

日本郵政の経営分析と企業価値評価 ～上場を見据えたグループ再編を経て～

March 2015



京都大学経済学部藤井ゼミナール
日本郵政企業分析チーム
監修 藤井 秀樹

はしがき

この1年間、日本郵政グループをめぐって大変目まぐるしい動きが観察されました。

2014年6月に財政制度等審議会は、「日本郵政株式会社の株式処分について」を発表し、株式処分の方針や留意事項等を明らかにしました。そこには、売却方法についてブックビルディング方式が適当とするなど、かなり踏み込んだ内容が盛り込まれています。この発表を受けて、10月には、株式売出しの証券代行業務の委託先として、三井住友信託銀行が選定されました。さらに、12月26日に西室泰三社長が記者会見を行い、そのなかで、3社同時売出し、2015年半ば以降段階的に売却など、株式上場の具体的なスキームが明らかにされました。日本郵政の株式上場は、いよいよ秒読みの段階に入ったと言えるでしょう。

このような現状と動向をふまえ、今年度は、日本郵政グループを取り巻く経営環境の分析とくに力を入れた調査研究を行いました。基本的には市場メカニズムに従いながらも、個々の施策においては政治の影響から逃れることができないのが、国営事業の民営化問題です。日本郵政の株式上場問題もその例外ではないことを、今年度の報告書作成を通じて改めて痛感している次第です。

郵政事業において、株式上場問題は、ユニバーサル・サービスをどう維持するかという問題と不可分の関係にあることから、今年度の報告書ではユニバーサル・サービス問題についても突っ込んだ検討を行っています。財務諸表による経営分析と企業価値評価については、若干の新しい工夫を施しながらも、大枠としては例年の分析視角と手法を踏襲し、データのアップデートを行っています。

報告書の取りまとめにあたっては最善の努力を尽くしたつもりですが、なお至らない点が多々あろうかと思えます。各位の忌憚のないご批判を賜ることができれば幸甚です。

この研究は、一般社団法人通信研究会からの委託研究として手掛けられたもので、今年度で4年目を迎えました。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えます。

平成27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章：日本郵政の現状	
1. 日本郵政グループの上場計画	
1.1 これまでの流れ	P. 4
1.2 1年の動き	P. 4
1.3 3社同時上場の概要	P. 6
1.4 資本の再構成	P. 8
2. 日本郵政を取り巻く環境	
2.1 日本郵政グループの戦略	P. 10
2.2 ゆうちょ銀行の現状	P. 11
2.3 かんぽ生命の現状	P. 11
2.4 日本郵便の現状	P. 13
2.5 TPPへの懸念	P. 15
第2章：日本郵政の経営分析	
1. 経営分析の方法	
1.1 分析の対象	P. 18
1.2 分析内容	P. 19
2. ゆうちょ銀行の経営分析	
2.1 収益性分析	P. 20
2.2 生産性分析	P. 24
2.3 安全性分析	P. 26
3. かんぽ生命の経営分析	
3.1 収益性分析	P. 30
3.2 安全性分析	P. 36
3.3 かんぽ生命の新たな取り組み	P. 38

4. 日本郵便の経営分析	
4.1 収益性分析	P. 40
4.2 生産性分析	P. 46
4.3 安全性分析	P. 48
4.4 増資の影響	P. 50
4.5 統合効果分析	P. 52
5. 日本郵政グループの経営分析	
5.1 収益性分析	P. 57
5.2 安全性分析	P. 60
5.3 日本郵政グループの課題	P. 61
第3章：日本郵政企業価値推定	
1. 企業価値推定の方法	
1.1 企業価値推定の手順	P. 64
1.2 残余利益モデルによる企業価値推定	P. 65
1.3 乗数法による企業価値推定	P. 67
2. ゆうちょ銀行の推定企業価値	
2.1 残余利益モデルによる推定企業価値	P. 68
2.2 エクイティDCF法による推定企業価値	P. 72
2.3 乗数法を用いた推定企業価値	P. 73
2.4 ゆうちょ銀行の推定企業価値（まとめ）	P. 74
3. かんぽ生命の推定企業価値	
3.1 残余利益モデルによる推定企業価値	P. 75
3.2 E E Vを利用した推定企業価値	P. 77
3.3 乗数法を用いた推定企業価値	P. 78
3.4 かんぽ生命の推定企業価値（まとめ）	P. 79
4. 日本郵便の推定企業価値	
4.1 残余利益モデルによる推定企業価値	P. 80
4.2 乗数法を用いた推定企業価値	P. 82
4.3 資本の再構成（増資）の影響	P. 83
4.4 日本郵便の推定企業価値（まとめ）	P. 84
5. 上場に向けての企業価値最大化	P. 85

第4章：郵政事業の役割

1. 郵政事業とユニバーサル・サービス

- 1.1 ユニバーサル・サービスの定義……………P. 88
- 1.2 ユニバーサル・サービスの概要……………P. 89
- 1.3 日本郵便の現状……………P. 90

