

## 米国大学教育費削減法の施行とサリーメイ買収案の行方

宮本 佐知子

### ■ 要 約 ■

1. 米国ブッシュ大統領は 2007 年 9 月 27 日、大学教育費削減法（The College Cost Reduction And Access Act）に署名し、同法は同年 10 月 1 日から施行された。
2. この法律は連邦政府による学生援助制度を改革し学生の大学教育コスト削減を目指すものである。この施行により（1）連邦政府による低所得層向けの奨学金総額が増額され、（2）連邦政府の学生ローン金利は引き下げられる。その代わりに（3）連邦政府の学生ローンに関わる民間金融機関への連邦政府補助金が削減されることになる。
3. 今回施行される法律は、間接ローンに関わってきた民間金融機関の収益率を引き下げる可能性が高い。実際、学生ローン業界の最大手である SLM Corp.（通称：サリーメイ）は、この法律施行により今後 5 年間で基幹利益は年間 1.8% から 2.1% 押し下げられるとの見通しを発表した。
4. 間接ローンに関わる金融機関は、これまでのように教育機関を惹きつけるような手厚いサービスを提供しづらくなることも予想されよう。その結果、連邦政府の学生ローンにおける間接ローンのシェアは、現行の 3/4 から低下する可能性が高まろう。このことは、学生ローン債権の証券化商品の供給にも影響を及ぼすことが予想される。
5. サリーメイは 2007 年 4 月 16 日、J.C. Flowers & Co. が主導する投資家グループと、250 億ドルでの買収に合意したと発表していた。しかし 2007 年 9 月 26 日にサリーメイは、この買収手続き完了は困難であるとの通告を受けたことを明らかにした。投資家グループは今回の法律施行や経済情勢の変化を理由に買収完了に必要な条件が揃わないことを理由に挙げている。サリーメイは当初条件どおりの買収に応じるべきだとしてデラウェア州裁判所に訴え、買収交渉は法廷闘争に持ち込まれることとなった。
6. 米国では市場からの資金調達コストが低く流動性が豊富だった時期に合意した買収案件は、その後合意が破棄されるケースが増えている。サリーメイについても、今後の展開が注目される。

## I The College Cost Reduction And Access Act（大学教育費削減法）の施行

米国ブッシュ大統領は2007年9月27日、The College Cost Reduction And Access Act（大学教育費削減法）に署名し、同法は2007年10月1日から施行された。この法律は連邦政府による学生援助制度を改革し学生の大学教育コスト削減を目指すものであり、法律施行に伴う連邦政府の学生援助額は200億ドル超と、1944年のG.I.Bill（軍人社会復帰法）以来の規模となる。

この法律により（1）連邦政府による低所得層向けの奨学金総額が増額され、（2）連邦政府の学生ローン金利は引き下げられる。その代わりに、（3）連邦政府の学生ローンに関わる民間金融機関への連邦政府補助金が削減されることになる。

## II 背景

現在、連邦政府の学生ローンは、政府が保証し民間金融機関が貸出す間接ローン（FFEL: Federal Family Education Loan）と、政府が貸出す直接ローン（DL: Direct Loan）があり、間接ローンが連邦政府ローン全体の3/4を占めている。

連邦政府は、間接ローンに携わる民間金融機関に対して様々な補助を行っている。政府が決定する貸出金利と民間金融機関の調達金利との差額に損失が生じた時には差額を補填し、また学生が債務不履行に陥った場合の再保証も行っている。つまり、政府の間接ローンにおいては、融資を行う金融機関と保証機関のリスクを政府がヘッジし、その利益もある程度保証していると見なすことができる。

こうした仕組みは、1960年代半ばに導入されたが、当初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だった。しかし近年では学生ローンビジネスは既に成熟し、このような手厚い補助はもはや必要ないとの見方も少なくない。

