

決算説明会スクリプト分析による 企業評価への活用

目次

- I. はじめに
- II. 先行研究
- III. 分析の枠組みとデータ
- IV. 分析結果と考察
- V. まとめ

三菱UFJトラスト投資工学研究所 上席研究員 野崎 真利
三菱UFJトラスト投資工学研究所 研究員 中島 峻

I. はじめに

決算説明会(Earnings Call)には、企業業績や今後の見通しに関する定量情報だけでなく、その背景にある経営陣の認識や判断、将来リスクに対する見方など、企業の状況を理解するうえで有用な定性情報も豊富に含まれている。しかし、多数の企業を対象とした継続的かつ横断的なモニタリングを人手で行うには情報量が膨大であり、おのずと限界がある。このため、近年では LLM(大規模言語モデル)を活用した情報の自動要約および指標化への関心が高まっている。

本レポートでは、決算説明会の書き起こしテキストを LLM により要約・定量化し、そこから得られる指標と企業の資本コストおよび将来の株価リターンとの関係を実証的に検証した。この結果から、決算説明会に含まれる定性情報を体系的に把握・定量化する手法の具体例を紹介するとともに、決算説明会が企業と投資家の双方にとって重要な情報発信・収集の機会であることを示したい。さらに、決算説明会が今後、企業と投資家の相互理解を促し、より有意義な情報開示と対話の場となるための参考情報を提示したい。

まず第II章では、これまで行われている先行研究について触れ、本稿で取り上げる分析手法の意味を確認する。第III章では、LLM を用いて決算説明会のプレゼンテーションの要約を作成し、Q&A の情報を定量指標として抽出する手法について説明する。第IV章では、これらの指標が資本コストや業績と有意な関連性を持つかどうかを検証した結果を報告する。第V章では、全体のまとめを記載する。

II. 先行研究

決算説明会に対する分析が深化する背景には、企業の情報開示のあり方が投資家の意思決

定に影響を与えるという、ごく一般的な考え方がある。先行研究においても、Botosan(1997)はアナリストフォローが少ない企業ほど開示水準と資本コストの間に負の関連がみられることを示している。この結果は、企業と投資家間の情報格差である情報の非対称性を低減する開示活動が、リスクプレミアムの低下につながるというメカニズムを支持するものである。

特に決算説明会は、経営陣が自社の業績・戦略・見通しを直接説明し、アナリストからの質疑に応じる場として、定性的・定量的な情報が凝縮された重要なイベントである。決算説明会のテキストや音声には経営者の言語的・非言語的な特性が豊富に含まれており、これらが株価パフォーマンスと関連するという実証研究は、主に米国で 2000 年代後半以降蓄積されてきた。

まず Price, Doran, Peterson, and Bliss(2012)は、決算説明会のテキストを対象とした言語トーン分析により、決算説明会全体、とりわけ質疑応答パートのトーンが異常リターンや出来高と有意に相関し、その情報効果が発表後 60 営業日にわたって持続することを示した。こうしたテキスト分析と並行して、経営者の話し方そのものにも着目する研究が進み、Mayew and Venkatachalam(2012)は、決算説明会における経営者の発言音声から抽出した感情を計測し、ポジティブな感情を示す CEO ほど翌年度以降の業績が改善すること、逆にネガティブな感情は将来業績の悪化と関連することを明らかにした。テキスト分析の側でも手法は精緻化されており、Huang, Teoh, and Zhang(2014)は、業績等のファンダメンタルズでは説明できない「異常に高いポジティブトーン」を示した企業ほど、決算発表直後には株価が上昇する一方、その後 1～2 四半期にわたって株価が反転することを示した。さらに、将来の利益・キャッシュフローの悪化とも関連することを示し、単純なトーン水準ではなく異常値(abnormal tone)を捉えることの重要性を示した。

また、株価への影響はポジティブ・ネガティブという単純な二択で捉えられるものではないとする先行研究も存在する。Dzieliński, Wagner, and Zeckhauser(2017)は、「approximately」「probably」といった曖昧さを示す言葉遣いの多寡に着目し、話し方が曖昧な経営者ほど決算サプライズに対する株価反応や取引量が小さくなり、市場参加者の反応もより緩慢になることを示した。また Borochin, Cicon, DeLisle, and Price(2018)は、経営者とアナリストそれぞれのトーンを分離して計測し、両者のトーンの乖離(スプレッド)が大きいほど、決算発表後のオプション・インプライド・ボラティリティが上昇することを示した。この結果は、発言者間の認識の相違が市場による企業価値評価の不確実性と関連している可能性を示唆している。これらの知見は、単純なポジ・ネガ判定にとどまらず、話し方の曖昧さや発言者間の差異といった多面的な特徴が株価形成に影響しうることを示すものであり、本分析における「クオリティ」(回答の明瞭さ・的確さ)や「短期質問割合」といった、トーンに限定されない指標の構築とも通じる視点である。

日本においても、決算説明会の内容を体系的に分析・活用することへの関心が高まってい

る。東京証券取引所は 2023 年に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を公表し、投資家との建設的な対話や、その前提となる情報開示の充実を上場企業に求めた。こうした流れの中で、決算説明会は企業と投資家をつなぐ重要なコミュニケーションの場として、従来以上に注目を集めている。もっとも、こうした問題意識のもとで日本の決算説明会を対象とした学術研究はなお限られている。数少ない例として、黒木・真鍋・中川(2024)は、後述する書き起こしデータ(SCRIPTS Asia 等)を用いて日本企業の決算説明会テキストを分析し、ポジティブ・ネガティブといった意見や感情の方向性を示す感情極性と株主資本コストならびに株価反応との関係を検証している。ただし、金融極性辞書¹を用いた分析にとどまっており、LLM を用いた分析はさらに限られる。

