

**Dissertation advisors:**

Professor Katsuya Yamamoto

Professor Kengo Shiroshita

**Author:**

Budi Wahyono

## **Estimating the Value of Political Connections in a Sharia-compliant Environment: Evidence from Indonesia**

### **Abstract**

Political connections are considered a valuable resource in not only high-corruption countries but also low-corruption countries. This dissertation investigates the relationship between political connections and Sharia compliance, aiming to deepen understanding of the nature of political connections, as Sharia compliance prohibits engaging in corruption. Specifically, I analyze whether: 1) political connections and Sharia compliance affect merger and acquisition (M&A) performance; 2) connections to politicians affect the market response to firms' inclusion in or exclusion from the Indonesia Sharia Stock Index (ISSI); 3) political connections and Sharia compliance have been valuable during the COVID-19 pandemic; and 4) political connections affect firms' environmental performance.

This dissertation comprises six chapters. Chapters 1 and 6 respectively introduce and conclude this dissertation. The remaining four chapters (i.e., Chapters 2–5) are essays on the empirical relationship between political connections and Sharia compliance. In Chapter 2, I study the impact of political connections and Sharia compliance on M&A performance, focusing on M&A deals in Indonesia during 2010–2016. I find that while political connections can improve market reactions to M&A announcements, Sharia compliance has a positive but insignificant impact on M&A performance. I further find that there is a substitution relationship between Sharia compliance and political connections: Sharia-compliant firms with political connections have poorer M&A performance than non-Sharia-compliant firms with political connections.

Chapter 3 examines market responses to firms' addition to and removal from the ISSI and how political connections influence those market responses. I employ two kinds of analysis. First, using the event-study methodology, I measure abnormal returns surrounding the announcement of each firm's addition to or removal from the ISSI. Second, to more precisely identify the relationship between political connections and Sharia compliance, I use a pooled regression analysis. The results show that neither addition to nor removal from the ISSI produces abnormal returns for Indonesian firms, indicating that investors are little concerned with ISSI reconstitutions. Furthermore, political connections increase firms' value before inclusion in the ISSI, but the benefits of these connections are lost after their addition to the index.

Chapter 4 offers novel evidence by investigating the value of political connections and Sharia compliance during the COVID-19 pandemic. I use the event-study methodology to measure the stock market reaction to the COVID-19 pandemic, and conduct a pooled regression analysis to more precisely identify the value of political connections and Sharia compliance during the pandemic. I find that a stock market anomaly occurred during the COVID-19 pandemic in Indonesia, in that the pandemic had a positive impact on the stock market. I also find that there was value for firms in being Sharia-compliant during the pandemic when the government announced tax incentives for firms.

In Chapter 5, I investigate the relationship between political connections and the environmental performance of Sharia-compliant firms. I use a unique sample of firms covered by Indonesia's Program for Pollution Control Evaluation and Rating during 2013–2019. I find that political connections are less (more) valuable for Sharia-compliant firms (non-Sharia-compliant firms) in enhancing their environmental performance.

