

郵政事業の経営分析と 企業価値評価

March 2013



京都大学経済学部藤井ゼミナール
郵政事業企業分析チーム

はしがき

2005年7月の郵政民営化関連法案の可決・成立を嚆矢として本格的に開始された郵政改革は、その後つねに国政の重要な争点の1つであり続けてきました。たとえば、2007年7月の参院選後の民主党を中心とした郵政民営化凍結の動き(2007~2008年)、麻生内閣による郵政民営化見直しの動き(2009年)、民主党政権下での郵政民営化法改正案の可決・成立(2012年4月)等は、なお私たちの記憶に新しいところです。

郵政改革をめぐる主要な争点は、おおむね次の2つに集約されます。1つは、完全民営化を断行するか部分民営化にとどめるかです。そしてもう1つは、ユニバーサルサービスと絡めて郵便・ゆうちょ・かんぽの3事業をどう(再)編成するかです。この2つの争点は相互に密接に関連し合っており、それらにどのような回答を与えるかで、郵政改革の姿は非常に異なったものになってきます。だからこそ、郵政改革をめぐる論争は熱気を帯びたものとなるのでしょう。

ところが、客観的な事実にもとづいた分析的な議論は、論争の熱さとはうらはらに、極めて少ないように見受けられます。事実の確認によってすべての問題に理想的な回答が与えられるわけでは必ずしもありませんが、事実の確認は生産的な議論にとって欠かせない前提となるはずのものです。事実を確認にしたとき、郵政改革についてどのようなことが説得的に主張できるのでしょうか。私たちは、そのような問題意識から、郵政事業の経営分析と企業価値評価を行いました。この報告書はその成果を収録したものです。この報告書が、郵政改革の今後のあり方を考える際の一助ともなれば、一同望外の喜びです。

この研究は、社団法人逓信研究会からの委託研究として手掛けられたものです。私たちの研究に絶えず励ましの声を送って下さった同研究会の関係各位、とりわけ会長の亀井久興様、事務局長の島崎忠宏様に、改めて謝意を表したいと思います。

平成 25 年 3 月吉日
京都大学大学院
経済学研究科教授
藤井 秀樹

目次

はじめに	P. 1
第1部：郵政事業の現状	
1. 郵政改革の沿革	
1-1 民営化までの状況.....	P. 3
2-2 民営化の決定と法案改正.....	P. 4
2. 郵政事業を取り巻く環境と問題点	
2-1 ゆうちょ銀行の現状と問題点.....	P. 5
2-2 かんぽ生命の現状と問題点.....	P. 7
2-3 郵便事業の現状と問題点.....	P. 8
2-4 新規事業への反対.....	P. 9
3. 民営化後のトピックス	
3-1 ローソンとの提携、ヤマトとの激突.....	P. 10
3-2 ニッセンとの提携.....	P. 11
3-3 ペリカン便の遅配問題.....	P. 12
4. 第1部 まとめ.....	P. 13
第2部：財務諸表分析	
1. 財務諸表分析の方法	P. 14
2. ゆうちょ銀行の財務諸表分析	
2-1 収益性分析.....	P. 16
2-2 生産性分析.....	P. 20
2-3 安全性・リスクの分析.....	P. 22
3. かんぽ生命の財務諸表分析	
3-1 収益性分析.....	P. 24
3-2 生産性分析.....	P. 27
3-3 安全性・リスクの分析.....	P. 28
4. 日本郵便、郵便局の財務諸表分析	
4-1 収益性分析.....	P. 30
4-2 生産性分析.....	P. 33
4-3 安全性・リスクの分析.....	P. 35
5. 第2部 まとめ.....	P. 37

第3部：企業価値推定

1. 残余利益モデルによる企業価値推定

- 1-1 推定の手順……………P. 40
- 1-2 ゆうちょ銀行の企業価値推定……………P. 43
- 1-3 かんぽ生命の企業価値推定……………P. 47
- 1-4 日本郵便の企業価値推定……………P. 51

2. 乗数法を用いた企業価値推定

- 2-1 単純な乗数モデル……………P. 53
- 2-2 簡易オールソンモデル……………P. 55

3. 第3部 まとめ……………P. 56

Appendix A：予測財務諸表……………P. 57

- A-1 ゆうちょ銀行の予測財務諸表
- A-2 かんぽ生命の予測財務諸表
- A-3 日本郵便の予測財務諸表

Appendix B：統計的手法について……………P. 59

- B-1 最小二乗法
- B-2 簡易オールソンモデル

おわりに ……………P. 63

はじめに

日本では2012年末に第二次安倍政権が発足し、新たな経済成長戦略が打ち出された。アベノミクスと呼ばれるこの成長戦略は、大胆な金融緩和、機動的な財政出動、民間投資を喚起する成長戦略を「3本の矢」とし、2%のインフレ目標、円高の是正など、大胆な内容が盛り込まれている。

この政策転換により、日本の経済状況は大きく変貌しようとしている。そのような状況のもとで、ゆうちょ銀行とかんぽ生命の上場準備が進められようとしている。仮にその上場が実現すれば、一夜にして日本最大の金融機関が出現することとなる。はたして、日本郵政は現在どのような状況にあり、以上のような経済環境の変化に耐えることができるのであろうか、また、どのような経営戦略をとることが望ましいのであろうか。

この報告書では、以上のような現状認識と問題意識にもとづき、郵政事業の現状、経営の特徴と問題点、郵政改正法案の影響、上場した場合の市場価値などについて分析と研究を行っている。



第1部

郵政事業の現状



要旨

- ・ 郵政改革の内容、日本郵政の現状、すなわち、各事業のビジネスモデル、そして民営化後の日本郵政と民間企業の競合状況について分析を行った。分析の結果、日本郵政のビジネスモデルは収益構造の問題が指摘できる。
- ・ 日本郵政は現在の収益構造の問題を解決するため、新規事業開始や支出削減などを行っている。しかし、日本郵政の規模の大きさや、民営化したとはいえ政府が株式を所有していることなどから、新規事業は同業他社の反対にあっており、開始までに民間企業よりも調整に多くの時間が必要となっている。また、実際に民営化後の衝突も、競合他社と競合する事業においていくつか見られた。

第1部の内容

- 1 郵政改革の沿革
- 2 郵政を取り巻く環境
- 3 民営化後のトピックス
- 4 第1部 まとめ

1. 郵政改革の沿革

1-1. 民営化までの状況

日本郵政グループは、1871年に創業された郵便事業がはじまりである。この事業は、近代化にあたり従来の飛脚制度に代わる基礎的な通信手段を整えるために、前島密の尽力により開始された。1873年に政府の独占事業とされ、民間業者の参入は不可能であったが、2003年に日本郵政公社が発足するとともに、信書の送達に関して民間業者の参入が可能となった。

郵便貯金事業は1875年に創業され、簡易生命保険は1916年に創設された。目的は、民間企業のサービスが行き渡らない地域であっても利用可能なサービスを提供することにあった。

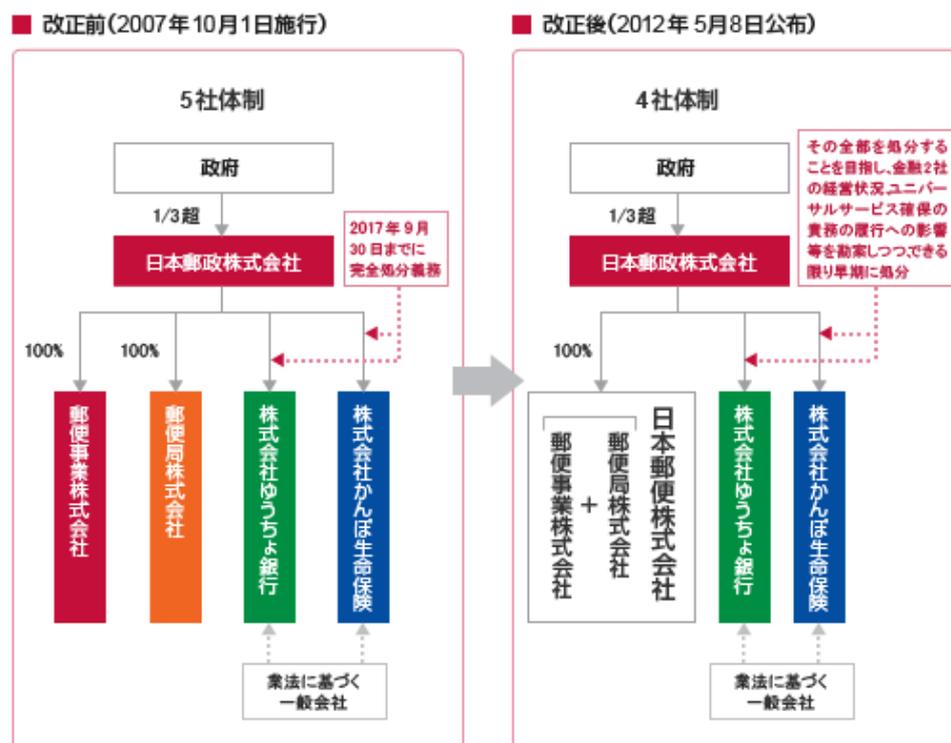
1-2. 民営化の決定と法案改正

2005年の民営化正式決定後、5社体制から4社体制へと組織改編

2005年に郵政民営化法が公布され、2006年に民営化の準備を行う準備企画会社として、日本郵政株式会社が発足した。翌2007年に日本郵政グループ（日本郵政株式会社、郵便事業株式会社、郵便局株式会社、株式会社ゆうちょ銀行、株式会社かんぽ生命保険）が発足し、5社体制となった。その後、2009年には郵政株売却凍結法案が成立するなどして民営化は遅々として進まなかったが、2012年に郵政民営化法案の改正案が成立した。これに伴い「郵便局株式会社」と「郵便事業株式会社」の統合により、「日本郵便株式会社」が発足した。これにより、日本郵政グループは5社体制から4社体制に再編された。

この再編の目的は、今までの郵便のサービスのみならず、貯金、保険の基本的なサービスを郵便局で一体的に利用できる仕組みが確保することである¹。また、今回の法案改正により、ユニバーサルサービスの範囲が郵便のサービスのみならず、貯金、保険の基本的なサービスまで拡充された。ゆうちょ銀行・かんぽ生命の株式に関しても、売却は無期限に延期された。

図表 1-1 再編前後の日本郵政組織



¹ 日本郵政『郵政民営化法の改正でこうなる』<http://www.japanpost.jp/privatization/index02.html>

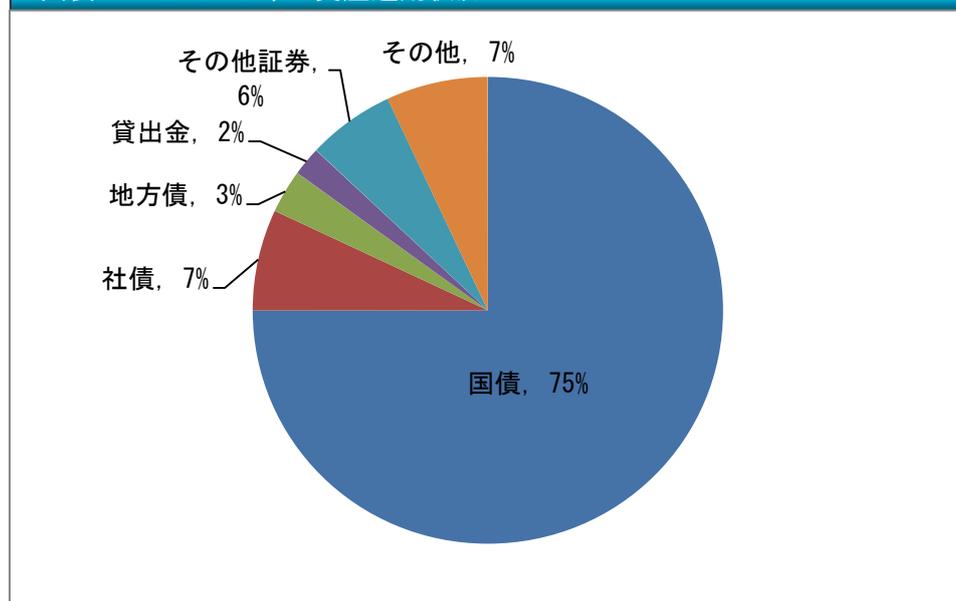
2. 郵政事業を取り巻く環境

2-1. ゆうちょ銀行の現状と問題点

ゆうちょ銀行の資産運用 の3/4が国債での運用

現時点では、ゆうちょ銀行の運用は国債が中心となっており、金利リスク資産に偏っている。国債は、景気の影響を受けにくいいため、経営は安定するものの、収益率は低いという、金利リスク資産としての構造問題が存在する。また、資産構造問題と、ニーズに応じた金融サービスの多様化の必要性を理由に、ゆうちょ銀行は新規事業を開始しようとしている。将来目標としては、チャンネルは現行のまま郵便局を用い、商品ラインナップの多様化と運用する資産の拡大を掲げている。

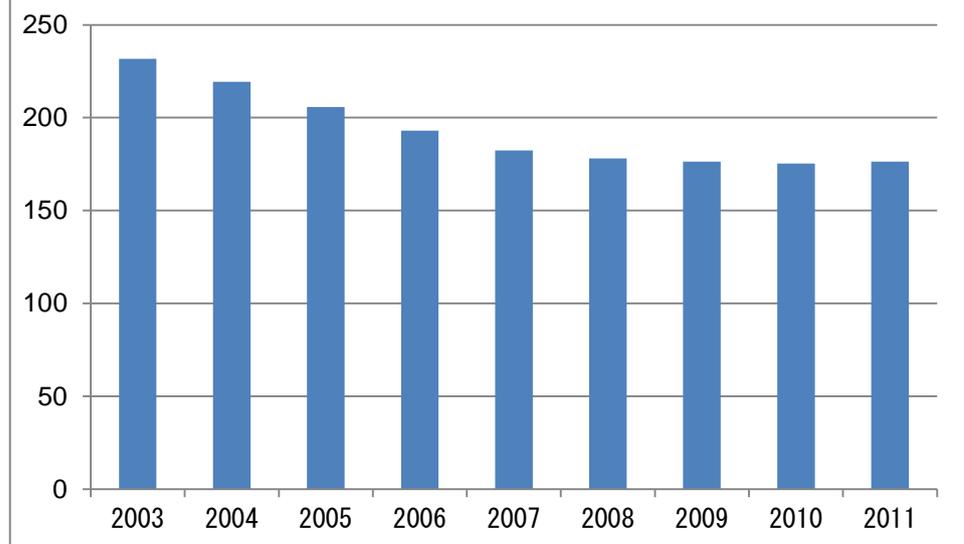
図表 1-2 2012 年の資産運用状況²



ゆうちょ銀行の問題として、貯金残高の減少があげられる。図からもわかるように、ゆうちょ銀行の貯金残高は年々減少している。ゆうちょ銀行は収益性の低い国債を中心に運用しているため、このまま減少が続くと赤字になる恐れもある。

² 出典 2012 年ゆうちょ銀行 ディスクロージャー誌 p. 104

図表 1-3 ゆうちょ銀行の貯金残高推移（単位：兆円）



ゆうちょ銀行が申請した新規業務は、個人向けローン（住宅、カード、目的別ローン）、法人向け貸付業務などである。認可されたものに関しては、当初 2013 年 4 月開始の予定であったが、麻生金融相は、2013 年 2 月時点で、4 月開始は困難であると述べている³。