以上のような先行研究を踏まえると、本分析は次のような意味を持つと整理できる。第一に、辞書ベースのポジ・ネガ判定や音声の感情計測に依拠する米国研究の多くとは異なり、本分析は LLM により回答の明瞭さや将来業績への示唆等を多次元的に定量化している。また、LLM を用いた要約の作成など、決算説明会テキストの活用方法についても検討している。第二に、事例の乏しかった日本市場を対象に、時価総額上位 1,000 社を対象とした複数四半期にわたる大規模なパネルデータを用いている。そして第三に、単一時点のイベントスタディが中心であった先行研究に対し、資本コスト、ROE、PBR との関係にとどまらず、月次ファクターとしての有効性まで一貫して検証している。

III. 分析の枠組みとデータ

1. 決算説明会テキストデータの概要

本分析で使用したイベントスクリプト提供サービス(SCRIPTS Asia サービス)のデータについて概説する。本サービスは、2017 年に米国で設立されたスタートアップに起源を持つデータサービスであり、2023 年 2 月に JPX 総研の完全子会社となった SCRIPTS Asia 株式会社が提供していた。その後、同社が 2026 年 4 月付で JPX 総研に吸収合併され、現在は JPX 総研が「イベントトランスクリプト提供サービス」として直接提供している。このデータサービスでは、アジア太平洋地域の上場企業の決算説明会等のイベントに参加し、書き起こし記事をテキストデータとして日本語(現地語)・英語の両言語で提供している。日本では 2026 年 4 月時点で 1,300 社以上の企業をカバーしており、中国・香港・台湾・韓国などアジア主要市場を含めると 3,000 社超のイベントデータを提供している。

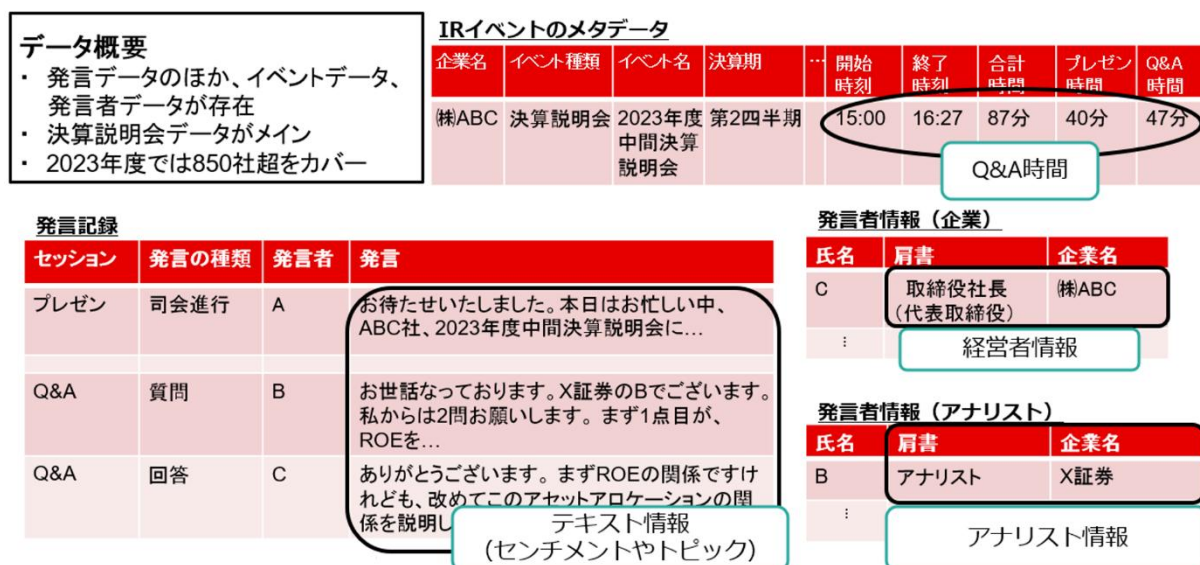
決算説明会のデータは図表 1 のような構造になっており、以下の情報が利用可能である。

- ・ IR イベントのメタデータ(日時、企業名、参加者数、プレゼン時間、Q&A 時間等)

¹ 感情極性とは、単語や文章から読み取られる感情や評価の方向性を、肯定的、否定的、中立的などに分類したものである。金融極性辞書は、金融分野の用法に即して各単語に極性を付与し、テキストのトーンを定量化するための辞書である。ただし、単語ごとに極性を判定する辞書方式では、否定表現や文脈、語の多義性などを十分に考慮できない場合がある。本レポートでは、こうした文脈を踏まえた判定を行うため、LLM を用いている。

- ・ 発言記録(プレゼンテーションおよび Q&A 部分の全書き起こしテキスト)
- ・ 発言者情報(企業側経営者、アナリスト等)

図表 1：データの構造概略図(発言記録、イベントデータ、発言者データの関係)



(出所) 三菱UFJトラスト投資工学研究所作成

本分析では主にプレゼンテーションおよび Q&A のテキストデータを活用している。プレゼンテーションテキストは口語に近く分量も非常に多い。また、Q&A セクションに関しては企業ごとの対応が異なっており、そもそも時間を設けていない企業や、事前に質問を募集する企業など、実施形態も様々である。そのため、複数企業の決算説明会を人手で横断的に比較することは難易度が高く現実的ではない。生成 AI を活用した情報抽出こそが、決算説明会テキストを活用するために有効な手段になる。次節以降でプレゼンテーションパートの要約作成手法、Q&A パートの要約作成手法についてそれぞれ説明する。

2. プレゼンテーションパートの要約作成

決算説明会は、「プレゼンテーション」と「Q&A」の二部から構成されることが一般的である。プレゼンテーションでは、経営陣が当期業績、セグメント別の状況、財務状況、今後の見通しなどについて説明する。本分析では、まずプレゼンテーションパートの書き起こしテキストに対して、標準化されたプロンプトを用いて LLM による構造化された要約を生成した。