2. ユニバーサル・サービスの確保策

- 2.1 独占範囲の確保……………P. 93
- 2.2 ユニバーサル・サービス基金……………P. 93
- 2.3 補助金・税制優遇……………P. 94

3. 日本郵便のユニバーサル・サービス維持……………P. 95

おわりに ……………P. 97

Appendix I：主な財務諸表分析の指標……………P. 98

Appendix II：日本郵政をめぐる1年の動き……………P. 100

Appendix III：エクイティ DCF 法……………P. 101

Appendix IV：Ohlson[1995]のモデルによる企業価値推定……………P. 102

はじめに

2005年の小泉政権下における郵政民営化関連法案の成立以後、政権交代などに伴う紆余曲折を経て、いよいよ2015年度半ば以降にも、日本郵政株式会社およびその子会社であるゆうちょ銀行株式会社、かんぽ生命保険株式会社の上場が実現しようとしている。従来国営で行われてきた郵政事業は、常に国民とともにあり、国民財産ともいえる。この国民財産を売却し、さらにはその売却収益を東日本大震災の復興財源とすることからも、より良い条件での売却、つまり企業価値の最大化を目指すことは当然であろう。

アベノミクスが一定の効果を上げる今日のマクロ経済の状況下において、日本郵政グループ各社の業績はどのように推移し、企業評価の重要な要素となる、新規事業を含めた将来の見通しはどのようなものであろうか。さらに、上場に向けてグループ各社が取る施策の有効性や、株式の上場が資本市場に与えるインパクトはいかほどのものであろうか。

本報告書では以上のような問題意識にもとづき、日本郵政グループを取り巻く環境の現状、財務諸表から読み取れる業績と問題点、上場の際の推定企業価値について、分析を行っている。また本年は、上場に向けて重視される効率性と相反する可能性のある、ユニバーサル・サービス義務について考察し、今後の日本郵政グループ、とりわけ日本郵便株式会社の社会的役割についても考察を行った。

第1章

<定性分析>

日本郵政の現状

株式上場を控えた日本郵政グループの動き

[要旨]

1. 日本郵政グループの上場計画

- ◆ 持株会社の日本郵政とその子会社のゆうちょ銀行、かんぽ生命の3社同時上場の方針となり、株式売却は市場へのインパクトを考慮して段階的に行われることとなった。
- ◆ 子会社2社の売却収益は、いったん日本郵政に入り、政府からの自己株式の取得などにあてられる。
- ◆ 上場に向けて、ゆうちょ銀行の自己株式取得、およびそれを原資とした日本郵便の増資および日本郵政の退職給付債務のオフバランス化という、グループ内の資本の再構成を行った。

2. 日本郵政を取り巻く環境

- ◆ ゆうちょ銀行の住宅ローン等、新規業務認可の目途は立っていない。
- ◆ かんぽ生命は新たに認可された新学資保険が好調であり、またアフラックとの業務提携を結び、がん保険の販売も開始した。
- ◆ 日本郵便は積極的な国際物流への取組みを行う一方、セゾン投信との資本業務提携を行ったが、この提携は郵便局等での投信の販売を目的としたものではないとされている。
- ◆ TPPが日本郵政グループにどのような影響を与えるのかは明らかでないが、今後の動向を注視する必要がある。

1. 日本郵政グループの上場計画

1.1 これまでの流れ

郵政民営化法の改正

2007年10月、郵政民営化関連法により、日本郵政公社は持株会社である日本郵政株式会社と4つの事業会社に分かれ、民営化された。その後、2012年4月に郵政民営化法等の一部を改正する等の法律案が公布され、同年10月から郵便事業株式会社と郵便局株式会社が統合され、日本郵便株式会社となった。これにより、日本郵政グループは5社体制から4社体制へと再編された。これと同時に、ユニバーサル・サービスの範囲が拡張され、郵便サービスのみならず、貯金・保険の基本的なサービスが含まれるようになり、またゆうちょ銀行とかんぽ生命保険の株式は、その全部を早期に処分する努力義務が課せられることとなった。

1.2 1年の動き

株式処分の基本方針の公表

この1年の間、郵政グループの上場計画に関して非常に大きな動きが見られた。

まず、2014年6月に財政制度等審議会は、「日本郵政株式会社の株式処分について」を発表し、日本郵政株式会社の株式処分の方針を明らかにした。ここでは、基本的な考え方として以下の5点をあげている¹。

1. 日本郵政株式の売却については、公正な価格・方法により行う
2. 広い範囲の投資家を対象として円滑に消化できる方法により売却を行う
3. 証券・金融市場の動向等に特段の配慮をし、売却時期、売却規模等は慎重に判断する
4. 日本郵政は、事業内容等について情報の適切な開示を行う
5. 政府及び日本郵政は、ゆうちょ銀行、かんぽ生命株式の売却の在り方が日本郵政の株式価値の毀損につながらないように、適切に対応すべき

¹ 郵政民営化委員会第117回の資料参照。

次に、売却に当たり留意すべき事項として、以下の3点があげられている。

1. 売却方法は、市場慣行として定着しているブックビルディング方式が
適当
2. 売出株式数の割合を一定程度に抑えることが合理的であり、証券取引
所の上場基準に特例が設けられることが望ましい
3. 証券会社による適切な投資勧誘、日本郵政による適切な情報の開示、
関係者による守秘義務に係る情報管理の徹底が必要である

最後に、株式構成に関しては、以下の2点を注意事項として述べている。

1. 安定株主形成のために特定の法人等に対して優先的な割当てを行うこ
とは、適当ではない
2. 従業員持株会に対して一定の範囲内で優先的な割当てを行うことは、
差し支えない

以上のように、公表からは、日本郵政グループが国民の財産であることに配慮し公正な価格・方法により売却を行い、日本郵政の株価毀損を行わないよう配慮されていることがわかる。