政府機関であったころは収益よりも安全性が求められたため、国債中心の運用を行っていた。ところが近年、株式や外国債券など、国債以外の資産の取り扱いが増えてきている。しかし、政府機関であったがゆえにリスクをとる運用はできず、ゆうちょ銀行にはリスク資産の運用ノウハウが蓄積されていないという問題がある。どの外国債や株式が適切であるのか、現在購入しようとしている、あるいは保有している資産のリターンとリスクの測定といったノウハウがない。この先、民営化にあたりこれからも新規業務の開始が行われるであろうが、そのための社員教育をどのように行っていくのかも問題となる。

以上のように、ゆうちょ銀行は、国債中心の運用を行っているため、収益性は安定しているが低い、という特徴を持つ。国債偏重ゆえに金利リスクが大きく、貯金残高も減少しつつあるため、新規業務を行うことで投資先を分散し金利リスクを引き下げ、収益性を向上させることが可能であろう。ただし、ゆうちょ銀行には資産運用ノウハウが不足していると考えられるため、慎重な対応が必要である。

³ 麻生金融相「4 月開始は困難」＝かんぽ、ゆうちょ新規業務
http://newsbiz.yahoo.co.jp/detail?a=20130205-00000046-ji_jnb_st-nb
<http://www.japanpost.jp/privatization/index02.html>

2-2. かんぽ生命の現状と問題点

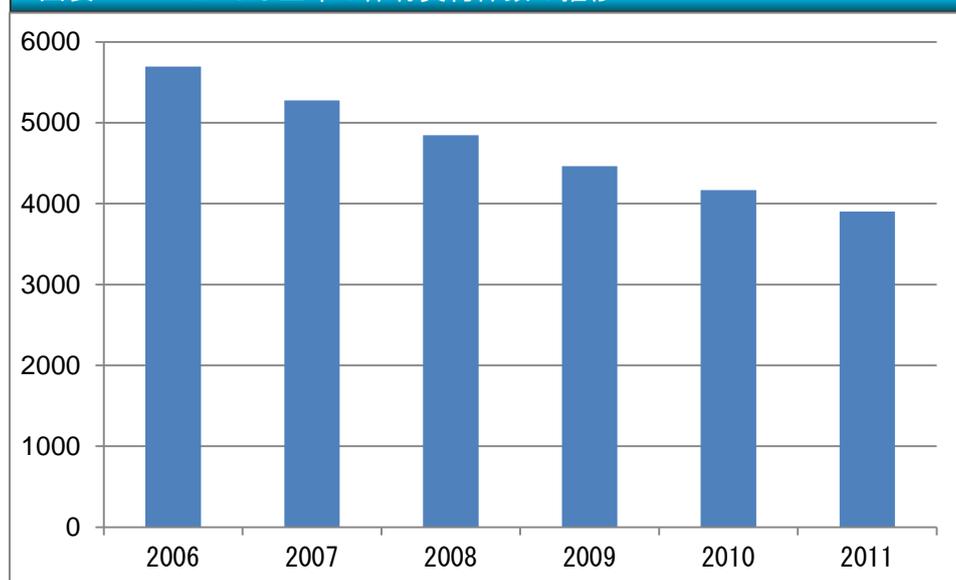
かんぽ生命の保有契約数の減少と新規事業参入の計画

かんぽ生命は郵便局をチャネルとし、養老保険が主力商品である。主な顧客は女性や中高年である。

保有契約は減少しており⁴、このまま減少が続くとユニバーサルサービス維持に問題が発生する。保有契約減少の理由は、かんぽの商品である養老保険のニーズが減少しているからである。そのため、かんぽ生命は時代のニーズに合わせて新商品の販売をもくろんでいる。新規事業としては、損害保険保証業務(住宅ローンに伴う長期火災保険)を計画している。

ゆうちょ銀行、かんぽ生命の両方に共通していることは、それぞれビジネスモデルに問題を抱えていることである。ゆうちょ銀行は国債主体の運用が問題となり、かんぽ生命は商品ラインナップが時代のニーズとずれているため契約件数が減少し続けている。これらの問題を解決するために、新規事業が必要であると考えられている。

図表 1-4 かんぽ生命の保有契約件数の推移⁵



⁴ 郵政民営化委員会 ご説明資料 <http://www.yuseimineika.go.jp/iinkai/dai91/siryou91-2-2.pdf>

⁵ 郵政民営化委員会 かんぽ生命の経営状況

<http://www.yuseimineika.go.jp/iinkai/dai99/siryou99-1.pdf>

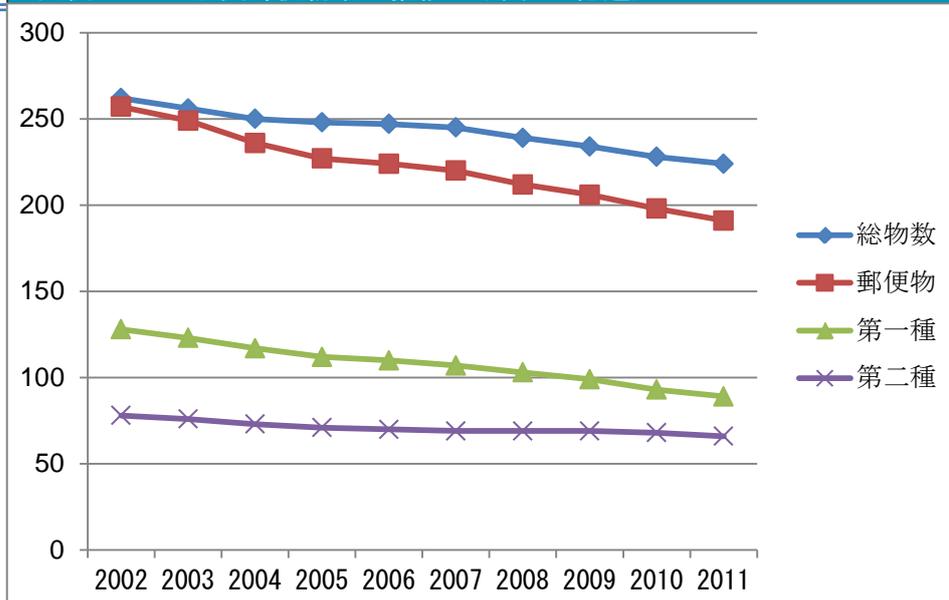
2-3. 郵便事業の現状と問題点

郵便事業は、民営化当初よりユニバーサルサービスとして日本全国で均一の値段でサービスを国営時代から継続して提供している。なお、民営化時にゆうパック・ゆうメールは一般の物量業としてサービスを行うこととなった。

郵便事業の斜陽

郵便事業は、インターネットの発達と電子メールの普及により、需要そのものが減少傾向にある。

図表 1-5 引受郵便物数の推移⁶ (単位: 億通)



図からもわかるように、郵便局事業の総引受郵便物数は徐々に減少している。ネットオークションの普及などにより、宅配便の取り扱い総数を増やしている企業も存在するが、手紙・はがきなどは減少傾向にある。この状況を打開するため、郵便事業は現在、収益性または成長性が高い市場への進出をおこなっている。たとえば、楽天オークション、eBay との連携、当日配達ゆうパックの開始、コンビニでの荷物受取サービスなどに取り組んでいる。

⁶ 郵政民営化委員会 かんぽ生命の経営状況
<http://www.yuseimineika.go.jp/iinkai/dai99/siryou99-1.pdf>

2-4. 新規事業への反対

民間からの郵政グループ 新規事業への反対

日本郵政の事業拡大に対しては、競合他社からの強い反対が見られる。その一つは、後述するが、ヤマト運輸の反対⁷であった。また、今回の新規事業でも、全国銀行協会や信用金庫からの反対が見られた。

全国銀行業界は、2010年2月、「郵政改革に関わる考え方」という文書を発表⁸した。この文書中で、ゆうちょ銀行は、完全民営化ではなく政府関与の残存を前提としていることから、競争条件の公平性に問題があると指摘している。また、民業補完の観点からも、政府関与の残る郵便貯金事業に民間銀行と同様の業務範囲を認めるべきではなく、業務範囲の制限を行うべきであると提言している。

また、一般社団法人全国信用金庫⁹は、ゆうちょ銀行は政府の信用力をもとに巨大な資金と膨大な店舗網を持っていると述べ、その規模を維持したまま上場した場合、民間金融機関の経営を圧迫し、地域金融システムに大きな影響を与える可能性があるとして指摘している。つまり、彼らは、地域社会の発展、市場への影響を考慮すべきであると考えている。

⁷ 「ローソンと日本郵政公社の提携」に関する当社の見解

http://www.yamato-hd.co.jp/news/h16_29_01news.html

⁸ <http://www.zenginkyo.or.jp/news/2010/02/23160000.html>

⁹ <http://www.zenginkyo.or.jp/news/2004/02/16143308.html>

3. 民営化後のトピックス

3-1. ローソンとの提携・ヤマトとの激突

日本郵政は 2002 年にローソンとの提携を発表したが、業界大手のヤマト運輸から強い反発があった。本節では、これらについてまとめる。

ローソンとの提携による ヤマトとの確執

日本郵政は、2002 年にローソンとの提携を発表した。日本郵政がローソンを選んだ理由は、ローソンは 47 都道府県すべてに出店する唯一のコンビニであったためである。この提携により、ローソンと日本郵政の共同配送が実現し、ローソンではゆうパックが取り扱われるようになった。当時、日本郵政はぼすたるローソンなどの出店にも意欲を見せていた。

しかし、日本郵政は、民営化されたとはいえ、規模が大きく政府の庇護下にあると誤解されることもあるため、問題点として民業圧迫が指摘されることも多い。そのため、2002 年のローソンとの提携においては、ヤマト運輸による反対があった。

そもそも、ヤマト運輸は 1988 年よりローソンと取扱店契約を結んでいた。これは排他的な契約であり、ヤマトはローソンに対して同業他社と取扱店契約を結ぶことを禁止していた。ローソンは宅急便とゆうパックを併売するため、契約内容を変更するようヤマト運輸と半年ほど交渉していたが、交渉は決裂し、ヤマトとローソンの契約は解消された。なお、ヤマト運輸により、日本郵政による民業圧迫であるとして訴訟も行われた。このように、日本郵政は運送業界に大きな影響を与えた。

現在、コンビニエンスストアはゆうパックあるいはヤマトのどちらかを扱っている。一時はゆうパック取扱店がヤマトの取扱店を上回ったが、ペリカン便の遅配問題でいくつかのコンビニチェーンがゆうパックから乗り換え、ヤマトを扱うようになった。なお、ポスタルローソンの設置は当初 800 店舗を予定していたが、現実には 20 店舗程度にとどまっている。

なお、業界大手の佐川運輸とは、飛脚ゆうメールなどを見てもわかるように良好な関係を築いているといえるだろう。

3-2. ニッセンとの提携

本節では、日本郵政の新規大口契約締結の事例の1つであるニッセンとの提携についてまとめる。

ニッセンとの業務提携と 双方のメリット

2010年に、郵政は大手カタログ通販会社ニッセンとの提携を発表した。これは民営化見直し後では初の大型提携である。これまでは、ニッセンはヤマト運輸に商品配送を委託していたが、郵便事業会社に切り替えた。ニッセンにとって、この切り替えの目的は二つあり、経営戦略の転換とコスト削減である。経営戦略に関しては、ニッセンの商品案内を郵便局に置くなど営業面での協力が検討された。ニッセンの年間配総数はおよそ2000万個で、荷物一つあたり10円コストが下がれば、それだけで2億円のコストが削減されることになり、この効果は無視できないであろう。

さらに、日本郵政にとっても、この提携の結果、ゆうパックの取り扱い総数は7%ほど増加するとされた¹⁰。これは郵便事業の営業の成果で大きな成功である。

ただ、この後、日本通運との宅配便事業統合の混乱の際にライバルに顧客を奪われたこともあり、この提携によって一気に業績が上昇するということにはなかった¹¹。

¹⁰ 共同通信(2010)『郵政、ニッセンと提携 民営化見直し後で初』
<http://www.47news.jp/CN/201003/CN2010030201000374.html>

¹¹ 『「国営」に戻る？ 郵政の危うさ 業務効率化なければ「お荷物」に』日経ビジネス 2010年3月15日号

3-3. ペリカン便の遅配問題

本節では、ペリカン便とゆうパックスの統合がどのように行われたのか、また、この統合がなぜ大幅に遅れ、損失をもたらしたのかについてまとめる。

JP エクスプレスの失敗と 事後処理の遅れ

2010年7月より、郵便事業は日本通運のペリカン便をゆうパックスと統合したが、結果として失敗に終わった。当初は2009年の10月からの事業統合を目指しており、そのために郵政グループはJPエクスプレス（JPEX）を設立した。しかし、システム統合に予想以上に時間がかかることが判明したため、JPEXはペリカン便の受け皿会社として事業を開始した。新しい統一ブランドでのサービス開始を予定していたものの、鳩山総務大臣（当時）からの認可が出ず準備に遅れが出たために延長された。その背後では、給与減額をしいられる従業員らの強い抵抗があった¹²とされる。新経営陣のもとでは方針が変更されJPEXを郵便事業会社が継承することとなった。その際、人件費が高い方に吸収することとしたため、採算の取れない契約を取捨選択しつつ継承する予定であったが、新経営陣はそれを先送りし、採算の合わない契約も引き継いだ。さらに非正規社員も正社員化した。

結局、統合はうまくいかず、トラブルが頻発し、遅配問題はメディアでも大きく報道された。この際、多くの顧客を失いブランドイメージも悪化し、結果、郵便事業株式会社が生み出した赤字は年間1000億円にもなった。この赤字は、遅配問題そのものによって直接的に引き起こされたものももちろんあるが、それは一時的なものであり、その後長きにわたって赤字が継続した原因は事後処理の迅速性を欠いたことにある。大臣の反対により認可が下りなかったことや正社員化などの問題は、日本郵政のみの問題ではなく、政治的な問題を含むものである。つまり、日本郵政は、政治に大きく影響を受けているのである。

¹² 『改正郵政 巨額マネーのゆくえ』金融ジャーナル 2012年9月 19ページ

4. 第1部 まとめ

郵政グループ全体における新規事業の必要性とそれに対する民業圧迫の主張

第1部では、まず、日本郵政の成り立ち、事業モデルに関して報告書等の文献、報道等の引用により定性的な分析を行った。詳しくは後述（第2部）するが、現在の日本郵政グループの稼ぎ頭であるゆうちょ銀行とかんぽ生命はビジネスモデルに問題を抱えている。これらの問題解決の一策として、新規事業の申請を行っているが、日本郵政が完全民営化を行われないこと、業界内での暗黙の了解の存在、日本有数の規模であるゆうちょ銀行・かんぽ生命を保有していることから、業界団体による反対にあっている。

また、日本郵政グループは事業展開を行うにあたって、競合他社との対立や事業の成功・失敗が見られた。その例としてローソンとの提携があげられる。ローソンとの提携ではヤマト運輸による反対が見られ、結果としてコンビニ業界がゆうパック派とヤマト運輸派に分かれることとなった。ここからもわかるように、日本郵政の事業は、民業圧迫の恐れがあると警戒されている。

ここでは日本郵政の事業モデルに関する定性的考察を行い問題点を指摘した。しかしそれらの問題点は、実際の事業状況を表す財務数値にはどのように表れているのだろうか。第2部では、財務的指標を用いて日本郵政に関する考察を行う。



第2部

財務諸表分析



要旨

- ・ ゆうちょ銀行、かんぽ生命の安定的な高収益に対し、郵便2社の収益性は芳しくない。しかし、ゆうちょ、かんぽの高収益も、郵便局会社の有形固定資産を安価に利用していることによってもたらされている可能性も指摘できる。
- ・ ゆうちょ銀行、かんぽ生命共に大きな付加価値を持つ社会的に重要な意味を持つ企業である。しかし、民間企業に比べ著しく小さな労働分配率となっており、収益も安価なマンパワーによって下支えされている可能性がある。
- ・ 総じて安全性は良好である。しかし、それを可能にしている低リスクな経営戦略に問題のある可能性もある。