また、間接ローンに携わる民間金融機関が融資窓口となる大学の担当者に様々な便宜を図る癒着問題が生じていることが司法の場でも明らかとなってきた。また、ローンが雪だるま式に膨れ上がり、借り手（卒業生）が深刻な問題を抱えるケースも少なくないことも一部で指摘されていた。

このような背景もあり、昨年2006年に行われた中間選挙において、民主党は学生の大学教育費負担削減を公約に掲げた。またこれとは別に、議会の超党派からも連邦政府学生ローンの改革案が出されるなど、政府の学生援助制度の改革を求める機運は党派を超えて高まっていたのである。

### Ⅲ 主な内容

今回施行された法律の中で、特に注目されている点は下記の通りである。

#### (1) 連邦政府による奨学金額の追加

連邦政府による低所得者層向けの奨学金であるペル奨学金は、2006年度は年間4050ドル給付されていた。これを5年間かけて増額し、2012年には最高で5400ドルとする。

#### (2) 学生に対する融資条件の改善

連邦政府の学生ローン金利を、現行の6.8%から5年間かけて順次引き下げ、2012年には3.4%とする。

また2009年7月から所得連動型ローンの返済割合に上限を設け、借り手の所得（貧困ラインの150%を超える収入の月額相当）の15%を上限とする。

経済的困難が25年以上続いた場合もローン返済は免除される。また、公的サービス業に従事し120回ローンを返済した人は、それ以上のローン返済は不要となる（直接ローンのみ）。

#### (3) 民間金融機関への補助削減

間接ローンの場合、政府が再保証し民間金融機関が融資するが、ローンが債務不履行になると、連邦政府が債権を引き受け、その97%を民間保証機関に支払っていた。2012年10月までにこの比率を95%に引き下げる（図表1、2参照）。

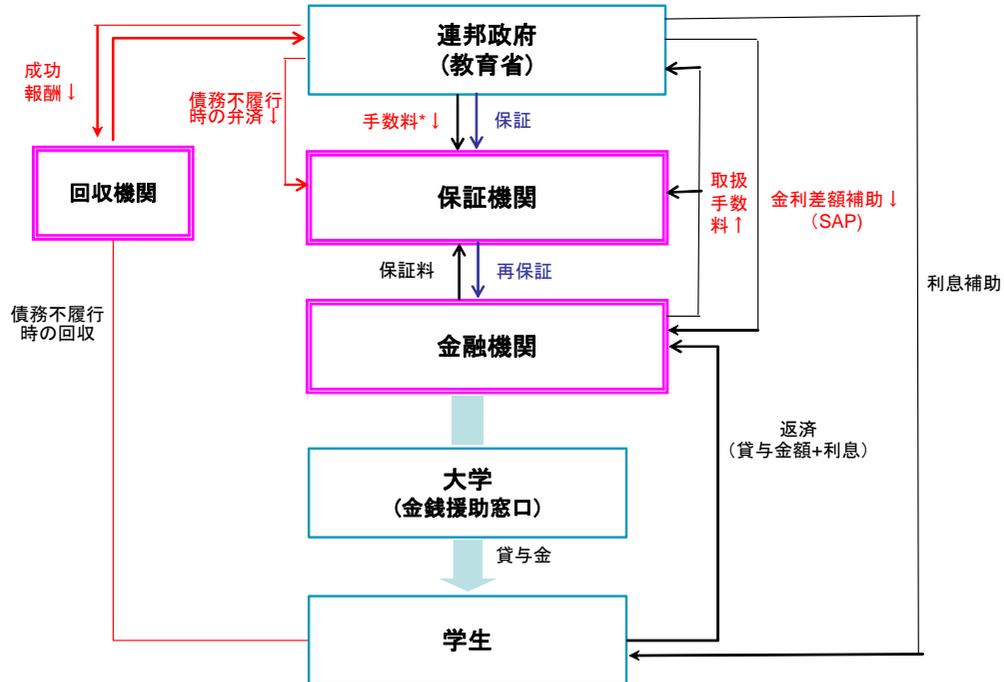
不良債権化した場合、連邦政府は債権回収機関に委託して債権を回収する。回収の際に、連邦政府は回収額の24%を成功報酬として支払っていたが、これを2007年10月1日から16%に引き下げる。

