中央値	Q3
USTAT day 0	1.696	4.176	0.074	0.381	1.354
USTAT day 1	9.390	16.411	0.487	2.770	10.464
USTAT day 2	2.157	4.322	0.119	0.669	2.233
AVOL day 0	0.585	1.817	-0.291	0.012	0.699
AVOL day 1	2.436	4.302	-0.051	0.788	3.052
AVOL day 2	1.336	3.223	-0.247	0.125	1.418
新区分期間	平均	標準偏差	Q1	中央値	Q3
USTAT day 0	1.671	4.097	0.071	0.347	1.330
USTAT day 1	11.839	20.202	0.587	3.076	13.518
USTAT day 2	2.507	5.503	0.097	0.577	2.230
AVOL day 0	0.814	1.966	-0.236	0.083	1.046
AVOL day 1	3.153	5.105	-0.040	1.202	4.105
AVOL day 2	1.610	3.544	-0.218	0.253	1.881

IV. 分析結果と解釈

本節では、プライム市場銘柄、スタンダード市場銘柄、グロース市場銘柄それぞれについて、黒字企業と赤字企業における決算発表に対する市場の反応に関する分析結果を示す。なお、既に述べた通り、本分析における黒字企業・赤字企業とは、四半期会計期間（3か月）における親会社株主に帰属する当期純損益が黒字・赤字の企業である。親会社株主に帰属する当期純損益を用いる理由は、それが株主に帰属する利益・損失であり、株主資本の変動をもたらすからである。

決算発表日（day 0）、決算発表日の翌取引日（day 1）、決算発表日の翌々取引日（day 2）におけるUSTAT（図1）とAVOL（図2）は以下の通りである。

図1はUSTATの分析結果である。まず、プライム市場銘柄を見ると、黒字企業、赤字企業ともに、day 1について、市場区分変更後の方が市場の反応が高まっていることが視覚的に確認できる。ただし、折れ線グラフの形状は黒字企業と赤字企業で同一ではなく、各四半期における市場の反応が必ずしも同じではないことが確認できる。なお、day 0とday 2については、表2パネルAより市場区分変更後の方がUSTATの平均値が高くなっていることが確認できるが、day 1とは数値に大きな差があることから、day 1の場合のように視覚的に明確に確認することはできない。この点については、スタンダード市場銘柄、グロース市場銘柄でも概ね同様である。

次に、スタンダード市場銘柄を見ると、day 1について、市場区分変更後に赤字企業でUSTATが急増していることが分かる。一方、黒字企業については、赤字企業と比べると比較的安定していることが確認できる（市場区分変更前にも8前後の値をとる）。このことから、プライム市場銘柄よりもスタンダード市場銘柄の方が、市場区分変更後における赤字企業のUSTATの変動が大きくなっていると言うことができる。最後に、グロース市場銘柄については、市場区分変更後における黒字企業のday 2がday 0よりも大きいことが確認できる。これは市場の反応の遅れが生じている可能性を表す。

図2はAVOLの分析結果である。まず、プライム市場銘柄を見ると、USTATの場合と同様に、黒字企業、赤字企業ともに、day 1について、市場区分変更後の方が市場の反応が高まっていることが視覚的に確認できる。また、day 0とday 2についても、市場区分変更後のグラフが上にシフトしていることが分かる。さらに、赤字企業のday 1のグラフを確認すると、4付近で一定になっていることを確認することもできる。総じて、プライム市場銘柄については、USTATよりもAVOLの方が、黒字企業、赤字企業ともに、3日間それぞれの市場区分変更後における上昇がより明確であると言える。

次に、スタンダード市場銘柄を見ると、day 1について、市場区分変更前と市場区分変更後のいずれも、黒字企業のAVOLが赤字企業のAVOLよりも大きいことが確認できる。特に、市場区分変更後の黒字企業のAVOL(day 1)には3.5付近に達する四半期も見受けられる。それと同じ四半期の赤字企業のAVOL(day 1)は2.5から3の間である。市場区分変更後の黒字企業のAVOL（day 0）は一貫して1を上回るが、赤字企業の場合には1を下回る四半期もあることが確認できる。