この要約生成には二つの目的がある。第一に、決算説明の内容を要約・蓄積することで、業績数値などの定量情報だけでなく、企業が発信する定性的な情報についても、ファンドマネージャーやアナリストが活用しやすくするためである。第二に、後述する Q&A パートの解析精度を向上させるためである。Q&A で交わされる対話を適切に解釈するためには、その内容を単体で分析するだけでは不十分な場合が多く、発言の文脈を補完する情報が不可欠

となる。プレゼンテーションには、企業業績や経営方針に関する主要な情報が網羅的に含まれているため、Q&A を分析する際の文脈情報として有効であると考えられる。

また、要約をカテゴリごとに整理することで、決算内容の把握が容易になるだけでなく、各社の説明内容を共通の枠組みで整理できる。その結果、LLM が要約を作成する上で、各企業間の決算横比較がしやすくなる。本稿では図表 2 に示す通り、要約を 6 項目で構成する。

図表 2：プレゼンテーションパートの要約項目

(1) 決算期	当該書き起こしに対応する決算期を特定
(2) 全体業績の概要	売上高・利益等の主要数値(実数)、前年同期比評価、業績予想の修正有無などの定性的な付加情報
(3) 投資活動の状況	設備投資額・研究開発費・人材投資に関する言及
(4) 財務活動の状況	借入金の増減・配当方針・自社株買い等の資本政策
(5) セグメント別の業績評価	セグメント定義・地域別業績差異・主力製品動向
(6) その他の注目点	経営戦略の変更・新規事業・リスク要因等

(出所) 三菱UFJ トラスト投資工学研究所作成

プロンプトには各企業の基本的な会社情報を挿入することで、企業固有の事業構造やセグメント定義に対応した要約が生成できる設計としている。また、各カテゴリについてどの範囲までの情報を集約するのかを詳細に記載することで、可能な限り結果がぶれないようなプロンプトを作成した。

複数の企業を例に検証した結果、過去最高業績の達成、業績見通しの据え置き、新製品の発表、拠点の稼働開始といった主要な定性・定量情報が概ね正確に抽出できることを確認した。定量情報の多くはすでに既存の様々なデータベースから取得できる情報であるが、今回の要約では企業が決算説明会で強調した事項やその背景などの定性的な情報も併せて整理できている。そのため、企業が決算説明会でどの点を重視して説明しているかを効率的に把握することが可能な設計である。このような要約の自動生成は、多数の企業の決算説明会をモニタリングするアナリストの業務効率向上に寄与するだけでなく、蓄積したデータの構造化や検索、企業間比較を容易にするという点でも実務的な価値があると考ええる。

3. Q & A パートの要約作成

Q&A パートでは、機関投資家やアナリストが企業に対して直接質問を行う。このやり取りには、アナリストが重視する業績上の懸念点や、企業が投資家に対してどの程度の明確さでポジティブもしくはネガティブな情報を発信しているかについての豊富な情報が含まれている。

本分析では、各質問と回答のペアについて、プレゼンテーションの要約を踏まえたプロンプトを用いて以下の評価項目を定量化した。評価の際には、プレゼンテーションパートの要約文章を背景情報として参照させることで、各企業の業績特性や業界環境を考慮した精緻な評価が可能となる設計とした。また、Q&A パートのテキストには質問ではない文章(感謝のみの文章など)や、メディアの質問などが含まれる。そのため、分析にあたっては事前に各発言が質問であるか否かを LLM により判断する。また質問者の属性情報を利用してアナリスト以外の質問を可能な範囲で除外した。

図表 3：Q & A パートでの質問に関する要約項目

(1-1) 質問の主旨	質問者が尋ねていることを端的に要約
(1-2) 質問の関連領域	「業績全体」「投資活動」「財務活動」「セグメント別」「その他」のいずれかに分類
(1-3) 質問の意図 (センチメント)	「事実確認」「下振れリスクに関する懸念」「上振れ期待」の3種に分類
(1-4) 質問の背景・前提条件	特定の状況や前提に基づく場合にその内容を記録
(1-5) 業績予想に影響を与える KPIの確認の有無	「なし」「財務指標」「その他」の3種に分類
(1-6) 質問のトピック(期間)	「短期の質問」または「長期の質問」に分類

(出所) 三菱UFJトラスト投資工学研究所作成

図表 3 は、Q&A パートの質問に関する抽出項目の一覧である。各項目の狙いや目的について簡単に説明する。

(1-1)では、質問の要約を作成している。これはプレゼンテーションパートの場合と同様に、各質問に関するデータの蓄積と参照を容易にすることが目的である。定量情報の抽出が分析の核ではあるが、定量スコアだけでは汲み取れない情報も存在する。要約を作成することで、定量スコアが優れている企業の Q&A パートを簡単に振り返ることが可能になる。

(1-2)では、質問の関連領域を分類している。プレゼンテーションパートの要約カテゴリと対応する形で関連領域を分類し、特定カテゴリの Q&A へのアクセスを容易にしている。

(1-3)では、質問のセンチメントを判断している。Q&A パートにおいては、企業の回答のセンチメントだけでなく、アナリストがどのようなセンチメントをもって質問しているかについても非常に重要である。

(1-4)では、質問が理解しやすいように背景情報を整理

(1-5)では、質問がどの KPI に関連しているかを判断している。これらは、各質問の理解の補助が目的である。

(1-6)では、質問のトピックの期間を抽出している。アナリストが短期と長期のどちらに関して情報を必要としているのかを判断することが目的である。例えば、アナリストの質問が短期に集中している場合には、足元の業績などの情報がアナリストにとって不足してい