2014年10月に財務省が株式の売り出しにかかわる主幹事証券会社11社を決定し、郵政グループは証券代行業務の委託先を三井住友信託銀行に選定した²。その後、株式上場について主幹事証券会社の意見や株主である財務省をはじめとする関係者と協議を重ね、日本郵政株式会社の上場・売出にあわせてその子会社であるゆうちょ銀行、かんぽ生命保険のいわゆる金融2社についても同時に売り出し・上場する、すなわち3社同時上場が望ましいという結論に至った。

² 三井住友信託銀行を選定した理由として、6項目で評価した結果、候補4社のうち最も点数が高かったから、としている。ただし、どのような項目が評価されたのか、各社の点数等は明らかにしていない(2014年10月22日の社長記者会見)。

1.3 3社同時上場の概要

市場の混乱に配慮し、
段階的な株式売却を
検討

2014年12月26日の社長記者会見にて、3社同時上場の案が示され、株式上場スキームが明らかになった。ここでは、株式上場スキームの概要を説明する。

ここで示されたのは大きく次の2点である。

- ① 日本郵政株式会社、ゆうちょ銀行、かんぽ生命株式の3社同時売り出し、上場を目指すこと
- ② 最終的には日本郵政は2/3まで、金融2社については100%を売却するが、売り出しは段階的に行うこと

同時売り出しについて、日本郵政の西室社長は、「子会社の価値を含む親会社が上場し、続いて子会社を上場させることで『資金の二重取り』と批判されるのを避けたい」と述べた³。仮に親子同時上場ではなかった場合、日本郵政株式会社の株式価値には、金融2社と日本郵便の企業価値が反映される。また、先に親会社である日本郵政株式会社が上場した場合、最初の株価には子会社である金融2社の価値が反映され、その後子会社が上場した場合、その株式にも子会社の価値が反映される。したがって、親会社・子会社の売り出しの際に、どちらにも子会社の企業価値が反映された売却益を得ることとなる。もちろん、子会社の売却収益は親会社に入り、ひいては親会社の株主の持分ともなる。親会社の上場時に市場がそれを織り込んでいるのであれば理論上問題はないということになるが、市場参加者に過度な将来推定の負担を負わすことにもなりかねない。西室社長の発言は、こういった批判を避けたいとの意図があると考えられる。

また、段階的な売却については、大型上場となるため、市場へのインパクトが大きいと判断されたためとされる。具体的な売却規模・最終的な処分時期は、未定である(2014年12月時点)が、2015年半ば以降段階的に50%売却まで処分する予定である⁴。なお、東京証券取引所の一部上場基準として、発行済み株式総数の35%以上の流通という項目がある⁵が、混乱を避けるため特定措置を検討している。

³ SankeiBiz2014年12月27日より

⁴ ただし、国会で西室社長が売却規模について10%から15%と言及したことはある。また、2014年10月22日の記者会見で、「(市場の混乱を避けるため)一挙に大規模な数兆円あるいは10兆円以上の上場なんていうことは全く考えていないというつもりであります」と述べており、段階的に株式売却を行う予定と思われる。

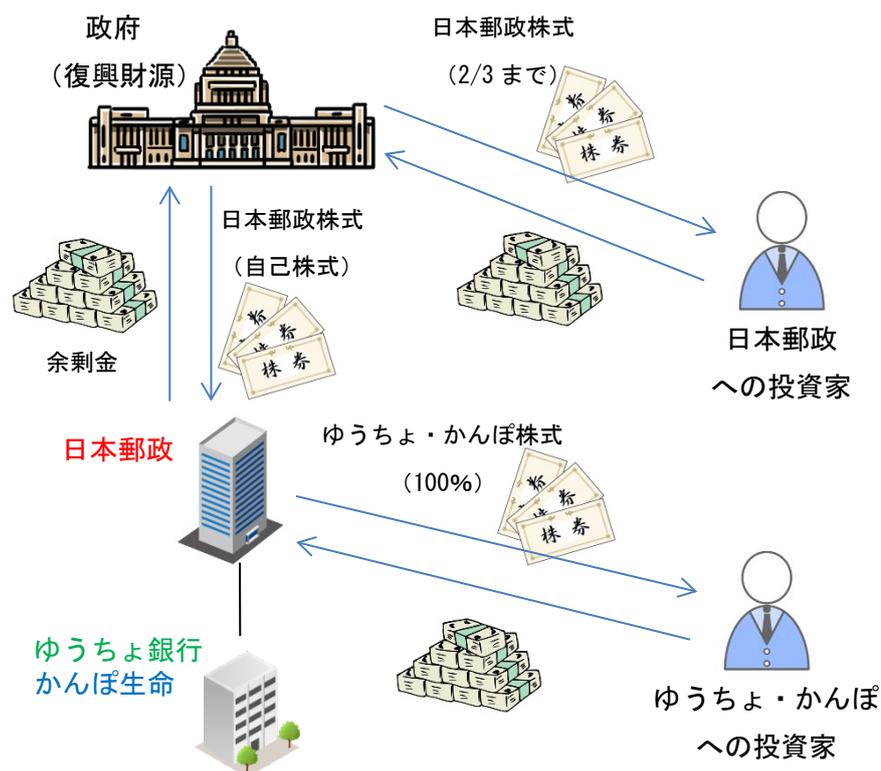
⁵ ほかに、流通株式数2万単位以上、株数2200人以上、時価総額250億円以上などの基準が存在する。詳しくは、上場審査基準概要(一・二部)、新規上場ガイドブック 市場第一部・二部編等参照のこと。

