

論文要旨

日本経済はアメリカ発のサブプライムローンによる金融危機の影響で、2008年度の名目 GDP 成長率は-3.7%となり、2007年10月までの史上最長といわれる景気回復が終わった。日本の有効求人倍率をみると、2007年は1.04で、2008年は0.88で、2009年は0.47という逡減する形で進行した。その中で、2009年九州地方の有効求人倍率は0.40となり、就職活動をしている大学生の就職氷河期に入った。

アメリカ国内では、2008年非農業者部門の雇用者数が258万人減少し、戦後最悪だった1945年の275万人減に次ぐ大幅な減少となった。アメリカ国内にとどまらず、EUに加盟しているスペインでは、2009年5月期に住宅バブルはじけたことから、スペインの失業率が17.9%となった。

世界の株式市場においては、2008年9月30日と10月31日の株価終値を比較すると、アメリカが-14%、日本が-23.8%、イギリスが-10.7%、ロシアが-36.1%、中国の上海が-24.6%、インドが-23.8%、韓国が-23.1%と大幅に下落した。

また、日本の経済成長率の低下は金融危機の震源地であるアメリカやEU諸国よりも大きかった。日本経済は2007年の名目 GDP 成長率が1.8%で、2008年の名目 GDP 成長率は-3.7%となった。2002年2月から2007年10月まで、69カ月という史上最長の景気回復が続き、2007年11月から景気後退局面に入ったとされているが、実質 GDP に示される実体経済が下落に転じたのは、2008年4月以後である。2009年第I四半期の実質 GDP は年率-12.2%となり、第一次石油危機に見舞われた1974年第I四半期の-13.3%に次ぐ落ち込みを記録することになった。

本論文の目的は、リーマン・ショックが日本経済、特に日本の株式市場に与えた影響を分析するために、東証1部上場企業の株価を利用して研究することにした。本論文は日経メディアマーケティング株式会社『日本株式日次リターンデータ』2011年版の東京証券取引所の市場第1部のデータを利用し、イベント・スタディの手法を用いて実証分析し、リーマン・ショック直後の東証1部上場

企業の株価を分析することで、サブプライムローン危機を原因としたリーマン・ショックが、日本経済に与えた影響を分析する。

サンプルは、『日本株式日次リターンデータ』から、推定期間の 2008 年 3 月 17 日から 2008 年 9 月 5 日の間に、イベント期間の 2008 年 9 月 8 から 9 月 25 日の間に、欠損なしに全期間に上場している銘柄である。

本論文の分析方法はイベント・スタディという手法である。

具体的には、まず各業種の異常収益率を求めてから、その t 分布の状況を確認する。それによる実証結果は、業種コード 2 の鉱業、業種コード 23 の空運はイベント日に異常収益率がマイナスで有意である。また、イベント日の 2 後 (+2) では、異常収益率がプラスに有意となる業種が増加し、さらに 3(+3), 4(+4) 日後マイナスで有意となる業種が増加したことを確認できた。

そして累積異常収益率 (CAR) についても分析し、イベント日およびイベント後の 5 日間、つまり CAR(0,5) で実証結果を分析し、その t 分布の状況を確認する。それによる実証結果の 1 つとしては、CAR(0,+2) においてプラスで有意な業種が多くなっていることを判明できた。

リーマン・ショック時期の東証 1 部の株価について分析した先行研究はなく、その意味では非常に有益なものであると思われる。本論文が得た結論としては、日本ではリーマン・ショックの影響がどの程度日本経済に及ぼすかについて、リーマン・ショック直後において、投資家たちは将来予想が確定しておらず、短期的には東証 1 部に与える負の大きな影響がなかった。

以下に各章の要約を示す。

第一章は「サブプライムローンについて」である。

第 1 節の「サブプライムローン危機の爆発」では、米のサブプライムローンの焦げ付きが原因で、世界の金融市場は大混乱に陥ったことをふれてから、サブプライムローンの定義について簡単に論述し、悪質なサブプライムローンについて説明した。

第 2 節の「住宅バブルを生んだ社会的な背景」では、アメリカン・ドリームが新たな移民達の精神に定着したことがアメリカの住宅ブームの形成した原因の 1 つであり、アメリカ政府は長い間人々がマイホームを持てるような政策を

推進し、政府系金融機関を設立したことを説明して、消費者金融が非常に発達していることとその形成原因、さらにサブプライムローンが当初の目的とは異なった方向に進んでいったことについて論述した。

第3節の「サブプライムローンの形成原因」では、アメリカの国内事情としての2000年のITバブルの崩壊、同時多発テロでアメリカ経済を揺るがし不況が訪れたことについて説明した。国際情勢としては、社会主義国家が囲い込まれていた経済圏の壁を取り払ったことで、必要資金の需要減により金利が下がってしまったこと、国際金融市場においてはユーロ高ドル安であったため、アメリカの不動産市場はユーロ圏の不動産より割安になったことについて論述した。