ると考えられる。長期の質問が多い場合、アナリストは将来の会社運営に関して不透明な点が多いと感じており、将来の会社見通しに関しての情報を必要としていると考えられる。

図表 4：Q & A パートでの回答に関する要約項目

(2-1) 回答の要約	質問に対する回答内容を簡潔にまとめる
(2-2) 回答の明瞭さ・的確さ (4段階評価)	質問に的確に答えているほど高評価(4点)
(2-3) 回答中のKPIの有無	回答にKPI関連ワードや具体的数値が含まれるかを評価
(2-4) 回答内容の将来業績 への示唆(4段階評価)	ポジティブかつ具体的な示唆があるほど高評価(4点)

(出所) 三菱UFJトラスト投資工学研究所作成

図表 4 は、Q&A パートの回答に関する抽出項目の一覧である。質問の場合と同様に、回答内容の評価についても簡単に解説する。

(2-1)では、回答の要約を作成している。目的は質問の場合と同じである。

(2-2)では、回答の明瞭さとの確さを4段階の評価によって定量化している。企業の回答が明瞭であり、質問に対して適切に答えているほどアナリストは適切に情報を取得することができる。結果的に企業の回答は情報の非対称性の改善に寄与すると考えられる。そのため、この項目では回答の明瞭さとの確さを評価することで、情報の非対称性の縮小を定量的に捉えることを目指している。

(2-3)では、回答中に KPI の関連情報が含まれているかを確認している。これは質問の場合と同様に回答の振り返りや確認を容易にするためである。

(2-4)では、回答内容の将来業績への示唆を4段階の評価によって定量化している。企業が将来業績に関してポジティブに回答する場合、企業が真に将来業績を高く見積もっており将来業績が改善する場合、もしくはアナリストが将来業績への見通しを上昇させ結果的に株価が上昇する場合などが考えられる。いずれにせよ、企業の将来業績への示唆を定量化することが、企業の業績もしくは将来リターンをある程度説明すると考えられる。

図表 5 に抽出結果の例を提示する。記載した抽出結果は、個社情報を除く形で一部修正をしている。確認した事例においては、書き起こし原文の内容と照らして、質問・回答の趣旨や分類が概ね妥当であることを筆者らが目視で確認した。以下では、プロンプト設計の過程で生じた課題と、それへの対応を簡単に述べる。

まず定量的な評価項目である「(2-2)回答の明瞭さ」「(2-4)将来業績への示唆」については、比較的安定した結果が得られた。一方、定性的な分類項目である「(1-2)質問の関連領域」「(1-5)KPI の確認の有無」については、当初プレゼンテーションの要約を参照させない設計で行ったところでは精度が不十分であった。これは、LLM が当該企業のセグメント構成や主要 KPI の定義を文脈として持たない状態で判断していたためと考えら

れる。そこで、プレゼンテーションの要約をプロンプトに挿入する設計に変更した。これにより、LLM が当該決算における会社の業績状況や、セグメント定義、主要な財務指標の値を踏まえた上で各質問・回答を解釈することが可能となり、関連領域の分類精度およびKPIの判断精度が向上した。加えて、「(1-3)質問の意図(センチメント)」についても、業績文脈を踏まえることでアナリストのニュアンスをより正確に捉えられるようになった。最終的に採択したプロンプトにおける各定量化項目の特性については次節で詳述する。

図表5：Q & Aパートの要約例

1-1. 質問の主旨(概要)

- ・今年度の受注がどの程度減少するかの具体的なイメージを尋ねている。

1-2. 質問の関連領域

- ・業績全体

1-3. 質問の意図(センチメント)

- ・下振れリスクに関する懸念

1-4. 質問の背景・前提条件の有無

- ・期初の決算発表では受注が先期を上回ると期待していたが、最近の発表で不透明感が増していることを前提にしている。

1-5. 業績予想に影響を与える KPI の確認の有無

- ・受注の水準についての具体的な数値を確認している。

1-6. 質問のトピック(期間)

- ・短期の質問

2-1. 回答の要約

- ・受注が 2023 年 6 月期の水準程度に落ち込む可能性があるとして述べている。

2-2. 回答の明瞭さ・的確さ(4段階評価)

- ・評価：3 (具体的な数値を示しながら受注の見通しを説明しているため、明瞭である。)

2-3. 回答中の KPI の有無

- ・受注額の具体的な数値を示している。

2-4. 回答内容の将来業績への示唆(4段階評価)

- ・評価：2 (受注の減少が予想されており、将来業績に対する不確実性があるため、ネガティブな示唆が強い。)

(出所) 三菱UFJトラスト投資工学研究所作成

4. Q & A パートから抽出した定量指標

この節以降では、抽出した指標が企業の業績や将来リターンに対して説明力を持つかどうかを検証する。質問、及び回答に関する抽出項目のうち、企業の業績や将来リターンについての回帰分析に用いた指標は図表 6 に記載した 3 種である。

図表 6：Q & A パートの回答テキスト分析指標と定義

指標名	定義	備考
クオリティ (Quality)	評価項目(2-2)「回答の明瞭さ・的確さ(4段階評価)」の企業・決算ごとの全Q&Aペアにおける平均値	1(非常に不明瞭)～ 4(非常に明確)
センチメント (Sentiment)	評価項目(2-4)「回答内容の将来業績への示唆」4段階評価の平均値	1(ネガティブ)～ 4(ポジティブ)
短期質問割合	評価項目(1-6)「質問のトピック(期間)」で「短期の質問」に分類された質問の割合	0～1の連続値