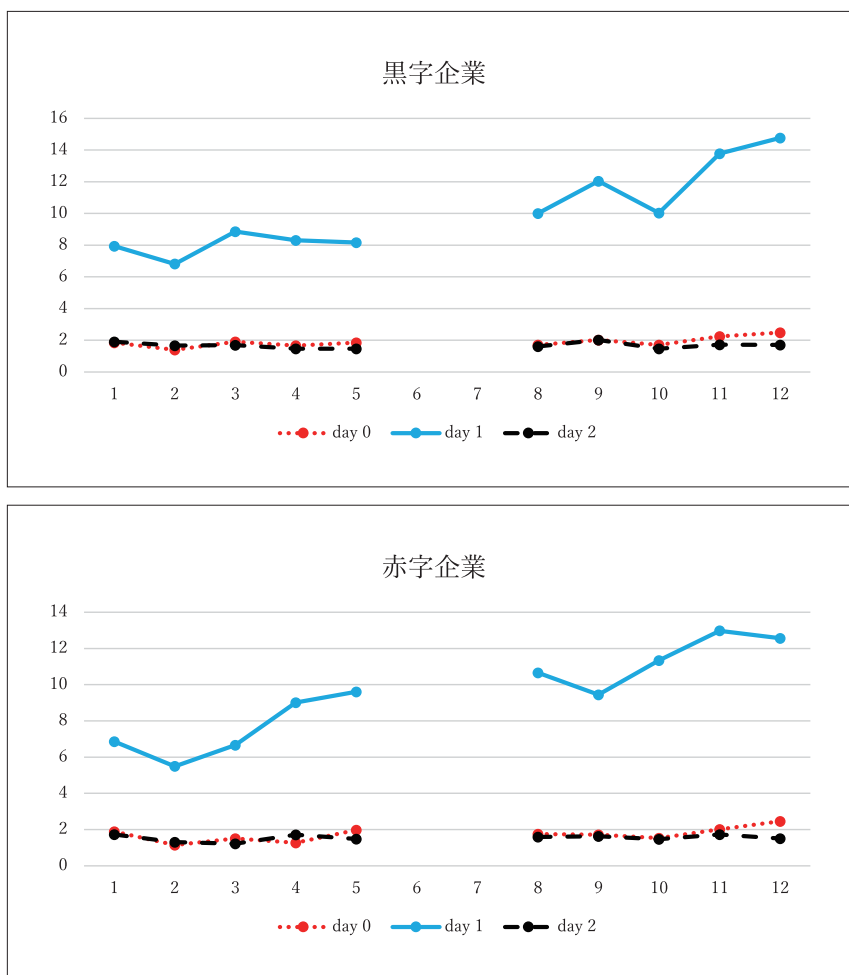
最後に、グロース市場銘柄については、day 0とday 2の値が他の市場区分のケースと比べて乖離が大きいことが分かる。即ち、グロース市場銘柄における決算発表に対する市場の反応は、day 1までにその大半が完了するとは言い難く、day 2にもある程度の反応が生じている⁹。これは他の市場区分では見られない現象であることから、グロース市場銘柄の特長であると考えることができる。また、市場区分変更後の

9 グロース市場銘柄を対象として、利益発表度ドリフト（PEAD）や損失・利益発表後ドリフトを今後検証する必要があるかもしれない。また、赤字であってもその構成要素に将来の収益力を期待させるような項目（多額の研究開発費等）が含まれているかどうかについても今後の検証課題であると考えられる。

黒字企業のAVOL（day 1）は赤字企業のAVOL（day 1）よりも大きいことが確認できる。これはday 0およびday 2でも同様である。このことから、グロース市場銘柄については、赤字企業よりも黒字企業の方が決算発表に対する市場の反応が大きいということが出来る。この傾向は市場区分変更前後で変わらないが市場区分変更後の方が総じてAVOLが大きくなっている。