第2部の内容

- 1 財務諸表分析の方法
- 2 ゆうちょ銀行の財務諸表分析
- 3 かんぽ生命の財務諸表分析
- 4 日本郵便、郵便局会社の財務諸表分析
- 5 第2部 まとめ

1. 財務諸表分析の方法

1-1. 分析の対象

本報告の分析対象はゆうちょ銀行（単体）、かんぽ生命（単体）、郵政事業会社（単体）および郵便局会社（単体）であり、それらを総合して日本郵政グループ全体の分析とする。それぞれの財務データはディスクロージャー誌から得た。また、ゆうちょ銀行の比較対象として三井住友フィナンシャルグループとみずほフィナンシャルグループ、三菱UFJフィナンシャルグループ（場合によっては傘下企業の単体情報）、かんぽ生命の比較対象として第一生命株式会社、郵便事業会社および郵便局会社の比較対象としてヤマトホールディングス、セイノーホールディングス、日本通運を選んだ。これらとの比較を通して、各企業の特性を整理し、日本郵政グループの企業価値推定をおこなう上での基礎分析とする。

1-2. 分析内容

本リサーチは財務諸表分析を3つに分類して行っている。分類と主な分析項目、およびその内容は図表2-1に示す。

図表2-1 主な分析内容		
分類	項目	内容
収益性分析	ROA	経常利益÷総資産。企業が資産をどれだけ効率よく利益に結びつけられているかという指標。
	ROE	純利益÷純資産。企業が株主資本をどれだけ効率よく利益に結びつけられているかという指標。
	売上高純利益率	純利益÷売上高。本業の売上高を祖どれだけ効率よく利益に結びつけられているかを表す指標。
	売上高事業利益率	経常利益÷売上高。本業の売上高を祖どれだけ効率よく利益に結びつけられているかを表す指標。
	有形固定資産回転率	売上高÷有形固定資産。所有する有形固定資産を使ってどれだけ効率よく売上がしているかを表す指標
生産性分析	手元流動性比率	(現金預金+有価証券)/(売上高÷12)。企業の支払い能力を表す指標で大きいほど安全性が高い、この逆数が手元の流動資産の回転を表すことになる。
	付加価値額	人件費+賃借料+税金+他人資本利子+当期純利益。企業が新たに生み出した価値の総額を表す。
	設備生産性	付加価値額÷有形固定資産。有形固定資産をどれだけ効率よく付加価値に結びつけられているかを表す指標。
	1人当たり人件費	人件費÷従業員数。労働生産性と労働分配率の積となる。
安全性・リスク分析	労働分配率	人件費÷付加価値。企業が生み出した価値のうち、従業員に還元された割合を表す。
	自己資本比率	純資産÷総資産。企業が投下した総資産のうち、自己資本によって賄われている割合。

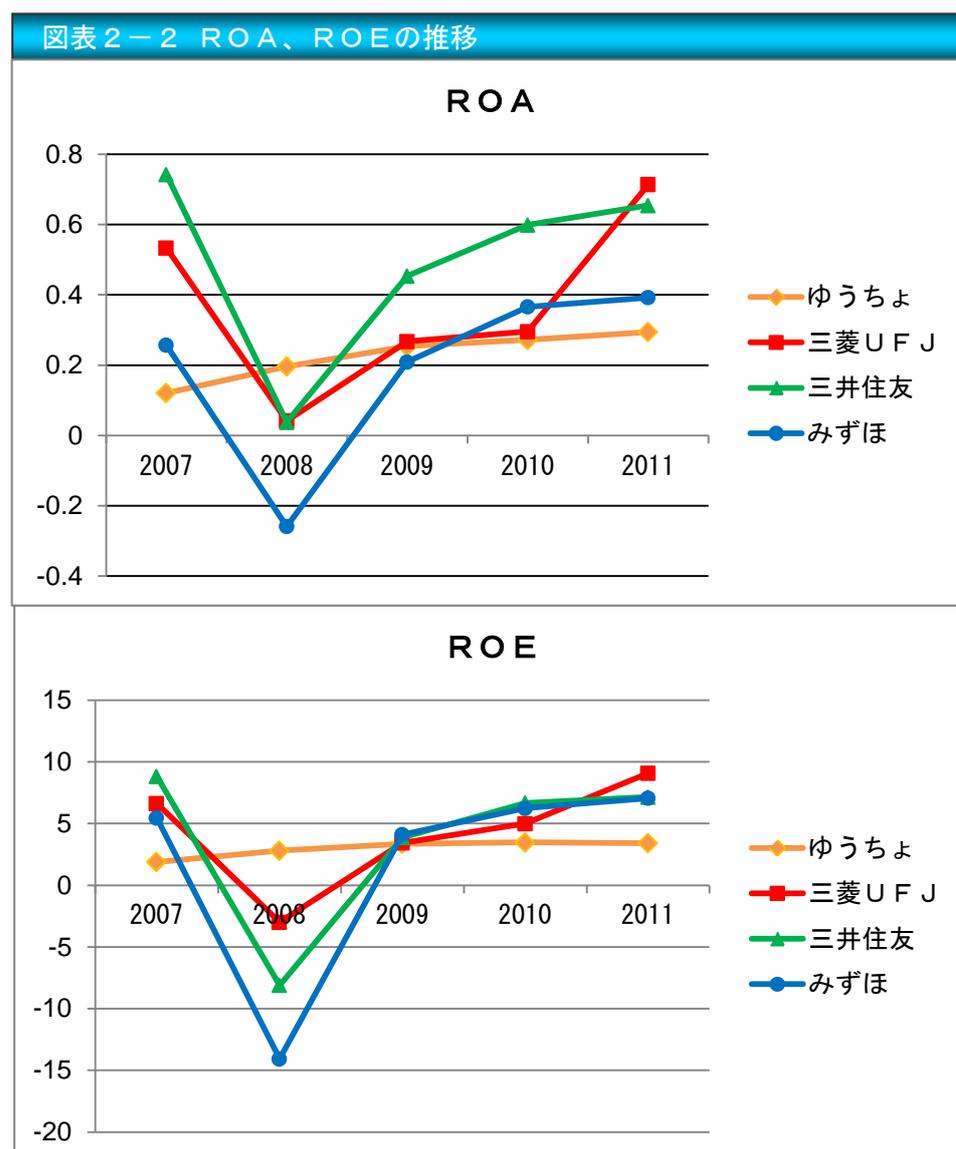
2. ゆうちょ銀行の財務諸表分析

ゆうちょ銀行について分析するにあたり、昨年度の分析と同様にメガバンク3社との比較を行う。ゆうちょ銀行は経営規模が大きく、地方銀行等と比較することは難しい。よって、経営規模の大きなメガバンクとの比較によって、ゆうちょ銀行の特徴が明らかになるであろう。

2-1. 収益性分析

まずは収益性の指標として一般的に用いられるROA、ROEを検討する。ゆうちょ銀行はROA、ROE共に成長しているが、リーマンショックの影響でメガバンクの3行が落ち込んだ2008年を除き、メガバンクよりも低水準で推移していることがうかがえる。

図表2-2 ROA、ROEの推移



図表 2-3 収益性分析

売上高純利益率(単位: %)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2007	11.5	10.0	10.0	6.9
2008	9.2	-4.5	-10.5	-16.8
2009	13.4	7.7	8.6	8.5
2010	14.3	12.9	12.4	15.2
2011	15.0	19.8	13.1	17.8

売上高事業利益率(単位: %)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2007	19.3	16.1	18.0	8.8
2008	15.5	1.5	1.3	-11.2
2009	22.4	10.8	17.6	11.6
2010	23.9	14.3	21.5	21.7
2011	25.8	29.7	23.7	23.9

手元流動性比率(単位: 倍)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2007	819※	96	74	99
2008	866	116	115	123
2009	994	170	131	206
2010	980	216	153	242
2011	960	212	153	259

図表 2-3 収益性分析 (続き)

有形固定資産回転率(単位:倍)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2007	14.3※	5.6	5.6	4.0
2008	14.6	4.2	4.2	4.1
2009	15.6	3.0	3.0	3.7
2010	14.6	2.9	2.9	3.4
2011	14.0	2.9	2.9	3.7

※フロー項目が6か月分のデータであるため、計算値を修正している。

続いて、収益性の指標は売上高純利益率・売上高事業利益率・手元流動性比率・有形固定資産回転率の4つとした。これらの指標は収益をどれだけ効率よくあげることができるか、あるいは経営資本をどれだけ効率的に収益に結び付けることができるかを表す指標となっている。なお、ゆうちょ銀行の民営化が2007年度の途中に行われていることから、2007年度の一部の指標が推定を含む調整値となっている。

景気変動の影響による収益性に対する落ち込みの小ささ

ゆうちょ銀行は資産の約7~8割を利回りの低い国債で運用しているため、景気変動に伴う収益力の減少幅が小さい。これはリーマンショック直後の売上高純利益率や売上高事業利益率において、メガバンクが赤字を計上しているのに対してゆうちょ銀行ではほとんど変動していないこと、企業の支払い能力を示す指標である手元流動性比率がメガバンクよりも3~6倍とはるかに高い水準で推移していることから推察される。

ゆうちょ銀行の有形固定資産回転率は金融業ゆえに高いのは当然であるが、メガバンクと比較しても約3~5倍と明らかに高い水準にあると言える。後述するが、かんぽ生命でも同様の傾向が見られる。これは他の民間銀行が規模の大きな自社ビルを通して営業を行うのに対し、ゆうちょ銀行が基本的に郵便局の一角で営業を行い、またフランチャイズによる小規模郵便局の拡大によって店舗網を拡大してきたことに起因するものであると思われる。

**収益力の小さい国債運用
の限界とリスク**

しかしながら、先述のとおり、国債の運用が約7～8割を占めるゆうちょ銀行では収益力そのものは安定しているものの、メガバンクと比較すると極めて小さい。しかもその収益力の保証には巨額の資金規模が必要とされ、民営化の議論の際の骨格経営試算によれば、コスト構造が変化しない限り、貯金残高が150兆円を割ると赤字に陥るとされる。また国債偏重の運用は、国債価格の下落に伴う含み損の発生というリスク(金利リスク)を孕んでいることにも注意する必要がある。

**国債依存からの脱却のため
に必要とされるマネジ
メント能力の拡充の必要
性**

これまでゆうちょ銀行は安定した日本国債を中心に運用してきた。国債偏重の運用は、一方では低リスクで景気の影響を受けにくいというメリットがあるが、他方では収益性が小さいというデメリットを抱える。最近では収益性を向上させるために運用先を比較的风险が低いと思われる外国債にも分散させようとしているが、日本国債への依存から脱却し運用先・運用手段を多様化させ半ば一民間銀行のように動くようになれば、そこにはまた別のリスクが付いて回る。それはすなわち人材不足である。

国営企業であったゆうちょ銀行では収益性よりも安定性が重視されたため、株式などのリスクが大きいものへの運用がこれまで必要とされていなかった。組織的制約によりリスクマネジメントのノウハウがなく、人材の育成がこれまで行われていなかった。これは現状からの脱却を図る上で決して無視できない問題である。資産の額面を見る限り、仮にゆうちょ銀行が上場するようなことがあれば、一夜にして日本最大の資産規模を有した金融機関が誕生することになる。しかしながら、その「巨人」が目まぐるしく変動する外部環境に適応し、これまで通り安定し、かつこれまでよりも適正な収益を上げ続けられるのかどうかについては、額面からでは判断できない。

2-2. 生産性分析

図表 2-3 生産性分析

付加価値(単位:百万円)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJ銀行	三井住友銀行	みずほFG
2007	1,408,540※	2,519,563	1,614,603	2,724,538
2008	1,150,797	1,191,591	1,004,818	1,192,420
2009	1,055,872	1,316,022	1,034,397	1,361,739
2010	1,000,539	1,412,857	1,130,276	1,521,030
2011	1,024,126	1,461,862	1,234,441	1,607,469

設備生産性				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJ銀行	三井住友銀行	みずほFG
2007	7.52※	2.62	2.39	3.39
2008	6.75	1.30	1.44	1.41
2009	7.43	1.48	1.47	1.47
2010	6.61	1.62	1.58	1.60
2011	6.39	1.69	1.69	1.74

1人当たり人件費(単位:百万円)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJ銀行	三井住友銀行	みずほFG
2007	9.56※	11.05	11.84	6.69
2008	9.38	10.99	10.86	7.93
2009	9.51	10.66	10.94	8.55
2010	9.28	10.59	11.09	8.20
2011	9.08	10.51	11.45	8.51

労働分配率				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJ銀行	三井住友銀行	みずほFG
2007	0.16※	0.15	0.13	0.17
2008	0.10	0.31	0.24	0.46
2009	0.11	0.28	0.24	0.48
2010	0.11	0.26	0.22	0.41
2011	0.11	0.25	0.21	0.39

※ フロー項目が6か月分のデータであるため、計算値を修正しています。

ゆうちょ銀行とメガバンク3社で生産性に関する比較を行った。生産性を示す指標は、付加価値・設備生産性・一人当たり人件費・労働分配率の4つとした。本来ならば、ゆうちょ銀行はメガバンク3社と比較すべきであろうが、一部、連結財務諸表の人件費情報がないため、生産性の分析に関してはみずほフィナンシャルグループを除いた2社は、それぞれ銀行単体で比較している。また、ゆうちょ銀行の2007年度の一人当たり人件費が低くなっているのは、ゆうちょ銀行の民営化が2007年度の途中になされたためである。

では、各項目の比較をしてみると付加価値は4社とも2007年度がずば抜けて大きくなっている。これは、2007年度のみがリーマンショック前のデータであることが原因と考えられ、リーマンショックの生産性に与えた影響の大きさが窺い知れる

メガバンクと比較して著しく低い労働分配率

ゆうちょ銀行とメガバンクの違いに関して特筆すべきは、労働分配率である。ゆうちょ銀行は他の3社に比べ、労働分配率が2分の1程度である。これに関しては、分子である人件費の影響が大きい、それがゆうちょ銀行の特徴であるのか、人件費を従業員数と平均給与から算定したことにより少なくな見積もられたからなのか、今回の分析では判断することができなかった。

全体として、生産性の分析は今回用いた4つの指標のうち3つに人件費が関わってきたため、人件費が正確に求められないと、十分に有意な結果を出すことは厳しいといえる。

データ上大きく見積もられる設備生産性

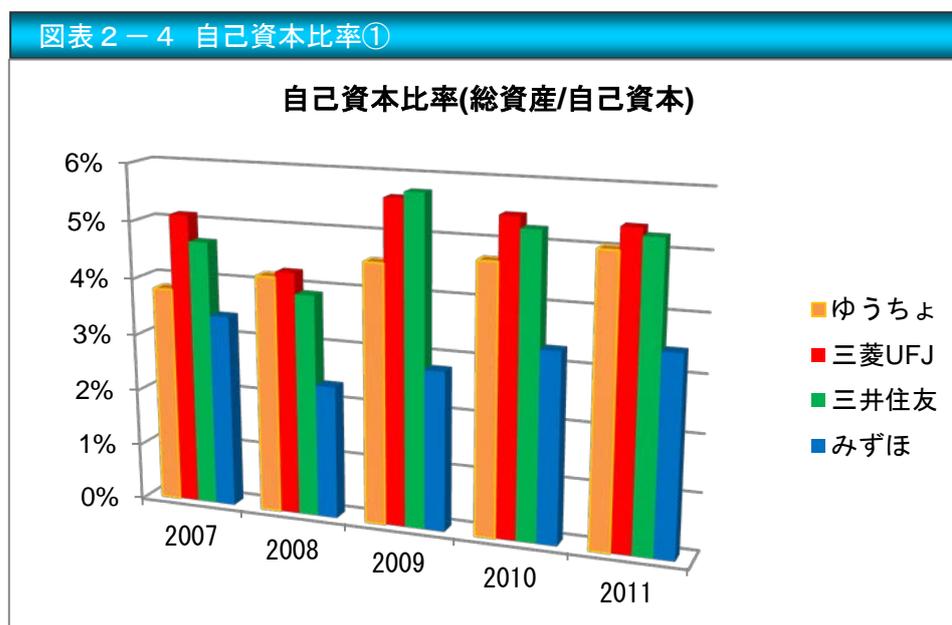
また、唯一人件費データを用いない、設備生産性を比較すると、ゆうちょ銀行が他社と比べても特に大きくなっている。これは収益性の分析においても言及したように、ゆうちょ銀行は郵便局株式会社に窓口業務の多くを委託しており、有形固定資産が実際に使用しているものに対して過小なオンバランスとなっていることが原因と思われる。