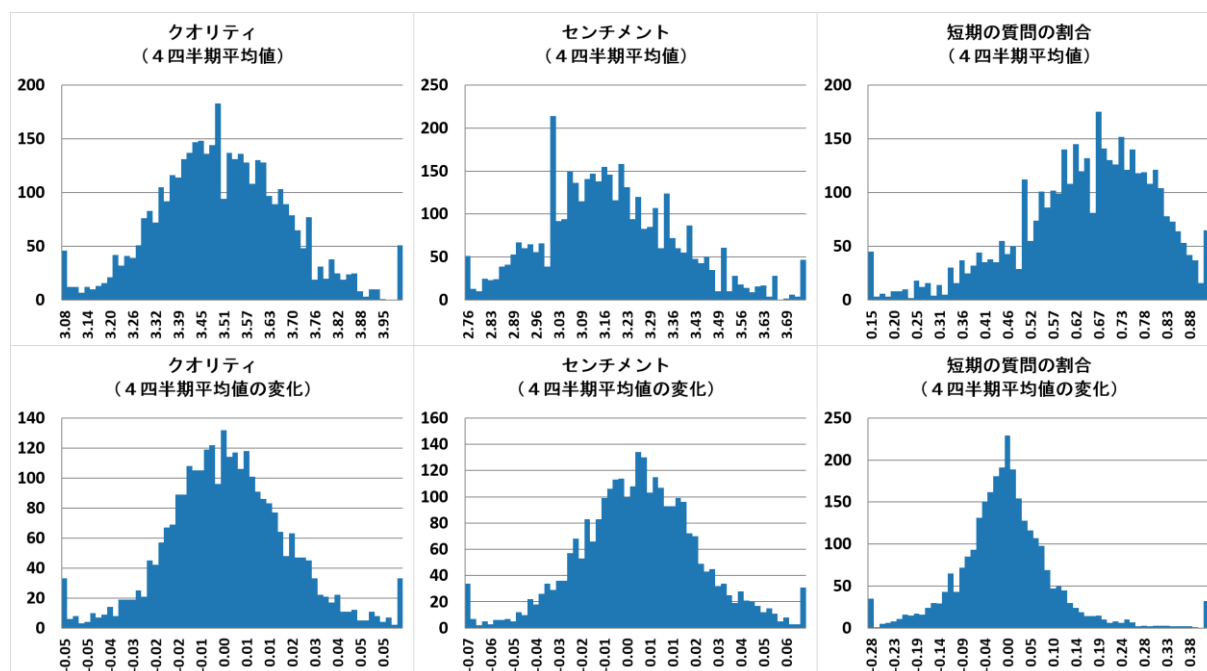
(出所) 三菱UFJ トラスト投資工学研究所作成

これらの 3 指標については、四半期決算説明会を対象とした分析での過去 4 回の平均値を用いる場合と、過去 4 四半期平均値の時系列変化を用いる場合の 2 パターンを検討した(計 6 パターン)。なお、「時系列変化」は、ある期における「4 四半期平均値」と、その 1 四半期前の「4 四半期平均値」との変化率として算出している。計算に用いるデータの内、3 四半期分は共通であるため、結果として 1 年前の同時期の決算対比(前年同期比)に相当する値となっている。

指標の分布を確認すると、平均値は概ね高水準となっている。クオリティの平均は 3.51(標準偏差 0.23)、センチメントの平均は 3.19(標準偏差 0.26)、短期質問割合の平均は 0.63(標準偏差 0.21)であった。

1 つの決算説明会単位で指標を構築すると、質問・回答の分析サンプル数が少なくなり個々の Q&A による影響が大きくなる場合があるため、4 四半期平均を用いた。図表 7 が 4 四半期平均に加工された定量指標の分布グラフである。各指標の平均値の「水準」、平均値の「時系列変化」ともに概ね正規分布に近い形となっており、回帰分析上の大きな問題はない。短期の質問の割合に関してはおよそ 0.6 付近に平均が来ていることも分かる。アナリストは長期的な質問と短期的な質問をおおよそ半分ずつするが、短期的な観点からの質問が若干多いことが確認できる。

図表 7：定量指標の分布



(出所) 三菱UFJトラスト投資工学研究所作成

IV. 分析結果と考察

1. 財務指標・資本コストとの関連性（プール回帰分析）

（1）分析設定

前節の3種の定量指標（クオリティ、センチメント、短期質問割合）が、資本コスト、ROE、PBR、超過リターン等の財務や株価リターンの指標に対してどのような影響を与えるかについて、パネルデータを用いたプール回帰分析²を実施した。

分析対象は、2020年1月から2024年9月までの期間に月末もしくは決算説明会時点で時価総額上位1,000社³が行った決算説明会とし、データ数はおよそ3,700件である。決算説明会テキストと資本コスト、将来業績、将来リターンとの関係を確認するために被説明変数としては以下の5指標を用いた。

- ・ 資本コスト：決算説明会の3か月後月末時点での推定値⁴
- ・ 資本コスト GAP：資本コストからサイズ要因、業種要因および財務・非財務要因を控除した後の残差

² 個々の企業・決算期を区別せず、複数企業・複数時点のデータを一つの回帰式にまとめて推定するパネルデータ分析手法。

³ 業績や株価リターンとの相関分析においては、決算説明会時点で時価総額上位1,000社の企業のデータを使用して分析を実施。後段の投資への応用分析においては各月末時点で時価総額上位1,000社の企業のデータを使用して分析を行った。

⁴ 資本コストは、投資家が企業への投資に対して期待する収益率を表す。本稿では、筆者が先行研究（野崎・田代・岩田，2023）において、企業の利益見通しや株価の情報を基に推定した資本コストを用いている。推定方法や前提条件、資本コスト GAP の算出方法の詳細については同研究を参照されたい。

- ・ PBR：次四半期決算時点での PBR
- ・ ROE：次四半期決算時点での ROE
- ・ 累積超過リターン：決算説明会后 3～60 営業日間の累積超過リターン

いずれも、決算発表からおおむね 3 か月後（次四半期の決算発表時点に相当）までの間に、決算説明会での説明内容がどのように各財務指標や株価リターンに反映されるかを検証するものである。

