

# E\*トレードとサブプライムローン

伊豆 久

はじめに

本誌二〇一〇年一〇月号の拙稿「金融危機下の米国ネット証券」では、チャールズ・シュワブを中心に、最近の米国大手ネット証券の動向を概観した。ここでは、前回拙稿では十分に紹介できなかったE\*トレードに焦点をあてることとする。

シュワブが、資産管理業務に注力することで安定した収益基盤を築き、今回の金融危機からの影響を比較的小さく抑えることができたのに対して、E\*トレードは、銀行業務に進出していたため住宅バブル崩壊の影響を直接受けることとなった。現在は、投資ファンドの出資を受けて経営再建中である。同社の銀行業務はどのようなものであり、どこに問題があったのか、年次報告書からその概要を検証してみたい。それによってサブプライムローン問題の一端を、改めて明らかにすることもできると思われる。

## 1 銀行業への進出

E\*トレードは、一九八二年創業の証券取引システム開発会社「TradePlus」を前身とし、九二年に設立された証券会社、金融サービス会社である（社名はE\*Trade Securitiesから、E\*Trade Groupを経て現在E\*Trade Financial）。ディスカウントブローカー業界最大のシュワブが、ネット取引進出後も店舗網を維持・拡大してきたのと対

照的に、Eトレードは店舗をもたず、先端的な情報処理技術と低価格でのサービス提供を武器に業容を拡大してきた。九六年にナスダックに上場、シユワブに次ぐシェアを占めるに至り、九〇年代後半にはITバブルを象徴する銘柄の一つとなった。

ITバブルが崩壊した二〇〇一年には、証券取引関連収入の落ち込みにより赤字に転落するが、翌年には黒字に転換、以降、〇六年まで増収増益を続けている(図表1)。その原動力となったのは、あいつぐ買収による銀行業務への進出である。〇〇年一月にネットバンクのテレバンク(Telebank)、同年五月には約九六〇〇のATMを展開するCDS(Card Capture Services)、翌〇一年二月にネット住宅ローン会社であるローンズダイレクト(LoansDirect)を買収している<sup>1)</sup>。

Eトレードは、こうした金融機関を傘下におさめ、まず、クロスセリングを推進していく。証券顧客に預金(SDA:Sweep Deposit Account)や住宅ローン・消費者ローンを薦め、銀行顧客には証券取引を薦める

図表1 収入と純利益

(100万ドル)

	1995	96	97	98	99	2000	01	02	03	04
証券取引	21	44	110	162	356	739	407	519	567	602
マージン金利	1	5	25	56	122	240	220	169	134	158
その他	2	3	8	27	143	274	324	179	178	164
銀行部門	0	0	0	0	0	115	324	459	605	604
収入合計	23	52	143	245	621	1,368	1,275	1,326	1,484	1,528
純利益	3	-0.8	14	-0.7	-54	19	-242	256	203	380

	05	06	07	08	09	10
売買手数料	458	625	694	516	548	466
マーケットメイク	99	110	103	85	88	110
サービス手数料	135	137	258	200	193	154
ローン・証券売却損益	99	56	-2,450	-195	80	156
その他	94	136	47	53	48	52
純金利収入	871	1,400	1,609	1,268	1,261	1,244
貸倒引当金	-54	-45	-640	-1,584	-1,498	-910
収入合計	1,703	2,420	-379	343	720	1,272
純利益	430	629	-1,442	-512	-1,298	-26

(注) 年度末は2000年までは9月末、01年以降は12月末。10年は上半期の数値を2倍したもの。  
(出所) Form 10K各年号より作成。

というもので、それは一定の成功を収めた。早くも〇一年の段階で、預金の三六%、新規貸付の二〇%が、クロスセリングによるものであると報告されている (Form 10K for 2001, p. 12)。