売却益は、
 ① グループの企業価値向上
 ② 自己株式取得に利用

金融2社の売却収益は、まずは今後のグループの企業価値及び株式価値の維持・向上のために活用することを予定している。ただし、当面の資金需要は手元資金の充当で足りると判断された場合には、政府から自己株式を取得する資金に充てることとし、日本郵政株式会社の資本効率の向上や政府保有株式の売却による復興財源確保への貢献に役立てることを想定している。

この点を詳しくみると、親会社である日本郵政株式会社の売却収益は、郵政グループではなく直接政府に入る一方で、子会社であるゆうちょ銀行、かんぽ生命の株式売却収益は、政府ではなく現在の株主である日本郵政株式会社に入る。この売却収益は日本郵政グループの企業価値向上のための資金として使用するとされるが、具体的にどのような事業に投資されるのかは明らかではない。ゆうちょ銀行、かんぽ生命の100%売却を前提とした場合、日本郵政グループの中核は日本郵便となり、資本の再構成の際には、日本郵便の増資による資金は郵便・物流ネットワーク再編、不動産開発事業の展開など成長のための投資の財源と述べられたため、同様の事業に投資される可能性がある。しかし、これらの投資に必要な資金は現状の手元資金の充当でこと足りるということであれば、政府の持つ日本郵政株式の取得のための資金となり、復興財源に充当されるのである。(図表1-1参照)

図表1-1 3社同時上場の概要



1.4 資本の再構成

郵政民営化に向けて
の資本の再構成

- ① 日本郵便への増資
- ② 日本郵政の「整理資源」のオフバランス化
- ③ ゆうちょ銀行の自己株式取得

西室社長は、2014年9月29日の社長会見で、日本郵政グループ内の資本の再構成に関して発表した。西室社長はこの資本構成の見直しを、上場前に必要ないくつかの検討事項のうちの1つと位置づけており、以下に説明する3つの施策からなる資本の再構成を上場前最後の資本構成の変更と認識している。

3つの施策とは、①日本郵便株式会社への6000億円の増資、②日本郵政株式会社の「整理資源」7000億円弱の退職給付信託への拋出、③ゆうちょ銀行の1.3兆円相当の自己株式取得である。

① 日本郵便株式会社への増資（第2章4.4節参照）

まず、日本郵便株式会社に6000億円の増資を行う。日本郵便株式会社は、同業他社に比べて、自己資本比率がかなり低くなっている。このため、増資により経営基盤を強化するとともに、郵便・物流ネットワーク再編、不動産開発事業の展開など成長のための投資の財源を確保することを目的としている。

② 日本郵政株式会社の「整理資源」の退職給付信託への拋出

次に、日本郵政株式会社が抱える7000億円弱の「整理資源」⁶を退職給付信託に拋出する⁷。郵政グループの民営・分社化の際に、債務全額を持株会社である日本郵政株式会社が一括して承継しており、現在もなお、7000億円弱の債務が残っている。これに相当する資金を退職給付信託に拋出することにより、民営・分社化の際に引き継いだ債務を処理し、オフバランス化によりバランスシートを整備し、日本郵政株式会社そのもののキャッシュフローの改善を目的としている。

JRやNTTなどの民営化の際にも、同様の措置がとられている。たとえば、JRの民営化の際には、民営化後にJRに事業主として負担させることはJRの経営を圧迫するとの観点から、旧清算事業団が負担することとされた。土地及びJR株式の処分により得た資金がその支払いに充てられている。また、JR九州は、上場の場合、株式売却により得た資金を年金債務に当てる予定である。

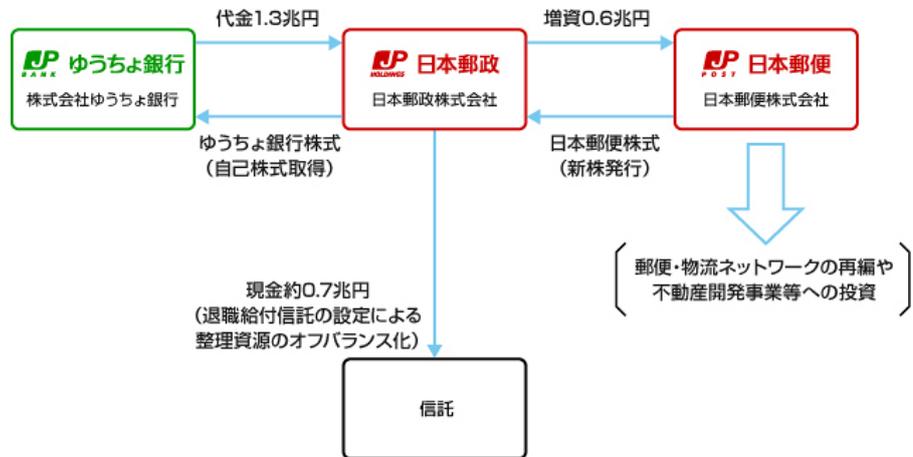
⁶ 整理資源とは、1958年以前からの従業員への恩給相当の負担をさす。現在の従業員とは全く関係なく、過去に従業員であった人々への恩給分である。

⁷ 退職給付信託における信託先の優先交渉権の選定を行い、三井住友信託銀行に決定した。現在交渉中で、1月中に結論を出したいとのこと（2014年11月の社長記者会見より）。

③ ゆうちょ銀行の自己株式取得（第2章2.1節参照）

最後に、日本郵政株式会社が保有するゆうちょ銀行株式のうち、1.3兆円相当をゆうちょ銀行が自社株買い(自己株式取得)をし、それによって得た資金を日本郵政株式会社の増資(6000億円)と退職給付信託(7000億円)に充てる。なお、この施策によってゆうちょ銀行の自己資本比率は低下する。

