

米国学生ローン市場の巨人：サリーメイの買収

宮本 佐知子

■ 要 約 ■

1. 米国時間 2007 年 4 月 16 日、SLM Corp.（通称：サリーメイ）は J.C. Flowers & Co. が主導する投資家グループと、250 億 US ドルでの買収に合意したと発表した。買収は 2007 年末までに成立する見込みであり、完了すると J.C. Flowers & Co. と Friedman Fleisher & Lowe が 50.2%、Bank of America と JPMorgan Chase が 24.9% ずつ同社の株式を保有することになる。
2. 買収側は今回の案件に際し、買収金額の 65% を負債によって調達する。これまでレバレッジド・バイアウトを手掛ける会社は、金融サービス会社への大規模投資を避けがちであったといわれている。その意味でも、今回のサリーメイ買収は、プライベートエクイティ業界、学生ローン業界両方の注目を集めるものである。
3. 昨年来、サリーメイに対する批判や政治的リスクは、同社の株価を軟調なものにしてきた。今回提示された約 50% のプレミアムをのせた買収条件は、サリーメイのビジネスが有する収益率の高さや、学生ローン業界の成長性を改めて確認させられるものであったといえよう。
4. 振り返ると、サリーメイは 1972 年に政府支援機関として設立されて以来、民営化、そして今回の LBO ターゲットへと、35 年間で大きな変貌を遂げてきた。こうした米国での動きは、日本の教育ローン市場や政策金融の民営化を考える上で示唆に富もう。

I サリーメイの買収発表

米国時間 2007 年 4 月 16 日、SLM Corp.（通称：サリーメイ）は J.C. Flowers & Co. が主導する投資家グループと、250 億 US ドルでの買収に合意したと発表した。この買収が完了すると、J.C. Flowers & Co. と Friedman Fleisher & Lowe が 50.2%、Bank of America と JPMorgan Chase が 24.9% ずつ保有することになり、サリーメイは非公開企業となる。買収側は株主に対し、1 株 60 ドルという条件を提示している。これは、買収観測報道が流れる前の価格に対して約 50% のプレミアムがついていることになり、サリーメイによると買収は 2007 年末までには成立する見込みである。

買収側は今回の案件に際し、買収金額 250 億ドルのうち 162 億ドル（65%）を負債で調達する。そのためサリーメイの社債保有者にとって悪影響がある可能性について市場の一部で懸念が見られている。ただしサリーメイの投資格付けが引き下げられ、金融市場から低コストで資金調達することが難しくなる場合に備え、Bank of America と JPMorgan Chase が約 2000 億ドル相当の支援融資を行うことに合意している。これまでレバレッジド・バイアウトを手掛ける会社は、金融サービス会社を対象とした投資では、通常のターゲットと同程度の債務水準には耐えられないと考え、金融サービス会社への大規模な投資を避けがちであったといわれる。その意味でも、今回のサリーメイ買収は、プライベートエクイティ業界、学生ローン業界の両方の注目を集めるものである。

今回の買収を主導する J.C. Flowers & Co. は、金融サービスセクターを専門としている NY のプライベート・エクイティ企業である。Flowers 氏は、元ゴールドマンサックスのパートナーであり、リップルウッド等から成る投資組合による、旧：日本長期信用銀行の買収にも参画しており、現在は新生銀行の社外取締役でもある。

II サリーメイとは

SLM Corp. は、通称サリーメイとして知られる米国学生ローン企業の最大手である¹。現在、1420 億ドルの学生ローン（米国学生ローンの約 27%に相当²）を手がけ、学生やその親など利用者は 1000 万人以上にのぼる。純利益は 11.6 億ドル、ROE は 35%と世界でもトップクラスの利益をあげる金融機関である。

サリーメイは、1972 年に政府支援機関（GSE）として設立された。当初は、連邦政府が保証し民間金融機関へ委託融資する学生ローン制度（FFEL: Federal Family Education Loans、本稿では「間接ローン」とする）に参加する貸付機関からローンを買取ることにより、流通市場整備を促し、学生ローン市場へ円滑に資金を供給することを目的としており、サリーメイの学生ローン業界における役割は法的に制限されていた。

その後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新たに、連邦政府が（サリーメイ等のローン市場機関を通さずに）直接借り手に融資する直接ローン（William D. Ford Direct Loan）が導入された。この背景には、①債務不履行が社会問題化し、連邦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高むこと、等が問題となったことがあった。