しかしながら、ネット銀行の場合、コストの抑制によって預金金利を引き上げ、預金を獲得することは比較的容易であつても、課題となるのは運用先の確保である。店舗をもたずに融資先企業を開拓していくことは不可能に近い。そこで同社がとつた方法は、第一に住宅ローン等の融資債権の流通市場での購入であり、第二にMBS (住宅ローン担保証券) への投資、第三に買収した住宅金融会社 (買収後、Eトレードモーゲージに改称) を通じた住宅ローンの提供であつた。

こうした銀行業務への注力の結果、Eトレードは、二〇〇〇年代初めのITバブル崩壊の痛手から短期間に回復し、さらにその後おとずれた住宅バブル期には業容を急拡大させるとともに、銀行業務のウエイトを急速に上昇させる。二〇〇六年には金利収入が収益の五七・六%を占め、証券売買手数料 (マーケットメーカーを含む) の三〇・四%を大幅に上回るようになったのである (図表1)。金利収入の基盤となるバランスシートについて見てみよう。

## 2 バランスシートの特徴

### ① バランスシートの概観

金利収入の源である資産の構成を図表2で見よう。

資産のうち融資が四八・九%、MBSが二五・四%、その他証券 (ABS、社債等) が六・四%を占めている (二〇〇六年度平残、有利子資産のみ)。マージンローンなどの比率は小さく、同社の金利収入のほとんどが従来

の主力業務であるブローカレッジからは独立した銀行業務によるものであることがわかる。その融資の内訳を示したものが図表3である。八六%が不動産ローンで、個人向け住宅ローンとホームエクイティローンが半分ずつを占めている。

負債の側を見てみよう。預金はCD（譲渡性預金）を含めても五割に届かず、二五・六%がレボ等の借入れによってまかなわれている。預金に加えて市場での借入れを繰り返すことで、住宅ローン関連資産を増大させていることがわかる。

レボによるレバレッジの拡大、それによる住宅ローン関連資産の増大という特徴は、今回の金融危機で苦境に

図表2 貸借対照表

(2006年度平残、100万ドル)

資産	融資	22,194	48.9%
	マージンローン	6,680	14.7%
	商品有価証券 (MBS)	11,544	25.4%
	商品有価証券 (その他)	2,887	6.4%
	トレーディング証券	132	0.3%
	現預金	1,227	2.7%
	株式担保貸出	714	1.6%
	合計	45,378	100.0%
負債	預金	20,407	47.7%
	CD	536	1.3%
	証券口座預かり金	6,329	14.8%
	レボ他借入	10,980	25.6%
	米連邦住宅金融金庫 (FHLB) 借入	3,488	8.1%
	株式担保借入	1,068	2.5%
	合計	42,808	100.0%

(注) 無利子のものを除く。

(出所) Form 10K for 2006, p. 28.

図表3 融資内訳

(2006年末、100万ドル)

不動産ローン	22,679	86.0%
住宅ローン	10,870	41.2%
ホームエクイティローン	11,809	44.8%
消費者向け他	3,374	12.8%
RV車	2,292	8.7%
船舶	652	2.5%
商業	219	0.8%
クレジットカード	129	0.5%
自動車	78	0.3%
その他	4	0.0%
未償却プレミアム	388	1.5%
貸倒引当金	-68	-0.3%
合計	26,373	100.0%

(出所) Form 10K for 2006, p. 101.

陥った大手投資銀行と共通するものである。それは、金利が低下しつつ住宅価格が上昇している時期には大きな利益をもたらすが、金利が上昇し住宅価格が下落し始めれば経営の土台を揺るがすことになる。

## ② 融資債権の売買

通常、銀行は、融資をおこない（自社で融資を組成し）、それを満期まで保有し、元利金の回収も自らおこなう。しかしEトレードの場合、自社で組成された融資よりも、他者から購入した融資債権のほうが大きく、またそれらは短期間で売却されている。元利金の回収業務（サービシング）も他社に委託されている。その状況を見てみよう。