2-3. 安全性・リスクの分析

安全性・リスクの分析は自己資本比率の観点から行う。一般には損益分岐点分析も併せて行うことが必要となるであろうが、金融機関の分析においては通常の損益分岐点分析がうまく作用しないことが一般に知られており、本報告の過程においても整合的な結果が得られなかったことから、割愛することとする。

(1) 通常の自己資本比率（自己資本／総資産）

図表 2-4 自己資本比率①



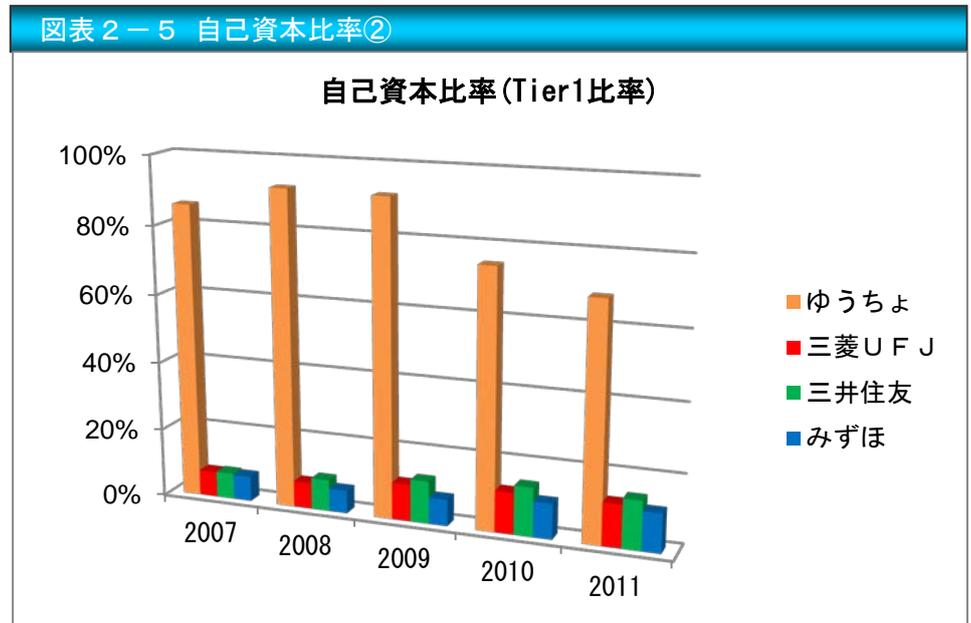
景気変動の影響を受けにくいゆうちょ銀行の収益構造

ゆうちょ銀行は、保有資産の7割超が国債となっている。よって、国債の景気変動の影響を受ける程度は、その他有価証券に比べると、一般的に低いとされている。つまり、国家のデフォルトがない限り、赤字になることはない。しかし、利率は高くないため、大きく利益を伸ばすことがなく、リスク回避型の収益構造をしていると言える。

各金融機関の自己資本比率を見ると、2%から6%の弱の間で推移している。2008年は、リーマンショックを引き金とした金融危機の影響で、軒並み自己資本比率を落としたが、上記の収益構造から、ゆうちょ銀行は、2008年も自己資本比率の上昇をみせている。結果、利益剰余金は増加しており、自己資本比率は上昇傾向がみられる。ゆうちょ銀行の自己資本比率の水準はUFJフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループと同水準に到達しつつある。

(2) リスクを考慮した自己資本比率 (Tier 1 比率)

(1) ではリスクを考慮しない自己資本比率を算定したが、国際決済業務に関するBIS規制などでは、リスクウェイトを考慮したリスク総量に対する自己資本の拡充率 (Tier 1 比率¹³) が重要となることから、これらの分析も行った。



高い Tier1 比率を誇るゆうちょ銀行だが、適切な投資はできているか？

資産の種類ごとに一定のリスクウェイトを乗じて加算することでリスクアセットが計算される。例えば、ゆうちょ銀行の投資先として最も割合の大きな国債のリスクウェイトは0%、企業向け融資は100%である。それ故、資産の多くが国債であり、企業向け融資が極端に少ないゆうちょ銀行のTier1比率は、そこに存在するリスクの大小に影響を受け、けた違いに大きくなる。よって、他の3行に比べ、ゆうちょ銀行は健全と言える。しかし、この数値が極端に高いことに対して、これは、埋蔵金であり、リスクを取らないのならば、資本金や剰余金は減資をして国の借金返済に充てた方がよいという批判もある。とはいえ、ここ数年、リスクを考慮した自己資本比率は減少傾向も見せている。外国の中央政府および中央銀行向け、や法人等向けなど、リスクウェイトの100%までの自己資本の額は上昇しており、リスクをとった金融債権の運用も増えてきている。

¹³ Tier 1 比率は単純な資産に対する自己資本の比率ではなく、各資産にそれぞれのリスクを掛け合わせたものに対する自己資本の比率である。詳しくは以下の例を参照。

A社：資産額 100 (リスク 100%の資産 80、リスク 0%の資産 20)、自己資本 20

B社：資産額 100 (リスク 100%の資産 20、リスク 0%の資産 80)、自己資本 20

単純な自己資本比率：A、B社共に $= 20 \div 100 = 0.2$

Tier 1 比率：A社 $= 20 \div (80 \times 1 + 20 \times 0) = 0.25$ 、B社 $= 20 \div (20 \times 1 + 80 \times 0) = 1.0$

3. かんぽ生命の財務諸表分析

まず初めに生保業界に属するかんぽ生命について分析するにあたり、昨年度の分析と同様に第一生命を比較対象にする。日本生命や明治安田生命などかんぽ生命を除く業界トップが揃いもそろって相互会社の形態をとっている中で、株式会社化、さらには株式上場まで行った第一生命の動向を観察し、比較をすることは大いに意義があると考えたためである。

3-1. 収益性分析

高い財務レバレッジに支えられた高いROE
今後この水準を維持することは難しいか

まずは収益とその構造についての分析を行う。

ROAを比較すると、第一生命の方が高く、ROEを比較するとかんぽ生命の方が高い。

ROEの分解方法として一般に知られるデュポン・システム¹⁴によって分解し、ROEの高さの原因を検討した。売上高利益率、総資産回転率に関してはさほど大きな差異は認められなかったが、財務レバレッジに関してははっきりとした差異（かんぽ生命：約 80、第一生命：約 35）が見られた。高額な責任準備金の存在によって財務レバレッジが高くなっており、これが高いROEをもたらしている。

しかしながら、後述するが現在のかんぽ生命の収益は高額な責任準備金を切り崩す形で高い水準を維持しており、現状のままではROEも今後低下していくものと考えられる。

¹⁴ アメリカのデュポン社が経営管理に使用したシステム。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= (\text{利益/売上高}) \times (\text{売上高/総資産}) \times (\text{総資産/自己資本}) \\ &= \text{売上高純利益率} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ} \end{aligned}$$

図表 2-6 収益性分析

経常収益(単位:十億円)				
年度	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	14,592	-6.0%	5,294	—
2010	13,375	-8.3%	4,572	-13.6%
2011	12,539	-6.3%	4,932	7.9%

保険料等収入(単位:十億円)				
年度	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	7,506	-4.7%	3,804	—
2010	7,342	-2.2%	3,312	-10.6%
2011	6,857	-6.6%	3,540	6.9%

基礎利益(単位:十億円)				
年度	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	427	-1.2%	330	-8.5%
2010	484	13.4%	276	-16.4%
2011	572	18.0%	302	9.6%

逆ざや(利差損)(単位:十億円)				
年度	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	236	-118	83	+18
2010	140	-969	90	+8
2011	62	-778	91	+1

安定した基礎利益の反面、責任準備金戻入額に依存する収益構造に問題も

保険業界において、本業の期間収益を表す指標として経常収益よりも基礎利益¹⁵をつかうことの方が多い。東日本大震災の影響により、多くの生命保険会社の収益指標が悪化する中、かんぽ生命の基礎利益は前年比13%増であり、最新年度においても前年比18%増と好調を維持している。また、予定利率が実際の利回りを上回ることで生じる逆ざや¹⁶も改善されている。かんぽ生命は引き続き堅調な収益基盤を持っているように見受けられる。

しかしながらここで、基礎利益が年々上昇しているにもかかわらず、経常収益、保険料等収入が年々減少している点を指摘しておく。これは、図表2-7でわかるように、過去に積み立てた高額の責任準備金¹⁷を戻入額として取り崩しており、その金額が現在の繰入額よりも大きいことから生じているものと思われる。本来基礎利益とともに伸びるべき経常収益と保険料等収入が減少しているにも関わらず、高額の責任準備金戻入を行うことにより基礎利益を伸ばしているこの構造は好ましくないと考えられる。

¹⁵ 基礎利益：生命保険会社の基礎的な期間収益の状況を表す指標。保険料収入や保険金等支払金・事業費など保険関係の収支と利息及び配当金等収入を中心とした運用関係からなる。経常利益から、有価証券売却損益等の「キャピタル損益」と「臨時損益」を控除して求める。大きいほど経営の安定性は増す。

¹⁶ 逆ざや：実際の運用収益が予定していた利率を下回り損が発生している状態を指す。実際の利回りと、予定した利回りの差額を表す。

¹⁷ 責任準備金：将来の保険料などの支払いに備えるための法律で求められる積立金。

図表 2-7 かんぽ生命の責任準備金（単位：十億円）

年度	責任準備金	責任準備金繰入額	責任準備金戻入額
2009	93,418	21	5,384
2010	89,165	18	4,252
2011	85,144	13	4,021

過小な有形固定資産による非常に高い有形固定資産回転率

また、経営資本の効率性を表す指標である有形固定資産回転率であるが、かんぽ生命の有形固定資産回転率は第一生命と比較しても、約 35~40 倍の値という非常に高い数値である。有形固定資産回転率の計算式の分母である有形固定資産と分子の経常収益について比較すると、かんぽ生命の有形固定資産額が著しく小さい。これは、郵便局と窓口を共有してきたことと営業職員による訪問販売により収益を上げてきたことによるものと思われる。

郵政民営化法の一部改正の影響

郵政民営化法の一部改正により、ユニバーサルサービスの対象が郵便事業だけでなく、「貯金」・「保険」にまで拡大し 3 事業一体での業務を郵便局に義務付けることとなった。郵便局としては、自身と金融 2 社の窓口手数料が収益源となり、郵便局ネットワークが維持でき、かんぽ生命としては全国に約 24,600 局ある郵便局ネットワークが利用でき、利用者にとっても便利になる。かつ「郵便」・「貯金」・「保険」の 3 事業によるシナジー効果も期待でき、各事業にとってプラスであると考えられる。

日本の社会構造の変化とニーズに対応する商品開発の必要性

保険業界に限らず、今後国内において人口増加は見込めず、国内の市場は収縮の一途をたどることが予想される。また、従来までは家族のために加入する保険である死亡保障の商品に対するニーズが強かったが、晩婚化や非婚化、少子化による家族形態の変化と非正規社員の増加による就業状況の変化のため自らのための医療、介護といった生存保障の商品に対するニーズが増えてきている。郵政民営化法の一部改正により、かんぽ生命にとって良い事業環境が整った今こそ、多様化する顧客のニーズに的確に対応する商品開発の重要性がますます増大すると思われる。

新学資保険の販売延期

かんぽ生命は昨年 9 月約 10 万件の支払い漏れが発覚したことで、新学資保険の認可の条件に支払い管理体制の向上が加わったが、これには時間を要するために 13 年 4 月の販売を延期した。また日本郵政の新規事業に関し、ゆうちょ銀行の住宅ローン融資参入の件も難航している。日本郵政の株式上場に向け、日本郵政の大きな収益源であるゆうちょ銀行とかんぽ生命が新規業務に参入することは重要であるため、かんぽ生命は早急に支払い管理体制を整え、ゆうちょ銀行の住宅ローン融資とは違いすでに取扱い経験のある学資保険の新商品投入の認可を得ることがまずは必要であると考えられる。

3-2. 生産性分析

図表 2-8 生産性分析

年度	付加価値額(単位:百万円)		労働生産性	
	かんぽ生命	第一生命保険	かんぽ生命	第一生命保険
2009	115,256	174,178	18.31	2.90
2010	126,010	129,985	18.49	2.19
2011	213,070	255,991	31.61	4.24

年度	設備生産性		労働分配率	
	かんぽ生命	第一生命保険	かんぽ生命	第一生命保険
2009	1.16	0.14	0.02	0.51
2010	1.40	0.10	0.02	0.66
2011	2.48	0.20	0.01	0.32

かんぽ生命の高い労働生産性

2社の労働生産性を比較すると、かんぽ生命が第一生命の8倍程度の値をとっている。この差に比べ付加価値額の差は小さいことから、従業員数によって生じた差であろうと考えられる。従業員数については正規雇用・非正規(臨時)雇用の区別等各社においてデータの齟齬がある点は考慮に入れる必要があるが、数値からはかんぽ生命の従業員の質は良く、少人数でも多くの価値を生み出しているということになる。

かんぽ生命の高い設備生産性

次に設備生産性を比較すると、かんぽ生命が第一生命の10倍程度の値をとっている。これに関しても付加価値額の差に対して大きな差であるため有形固定資産の額の差といえる。かんぽ生命の有形固定資産の少なさは前述した通りであり、数値通りに設備の効率的利用ができているかどうかという点については疑問である。