図1 市場区分変更前後におけるUSTATの平均値の推移

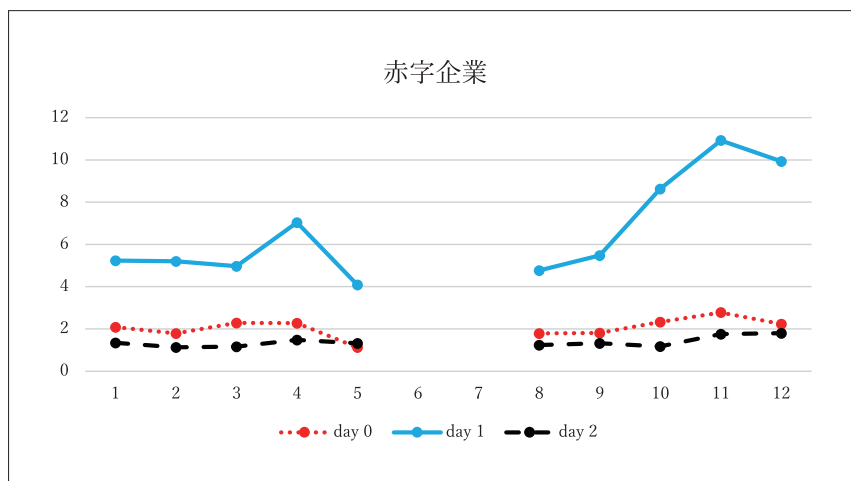
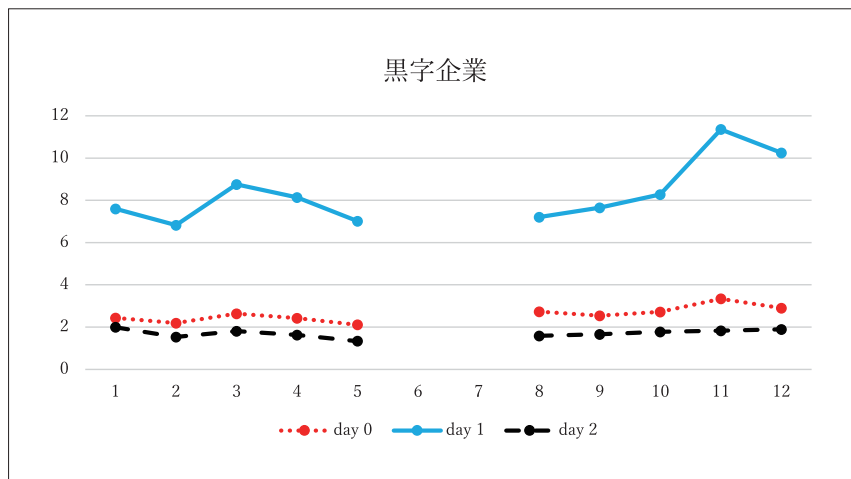
プライム市場銘柄



