

# 米国学生ローンの市場化とサブプライムショック

大学経営・政策コース 川崎成一

Marketization of Student Loans in the United States and The Impact of Subprime Mortgage Credit Crisis

Shigekazu KAWASAKI

While tuition and other education-related costs continue to rise, the federal loan limits have remained relatively stagnant. Private student loans have been the fastest growing segment of financial aid. The growth of private student loans depends on the capital markets, which include asset-backed securities and bond issues. But the subprime mortgage credit crisis occurred in August 2007 and continued disruptions in the capital markets resulted in higher funding costs for lenders who participate in the term securitization market. As a result of the confluence of legislative and capital market challenges, many players have exited or scaled back activities in the education finance industry. To make matters worse, student loans, especially private loan losses will increase in reaction to weaker economic conditions. If this happens, borrowers with high-risk characteristics such as low FICO scores don't have a chance to borrow private loans. There is a possibility of depriving of the equality of opportunity.

## 目次

- 第1章 問題意識
- 第2章 米国における学生援助制度の歴史的展開
- 第3章 米国における学生ローンの現状
- 第4章 米国学生ローンの発展を支えたストラクチャード・ファイナンス
  - 第1節 間接ローン（FFELP）スキームとストラクチャード・ファイナンス
  - 第2節 ABS（Asset-Backed Securities）と米国学生ローン市場
- 第5章 サブプライムショックとストラクチャード・ファイナンスの破綻
  - 第1節 サブプライムショックとは
  - 第2節 サブプライムショックとレンダーへの影響
- 第6章 サブプライムショックと米国高等教育マーケット
  - 第1節 学生ローンマーケットの縮小と市場安定化政策
  - 第2節 学生ローンの信用リスクと債務不履行の増加
- 第7章 まとめと課題

## 第1章 問題意識

高等教育の市場化が言われて久しい。しかし、これまで高等教育と市場との関係を明確に、しかも強く意識することはあったであろうか。

米国では従来から高等教育の個人的便益への期待が強く、マーチン・トロウの指摘する高等教育のユニバーサル段階にいち早く到達した。しかしながら、連邦政府の奨学金やローンは伸び悩み、高等教育にかかるコストは上昇を続けている。つまり、ここに米国の高等教育のジレンマがあり、民間学生ローンの成長する余地が存在するのである。実際、米国学生ローン市場は、2007年末で負債総額が5,600億ドルを超える水準までに成長した<sup>1)</sup>。言うなれば、それだけ米国の高等教育財政が、想像を超える巨大なエクスポージャーとして金融市場に晒されているということである。

まさに、このような中で起こったのが、2007年8月のサブプライムショックである。一見サブプライムショックと高等教育は関係ない、もしかすると一番疎遠な関係にあるのではないかと考えられるが、実はサブプライム問題と米国の高等教育財政は密接に、しかも根深く関係し合っているのである。

そこで、本稿では、サブプライムショックによる米国学生ローン市場の混乱を、高等教育の市場化と金融市場との密接な関係の結果生じた象徴的な出来事と捉え、米国の高等教育の市場化を、特に金融市場の側面から考察を加えるものである。

## 第2章 米国における学生援助制度の歴史的展開

現在の米国の学生援助の基礎を築いたのは1965年の高等教育法（Higher Education Act of 1965）である。

ジョンソン大統領は「偉大なる社会 (Great Society)」を掲げて、教育における機会均等の充実を掲げた。この法律により、教育機会給付奨学金、連邦保証ローン、ワーク・スタディ・プログラムが学生援助の方法<sup>2)</sup>として規定され、ここに連邦政府の高等教育に対する基本的な姿勢が定義された(金子1988)。金子によれば、この時期の米国の高等教育政策には、個別大学への経常的補助の総額を増大し、またその対象を私立大学まで拡大して機関補助の拡充・強化を図るのか、あるいは奨学金制度を抜本的に拡大して個人補助を拡大するのか、二つの選択肢があったとする。しかし、この法律によって教育機関ではなく学生個人を援助する方法が採用されることになったのである。

1972年には教育修正法 (Educational Amendments of 1972) により、連邦政府の援助対象が低所得層の学生援助へ重点を移し、ペル奨学金 (Federal Pell Grant) が導入され、同年には銀行の学生ローン債権を買い取るサリー・メイ (Student Loan Marketing Association) が創設された。その後、カーター政権下で1978年に中所得層学生支援法 (Middle Income Student Assistance Act) が制定され、連邦政府による中所得層に対する学生援助が合法化されると、連邦政府の学生援助政策の重点はニードベースの助成金からローンに切り替えられ、連邦政府による保証ローン(「スタフォード・ローン」(Stafford Loans)) が拡大した。その後1980年には保護者が貸付対象となるプラス・ローン (PLUS Loans) の導入や1986年の高等教育改正法 (Reauthorization of the Higher Education Act of 1986) では大学院生を対象とするローン制度が創設された。

しかしながら、1990年代に米国の学生援助制度は再び転換点を迎える。金子の指摘する低所得層と中所得層との重層的な構造の解消を目指した中所得層学生支援法も、1980年代に入ると低所得層の連邦政府ローンの利用が増えたため、中所得層が締め出されていた。そのため1992年の高等教育法改正 (Higher Education Amendments of 1992) では、1980年代後半から社会問題となり始めた政府保証ローンの返還不履行問題と併せて、中所得層の学生に対する援助が議論され、ニードによらず、利子補給も行わない、連邦政府による債務保証のみを行う新たなローンプログラム (Unsubsidized Stafford Loan) が創設された。また、1993年には学生ローン改革法 (Student Loan Reform Act) が導入され、懸案であった返還不履行問題と保証ローンの構造改革について、新しいローンプログラム、すなわち連邦政府が直接学生に貸与する直接ロー

ン (Federal Direct Student Loan Program) が開始された。それ以降は、1997年の納税者救済法 (Taxpayer Relief Act of 1997) や2001年の経済成長及び減税調整法 (Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001) にみられるような税額控除を政策手段とする新たなプログラムが実施されてきたのである。

### 第3章 米国における学生ローンの現状

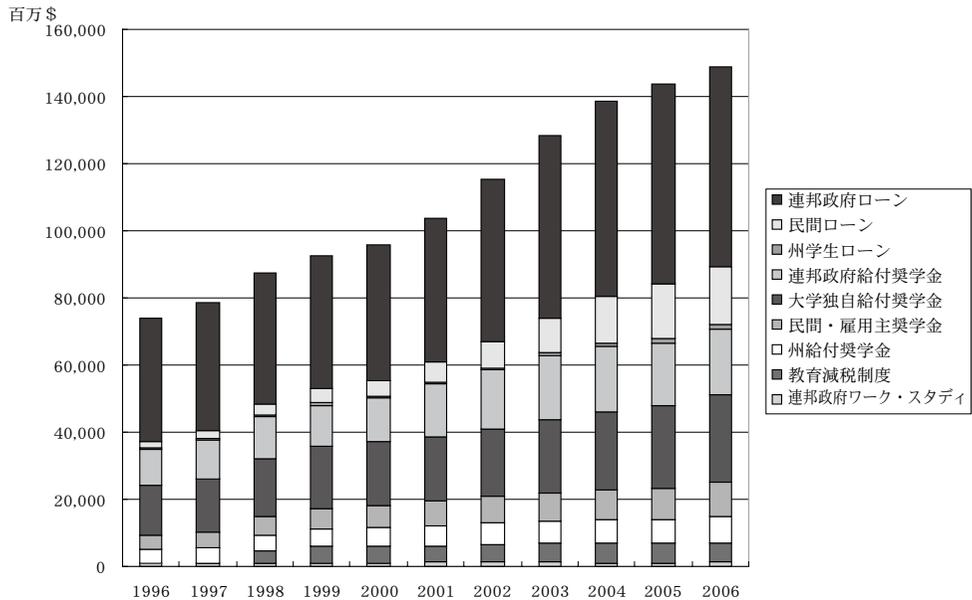
それでは、現在の米国の学生援助制度、特に民間金融機関をも含めた学生ローンはどのような状況になっているのであろうか。