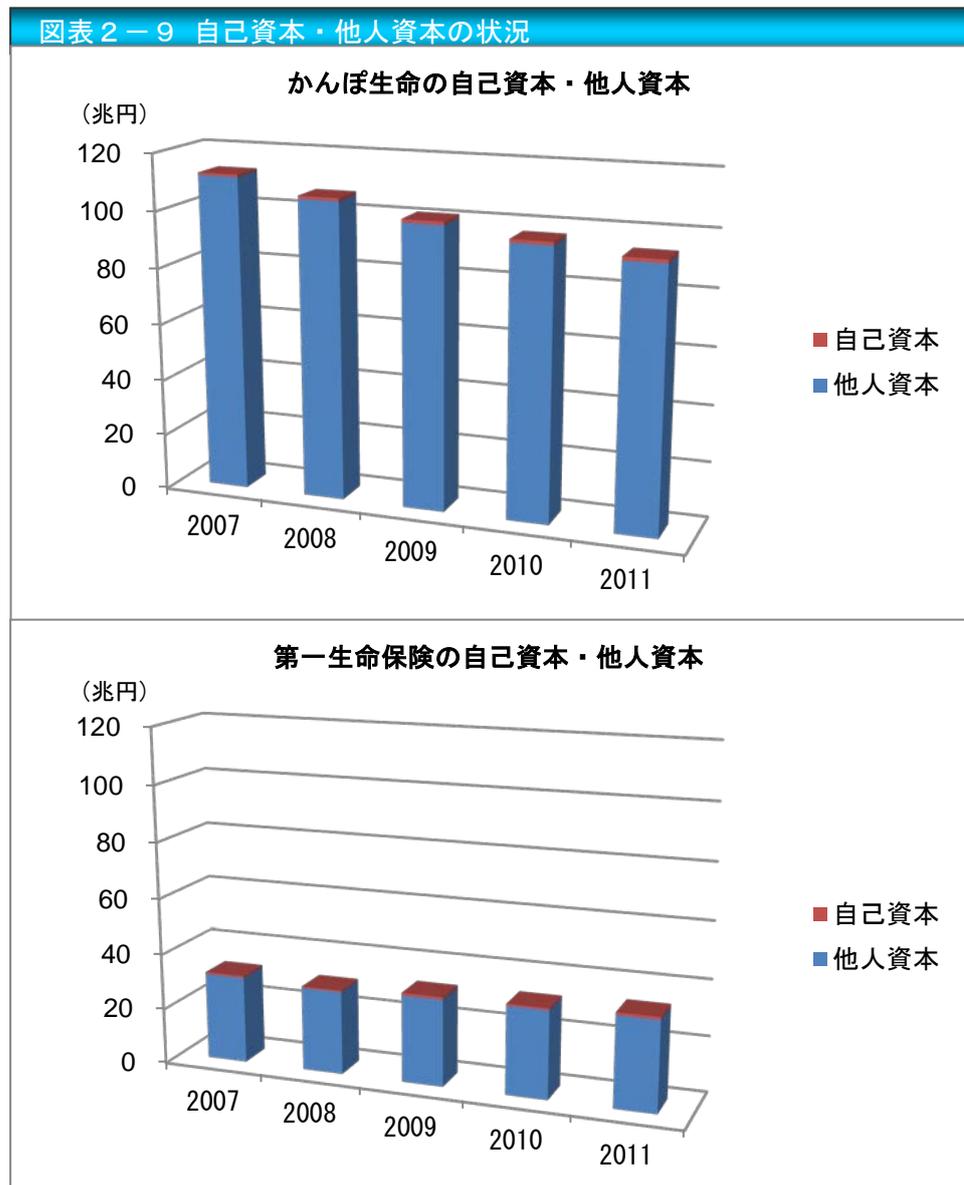
かんぽ生命の低い労働分
配率

本来、付加価値額の構成要素のうち、最もウェイトが高いのは人件費であるが、かんぽ生命の人件費が占める割合は低く、この関係が成り立っていない。これは前述の通り、従業員の雇用形態などの影響を受けていることは否定できない。さらに、人件費が低く抑えられていること自体が、かんぽ生命の強みにつながるかという一概にはそうとは言えない。今後、保険市場の収縮で競争の激化が予想されるので、優秀な人材の確保のためにも、多少なりとも人件費の引き上げが必要となってくると思われる。

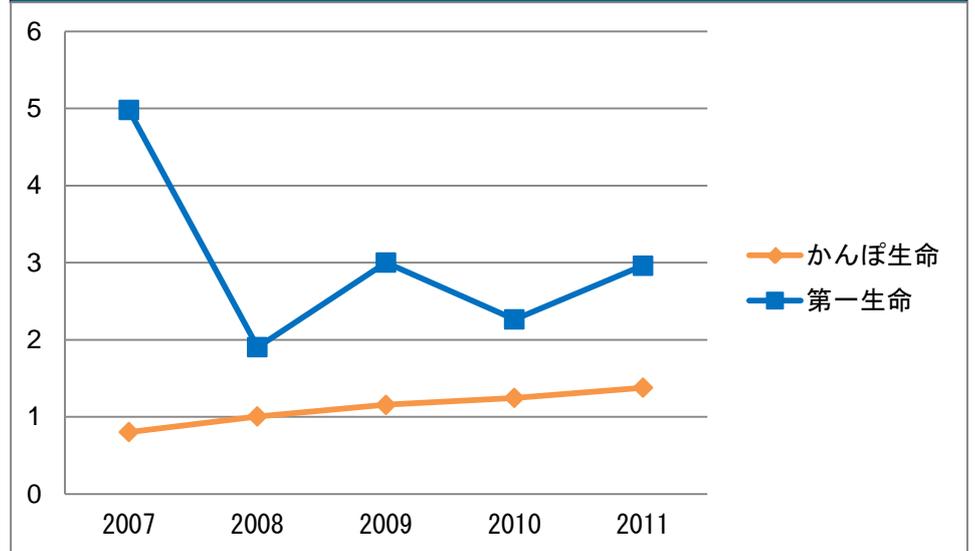
3-3. 安全性・リスクの分析

かんぽ生命についても、安全性・リスクの分析は自己資本比率を使用する。

図表 2-9 自己資本・他人資本の状況



図表 2-10 自己資本比率



非常に大きなかんぽ生命
の自己資本の規模
自己資本比率は年々増加

総資産額を比較すると、かんぽ生命が第一生命と比べ約3倍と、かなり大きくなっている。が、かんぽ生命の総資産額は年々減少している。自己資本比率を比較してみると、かんぽ生命はどの年度においても第一生命の自己資本比率よりも低くなっていることがわかる。しかしながら、かんぽ生命の自己資本比率は上昇傾向を示している。これは、自己資本の増加と、負債額の減少、とりわけ保険契約準備金の責任準備金の減少が、理由であると考えられる。

4. 郵便事業、郵便局会社の財務諸表分析

郵便事業、郵便局会社の企業分析を行うに当たり、比較企業としてヤマトホールディングス、セイノーホールディングス、日本通運の3社を選んだ。これら3社とは運送業として競合する関係となることから、これら3社との比較が有益であると考えられる。

4-1. 収益性分析

図表 2-11 収益性分析

売上高純利益率(単位:%)					
年度	郵便事業	郵便局	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	1.6	3.2	0.8	0.8	2.0
2009	-2.6	2.6	0.8	2.0	2.7
2010	-2.0	2.4	0.5	1.7	2.7
2011	-0.3	1.6	1.7	2.5	1.6

売上高事業利益率(単位:%)					
年度	郵便事業	郵便局	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	2.4	5.3	1.8	0.8	4.4
2009	2.4	4.1	2.4	1.4	5.1
2010	-5.8	3.9	2.0	2.5	5.2
2011	-1.3	2.8	2.3	2.8	5.3

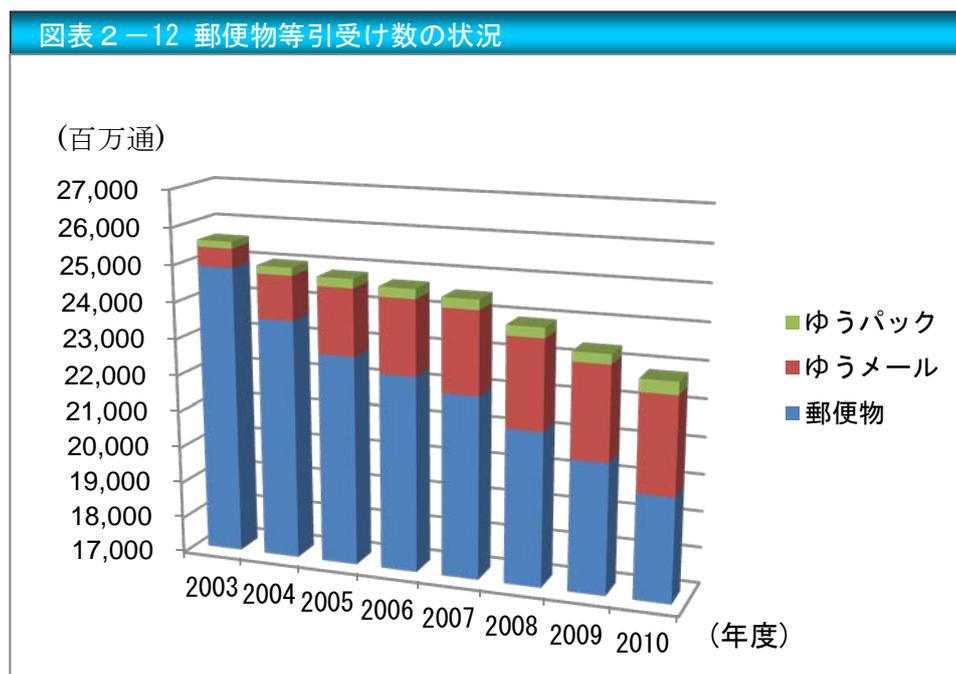
手元流動性比率(単位:%)					
年度	郵便事業	郵便局	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	304.6	1841.0	128.3	116.7	189.6
2009	288.8	1902.6	178.8	126.7	216.0
2010	216.5	1930.7	149.1	134.8	225.2
2011	266.5	1854.6	202.4	154.8	220.0

JP エクスプレス解散に伴う郵便事業における赤字

なによりもまず特筆すべきことは、郵便事業における赤字の存在であろう。2009 年度における JP エクスプレスの解散に伴う多額の損失により、売上高純利益率は 2009 年度以降マイナスとなっており、売上高事業利益率は 2010 年度以降マイナスとなっている。JP エクスプレス設立に伴い増大した人件費や集配運送委託費を削減することにより、改善されつつある。しかし、このようなコスト削減ではいずれ限界がくるように思われる。というのも、本業の売上高が年々減少傾向にあるからである。それは、図表 2-12 からわかるように、郵便事業の営業利益が 2008 年度の 1 兆 8652 億円から 2011 年度の 1 兆 7648 億円へ減少していることや、近年の電子メールや電子商取引の発達によって、郵便物等引受物数が 2003 年度をピークに、それ以降は減少していることから窺い知ることができる。

ただし、郵便物等引受物数全体は減少傾向にあるが、ゆうパック、ゆうメールの引受物数は増加傾向にあることから、これを生かしていく方策を立てていけばよいのではないだろうか。

図表 2-12 郵便物等引受け数の状況



(2012 年日本郵政ディスクロージャー誌より作成)

JP エクスプレス解散に伴
う郵便事業における赤字

比較企業(日本通運、セイノー、ヤマト)の前述の両利益率が横ばいまたは増加傾向にあるのに対し、郵便局の前述の両利益率は減少傾向にある。この原因を売上高と費用に分解すると、図表 1-13 のようになる。ここから、費用自体は減少傾向にあるが、それを上回って売上高が減少していることに起因して、その結果利益が減少していることがわかる。

このように、郵便局が比較企業に比べると利益率が悪化していることの原因としては、変動費率の違いがある。これに関しては、安全性の分析でも詳しく述べるが、郵便局の変動費率が比較企業に比べて低いことにより、売上の低下が大きく営業利益、当期純利益の低下に結びついている。

図表 2-13 郵便局事業の収益・費用

郵便局(単位:十億円)				
年度	売上高	営業費用	営業利益	当期純利益
2008	1,293	1,225	68	41
2009	1,264	1,211	52	33
2010	1,256	1,206	50	31
2011	1,208	1,175	33	19

郵便局の高い手元流動性
比率

比較企業に比べて、郵便局の手元流動性比率が極端に高いことがみてとれる。これは、郵便局の流動資産の比率が相対的に高いことに起因している(日本通運、セイノー、ヤマトは流動資産が総資産の 30~40%であるのに対し、郵便局は 60~70%を占めている)。郵便局は流動負債の比率が比較企業に比べて高く、これが郵便局の流動資産の比率の高さに寄与しているといえる。郵便局の流動負債は、80~90%を郵便局資金預り金が占めており、これは、ゆうちょ銀行とかんぽ生命の委託業務に係る資金の受払に対するものである。

4-2. 生産性分析

郵便事業・郵便局と大手運輸会社3社で生産性を比較した。生産性の指標として、付加価値・設備生産性・労働生産性・労働分配率の4指標を使用した。

図表2-14 郵便局事業の生産性分析

付加価値額(単位:百万円)					
年度	郵便事業	郵便局	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	1,196,039	991,027	78,817	25,087	64,115
2009	1,081,940	960,706	69,301	31,891	75,913
2010	1,045,426	944,080	66,391	31,930	79,239
2011	1,084,623	911,720	92,930	37,517	65,087

人件費(単位:百万円)					
年度	郵便事業	郵便局	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	1,132,456	894,329	42,850	18,122	14,289
2009	1,098,671	883,061	40,699	19,026	14,840
2010	1,127,509	872,955	41,018	19,104	16,669
2011	1,089,298	855,900	41,030	19,312	18,505

労働分配率					
年度	郵便事業	郵便局	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	0.95	0.90	0.54	0.72	0.22
2009	1.02	0.92	0.59	0.60	0.20
2010	1.08	0.92	0.62	0.60	0.21
2011	1.00	0.94	0.44	0.51	0.28

労働生産性					
年度	郵便事業	郵便局	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	12.51	8.79	1.10	1.01	0.38
2009	11.50	8.64	1.05	1.20	0.45
2010	10.35	8.52	1.01	1.21	0.46
2011	11.00	8.37	1.39	1.43	0.37

図表 2-14 郵便局事業の生産性分析（続き）

設備生産性					
年度	郵便事業	郵便局	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	0.880	0.965	0.150	0.102	0.179
2009	0.824	0.949	0.137	0.117	0.214
2010	0.813	0.922	0.132	0.115	0.215
2011	0.873	0.863	0.189	0.137	0.173

労働分配率の上昇と収益性の悪化

郵便事業・郵便局の1つ目の特徴として、労働分配率の高さが挙げられる。これは郵便事業・郵便局の人件費の総額が他3社に比べ非常に大きいことによる。なお、郵便事業の2009年度から2011年度の労働分配率が1を超えている（付加価値より人件費の方が多額である）のは、同期間に純損失が発生して付加価値総額が減少しているためである。

また、郵便局の人件費が年々減少しているにもかかわらず、労働分配率が毎年上昇している。これは付加価値総額の減少が人件費の減少を上回ったためであるが、郵便局の純利益の減少が影響していると思われる。

労働生産性の悪化

2つ目の特徴は、労働生産性（従業員一人当たりの付加価値）が他3社に比べ高いことである。これも郵便事業・郵便局の人件費の高さに起因していると思われる。

郵便局の労働生産性の減少は、労働分配率の増加と同様、付加価値の減少によるものだろう。

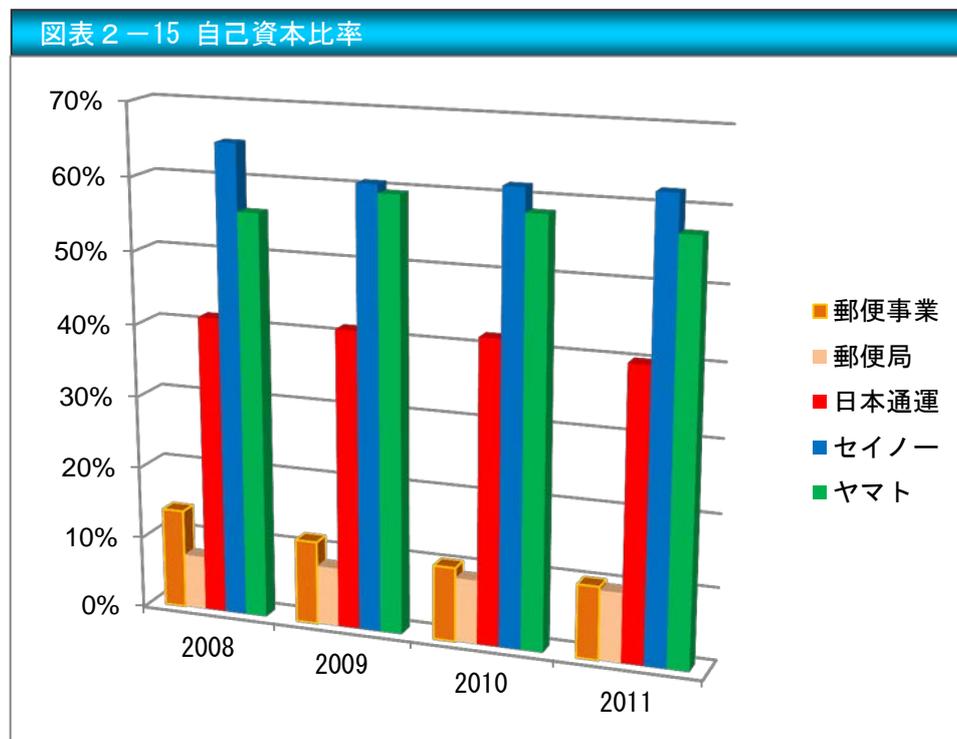
設備生産性の高さ

3つ目の特徴は、設備生産性の高さである。これは人件費の多額さに起因する部分も大きいと思われる。しかし郵便局の場合、ゆうちょ・かんぽから受託した業務や郵便窓口業務を一部民間に委託しているため、ゆうちょ等と同様に固定資産が過少にオンバランスされている可能性もある。