サリーメイは、それまで連邦政府の学生向け融資の中心的役割を担っていたのだが、こ

¹ 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年冬号参照。

² The New York Times 紙 2007/4/16 より。

うした動きを受けて民営化を決定した。1996年に議会の承認を受け、1997年には SLM Holding Corporation を設立しサリーメイの機能を移転させ、当初予定では10年かけて完全民営化させる予定であったが、実際にはそれよりも早い2004年末に完全民営化となった。

民営化に伴い、サリーメイは事業分野を積極的に拡大してきた。1998年から学生ローンのオリジネーションを開始、現在サリーメイは、学生ローン市場における最大の貸し手であり、サービサーであり、かつ回収機関でもある。また、学生ローン・周辺事業に加えて、2006年には高等教育資金の積立運用企業³も買収し、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。

III 買収が注目される背景

サリーメイが完全民営化された企業であるとはいえ、今回の同社買収案件が、連邦政府や議会からも高い注目を集めているのは、その金額規模だけではない。

1. 間接ローン市場での圧倒的地位

現在、連邦政府の学生ローンは、間接ローンと直接ローンが共存している状況だが、間接ローンが連邦政府ローン全体の3/4を占めている。サリーメイはこの間接ローン市場において、ローンのオリジネーション、ローン所有、ローン保証の各分野においてトップを占めるといって、圧倒的な地位にある（図表1、2参照）。

連邦政府は、間接ローンに対して様々な補助を行っている。学生への貸出金利は政府が決定するが（現在6.80%）、政府保証の下でローンを実際に提供する民間金融機関の調達金利が、貸出金利を上回って逆ザヤが生じる場合には、政府がその差額を金融機関へ支払う。逆に、調達金利が貸出金利を下回る場合には、民間金融機関はその利益を保持できる。

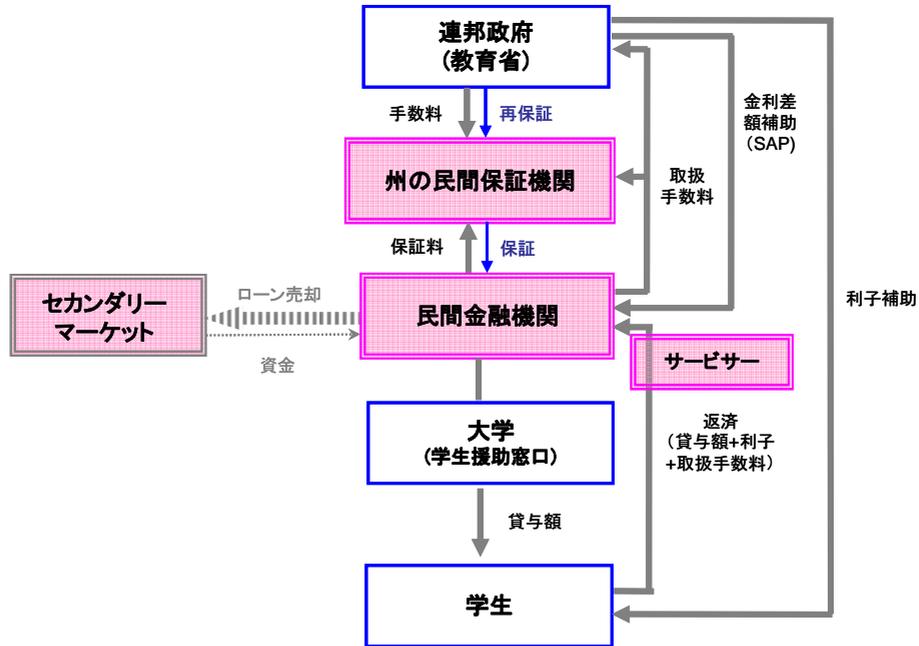
学生が債務不履行に陥った場合には、保証機関が肩代わりして民間金融機関に支払う。保証機関は、不履行債権を回収できれば、その金額の23%相当を回収手数料として得ることができる。債務を回収できなかった場合は、不履行債権の95%を買い取る政府保証がついているため⁴、最終的には政府、即ち税金から支払われる仕組みになっている。つまり、政府の間接ローンは、融資を行う金融機関と保証機関のリスクをヘッジし、利益をある程度保証していると見なすことができる。

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、このようなインセンティブはもはや必要ないとの見方も少なくない。

³ 高等教育資金の積立運用におけるリーディングカンパニーである Upromise を傘下におさめた。

⁴ 残りの5%は保証機関が管理する連邦準備基金から支払われる。

図表1 間接ローン（FFEL）の仕組み



(注) 色がついている機関にはサリーメイ傘下の企業が含まれることを示す。
 (出所) 米国議会資料、インタビューなどから野村資本市場研究所作成

図表2 間接ローン（FFEL）で圧倒的な地位にあるサリーメイ

【間接ローンオリジネーターのランキング】

【間接ローン所有者のランキング】

(単位:百万ドル)

