

# グローバル金融危機後の金融化の進展： 米国株式市場の検討を中心に

小林 陽 介

## 1. はじめに

本稿の目的は、サブプライムローン問題に端を発しリーマンショックへと至るグローバル金融危機（以降、金融危機と略記）以降の米国金融資本市場（特に株式市場）の動向を金融化（Financialization）の進展という観点から評価し、論点整理をすることにある。

世界を震撼させた金融危機からすでに10年以上が経過し、この間に米国金融市場は金融規制強化や長期にわたる低金利の継続など、さまざまな環境変化を経験した。株式市場においても、上場企業数の減少、新規株式上場（IPO）の減少とプライベート・エクイティ（PE）の台頭、ユニコーン企業の増加・巨大化、私募市場の拡大、高頻度取引（HFT）やダーク・プール取引の増加、個人投資家による株式取引の増加など、様々な側面で変化が生じていることが近年の研究で明らかにされている。そして、2020年からは新型コロナウイルス感染症の世界的広がりやロックダウンを含む行動制限による経済活動の収縮など、未曾有の事態が進行中であり、金融資本市場のあり方にも大きな影響を及ぼしている。

他方、1980年代以降の米国においては、金融資産の累積が進み、金融部門の利潤が顕著に拡大を見せるなど、金融肥大化の傾向が進んでいる。その影響は、非金融企業においても金融資産投資を通じた利潤の増加や、機関化の進展の中で株主重視経営への傾斜といった形で現れているとされ

る。また、家計においてもミューチャルファンドや保険・年金資産の保有という形で金融市場への関りを深めており、規制緩和を通じて金融取引を促進させる政府の政策がこの動きを後押ししている。以上のような経済における金融の重要性・存在感・役割の高まりは、金融化現象として捉えられ、一部の政治経済学者や社会学者の注目を集めてきた。

本稿では、金融危機後の米国株式市場で生じた諸変化をサーベイし、金融化の進展という観点から評価・検討することとしたい。リーマンショックを契機としてそれまでの金融のあり方や金融機関のビジネスに対する批判が高まった。これを受けて金融に関する規制強化が進められ、金融のあり方に大きな影響を与えたといわれる。では、その影響は、1980年代以降進展してきた金融化という傾向にどのような影響を及ぼしたのか。本稿は、この点に焦点をあわせたい。次節以降の構成は次のようになる。2.では本稿の視角となる金融化の概念について若干の整理を行う。3.では、株式発行市場の動向に焦点を合わせ、この間の変化を整理しつつ主要なトピックについて検討を行う。4.では、株式流通市場の動向に焦点を合わせ、この間の変化を整理しつつ主要なトピックについて検討を行う。5.では、本稿の検討結果をいくつかの論点の提示という形でまとめることにする。

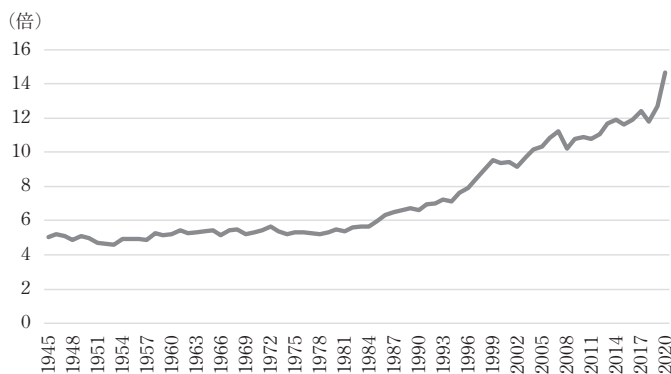
## 2. 金融化という分析視角

### (1) 金融化とはなにか

最初に、本稿の分析視角となる金融化の概念について確認する。金融化とは、1980年代以降の欧米を中心とした先進諸国における金融の肥大化現象を全般的にさす言葉である。金融化の研究は、金融化論と呼ばれ、主に政治経済学や社会学の分野で近年活発に議論されるようになった。ただし、この議論は、歴史が浅い分未成熟な面もあり、例えば金融化という言葉一つをとっても研究者の間で共有された定義が必ずしもあるわけではない点

には注意が必要である。金融化の最も有名な定義としては、「国内経済に対しても、国際経済に対しても、金融市場、金融業者、および金融企業の役割や、一般人の金融利益を目指す動機付けが段々と増していく過程<sup>1)</sup>」というエプシュタインの定義があげられるものの、「利潤が生産的な活動よりもむしろ金融的チャンネルを通じて生み出されるような蓄積の傾向<sup>2)</sup>」、「金融市場、金融機関、金融エリートが経済政策や経済的な成果への影響を強めていくプロセス<sup>3)</sup>」など、有力な定義が併存する状況にある。実際の検討においては、各研究者が自らの問題関心に沿って設定した定義のもと、それぞれが独自に議論を展開しているというのが現状である。もっとも、多くの研究においては、以下で整理するような金融に関わる諸現象のどれか（もしくは複数）に焦点を合わせている点で共通しているため、以下ではそれらを概観することとしたい<sup>4)</sup>。

図表1 金融資産残高(対名目GDP比)



(出所)FRB, Financial Accounts of the United StatesおよびBEA, National Income and Product Accountsより筆者作成。

1) Epstein [2005]: p.3.  
 2) Krippner [2011]: p.4.  
 3) Palley [2013]: p.8.  
 4) 以下の整理は、小林 [2015] 第 1 章に依拠している。

金融化を示す現象として第1に金融資本市場における量的・質的な拡大があげられる。1980年代以降、金融取引の規模は顕著に拡大し、金融資産の累積が進んだ。これは、実体経済の規模を示す名目GDPと金融資産残高との対比で表現される。図表1は、金融資産残高対名目GDP比の推移を示している。この値は、第2次大戦後長らく5倍程度で推移してきた。ところが、1980年代半ばから2008年のリーマンショックにかけて顕著に増加してきたことがうかがえる。拡大する金融資産の中には、株式・社債・国債・ミューチャルフンドといった伝統的な金融資産に加えて、様々なタイプの証券化商品や上場投資信託（ETF）といった新しいタイプの金融資産も含まれ、それらが合わさって残高の増加に貢献している。