政府が決定するローン金利と、貸出金融機関の調達金利との差額に損失が生じている場合には、連邦政府が損失補填（SAP: Special Allowance Payment）していたが、これを2007年10月1日から削減する。削減割合は貸出機関の税制上の扱いによって異なり、営利企業は55bp削減、非営利企業は40bp削減される。

連邦政府は金融機関に、融資額の0.5%分の取扱手数料を課していたが、2007年10月1日から1.0%に引き上げる。また連邦政府は保証機関に支払う手数料には、新たなローンの口座管理料（0.1%）が含まれていたが、2007年10月1日から0.06%に引き下げる。

なお、この他に注目されている点として、間接ローンの中のPLUSローン（大学生を扶養している保護者向けのローン）に関して、オークション制度が導入されることが挙げられる。導入は2009年7月1日であるが、その導入の前に教育省は各州で試験的なオークションを実施する。貸出機関はPLUSローンをオリジネートする権利を

図表 1 間接ローンの仕組みと今回の法律施行に伴う影響



(注) 今回の法律施行に伴い影響を受ける部分について減額・増額が矢印で示してある。政府から保証機関へ支払われる手数料には口座管理料を含む。赤線は債務不履行時である。二重線枠は民間金融機関を示し、例えばサリーメイは全ての機能を傘下に持っている。  
 (出所) 米国議会資料などから野村資本市場研究所作成

図表 2 間接ローンに関わる民間金融機関

【間接ローンオリジネーターのランキング】

【間接ローン保証機関のランキング】

(単位: 百万ドル)

	社名	金額
1	SLM CORPORATION (SALLIE MAE)	6961.7
2	CITIBANK, STUDENT LOAN CORP	3871.3
3	BANK OF AMERICA	2897.4
4	WELLS FARGO EDUCATION FINANCIAL SER	2653.6
5	FIRST UNION NTL BK (CLASSNOTES)	2573.9
6	BANK ONE	2285.7
7	JPMORGAN CHASE BANK	1574.7
8	COLLEGE LOAN CORP	1414.9
9	U S BANK	1159.2
10	EDAMERICA	1087.0

(単位: 百万ドル)

	社名	金額
1	USA FUNDS, INC (owned by SALLIE MAE)	12552.5
2	CALIFORNIA STUDENT AID COMMISSION	7412.5
3	GREAT LAKES HIGHER EDUCATION CORPORATION	5178.2
4	TEXAS GUARANTEED STUDENT LOAN CORP.	4015.7
5	PENNSYLVANIA HIGHER EDUC. ASST. AGENCY	3785.6
6	NATIONAL STUDENT LOAN PROGRAM	3155.3
7	NEW YORK STATE HIGHER EDUCATION SERVICES	2963.9
8	AMERICAN STUDENT ASSISTANCE	2258.3
9	ILLINOIS STUDENT ASSISTANCE COMMISSION	1286.3
10	HIGHER EDUCATION ASSISTANCE AUTHORITY	1066.0

(注) 金額は Stafford ローンと PLUS ローンを含む。Consolidation ローンは除外。数字は 2006 年。  
 (出所) 米国教育省などから野村資本市場研究所作成

得るため、必要な補助金額 (SAP) を競い、最も低い金額を提示した 2 社がその権利を得る。オークションは各州で 2 年ごとに行われる。

## IV 注目点と影響

今回の法律施行により、連邦政府の学生ローンのシェアがどうなるかが注目される。

米国ではクリントン政権時代に、連邦政府の学生援助制度の改革が行われ、間接ローンに加えて直接ローンを新たに導入した。この背景には、①債務不履行が社会問題化し連邦政府負担が増加する中で、従来の間接ローンでは責任の所在が明確にならないこと、②ローン提供機関だけでなく、保証機関、ローン買取機関といった様々な機関が関わり貸与プロセスが複雑であること、③その複雑な制度を維持するための費用が嵩むこと、等が問題となっていたことが挙げられる。