現在、連邦政府が提供するローンの総額は、2006年度で596億ドルに達しており、米国の学生援助額のうち、40.0%を占めている<sup>3)</sup>。10年前の1996年度には全体のほぼ半分 (49.9%) を占めていたが、この10年間で漸減した。現在連邦政府ローンは大きく4つの種類に分けることができる。パーキンス・ローン (Federal Perkins Loans)、スタフォード・ローン利子補助あり (Subsidized Stafford Loans)、スタフォード・ローン利子補助なし (Unsubsidized Stafford Loans)、プラス・ローン (PLUS Loans) である。その中で中心となるのは、貸付対象が学生であるスタフォード・ローン (Stafford Loans) であり、連邦政府ローンの中で80.9%のウェイトを占めている。その中の利子補助あり (Subsidized) は在学中のローン金利を連邦政府が支払うものである。

また、ローンの提供方法として、スタフォード・ローンとプラス・ローンには直接ローン (FDLP: Federal Direct Student Loan Program) と間接ローン (FFELP: Federal Family Education Loan Program) の2種類の方法が存在し、互いに競争する二重構造となっている。直接ローンは連邦政府が学生に直接貸し出すローンであり、間接ローンは民間金融機関が貸与し、連邦政府が民間金融機関の学生ローンを再保証するものである。直接ローンを利用するのか、間接ローンを利用するのかは、各大学が選択することになる<sup>4)</sup>。そして、連邦政府ローンの中では、間接ローンのウェイトが相対的に高く、スタフォード・ローン (利子補助あり・なし) で386億ドル、全体の64.8%を占めている。

一方で、民間金融機関が提供する学生ローンのウェイトは高まっている。図1によれば、民間金融機関の提供する学生ローンは、学生援助というカテゴリーには入らないが、学生の高等教育機関への進学を支える重要な手段となっている。1996年度には金額ベース

図1. 米国の財源別高等教育支出（1996-97～2006-07）



注) 上記数値はインフレ調整後の金額。年はアカデミック・イヤー

(出典) College Board, *Trends in Student Aid 2007*.より筆者作成

で20億ドル、全体の2.7%に過ぎなかったが、2006年度には171億ドル、11.5%まで上昇し、金額ベースでみた規模は過去10年間で8倍以上（インフレ調整後）に増加している。まさに、民間学生ローン市場が大きく発展した背景としては、授業料等が高騰を続けているにもかかわらず、親からの援助や奨学金・連邦政府ローンだけでは必要な経費を賄うことができず、その資金ギャップを民間金融機関から調達せざるを得ないという事情がある<sup>5)</sup>。

さらに、宮本（2007a）は次の3点を指摘している。第一に、伝統的なフルタイムの学生よりも、パートタイム等の非伝統的な学生が増え、連邦政府ローンの援助対象になっていない学生数が増えていることである。すなわち、これらの非伝統的な学生が必要資金を民間学生ローンで調達しているのである。

第二に、民間学生ローンは広告宣伝や利便性等に工夫をこらしているため、複雑で分かりにくい連邦政府の制度と比べて、学生の間で認知度が高く、インターネット等で比較的容易に直接民間学生ローンを申し込むことも少なくないと言われている。

第三に、連邦政府ローンが固定金利であるのに対して、民間学生ローンは変動金利であるため、近年の低

金利下では民間学生ローンの有利な状況が続いたということである。あらかじめ金利が固定されている連邦政府ローンに比べて、民間学生ローンは学生の信用履歴等によって貸出金利を自由に設定できることから、調達金利とのスプレッドを大きく設定でき、学生ローンを取り扱う金融機関にとっても利ザヤの厚い市場となっていることなどをあげている。

しかしながら、民間学生ローンの急速な規模拡大や連邦政府における間接ローンを安定的に提供が可能であったのは、市場参加者である民間金融機関の資金調達スキームに大きな原動力があったものと考えられる。そこで、以下では、米国の学生ローンを提供する民間金融機関（レンダー）の資金調達スキームについて概観する。

#### 第4章 米国学生ローンの発展を支えたストラクチャード・ファイナンス

##### 第1節 間接ローン（FFELP）スキームとストラクチャード・ファイナンス

米国の学生ローン市場は、この10年余りの間に大きく発展したが、この発展を後押ししたのは、連邦政府

の間接ローン (FFELP) スキームが、レンダーにとって適正なリターンを生む仕組みとして機能してきたからである。その大きな要因がSAP (Special Allowance Payment) で、ある一定の算式のもと、連邦政府はレンダーに対して、学生の借入金利と市場金利との差額を金利差額補助として支払い、実質的にレンダーの貸出金利を保証しているからである。つまり、レンダーの調達金利が貸出金利を上回る逆ザヤになる場合には、連邦政府がその差額分をレンダーへ支払うのである。また、ローン債権回収についても保証機関によって再保証されているため、貸し倒れリスクは完全にヘッジされ、さらに保証機関については連邦政府からローン取扱手数料や不履行債権回収時の回収手数料などを得ることができ、債務を回収できなかった場合には、不履行債権の95%を買い取る政府保証がついているのである。

このように、FFELPローンはある意味連邦政府に手厚く保護されており、それゆえFFELPマーケットには数多くの市場参加者が参入している。表1は、各々のカテゴリーで上位100社までの記載があるリストから、上位10社をピックアップしたものである。FFELPローンの市場参加者は玉石混交で多くのレンダーが存在するが、いずれのカテゴリーでも上位10社でシェア65%以上を占めている。その中でもSLM Corporation (サリーメイ: Sallie Mae) が圧倒的な地位を占めているのが分かる。サリーメイは、2008年9月に連邦政府の管理下に置かれることとなったファニーメイ (FNMA) やフレディマック (FHLMC) といった政府支援機関 (GSE: Government Sponsored Enterprise) の一つとして、1972年に創設された。当初はFFELPローンマーケットに参加するレンダーからローンを買収することにより、流通市場の整備を促し、学生ローン市

場に資金を円滑に供給することを目的としていた。しかしながら、その後1996年に出された民営化の指針を踏まえ、2008年9月30日までにGSE活動を段階的に縮小することを要請され、2004年12月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、1998年から学生ローンのオリジネーションを開始、現在では学生ローン市場における最大の貸し手であると同時に、サービサーかつ回収機関でもある。しかし、ここで留意すべきことは、サリーメイの民営化が以下で述べる学生ローンABS市場拡大の大きな契機になったのではないかということである。サリーメイは、GSEの未払債務を返済する必要性に迫られ、金融自由化の中で大きく進展したストラクチャード・ファイナンス (Structured Finance)、すなわち、「仕組み」を使った金融技術、もっと具体的に言えば、信用リスクをコントロールするクレジット・エンジニアリング (大垣1997) によって、資産担保証券 (ABS) を積極的に発行し、売却資金で負債を返済、高等教育にかかわる巨額な資金を資本市場から調達したのである。

