

氏名	MOHAMAD BIN JAIS
学位の種類	博士 (グローバルビジネス)
学位記番号	第 5114 号
学位授与年月日	平成 20 年 3 月 24 日
学位授与の要件	学位規則第 4 条第 1 項
学位論文名	DIVIDENDS, SHARE REPURCHASES AND PERFORMANCES IN KUALA LUMPUR STOCK EXCHANGE クアラルンプール株式市場における配当、自社株買戻しとパフォーマンス
論文審査委員	主査教授 翟 林 瑜 副査教授 清 田 匡 副査准教授 高 田 輝 子

論文内容の要旨

本論文では、クアラルンプール証券取引所の上場企業のペイアウト・ポリシーについて考察を行った。本論文の主目的は、自社株買いを行っている企業、および配当を行っている企業のそれぞれの株価パフォーマンスと業績パフォーマンスについて分析を行い、二つのペイアウト方法（自社株買いと配当）の相互関係について考察を行うことである。

第二章では、「配当のアナウンスメントに対する株式市場の反応」に関する検証を行った。イベント・スタディによるバイ・アンド・ホールド・リターンを用いた検証においては、増配のアナウンスメントに対しては、投資家が好意的に受けとめていることを示した一方で、減配に対しては、アナウンスメント日の事前において、投資家がネガティブに反応していることが示された。この検証は、バイ・アンド・ホールド・リターンを配当の変化および利益の変化の大きさによって分類し行ったものである。また、本章においては、政府系企業（government linked-companies; GLCs）と非政府系企業（non-GLCs）に分類を行った上での分析も行った。

第三章においては、「配当政策と業績パフォーマンスの関係」に関する考察を行った。本章では、配当の支払いを時系列で見た場合の傾向、および配当を支払っている企業と支払っていない企業のそれぞれの特徴を見いだした。最初のロジット分析においては、配当を支払う企業の特徴を見るための検証を行った。この検証における新たな発見は、政府系企業は配当を支払っている場合が多いということである。二つ目のロジット分析においては、業績パフォーマンスの向上は、次期の増配に寄与することが示された。これらの本章において検出された結果は、第二章の結果とも整合的である。

第四章では、「自社株買いを行う企業に対する株式市場の反応、および自社株買いを行う企業の業績パフォーマンス」について考察を行った。本章においてもイベント・スタディのアプローチを用いた。自社株買いのアナウンスメントは、バイ・アンド・ホールド・リターンと正の関係にあることが示された。バイ・アンド・ホールド・リターンについては、自社株買いを行うという予告のアナウンスメント後に実際に買い戻しを行った企業のほうが高いということも示された。回帰分析においては、過小評価されていることが、自社株買いを動機づけている要因であるということが判明した。しかし、自社株買いを行う企業の業績パフォーマンスは、自社株買いを行っていない企業から抽出したマッチド企業を上回るものではなかった。

第五章では、「自社株買いの選択」に関する分析を行った。ロジット分析を用いた検証においては、営業利益と留保利益が、配当あるいは自社株買いを行うのかに関する選択に影響をおよぼして要因であるということが検出された。本章において、配当と自社株買いの選択に関して、これまでに行われていない分析を試みたところ、自社株買いを行う頻度と増配には負の関係があることが示された。この結果は、増配を行う企業は、補完