この改革により直接ローンが間接ローンを上回ることが期待されていたが、実際には間接ローンの圧倒的地位は揺るがなかった。ローンを選択する教育機関が、民間金融機関の提供する手厚いサービスなどを理由に間接ローンを選択することが多かったからである。

民間金融機関は、連邦政府ローンだけでなく、通常の民間の学生ローンも手がけているが、政府保証がついた間接ローンの方が低いリスクで確実な収益を得られるため魅力的なビジネスとなっていた。そのため、教育機関へ提供するサービスも充実したものとなっていたと見られる。

しかし今回施行される法律は、間接ローンに関わってきた民間金融機関の収益率を引き下げる可能性が高い。実際、学生ローン業界の最大手である SLM Corp. (通称：サリーメイ) は先週、この法律施行により今後 5 年間で基幹利益は年間 1.8% から 2.1% 押し下げられるとの見通しを発表した。

間接ローンに関わる金融機関は、これまでのように教育機関を惹きつけるような手厚いサービスを提供しづらくなることも予想されよう。その結果、連邦政府の学生ローンにおける間接ローンのシェアは現行の 3/4 から低下する可能性が高まろう。このことは、学生ローン債権の証券化商品の供給にも影響を及ぼすことが予想される。

## V 不透明感強まるサリーメイ買収案の行方

サリーメイは 2007 年 4 月 16 日、J.C. Flowers & Co. が主導する投資家グループと、250 億ドルでの買収に合意したと発表していた。この投資家グループとは、J.C. Flowers & Co.、Friedman Fleisher & Lowe、Bank of America、JPMorgan Chase である。買収完了時には、前者 2 社で 50.2%、後者 2 社は 24.9% ずつ保有する予定であり、買収側は株主に対して 1 株 60 ドルという条件を提示していた。

しかし 2007 年 9 月 26 日にサリーメイは、この買収手続き完了は困難であるとの通告を受けたことを明らかにした。投資家グループは、今回の法律施行や経済情勢の変化を理由に買収手続き完了に必要な条件が揃わないとして 2007 年 10 月 2 日に新たな買収案を提案した。従来の買収案に比べて現金支払分が 20% 減額され 1 株当たり 50 ドルとするもので、

代わりにサリーメイの業績次第では最大 10 ドル相当となるワラントが追加されていた。

これに対しサリーメイは「我々の契約は Bank of America と JPMorgan Chase という米国の最大・最強の二銀行と交わしたものである。我々はこれらの銀行が契約を破棄することなく遵守することを期待する。」とのコメントを発表、当初条件どおりの買収に応じるべきだとして 2007 年 10 月 8 日にデラウェア州裁判所に訴え、買収交渉は法廷闘争に持ち込まれることとなった。裁判所はサリーメイが他の買収先を探すことを禁じた条項を破棄するべきとの判断を示し、この点では両者は合意した。ただし、サリーメイは今回の新たな法律施行やクレジット市場の混乱がサリーメイのビジネスに大きな支障をもたらしていないと主張しており、買収案を無効とする場合には、投資家グループに 9 億ドルの違約金を支払うよう求めている。その際 9 億ドルが投資家グループの中でどのように負担されるかは不明である。一方、投資家グループは、違約金を払うことなく買収案を無効にできると主張しており、この点で両者は依然として合意に達していない。

米国では市場からの資金調達コストが低く流動性が豊富だった時期に合意した買収案件は、その後合意が破棄されるケースが増えている。サリーメイについても、今後の展開が注目される。

#### <参考文献>

- ❖ 米国学生援助制度の経緯や現状、問題点に関しては、宮本佐知子「教育費を誰がどう負担するのか？」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年冬号
- ❖ サリーメイ買収案については、宮本佐知子「米国学生ローン市場の巨人：サリーメイの買収」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年夏号