説明変数としては上記 3 指標の「水準」および「時系列変化」を用いた計 6 パターン、コントロール変数⁵としては以下を採用している。

- ・ 決算発表直前の対数時価総額、ROE、PBR、レバレッジ
- ・ 過去 60 営業日の期間で計算された、モメンタム・ボラティリティ・回転率
- ・ 決算説明会でのプレゼンテーション時間、報告者数
- ・ 決算のサプライズ（決算後 3 日間の対 TOPIX 超過リターンの累積）
- ・ 東証 33 業種のダミー変数、年度のダミー変数、決算期のダミー変数

なお、変数間の相関については、クオリティとセンチメントの間には高い正の相関（0.74）がみられた一方、短期質問割合と他の説明変数との間にはそれほど強い相関は確認されなかった。

（２）回帰結果

主な分析結果を図表 8 に示す。各回帰において、説明変数の「係数値」と「t 値」を図表に記載している。

図表 8：被説明変数の水準に関する回帰結果のサマリ

説明変数	被説明変数				
	資本コスト	資本コストGAP	PBR	ROE	超過リターン
クオリティ	-0.001 (-0.841)	-0.002** (-2.336)	-0.088 (-1.321)	-1.49** (-2.48)	-0.015 (-1.207)
センチメント	-0.002*** (-2.77)	-0.002*** (-3.528)	-0.031 (-0.524)	-0.185 (-0.344)	-0.009 (-0.83)
短期質問割合	0.002* (1.924)	0.001 (1.048)	0.162** (2.084)	-4.521*** (-6.454)	0.004 (0.271)
クオリティの変化	-0.001 (-0.106)	0.003 (0.497)	1.217** (2.282)	6.252 (1.183)	0.274** (2.512)
センチメントの変化	-0.0 (-0.067)	0.005 (0.873)	0.157 (0.355)	6.231 (1.419)	0.289*** (3.185)
短期質問割合の変化	0.002 (0.989)	0.0 (0.017)	0.013 (0.126)	-1.105 (-1.049)	-0.018 (-0.815)

注：各セルの上段は回帰係数、括弧内はt値を示す

有意水準：*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10, （色の濃さは有意度の目安）

（出所）三菱UFJトラスト投資工学研究所作成

⁵ 被説明変数に影響を与える他の要因を捕捉するために、説明変数と合わせて回帰モデルに含める変数群。

第一に、クオリティは資本コスト GAP の指標に関して、負に 5 %水準で有意な結果になった。また、センチメントは資本コスト、及び資本コスト GAP の指標に関して 1 %水準で負に有意な結果となった。会社側の回答が質問に対して明瞭かつ的確な内容であり、更に将来業績にポジティブな回答をしている企業ほど資本コストが低い傾向が確認された。これは、質の高い情報開示により情報の非対称性を低下させ、投資家が意識するリスクプレミアムが低下することで要求収益率の低下につながる。すなわち、企業にとっては資本コストの低下につながるというメカニズムと整合的な結果である。

第二に、短期質問割合は資本コストに対して有意な正の関係、ROE に対して有意な負の関係を示した。アナリストが短期的な業績に注目した質問を多く行う企業ほど、ROE が低く資本コストも高い傾向が観察された。これは、アナリストが短期的な業績リスクへの懸念を質問として表に出している場合に、その懸念が実際の業績水準や資本コストの高さと連動していることを示唆する。すなわち、アナリストの質問パターンが企業の将来の業績の実現性に対してのリスクに関する情報を映すシグナルとして機能し得ることを示している。

第三に、累積超過リターンに対しては、指標の「水準」よりも「時系列変化」を考慮した場合にのみ有意な結果が確認された。過去対比で回答が明瞭・ポジティブな方向に変化している企業において、決算後の超過リターンが生じる傾向がみられた。これは、情報の「絶対水準」よりも「変化の方向性」が投資家の期待形成に影響することを示唆している。

ただし、図表 8 の中には解釈が難しい結果も含まれる。第一に、クオリティの「水準」は ROE に対して有意に負(-1.49、5 %水準)となった。これは、業績悪化に直面する企業ほど投資家の懸念を払拭するための丁寧な説明を行いやすく、クオリティの「水準」がむしろ業績悪化のシグナルとなっている可能性を示唆する。第二に、短期質問割合の「水準」は ROE に対して有意に負である一方、PBR には有意に正(0.162、5 %水準)を示した。これは、足元の収益性は低いものの将来の成長期待によって評価されている企業では、投資家の関心が「期待された収益がいつ、どの程度実現するか」に集中し、直近の業績に関する質問が増えやすいためと考えられる。この企業群は定義上 ROE が低く PBR が高く、かつ収益実現の不確実性から投資家の要求収益率も高くなるため、資本コストに対する正の符号を含めて整合的に理解できる。実際、ROE に対する係数の絶対値(-4.521)は PBR に対する係数を大きく上回っており、短期質問割合が第一義的には足元の低収益性と結びついた指標であることと符合する。いずれにせよ本分析のみでは因果を特定できず、今後の課題としたい。

(3) 被説明変数を変化量とした場合の分析

決算説明会後の、各財務指標や株価リターンの「変化」を被説明変数とする追加分析も実施した。回帰の結果は図表 9 のようになり、短期の質問の割合の変化に関しては有意な結果

は得られなかった。一方で、「クオリティ」の変化に関しては、資本コストと資本コスト GAP に対して 5 %水準で負に有意である。PBR では 1 %水準で正に有意、ROE では 5 %水準で正に有意となった。また、「センチメント」の変化に関しては、資本コストに対して 5 %水準で負に有意、資本コスト GAP に対して 10%水準で負に有意である。PBR に対しては 10%水準で正に有意、ROE では 5 %水準で正に有意となった。