## 学位論文審査の概要と結果

報告番号	東アジア博 甲 第 158 号	氏 名	Budi Wahyono
論文題目	Estimating the Value of Political Connections in a Sharia-compliant Environment :Evidence from Indonesia シャリア・コンプライアンス環境下における政治的つながりの価値推定：インドネシアにおける実証分析		
<b>(論文審査概要)</b>			
I 学位論文の概要			
<p>本学位論文は、インドネシアでのデータを用いた計量的実証分析に基づいて、企業のもつ政治的なつながりとその財務面あるいは環境面でのパフォーマンスとの関係に対して、イスラム法であるシャリアを遵守すること（以下、シャリア・シャリアコンプライアンスという）が与える影響について考察したものである。先行研究において、政治的つながりは企業の財務面でのパフォーマンスにプラスの効果を与えると同時に、機会主義的行動やレントシーキング活動につながりやすいことが明らかになっている。他方で、シャリアは汚職等の不公正な行為を禁じている。シャリア・コンプライアンス環境下においても政治的つながりは企業パフォーマンスにプラスの効果をもつのかという学術的な問いに対して、本学位論文はシャリア・コンプライアンスが政治的つながりの企業パフォーマンスへのプラスの効果弱める点を明らかにしている。さらに、このことが政治的つながりをもつことのメリットを低下させ、汚職の多いインドネシア経済をより公正な状態へ移行させることになると主張する。</p>			
II 学位論文の構成と各章の内容			
<p>本学位論文は、以下の各章および付録資料（2、3、4章に対する3つのAppendix）からなっている。</p> <p><b>Chapter 1 Introduction</b>          問題の提起と背景説明、全体構成、シャリア・コンプライアンスに関する技術的な説明を行い、レントシーキング理論にシャリア・コンプライアンスを組み込んだ分析枠組みを提示する。</p> <p><b>Chapter 2 Political Connections, Sharia Compliance and M&amp;A Performance</b>          イベント・スタディ手法と回帰分析を用いて、政治的つながりとシャリア・コンプライアンスのM&amp;Aパフォーマンスに与える効果を分析する。政治的つながりがM&amp;Aパフォーマンスに有意にプラスの効果をもつことを確認する一方で、シャリア・コンプライアンスはそうした効果をもたないけれども、政治的つながりによるプラスの効果弱める効果をもつことを明らかにしている。</p> <p><b>Chapter 3 Do Political Connections Affect the Market Response to Sharia Index Reconstitutions?</b>          前章と同様の手法で、インドネシア株式市場におけるシャリア株指数ISSIへの採用と除外に際して、政治的つながりが企業価値に与える効果について分析する。政治的つながりがISSIへの採用までは企業価値の創出に重要な効果を持っている一方で、そうした利益がISSI採用後には失われてしまうことを見出し、政治的つながりがシャリア・コンプライアント企業にとってはそうでない場合に比べて利益をもたらさないという前章の結論を支持する結果を得ている。</p> <p><b>Chapter 4 The Value of Political Connections and Sharia Compliance during the COVID-19 Pandemic</b>          危機時の分析として、現下のCOVID-19パンデミック中の政治的つながりとシャリア・コンプライアンスの価値について考察している。パンデミック中には財務パフォーマンスに対して政治的つながりは有意な効果を持たなかったが、シャリア・コンプライアンスは強くプラスの効果を持っており、特に景気刺激策としての減税措置に際して利益をもたらしたことを明らかにしている。</p> <p><b>Chapter 5 The Environmental Performance of Sharia-compliant Firms: Do Political Connections Matter?</b>          環境面での企業パフォーマンスに関して、シャリア・コンプライアント企業にとって政治的つながりは価値があるのかを分析する。インドネシアの環境評価プログラムであるPROPERを用いて、シャリア・コンプライアント企業にとって政治的つながりの環境パフォーマンスへの効果は限定的</p>			

であり、非シャリア・コンプライアント企業の場合には明らかな正の効果を持つことを示している。

## Chapter 6 Concluding Remarks

以上の実証分析の結果をまとめ、政治的つながりは非シャリア・コンプライアント企業にとって有益であるのに対して、シャリア・コンプライアント企業にとっては有益でないと結論する。シャリア・コンプライアンスが政治的つながりの正の効果をも弱めるという両者間の代替関係を確認し、レントシーキング活動につながりやすい政治的つながりはシャリア・コンプライアンス環境下においては有益ではないと論じ、より公正な経済にむけたイスラム金融の可能性を示唆し、本学位論文での分析枠組みを他の事例・経済でも応用することを提案している。

## III 学位論文の評価

### 1. 創造性

政治的つながりが企業の財務パフォーマンス（この場合は、企業価値＝株価の最大化）にとってプラスの効果をもつという先行研究を十分に理解した上で、シャリア・コンプライアンスという文脈の上でもなおこの効果がプラスであるのか、また COVID-19 パンデミック（財務面での困難を伴う時期）においてはどうか、さらに環境評価の観点でのパフォーマンス（環境評価ランキング）への政治的つながりの効果はどうか、という新しい論点を付け加えている。そしてこれらの分析の結果、シャリア・コンプライアンス環境下では政治的つながりが従来主張されているほどの効果をもたないという新たな知見を見出し、創造性の観点において優れていると評価する。