社名	金額	シェア
1 SLM CORPORATION (SALLIE MAE)	6961.7	14.0%
2 CITIBANK, STUDENT LOAN CORP	3871.3	7.8%
3 BANK OF AMERICA	2897.4	5.8%
4 WELLS FARGO EDUCATION FINANCIAL SER	2653.6	5.3%
5 FIRST UNION NTL BK (CLASSNOTES)	2573.9	5.2%
6 BANK ONE	2285.7	4.6%
7 JPMORGAN CHASE BANK	1574.7	3.2%
8 COLLEGE LOAN CORP	1414.9	2.8%
9 U S BANK	1159.2	2.3%
10 EDAMERICA	1087.0	2.2%
上位10社の合計	26479.3	53.3%

(単位:百万ドル)

社名	金額	シェア
1 SLM CORPORATION (SALLIE MAE)	112,385	34.6%
2 CITIBANK, STUDENT LOAN CORP	26,427	8.1%
3 NATIONAL ED LOAN NETWORK (NELNET)	22,189	6.8%
4 BRAZOS GROUP	12,259	3.8%
5 WACHOVIA EDUCATION FINANCE INC	11,146	3.4%
6 WELLS FARGO EDUCATION FINANCIAL SER	10,625	3.3%
7 PA HIGHER ED ASST AUTH (PHEAA)	9,993	3.1%
8 COLLEGE LOAN CORP	9,631	3.0%
9 STUDENT LOAN XPRESS	7,223	2.2%
10 GOAL FINANCIAL	7,182	2.2%
上位10社の合計	229,059	70.6%

(注) 金額はスタッフード・ローンとプラス・ローンを含む。コンソリデーションローンは除外。数字は2006年。
 (出所) 米国教育省

このような仕組みの下で、連邦政府の間接ローンを手がける機関の中で圧倒的な地位にあるサリーメイは、金利補填や再保証といった政府補助を最も手厚く受けていることになる。実際、サリーメイの所有する学生ローンの84%に政府保証がついており、収益の43%は政府保証ローンのスプレッドから得ていると見られる。政府の間接ローンは、サ

リーメイにとって、最も大きく確実な収益の柱となっている。

2. サリーメイの収益に対する批判

また、*Fortune* 誌の特集（2005年12月26日付）にあるように、「サリーメイの利益は学生と納税者から取り上げたお金である」など、議会やメディアの一部からは、サリーメイの収益に対して厳しい目が向けられている。同誌では、サリーメイの役員報酬が巨額であることに対する批判が出ていることや、サリーメイが提供する民間学生ローンを利用した学生の負債が3倍になった事例等を紹介し、金利や手数料の高さによる学生の負債増問題を指摘している。その他、2006年5月のCBSニュース番組 *60 minutes* でハーバード・ロースクールの Warren 教授が指摘したように、サリーメイがローン提供者と債権回収者という二重の役割を担っていることは、行き過ぎた貸付などモラル上のリスクが考えられる。

昨年来、民間の学生ローン市場に関して、大学側との癒着疑惑が指摘されることも多い。民間ローンに関しては、学校側が学生向けに推薦リストを提示するため、学生はそのリストからローンを選ぶことが多い。ところが、金融機関が大学の推薦リストに掲載されるべく競争しているため、リスト掲載等への見返りに、学校側へ様々なサービス・リポートを提供するなどの癒着が生じやすい。

2006年10月24日の *The New York Times* 紙では、ローン提供会社が大学側担当者を配偶者付でリゾートホテルでの会議に無料で招待したり、学生契約者数に応じてインセンティブを支払ったりする事例を紹介している。2007年2月には、Cuomo NY 司法長官が、学生ローン業界のローン業者と大学側の癒着に関する調査を行い、4月11日、サリーメイは Cuomo 司法長官と和解し、新たな行動規範を導入することを発表した。

3. 逆風となる議会の動き

最近の議会では、サリーメイの収益環境への逆風となる動きが出ている。昨年の中間選挙後、民主党が過半数を占めるようになった議会では、①政府のローン金利を引き下げる法案や、②連邦政府奨学金を増額させる法案が議論されている。

前者①については、現行制度では間接ローンを提供している金融機関に対し、調達金利との差額が補填されている。間接ローンに関わる金融機関に対し支払っているその他の補助を減らすことで、金利補填の原資を充当するというものであり、間接ローンに関わる金融機関に対しては補助の削減を意味する。