図表 9：被説明変数の変化に関する回帰結果のサマリ

説明変数	被説明変数				
	資本コスト の変化	資本コストGAP の変化	PBRの変化	ROEの変化	超過リターンの 変化
クオリティの変化	-0.136** (-2.395)	-1.892** (-1.979)	0.543*** (2.588)	1.478** (2.386)	0.274** (2.512)
センチメントの変化	-0.099** (-2.087)	-1.426* (-1.789)	0.292* (1.675)	1.114** (2.164)	0.289*** (3.185)
短期質問割合の変化	0.001 (0.126)	0.081 (0.424)	0.052 (1.246)	-0.056 (-0.45)	-0.018 (-0.815)

注：各セルの上段は回帰係数、括弧内はt値を示す

有意水準：*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10, (色の濃さは有意度の目安)

(出所) 三菱UFJトラスト投資工学研究所作成

これらの結果は、決算説明会における経営陣の回答のされ方が、その後の資本市場からの評価に影響を及ぼしていることを示している。具体的には、回答が明瞭かつポジティブであった説明会の後には、投資家が求める資本コスト(資本コスト GAP を含む)が統計的に有意に低下する傾向がみられる。これは、経営陣の説明により投資家の不確実性や情報の非対称性が緩和され、リスクプレミアム(資本コスト)が引き下げられるという因果的な経路を示唆している。

さらに、これと並行して ROE や PBR にも有意なプラスの変化が観察されており、決算説明会における説明内容が資本コストの低下だけでなく、企業価値評価や収益性指標の改善にもつながる可能性を示している。

なお、図表 9 では、決算説明会の「内容変化」が将来に与える影響の検証に着目しているため、定量指標の「水準」を用いて「財務指標の変化」を説明する分析結果は記載していない。ちなみに、分析自体は行っているが、統計的に有意な関係は確認されなかった。

2. 株価リターンへの応用(ファクター分析)

(1) ファクターの設計

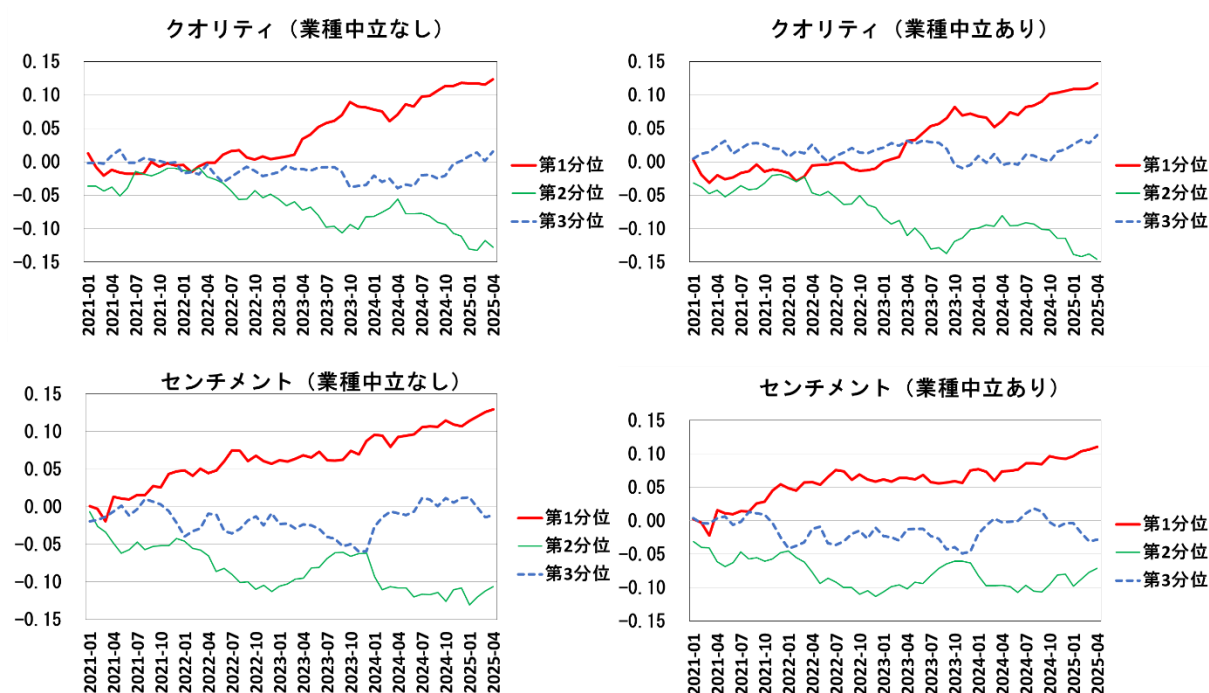
プール回帰分析の結果から、決算発表から次の四半期決算発表までの間に、説明内容が評価されるべき企業の株価には超過リターンが生じることが確認された。そこで、月末断面でのポートフォリオ構築に当該指標を利用した場合のリターンへの寄与について分析した。分析対象はデータ数の観点から 2021 年 1 月以降に実施された Q&A を含む決算説明会データを持つ企業のうち、各決算時点で時価総額上位 1,000 位以内の企業である。

ファクターとして使用した変数は、直近の決算説明会テキストに対する分析で算出された「クオリティ」「センチメント」の各値に関する時系列変化である。各月末時点で3分位（第1分位：ポジティブ方向に最も大きく変化した銘柄群、第3分位：ネガティブ方向に最も大きく変化した銘柄群）に全分析対象銘柄を分割し、各分位のリターン推移を確認した。業種の偏りによる影響を排除するため、外需、内需、金融の3業種を用いた業種中立版も計算した。