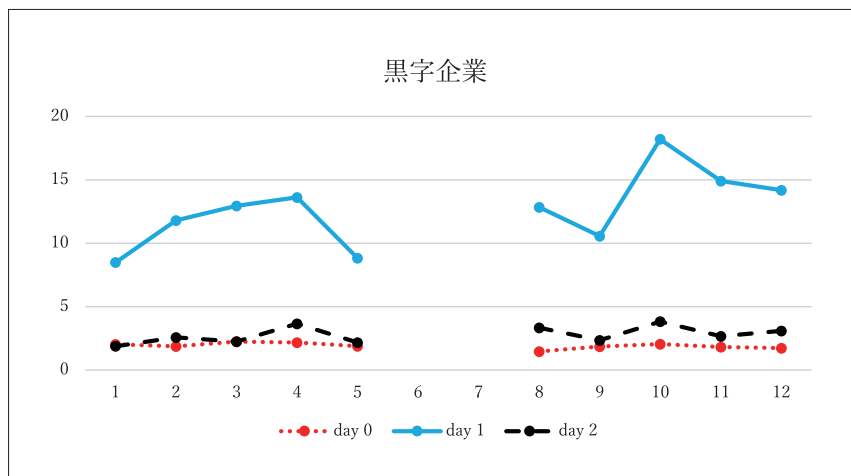
注) グラフ下軸の数値は次の四半期決算を表す（以下同様）。

- | | |
|-----------------|-----------------------|
| 1：2020年9月期～11月期 | 2：2020年12月期～2021年2月期 |
| 3：2021年3月期～5月期 | 4：2021年6月期～8月期 |
| 5：2021年9月期～11月期 | 6：2021年12月期～2022年2月期 |
| 7：2022年3月期～5月期 | 8：2022年6月期～8月期 |
| 9：2022年9月期～11月期 | 10：2022年12月期～2023年2月期 |
| 11：2023年3月期～5月期 | 12：2023年6月期 |