金融化を示す現象として第2に、金融ビジネスの変化と金融機関収益の拡大があげられる。戦後の米国金融業は、ニューディールの規制のもと、商業銀行においては預金や貸付が主たる業務となり、それによって収益を得てきた。しかし1980年代以降の金融自由化の中で証券業務への進出やリテール業務の拡大が進み、収益源も金利収入を中心としたものから手数料収入へとウェイトが移ってきた。証券会社や投資銀行においても、伝統的な収益源であった証券の売買仲介手数料や発行引受手数料からの収益が低下し、M&A仲介手数料を含むその他の証券関連業務やトレーディング・ゲイン、資産運用手数料、ミューチャルフンド販売収益などへと収益の柱が変化した。こうした新しい収益源の開拓によって金融機関収益が上昇したとされる<sup>5)</sup>。もっとも、こうした新たな業務の中には、しばしばリスクの高いものも含まれているとされ、それが金融不安定性の高まりを引き起こしているとの指摘も存在する。

金融化を示す現象として第3に、非金融企業における株主価値重視経営の浸透や金融投資の増加に伴う金融資産保有・金融収益の増加といった企業経営面での変化があげられる。戦後の米国では、年金基金、保険会社、

---

5) 例えば、小倉 [2016] 第2章および第3章を参照。

ミューチュアルファンドといった機関投資家による株式保有の割合が高まってきた。機関投資家は、経営方針に不満がある企業の株式を売却することを通じて企業にプレッシャーをかけることができた。株価が低迷した企業は、敵対的買収の対象になりやすいため、これを避けるために株価上昇を経営者は意識せざるを得なくなる。このように機関化の進展の中で、企業が直接・間接に証券市場から影響を受ける度合いが高まってきた。その結果、短期的に株価を上昇させることが期待できる自社株の買い戻しや、利潤を生みだすまでの懐妊期間が長い実物投資よりも即座に利益を生み出す金融資産への投資を優先させるようになったとされる。

金融化を示す現象として第4に、家計部門による金融市場への関わりの増加があげられる。1990年代には、株価高騰の中で、家計によるミューチュアルファンドの保有が高まった。また、規制緩和によって年金基金による株式での資産運用は増加した。これによって大衆資産の金融市場への流入は高まってきたといえる。負債の面においても、家計は金融市場との関わりを高めてきた。銀行による新たな収益源獲得の動きの中で、個人向けローンの増加やクレジットカードの普及が進み、家計部門の負債は増加してきた。2000年代には不動産価格が長期的に上昇する中で、ホームエクイティ・ローンの形で家計は借入を増やしたことが知られている。このように資産と負債の両面で、アメリカの家計は金融市場との関わりを増やしてきたのである。

金融化を示す現象として第5に、政府部門における金融取引促進のための諸政策などがあげられる。1980年代以降、アメリカにおいて金融業の重要性が高まる中で、政府・中央銀行は金融の成長につながる政策を実施してきた。特に、レーガン政権以降、金融取引に関わる減税や年金基金・保険会社がリスクの高い金融商品に投資することを可能にする規制緩和が実施された。また、確定給付型年金から確定拠出型年金への移行を促進する税制上の優遇措置などによって、家計を金融資本市場へと引き込む政策が実施されている。

## (2) 金融危機後の金融化の進展に関する諸見解

金融危機後の金融化の進展について、論者はどのように見ているだろうか。ここでは、いくつかの議論を紹介したい。Lapavitsas and Mendieta-Muñoz [2018] は、金融危機後の金融化の進展を「分水嶺」にあるとしている。この研究では、金融部門の獲得する利潤が以前ほど伸びていないこと、危機前には拡大の一途をたどっていた金融部門と家計部門の負債が危機後減少に転じたこと、家計部門の負債減少と金融規制強化が金融部門の利潤にネガティブな影響を与えうることを確認し、今後の金融化の動向は政府の政策次第で変わりうると主張される。

北原 [2016] は、金融肥大化の終焉を主張している。この研究では、金融規制強化により金融機関ビジネスが保守的・防衛的なものに転換したこと、高齢化によって今後年金資産の取り崩しが始まること、金利水準が底に達して今後の金利低下の余地は限られていること、デリバティブや証券化といった金融技術革新の効果がすでに出尽くしていること等が確認され、金融高成長の時代は終わったと結論される<sup>6)</sup>。

松本 [2020] では、金融危機後に金融不安定性の懸念が高まっていることが指摘されている。この研究では、国際的な金融監督・規制強化にもかかわらず、超金融緩和政策のなかで金融機関の貸出行動は拡大し、金融不安定性は危機前よりも増していると主張される。以上で見てきたように、金融危機後の金融化の進展をめぐるさまざまな見解があり、共通した評価があるわけではない。

## (3) 本稿で着目する金融化の側面

本節で見てきたように、金融化とは、経済全体の中で金融の存在感・影響力が高まっているイメージを捉えるために生み出された概念であると言

---

6) ただし、北原 [2016] においては、金融肥大化という用語が使われるものの、金融化という用語は使われていない点に注意が必要である。

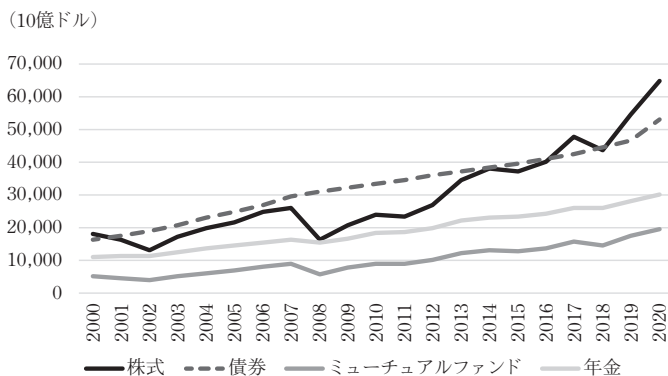
え、経済の各部門において生じる様々な現象を通じて具体的に把握される。これまでの研究では、論者の問題関心に応じて、先に見た諸現象のうちのどれか（もしくは複数）に焦点を合わせて議論が展開されている。本稿では、最初に取り上げた金融資産残高の増大に、特に焦点を合わせることにしたい。というのも、金融資産の残高は、金融化を示す現象のなかでも比較的明確にデータを示すことができる現象であり、それを構成する株式・債券・投資信託・証券化商品といった具体的な金融資産にブレイクダウンして整理・分析を進めることができるからである。金融化を示すその他の現象に関しては、関連する場合に適宜言及することとしたい。