後者②については、連邦政府奨学金を増やす財源として、政府ローンの構成比を変え、政府（納税者）コストが相対的に高いと見られる間接ローンの割合を引き下げ、コストが相対的に安い直接ローンの割合を引き上げることが提案されている⁵。直接ローンを導入

⁵ コストに関しては共和党も直接ローンの方が低いと認めている。

したクリントン政権は当初、全ての政府ローンを直接ローンに切替えようとしたのだが、議会の抵抗もあり、二種類のローンが共存する二重構造となったという経緯がある。直接ローンが全面的に導入された 1996 年以降、直接・間接ローンのシェアは 1 対 3 と殆ど変わっていない。どちらの政府ローンを選ぶかを決めるのは教育機関であり、一旦直接ローンを採用しても、再び間接ローンへ戻ることも少なくないのは、間接ローンに関わる金融機関の方がコストやニーズに敏感で、様々な付随サービスを教育機関へ提供しているためと見られている。

なお、米国時間 2007 年 5 月 22 日にサリーメイは、CEO であった Thomas J. Fitzpatrick 氏が辞任し、CFO であった C.E. Andrews 氏が CEO に昇格する人事を発表した。経営実態の不透明さ等のため、買収によるサリーメイの非公開化に対して民主党の反発が強まっていることから、サリーメイ側は今回の人事により買収に対する議会の承認を得やすくする狙いがあると見られている。

4. Bank of America と JPMorgan Chase

なお、今回の買収案件では、Bank of America と JPMorgan Chase という米国の二大銀行が買収側として共同で参画していることも、関係者の目を引く点であろう。両者とも学生ローンの提供者であり、政府の間接ローンのオリジネーターとしては、業界順位 3 位と 7 位の企業であった（図表 2）。

学生ローン市場で競合する立場であるとはいえ、両者にとってサリーメイ買収のメリットは大きいと見られる。競争が激しい学生ローン市場において、その地位を一気に高めることができるからである。業界トップのサリーメイを買収することで、市場シェアは 3 社合わせて 23% を占めることになる。

市場シェア拡大に伴い、両銀行は多くの有望な顧客を得ることも期待できよう。というのも、大学へ進学する顧客はそうでない顧客に比べて将来期待賃金は高い。また、学生の段階から顧客を獲得することにより、卒業してからも車や家の購入、資産運用、退職資産形成など、長期にわたる関係を築ける可能性があるからである。

加えて、サリーメイの収益率や学生ローン業界の成長性を考慮すると、このディールは両銀行に将来多額の利益を生む可能性もあろう。

IV 今回の買収案件からの示唆

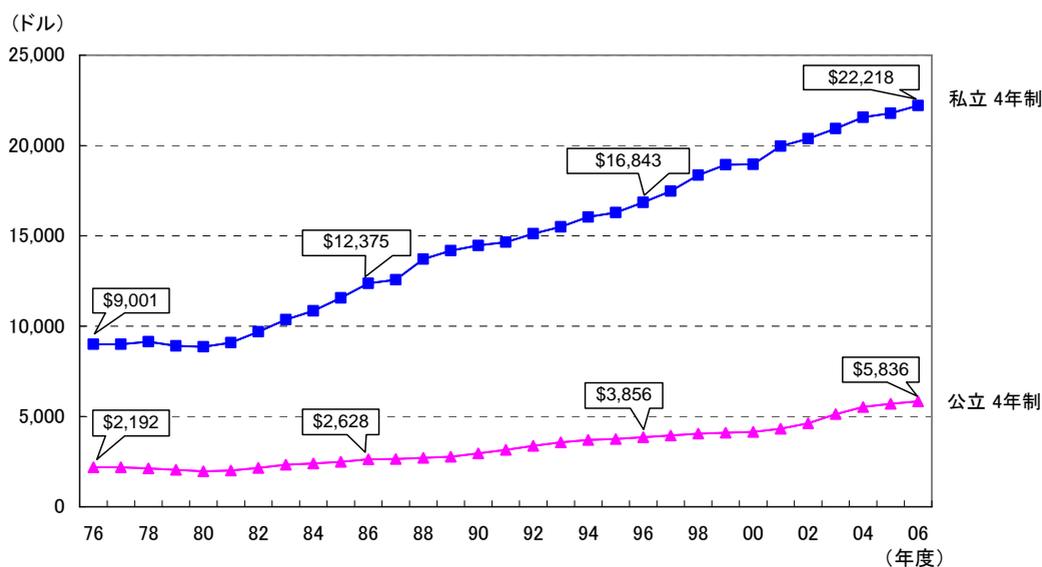
サリーメイに対する批判や将来収益への逆風となる政治リスクは、最近のサリーメイの株価を軟調なものにしていただけと見られている。こうした中で、今回約 50% のプレミアムをのせた買収案件が発表されたことは、サリーメイの収益率の高さや学生ローン業界の成長性を改めて確認させられるものであったと考えられる。