第二章は「リーマン・ショックによる世界経済危機」である。

第一節ではアメリカにおいて、サブプライムローンによる金融危機が始まってからリーマン・ショックまでの大きな出来事を紹介した。

第二節では、リーマン・ショックの原因と伝播メカニズムである。信用の収縮によるアメリカ国内の消費が低迷をもたらして、金融市場の混乱で消費者への貸出や企業向けの貸出まで厳格する動きが広がった。アメリカの自動車販売台数を例として挙げた。また、アメリカ政府及びFRBが有効な手段を持っていないことにより、金融機関間の短期金融市場であるインターバンク市場の取引が止まってしまうことになった。その結果、個別金融機関の資金繰り調整が困難になり、金融機関による資金の貸し付けも正常に機能しなくなってしまった。それにより、サブプライムローン危機と呼ばれてきた景気後退が、いわゆるリーマン・ブラザーズの破綻を招いたリーマン・ショックである。

第三節では、「世界経済危機と失業悪化」である。世界的な株安、失業悪化、サブプライム危機による金融機関の損失について説明した。

第四節は「日本をはじめのアジア諸国」である。アジア地域で構築された工程間分業体制の中の日本経済が、2007年までの景気回復は、輸出依存であり、輸出はアメリカ向け自動車中心という構造に支えられていた。日本の輸出は、アメリカへの輸出が減少したことだけではなく、アジアに向けた資本財も売れずに影響が出た。

第三章は「イベント・スタディによる東証1部の株価分析」である。

第1節の「業種におけるイベント・スタディの実証分析」においては、東証1部の33業種に対して、業種ごとにおいてイベント・スタディの分析方法による分析を行い、業種ごとにおける異常収益率(AR)と累積異常収益率(CAR)に対して分析して、リーマン・ショックというマクロショックがもたらした影響を明らかにする。

2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの破綻をイベント日とし、2008年9月8日から9月25日の間をイベント期間とする。つまり、イベント期間はイベント日の5日前間から7日後までの期間である。また、マーケット・モデルの推定期間は2008年3月17日から2008年9月5日までの期間をとる。

サンプルを産業別に、推定期間とイベント期間のすべての取引日の収益率を抽出して、産業ごとの平均収益率を求める。産業分類は表1の「東証33業種分類」を参照する。

まず各業種の異常収益率について分析する。得た各業種の異常収益率と対応するt値は表2,3,4,5,6,7,8,9に示されている。

その実証結果を見ると、業種コード2の鉱業、業種コード10のゴム製品、コード15の機械、業種コード17の輸送用機器、業種コード23の空運、業種コード27の小売、業種コード33のサービスは、イベント日においてその異常収益率のt値が5%水準で有意になっている。その他の業種はイベント日においての異常収益率のt値は有意ではない。イベント日において異常収益率が有意である業種のうち、業種コード2の鉱業、業種コード23の空運はイベント日に異常収益率がマイナスになっているが、それ以外の業種ではプラスとなっており、予想と異なる結果であった。ただし、イベント日の2後(+2)では、異常収益率がプラスに有意となる業種が増加し、さらに3(+3),4(+4)日後マイナスで有意となる業種が増加する。

そして、累積異常収益率(CAR)についても分析する。得た累積異常収益率と対応するt値は表10,11,12,13,14,15,16,17に示されている。

その結果を見ると、業種コード2の鉱業、業種コード23の空運がCAR(0,0)において、業種コード23の空運がCAR(0,1)において、業種コード30の保険が

CAR(0,2)において、業種コード 8 の医薬品が CAR(0,3)において、業種コード 4 の食料品、業種コード 6 のパルプ・紙、業種コード 8 の医薬品が CAR(0,3),CAR(0,4)において、業種コード 4 の食料品、業種コード 22 の海運が CAR(0,5)においてマイナスで有意である。

一方、プラスで有意な業種が多くなっている。業種コード 4 の食料品、5 の繊維製品、6 のパルプ・紙、7 の化学、11 のガラス・土石製品、13 の非鉄金属、14 の金属製品、15 の機械、16 の電気機器、17 の輸送用機器、18 の精密機器、19 のその他製品、21 の陸運、22 の海運、23 の空運、24 の倉庫・輸送関連、25 の情報、26 の卸売、27 の小売、28 の銀行、33 のサービスにおいて、その共通の特徴としては CAR(0,+2)にプラスで有意である。また、15 の機械の CAR がすべてプラスで有意である。

そこで本論文の結果を得た。日本ではリーマン・ショックの影響がどの程度日本経済に及ぼすかについて、リーマン・ショック直後において、投資家たちは将来予想が確定しておらず、短期的には東証 1 部に与える負の大きな影響がなかった。

第 2 節は「TOPIX の動きを観測する」で、2006 年から 2008 年までの TOPIX をグラフにして、図 1,2,3 でその動きを見る。

本論文はリーマン・ショックになったアメリカの国内事情をから、世界経済に与えた影響をふれ、日本の実体経済にもたらした結果を紹介し、イベント・スタディによる東証 1 部の株価分析を行った。