年次報告書で公表されているデータが年度によって異なるため、連続した数値を確認することはできないが、図表4・5・6から以下のことがかかる。まず、銀行業務に参入した直後の二〇〇二～〇四年には、毎年、期末残高を上回る融資債権が新たに取得されている。例えば〇二年末の融資残高は七四億ドルであるが、〇三年には一九一億ドルもの新規の融資債権が加えられている。取得した債権が自社で組成されたものか、他社から購入されたものであるかの内訳は、〇六～〇七年末残高についてしか公表されていないが、それによると、八割以上が他社からの購入分であり、自社で提供した融資は二割以下にとどまっている。つまり、Eトレードは、供給チャンネルがネットに絞られていたこともあり自社でのローンの組成には限界があり、多くを市場からの購入に依存

図表4 融資残高の増減要因

(100万ドル)

	2002年	2003年	2004年
増加要因 (= 組成 + 購入)	15,243	19,147	13,132
減少要因			
売却	12,012	13,516	6,736
組成債権	6,000	9,401	4,340
購入債権	6,012	4,115	2,396
返済	3,948	3,886	3,723
その他の要因	NA	20	-19
融資残高 (期末)	7,366	9,131	11,785

(出所) Form 10K for 2004, p. 12, p. 86.

していたのである。

そして、こうした積極的な債権の購入の一方で、その転売もまた活発におこなわれている。○二年には新規取得債権の約八割、○三年も約七割に相当する債権が売却されている。売却債権の内訳は、いずれの年においても自社で組成したもののほうが大きい（図表4・5）。融資債権のポートフォリオとしての分散を図るためではないかと推測される。また、自社組成成分については、一定の売却益を獲得することもできていた。

さらに、返済額も○二～○四年には、毎年四〇億ドル近く発生している（図表4）。不動産ローンの平均残存期間が超長期（○三年末時点で二七年一〇ヶ月）であるにもかかわらず、残高の三割以上が毎年返済されているのは、住宅ローンを借りている側で、積極的な借換え（期限前償還）がおこなわれていたことを示している。住宅ローンを組んで返済を数年続ければ個人の信用リスクを示すFICOスコアを改善し、より有利な条件で新たな住宅ローンを組めるためであろう。

以上のような融資債権の売買状況を見ると、Eトレードの銀行業務は、通常イメージされる銀行業務とはかなり異なっていることがわかる。融資債権は多くが市場で買い入れられており、またその転売（返済も含めて）の回転率は非常に高い。預貸業務というより、不動産ローンを投資対象とする元本保証型のファンドに近いかもしれない。資産の積極的な入れ替えは、売却益の追求とともに、先述の分散効果を含めたりリスク管理を目的とした

図表5 債権売却額・売却益

(100万ドル)

		2005年	2006年	2007年
売却額	組成債権	2,728	908	1,355
	購入債権	1,029	590	885
	合計	3,757	1,498	2,240
売却益	組成債権	55	12	5
	購入債権	-1	-7	-9
	合計	54	5	-4

(出所) Form 10K for 2007, p. 108.

図表6 不動産ローンの獲得チャネル

(残高、100万ドル)

	2006年末	2007年末
自社で組成	3,459	3,865
他社から購入	19,221	23,543
合計	22,680	27,408

(出所) Form 10K for 2007, p. 53.

ものであったと思われる。

ところが、融資債権の売却額は、二〇〇二～〇三年の一〇〇億ドル超から〇四年には六七億ドルへ、さらに〇五年以降は三七億ドル、一五億ドルと大幅に減少し、結果として残高が増加している。住宅ブームを背景に、バランスシートを拡大させたのである。そしてそれが、後述するように、バブル崩壊後大きな負の遺産となるのである。

### ③ 有価証券投資

次に有価証券投資について見てみよう。

保有有価証券ではMBSが大半を占めている。そのほとんどはファニメイ等の政府系機関によって保証されたものであり、その格付けは非常に高い（図表7）。その他に、ABS（資産担保証券）を二億ドル保有しているが、二〇〇六年の年次報告書ではABSとしか開示されておらず、またその格付けも、AやBBBのものもあるが、投資適格でないものはごくわずかにとどまっている。しかしながら、このABSこそが、Eトレードを破綻の淵に追いやる元凶となるのであるが、それについては後述する。