図表1-2 日本郵政グループにおける資本の再構成



2. 日本郵政を取り巻く環境

2.1 日本郵政グループの戦略

郵政民営化法の改正

現在の郵政グループは、日本政府が株式を所有しているため、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の新規業務は認可制⁸となっており、新規業務を自由に行うことができない。民営化され株式が2分の1以上売却されれば新規業務など届出制となり自由に業務を行えるが、その場合には”独り立ち”が必要となる。そこで、これからの戦略として2つのものが考えられる。1つ目はこれまで同様、安定志向をとり維持可能な規模へ事業を縮小すること。もう1つは高収益が期待される新規業務に取り組み、他社との競争を行うことである。

現在の郵政グループは、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の新規業務から推察するに、後者の戦略を選んでいる⁹といえよう。現在、自立成長のため、資本再構成、新規事業、がん保険の取扱局の拡大、セゾン投信との提携、日本郵便デリバリーの業務開始、郵便物流ネットワークの再編等々の取り組みを行っている。ただし、進行度合いがゆうちょ銀行、かんぽ生命で異なっており、ゆうちょ銀行は能力・経験不足を理由に新規事業が認可されないのに対し、かんぽ生命は新しい学資保険の認可が下り好調に推移している。

以下の節では、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便株式会社の現状と、郵政グループが民営化にあたりどのような取り組みを行っているのかを概観する。

⁸ ただし、配慮義務、郵政民営化委員会への通知が必要ではあるが、日本郵便は届出制となっている。

⁹ 「郵便局のネットワークを維持するためには、郵便局ネットワークでやれる仕事を増やして、そしてそこから、利益が上がるようにするというのが一つの方法」と社長は述べている（2014年8月27日の社長会見の内容より）。

2.2 ゆうちよ銀行の現状

新規事業認可の目途は
たらず

個人向け住宅ローン(住宅、カード、目的別ローン)、法人向け貸付業務といった新規業務の認可を申請しており、当初は2013年4月開始予定だったが、審査能力に疑問があるとの理由で、現在も認可が下りていない。西室社長は、スルガ銀行と提携している住宅ローン中心の個人ローン業務を通じて経験を蓄積しているとしている一方で、上場前の認可の目途は立っていない。

2.3 かんぼ生命の現状

好調な新学資保険

かんぼ生命は、2012年9月に新規業務の認可申請を行い2013年4月に開始予定だったが、支払いもれ発覚により延期された。2014年に認可され、2014年4月より、新商品「はじめのかんぼ」を販売しており、売れ行きは好調である¹⁰。

「はじめのかんぼ」の特徴は、高い貯蓄性、出生前加入制度、選択肢の増加の3点があげられる。貯蓄性の高さ、つまり戻り率(受取総額÷払込保険料総額)の向上が実現した理由は2つある。1つ目は子供の教育費負担が軽い12歳までに保険料の払い込みを終えられる商品ができたことである。2つ目は、被保険者の死亡保障を抑制しているため、改定前の商品よりも保険料が引き下げられたことである。選択肢として、学資金の準備目的に応じて3つのコースが存在している。大学入学時、小・中・高・大学入学時、大学4年間の3つである。従来のラインアップになかった12歳までに保険料の払い込みを終える商品は、教育費負担が比較的低い12歳までに保険料の払い込みを終えることができるという利点がある。

図表1-3から、「はじめのかんぼ」が4月に発売されて以降、新規契約数が5倍になっていることがわかる。解約・満期件数は一定であるため、既存の契約を解約して乗り換えているのではないことがわかる。また近年右肩下がりだった契約件数に関しても、増加している。

¹⁰ 詳しくは第2章3.3節参照。学資保険の販売状況は、郵政民営化委員会の第125回資料(<http://www.yuseimineika.go.jp/iinkai/dai125/siryu2.pdf>)を参照のこと。

図表 1-3 かんぽ生命 学資保険の契約状況

月	新規契約	月末保有契約	解約または満期 (推定)
1	16,067	1,308,072	
2	10,501	1,315,293	3,280
3	9,143	1,320,478	3,958
4	57,611	1,373,765	4,324
5	72,967	1,441,929	4,803
6	63,914	1,501,475	4,368
7	63,819	1,561,460	3,834
8	55,536	1,613,122	3,874
9	52,330	1,661,526	3,926
10	49,556	1,706,963	4,119

アフラックとの資本
提携によるがん保険
販売強化

かんぽ生命は、2008年10月からアフラックのがん保険を販売しており、2013年7月からアフラックと業務提携を行っている¹¹。その後、2014年4月にアフラックのがん保険の受託販売等の新規業務の認可申請を行い、同年6月に認可された。2014年7月にかんぽ生命はアフラックから受託されたがん保険(生きるためのがん保険Days)の販売を直営店(79店舗)にて開始し、それと同時にかんぽ生命の直営店においてアフラックのがん保険の販売等に係る教育・指導(販売、募集管理及びコンプライアンスに関する教育・指導の代行業務)を開始している。同年8月にアフラックが郵政グループ向けに開発していた新たながん保険「新生きるためのがん保険Days」の販売開始を発表した。

「新生きるためのがん保険Days」は、顧客ニーズにこたえるため、新総合保障プラン、新・治療重点プラン、JPオリジナルプラン、の3つのプランを販売している。「新生きるためのがん保険Days」の特徴は、がんの3大治療がすべてのプランで保障されていること、「通院保障」「がん先進医療保険」の強化、「診断給付金複数回支払特約」の新設、販売プランの拡充と加入しやすい保険料設定である。かんぽ生命の入院特約と重複する部分の保障を低く抑えて保険料を安くし、その一方、がんと診断された際の給付金については保障を手厚くしており、かんぽ生命の保険に既に参加している契約者が追加でがん保険だけ重点的に追加したい時に使いやすいように設計されている¹²。