## 第2節 ABS (Asset-Backed Securities) と米国学生ローン市場

それでは、資産担保証券 (ABS) とは何であろうか。資産担保証券とは、自己の保有する金融資産を証券形態にパッケージ化し流動化させる (投資家に販売し、流通させる) 金融手法の一つである。米国では1970年代後半から実施され、多くはホーム・エクィティ・ローンやクレジットカードローン、オートローン、学生ローン等の金融資産が担保資産とされている。クレジットカードローンや学生ローン等は個々の債権は小口で標準化されており、数も多いことから、これら

表1: FFELPローンのオリジネーターと保有者のランキング (2007年度)

FFTP ローン組成員 (Originators)				FFELP ローン債権保有者 (Holders)				
スタフォード・ローン (Stafford Loans)		統合ローン (Consolidators)		金融機関 (Lender)		金額 (百万ドル)		
金融機関 (Lender)	金額 (百万ドル)	%	金融機関 (Lender)	金額 (百万ドル)	%	金額 (百万ドル)	%	
1 Sallie Mae	9,002	19.0%	1 Sallie Mae	12,554	26.5%	1 Sallie Mae	128,088	34.8%
2 Citi Student Loans	4,764	10.0%	2 National Education Loan Network (NELNET)	4,529	9.6%	2 Citi Student Loan Corp	28,038	7.6%
3 Bank of America	3,262	6.9%	3 Next Student	3,021	6.4%	3 National Education Loan Network (NELNET)	25,770	7.0%
4 JP Morgan Chase Bank	3,065	6.5%	4 Affinity Direct	2,108	4.4%	4 Brazos Group	14,391	3.9%
5 Wells Fargo Education Financial Services	2,955	6.2%	5 JP Morgan Chase Bank	1,825	3.9%	5 Wells Fargo Education Financial Services	11,996	3.3%
6 Wachovia Education Finance Inc	2,934	6.2%	6 Student Loan Xpress	1,731	3.7%	6 Pennsylvania Higher Education Assistance Agency (PHEAA)	11,984	3.3%
7 College Loan Corp	1,493	3.1%	7 Citi Student Loan Corp	1,586	3.3%	7 Wachovia Education Finance	10,964	3.0%
8 U.S.Bank	1,333	2.8%	8 Wells Fargo Education Financial Services	1,428	3.0%	8 JP Morgan Chase Bank	10,250	2.8%
9 Ed America	1,304	2.7%	9 College Loan Corporation	1,269	2.7%	9 College Loan Corporation	10,242	2.8%
10 Access Group	1,125	2.4%	10 Pennsylvania Higher Education Assistance Agency (PHEAA)	1,258	2.7%	10 Student Loan Xpress	10,130	2.8%
(小計)	31,237	65.8%	(小計)	31,309	66.1%	(小計)	261,853	71.2%
(合計)	47,500	100.0%	(合計)	47,400	100.0%	(合計)	367,600	100.0%

(出典) FinAid (<http://www.finaid.org/loans/biglenders.phtml>) および LEHMAN BROTHERS, *An Education in Student Loan ABS*, U.S. Securitized Products, THURSDAY, MAY 22, 2008. より筆者作成

の金融資産のリスクは、大数の法則から統計的に把握が可能である。基本的な商品性としては、オリジネーター（原債権保有者）<sup>6)</sup>が保有する金融資産を倒産隔離された信託やケイマンSPC等のSpecial Purpose Vehicle (SPV)<sup>7)</sup>に譲渡し、当該資産を裏付けとして証券などを発行する。

さらに、投資家への元利金の返済をより確実にするために、様々な方法で原債権のキャッシュフローを補完している。その一つが、投資家に販売する部分とリスクを吸収する部分を2つに分ける優先劣後スキーム (senior/subordinated structure) である。キャッシュフローを2つのクラスに分け高い格付けを有する、優先的に支払いを受けるクラスと、優先クラスが支払われた後に、支払いが行われる劣後クラスを設定するスキームである<sup>8)</sup>。

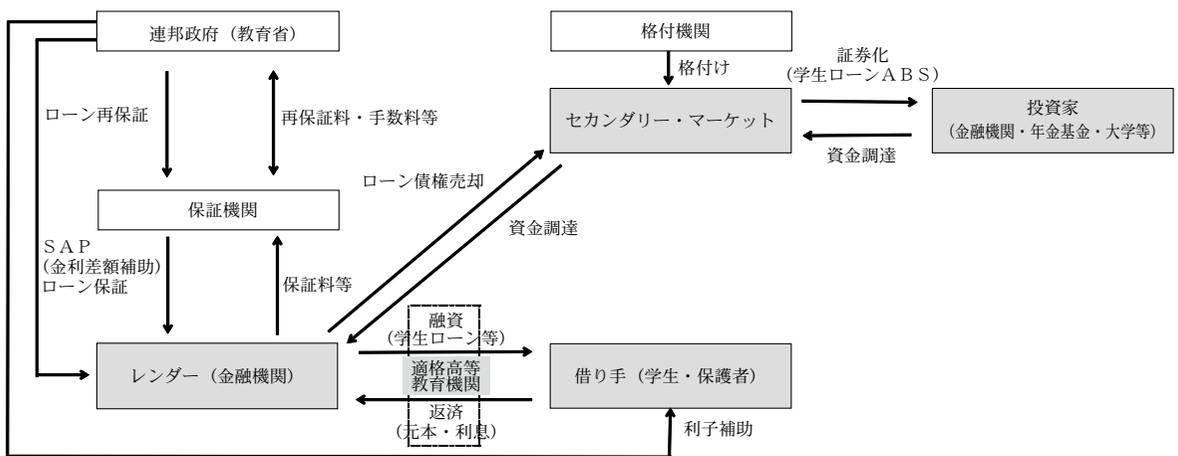
このように、ABSの場合には、オリジネーターの破綻やSPVの倒産を隔離することで、純粋にキャッシュフローを生み出す資産のクオリティのみに依存したファイナンスを提供することが可能となる。まさに、従来は「ある」もので「作り出す」ものではなかった信用力というものを、操作することが可能となり（大垣1997）、オリジネーターの格付けを上回る格付けを取得することが可能となった。すなわち、オリジネーターの信用力に依存せず、資金調達のコスト化と多様化を図ることができ、自己の保有する金融資産をバラ

ンスシートから切り離す（オフバランス化する）ことにより、財務体質の改善にも寄与することが可能になったのである。

まさに、FFELPローンを提供する民間金融機関等（レンダー）は、セカンダリーマーケットを通じて学生ローンという金融資産、すなわち、ローン債権を売却し、その売却された債権の一部は資産担保証券（ABS）として証券化される。そして、生損保や年金基金、大学等に転売され、資産運用商品の一つとしてポートフォリオに組み入れられていくのである。一方、学生ローン債権の売却資金は、再度学生ローンの貸出原資として金融機関へ戻り、この資金が再度ローンの貸出へ回されるのである。まさに、これが米国におけるレンダーの主な資金調達メカニズムであり、債権流動化というストラクチャード・ファイナンスが米国の学生ローンを裏で支えているともいえる（図2）。