こうしたバランスシートから、Eトレードは二〇〇六年まで増収増益を続けていたのであるが、事態は〇七年夏に一変する。

### 3 ABS二億ドルの損失〜二〇〇七年秋

サブプライム問題は、二〇〇七年の夏、いわゆるパリバショック（パリバ傘下のヘッジファンドが償還停止を発表）によって顕在化するが、Eトレードも、同年六〜九月期に貸倒引当金を一億八七〇〇万ドル、有価証券評価損を一億九七〇〇万ドル計上し、五八〇〇万ドルの最終赤字に陥る。しかしながらこの時点では、自己資本は四一億ドル、自己資本比率も一〇・五五%あり、経営を揺るがすような状況とは考えられていなかった。ブローカレッジ業務などでは増収が続いてもいたのである。

しかしながら、一月九日に事態は一転する。同社は、保有する三〇億ドルのABSに大幅な価格下落が生じていること、そのなかにはCDOが含まれ、かつ、AAAから投機的格付けに格下げされたものがあることを公表する。そしてその二〇日後には、投資ファンド大手のシタデル（Citadel Investment Group）に当該ABSを八億ドルで売却し二二億ドルの売却損を計上するとともに、同社から合計二五億ドルの資本注入を受けることを発表したのである。<sup>(2)</sup>つまり、Eトレードが保有していたABSはその価値の約四分の三が失われていたことになり、このABSは、サブプライムローンを原資産とするCDOであったと推測される。売却損二二億ドルは自己資本のおよそ半分に相当するため、単独では到底吸収できず、外部からの資本注入が必要になったということであろう。

二〇〇七年末はメリルリンチやモルガンスタンレーなど大手投資銀行も保有するABS―CDOの評価損を計上し、外部からの資本注入を余儀なくされた時であった。Eトレード

図表7 保有有価証券

(2006年末、100万ドル)

	AA以上	A	BBB	投機的	格付けなし	合計
MBS	10,531	4	10	5	3	10,553
ABS	948	781	453	23	34	2,239
社債・地方債など	1,412	63	31	0	0	1,506
合計	12,891	848	494	28	37	14,298

(出所) Form 10K for 2007, p. 59.

ドも同様の事態に陥ったのである。

もう一度、図表7で保有有価証券を見てみよう。これは〇六年末時点の残高であるため、ABSは二二億ドルであるが、その後〇七年上半期に買い増されたものと思われる。それでも、保有証券のほとんどは政府系機関の保証するMBSであり、それには全く問題はなかったのである。ABSは、保有証券の約一六%、融資債権を含めた有利子資産に対してはわずか約六%にすぎなかったにもかかわらず、一瞬にしてEトレードの経営を揺るがすことになったのである。

EトレードのABS投資は、二〇〇五年末の時点では一三億七千万ドルであり、〇六年の一年間で五八%も増加している。これについて同社の〇六年版年次報告書は、二〇〇六年末の有価証券保有額全体の増加(約九%)は、「主としてABSポートフォリオの拡大によるものである」とした上で、「当社は、バランスシートの拡大を目指して、MBSとABSを二〇〇五年のように売却しないことを決定した」と述べている(Form 10K for 2006, p.46)。住宅バブルの頂点に向かって、ABS—CDOへの投資を拡大させてしまったのである。

この結果、〇七年の年次決算は一四億ドルの赤字に陥るが、しかし、同社のサブプライム関連の損失はこれにとどまらなかった。証券化商品の損失に続いて、翌年、翌々年に今度は、住宅ローン債権への巨額の引当金が必要となったのである。

