

ビジネスモデルの変革を進めるサリーメイ

宮本 佐知子

■ 要 約 ■

1. SLM Corp. (通称サリーメイ) は、米国で教育ローンなど大学進学に関わる資金調達を総合的にカバーする一大メガ企業である。同社は当初、連邦教育ローン市場の発展を目指す連邦政府支援企業 (Government-Sponsored Enterprises: GSE) として設立されたが、その後、完全民営化された。現オバマ政権は、連邦政府による学生支援制度の改革を進めており、高収益性が注目を集めていたサリーメイのビジネスモデルは変革を迫られている。本稿では、近年のサリーメイを取り巻く急激な環境変化や金融危機後の米国教育ローン市場の動向を整理し、サリーメイの対応を報告する。
2. 政府による学生支援制度を始め、米国の状況はわが国とは異なる点も多いことは事実であるが、大学授業料の上昇トレンドや家計の大学教育資金ニーズの高さなどは共通する。大学教育資金調達を総合的にカバーするサリーメイの動向は、わが国金融機関のリテールビジネスにとっても示唆に富むのではないだろうか。

I. これまでの経緯

サリーメイは、1972年にGSEとして設立された。当初の目的は、連邦教育ローン制度の一種であるFFELP(政府保証民間ローン)に関わる金融機関から、ローン債権を買い取ることで教育ローン流通市場を発展させ、金融機関への資金供給を円滑にさせることであつた。その後、教育ローン流通市場の整備が進んだことや、受給基準が緩和されローン利用者が増加したことから、連邦教育ローン規模が拡大した。サリーメイも制度の中心的役割を果たしながら、急速に成長を遂げた。

クリントン政権(1993年~2001年)下では、連邦政府による学生支援制度の見直しが進められた。この流れの中で、連邦教育ローンについても既存のFFELPに加えて新たにFDLP(政府直接ローン)を導入することが、1993年の学生ローン改革法(Student Loan Reform Act)で認められた。またサリーメイについても、1996年に民営化計画を承認、1997年にはSLM Holding Corporationが設立され、サリーメイの機能が移転された。当初は1997年から10年かけて完全民営化する予定であつたが、実際にはそれよりも早い2004年末に完

全市民営化され、サリーメイは事業分野の積極的な拡大を進めた。現在サリーメイは、教育ローン市場における最大のオリジネーターであり、サービサーであり、コレクターでもある。また教育ローン関連事業に加えて、2006年には高等教育資金の積立運用企業も買収しており、サリーメイは今や、大学進学に関わる資金調達を総合的にカバーする一大メガ企業となっている。

II. オバマ政権下で迫られるビジネスモデルの変革

完全民営化した企業であるとはいえサリーメイは、常に連邦政府や議会からの注目を集めてきた。その理由として、サリーメイが連邦教育ローン市場で圧倒的地位を占めていたことだけでなく（図表 1）、連邦政府が FFELP に関わる金融機関に対して金利補助や保証料など様々な補助を行うため、FFELP への関与を通じた政府補助を最も手厚く受けていたことが挙げられる。

FFELP の仕組みが導入されたのは 1960 年代半ばであるが、当時は、信用履歴がほとんどなく担保や将来の収入が不確かな学生向けのローン市場に、金融機関の参加を促すことが目的とされていた。しかしその後市場が成熟するにつれて、このようなインセンティブはもはや必要ないとの見方も増えていた。クリントン政権時代には、連邦教育ローン制度として FFELP に加えて新たに FDLP が導入されたものの、その後も FFELP が連邦教育ローンの中心である状況は変わらなかった。

この状況を改革したのが現在のオバマ政権である。2009 年に発足したオバマ政権は、2月 27 日の予算教書の発表において、FFELP と FDLP が並存する連邦教育ローン制度を改革し、今後は全て FDLP へ一本化することや、ペル給付奨学金の大幅な拡充等を提唱した。この提案内容は、同年 7 月から下院で審議が開始され、2010 年 3 月末に医療保険制度教育予算調整法（Health Care and Education Reconciliation Act of 2010）として成立した。この法律により、2010 年 6 月 30 日をもって FFELP は廃止され、7 月 1 日からは FDLP へ移行することになった。