このようなFFELPローンについて、エリザベス・M・ヒックス（ハーバード大学の金融支援実務担当者）は1992年2月の上院での公聴会でつぎのような興味深い証言を行っている。すなわち、「もともとは、家族の近所の銀行が借手である学生の全ローンを貸し付け、その後の管理も行うと想定されていた、しかし今はなんら取引がないし、その接触も多くは郵便によるだけで、銀行は資金の回収を回収業者にゆだねたり、資本を確保するために、ときには返済が始まる前にし

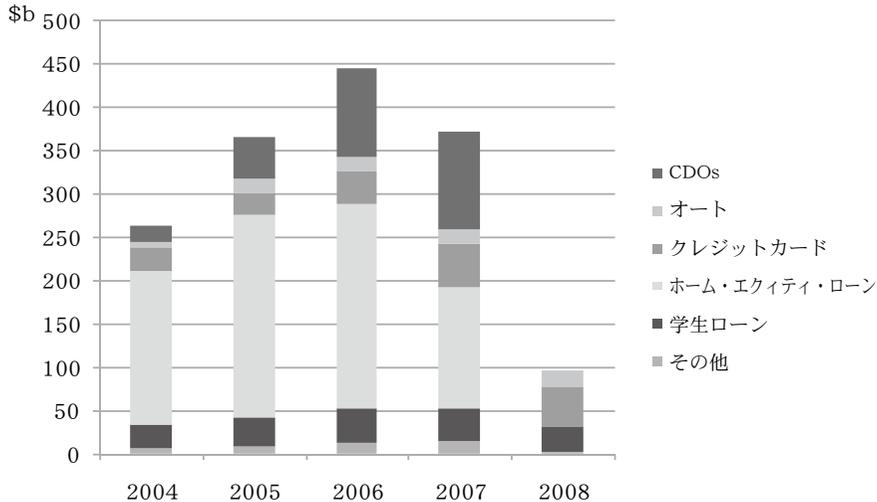
図2. FFELPローンのスキームと資金調達メカニズム



注) 上記図は単純化のため、サービスや手数料等の取受関係を一部省略

(出典) LEHMAN BROTHERS, *An Education in Student Loan ABS*, U.S.Securitized Products, THURSDAY, MAY 22, 2008.を参考に筆者大幅修正の上作成

図 3. 米国ABS（変動金利型）発行残高の推移（2004-2008第 2 Q）



注) 2008年は2008年8月末までの数値

(出典) LEHMAN BROTHERS, Lehmanlive.com.より筆者作成

ばしば借手である学生には連絡もしないでローン債権を売却している」(福光1995)と米国の学生ローンを取り巻く現実の世界を明快に描写している。

それでは、ABSの発行市場は現在どの程度の規模にあるのであろうか。このように近年の米国学生ローンの発展はABSに負うところが大きいと考えられるが、図3の通り、ABS(変動金利型)の総発行額は、2004年以降順調に増加し、2006年には443億ドルに達した。同様に学生ローンABSの発行額も2004年の278億ドルから2006年の410億ドルまで、年率20%を超えるスピードで増加し、ABS(変動金利型)発行残高全体に占めるウェイトも概ね10%前後で安定的に推移している。しかしながら、これが2007年以降の章で述べるサブプライム問題の発生により、ABS市場が大混乱をきたし、米国の高等教育マーケットに予想外の大きなインパクトを与えることになるのである。

## 第5章 サブプライムショックとストラクチャード・ファイナンスの破綻

### 第1節 サブプライムショックとは

サブプライムローンとは、信用力の低い債務者を対象とする住宅ローンである。米国では、住宅ローンや学生ローンをはじめとした消費者向けローンの与信判

断において、クレジットビューロー(個人信用情報機関)が提供するクレジットスコアを使用するのが一般的であり、基本的にはFICOスコアが利用される。返済履歴や借入状況などによって個人の信用力を300~850点に換算するものであり、サブプライム層に関しては、FICOスコア<sup>9)</sup>で660点以下を一つの目処とするのが一般的である。米国ではその構成比は約3割、単純計算で人口1億人、家計数で3千万程度の家計が該当するものと考えられる<sup>10)</sup>。

それではサブプライムショックとは何であらうか。サブプライムローンの問題は次の二点に集約される。それは、第一にサブプライムローンの債務者がローンの返済軽減期間(優遇金利適用期間)終了により、急速にキャッシュフローを悪化させ、延滞や破綻、貸し倒れ等の問題を引き起こしたという信用リスク拡大の問題である。簡単にいえば、借り手の返済能力をはるかに超えた過大な信用供与を増幅させたということである。

第二は、そのローン債権をもとに発行された証券化商品の価格の下落が、これら商品に投資を行ってきた企業の株価の下落や二次的な証券化商品の組成過程に損失を拡大させたという証券化に関わる問題である。つまり、前記の不良債権化したサブプライムローンのリスクが、証券化を通して広く分散化し、誰にどの程

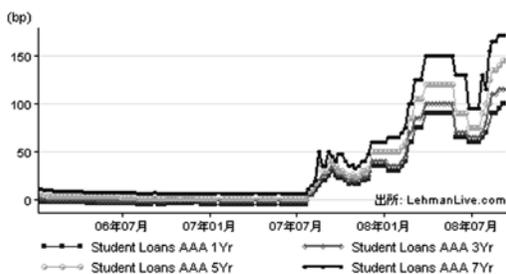
度、サブプライム関連損失を抱えているか把握できなくなってしまうということである。

それが、金融市場における信用供与の委縮や株式等のリスク資産への投資減退を招き、米国のみならず、世界経済全体に多大な悪影響を与えているのである。一般的に、この一連の問題をサブプライムローン問題と呼んでおり、これが、金融市場に大きく依存してきた米国学生ローンのレンダーに大きな混乱を引き起こすことになるのである。

## 第2節 サブプライムショックとレンダーへの影響

このような中、サブプライムショックにより、レンダーはどのような影響を受けたのであろうか。大垣(1977)が指摘するように、ストラクチャード・ファイナンスの本質は、「格付けというツールを用いて信用リスクを客観化し、この客観指標を介して信用リスクを操作するファイナンス技術である」と考えれば、まずは、今回のサブプライムショックによって学生ローンABSのспредがどの程度変化したのかを分析することが必要である。但し、FFELPローンの格付けはAAAの格付けのあるA-notesとAAの格付けのあるクラスB-notesのものが大部分であることから、格付けとспредの関係を明確に分析することは困難である。そこで、ここでは年限とспредの関係を図4でみることにする。