スタンダード市場銘柄



グロース市場銘柄



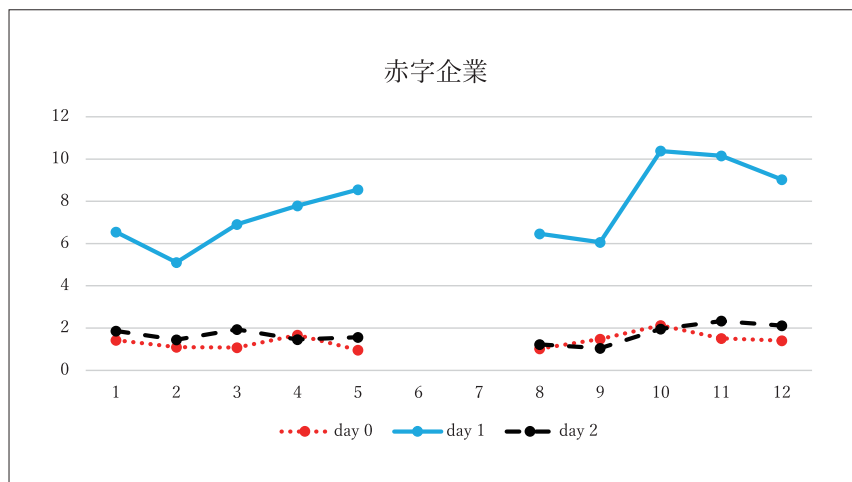
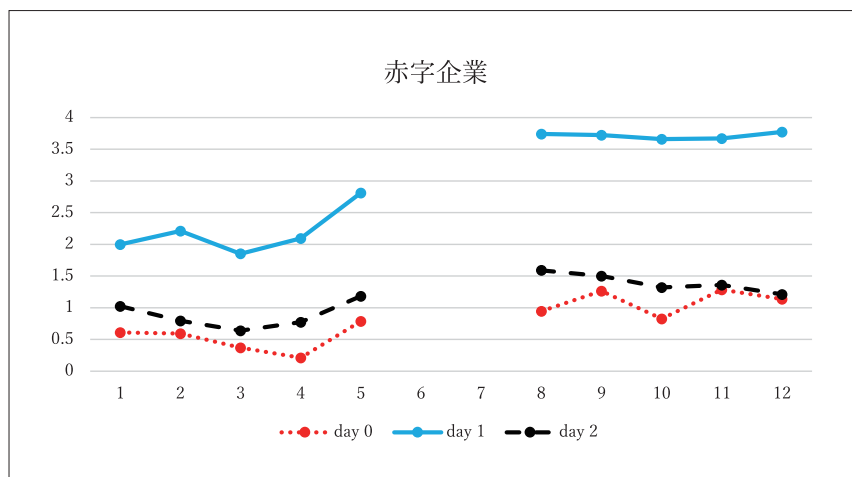
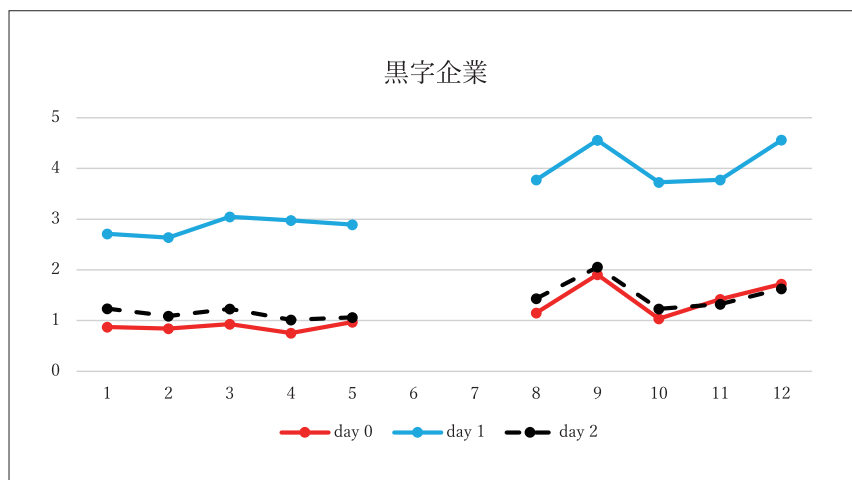
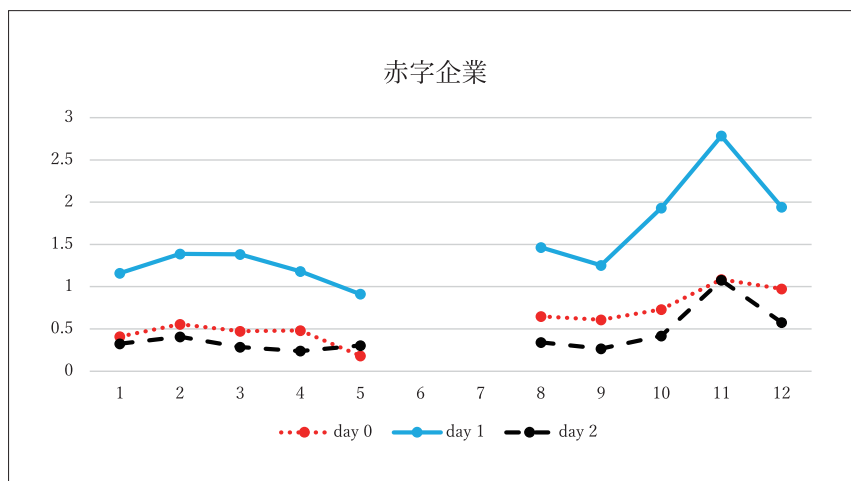
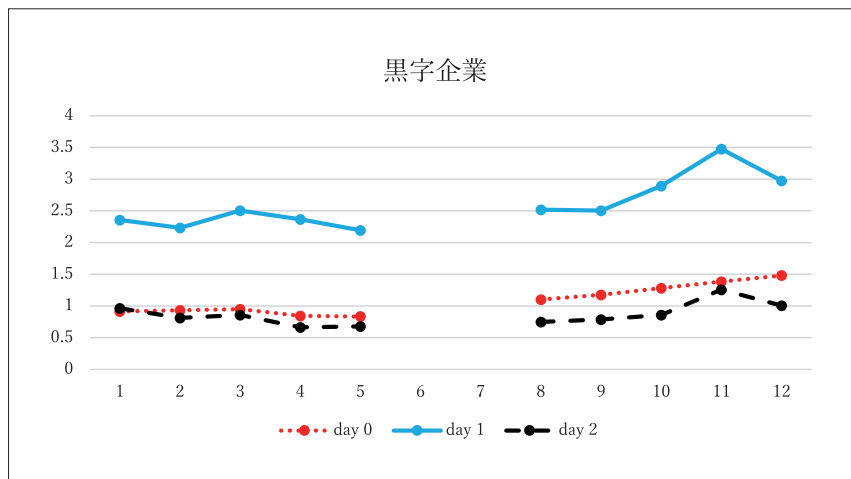