図表 1 FFELP の組成・保有ランキング

FFELP組成額ランキング(2008年度)

順位	金融機関名	金額(億ドル)	シェア
1	SLM Corporation (Sallie Mae)	143	22.6%
2	Citibank, Student Loan Corp	62	9.8%
3	Wachovia Education Finance Inc.	51	8.1%
4	Bank Of America	43	6.8%
5	Wells Fargo Education Financial Ser	39	6.2%
6	JPMorgan Chase Bank	34	5.4%
7	US Bank	23	3.6%
8	EdAmerica	16	2.6%
9	Pittsburgh National Corp (PNC)	13	2.0%
10	SunTrust Bank	11	1.7%
	上位10社合計	435	68.8%
	合計	632	100.0%

FFELP保有額ランキング(2008年度)

順位	金融機関名	金額(億ドル)	シェア
1	SLM Corporation (Sallie Mae)	1415	34.8%
2	Citibank, Student Loan Corp	313	7.7%
3	National Ed Loan Network (Nelnet)	259	6.4%
4	Wells Fargo Education Financial Ser	142	3.5%
5	Brazos Group	141	3.5%
6	Wachovia Education Finance Inc.	123	3.0%
7	PA Higher Ed Asst Auth (PHEAA)	120	3.0%
8	JPMorgan Chase Bank	119	2.9%
9	Student Loan Xpress	111	2.7%
10	College Loan Corp	104	2.6%
	上位10社合計	2849	70.2%
	合計	4061	100.0%

(出所) 米国連邦教育省資料より野村資本市場研究所作成

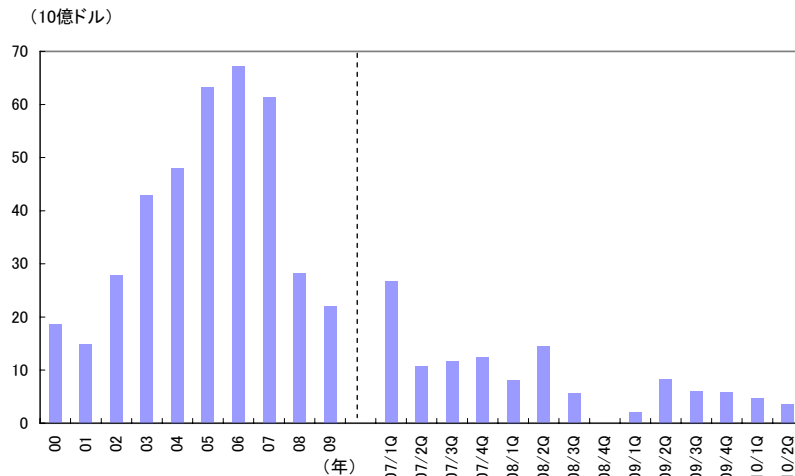
FFELP が廃止されるまでのサリーメイの収入構成は、大まかに言うと 1/3 が FFELP ビジネス、1/3 が民間教育ローンビジネス、残りの 1/3 がその他（大学教育資金積立プランやデフォルト債権の回収手数料など）から成っていた。そのため、FFELP が廃止されることは、サリーメイの収益構造に対して大きな影響を及ぼすものである。このオバマ政権による改革の流れに対し、サリーメイは 2009 年 6 月、連邦教育省と連邦教育ローンのサービサー契約を結び、連邦教育ローンを通じた収益機会を確保することに成功した¹。この契約は、それまで提供された連邦教育ローンに加えて、今後新たに提供される連邦教育ローンも対象としており、期間は 5 年で更に 5 年間の延長が可能である。サリーメイにとってこの契約獲得は、新たな収益基盤作りのために重要であり、この発表を受けて同社株価は（引け後）17% 上昇、オバマ政権が連邦教育ローンを FDLP へ一本化する計画を明らかにする前の水準を回復した。