図4. 米国学生ローンABSの償還年限別спред推移



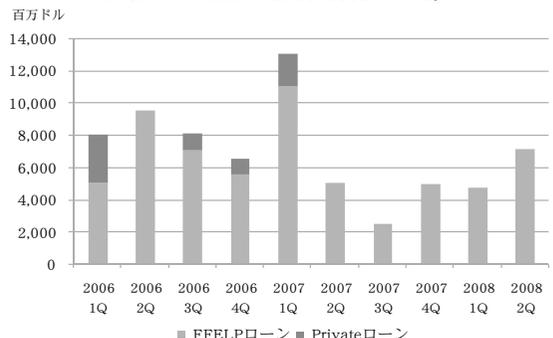
注) спредは対3ヶ月LIBORの水準。また、bp(ベースポイント)は0.01%のこと。

(出典) LEHMAN BROTHERS, Lehmanlive.comより筆者作成

図4によれば、サブプライム問題が発生した2007年8月前後で大きな変化が見られる。サブプライム発生前は、非常に安定したспредで推移しており、2007年7月末時点で1年5bp、7年でも12bpの水準にある。その意味ではспредから見た信用リスク

は極めて低い水準にあり、AAA格に相応しい財務の安定性が推察される。しかしながら、2007年8月末以降になると一転してспредが拡大し始める。当初は必ずしも裏付けとなるローン資産の内容が急速に劣化したとは考えられないが、金融市場がスパイラル的な資産の投売り状態に陥り、サブプライムショックからおおよそ1年たった2008年8月末には、спредは1年95bp、3年115bp、5年140bp、7年170bpと急拡大した。これは、AAAという格付けとспредが完全にミスマッチを起こしている状況にあり、ストラクチャード・ファイナンスの本質であったはずの格付けというツールで信用リスクを操作するということ、完全に不可能になってしまったことを意味している。別の見方をすれば、証券化商品に内在する情報の非対称性に関する問題がサブプライムショックというトリガーによって顕在化したと解釈することも可能である。これが、言わばサブプライム問題に隠された本質的な問題であり、米国を中心とした金融機関の破綻と世界的な金融危機へと導いた大きな原因であると考えられる。その意味では、米国学生ローン市場においても全く同じ図式で、これまでFFELPローンの一つのビジネスモデルとして機能してきた、学生ローンABSによる資金調達スキームが実質的に破綻し、調達コストが跳ね上がる状況に陥ったのである。実際、学生ローン最大手のサリーメイでは、ABS等の証券化はサブプライム問題発生以降(2007年第2Q以降)大きく落ち込み、2007年第4Qや2008年第1Qの実績は、2007年第1Qの概ね3分の1程度の水準まで落ち込んだ状況である(図5)。

図5. SLM Corporation(サリーメイ)の学生ローン証券化の推移(2006-2008第2Q)



(出典) SLM Corporation, SEC filings(各quarter版)より筆者作成

さらに、サブプライム問題の与える影響について、米国学生ローンを担うレンダーの株価という側面か

表2. 米国学生ローンレンダーにおける株価のサブプライムショック発生前後の市場感応度 ( $\beta$ )

	対象銘柄			S & P 500
	SLM	NNI	FNM(参考)	
サブプライム発生前	0.83	0.93	1.02	—
サブプライム発生後	1.76	2.62	2.04	—
株価増減率(2007年7月末～2008年8月末)	-66.4%	-9.1%	-88.6%	-11.8%

注1) 「サブプライム発生前」は2004年7月から2007年6月末まで、「サブプライム発生後」は2007年7月から2008年8月末までの月次収益率をもとに筆者作成。

注2) 市場感応度 ( $\beta$ ) は、資本資産評価モデル (CAPM) の  $\beta$  ( $\text{COV}(R_i, R_m) / \sigma(R_m)$ ) を指し、市場ベンチマーク (S&P500) の変化に対する当該証券の感応度 (反応) の大きさを表す。すなわち、市場収益率の変化に対して当該証券の収益率がどの程度感応的であるかを示す。

注3) SLMはSLM Corporation (Sallie Mae), NNIはNational Education Loan Network (NelNet), FNMはFannie Maeを表す。

ら、米国学生ローン業界最大手のサリーメイ (Sallie Mae) とFFELPローン債権保有者で上位にランクされるネルネット (NelNet) の株価を例に、S&P500と比較検証を試みよう。但し、株価が下落してもそれ自体資金繰りに影響が生じる訳ではなく、むしろ将来の業界動向や会社の業績を見据えた先行指標として捉えた方が適切であろう。

表2によれば、サブプライムショック発生前は、サリーメイもネルネットも、 $\beta$ 値が1.0前後にあることから、市場ベンチマークであるS&P500に対して比較的安定した動きを示している ( $\beta$ 値が1.0であれば、市場と全く同じ動きを示す)。特に、ネルネットは $\beta$ 値が0.85で1.0を下回っていることから市場感応度が鈍く、市場の収益率に振り回されにくい銘柄であったことが推測される。しかしながら、サブプライム発生後は、いずれの銘柄も $\beta$ 値が1.0を大きく上回っており、市場ベンチマーク (S&P500) に対して、感応度が大きく上昇しているのが分かる。サリーメイの $\beta$ 値が1.76、ネルネットに至っては2.62となっており、ネルネットの株価が市場の株価に対して過剰な反応を見せていたことが分かる (市場ベンチマークが $\downarrow 1\%$ 下がる場合に、ネルネット株は $\downarrow 2.62\%$ 下がる。逆に市場ベンチマークが上昇する場合には、ネルネット株も2.62倍の感応度で上昇する)。これは、今回のサブプライム問題の元凶であるファニーメイの市場感応度 ( $\beta$ 値) 2.04を上回るものであり、株式市場では、住宅ローンだけではなく、学生ローンにも全く同じ構図が隠されているのではないかと疑心暗鬼の目が向けられていると解釈できるのではないかと考えられ

る。

## 第6章 サブプライムショックと米国高等教育マーケット

### 第1節 学生ローンマーケットの縮小と市場安定化政策

2007年夏に起こったサブプライムショックを契機とした金融市場の混乱は、2008年に入っても収まる気配がない。2008年9月になって、連邦政府がファニーメイやフレディマックの住宅公社二社を管理下に置き、リーマン・ブラザーズ破綻、AIG (アメリカン・インターナショナル・グループ) の救済、公的資金による不良債権買い取り機関設立等を軸とした総合対策の発表など、空前のイベントが相次いでいる。学生ローンを取り扱う金融機関 (レンダー) も、学生ローンABSの組成が難航し、資金調達が困難となりつつある。サリーメイのアルバート・ロード最高経営責任者 (CEO) は、「月々の融資需要は約30億ドル。だが自力では10億ドル程度しか確保できない」と窮状を訴えている<sup>11)</sup>。また、資金調達がうまくいったとしても、長期 (7年) のABSスプレッドは昨年から100bp以上拡大し、資金調達コストが急上昇している。このような事態を受け、レンダーは貸出の審査基準を厳しくし (信用懸念の借り手には金利や手数料等の引き上げを実施)、デフォルト率の高い学校ではローンを絞り込み、貸出残高を圧縮しようとしている。

加えて、2007年10月1日施行の大学コスト削減アクセス法 (College Cost Reduction and Access Act of 2007) の影響も大きい。この法律は、レンダーへの補助金 (約210億ドル) を削減することにより、連邦政府による奨学金プログラムを整備・拡充し (ペル奨学金 (Federal Pell Grant) の増額や学生ローンの金利引き下げ)、結果として大学の教育コスト削減を目指すものである。これにより、前記のSAP (Special Allowance Payment) や各種報酬・手数料などの引き下げなどが図られる。この法律施行により、FFELPローンに関わるレンダーの収益性が低下し、その経営に大きな影響を与えつつある<sup>12)</sup>。