4-3. 安全性・リスクの分析

郵便事業・郵便局の安全性・リスクの分析を、自己資本比率を通して行う。

図表 2-15 自己資本比率



自己資本比率の低さとそれをもたらす退職給付引当金の多さ

自己資本比率は運輸大手3社と比較してきわめて低い。その原因として、郵便事業は退職給付引当金の多さ、郵便局は郵便局資金預り金と退職給付引当金の多さが特徴的である。どちらも総資産は約3兆円であるが、退職給付引当金はどちらも約1兆円である。また、郵便局の郵便局資金預り金は約1.5兆円である。これはゆうちょ・かんぽの窓口業務を代行するために必要な預り金であるため、郵便局の実質的な自己資本比率は0.1から0.2程度になるとと思われる。

しかしながら、実質的な自己資本比率を考慮しても、同業他社と比べて自己資本比率がかなり低くなっており、収益性の低さも含めて、両社の安全性は低いと言える。

【参考】損益分岐点分析¹⁸

変動費率は2008年度から2011年度のデータを使い、費目別法により求めた。なお、総費用法・最小二乗法では固定費が負の値をとり、分析ができなかった。また表の各社の固定費は売上高の同期間の平均から求めた。

変動費率が高く、安全性
が低い郵便事業・郵便局

変動費率は5社ともほぼ同水準であるが、郵便局のみやや低くなっている。変動費率が高いことが運輸業界の特徴と思われる。

また、安全余裕度（現在の売上高に対してどの程度売上高が減っても黒字を維持できるか）も郵便局では約0.04（つまり、現在より4%の売上高が減ると赤字に転落する）、郵便事業ではすでに赤字になっているが、1%ほどの売上高の上積みによって黒字となる。

年度	郵便事業	郵便局	日本通運	セイノー	ヤマト
変動費率	0.968	0.889	0.942	0.920	0.923
固定費 (百万円)	67,474	88,430	60,472	29,591	31,016

¹⁸上記の表の計算には用いなかったものの、変動費率計算の結果に一部異常な値が出ており、今回の変動費率の計算結果は信頼性が低い。そのため、この分析も妥当性に疑問がある。

5. 第2部 まとめ

日本郵政グループの収益性におけるゆうちょ銀行、かんぽ生命への偏重

図表 2-17 から見て取れるように、日本郵政グループ全体の収益に対してかんぽ生命、ゆうちょ銀行が占める割合はそれぞれ約 75%、約 13%となっている。実に 90%近くの収益をこの 2 社で上げていることになる。また、経常利益に関しても、かんぽ生命が約 45%、ゆうちょ銀行が約 50%と、グループ全体の約 95%の利益をこの 2 社が稼ぎ出している結果となっている。

現行のグループで考えれば、現状赤字である郵便事業を抱えているとしても、グループ全体としては強固な収益基盤を持っていると言える。

図表 2-17 収益・利益の状況

日本郵政グループに占める収益の割合		
年度	かんぽ生命	ゆうちょ銀行
2008	77.8%	12.4%
2009	77.7%	11.7%
2010	76.5%	12.6%
2011	75.3%	13.4%

日本郵政グループに占める純利益の割合		
年度	かんぽ生命	ゆうちょ銀行
2008	25.7%	46.3%
2009	37.6%	49.0%
2010	44.1%	55.0%
2011	49.0%	45.2%

日本郵便の収益性の脆弱性とその原因

1) 郵便物の減少

2) 収益と費用のバランス

3) ユニバーサルサービス

しかしながら、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の上場を前提とした場合、日本郵便（郵便局会社+郵便事業会社）のみでの収益性は脆弱であるといえるであろう。この原因は3点考えられる。

1点目として、郵便物数の減少があげられる。前述の通り、郵便物等引受け数は減少傾向にある。また、我々の生活の中から鑑みても、受け取る郵便物のほとんどが個人間のものではなく、企業から個人へあるいは企業から企業へのものである。これらには民間の宅配業者参入しており、今後も縮小したパイを巡るさらなる競争の激化が予想される。

2点目として、収益と費用のアンバランスが存在する可能性がある。郵便局会社の、主な収益源は、ゆうちょ銀行、かんぽ生命からの代理業務手数料であり、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の窓口として顧客に対するサービスを提供することによって収益を得ている。そのため、本来ゆうちょ銀行、かんぽ生命が持っているであろう有形固定資産が郵便局会社の所有となっているという一面もある。よって、それらの減価償却は郵便局会社の費用となっており、これと代理業務手数料が釣り合ったものとなっているのかどうかという疑問も生まれる。もしこのバランスがゆうちょ銀行、かんぽ生命に有利になるようなものであるならばゆうちょ銀行、かんぽ生命の上場、民営化が民業圧迫となるという問題も出てくるであろう。

3点目としては郵便事業に課されたユニバーサルサービスが挙げられる。日本全国の郵便を同一料金でカバーするという目的自体が収益性と相反するものであるとも言えるであろう。

以上のような原因によって、日本郵便の収益性が脆弱であることはある意味必然ともいえる。しかし、これらは政治的判断を含む、単なる収益性の向上とは異なる次元の判断によって課されたものであることも併せて指摘しておく。

日本郵政グループは、社会的価値の規模が大きい

企業の社会的な価値の源泉を表す付加価値額¹⁹はグループ全体として3兆円を超えており、1~2兆円程度であるメガバンクと比較してもかなり大きくなっており、社会に与える影響の大きな企業であると言える。

ゆうちょ銀行、かんぽ生命で著しく高い値を出した設備生産性であるが、グループ全体の設備生産性は約1.0となっており、他のメガバンクと比較してもむしろ小さな値となっている。よって、前述の通り、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の高い設備生産性は生産性の高さを表しているというよりも、利益額とそれに費やされた資産が財務情報上で対応していないことが原因と推測される。

¹⁹ 付加価値額とは、付加価値額は企業の株主価値の源泉である純利益に、政府にとっての企業価値の源泉である税金、債権者にとっての企業価値の源泉である支払利息、従業員にとっての企業価値の源泉である賃金、報酬を足し合わせたもので、社会的な企業価値とみることができる。

自己資本比率の低さとそれを可能にするリスクの小ささ

グループ全体における自己資本比率をみると、3.7%とかなり低い状態である。これにはいくつかの要因が考えられる。

資産規模でグループの約3分の2を占めるゆうちょ銀行の資産運用がリスクの小さな国債に偏重していることから、自己資本額が小さくとも Tier 1 比率が安定的に大きくなることが第一の要因であろう。

また、資産規模が約3分の1を占めるかんぽ生命では、責任準備金がかなり大きな額となっており、自己資本比率が非常に小さい。

両要因ともに決して安全性という点ではマイナス要因とはならないものであり、自己資本の小ささは日本郵政グループの安全性の低さを表すものではない。しかしながら、むしろこの自己資本比率で安全であるといえる程度のリスクを取った投資ができていないという点が問題である。つまり、ゆうちょ銀行、かんぽ生命共に上場した場合の競争に耐えられるリスクを取った経営ができるのかという問題が出てくる。

ノウハウの内部育成、外部取得の選択と組織の意思統一の重要性

現状では、両社がリスクを伴う投資を行っていく場合にそのリスクを適切に評価し、投資判断を行っていくノウハウといったものが存在しないのではないだろうか。この点を可能にするためには単純に2つの方策しか存在しない。1つが企業内部での人材の育成、もう1つが外部から人材のマーケットを通しての取得（M&Aや提携を含む）である。しかしながら、内部での育成にはかなり長期のスパンを想定せざるを得ず、さしあたっては外部からの人的資本の取得が現実的であろう。

民間金融機関と、より敵対的な状況を作るM&Aを選択するか、あるいは民間金融機関と提携を模索するか、経営者の判断が分かれるであろうが、まずはその必要性を検討し、どの方向に向かって舵を取っていくのかについて方向を示し、巨大であるがゆえに難しいことではあるが、社員全体の意識改革を含め、組織内の意思を統一することが必要である。



第3部 企業価値推定



要旨

- ・現状であれば、ゆうちょ銀行が約7～8兆円、かんぽ生命が1兆円強、郵便2社が合算で約8000億円程度の企業価値となる。
- ・民営化に伴う競争激化によって、収益の成長や利益が変化すると市場が予想した場合には、ゆうちょ銀行で総額1兆円単位で、かんぽ生命でも最大5000億円程度の変化が生じることが予想され、上場を検討する前に、マーケットに対してより高評価を得られる方策を打ち出すことが必要となる。

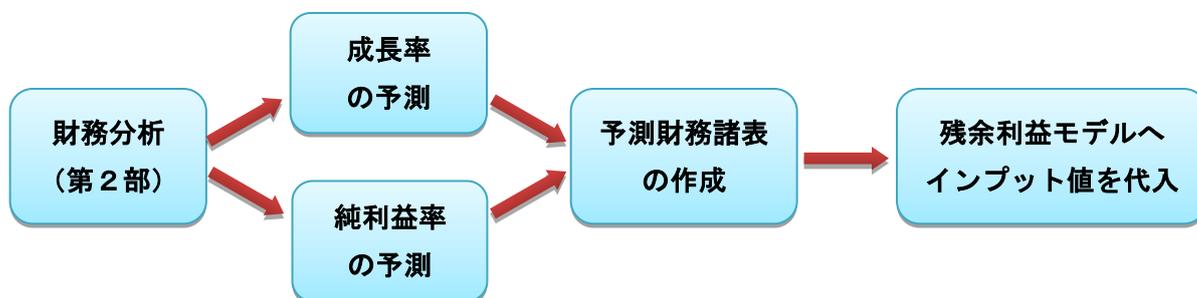
第3部の内容

- 1 残余利益モデルによる企業価値推定
- 2 統計的手法を用いた企業価値推定
- 3 第3部 まとめ

1. 残余利益モデルによる企業価値推定

1-1. 推定の手順

残余利益モデルによる企業価値の推定は以下の手順に従う。



将来の利益（キャッシュ
フロー）の予測と資本コ
スト予測の重要性

上記手順の中で重要な3点を詳しく説明しておく。

（1）予測財務諸表の作成

マーケットが企業価値を推定する上で最も重要なことは将来の利益（キャッシュフロー）を予測することである。なぜなら、単純に言えば企業価値とは将来の利益（キャッシュフロー）の流列の現在割引価値の合計であるからである。マーケットがどのように将来利益を予測するのか。いくつかのシナリオを設定して、将来のゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便（郵便事業会社、郵便局会社）の予測財務諸表²⁰を作成することからはじめる。

本報告では予測財務諸表の作成に売上高（経常収益）からのトップダウン方式を採用するこれはまず売上高を予測し、その後利益率の予測を行い、利益額を導出するものである

（2）資本コストの予測

残余利益モデルでは、企業が獲得した利益から資本調達に要したコスト分（資本コスト）を減額し、企業が資本コストを超過して獲得した利益の流列の現在割引価値を求めることによって企業価値を算出する。よって、資本コストがどの程度であるのかを予測することが必要となる。

上場企業の資本コストは過去の株価の動きから決定しているとされている²¹。しかしながら、非上場企業である郵政グループの各企業は資本コストが計算できない。よって、本報告では資本コストを特定することはせず、一定の幅をもたせたいうで企業価値を推定することとする。

ちなみに、2012年の調査²²では日本株にどの程度の資本コストを想定するかという問いに国内機関投資家は平均6%台²³、海外投資家は平均7%台²⁴となっている。

²⁰ 各財務諸表は Appendix A を参照。

²¹ CAPM理論。市場全体の値動きと対象企業の値動きの相関から資本コストは決定するとされている。しかし、より多くの情報を開示することによって資本コストが低減するということも言われている。

²² 柳良平[2013]「Equity Spreadの開示と対話の提言」企業会計 Vol. 65 No. 1より。2012年4-6月の調査。

²³ 最小2%、最大9%、最頻値8%

²⁴ 最小3%、最大10%、最頻値8%

(3) 残余利益モデル（オールソンモデル）の適用

推定式は以下の通りである。

$$PV = C_0 + \sum_{t=1}^n \frac{A_t - r_e C_{t-1}}{(1+r_e)^t} + \frac{(A_n - r_e C_{n-1})/(r_e - g)}{(1+r_e)^n}$$

PV : 企業価値(現在価値)

C_t : t 期の純資産簿価

A_t : t 期の当期純利益

r_e : 資本コスト

g : サステイナブル成長率

このモデルは、James A. Ohlson によって提唱されたモデルであり、企業価値は現在の純資産簿価と今後得られるであろう、資本(調達)コストを超過する分の利益(残余利益)の割引現在価値の合計であるとするものである。右辺第二項は予測可能期間における残余利益の現在価値、第三項は予測不能期間における終末価値を表している。

1-2. ゆうちょ銀行の企業価値推定

(1) ゆうちょ銀行の現状分析と銀行業界分析

経常収益成長率は上昇、
純利益率は横ばい（微増）

まず、現状のゆうちょ銀行の経営を分析すると、図表3-1のようになる。経常収益成長率は上昇基調にあり、純利益率はほぼ横ばい（微増）となっている。

図表3-1 ゆうちょ銀行の経営状態

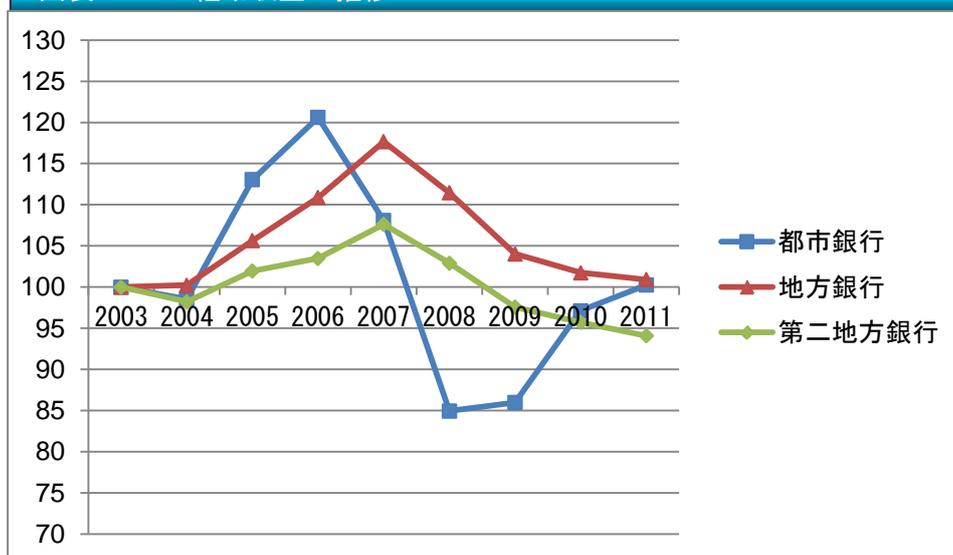
年度	経常収益成長率	純利益率
2009	-11.28%	13.44%
2010	-0.12%	14.34%
2011	1.33%	14.98%