的に自社株買いを行っている一方で、減配を行う企業は、代替的に自社株買いを実施していることを意味するものである。

本論文では、クアラルンプール証券取引所の上場企業のペイアウト・ポリシーについて初めて体系的に考察を行ったが、残された研究課題もいくつか存在する。今後の研究課題の一つ目として、本論文においては、シグナリング仮説、あるいはフリーキャッシュフロー仮説といった特定の仮説を見つけることができていないということを挙げることができる。シグナリング仮説に関しては、ある程度については支持されうることを示したものの、この特定の仮説を見いだせないという状況は、特殊性を持ち合わせているマレーシア市場のペイアウト・ポリシーをよく表していると捉えることもできる。アメリカや日本のような発達した市場を対象にした研究においても明確な結果が出ない場合があるものの、マレーシアの市場はいくつかの点でユニークな特徴を有しており、このマレーシア市場の特殊性は研究を行う上では考慮されるべきものである。例えば、新規株式公開においては少なくとも30%の株式をブミプトラ（マレーシアの先住民）に割り当てなければならないといったマレーシアの経済の構造改革に関する政府の政策などはその一例である。他にも、同族経営が多い、株式の所有の分散が進んでいないといった事実の特徴づけられるコーポレートガバナンスの構造もマレーシアの特徴の一つである。これらの特殊性は、どのように企業経営を行うのかということに関係するものであり、ペイアウト・ポリシーに関する意思決定に影響を与えうるものである。

研究課題の二つ目として、分析方法に改善の余地がある点を挙げたい。例えば、明確で説得的な結論を導くために、説明変数の追加や観測数の増加により分析に厚みを持たせるとともに、大企業、中規模企業、高成長企業といったように分析対象企業を分類し、サンプルを分割した上で行う分析は有用であろう。今後、これらの改善点を踏まえることにより、より洗練された実証結果を得ることを目指すとともに、新たな発見事項を提示していきたいと考えている。

論文審査の結果の要旨

本論文は、マレーシアのクアラルンプール証券取引所上場企業の配当政策を分析することを目的とするものである。その具体的な内容としては、現金配当をする企業と自社株買戻しをする企業はそれぞれどのような株価パフォーマンスや業績パフォーマンスを呈するのか、現金配当と自社株買戻しという2つの配当方法の間にはどのような関係があるのか、という問題を取り扱っている。

本論文は、問題意識を述べる第1章と総括を行う第6章を含む6章で構成されている。現金配当の情報開示に対する株式市場の反応を検証した第2章では、イベント・スタディの手法を用いて、増配の発表に対しては投資家が好意的に受けとめる一方で、減配の発表に対しては投資家はその発表日以前から既にネガティブに反応していることが示された。また、分析にあたっては、マレーシアの特殊事情を考慮に入れ、政府系企業と非政府系企業間の比較も行った。

第3章においては、配当政策と業績パフォーマンスの関係に関するものである。本章では、まず、現金配当に関するここ数年間の傾向、および有配企業と無配企業の特徴を見た後、ロジット分析を用いて、有配企業を特徴づける要因について検証を行った。その結果、政府系企業であるほど有配企業になる可能性が高く、増配の後には業績パフォーマンスの向上が見られることが示された。

第4章では、自社株買戻しの企業を対象に、株式市場の反応と業績パフォーマンスについて考察を行った。イベント・スタディの手法を用いた検証では、株式市場が自社株買戻しの発表にポジティブに反応し、しかも自社株買戻しをその発表どおりに実行した企業ほどその反応が大きいことが示された。回帰分析を用いる検証においては、株価の過小評価が自社株買戻しを動機づける要因であることが明らかになったが、自社株買戻しの企業のその後の業績パフォーマンスが自社株買戻しをしなかったベンチマーク企業のそれを上回るものではなかったことも示された。

第5章は、現金配当と自社株買戻しの選択に関するロジット分析により、増配の自社株買戻しとの関連、減配と自社株買戻しとの関連を分析した。その結論は、増配の企業は補完的に自社株買戻しの手段を併用し、減配の企業は代替的に自社株買戻しを利用する可能性が高いというものである。

本論文がクアラルンプール証券取引所上場企業の配当政策を体系的に考察し、現金配当や自社株買戻しに対する株式市場の反応、増配、減配と自社株買戻し前後の企業業績の変化等を明らかにしたところに本論文の意義と貢献を見出すことができる。中でも第5章の論議にはオリジナリティーがある。今後の課題として新興市場たるマレーシアの特殊性を考慮しながら明確な形で仮説を立てて検証し、先行研究と比較を行うことが残されているが、審査委員一同は、本論文が博士(グローバルビジネス)の学位を授与するに値するものと認める。