改めて図表1から、金融危機後の金融資産残高の動きを見ておくことにする。それまで順調に上昇してきた金融資産残高の対名目GDP比は、リーマンショックが発生した2008年に一度落ち込みを見せた後、2017年にかけて緩やかな上昇傾向を見せた。注目されるのが2018年以降の急上昇である。特に新型コロナウイルス感染症の影響により経済が縮小した2020年において、過去最高の14.7倍の水準に達している。これは、分母である名目GDPの値が減少した効果とも理解されるが、後に見ていくように金融資産の残高自体も増加している点には注目しておきたい。

図表2は主要な金融資産に分けて、金融資産残高の推移を見たものである。株式や 뮤チュアルファンドの残高が、ITバブル崩壊やリーマンショック等のタイミングで下落しつつも長期的に見れば上昇傾向を示しているのに対して、債券や年金は、そういったショックの影響を比較的受けず長期的かつ堅調に増加傾向を示しているのが興味深い。新型コロナウイルス感染症がパンデミックとして世界的に拡大した2020年において、株式および債券の残高が急増している点が注目される。

以降では、特に株式残高の動向に焦点をあわせたい。株式残高の増加は、発行市場における株式発行額の変化による影響と流通市場における株価の変化による影響とに分けることができる。そこで次節以降では、株式発行市場と株式流通市場とに分けて分析を進めることにしたい。

図表2 主要金融資産残高の推移



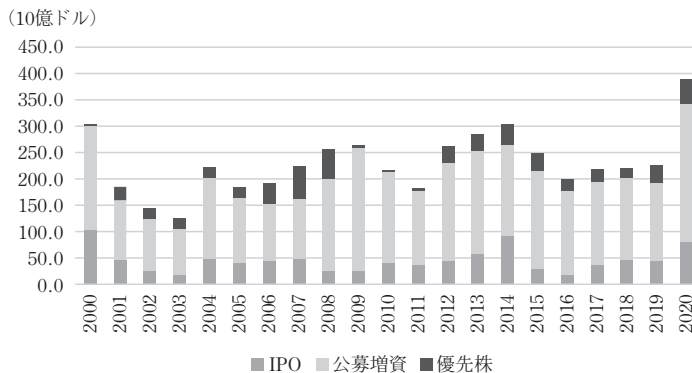
(出所)FRB, Financial Accounts of the United Statesより筆者作成。

### 3. 株式発行市場の変化

#### (1) 株式発行市場の全般的動向

まず取り上げるのは株式発行市場の状況である。図表3は2000年以降の株式発行額の推移である。金融危機前のピークはITバブル期の2000年であ

図表3 株式発行額の推移



(出所)SIFMAのデータより筆者作成。

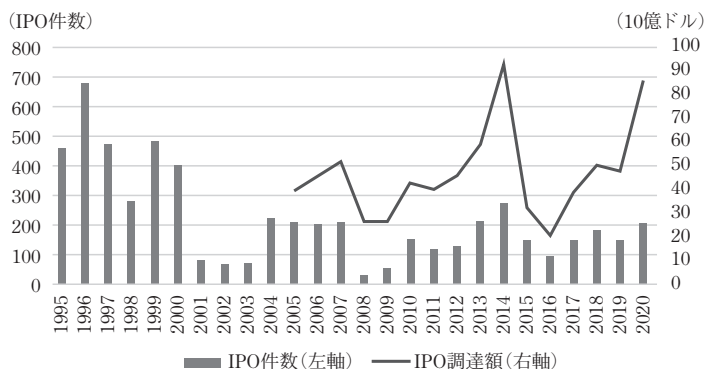


ったが、その後は減少と増加を繰り返し、波がみられる。金融危機後は、2014年頃に危機前のピークの水準である3000億ドル規模に達し、これ以降は2200億ドル台で推移した。コロナ禍の2020年には、IPOおよび増資とも急増し、過去最高を更新する3900億ドルを記録した。

## (2) IPOと上場企業数の減少

顕著な傾向がうかがえるのは、IPOについてである。図表4はIPO件数と調達額の推移を示したものである。件数で見ると、金融危機前のピークは1996年の677件であった。他方、危機後のピークは2014年の275件であり、IPOの件数は、顕著に減少している。図表4からは、この傾向が金融危機の前後を通じた長期的なものであることがうかがえる。

図表4 IPO件数と調達額の推移

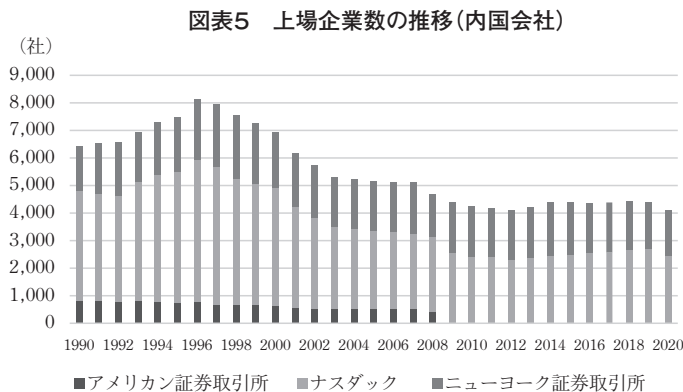


(出所)SIFMAのデータより筆者作成。

IPO件数の減少は、上場企業数の減少につながる<sup>7)</sup>。図表5はアメリカにおける上場企業数（内国会社）の推移を示したものである。これによると上場企業数は、金融危機前の1996年に8090社というピークを付けた後、減

7) 上場企業数の減少については、佐賀 [2019], 若園 [2019], 吉川 [2019] などを参照。

少傾向に転じている。2012年に最小の4102社を記録した後は4300社程度で横ばい傾向が続いている。



(出所) World Federation of Exchangeのデータより筆者作成。

IPO件数および上場企業数の減少の背景として指摘されるのが、エンロンやワールドコム事件を受けて2002年に制定されたサーベンス・オックスリー（SOX）法等の規制強化によって、企業の規制遵守コストが大幅に増加し、上場企業であることのメリットが相対的に減少したことである。また、規制緩和によって私募による資金調達の実便性が高まったことも上場企業であることのメリットを相対的に失わせてきたと言われる。加えて、ベンチャーキャピタル（VC）やPEファンドの成長によって、上場せずとも十分な資金を調達することが可能になったという事情も指摘されよう。