#### 4 不動産ローンへの貸倒引当金の計上(二〇〇八・〇九年)

貸倒引当金の計上額は、二〇〇八年に一六億ドル、〇九年にも一五億ドルに達し、その結果、年間最終損益もそれぞれ五億ドル、一三億ドルの赤字となった。

住宅バブル期の二〇〇五、〇六年末の貸倒引当金残高は、融資残高の〇・三％と極めて低い水準にあったが、〇七年には融資残高の〇・八％に相当する二億三〇〇〇万ドルを直接償却、それは〇八年には四％、〇九年には七％を超えるに至る。それにあわせて巨額の貸倒引当金を計上する必要に迫られたのである（図表8）。

同社の保有する融資債権にはサブプライムローンが多く含まれていたのであろうか。

その点に関して同社の二〇〇七年度の年次報告書は「一般的に、当社は、サブプライムローンを組成または購入しバランスシートに保有することはなかった。しかしながら、不動産ローンの多額のプールを購入する通常の過程において、不可避免的に、わずかな量のサブプライムローンを抱えることになった。二〇〇七年一二月末時点で、サブプライム不動産ローンは、当社の不動産ローンポートフォリオ全体の〇・二％以下である」（p.44）としており、同じ文言が〇八年度版にも記されている（p.57）。

FICOスコア別のローンポートフォリオを見てみると、確かに、〇五年から〇八年末までいずれの時点をとってもサブプライムローン（同社の定義は六二〇未満）は〇・一〜〇・二％とごくわずかである（図表9）。しかし、これはローン組成時のFICOスコアである。〇八年には、住宅ローンで残高の一・四二％、ホームエクイティローンで八・一九％に相当する貸倒引当金を積んでいるわけであるから、組成時のスコアが信頼性に欠けていたことは明らかである。実際、〇八年末の保有債権を〇九年末時点で再評価すると、図表9の再評価欄が示すようにスコアは大幅に低下し、サブプライムの比率は住宅ローン

図表8 融資残高と貸倒引当金残高

(100万ドル)

	2005		2006		2007		2008		2009		2010 (上半期)	
直接償却額	56.8	0.3%	61.8	0.2%	227.7	0.8%	1,043.0	4.1%	1,442.2	7.1%	735.5	4.3%
引当金計上額	54.0	0.3%	45.0	0.2%	640.1	2.1%	1,583.7	6.3%	1,498.1	7.4%	585.6	3.4%
貸倒引当金残高	63.3	0.3%	67.6	0.3%	508.2	1.7%	1,080.6	4.3%	1,182.7	5.9%	1,032.0	6.0%
融資残高	19,164.6	100.0%	26,052.2	100.0%	30,231.1	100.0%	25,295.7	100.0%	20,178.1	100.0%	17,135.0	100.0%

(出所) Form 10K for 2009, p. 67, Press Release, July 22, 2010.

で九・四％、ホームエクイティローンで一・六％と急騰している。

同社のローンのリスクは、金利タイプからも見て取ることが出来る。変動金利型が六八％と非常に高いのである(図表10)。米国の住宅ローンの借り手は、金利リスクを避けるため、固定金利でローンを組むのが一般的である。しかし、住宅バブル期には、当初の二年間を低い固定金利で、残りの二八年間を割高な市場連動金利で支払う「二／二八」などといった住宅ローンが、多く組成されるようになった。ローン会社には当面の低い金利を売り文句に顧客を獲得する狙いがあり、借り手の側では、当初の返済によるクレジットスコアの改善と保有する住宅の担保価値の上昇を前提に、二年後のプライムローン(コンフォォーミングローン)への借換えが期待されたのである。しかし、住宅価格の上昇が止まると、予定していなかった高金利(変動金利)

図表9 融資残高のFICOスコア別シェア

(100万ドル)