¹¹ 詳しくは、昨年度の報告書を参照のこと。

¹² 2014年8月27日の日本郵政グループ社長記者会見より。

2.4 日本郵便の現状

国際物流事業への積極的な強化策

セゾン投信との資本提携も、新たな商品の販売とはならず、現状販売している投信への影響も

郵便局は、近年いくつか新たな試みを開始している。たとえば、郵便局スペースの活用による認可保育施設の設置¹³、フランスジオポストおよび香港レントングループとの資本・業務提携、国際宅配便サービスの実施、Ctrip.com (NASDAQ : CTRP) の旅行者向けEC サイト(全球購)を通じた中国人訪日客に対する物販サービスの拡大、セゾン投信との資本提携などである。本節では、中でも注目を集めたセゾン投信への出資について記述したい。

2014年10月に日本郵便はセゾン投信株式の40%を8億円で取得し、クレジットカード大手クレディセゾンの100%子会社であるセゾン投信と資本業務提携をおこなった。日本郵便は2015年4月より提携業務を開始する予定である。提携の内容は、郵便局でのちらし配布、郵便局利用者、カード会員に対する投資セミナーの実施などである。もともと、セゾン投資はネット・電話で販売を行っているため、郵便局ではPRに特化し、窓口販売は行わないとしている。

セゾン投資は、金融機関を介さずファンド販売、直販方式¹⁴を強みとしており、販売手数料・運用管理費用を抑制し、長期投資に的を絞った顧客本位の運用を行っている。しかし、直販投信会社は、知名度の点で大手に劣っている。セゾン投信は、直販投信会社の中では地道な販売を続け、2本のファンドで1000億円近くまで純資産残高を積み上げる健闘ぶりを見せているが、公募投資信託のうちセゾン投信のような形で直販販売されている投資信託の純資産残高は投資信託全体の純資産残高のうち、1%にも満たない。セゾン投信は、この提携によって郵便局の顧客であるシニア層など新たな投資家を開拓することが可能となると考えている。

しかし、日本郵政が現在扱っている投信は、郵便局顧客向の長期的な視野・安定収入を基本にしつつ、多様な品揃えとなっている一方で、その組成は他社が行っており、自ら投信を組成することはできない。セゾン投信との提携は、より幅広い商品の選択肢を提供することができるというメリットがあるが、窓口販売を行っているほかの投信の販売に影響が出る可能性があり、手数料収入の減少となる恐れもある。

¹³ 事業者に対して建物を賃貸借する方法により、さいたま中央郵便局の敷地内に認可保育施設を設置。(2014年10月17日プレスリリースより)

¹⁴ 投資信託会社が、自社ファンドを直接販売する販売形態のこと。販売手数料がかからないため、ローコストという利点がある。

続いて、クロネコメール便について述べる。クロネコメール便は、ダイレクトメールやカタログなど信書にあたらないものを取り扱う輸送サービスで、ヤマト運輸は1997年より開始していた。現在のシェアは、約40%である¹⁵。

ところが、ヤマト運輸は、顧客が知らないうちに信書を送ってしまうリスクを防ぐためとして、2015年1月にクロネコメール便を廃止することを公表した。実際に、ヤマト運輸のメール便利用者が郵便法違反に問われる事案が2009年から2013年にかけて8件発生している。このような事案が起こる理由として、ヤマト運輸は「信書」の定義は極めて曖昧であることを指摘している¹⁶。

クロネコメール便廃止後の代替サービスとして、法人に対しては、申し込み時に内容物の種類を確認可能なカタログやパンフレットといった非信書に限定し、運賃体系見直しの上「クロネコDM便」と名前を変更の上サービスを継続するとしている。一方で、「小さな荷物」に関しては、新サービスで対応するとしている。

¹⁵ 日本郵便株式会社(2013)「日本郵便(株)の経営等の状況」
http://www.soumu.go.jp/main_content/000255698.pdf

¹⁶ ヤマト運輸(2013)「外形基準の導入による信書規制の改革を」
http://www.soumu.go.jp/main_content/000264715.pdf

なお、佐川急便も、お客様の声の中に「信書の基準があいまい」という意見があると述べている。
佐川急便(2013)「特定信書便事業の取り組みについて」
http://www.soumu.go.jp/main_content/000264716.pdf

2.5 TPP への懸念

TPP 交渉が、日本郵政グループ、特にかんぽ生命に影響を与える可能性も

外務省¹⁷や米国通商代表 (USTR)¹⁸等が言及するように、米国にとって、日本郵政はTPPの懸念材料のひとつとなっている。特に、かんぽ生命に関して、米国政府は、日本の保険市場の競争に与える負の影響に懸念を示している。さらに、対等な競争条件が確立される前に、日本郵政グループの金融機関の業務範囲拡大を日本政府が認めないよう引き続き求めるとした。

これを受けて、斎藤社長(当時)は、政府のTPP交渉の邪魔をしようという考えはないと話し、がん保険への参入を当面は凍結する考えを示したが、その期限については明言しなかった。