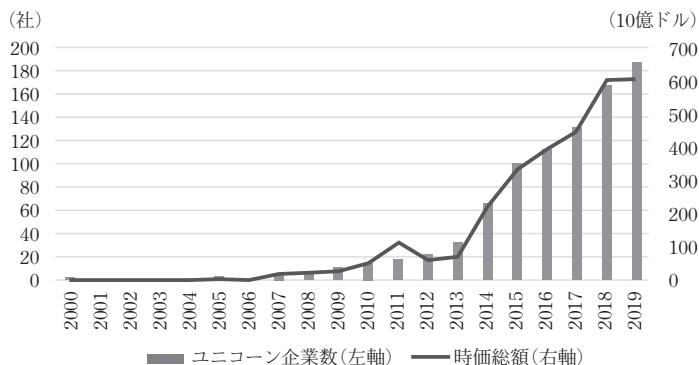
IPOや上場企業数の減少は、リテール投資家にとっては投資機会の喪失につながる恐れがあり、米財務省や米証券取引委員会（SEC）等において企業の上場促進に向けた施策が議論された。例えば、トランプ政権期の2017年10月には財務省より資本市場に関して各種規制の見直しを提言する報告書が公表された<sup>8)</sup>。その中には新興企業や投資家の資本市場へのア

クセスを改善するための提言が盛り込まれている。

### (3) ユニコーン企業の増加

上場企業の減少と対照的な傾向を見せているのが、時価総額が10億ドルを超える非公開会社であるユニコーン企業の増加である。図表6はアメリカにおけるユニコーン企業の推移を示したものである。金融危機後、企業数および時価総額とも増加傾向であるが、特に2014年以降に拡大のピッチを高めている。ユニコーン企業の増加に関しては、VC等の資金力の増加によって企業がIPOを急ぐ必要性がなくなったことや、私募市場の規制緩和によって公開市場を利用する必要性が以前よりも薄くなった点が指摘されている<sup>9)</sup>。

図表6 アメリカにおけるユニコーン企業数とその時価総額の推移



(出所) PitchBook, Unicorn Report 2019のデータより筆者作成。

8) U.S. Department of treasury [2017].この報告書の紹介として、奥山 [2017] や岡田・吉川 [2018] がある。

9) 以上の指摘については、佐賀 [2019] や若園 [2019] を参照。

#### (4) ダイレクト・リスティングの事例

以上で株式発行市場の全般的な動向を見てきたが、個別の発行事例についても注目すべき動きが生じている。まず指摘できるのが、ダイレクト・リスティングの事例である<sup>10)</sup>。これは直接上場とも言われ、引受証券会社を介在させない上場の方式であり、新たな株式の発行が行われず、したがって新規の資金調達も行われない。証券会社による引受が行われないため、発行体としては、引受手数料を節約できるというメリットがある。また、引受証券会社がないため上場後すぐに公開会社のインサイダー株主が保有株を売買することも可能となる<sup>11)</sup>。通常のIPOよりもスピーディーな資金調達が可能であることもメリットとされる。他方、引受証券会社が介在しないために投資家保護が通常のIPOの場合よりも減退すると言われる。

ダイレクト・リスティングの有名な事例として2018年4月のスポティファイ（Spotify）によるNYSE上場があげられる。スポティファイは音楽ストリーミング配信サービスを手掛けるスウェーデン創業の企業であり、上場前の段階ですでにヨーロッパ・アメリカ・アジアで広範なアクティブ・ユーザーを抱えていた。上場前には、すでにVCやPEファンドから27億ドルもの資金を調達しており、この豊富な資金が新たな資金調達を伴わないダイレクト・リスティングという方法に向かわせたと考えられる。その後、2019年6月にビジネス用チャット・ツールの提供を行うスラックがNYSEへダイレクト・リスティングを行うなど、ダイレクト・リスティングは一種の流行となった<sup>12)</sup>。

10) ダイレクト・リスティングの概要と事例については、福本 [2018] および佐賀 [2020] を参照。

11) ロックアップ期間と呼ばれ、上場後一定期間株式の売却が制限される。これは発行体企業と引受証券会社との間で結ばれる契約に基づくが、引受証券会社が存在しなければそもそもロックアップ期間は存在しないことになる。

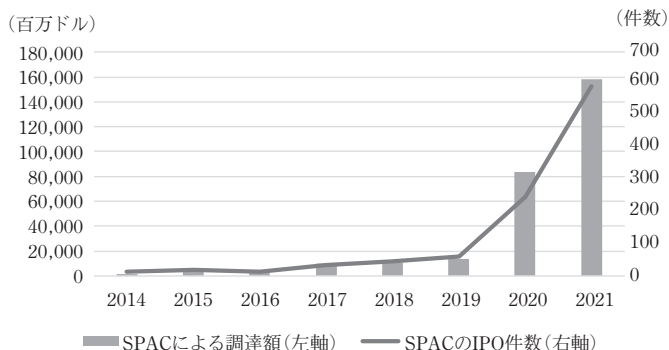
12) そのほかの事例としては、データ分析のパランティア（2020年9月）、タスク管理ソフトのアサナ（2020年9月）、暗号資産交換所のコインベース（2021年4月）、オンラインゲームのロブロックス（2021年3月）などがあげられる。それらはNYSEへのダイレクト・リスティングを選択した。

ダイレクト・リスティングは、上場に際して新規に資金調達を行わない方式であるが、これが可能なのは、企業が上場前にすでに十分な資金を確保しているからである。実際、ダイレクト・リスティングを選択する企業は時価総額が大きいという傾向がみられる。その意味では、ユニコーン企業の増加という現象とも深く関連する現象であり、その根底にあるのは金融緩和の中で資金が多量に存在するという金融危機後の金融環境が指摘できる。

### (5) SPAC上場の増加

個別の発行事例としてもう1つ注目すべきは、特別買収目的会社（SPAC）の上場が2020年以降激増していることである<sup>13)</sup>。図表7はSPACの件数と調達額の推移を示したものである。2020年以前もSPACの上場事例は存在したが、それがIPO全体に占める割合は少なく、現在のように注目を集めなかった。しかし、2020年には248件のSPAC上場があり、合計で834億ドルの調達がなされた。この勢いは2021年にも衰えを見せず、594件で合計1581億ドルの資金調達が実施されている<sup>14)</sup>。