このように、サブプライム問題に端を発した資金繰り難と法改正により、学生ローンの新規融資を停止したり、撤退するところが相次いでいる。米国の学生奨学支援サイトであるFinAidによれば、2008年8月現在、FFELPローンの一部もしくはすべての業務を停止、または撤退したレンダーは、126社を超えてい

るとい<sup>13)</sup>。これらレンダーの、2007年におけるスタッフード・ローンとプラスローン（学校独自プログラムを除く）の取扱いシェアは、12.3%を占め、また統合ローンの場合には、85.0%を占めるなど、影響は想像以上に大きなものとなっている。学生ローン最大手のサリーメイですら、政府保証のあるローンの新規融資を停止することを検討したという。

一方、米国においては、毎年9月に新学期が始まることから、夏場に学生ローンの資金需要が高まる。連邦教育省によると、今年は過去最高の700万人が大学に入学すると見込まれており、学生ローンの4分の3は4-9月に融資されるという<sup>14)</sup>。しかしながら、今年は20万人もの学生がローンを拒絶されるのではないかとの見方もあり、学生や保護者たちが学生ローンの確保に先を争っている。また、大学側も授業料等の支払期限の延長や分割払い方式の採用など、様々な自己防衛手段をとり始めている。

こうした状況に対して、2008年5月、連邦政府による学生ローン市場の安定化法案である「Ensuring Continued Access to Student Loans Act of 2008」が施行された。この法案により、レンダーは保有する連邦政府保証の学生ローン債権を市場実勢に比べて有利な価格で連邦教育省に買い取ってもらうことが可能となり（但し、2009年7月1日までの期限付き）、さらに「最後の貸し手（LLR: Lender-of-Last Resort）ローンプログラム」の実施条件も明確にされた。

また、ドッド上院銀行住宅都市委員長がバーナンキ米連邦準備理事会（FRB）議長に書簡で要請していた、プライマリーディーラー（政府証券公認ディーラー）向けに設定したTSLF（ターム証券貸出制度：Term Securities Lending Facility）オークションの担保が拡大されることが決定した。これにより、レンダーはAAA格の学生ローン債権を担保に資金を調達することが可能となり、流動性の緩和が期待されることになった。実際には、流動性の緩和がどの程度ファンディングのコストや収益性に対して影響があるのかは不明確であるが、ABSマーケットの雰囲気を変えたという点については効果があったものと考えられる。この点については、2008年5月15日に発行した総額14億ドルのネルネットのABSスプレッドが、同年4月末に発行されたサリーメイのABSに比べて、大きく縮小したことに表れているものと推察される<sup>15)</sup>。

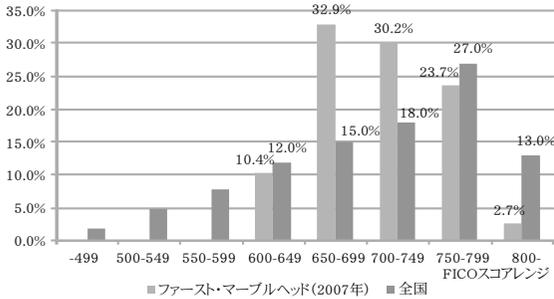
**第2節 学生ローンの信用リスクと債務不履行の増加**  
現在、足元で懸念されつつあることは、サブプライ

ム問題が企業収益や雇用環境の悪化へと転化しつつあるということである。米国の失業率は、2008年8月の雇用統計（米労働省調べ）で6.1%まで急上昇し、約5年ぶりの水準にまで悪化している。そして、金融機関の融資基準の引き締めが住宅ローンだけではなく、クレジットカード等個人向けローンでも拡大している。米連邦準備理事会（FRB）は4半期ごとに銀行の貸出行動に関する調査（Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices）を発表しているが、2008年7月調査で居住用不動産が76.8%、消費者向けで66.6%が貸出基準を厳しくしたと答えており、貸出態度が大幅に厳格化されつつある。それに伴い、住宅ローンの返済に耐えられない借り手の破産も増えている。米破産協会（ABI）が5月2日発表した4月の個人破産件数は9万2,291件となり、前年同月から48%増えた。住宅ローンだけでなくカードやオートローンの焦げ付きも増えており、ABIは「2008年の破産は通年で100万件を超え、2年連続で増える」と見る。個人破産が増えた背景には、住宅の値下がりに加え、金融機関が融資基準を引き締めたことで家計の資金繰りが厳しくなった現状がある<sup>16)</sup>。

このように、雇用が回復しなければ家計の資金繰りが一段と悪化し、学生ローンの債務不履行件数も増加し<sup>17)</sup>、レンダーも大きな打撃を受ける可能性がある。現にサリーメイは、大学コスト削減アクセス法によるFFELPローンのオリジネーションコストの上昇を受けて、収益性の高い民間学生ローンに力を入れているが<sup>18)</sup>、景気後退と失業率が上昇してくれば、クレジットリスクのある民間学生ローンの焦げ付きも増えざるを得ないものと考えられる。連邦教育省は1992年に失業率が7%に上昇したときには、学生ローンのロスは22.4%にも達したと報告している。

ここで、サリーメイのバランスシートをみると、サリーメイの民間学生ローン残高は、2004年第4四半期の56億ドルから2008年第2四半期には189億ドルまで増加し、サリーメイの資産全体の11.5%を占めている<sup>19)</sup>。まさに、この3年半で3倍にも増加したことを示している。そして、既に証券化された民間学生ローン部分134億ドルとこれら証券化の残余部分（residual）15億ドルを合算すれば、オフバランス部分を含めた民間学生ローン残高は324億ドルにも達し、実質的な自己資本の765%にも達している（2008年第2四半期の自己資本は42億ドル）。しかも、留意すべきことは、この民間学生ローンは、サリーメイにとっていわゆる非伝統的ローンに該当し、FICOスコアの低い、ハイ

図 6 . First Marblehead(ファースト・マーブルヘッド) ローン契約者 (2007) のFICOスコア分布



(出典) The First Marblehead Corporation, *American Securitization Forum*, February, 2008.