Ⅲ. 金融危機以降の民間教育ローン市場と変わる競争環境への対応

1. 金融危機とそれ以降の資金調達環境

このように連邦学生支援制度の改革により連邦教育ローン制度が大きく変わる一方で、金融危機が民間教育ローン市場へ及ぼした影響も大きかった²。民間教育ローンの証券化市場が事実上の機能停止に陥り、金融機関が民間教育ローン融資資金を市場から調達することが困難になったからである（図表 2）。また景気減速下では、教育ローンの債務不履行率

図表 2 教育ローン ABS 発行額の推移



(出所) SIFMA 資料より野村資本市場研究所作成

¹ 連邦教育省は AES/PHEAA、Great Lakes Education Loan Service、Nelnet と同様の契約を結んでいる。

² 詳細は宮本 佐知子「機能停止した米民間教育ローンの証券化市場」『週刊金融財政事情』2008 年 9 月 1 日号参照。

が高まるリスクも警戒されるため、民間教育ローンビジネスを縮小または撤退する金融機関も増えていた。例えば業界大手の Bank of America は、2007 年にはサリーメイを買収する投資家グループの一員として名乗りを上げる側であったが、2008 年春に民間教育ローンビジネスから撤退することを表明した。同じく業界大手の Citibank や J.P. Morgan Chase では、採算がとれない大学の学生への融資を停止する動きを見せていた。このように金融機関が教育ローンビジネスから撤退・停止する動きは、民間教育ローンだけでなく FFELP でも増えており、Finaid の集計によると 2009 年 10 月末までに FFELP からの撤退・停止は 182 社、民間学資ローンの停止は 49 社にのぼっていた。

連邦政府は、金融機関が学生の教育資金ニーズに応じられないリスクを回避するため、様々な施策を発表した。これらの施策のうち、民間教育ローン債権を基にした資金調達をも支援する政策は、Term Securities Lending Facility (TSLF) と Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) である。TSLF では当初、トリプル A 格の教育ローン ABS は適格担保の対象外だったが、2008 年 5 月に TSLF が拡充された時に適格担保に含められた（支援対象はプライマリーディーラーに限定）。一方 TALF では、当初からトリプル A 格の教育ローン ABS が対象となっており、支援対象も適格担保を有する全ての米国の投資家へと広げられた。

2009 年に入り金融市場環境が最悪期から脱するにつれて、民間教育ローンに関わる金融機関の資金調達状況もやや改善してきた。サリーメイは、2009 年 1 月に民間教育ローン債権を基にした私募 (Goldman Sachs) により 15 億ドル調達しており、これは民間教育ローン市場では 2007 年 9 月以来となる大規模な資金調達であった。2009 年 5 月には、民間教育ローン ABS で 26 億ドル調達したが、これは同社では 2007 年 3 月以来の調達である。その後も ABS での調達が続いており、調達条件も最悪期に比べれば改善している (図表 3)。

また米国では 2010 年 7 月 28 日、カバードボンド法案 (United States Covered Bond Act of 2010、H.R.5823) が下院金融サービス委員会を通過した。カバードボンドは通常、住宅ローンや公的セクター向けローンを担保資産とするが、この法案では教育ローンも適格担保資産としていることから、この法案が成立すれば教育ローンを手がける金融機関の資金調達環境を改善させるとも見られている。

図表 3 サリーメイの民間教育ローン ABS 調達額と条件

時期	2009年5月	2009年7月	2009年8月	2009年11月	2010年3月
金額 (10億ドル)	2.593	1.027	1.68	0.589	1.55
条件	1 month LIBOR+600	Prime+125	Prime+25	1 month LIBOR+185	1 month LIBOR+325