（２）分析結果

図表 10 に分析結果を示した。クオリティおよびセンチメントのいずれについても、業種中立の有無によらず、第1分位が最も高いリターンを獲得する傾向が確認された。すなわち、月次でファクターを利用する場合、特にポジティブサイドにおいて当該指標が有効なファクターとなり得ることが示された。ネガティブサイドについては明瞭な結果が得られず、最もリターンが低いのは第2分位である。ポジティブサイドとネガティブサイドにおけるファクターの効き方の非対称性が存在する可能性が示唆された。

図表 10：クオリティ・センチメントのファクター別累積超過リターンの推移



（出所）三菱UFJトラスト投資工学研究所作成

この点については以下のように考えることができる。将来業績についてポジティブな見通しを持つ企業のCEOは、決算説明会における回答のクオリティやセンチメントが自然と改善しやすい。実際に、決算説明会における情報開示の姿勢と将来業績の間に相関があることは、本稿の分析によってすでに確認されている。一方で、ネガティブな見通しを持つ企業に

については、事情が異なると考えられる。決算説明会の場において、実際にネガティブなトーンで質疑応答に応じる CEO は決して多くないはずである。むしろ、ネガティブな見通しを抱える企業ほど、質疑応答の場では意欲的かつ前向きな姿勢を示そうとするインセンティブが働きやすいと考えられる。この意味において、決算説明会における開示の姿勢が持つ意味は、ポジティブサイドとネガティブサイドとで対称的ではない可能性がある。とりわけ第2分位に位置する銘柄群は、本来はネガティブな見通しを持ちながらも、ある意味でポジティブなトーンを装って回答している企業群であると解釈することもできる。ただし、こうしたファクターの効き方における非対称性については、本分析において十分に解明するには至っておらず、今後の課題としたい。

V. まとめ

本分析から得られた知見は、大きく2点に整理できる。

第一に、決算説明会における経営陣の「説明の質」は、単なるコミュニケーションの巧拙ではなく、資本市場が評価する経営実態のシグナルとして機能している。回答の明瞭さ(クオリティ)や将来業績への前向きな示唆(センチメント)は、資本コストや ROE、PBR といった財務指標、さらには決算後の超過リターンとも統計的に有意な関係を持つ。これらが前年から改善しているかどうかの「時系列変化」も重要であり、単年でみた各指標の「水準」以上に「良くなっているか」の方向性が市場評価に結びついている。同様に、アナリストの質問が短期的な項目に偏っている企業ほど ROE が低く資本コストが高い傾向があり、質問の視点の長期・短期も経営状態を映す一つの指標となり得る。

第二に、これらの指標は LLM によって実用的な精度で定量化や再現が可能であり、月次のファクターとして投資プロセスに組み込める可能性がある。決算説明会テキストの構造化要約は定量的な業績数値と経営実態を表す定性情報の両面でアナリスト業務を補完しうる精度があり、「クオリティ」「センチメント」の「変化」を用いたファクターは、特に改善方向に変化した銘柄群の評価において有効性が確認された。

決算説明会という定性的な情報源を定量的なシグナルに変換できることは、LLM の性能向上とともに今後さらに精度を増していくと考えられる。また、決算説明会は、投資家が定量的な財務情報を確認するだけでなく、その背景にある経営者の認識や将来見通し、情報開示に対する企業の姿勢を把握するための重要な機会といえる。決算説明会に含まれる定性情報を体系的に把握・定量化することは、企業の説明内容や姿勢をより客観的かつ継続的に捉えるための一助となり得る。本分析で得られた結果は、こうした定性情報が資本コストや市場評価と関係し得ることを示唆している。一方、企業にとっても、財務情報に加えてその背景や経営判断を分かりやすく説明することは、情報の非対称性を緩和し、投資家との相互理解を深める上で重要である。今後、決算説明会を一方向的な情報発信にとどめず、企業と投資

家の継続的かつ建設的な対話の場として活用していくことが、より有意義な情報開示につながると考えられる。本稿の知見が、決算説明会テキストの分析・活用を検討する一助となれば幸いである。

(2026年9月11日記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- Paul A. Borochin, James E. Cicon, R. Jared DeLisle, and S. McKay Price (2018), “The Effects of Conference Call Tones on Market Perceptions of Value Uncertainty”, *Journal of Financial Markets*, 40, pp.75-91
- Christine A. Botosan (1997), “Disclosure Level and the Cost of Capital”, *The Accounting Review*, 72 (3), pp.323-349
- Michał Dzielinski, Alexander F. Wagner, and Richard J. Zeckhauser (2017), “Straight Talkers and Vague Talkers: The Effects of Managerial Style in Earnings Conference Calls”, NBER Working Paper No. 23425
- Xuan Huang, Siew Hong Teoh, and Yinglei Zhang (2014), “Tone Management”, *The Accounting Review*, 89 (3), pp.1083-1113
- William J. Mayew and Mohan Venkatachalam (2012), “The Power of Voice: Managerial Affective States and Future Firm Performance”, *The Journal of Finance*, volume 67, Issue 1, pp.1-43
- S. McKay Price, James S. Doran, David R. Peterson, and Barbara A. Bliss (2012), “Earnings Conference Calls and Stock Returns: The Incremental Informativeness of Textual Tone”, *Journal of Banking & Finance*, 36 (4), pp.992-1011
- 黒木裕鷹・真鍋友則・中川慧(2024)「テキスト分析を用いた本邦決算説明会の情報価値：企業と投資家の双方向の観点からの定量的検証」『人工知能学会論文誌』39(4), FIN23-C_1-8
- 野崎真利・田代雄介・岩田雄一郎(2023)「オルタナティブデータのエンゲージメントへの活用：資本コスト GAP 分析のエンゲージメントへの活用と統合報告書のマテリアリティ評価について」『証券アナリストジャーナル』61(11), 29-38

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都港区東新橋1丁目9番1号
お問合せ：shisanunyo-joho_post@tr.mufg.jp