	住宅ローン							
	2006年末		2007年末		2008年末		2008年末残高を 2009年末時に再評価	
720以上	7,370	67.8%	10,374	66.9%	8,681	66.9%	8,458	65.2%
700-719	1,411	13.0%	2,089	13.5%	1,750	13.5%	1,073	8.3%
680-699	1,073	9.9%	1,586	10.2%	1,343	10.3%	871	6.7%
660-679	619	5.7%	944	6.1%	784	6.0%	646	5.0%
620-659	382	3.5%	504	3.2%	413	3.2%	717	5.5%
620未満	13	0.1%	11	0.1%	9	0.1%	1,215	9.4%
	10,868	100.0%	15,508	100.0%	12,980	100.0%	12,980	100.0%

	ホームエクイティローン							
	2006年末		2007年末		2008年末		2008年末残高を 2009年末時に再評価	
720以上	7,059	59.8%	6,993	58.8%	6,006	60.0%	5,540	55.3%
700-719	1,802	15.3%	1,899	16.0%	1,591	15.9%	1,029	10.3%
680-699	1,435	12.2%	1,668	14.0%	1,379	13.8%	867	8.7%
660-679	830	7.0%	757	6.4%	596	5.9%	648	6.5%
620-659	659	5.6%	566	4.8%	433	4.3%	770	7.7%
620未満	24	0.2%	18	0.2%	12	0.1%	1,164	11.6%
	11,809	100.0%	11,901	100.0%	10,017	100.0%	10,018	100.0%

(出所) Form 10K for 2007, p. 53, for 2008, p. 57, for 2009, p. 64.

での返済が始まり、債務不履行に陥る借り手が続出したということであろう。

同様のことが保有するローンのビンテージ（組成年）からも推測できる（図表11）。ローンの満期期間は前述のように非常に長いにもかかわらず、ビンテージで見ると二〇〇五年以降の住宅バブル期のものに大きく偏っている。不動産価格の上昇を前提に組まれたローンが多い時期であり、価格の上昇が止まれば不良債権となるものが多かったのである。

### おわりに

低価格でのネット取引を中核ビジネスとしていたEトレードは、ITバブルのピーク時に銀行業に進出し、金利収入をもう一つの大きな収益源とすることで、相場動向に左右されない安定した経営を実現したはずであった。しかしながら、住宅バブル期にバランスシートを拡大し、そのなかにABS-CDOが含まれていたこともあって、バブル崩壊後、一気に経営危機に陥ることになってしまった。数十年に一度の金融危機に備えることは容

図表10 融資残高の金利タイプ別内訳

(100万ドル)

		2006年		2007年	
変動金利	住宅ローン	5,426	20.6%	11,853	39.1%
	ホームエクイティローン	8,005	30.4%	8,368	27.6%
	消費者ローン他	348	1.3%	364	1.2%
	小計	13,779	52.3%	20,585	67.9%
固定金利小計		12,553	47.7%	9,747	32.1%
合計		26,332	100.0%	30,332	100.0%

(出所) Form 10K for 2007, p. 107.

図表11 融資残高の組成年別内訳

(100万ドル)

	住宅ローン				ホームエクイティローン			
	2006年末		2007年末		2006年末		2007年末	
2003年以前	1,044	9.6%	845	5.4%	1,176	10.0%	901	7.6%
2004年	2,081	19.1%	1,669	10.8%	1,610	13.6%	1,157	9.7%
2005年	3,657	33.6%	3,084	19.9%	3,583	30.3%	2,790	23.4%
2006年	4,088	37.6%	5,829	37.6%	5,440	46.1%	5,761	48.4%
2007年	—	—	4,079	26.3%	—	—	1,292	10.9%
合計	10,870	100.0%	15,506	100.0%	11,809	100.0%	11,901	100.0%

(出所) Form 10K for 2007, p. 53.

易ではないが、バランスシートに依存する経営に必要なリスク管理が十分でなかったと言わざるをえないであろう。

注

(1) ローンズダイレクトの二〇〇〇年の融資額は約一八億ドル (*Los Angeles Times*, January 12, 2001)。

(2) 以上は、二〇〇七年一〇月一七日付、十一月九日付、十一月二十九日付、同社プレスリリースによる。

(いず ひさし・客員研究員)