リスクの借り手や卒業率の低い学校に通学する借り手を多く含んでいる。すなわち、連邦政府の保証のない、信用リスクの高い資産が急ピッチで積み上がっているということである。案の定、最近この資産は弱含みで推移しており、2008年第2四半期の損失率は3.92%にも達し、景気後退と失業率の上昇で明らかにロスが増えている。しかも、FFELPローンのような伝統的なローンでも、2008年第1四半期の1.7%から第2四半期の2.0%まで損失率は上昇している。

同業のレンダーであるファースト・マーブルヘッド (First Marblehead Corporation) において、2007年に契約された学生ローンのFICOスコアの分布をみると (図 6), いわゆるサブプライム層に該当する600-649点の層は10.4% (この得点層は今後2年間の予想延滞発生率が31%とされる。以下同じ)、650-699点の層は32.9% (予想延滞発生率14%) にも達する。特に、650-699点の層は全国のFICOスコア分布比率15.0%の2倍以上を占めており、今後の景気動向如何によっては、延滞発生率が予想以上に増加し、ローン債権の質が劣化する可能性がある。同じような状況が、同社に限らずサリーメイなどの他のレンダーにも当てはまるものと考えられ、米国の住宅ローン市場と同様に、高等教育マーケットにもインパクトを与え、ひいては高等教育の恩恵に預かる米経済全体にも深刻な影響を与える可能性がある。

第7章 まとめと課題

このように、米国では学生ローンを取り扱っている多くの金融機関 (レンダー) がストラクチャード・ファイナンスという金融技術を駆使し、主に学生ロー

ンABSを使った資金調達を行ってきた。しかし、サブプライム問題を契機に、過度な市場への依存、市場化の弊害を強く認識せざるを得ない状況といえる。高等教育とは無縁な存在と考えられてきたサブプライムショックが、まさか学生ローンの供給に影響を与えようとは誰が想像できたであろうか。米国の高等教育財政は、間接ローン (FFELP) と民間学生ローンの依存度が上昇し、多くは金融市場を介した証券化を通して資金の調達と運用 (貸出) が行われている。経済が順調に推移し、金融市場が適切に機能している限りは問題がない。しかしながら、サブプライムショックにより、一旦金融市場に混乱が生じた場合には、この資金の回転が止まる、もしくは逆回転し、学生ローンの資金融通に困難が生じることが明確となりつつある。まさに、米国の高等教育財政の行き過ぎた市場化の弊害が露呈されたと言っても過言ではないであろう。

また、サブプライムショックによって、今後米国経済の景気悪化と失業率増加が現実味を帯びつつある。景気悪化と失業率増加は、ローン返済原資のキャッシュフローを不安定にさせ、債務不履行の可能性を高める。そして、レンダーの信用リスク回避の観点から貸出基準をより厳格化する結果、信用力の低い借り手、低所得層の借り手が学生ローンマーケットから排除され、高等教育の機会均等の阻害要因になる可能性がある。

さらに、学生ローンの利用は、膨大な借入金を卒業後も粛々と返済しなければならないことを意味する。したがって、学生は在学中から比較的短期間に経済的な安定を得られるような専門科目などを選択する傾向があり、高等教育の本来の目的から外れてしまう可能性もある。そして、何よりも卒業後のローン返済負担により、結婚や住宅購入、老後に備えた貯蓄行動など、健全な社会生活を送る上で学生時代の債務が大きな制約条件になっているのではないかと考えられる。

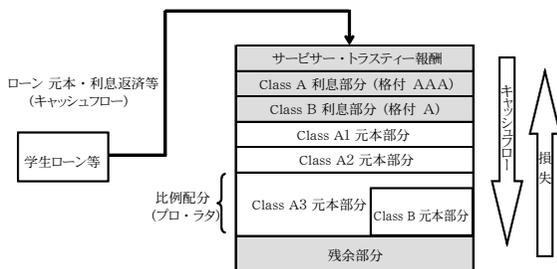
米国と同様に、英国でも国家財政が悪化しており、学生ローン債権の証券化が実施されている。世界的に高等教育の市場化は、後戻りできない、不可避の大きな流れとなりつつあるが、以上のような観点を踏まえれば、今後は市場動向に左右されない、安定的な高等教育投資を充実させていくことが必要となるであろう。そのためには、給付奨学金の拡充、もしくは政府からの直接ローンと間接ローンをバランスよく発展させていく高等教育政策の再構築が求められる。

(指導教官 金子元久教授)

注

- 1) LEHMAN BROTHERS, *An Education in Student Loan ABS*, U.S.Securitized Products, THURSDAY, MAY 22, 2008, p3
- 2) 学生援助の方法は、具体的には次の通りである。教育機会給付奨学金 (EOG: Educational Opportunity Grants) は、大学生に対する連邦給付奨学金で低所得層の大学生を対象としている。連邦保証ローン (GSL: Guaranteed Student Loans) は、地方自治体や銀行の学費ローンに対する連邦政府による保証事業で、ローンを必要とするすべての学生に与えることが目標である。現在はこの制度の拡充に功績のあった上院議員スタフォード (Robert Stafford) の名前をとり、「スタフォード・ローン」(Stafford Loans) と名称が変更されている。ワーク・スタディ (Work-Study) は、学内などで行われる学生のアルバイト賃金に対する連邦政府の補助金支給制度である。
- 3) College Board, *Trends in Student Aid 2007*, p8
- 4) 間接ローン (FFELP) の場合、学生は大学側が提示する推奨レンダー (金融機関) リストからレンダーを選択するケースが多い。そのため、大学の推薦リスト掲載等の見返りに、レンダーから大学側に対する副次的なサービス提供が見られる (高等教育法では、大学側は推奨リストの作成は可能であるが、特定のレンダーを学生に強要してはならないとしている。また、レンダーはローン獲得を目的とした景品等の提供禁止が規制されている。その後2007年11月の連邦教育省による規制見直しにより、推奨レンダーには3つ以上のレンダーを掲載し、掲載理由も明記することとなった)。実際、日経金融新聞 (2007年4月11日) によれば、CITグループの子会社であるスチューデント・ローン・エクスプレス (Student Loan Xpress) が、複数の大学の学生ローン担当者にコンサルティング料等の名目で現金や株式を供与した疑いが持たれ、既にコロンビア大学やジョンズ・ホプキンス大学のローン担当者に対して利益供与をしたことが判明している。このように、大学とレンダーとの間には癒着が生じやすく、モラル上問題が生じている。
- 5) 金子 (1988) は、それ以前から、両親が貯蓄を行って子どもを大学にやるというパターンから、子どもが借金をして大学にいき、後にそれを返済するというパターンへと、ライフサイクルのうえで大きな変化が起こっていると指摘している。
- 6) 原債権保有者 (originator) とは、証券化商品の担保となる資産を保有していた当事者で、実質的な資金調達者である。学生ローンABSの例でいえば、サリーメイ (Sallie May, Student Loan Marketing Association) などを代表とするレンダーが該当する。
- 7) SPV (special purpose vehicle) とは、導管体ともいわれ、形式上、担保資産を保有し、ABSを発行する主体である。実際に資金調達を行いたい原債権保有者や仲介業者が設立する。調達者は、自らの所有する資産をSPVに移す。その資産から生み出されるキャッシュフローを、SPVが発行する債券の返済に充てる。SPVは、会社 (特別目的会社, SPC) 形態である場合のみならず、信託形態も多用される。学生ローンABSでは、信託 (Trust) 形態で行われることが多いようである。
- 8) 学生ローンABSの優先劣後スキームとキャッシュフローは、下記の図の通りである。上から順番に (例えばClass A→Class B)、キャッシュフロー流入の順位が劣後する。Class Aについ

ては、投資家にとって期待されたキャッシュフローが得られないというリスクはかなり小さくなる。大部分のFFELPローンでは、AAA格とAA格の2つのみのトランシェ (リスクや条件の異なる証券区分) を持つが、民間学生ローンの場合にはBBB格のClass Dまでの劣後部分を持つことが多い。



出典：LEHMAN BROTHERS, *An Education in Student Loan ABS*, U.S.Securitized Products, THURSDAY, MAY 22, 2008.より筆者一部修正により作成