図2 市場区分変更前後におけるAVOLの平均値の推移

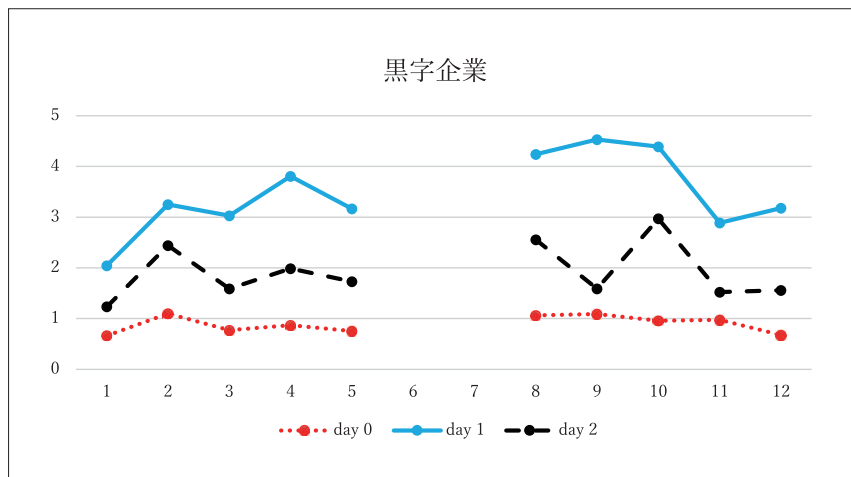
プライム市場銘柄

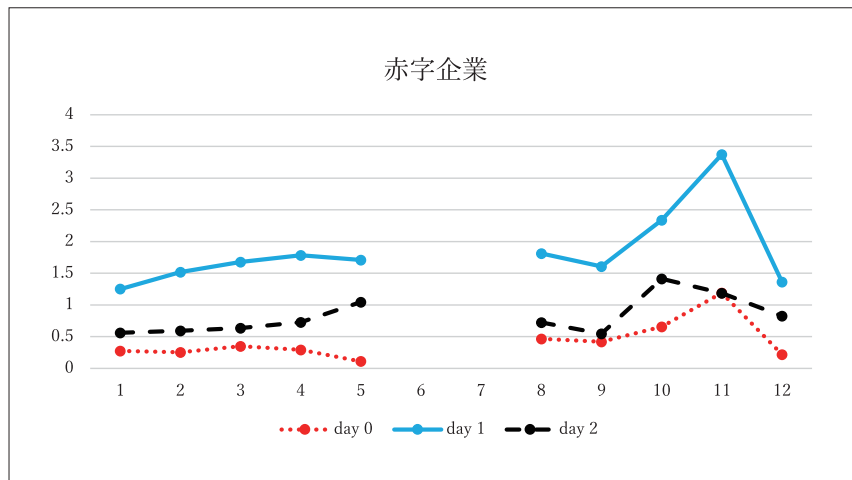


スタンダード市場銘柄



グロース市場銘柄





V. 結び

本論文では、プライム市場銘柄、スタンダード市場銘柄、グロース市場銘柄それぞれについて、黒字企業と赤字企業に分けて決算発表に対する市場の反応（day 0, day 1, day 2）を分析した。分析結果は、（１）プライム市場銘柄については、USTATよりもAVOLの方が、黒字企業、赤字企業ともに、３日間それぞれの市場区分変更後における上昇がより明確であること、（２）プライム市場銘柄よりもスタンダード市場銘柄の方が、市場区分変更後における赤字企業のUSTATの変動が大きいこと、（３）スタンダード市場銘柄のday 1について、市場区分変更前と市場区分変更後のいずれも、黒字企業のAVOLが赤字企業のAVOLよりも大きいこと、（４）グロース市場銘柄のAVOLについて、他の市場区分よりもday 2における反応が大きく、赤字企業よりも黒字企業の方が決算発表に対する市場の反応が大きいことを表している。