米国政府は、日本郵政を民営化すべきかについては中立だが、日本郵政グループの金融機関やネットワーク会社の改革が日本の金融市場における競争に深刻な影響を及ぼしかねないことから、日本郵政各社と民間の銀行、保険、急送便事業者との間で対等な競争条件が確保される必要があると主張している¹⁹。したがって、ゆうちょ銀行とかんぽ生命に関しては、その株式が売却され、他の民間企業と同様の監督を受けるようになれば、この懸念はある程度解消されるであろう。

その後、2013年に日本郵政はアフラックと提携し、窓口でがん保険を販売することを発表した。西室社長はインタビュー中で、アフラックとの提携がTPPへの影響の有無に関する質問をうけ、TPPの影響は明確に否定している²⁰。この点については、第2章3.3節にて再度言及する。

¹⁷ 外務省(2011)「TPP協定において慎重な検討を要する可能性がある主な点」のうち、金融サービスの項目で「我が国との二国間の協議において提起されている関心事項(郵政、共済)について、追加的な約束を求められる場合には、慎重な検討が必要」と述べている。

¹⁸ 米国通商代表(USTR)(2012)「2012年米国通商代表(USTR)外国貿易障壁報告書(日本の貿易障壁言及部分:外務省作成仮要約)によれば、「米国政府は、日本郵政を民営化すべきかについては中立である。しかし、日本郵政グループの金融機関やネットワーク会社の改革が日本の金融市場における競争に深刻な影響を及ぼしかねないことから、米国政府は日本政府の郵政改革の取組を注意深くモニターし続けるとともに、日本政府に、日本郵政各社と民間の銀行、保険、急送便事業者との間で対等な競争条件が確保されるために必要なすべての措置をとることを求めている」

¹⁹ 同様の主張が、全国銀行協会などからも寄せられている。詳しくは過去の報告書参照。

²⁰ 日経ビジネス(2013)「編集長インタビュー 西室泰三氏 日本郵政社長 もっと経営の自由度を」日経ビジネス10月21日号。また、2014年1月24日の記者会見でも、TPPの影響を否定している。

第2章

<財務諸表分析>

日本郵政の経営分析

日本郵政グループの収益性・生産性・安全性

〔要旨〕

1. 財務諸表分析の方法
2. ゆうちょ銀行の経営分析
 - ◆ 収益性は景気変動の影響を受けることが少ないが、決して高くない。これは国債偏重の運用が大きな要因となっている。
 - ◆ 高い安全性をもつ一方、今後収益性を上げるためには適切なリスク管理のもと、さらなるリスクを取ることが必要。
3. かんぽ生命の経営分析
 - ◆ 責任準備金の戻入からの利益が増加しており、本業からの収益（保険料収入等）が減少する一方で利益が増加するという収益と利益の逆相関が起きている。
 - ◆ 低リスクの運用を行っていることを要因とする高い安全性をもつ。
4. 日本郵便の経営分析
 - ◆ 低い収益性も、高いレバレッジにより同業他社並みのROEを維持。
 - ◆ 金融・保険サービス提供のため、過大な有形固定資産を持っている可能性が高い。
 - ◆ 2014年9月の資本の再構成によって、さらなる高い安全性を保持するも、レバレッジの低下によるROEの低下は避けられない。
 - ◆ 郵便局と郵便事業会社との統合の効果は見られない。
5. 第2章 まとめ
 - ◆ ゆうちょ銀行、かんぽ生命の株式100%売却によって収益の根幹を失う日本郵政グループ。
 - ◆ 早急に日本郵便の収益性向上策を講じる必要がある。

1. 経営分析の方法

1.1 分析の対象

本報告の分析対象はゆうちょ銀行株式会社（以下、ゆうちょ銀行）、かんぽ生命株式会社（以下、かんぽ生命）、日本郵便株式会社（以下、日本郵便）、及びそれらの総体として捉える日本郵政グループ全体である。それぞれの企業の公表財務諸表のデータを用いて、財務諸表分析を行った。各企業の財務データはディスクロージャー誌からハンドコレクトした。

また、各社の分析には、比較対象企業を選定し、これらの企業との比較を通して日本郵政グループ各社の特徴を明確にする。各社の比較対象企業は以下の通りである。

〔ゆうちょ銀行〕

- 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
- 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〕

