

令和元年5月29日現在

機関番号：32665

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2014～2018

課題番号：26380324

研究課題名(和文) 政治的要因が企業行動や成果に与える影響に関する実証分析

研究課題名(英文) Empirical analyses on the effects of politics on corporate performance and behavior

研究代表者

澤田 充 (Sawada, Michiru)

日本大学・経済学部・教授

研究者番号：10410672

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,500,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、日本の企業や産業の詳細なミクロデータを用いて、政治的要因が企業行動やパフォーマンスに与える影響を実証的に分析するプロジェクトである。企業が政治とつながりを持つことによるような含意があるかについて1920-30年代の上場企業のデータを集め分析を行った。ここでは、企業役員でかつ衆議院議員となっているケースを政治的繋がりがある企業と定義した。分析の結果、当時の主要企業の約20%が少なくとも役員メンバーに政治家役員を抱えていた。さらに、新たに企業が政治とつながりをもった場合、株価収益率が上昇していることが確認された。

研究成果の学術的意義や社会的意義

政治的要因が日本経済に与える影響を分析した研究の多くが、マクロデータなどの集計データを用いて政治的要因と経済変数の関係性を検証するものであったのに対し、本研究では、詳細なミクロデータを用いて政治的要因が企業行動や企業のパフォーマンスに与える影響を分析したことが学術的にも意義があると考えられる。特に、これまで集計データでは見出すことができなかった政治的要因が実体経済に影響する様々な経路をより明示的に検証することができ、いくつかの政策的な含意を導くことができるという点で社会的にも少なからず意義があると考えられる。

研究成果の概要(英文)：This study explores the extent of political connections of firms, and examines the implications for firm values, using firm-level data from prewar Japan. We collect data from publicly traded companies in Japan in the late 1920s and early 1930s, regarding their directors and presence of members of the House of Representatives, stock prices, and financial performance. We find that almost 20% of these publicly traded companies had political connections through politician directors. In particular, firms in the regulated industries, including the electrical utilities and the railroad industries, were more likely to have political connections. Regression analyses reveal that the stock returns of firms with newly-obtained political connections improved from the pre-election to post-election periods. Furthermore, this positive effect accrued to non-regulated industries, while it did not to regulated industries.

研究分野：金融論、政治経済学

キーワード：政治的要因 企業行動 パフォーマンス

## 1.研究開始当初の背景

(1)政治的要因が経済変動や価格動向などの経済的な結果(Economic outcomes)に影響を与える可能性については、政治家(与党)が有権者からの支持を集めるために選挙前に景気を浮揚させるような政策を取る可能性について検討した Nordhaus (1975)の政治的景気循環や政党間の政策の違いを考慮した Hibbs(1977)の党派的景気循環理論と呼ばれるモデルをベースに理論研究が発展し、それに伴い各国の マクロデータを用いて政治的要因と経済変動の関連を考察する実証研究が盛んに行われるようになった。金融分野においては、選挙などの政治的イベントを政治的リスクと捉え、それらが各国の株式市場に与える影響を検証する実証研究の蓄積が進んでいる。これらの研究の多くは、政治的な要因と経済変数との有意な関係性を検出している一方で、それらがどのようなメカニズムを通じて影響するかについては、マクロデータなどの集計データに基づいていることもあり、十分な検証は行われてこなかった。

(2)近年、企業や産業レベルのミクロデータを利用することで、政治的な影響を受けやすい企業、産業および地域などを特定した上で、政治的要因が資源配分や価格動向に及ぼす影響の経路をより明示的に捉えようとする動きが見られる。たとえば、Cooper, Gulen and Ovtchinnikov (2010) は、米国企業の企業献金データに基づき、政治家と企業の結びつきを特定し、将来の収益性との関係を考察している。また、Boutchkova et al.(2012)は、産業レベルの海外取引依存度に関するデータに基づき、グローバルな政治的リスクが伝播するメカニズムを、Belo, Gala and Li (2012)は、各産業レベルの財政支出に対するエクスポージャー指標を構築し、米国における財政支出を通じた政治的サイクルが個別企業のパフォーマンスに影響するメカニズムを明らかにしている。