(注) 全て TALF 適格債。

(出所) SLM Corp.資料より野村資本市場研究所作成

2. 変わる競争環境

金融危機下では多くの金融機関が資金調達難等のために教育ローン市場から撤退またはビジネスを縮小させたが、サリーメイはビジネスを継続させた結果、同社の教育ローン市場でのプレゼンスはむしろ高まることとなった。ただし、資金調達が難しくなる中では、サリーメイも含め金融機関は総じて、教育ローンの融資態度を厳しいものへと変える動きが見られた。例えば、金融危機が発生する前は、クレジットスコアが低い学生も容易に融資を受けられる状況にあったが、金融危機以降はクレジットスコアの高い学生を中心にローンを提供するようになったり、クレジットスコアが低い学生に対しては保証人を求めるようになった。サリーメイは2009年3月、融資条件を変更した新たな民間教育ローン商品である **Smart Option Student Loan** を投入したが、このローンの特徴は、(以前は必ずしも求めなかった) 保証人を必要条件としていることと、また(以前は在学時には繰り延べることができた) 利子返済を在学中から義務づけていることである。これらは借り手からの早期返済やキャッシュフロー見通しを改善させデフォルトリスクを軽減させることから、同商品の投入によってサリーメイは、市場から資金を調達しやすくなると見られている。

一方、金融危機やオバマ政権下での学生支援制度改革という大きな環境変化への対応を迫られる中で、従来 **FFELP** に関わっていた金融機関の中には、むしろ民間教育ローン市場に活路を見出そうとする動きも見られている。例えば9月からの新学期へ向けて、サリーメイ、Citigroup の **Student Loan Corp.**、Citizens Bank、SunTrust Banks 等に続き、7月には **Wells Fargo & Co.** も民間教育ローン金利を引き下げている(逆に **J.P. Morgan Chase** は金利を引き上げた。) ³。信用組合による民間教育ローン市場への参入も相次いでおり、2008年5月以降、150もの信用組合が **Credit Union Student Choice Program** に加盟し、民間教育ローンを提供するようになったという。

3. 家計の教育資金ニーズへの対応

このような動きは、家計側での教育資金ファイナンスへのニーズが依然として強いことを反映したものと見られている。大学授業料の高騰が続いているため連邦政府の学生支援額との差額は依然として大きいことや、連邦政府による学生支援制度の利用手続きが煩雑であること、景気減速下では親からの援助額は限られがちであり、これまで教育資金に充てられることも少なくなかったホームエクイティの利用が難しくなっていることが指摘されている。2010年8月9日付のウォールストリートジャーナル紙は、教育ローン残高がクレジットカード残高を上回るに至ったと報じている⁴。

またサリーメイは、教育ローンという教育資金を「後払い」するための手段だけでなく、教育資金を「予め積み立てる」ための手段を提供することにも力を入れている。同社は2006

³ “Student Loans Get a Makeover,” *The Wall Street Journal*, 2010/7/3.

⁴ “Student-Loan Debt Surpasses Credit Cards,” *The Wall Street Journal*, 2010/8/9。なお、クレジットカード残高には教育費も含まれること、ホームエクイティローンで教育費を賄う場合もあることを考えると、実際には教育ローン残高の数字は更に積み上がるとの見方も示されている。

年に Upromise Investments を買収し、529 プラン（税制優遇のある高等教育資金積立制度）を通じて将来の教育資金積立サービスを提供しており、運用残高は 230 億ドルに達している。2010 年 3 月、同社は 529 プランの選択肢に FDIC 保険付高利回り預金と CD を導入し、他の 529 プラン提供会社との差別化を図る戦略を打ち出している⁵。因みに、サリーメイが 2010 年 8 月 10 日に公表した、大学進学のための資金調達に関する全国調査（ギャラップとの共同調査）によると⁶、家計が 529 プランで積み立てた資金を利用して大学教育費用を賄う割合は、2 年前は 9%であったが、昨年は 11%、今年は 15%へと増加している。また同調査結果は、景気が低迷し見通しが不透明な中でも、家計が大学教育を重要な投資先であると考えていることも裏付けている。

このようにサリーメイは、近年の米国教育ローン市場における急激な環境変化に対応し、そのビジネスモデルの変革を急速に進めている。政府による学生支援制度を始め、米国の状況はわが国とは異なる点も多いのは事実だが、大学授業料の上昇トレンドや家計の大学教育への熱意と教育資金ニーズの高さは共通する。大学教育資金調達を総合的にカバーするサリーメイの動向は、わが国金融機関にとっても示唆に富むのではないだろうか。

⁵ “Sallie Mae adds retail-bank products to savings lineup,” *American Banker*, 2010/3/10。

⁶ http://www.salliemae.com/about/news_info/newsreleases/081010.htm。