図表7 SPACの件数と調達額の推移



(出所)SPAC Analytics のデータより筆者作成。

(注)2021年のデータは12月15日時点。

13) SPACについては、岩谷 [2008], 原田 [2020], 神山・岡田 [2021], 太田 [2021]などを参照。

14) 2021年12月15日時点。

SPACとは、未公開会社・事業を買収することのみを目的とした投資ビークルのことである<sup>15)</sup>。IPOで調達した資金を使って2年以内に非上場企業を買収して合併することを目指す。期限までに買収先が見つからなければSPACは清算され、資金は投資家に返還されることになる。SPACに買収される企業としては、通常のIPOの場合よりも短期間で上場企業になることができるという利点が存在する。投資家サイドとしても、SPACへの投資は、通常のPE投資の場合よりもより手軽に非上場企業に投資できるというメリットが存在する。他方、SPACは、情報開示が不十分になる可能性があること、SPACの設立者が質の悪い非上場企業を買収する可能性があるといった懸念点も指摘される。

このようにSPACにはいくつかの懸念点も存在するが、それにも関わらず2020年から急拡大した背景として指摘されるのが、新型コロナウイルス感染症の広がりによる不確実な投資環境である。非上場企業にとっては、株式市況に左右されずに、上場する時期（SPACとの合併）や合併の価格を決定することができるという利点がある<sup>16)</sup>。また、FRBによる景気支援のための資金供給の拡大も後押しとなった<sup>17)</sup>。金融緩和によって供給された資金の行き場がSPACであると見られており、一種のバブル的現象との見方もある。

なお、SPAC上場の増加は、後にSPACによる非上場企業の本買収が増加することにつながる。したがって金融機関のM&A関連業務の拡大に寄与する可能性がある。実際、2021年の1～3月期は第一四半期で見たM&Aが過去最高水準に達した。投資銀行業界の手にしたM&A手数料は直近20年間の最高水準である370億ドルに達したと言われる<sup>18)</sup>。コロナ禍による不透明な経

---

15) ブランクチェック（白紙小切手）企業とも、空箱企業とも呼ばれる。

16) 佐藤 [2021], 100頁。

17) 『日本経済新聞』電子版, 2021年5月7日。

18) 『日本経済新聞』電子版, 2021年4月2日。なお、同記事では、M&Aの増加にはテレビ会議の普及によって決定権を持つ重要人物が容易に会議に出席できるようになったことも大きいと指摘されている。

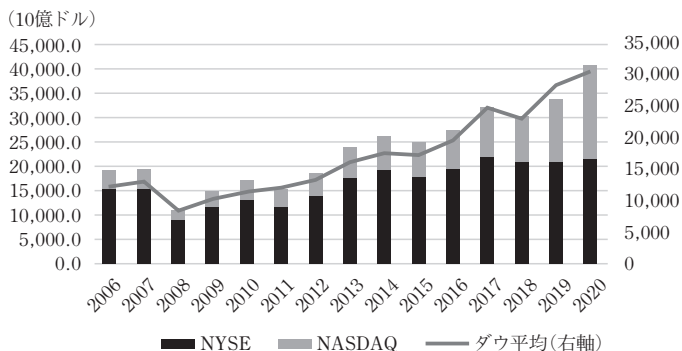
済環境から2020年春頃にはM&Aが低迷していたものの、SPACの上場増加とM&A活動の活性化は、失われた収益を取り返す機会を金融機関に与えたといえる。

## 4. 株式流通市場の変化

### (1) 株式流通市場の全般的動向

続いて株式流通市場の変化を見ていく。株式流通市場の動向としてまず指摘できるのが長期にわたる株価の上昇である。図表8は金融危機前後の株式時価総額の推移とダウ平均の推移である。ここから読み取れるように金融危機の前後で株式時価総額は2015年と2018年を除きほぼ一貫して成長を続けている。株価についても、2017年1月に2万ドルを突破したダウ平均は、その後も順調に上昇を続け、コロナ禍の2020年11月には3万ドルの大台を突破した。株価の動きは、コロナ禍において収縮した実体経済の動向とは対照的であるといえる。

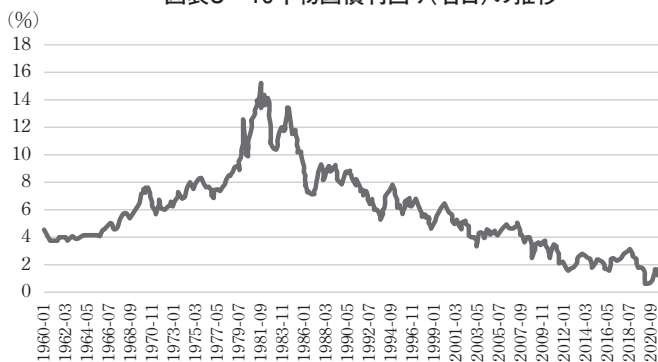
図表8 株式時価総額と株価(ダウ平均)の推移



(出所)SIFMAのデータより筆者作成。

こうした株価の長期的上昇を支えてきたのが、長期にわたって定着した低金利環境である。図表9は10年物国債の利回りの推移を示したものである。1980年代初頭に15%を超える高い水準を示した利回りは、その後長期にわたって低下傾向を示した。金融危機後もこの傾向は継続し、おおむね1%～3%の間で推移してきた。この水準は、歴史的に見ても異例の低さと言えよう。

図表9 10年物国債利回り(名目)の推移

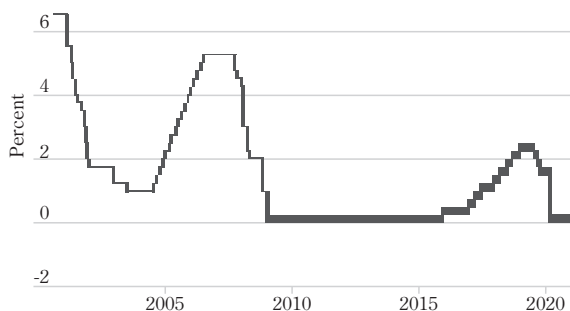


(出所)FRB, Selected Interest Ratesより筆者作成。

こうした低金利環境をもたらした要因の1つとしてFRBの金融政策があげられる。図表10は、政策金利の推移を示したものである。金融危機への対応から事実上のゼロ金利（誘導レンジは0%～0.25%）へと転じた政策金利は、FRB議長がバーナンキからイエレンに代わって以降も継続した。イエレン議長時代の2015年12月ようやく利上げへと転じたが、実に7年にわたってゼロ金利の状態が継続していたのである。



図表10 政策金利の推移



(出所) Federal Reserve Bank of New York.