(3)日本のデータを用いた検証については、Ito and Park(1988)や井堀・土居(1998)など多くの研究者によって、マクロデータをベースに政治的景気循環理論の検証が幅広く行われてきた。そこでは、衆議院選挙の時期に経済成長率が高くなることが確認されている。また、近年、財政学の分野において、地方財政のデータなどを用いて政治的要因の影響を検証する研究にまで広がりをみせている。金融分野においては、最近、銀行のミクロデータを用いて政治的要因の影響を考察する研究が部分的に見られる。例えば、Imai(2009, JMCB)は、1999-2002年における銀行の破綻宣告の決定において政治的要因が強く影響したことを実証的に示している。また、Sawada(2013)では、郵政民営化が個別銀行のパフォーマンスやリスクに与える影響を2005年の衆議院選挙(郵政選挙)をイベントとして分析を行っている。しかしながら、日本の企業レベルの詳細なミクロデータを用いて、政治的要因が企業行動や成果にどのような影響を与えるかについて直接的に分析した研究はほとんど例がなく、非常に遅れている。

## 2.研究の目的

(1)本研究では、政府統計、民間で既に構築されている企業データや金融市場に関するデータ、当該プロジェクトで新たに構築するデータと最新の計量経済学的手法を用いて、政治的要因が

企業の行動や 成果（パフォーマンス）にどのような影響を与えるのかについて検証する。具体的には以下の点について明らかにする。まず、政治的要因と企業の行動の関係については、企業の投資行動と株価に焦点を当てる。マクロデータを用いた政治的景気循環理論の検証では、当該年における国政選挙の有無で政治的な影響を捉えていたのに対し、本研究では政治家の利益誘導的行動なども考慮して、地域ごとにおける政治家のプレゼンスを示す指標(当選回数、直前の選挙における得票率、閣僚経験の有無など)を用いて政治的要因を捉えることで、クロスセクション方向にも政治的変数のバリエーションを持たせるよう工夫する。Julio and Yook(2012)では、1980-2005年における48カ国の国政選挙を対象に企業の投資行動を企業レベルのデータを用いて検証し、国政選挙の期間に企業の投資が平均4.8%減少することを確認している。しかし、そこでも主要な政治変数は国政選挙の有無であり、投資が減少する詳細なメカニズムが明らかにされたとは言い難い。また、企業と政治の繋がりを計測する研究も数多く存在する。本研究では、戦前期の政治家役員に焦点を当て、政治家役員の有無が企業の株価に与えるメカニズムをより詳細に検証することを試みる。

(2) 第二に、政治的要因と企業の成果（パフォーマンス）との関係を金融市場のデータを用いて明らかにする。具体的には、国政選挙のタイミングで株価収益率のボラティリティーがどのように変化するかについて、個別企業の株価の情報をを用いて検証を行う。Bialkowski, Gottschalk and Wisniewski(2008)では、日本を含むOECD27カ国のデータを用いて、国政選挙の前後で株価収益率のボラティリティーが顕著に上昇していることを確認している。しかし、そこでは、各国の株式市場のインデックスなどの集計情報が利用されており、政治的不確実性の高まる時期に株価収益率の変動が大きくなるのはどのようなタイプの企業なのかについては十分に明らかにされていない。澤田(2013)では予備的考察として、1977年から2009年までの個別企業の株価のデータを用いて、株価収益率のボラティリティーが国政選挙の影響を受けるかについて簡単な分析を行っており、選挙年に個別企業の株価収益率のボラティリティーは上昇し、特にレバレッジの高い企業などにおいて顕著な上昇を確認している。しかし、そこでは政治的変数の影響など詳細な分析は行われていない。本研究では企業の財務データ・企業献金データ・地域ごとの政治状況を示すデータと接合し、政治的不確実性が高まる国政選挙の時期に株価収益率の変動が大きくなるのはどのようなタイプの企業であり、また、政治的要因はどの程度影響するのかについて詳細な分析を行い、集計データにおいて観察されたボラティリティー上昇のメカニズムを解明する。

### 3.研究の方法

本研究プロジェクトでは、はじめに、政治経済学に関わる各分野の先行研究のサーベイを始めとした、研究可能性について幅広く検討し、その上で、基本的な分析方法および調査方法の方向性を明確することを試みた。その中で、戦前期の日本において政治と企業の関係について、データ上でより明示的な指標を作成することが可能であることが明らかになった。