学生ローン市場は拡大が続く見込みである。授業料の値上がりが激しく、米国ではこの10年間に授業料が実質ベースで見ても1.3~1.5倍へと値上がりした(図表3)。一方、連邦政府の奨学金給付には所得制限があり、ローンへのニーズは高いが、学生向け政府ローンの貸出上限額は過去10年以上変わっていない。そのため、親からの援助や奨学金・政府ローンを合わせても必要な金額とのギャップは拡大し続けている。こうした動きを背景に、近年では特に民間学生ローンが大きく成長、過去10年間で15倍と飛躍的成長を遂げている(図表4)。今後の見通しでも、5年間で年率20~40%の高い成長が見込まれており⁶、現在は民間学生ローンは政府ローンの1/4の規模であるが、足下のトレンドがこのまま続けば今後10年で政府ローンの規模を上回るとの見方も出ている。

民間学生ローンの拡大は、ローンを提供する金融機関の側でも歓迎されている。金利が予め固定されている政府ローンと比べ、民間ローンは金利を自由に設定できるため、ローンへのニーズが強い環境下では、(政府の間接ローンとして政府に保証してもらってローンを提供するよりもリスクは高いとはいえ)市場金利とのスプレッドを大きく設定できる利益率の高い事業となっている。

サリーメイもこの成長性の高い市場において自社ブランドの民間ローンを手がけており、2007年4月16日付の*The New York Times*紙によると、民間学生ローン市場の40%を占めている。2006年末の段階ではサリーメイの所有するローン全体の16%、収益の23%に相当する。

図表3 米国の大学授業料の推移(実質ベース)

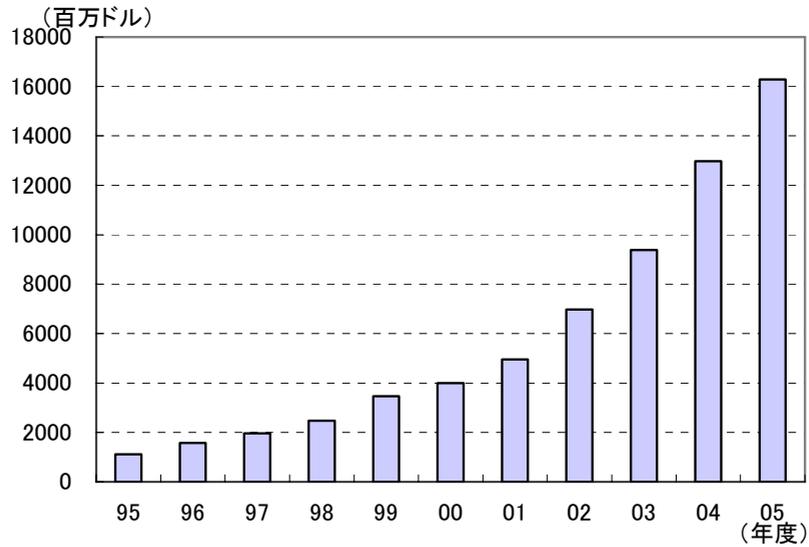


(注) 数字はインフレ調整後の2005年価格である。

(出所) CollegeBoard “Trends in College Pricing 2006”より野村資本市場研究所作成

⁶ First Marblehead社による。

図表 4 成長する民間学生ローン市場



(出所) Collegeboard

将来的リスクとして、今回の買収によって、政府がどの程度、サリーメイや他の競合他社によって提供される政府の間接ローンを補助したり保証したりすべきなのか、議会や市中で一段と激しい議論をよぶ可能性があるだろう。前述の議会で議論されている法案が成立し、政府の間接ローンに関するサリーメイの収益環境にネガティブな状況になる可能性もあるが、間接ローンにおけるサリーメイの寡占的立場は、他企業に比べてコスト上優位であることや、民間ローン事業の成長性がそれを補うとの指摘もある。

このようにサリーメイは、政府支援機関から民営化、そして LBO ターゲットへと、1972 年の設立以来 35 年間で大きな変貌を遂げた。こうした米国での動きは、日本の教育ローン市場や政策金融の民営化を考える上でも示唆に富もう。