その後、イエレン議長時代に1回（2016年）と3回（2017年）、イエレンからFRB議長を引き継いだパウエル議長時代に4回（2018年）と0.25%ずつの小刻みな利上げが行われた。ところが、米中貿易摩擦の激化による景気の下振れ懸念を受けて2019年には「予防的利下げ」として3回の利下げが行われた。他方、この間もダウ平均は順調に上昇を続けた。また、本稿で詳しく扱うことはできないが、同期間に企業債務の累積が進んだことは注目されるべき論点である<sup>19)</sup>。

このように株式流通市場においては、長期にわたる低金利環境のなかで株価上昇と時価総額の増大が進んだ。その背景としては、FRBの金融緩和と低金利の定着があげられる。2015年末から徐々に利上げが試みられたものの、コロナショックで再びゼロ金利へと突入している。低金利政策がいつまで続くかは1つの論点となろう。なお直近では、インフレ圧力が高まっていることを受けて利上げを前倒しする方針が報じられている<sup>20)</sup>。

19) 金融危機後の債券市場の動向については別の機会に論じることとしたいが、さしあたり社債市場については小林 [2021] を参照。

20) 『日本経済新聞』電子版，2021年12月16日。

## (2) HFTとダーク・プール

前項で株式流通市場の全般的な動向を見てきたが、個別的な現象に注目しても新たな動きが見られる。まず指摘できるのが、金融危機後にHFTが増加したことである<sup>21)</sup>。HFTとは、高度なコンピューターと情報通信技術を駆使して、あらかじめ設定されたプログラムに基づいて、短期間（1000分の1秒や1万分の1秒の単位）で注文の発注とキャンセルを繰り返す取引手法と捉えられている。金融ノンフィクション作家として有名なマイケル・スイスの著書『フラッシュ・ボーイズ』において取り上げられ、社会的に注目が集まった。HFTの存在感は、2000年代半ばごろから高まってきていたと言われ、ピークの2009年には60%を超えるシェアであったとされる。現在でも売買高の50%程度を占めると言われる<sup>22)</sup>。

HFTは株式市場に対してポジティブ・ネガティブ両面の影響を与えたと指摘される。前者の例としては、価格発見機能の向上や流動性の向上があげられる。後者の例としては、高速取引を繰り返すことによるボラティリティの高まりや価格急変が引き起こされるリスク、システム面で取引所に負担をかける可能性、先回り取引を行うことによる不公平感の問題などが指摘される。こうしたネガティブな面への懸念からSEC等において規制の検討が進められている。

また金融危機後は、ダーク・プール利用の増加も観察される<sup>23)</sup>。米国株式市場は、複数の証券取引所と多数の取引所外取引システム（ATS）が存在するという分散的な市場構造が特徴である。一定以上の規模を持つATSに関しては気配開示義務が課される一方、規模の小さいATSに関しては気配開示義務が課されない。この気配開示義務が課されないATSでの取引が

---

21) HFTに関しては、IOSCO [2011] がまとめた報告を行っているほか、大墳 [2014]、福田 [2014]、保志・横山・太田 [2014]、清水 [2015]、吉川 [2016] など参照。

22) 『日本経済新聞』電子版、2020年3月10日。

23) ダーク・プールに関しては、大墳 [2014]、吉川 [2016]、清水 [2018]などを参照。

ダーク・プールと呼ばれている。気配が見えず透明性が低いという意味でダークとされている。ダーク・プールの利用者としては、マーケット・インパクト<sup>24)</sup>を避けたいと考える機関投資家による大口取引が想定される。他方、情報通信技術の発展の中で、機関投資家のダーク・プールを利用した取引がHFTに察知され、先回り取引の対象になることもあるようである。また、ダーク・プールに関しては、気配が開示されないために価格形成に歪みを生じさせる懸念、価格操作が生じることへの疑い、取引参加者との利益相反が生じるリスクなどが指摘される。

### (3) 個人投資家の株式市場への参入

株式流通市場における新たな動きとしてもう1つ注目されるのが個人投資家による株式市場への参加が拡大していることである。その立役者となったのが株式投資アプリ「ロビンフッド」を提供するロビンフッド・マーケットである<sup>25)</sup>。2013年創業の同社は、売買手数料無料で少額から投資可能なアプリを2015年から提供している。「金融の民主化」という使命を掲げ<sup>26)</sup>、分かりやすく使いやすいサービスを提供し、主に若い層からの支持を集めている。米国フィンテック企業の代表格でもあり、ユニコーン企業としても注目を集めていた。同社は、2021年7月にナスダック市場への上場を果たした。

手数料無料というロビンフッドのビジネスを支える収益源は主に5つある<sup>27)</sup>。1つ目は、無料サービスとともに提供する有料の付加サービスからの収入である。2つ目は、注文回送からのリベート収入である。前述のよ

24) 自らの売買が価格に影響を与えることであり、一種の取引コストと認識される。

25) ロビンフッドについて、詳しくは清水による一連の研究（清水 [2020a], [2020b], [2021a], [2021b]）を参照。

26) ロビンフッド創業の背景には、金融危機後の「ウォール街を占拠せよ（Occupy Wall Street）」運動がある。一部の富裕層が金融市場からの利益を独占的に取得していることが格差拡大につながったという認識のもと、誰もが株式取引をできる環境を整備して金融を民主化したいという思いが、同社設立のモチベーションであったとされる。

27) 清水 [2020a] を参照。

うに、米国株式市場には、複数の証券取引所と多数のATSが存在するほか、証券会社等による取引所外での付け合わせなど、多様な取引の場が存在する。それらは顧客注文の獲得をめぐる激しい競争を展開しており、注文の回送に対してリベートを支払うことで受注を競うという慣行がある。このペイメント・フォー・オーダー・フローと呼ばれるリベートが有力な収入源となっている。3つ目は、スウィープ口座からの金利収入である。顧客から預かった証券口座の余剰資金をグループ内の銀行口座にスウィープし、これを短期金融市場で運用することで利鞘収入が得られる。4つ目は、信用取引からの金利収入である。5つ目は、銀行と提携して提供するデビットカードから生じる手数料収入である。