また、本研究の目的を達成するために、政治的要因や各テーマで必要となるマイクロデータの構築や整備を進めることにした。まず、企業と政治のつながりを調べるために、政治家役員に着目した。具体的には、戦前期のデータを用いて、企業役員でかつ衆議院議員となっているケースを政治家役員と定義し、これらを識別することを試みた。そのために、戦前期の中でも特に政党政治の役割が相対的に重要であった、憲政の常道と呼ばれる時期(1924-1932年)の間に実施された1928年と1930年の衆議院選挙を対象とした。この時期における政治家のデータベースを作成し、さらに、株式年鑑に掲載されている企業の役員リストに関するデータベースを構築した。

#### 4. 研究成果

(1) 収集したデータに基づき、統計分析を行なった。そこで得られた結果として、第一に、1928年-1930年のデータに基づき、当時の主要企業の約20%が少なくとも役員メンバーに政治家役員を抱えていた。この比率は、現在の途上国で政治と企業の関係が強いといわれているロシア、マレーシア、インドネシアなどとほぼ同水準である。さらに、産業別に分解すると、鉄道や電力といった規制産業でこの比率が高いことが明らかになり、標準的なマイクロ経済学で指摘されているように規制産業ではレントが大きいと推察した。政治的つながりが株価収益率に対してそれほど強い影響を与えていなかった原因を明らかにすることを試みた。第一に、本研究では、政治的つながりを持つイベントとして選挙に着目しているが、選挙結果が事前に予想されてしまった可能性について検証を行った。具体的には、Close election analyses(当選者と次点の得票率が僅差である選挙区に絞った分析)を行っている。分析の結果、当選者と次点の得票率が僅差の選挙区に焦点を当てても、政治的つながりの株価収益率への強い影響は観察されなかった。第二に、政治的つながりが企業のパフォーマンスに与える影響に関するチャンネルをより明示的にするために、政治家の属性に焦点を当てた考察を行った。具体的には、政治家役員の所属政党を調査し、企業が政友会とつながりを持った場合と民生党とつながりを持った場合で、株価収益率に違いが表れるか検証を行った。分析の結果、両者に強い違いは観察されなかった。第三に、規制産業と非規制産業で影響が異なる可能性について検証を行った。分析の結果、新たに企業が政治とつながりをもった場合(選挙前には、役員メンバーに政治家役員はいなかったが、選挙後にメンバーのうち少なくとも一人が選挙に当選した場合)、非製造業では正の効果が検出された。

(2) さらに、政治とのつながり(Political connections)が企業ダイナミクスにどのような影響を与えるかについて検証することを試みた。そこで、企業と政治の関係を観察可能な変数として捉えやすい戦前日本の銀行産業のデータを用いて実証的な視点で分析を行なった。分析では、銀行と政治のつながりを捉える際、政治家役員の存在に着目した。すなわち、銀行役員でかつ政治家(衆議院議員)になっているものを個別銀行ごとに調べ、このような政治家役員が存在する銀行を“政治的関係を持つ銀行”と定義した。1920年代と1930年代における役員データを分析した結果、約5%の銀行が政治家役員を通じて政治との繋がりを持っていた。また、政治的関係を持つ銀行と持たない銀行の間で退出確率や退出パターンに差があるのかについて分析を行った。

退出パターンを吸収合併、対等合併、破綻の3つに区別し、政治的関係の影響を分析した結果、銀行の政治的関係は統合による退出確率を高め、対等合併による退出を有意に高める結果が得られた。

## 5.主な発表論文等

雑誌論文（計1件）

(1)Tetsuji Okazaki, Michiru Sawada (2017) "Measuring the Extent and Implications of Corporate Political Connections in Prewar Japan" *Explorations in Economic History* Vo65 pp.17-35 査読有

学会発表等

(1) "Measuring the Extent and Implications of Corporate Political Connections in Prewar Japan" 日本金融学会秋季大会（関西大学） 2016/10/16

(2) "Measuring the Extent and Implications of Corporate Political Connections in Prewar Japan" Japan Lunch Seminar, Stanford University, Asia Pacific Research Center, 2015/11/30

## 6.研究組織

(1) 研究分担者

研究分担者氏名 権 赫旭

ローマ字氏名 (KWON Hyeog ug)

所属研究機関名 日本大学

部局名 経済学部

職名 教授

研究者番号 80361856

研究分担者氏名 坂井 功治

ローマ字氏名 (Sakai Koji)

所属研究機関名 京都産業大学

部局名 経済学部

職名 准教授

研究者番号 80548305