### 2. 論理性

各章に配置された計量的実証分析は概ね妥当かつ適正に実行され、分析結果には信頼性がある。また、シャリア・コンプライアンスが政治的つながりの効果を弱めるように働くという興味深い知見も含まれている。ただし、この分析結果を検討・考察する部分では、その説得性や議論の深さにおいて不十分な部分が見られる。例えば、現在の経済現象を理論的に説明する際に、なぜそのような現象が生じるのかに関する理論的説明の弱さが見られる箇所がある（例えば、非シャリア・コンプライアント企業は比較的自由に政治的つながりを持つことを選ぶことができるという説明がなされるが、なぜそのような自由度を持っているのかについての説明が明らかでない）。また具体的なインドネシア経済の企業と政治家との人的関係に踏み込んだ分析はできておらず、この点で細かい個別具体的な事例研究の蓄積がある日本のインドネシア経済研究の水準から鑑みれば、やや情報不足の点があるとの意見が提出された。少なくとも、問題状況の整理や背景説明として、インドネシアにおける企業の政治的つながりについての個別具体的な事例を加えるべきであったという意見も出された。しかし、以上の点は本学位論文の価値を損なうものではなく、これらを考慮してもなお博士學位論文としての水準は満たされていると判断し、論理性の観点においては達成されていると評価する。

### 3. 厳格性

先行研究についてよく渉猟されており、また十分に理解されている。また、計量的分析において用いられたデータも適切に収集され、かつ、これらデータの限界にも注意を払いつつ、厳格に分析に利用されている。以上の点を考慮して、厳格性の観点において優れていると評価する。

### 4. 発展性

現在の経済理論では見過ごされがちな宗教の問題や、その非効率性が批判の対象となる政治的つながり（レントシーキング活動）に注目し、新たな理論枠組みを構築して分析することで、未完成ながらも経済にとって宗教や政治的つながりがもつ重要性を一定程度主張することができる可能性を見出している。今後こうした点は、さらに精緻な分析と更なる先行研究の蒐集や周辺分野の知見を利用することによってより深く考察し、主張することが可能となるはずであり、今後さらに発展させることが期待できる。この点から、発展性の観点において達成されていると評価する。

## IV 全体の評価と審査結果

全体の評価としては、まず厳密かつ丁寧な計量的実証分析を積み重ね、これらのうち2本を査読論文として出版したことは高く評価できる。またその分析結果として、シャリア・コンプライアンスが企業パフォーマンスに対する政治的つながりのプラスの効果をも弱める働きをする点も興味深いものになっており、これらの計量的実証分析については十分な水準をクリアしている。他方で、この分析結

果からの考察・議論が弱い部分があることも否めない。すでに上述の通り、なぜそのような現象が生じるのかに関する理論的説明の弱い部分があること、また具体的な事例をもちいて説明すべき部分があることは指摘したが、そのほかにも、インドネシア経済という文脈や企業の財務面あるいは環境面に関する特定の指標（累積異常収益、PROPER ランキング）での分析といった限定的な議論あるいは挙証となっている点は、この議論の普遍性に関する一定の留保を必要とする。とはいえ、個々にはやはり有用で興味深い知見が得られており、例えばパンデミックによる財務的危機時にシャリア・コンプライアンスが企業パフォーマンスにプラスに働くという結果は、経済危機に際して一定の宗教的規律がこの危機からのダメージの軽減緩和に役立つことを示唆しており、宗教が経済に対して持つ役割や重要性に関する議論への貢献となる可能性を秘めている。そうした意味において、今後これらを用いてより深みのある発展的な主張を展開することが期待される。さらに、予備審査における指摘に対して適切な修正がなされていることについて審査委員会と外部審査委員は合意しており、この点も評価することができる。外部審査委員からは、特に第一章において、本研究が対象としているイスラムに関する用語(イスラム法やシャリア・コンプライアンス企業、シャリア・ストックなど)について説明が付け加えられ、必ずしもイスラムに精通していない読者に対しても同研究の内容が伝わるよう修正されており、また Figure 1.3 は本研究の全体像を理解する上においても十分に有用であると判断するとのコメントを得ている。これらの点を総合的に判断して、本学位論文を全体として優れていると評価する。

以上より、審査委員会は学位論文審査結果を「合」と判定する。

論文審査結果

合 ・ 否

審査委員 主 査

(氏名)

山本 啓也

(氏名)

古畑 長命

(氏名)

内田 恭彦

(氏名)

浜島 清史

(氏名)

野村 淳一