続いて、銀行業界の経常収益成長率と純利益率から、今後のゆうちょ銀行の経営状態について予測を行い、シナリオを立てる。銀行業界については、新規業務の競合相手という面から地方銀行及び第二地方銀行（以下地方銀行とする）を中心に考察する。

現在の経常収益はリーマンショック前の2004年と同水準

図表3-2は、都市銀行・地方銀行・第二地方銀行の経常収益を、2003年度を100として見たときの推移である。これからもわかるように2003年以降伸びていた経常収益はリーマンショックを境目に減少し、現在は2003年時と同水準である。

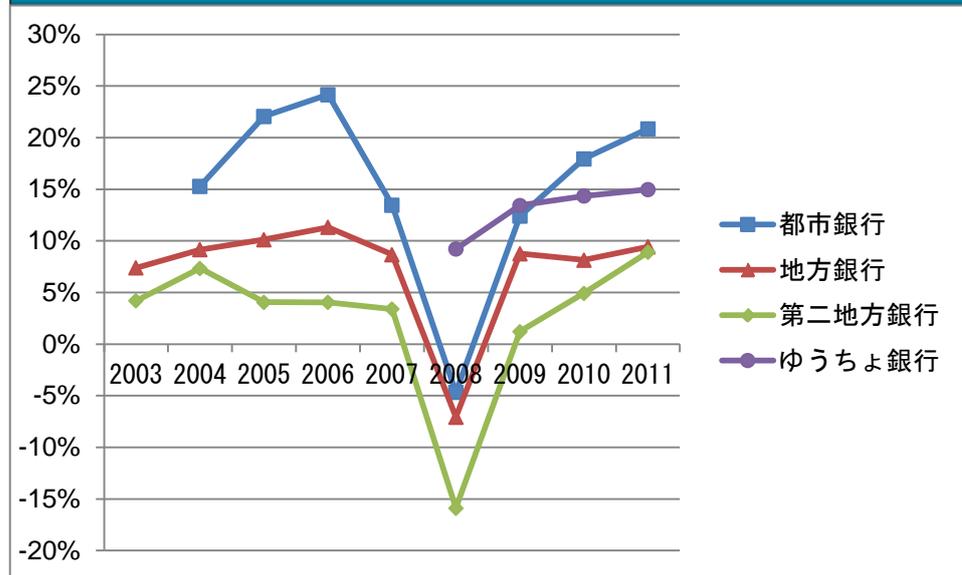
図表3-2 経常収益の推移



ゆうちょ銀行の利益率は都市銀行と地方銀行の間

図表3-3は、ゆうちょ銀行と都市銀行・地方銀行・第二地方銀行の利益性を比較したものである。ゆうちょ銀行は都市銀行ほどの高い利益率は無いものの、地方銀行・第二地方銀行と比較すると利益率は高くなっている。

図表3-3 利益率の推移



以上の分析より現状からは以下のようなシナリオを考える。

(2) 順調に成長した場合

現状の成長率、利益率が維持可能ならば企業価値は7~8兆円

・ 経常収益成長率

銀行業界はリーマンショックで成長・利益の両面において大きなダメージを受けた。しかし今後はリーマンショック以前のように順調に成長すると仮定し、成長率は2%とする。これは2003年~2007年の地方銀行の経常収益成長率が2.2%であったためである。

・ 純利益率

ゆうちょ銀行は都市銀行水準ではないものの、地方銀行と比べると高い利益率を誇っている。この利益率を維持すると仮定する。利益率は15%とする。

このシナリオのもと、企業価値を資本コスト3%~8%で推定すると図表3-4のようになる。

図表 3-4 ゆうちょ銀行企業価値①	
資本コスト	企業価値(億円)
3%	164,628
4%	103,104
5%	81,684
6%	71,507
7%	65,879
8%	62,454

(3) 成長が見込めない場合

成長が止まった場合、企業価値は6～7兆円

・ 経常収益成長率

現在、銀行業界の経常収益は、2003年時と比較してほぼ同水準である。今後も金融危機による景気変動はあるものの長期的には変わらないものと仮定し、ゆうちょ銀行の成長率も0%とする。

・ 純利益率

先ほどのシナリオと同様、ゆうちょ銀行の利益率は現在の水準を維持するものとする。つまり、利益率は15%とする。

このシナリオのもと、企業価値を資本コスト3%～8%で推定すると図表3-5のようになる。

図表 3-5 ゆうちょ銀行企業価値②	
資本コスト	企業価値(億円)
3%	130,272
4%	85,665
5%	70,562
6%	62,650
7%	59,971
8%	57,838

利益率の優位性を失った
場合、企業価値は5兆～
6兆円弱

(4) 利益率の優位性がなくなる場合

現在、新規業務の認可について議論をなされているが、認可されて新規業務を開拓していった場合を以下のようなことが考えられる。新規業務により経常収益は成長する。一方で地方銀行・第二地方銀行との競争の中で利益率は減少する。

・ 経常収益成長率

成長するため、(2) のシナリオ同様に成長率は2%とする。

・ 純利益率

利益率については競合の中で、地方銀行・第二地方銀行と同水準になると仮定して、利益率は10%とする。

このシナリオのもと、企業価値を資本コスト3%～8%で推定すると図表3-6のようになる。

図表3-6 ゆうちょ銀行企業価値③

資本コスト	企業価値(億円)
3%	89,842
4%	64,766
5%	56,931
6%	53,743
7%	52,315
8%	51,659

資本コストを4%以上と
仮定すると現状では企業
価値が簿価を割り込む

(5) まとめ

ゆうちょ銀行の企業価値についてであるが、資本コストを4%にした時点で株主資本の簿価額を下回る。現在のところ、上場を行ったとしても株主が要求するだけの利益を満たすことは難しいと考えられる。企業価値を高めて上場することを考えると、株主が要求するだけの利益を挙げられるようにする必要がある。

今回のシナリオを考慮するとゆうちょ銀行においては成長率よりも利益率が将来の利益に大きく影響を与える。今後、新規業務を進めていくにあたっては現在の利益水準を下回らないように注意することが必要となる。

1-3. かんぽ生命の企業価値推定

(1) かんぽ生命の現状分析と生保業界分析

経常収益は一貫して低下、純利益率は0.5%水準で一定

まず、現状のかんぽ生命の経営を分析すると、図表3-7のようになる。経常収益は一貫して下降しており、純利益率は0.5%前後で安定的に推移している。

図表3-7 かんぽ生命の経営状態

年度	経常収益成長率	純利益率
2009	-6.06%	0.48%
2010	-8.23%	0.58%
2011	-6.23%	0.54%

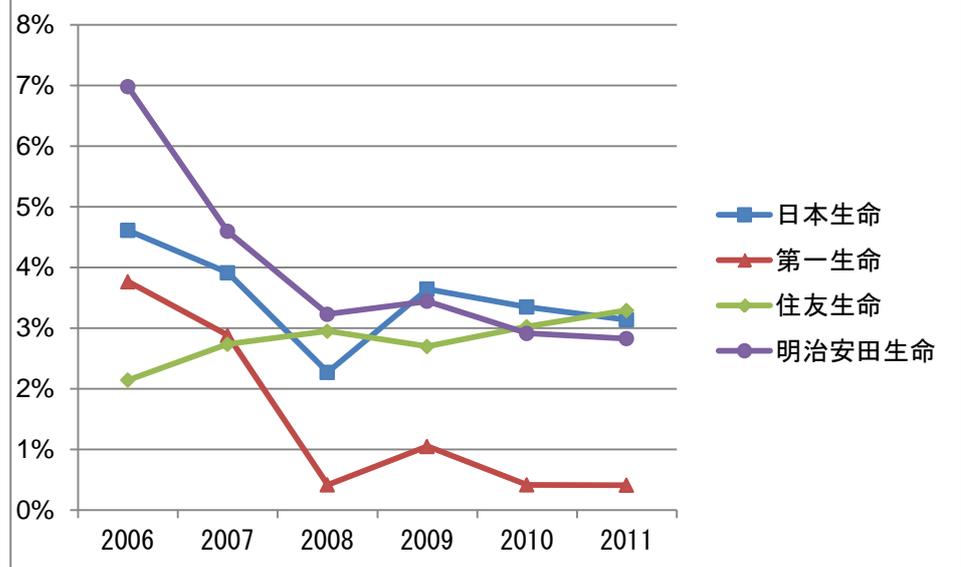
続いて、生命保険業界の経常収益成長率と純利益率から、今後のかんぽ生命の経営状態について予測を行い、シナリオを立てる。生命保険業界については大手生命保険会社4社、上場を考慮しての東証1部に上場している保険業6社、これらを参考に考察する。続いてシナリオを設定するにあたり、生命保険業界全体の分析を行う。

業界としては大手企業は成長しており、利益率は相互会社より株式会社の方が低い

大手生命保険会社4社で2006年から2011年の経常収益の1年間での成長率は、平均して3.1%であった。

また、図表3-8は大手生命保険会社4社の利益率を示したものである。日本生命・住友生命・明治安田生命の3社は3%程度の利益率をあげている。しかし、第一生命は1%を下回る利益率に低下している。これについては相互会社のときは、社員配当準備金繰入額を剰余金処分により処理していたが、株式会社となって、費用処理するようになったことが原因である。したがって相互会社が上場すると利益率が低下することが考えられる。実際、東証1部に上場している保険業6社の2009年~2011年の利益率平均は1.1%と比較的少ないものとなっている。

図表 3-8 利益率の推移



以上の分析より現状からは以下のようなシナリオを考える。

(2) 現状を維持した場合

現状維持であれば 1 ~ 1.4 兆円

- ・ 経常収益成長率
最終的に減少をとめることになるため、成長率は0%とする。
- ・ 純利益率
現状の利益率を維持して、0.54%とする。

このシナリオのもと、企業価値を資本コスト3%~8%で推定すると図表3-9のようになる。

図表 3-9 かんぽ生命企業価値①

資本コスト	企業価値(億円)
3%	18,501
4%	14,303
5%	12,064
6%	10,738
7%	9,895
8%	9,329

(3) 今後成長に転じる場合

成長を見込んだ場合、企業価値は 1.1 兆～1.7 兆円

- ・ 経常収益成長率
大手生命保険会社 4 社同様に、今後成長するようになるとし、成長率は 3%とする。
- ・ 純利益率
現状の利益率を維持して、0.54%とする。

このシナリオのもと、企業価値を資本コスト 3%～8%で推定すると図表 3-10 のようになる。

資本コスト	企業価値(億円)
3%	22,785
4%	17,232
5%	13,215
6%	12,390
7%	11,204
8%	10,393

利益率の改善がなされる場合、企業価値は 1.3 兆～2兆円弱

(4) 利益率の改善がなされた場合

- ・ 経常収益成長率
(1) のシナリオ同様、成長については収益の減少をとめる程度とし、成長率を 0%とする。
- ・ 純利益率
現状の利益率をから改善されて東証 1 部の保険業平均水準となるものと仮定し、利益率を 1%とする。

このシナリオのもと、企業価値を資本コスト 3%～8%で推定すると図表 3-11 のようになる。

資本コスト	企業価値(億円)
3%	32,170
4%	23,744
5%	19,085
6%	16,214
7%	14,314
8%	12,989

(5) まとめ

純利益率が 0.5%を下回ると企業価値が簿価を下回る

かんぽ生命の企業価値はゆうちょ銀行に比べて、資本コストを高くしても株主資本の簿価額を上回る傾向にある。今回のシナリオを考慮すると、かんぽ生命においても成長性よりも利益率を改善した場合、将来の利益がより増大して企業価値が向上することとなる。具体的には純利益率が現状の 0.5%を上回れば企業価値は簿価を上回ることになる。つまり、かんぽ生命については収益の大きさから費用削減による利益率の大きな向上も見込むことができる。

1-4. 日本郵便の企業価値推定

(1) 郵便2社の現状分析と陸運業界分析

経常収益成長率は一貫してマイナス、郵便事業は改善傾向、郵便局会社はやや低下傾向

まず、現状の郵便2社の経営を分析すると、図表3-12のようになる。

図表3-12 郵便2社の経営状態

郵便事業会社		
年度	経常収益成長率	純利益率
2009	-2.80%	-2.62%
2010	-1.82%	-1.99%
2011	-0.84%	-0.26%

郵便局会社		
年度	経常収益成長率	純利益率
2009	-2.26%	2.61%
2010	-0.60%	2.44%
2011	-3.81%	1.56%

一般には長期的には収益の成長率、利益率共に業界平均に回帰するという仮定を置いてシナリオを作成することが多いが、郵便2社のここ数年の収益、利益項目の推移は民間他社に見られる傾向とは異なり、継続的に営業収益が下落し、郵便事業では2年連続で営業損失状態に陥っている。よって郵便2社の将来予測としては、上記したような、収益、利益率が共に業界平均に近似していくという予測は楽観的過ぎると考えられる。

そのため、今回郵便2社においては、売上高は現在の下落傾向が今後も継続し、利益率は効率化等の経営改善によって今後数年で業界平均まで引き上げるという予測の下で予測財務諸表を作成した。

また、純利益については同業他社5社²⁵の2008年～2011年度の平均純利益率である1.79%を利用する。

²⁵ ヤマトホールディングス、SGホールディングス、日本通運、セイノーホールディングス、福山通運

(2) シナリオの作成

シナリオに従えば、日本郵便の企業価値（2社合算）は5億～1兆円

・営業収益成長率

2008年～2011年の郵便事業、郵便局の平均営業収益成長率を計算した結果、郵便事業は年率-1.82%、郵便局は年率-2.23%となった。営業収益においては2社共に今後もこの水準で推移するものとする。

・純利益率

現状の水準から5年で民間5社平均の1.79%に改善し、その後1.79%が持続する。

このシナリオのもと、企業価値を資本コスト3%～8%で推定すると図表3-13のようになる。

資本コスト	郵便事業企業価値(億円)	郵便局企業価値(億円)
3%	19,444	8,626
4%	8,200	3,828
5%	5,050	2,474
6%	3,576	1,834
7%	2,725	1,495
8%	2,174	1,214

現状通りであれば簿価を割り込む可能性大

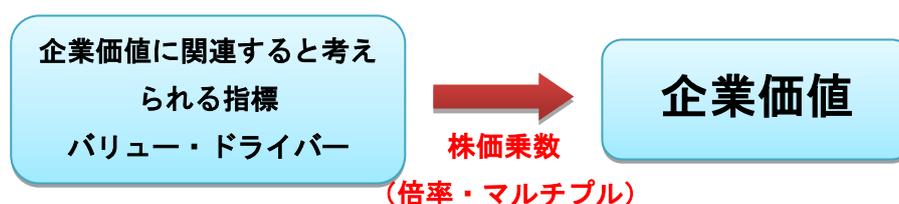
(3) まとめ

旧郵便事業会社の企業価値は約3600億円～約1兆9000億円、郵便局会社は約1800億円～約8600億円となった。現在この2社は統合され日本郵便株式会社となっている。2社の企業価値を単純合計して日本郵便の企業価値を概算すると、約5400億円～約2兆8000億円ということになる。