最後に、今後の課題について述べる。本論文では四半期における親会社株主に帰属する当期純損益が黒字・赤字の企業に分けて分析を行ったが、赤字が一時的であるかどうかや利益剰余金の数値も加味した分析を行う必要があると考えられる。即ち、利益剰余金が高い値（特に、負の値）である場合には当期純損益が継続的にマイナスであった可能性を検討する必要がある。また、この点と併せて、市場区分ごとの赤字企業の割合の推移と市場の反応の関係を検証することも今後の課題である。即ち、各市場区分の構成銘柄を適宜グルーピングして、より詳細な分析を行うことが今後の課題である。

（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）

- 音川和久〔2011〕「会計上の損失と投資家行動」『国民経済雑誌』第204巻第1号，2011年7月，57-73頁。
- 音川和久，森脇敏雄〔2014〕「決算発表に対する出来高反応－日中取引データを用いた実証分析－」『会計』第186巻第3号，2014年9月，80-92頁。
- 北川教央〔2024〕「株式市場の不確実性と決算発表に対する株価・出来高反応」『会計』第205巻第2号，2024年2月，149-161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。

中川豊隆, 山西佑季, 小林裕明〔2025〕「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－」『岡山大学経済学会雑誌』第56巻第3号, 2025年3月, 1-13頁。

(英文)

- Baker, M. and J. Wurgler〔2006〕, “Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns”, *Journal of Finance*, 61, pp.1645-1680.
- Balakrishnan, K., E. Bartov and L. Faurel〔2010〕, “Post Loss/Profit Announcement Drift,” *Journal of Accounting and Economics*, 50, pp.20-41.
- Beaver, W., M. Correia and M. McNichols〔2012〕, “Do Differences in Financial Reporting Attributes Impair the Predictive Ability of Financial Ratios for Bankruptcy?,” *Review of Accounting Studies*, 17, pp.969-1010.
- 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.
- Berkman, H. and C. Truong〔2009〕, “Event Day 0? After-Hours Earnings Announcements,” *Journal of Accounting Research*, 47, pp.71-103.
- Carhart, M. M.〔1997〕, “On Persistence in Mutual Fund Performance,” *Journal of Finance*, 52, pp.57-82.
- Darrough, M. and J. Ye〔2007〕, “Valuation of Loss Firms in a Knowledge-Based Economy,” *Review of Accounting Studies*, 12, pp.61-93.
- Hayn, C.〔1995〕, “The Information Content of Losses,” *Journal of Accounting and Economics*, 20, pp.125-153.
- Joos, P. and G. A. Plesko〔2005〕, “Valuing Loss Firms,” *The Accounting Review*, 80, pp.847-870.
- Miller, G. S.〔2002〕, “Earnings Performance and Discretionary Disclosure,” *Journal of Accounting Research*, 40, pp.173-204.
- Mishkin, F.〔1983〕, *A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics: Testing Policy Effectiveness and Efficient Markets Models*, Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research.
- Riedl, E. J., E. Y. Sun and G. Wang〔2021〕, “Sentiment, Loss Firms, and Investor Expectations of Future Earnings,” *Contemporary Accounting Research*, 38, pp.518-544.

Market Reactions to Earnings Announcements in Profitable and Loss Firm-Quarters: Changes Around the Market Restructuring

Toyotaka Nakagawa, Yuki Yamanishi, Hiroaki Kobayashi

Abstract

The purpose of this paper is to examine whether the market reaction to earnings announcements in each market segment (prime market segment, standard market segment, and growth market segment) differs between profitable and loss-making firms around the time of market restructuring. We have previously studied market reactions to quarterly earnings announcements in the context of the revision of market segmentation at the Tokyo Stock Exchange. However, we have not studied the differences between profitable firm quarters and loss firm quarters. Therefore, the analysis in this paper focuses on whether the net income attributable to owners of the parent is positive or negative. In the growth market segment, significant differences between profitable and loss-making firms were observed in the results of the analysis.