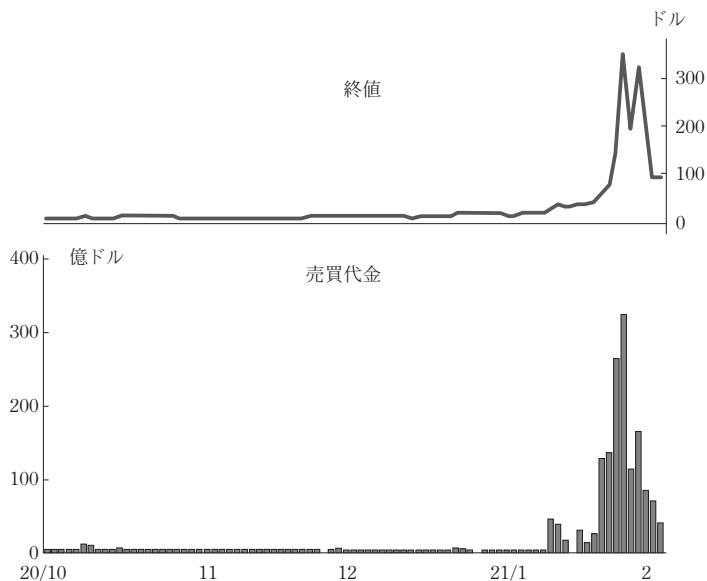
アプリ「ロビンフッド」を利用してスマートフォンで株取引をする若年投資家は、ロビンフッターと呼ばれる。このロビンフッターが社会の注目を集めた事件が2020年末から2021年にかけて発生したゲームストップ株騒動である<sup>28)</sup>。これはSNSで結託したロビンフッターたちがヘッジファンドを打ち負かした出来事として記憶されている。ゲームストップは、アメリカにおいてゲーム機やゲームソフトの小売を業務とする販売チェーン店であり、ネットを通じた販売への取り組みが遅れ、株価は低迷気味であった。そのためヘッジファンドの中には株価の下落を見込んで空売りを仕掛けているものも多かったと言われる。

ヘッジファンドのこの行動に気づいた投資家の中には、ヘッジファンドの空売りへの対抗を意図し、投資SNSである「レディット」の掲示板「ウォールストリート・ベッツ」でゲームストップ株の購入を呼び掛ける者がいた。この呼びかけに応じた多数の個人投資家がロビンフッドを使って実際にゲームストップ株の購入に動いた結果、ゲームストップの株価は2020年末の20ドル程度から1月27日には348ドルへと短期間で高騰したのであ

---

28) ゲームストップ株騒動については、木内 [2021]などを参照。SECは、この騒動に関する報告書を2021年10月18日に公表している (SEC [2021])。この報告書の紹介としては、吉川 [2021]がある。

図表11 ゲームストップ株の終値と売買高の推移(日足)



出所 『日本経済新聞』電子版, 2021年2月5日を筆者が一部修正。

る (図表11)。

空売りをしていたヘッジファンドであるメルビン・キャピタルは、株価上昇によって高値での買い戻しを迫られ3割の資産が失われたとされる。結局、メルビンは、シタデル等他のヘッジファンドに救済される事態となり、一般の個人投資家がプロのヘッジファンドを打ち負かした出来事として注目を集めたのである。もっとも、その後1月28日にロビンフッドは株式の購入を制限する措置を導入し、ゲームストップの株価は急落した。ロビンフッドは、買いポジションの激増によって清算機関から求められる保証金の額が増加してしまい、やむを得ず取引を制限したと説明した。これに対し、投資機会を奪われたロビンフッターたちの怒りが爆発し、下院金融委員会（2月18日）及び上院銀行委員会（3月9日）で公聴会が開かれる事態にまで発展したのである。コロナ禍の米国において、個人投資家に

よる株式取引の増加が指摘されていたが、ゲームストップ株騒動はその象徴的な事例として記憶される出来事となろう。

## 5. むすびにかえて

本稿では、金融危機後の米国株式市場を対象として、金融化の進展という観点から概観してきた。最後に、その検討結果を論点提示という形でまとめることとしたい。

第1の論点は、長期にわたる株高をどう見るかという点である。特に、金融危機後の実体経済は、「長期停滞」と呼ばれる事態が続いたが、株価や時価総額は増加を続けた。コロナ禍においても経済活動の制限やロックダウンによって、やはり実体経済は低迷を続けるものの、この間も株価は上昇を続けた。この背後には、いわゆる「金余り」という事態があると見られる。もっとも「金余り」という事態と関連があるとしても、それが金融緩和によって生じたのか、あるいは大衆的貯蓄の形成が進んだためか、もしくは海外からの資金流入によるのかなど、発生要因と株高につながる論理の解明が必要となろう。

第1の論点と関連するのが、ダイレクト・リスティングやSPACといったユニークな形態の上場事例の発生・増加やユニコーンの増加をどう見るかという第2の論点である。これらもまた、いわゆる「金余り」という事態が関連していると考えられる。そうであるならば、その発生要因とここで見てきた現象との論理的なつながりの解明が明らかにされる必要があるであろう。

第3の論点は、中央銀行の役割をどう見るかという点である。金融危機を受けてFRBは、金融緩和に転じた。積極的な資産購入に動き、FRBのバランスシートが急拡大したことは記憶に新しいところである。低金利環境の継続に大きな役割を果たし、結果として株高や資産価格の上昇を後押ししたと考えられる。また、本稿で触れることはできなかったが社債をはじ

めとした企業債務の増加にも寄与していると見られる。コロナ禍においてもFRBは積極的な対応に動き、それが金融資産残高の伸びに貢献している。このように捉えると、金融化の進展を背後で支える役割を中央銀行が担っているとも解釈できる。

第4の論点は、個人投資家の株式市場への関わりをどう見るかという点である。金融危機前は、投資信託等の保有を通じて家計は金融市場への関わりを高めてきたとされる。金融危機後は、特にコロナ禍の2020年以降で顕著となるが、個別株やオプションへの投資といったより直接的な形で関わるような傾向が見られる。この背後には情報技術を武器に安価で使いやすいサービスを提供するフィンテックの台頭が指摘される。以前よりも容易に株式取引ができるようになったことはポジティブに評価されるべきであろうが、投機的な取引に伴うリスクに個人が巻き込まれることの危うさもある。今後この傾向がどう進むか、注視する必要があるであろう。