今回のシナリオでは、売上高は減少し続けるものの業務の効率化により純利益率は業界平均まで改善すると仮定した。しかし、売上高が減少する一方で本当に利益を黒字で保ち続けられるのかということが疑問視されてくるであろう(運輸業界における変動費率の高さを考慮するとよりいっそう)。ユニバーサルサービスを維持しつつ、郵便物数の減少等厳しい経営環境の中、どこまで収益性を改善することができるかが今後の鍵となる。

2. 乗数法を用いた企業価値推定

本節では乗数法による推定を行う。乗数法とは企業価値を写像すると思われる財務指標（バリュース・ドライバー）をもとに企業価値を推定する方法である。これは、一般的な企業価値評価手法であり、実務的、あるいはアカデミックな企業価値評価に用いられている。



2-1. 単純な乗数法モデル

まずは、2012年度に東証一部に上場している銀行75行、保険業企業6社の財務・株価データをもとに、株価乗数（マルチプル）を推定し、それをもとにゆうちょ銀行、かんぽ生命の企業価値を推定する。

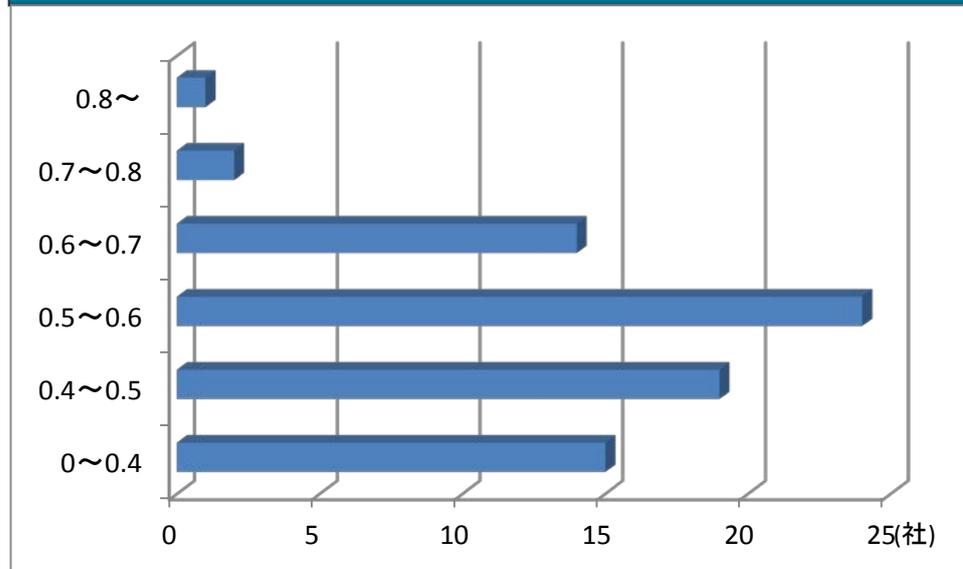
① バリュース・ドライバーの選択

企業価値を乗数モデルによって推定する際、最初に重要となるのが、バリュース・ドライバーとなる指標（利益、キャッシュフロー、売上高、総資産など）を適切に選択することである。何故なら、企業価値と関連性の低い指標を用いて株価乗数を推定しても、それから導出された企業価値の信頼性は極めて低いものになってしまうからである。昨年の分析では総資産、純資産、経常利益の3つを用いた。本年は、株価乗数のばらつきの小さい純資産額を利用することにする。

② 株価倍率の推定

銀行業76行、保険業6社の時価総額が純資産額の何倍であるかを計算し、その平均を株価乗数とする。

図表 3-14 株価乗数の分布（銀行業界）



銀行業における現状の純資産の株価倍率は約 0.5 倍

銀行業界の株価倍率の平均値は 0.511 であり、その分布は図表 3-14 のようになっている。ほとんどが純資産を割り込む株価となっており、メガバンク 3 社の株価倍率も 0.5 前後であり 9 兆円を超える純資産額を持つゆうちょ銀行としても、純資産からはかなりディスカウントされた価格付けがされることが予測される。

また、保険業界の株価倍率は 0.893 と銀行業界と比べるとかなり純資産額に近い額で価格付けされていることがわかる。これらから推定されるゆうちょ銀行、かんぽ生命の企業価値は図表 3-15 のようになる。ゆうちょ銀行が約 5 兆円、かんぽ生命が約 1 兆 1000 億円～1 兆 2000 億円となる。

また、乗数法において、株価乗数の推定の際、定数項を入れた最小二乗法を行って推定した²⁶。しかし、結果は図表 3-15 に示した通り、通常の乗数法の場合とほぼ差異はなかった。

²⁶ 分析手法等詳しい内容は Appendix B を参照。

2-2. 簡易オールソンモデル

企業価値評価のモデルとして用いられるオールソンモデル (Ohlson[1995]) を援用し、企業価値を推定する。このモデルは、多数の学術論文で用いられているモデルであり²⁷、純資産の簿価と純利益額から企業価値を推定するものである。

ゆうちょ銀行の企業価値推定には、2007年度～2011年度の三菱UFJフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループの3社のデータを用いる。この3社のデータにより行った回帰の説明変数は、89%と高い水準となっている。

かんぽ生命の企業価値推定にはデータの制約もあり、2011年度の東証一部上場の保険業6社のデータのみを使用する。

ゆうちょ銀行は約5兆円前後、かんぽ生命は約1兆2000億円前後の企業価値と推定

結果は図表3-15に示した通りである。ゆうちょ銀行、かんぽ生命共に乗数モデルを用いた場合と大きく差異はなかった。ゆうちょ銀行は純資産額を割り込む約5兆6000億円、かんぽ生命は純資産額通りの約1兆3600億円となっている。

図表3-15 乗数法による推定価値

推定方法	ゆうちょ銀行	かんぽ生命
乗数法	約5兆円	約1兆1500億円
最小二乗法	約4兆9000億円	約1兆1800億円
簡易オールソンモデル	約5兆6000億円	約1兆3600億円

²⁷ 詳しい内容は Appendix B を参照。

3. 第3部 まとめ

現状では

ゆうちょ銀行：約 8 兆円

かんぽ生命：約 1.2 兆円

日本郵便：約 7500 億円

現状が続くという仮定を置いた場合、資本コストを 5% とするならばゆうちょ銀行で約 8 兆円、かんぽ生命で約 1 兆 2000 億円、郵便 2 社の合計が約 7500 億円となることが推定された。しかしながら、市場が企業価値を推定する場合、今後の業績に対してシナリオを設定することが考えられ、それは市場参加者の主観に委ねられる。

例えば、ゆうちょ銀行の今後を現状の成長よりも小さく、ほとんど成長が不可能であると予測した場合には約 1 兆円小さく、また、ゆうちょ銀行が地方銀行等よりも優位性を持っている純利益率が地方銀行レベルまで低下すると予想されれば約 2 兆円以上ディスカウントされることになる。つまり、マーケットに対して現状の成長が長期的に可能であり、かつ純利益率も現在の優位性を保ていられるというメッセージを発信できれば約 8 兆円の企業価値を維持できるということになるのである。

また、かんぽ生命に関しても、もし大手生命保険 4 社並みに成長が可能であると市場が予測すれば約 1000 億円大きく、利益率が大手生命保険 4 社並みになると予測すれば約 7000 億円大きく評価するということになる。

市場に評価されるシグナルを発信することの重要性

これらより、もともとは国営企業という、国民の資産であったこれらの企業を、上場時により高く売却するということが至上命題であるとすれば、市場に対してよりよい評価を可能にする具体的なメッセージを発信した上で売却を考えるべきである。

Appendix A. 予測財務諸表

図表A-1 ゆうちょ銀行 予測財務諸表（単位：百万円）

年度	シナリオ(2)		シナリオ(3)		シナリオ(4)	
	経常収益	純利益	経常収益	純利益	経常収益	純利益
2011	2,234,596	334,850	2,234,596	334,850	2,234,596	334,850
2012	2,267,310	339,821	2,258,372	338,481	2,267,310	317,148
2013	2,303,542	345,321	2,276,394	341,252	2,303,542	299,251
2014	2,343,439	351,374	2,288,504	343,137	2,343,439	281,070
2015	2,387,168	358,003	2,294,592	344,119	2,387,168	262,516
2016	2,434,911	365,237	2,294,592	344,189	2,434,911	243,491
2017	2,483,610	372,541	2,294,592	344,189	2,483,610	248,361
2018	2,533,282	379,992	2,294,592	344,189	2,533,282	253,328
2019	2,583,947	387,592	2,294,592	344,189	2,583,947	258,395
2020	2,635,626	395,344	2,294,592	344,189	2,635,626	263,563
2021	2,688,339	403,251	2,294,592	344,189	2,688,339	268,834

図表A-2 かんぽ生命 予測財務諸表（単位：百万円）

年度	シナリオ(2)		シナリオ(3)		シナリオ(4)	
	経常収益	純利益	経常収益	純利益	経常収益	純利益
2011	12,538,618	67,734	12,538,618	67,734	12,538,618	67,734
2012	11,910,684	64,342	11,985,916	64,748	11,910,684	75,295
2013	11,463,319	61,925	11,679,556	63,093	11,463,319	83,008
2014	11,176,277	60,375	11,597,332	62,649	11,176,277	91,208
2015	11,036,350	59,619	11,730,469	63,368	11,036,350	100,215
2016	11,036,350	59,619	12,082,383	65,269	11,036,350	110,364
2017	11,036,350	59,619	12,444,855	67,227	11,036,350	110,364
2018	11,036,350	59,619	12,818,200	69,244	11,036,350	110,364
2019	11,036,350	59,619	13,202,746	71,322	11,036,350	110,364
2020	11,036,350	59,619	13,598,829	73,461	11,036,350	110,364
2021	11,036,350	59,619	14,006,793	75,665	11,036,350	110,364

図表 A-3 郵便 2 社 予測財務諸表（単位：百万円）

年度	郵便事業		郵便局	
	経常収益	純利益	経常収益	純利益
2011	1,764,861	-4,525	1,208,447	18,826
2012	1,737,240	2,654	1,181,498	18,955
2013	1,701,205	9,567	1,155,151	19,069
2014	1,670,242	16,228	1,129,391	19,168
2015	1,639,844	22,642	1,104,205	19,252
2016	1,609,999	28,818	1,079,582	19,324
2017	1,580,697	28,294	1,055,507	18,893
2018	1,551,928	27,779	1,031,970	18,472
2019	1,523,683	27,273	1,008,957	18,060
2020	1,495,952	26,777	986,456	17,657
2021	1,468,726	26,290	964,458	17,263

Appendix B. 統計的手法について

1. 最小二乗法

将来の利益（キャッシュ
フロー）の予測と資本コ
スト予測の重要性

乗数法でバリュードライバーとして用いた、純資産額を説明変数とする、
以下のような回帰式によって係数 α 、 β を推定する。なお、推定に用いたデ
ータは銀行業76社（ゆうちょ銀行の企業価値推定に利用）、保険業6社（か
んぽ生命の企業価値推定に利用）の2011年度のものである。

$$MV = \alpha + \beta_1 BV + \varepsilon$$

MV：企業価値（時価総額）

BV：純資産簿価

ε ：誤差項

推定された係数は以下の通りである。

説明変数	ゆうちょ銀行	かんぽ生命
BV	0.496*** (126.4)	0.824** (3.207)
補正R ²	0.995	0.650

括弧内はt値。***: 1%有意, **: 5%有意

この推定された係数を含む式（回帰関数）に2011年度のゆうちょ銀行あ
るいはかんぽ生命の純資産額を代入し、それぞれの企業価値を推定した結果
が図表3-15となる。

2. 簡易的なオールソンモデル

企業価値評価のモデルとして用いられるオールソンモデル (Ohlson[1995]) を援用し、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の企業価値を推定する。

i) ゆうちょ銀行の企業価値推定

メガバンク3社のデータを用いたゆうちょ銀行企業価値推定

以下の回帰式によって係数 α 、 β 、 γ 、 δ を推定する。なお、推定に用いたデータはメガバンク3社の2007年度～2011年度のものである。

$$MV = \alpha + \beta BV + \gamma NI + \delta \sum Y_t + \varepsilon$$

MV : 企業価値 (時価総額)
BV : 純資産簿価
NI : 純利益
 Y_t : 年度ダミー
 ε : 誤差項

回帰結果は図表 A - 1 に示す。

この結果 (回帰関数) に 2011 年度のゆうちょ銀行のデータを代入し、図表 3 - 15 の結果が得られた。

ii) かんぽ生命の企業価値推定

東証1部上場の6社のデータを用いたかんぽ生命企業価値推定

以下の回帰式によって係数 α 、 β 、 γ を推定する。なお、推定に用いたデータは保険業6社の2011年度のものである。

$$MV = \alpha + \beta BV + \gamma NI + \varepsilon$$

MV : 企業価値 (時価総額)
BV : 純資産簿価
NI : 純利益
 ε : 誤差項

回帰結果は図表 A - 1 に示す。

この結果 (回帰関数) に 2011 年度のかんぽ生命のデータを代入し、図表 3 - 15 の結果が得られた。

図表B-2 回帰結果		
説明変数	ゆうちょ銀行	かんぽ生命
BV	0.571*** (3.407)	0.968*** (6.608)
NI	1.497 (0.553)	3.038*** (3.307)
補正R ²	0.816	0.914

括弧内はt値。***: 1%有意, 無印は10%有意に満たず。

おわりに

この報告書では、昨年度と同様の日本郵政グループの財務諸表分析と企業価値推定といった定量的な分析に加え、第1部として民営化に揺れる日本郵政の現状の定性的分析を行った。また、昨年度はゆうちょ銀行とかんぽ生命の2社を中心に分析を行ったが、本年度はさらに郵便事業2社（現在は日本郵便として合併）の分析を加えたことで、グループの包括的な分析を行うことができた。

郵政グループは国民経済に与える影響が大きく、さらにユニバーサルサービスの担い手としての機能も担っていることから、国策事業としての性質をなお色濃く残している。したがって、郵政事業の分析に、市場経済的なロジックを単純に適用できるかどうかについては、若干の疑問が残るところである。

しかしながら、この報告書では、郵政グループが置かれている特殊な状況を加味しつつも、企業分析の領域で広く用いられている標準的な財務諸表分析と企業価値推定の手法に依拠した分析を行っている。そのような手法を郵政事業の分析に当てはめたときに、どのような姿が浮かび上がってくるかを示したいと考えたからである。そのような分析を行うことは、さらにまた、国内外の証券アナリスト等にも理解可能な情報を提供することにも繋がるであろう。

この報告書が、読者の方々の郵政グループに対する興味や意見を構成するための一助となれば幸甚である。

2013年3月

京都大学経済学部 藤井ゼミナール
2013年度 郵政事業企業分析チーム

チームリーダー	渡邊 誠士 (修士2回)	
事務局	横山 夏子 (修士2回)	
メンバー	小玉 高大 (4回)	宮本 亮 (4回)
	林 真幸 (3回)	浅川 修平 (2回)
	栄留 豊 (2回)	枝広 尚之 (2回)
	澤田 耕希 (2回)	鈴木 智也 (2回)
	竹内 悠 (2回)	山本 貴裕 (2回)
	陳 家斉 (研究生)	張 碩 (研究生)

郵政事業の経営分析と企業価値評価[2013年度]

2013年3月7日 第1版

2013年3月10日 第2版

京都大学経済学部 藤井ゼミナール
著者 2013年度 郵政事業企業分析チーム

発行 京都大学経済学部 藤井研究室
〒606-8501
京都府京都市左京区吉田本町