- 9) FICOスコアは、Fair Isaac Corporation (フェア・アイザック社) によって開発されたスコアリングモデルであり、Equifax社、Experian社、Trans Union社を始めとした全てのクレジットビューロー (個人信用情報機関) が採用している。
- 10) 三菱東京UFJ銀行 (2007) 『米サブプライム問題と金融・経済への影響』『経済レビュー』2007年10月5日, p9.
- 11) 『日経ヴェリタス』2008年6月15日.
- 12) サリーメイは、2007年4月にJ.C.Flowers & Co.やBank of Americaなど4社の投資ファンド連合からの買収提案 (買収総額：約250億ドル) 受け入れを発表していたが、2007年9月にこの買収提案が破棄されたことを明らかにした。その理由の一つとして、大学コスト削減アクセス法 (College Cost Reduction and Access Act of 2007) 施行の影響をあげている。
- 13) FinAid, *Lender Layoffs and Loan Program Suspensions*. (<http://www.finaid.org/loans/lenderlayoffs.phtml>)
- 14) 宮本佐知子 (2008) 『サブプライム問題の余波を受ける米国学生ローン市場』野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』2008年夏号, p81.
- 15) 例えば、サリーメイとネルネットを年限別で比較すると、1年80bp:53bp, 3年110bp:70bp, 5年130bp:93bp, 7-8年170bp:148bp (サリーメイ：ネルネット) となり、ネルネットのABSスプレッドがサリーメイより縮小していることが分かる。詳細は、LEHMAN BROTHERS, *SLM Corp: Funding Cost Update, Banks & Finance*, FRIDAY, MAY 16, 2008.を参照。
- 16) 『日経ヴェリタスonline』2008年5月3日.
- 17) 学生ローンを借りた社会人の苦悩の姿が以下の記述からもみられる。すなわち、米国の大学卒の多くの社会人は、学生ローン返済のために、住宅購入時期が延長され、休暇も削減、食事も節約してローン返済に追われている。ミシガン州立大学ロースクールを卒業した30歳の男性は、奨学金、民間学生ローンを含めて15万ドルもの借金を抱えている。そのため月収の4分の1にあたる660ドルをローン返済に充てており、1年後には返済

- 額が月800ドルに増額されることになっている。「家なんて決して買えないし、旅行にも行けない。何にも出来ない。まるで囚人のようだ」と嘆いている。一方、35歳の歯周治療専門医は、月1,600ドルの学生ローン返済、2,300ドルの住宅ローン返済、1,500ドルの事業ローン返済に追われる日々を過ごしている。そのため、「返済不履行に陥る可能性は極めて高い。今後10年間の収入は返済のために充てられるだろう」と話している。詳細は、IBTimes、「米学生ローン返済不履行、懸念高まる」(<http://jp.ibtimes.com/article/biznews/071001/12714.html>)を参照。
- 18) サリーメイのCEOであるアルバート・ロード氏は次のように答えている。「サリーメイの文化は35年間FFELPの文化であった。しかし、FFELPはもはや我々のビジネスではない。この5年間FFELPビジネスで利益を得ることができなかった。我々の運命は、他の商品、特に民間学生ローンにある。このマージンの方がはるかに大きい」ROBERT TOMSHO, "SLM's Headmaster On Lessons Learned", *THE WALL STREET JOURNAL ON LINE*, June 5, 2008. 実際、サリーメイのバランスシートをみると、同社ポートフォリオのうち、FFELPローン金利はわずかに6.59%であったが、民間学生ローン金利は2007年で11.65%にも達し、民間学生ローンが利鞘の厚いビジネスとなっていることが分かる。
- 19) 以下の議論は、主に次の文献を参考。LEHMAN BROTHERS, *SLM Corp: Analyzing Private Loan Risk*, Banks & Finance, THURSDAY, AUGUST 14, 2008.

## 引用文献

- 犬塚典子 (2006) 『アメリカ連邦政府による大学生経済支援政策』東信堂。
- 遠藤幸彦 (1999) 「証券化の歴史的展開と経済的意義—米国を中心に—」大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』June-1999.
- 大垣尚司 (1997) 『ストラクチャードファイナンス入門』日本経済新聞社。
- 金子元久 (1988) 「アメリカの奨学金政策—その思想・構造・機能」財団法人高等教育研究所『高等教育研究紀要』第8号, p84-94.
- 小林雅之・濱中義隆・島一則 (2002) 『学生援助制度の日米比較』文教協会平成13年度研究助成報告書。
- 福光寛 (1995) 「1993年米学生ローン改革法について—米国の公的金融見直し論議—」『立命館経済学』第44巻第2号。
- 三菱東京UFJ銀行 (2007) 「米サブプライム問題と金融・経済への影響」『経済レビュー』2007年10月5日。
- 宮本佐知子 (2007a) 「教育費を誰がどう負担するのか?—投資効果が不確実な中で求められる金融サービスの活用—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年冬号。
- 宮本佐知子 (2007b) 「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。
- 宮本佐知子 (2007c) 「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」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年秋号。
- 宮本佐知子 (2008) 「サブプライム問題の余波を受ける米国学生ローン市場」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年夏号。
- 山口香奈 (2008) 『アメリカにおける連邦奨学金事業—近年の動向を中心に—』日本学生支援機構政策研究会 (2008年6月9日) 発表資料。
- Andrew Gillen, *A Tuition Bubble? Lessons from the Housing Bubble*, A policy paper from the Center for College Affordability and Productivity, April 2008.
- College Board, *Education Pays 2007*.
- College Board, *Trends in College Pricing 2007*.
- College Board, *Trends in Student Aid 2007*.
- LEHMAN BROTHERS, *Student Loans: Is FFELP ABS a Viable Sector?*, U.S. Securitized Products, MARCH 6, 2008.
- LEHMAN BROTHERS, *SLM Corp: Analyzing Funding, Banks & Finance*, TUESDAY, APRIL 1, 2008.
- LEHMAN BROTHERS, *SLM Corp: Funding Cost Update, Banks & Finance*, FRIDAY, MAY 16, 2008.
- LEHMAN BROTHERS, *An Education in Student Loan ABS*, U.S. Securitized Products, THURSDAY, MAY 22, 2008.
- LEHMAN BROTHERS, *SLM Corp: Analyzing Private Loan Risk, Banks & Finance*, THURSDAY, AUGUST 14, 2008.
- Mark Kantrowitz, *Solving the Student Loan Credit Crunch*, FinAid.org, 2008.
- NELNET INC, *FORM 10-Q (Quarterly Report) Filed 08/11/08 for the Period Ending 06/30/08*. (<http://www.shareholder.com/common/edgar/1258602/1144204-08-45453/08-00.pdf>)
- SLM Corporation, *Form 10-Q (2nd quarter) 2008 CEC Filings*. (<http://www.salliemae.com/about/investors/stockholderinfo/secfilings/secfilings.htm>)
- The First Marblehead Corporation, *American Securitization Forum*, February, 2008. ([http://media.corporate-ir.net/media\\_files/irol/14/147457/Presentations/ASF\\_Presentation\\_1\\_31\\_2008.pdf](http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/14/147457/Presentations/ASF_Presentation_1_31_2008.pdf))

## 付記

本稿は、2008年9月時点における事実関係に基づいて執筆を行ったものであり、その後の状況によっては、本文の記述が不正確になっている場合もある。