以上、本稿では米国における金融危機後の金融化の進展について、特に株式市場の動向に関して検討してきた。金融資産残高の増大という観点からは、金融危機後も徐々にではあるが、金融化は進行してきたと見ることができるのではないかというのが本稿の見方である。上記で整理した諸論点のより詳細な検討については、今後の課題としたい。

## 〈参考文献〉

- 岩谷賢伸 [2008] 「米国におけるSPACの活用を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008, Winter。
- 太田珠美 [2021] 「米国で過熱するSPACのIPOはバブル？新常态？」＜コラム＜レポート・コラム＞大和総研。URL : [https://www.dir.co.jp/report/column/20210216\\_010611.html](https://www.dir.co.jp/report/column/20210216_010611.html), 2021年12月20日アクセス。
- 大塚剛士 [2014] 「米国市場の複雑性とHFTをめぐる議論」『JPXワーキング・ペーパー』（日本取引所グループ）7月。
- 岡田功太・吉川浩史 [2018] 「米財務省による資本市場の包括的な規制・制度改革提言」『野村資本市場クォーターリー』2018, Winter。
- 奥山大輔 [2017] 「新興企業の資金調達を支援する米財務省の規制改革案」三菱UFJ証券ホールディングス株式会社『制度調査月報』2017年2月号。
- 小倉将志郎 [2016] 『ファイナンシャルゼーション:金融化と金融機関行動』桜井書店。
- 神山哲也・岡田功太 [2021] 「変貌を遂げる米国のIPO」『野村資本市場クォーターリー』2021, Winter。
- 木内登英 [2021] 「個人投資家が揺るがず米国株式市場」＜木内登英の経済の潮流＞NRI JOURNAL＜NRI。URL : <https://www.nri.com/jp/journal/2021/0210>, 2021年12月20日アクセス。
- 北原徹 [2017] 「ポスト・リーマンの米国金融と金融肥大化の終焉」『立教経済学研究』第71巻第2号。
- 小林陽介 [2015] 「米国における産業の再編と経済の金融化」北海道大学大学院経済学研究科博士学位請求論文。
- 小林陽介 [2021] 「グローバル金融危機後の米国社債市場の構造変化」証券経営研究会編『現代金融資本市場の総括的分析』日本証券経済研究所。
- 佐賀卓雄 [2019] 「アメリカ株式市場における公募・私募の曖昧化について」『証券経済研究』第108号。
- 佐賀卓雄 [2020] 「直接上場（ダイレクト・リスティング）について」『証券レビュー』第60巻第2号。
- 佐藤潤宜 [2021] 「米国におけるSPACの最近の動向について」『月刊資本市場』No.433。
- 清水葉子 [2015] 「アメリカの証券市場構造とHFT」『証券レビュー』第55巻第11号。
- 清水葉子 [2018] 「ダーク・プールとその規制について」『証研レポート』No.1708。
- 清水葉子 [2020a] 「アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル」『証



- 研レポート』No.1720。
- 清水葉子 [2020b]「ロビンフッド証券のビジネスと注文回送リポートについて」『証研レポート』No.1720。
- 清水葉子 [2021a]「ペイメント・フォー・オーダー・フローはどこから来るのか」『証研レポート』No.1726。
- 清水葉子 [2021b]「ロビンフッド証券のIPO書類から見る収益状況」『証研レポート』No.1728。
- 原田哲志 [2020]「多様化する株式市場への上場手段を考える—IPOに代わる上場手段『SPAC』、『ダイレクトリスティング』<株式<資産運用・資産形成<シンクタンクならニッセイ基礎研究所。URL: <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=66204?pno=1&site=nli>, 2021年12月20日アクセス。
- 福田徹 [2014]「HFT（高頻度取引）の株式市場における存在感および影響に関する日米比較～最近発表された論文等に基づきながら～」『証券レビュー』第54巻第8号。
- 福本葵 [2018]「スポンジファイの行ったDirect Listing（直接上場）」『証研レポート』No.1708。
- 保志泰・横山淳・太田珠美 [2014]「HFTを巡る議論の動向」<2014年の金融・証券市場・資金調達レポート<金融・証券市場・資金調達<金融資本市場分析<レポート<コラム<大和総研。URL: [https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20140512\\_008512.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20140512_008512.html), 2021年12月20日アクセス。
- 松本朗 [2020]「岐路に立つ国際金融秩序：リーマン・ショック後10年、懸念増す金融の不安定性」『ウォール・ストリート支配の政治経済学』文眞堂。
- 吉川真裕 [2016]「HFTとダーク・プールに対する規制状況—規制状況の国際比較」『証券経済研究』第94号。
- 吉川真裕 [2019]「米国における上場企業数の減少～SIFMAの報告書に見る実態」『証研レポート』No.1715。
- 吉川真裕 [2021]「ゲームストップ株式をめぐる問題～SECの報告書に見る実態」『証研レポート』No.1729。
- 若園智明 [2019]「米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場」『証券経済研究』第107号。
- Epstein, G.[2005], “Introduction: Financialization and the World Economy,” in G.Epstein,ed., *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO) [2011],

*Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency Final Report*, October.

Krippner, G.[2011], *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise Finance*, Harvard University Press.

Lapavitsas, C. and I. Mendieta-Muñoz [2018], "Financialization at a Watershed in the USA", *Competition & Change*, Vol 22, Issue 5.

Palley, T. I.[2013], *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*, Palgrave Macmillan.

U.S. Department of treasury [2017], *A Financial System That Creates Economic Opportunities: Capital Markets*, October.

U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) [2021], *Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021*, October.

## The Progress of Financialization after the Global Financial Crisis Focusing on the Equity Market in the United States of America

Yosuke KOBAYASHI

### 《Abstract》

The purpose of this paper is to trace the progress of financialization after the global financial crisis, focusing on the equity market in the United States of America.

Following the global financial crisis, the number of shares issued has increased, stock prices continued to go up and market capitalization has increased. In short, the balance of financial assets has increased. In the primary market, the number of direct listings has increased while SPAC deals have surged. These phenomena suggest that the economy has excess funds to be invested. In the secondary market, the use of dark pools and equity investment by individual investors have both increased. Individual investors' involvement in financial markets is deepening.

The financialization of the US Economy has gradually progressed since the global financial crisis in that the balance of financial assets has increased. In addition, it should be noted that equity investment by individual investors has been increasing since before the financial crisis. The following points are important when considering financialization after the financial crisis; long-term stock price rise, increased unique IPOs, the increasing role of central banks and financial speculation of individual investors.