- 第一生命株式会社

〔日本郵便〕

- ヤマトホールディングス
- セイノーホールディングス
- SGホールディングス（非上場）

なお、これらの比較企業の選定には、営むビジネスモデルの特徴、及び上場の有無等を勘案している。

1.2 分析内容

本報告では財務諸表分析を大きく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²¹は以下の通りである。

1. 収益性分析

➤ ROA、ROE

◇ 高いほど、企業が持つ資産（資本）を利益へと効率的に結び付けることができていることを表す。

➤ 売上高純（事業）利益率

◇ 高いほど、本業の売上高を利益へと効率的に結びつけることができていることを示す。

➤ 有形固定資産回転率

◇ 高いほど、有形固定資産を用いて効率的に売り上げに結び付けることができていることを示す。

2. 生産性分析

➤ 付加価値額

◇ 大きいほど企業が新たに生み出した価値が大きいことを示す。

➤ 労働分配率

◇ 高いほど、企業が生み出した額のうち労働者の分配される割合が高いことを示す。

➤ 労働生産性

◇ 高いほど、1人当たりが新たに生み出す価値が大きいことを示す。

➤ 設備生産性

◇ 高いほど、有形固定資産を用いて効率的に新たな価値を生み出していることを示す。

➤ 労働装備率

◇ 高いほど、資本集約的な、低いほど労働集約的な生産が行われていることを示す。

3. 安全性・リスク分析

➤ 流動性比率

◇ 高いほど短期的な債務返済能力が高いとされ、基準値は100%を上回ることとされる。

➤ 自己資本比率

◇ 高いほど安全性が高いことを示す。

²¹ 各指標の計算方法については Appendix I を参照。

2. ゆうちょ銀行の経営分析

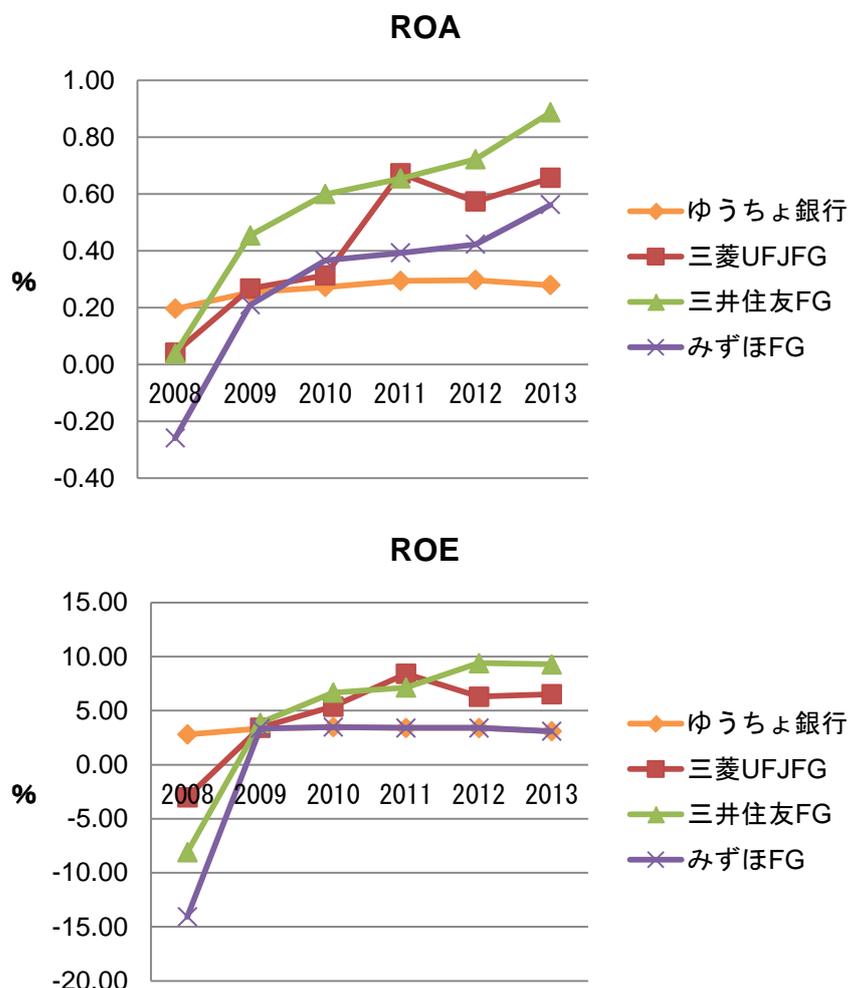
ゆうちょ銀行について分析するにあたり、昨年度の分析と同様にメガバンク3社との比較を行う。ゆうちょ銀行は経営規模が大きく、地方銀行等と比較することは難しい。よって、経営規模の大きなメガバンクとの比較によって、ゆうちょ銀行の特徴が明らかになるであろう。

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。

メガバンクと比べると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、低水準で推移している。ゆうちょ銀行の2013年度のROA、ROEがやや低下しているのは経常利益と純利益が低下しているからである。

図表2-1 ROA、ROEの推移



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・有形固定資産回転率の3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ているか、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ているかを表す指標となっている。

図表2-2 収益性指標

売上高純利益率（％）

年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
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
2012	17.6	17.9	18.4	19.2
2013	17.1	19.0	18.0	23.5

売上高事業利益率（％）

年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
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
2012	27.9	28.2	24.8	25.8
2013	27.2	32.7	30.9	33.7

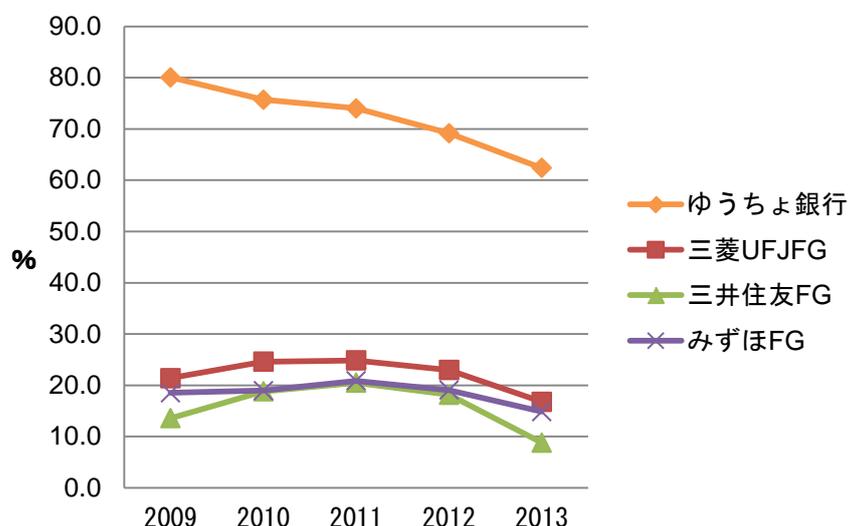
有形固定資産回転率（回転）

年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2009	15.5	3.7	2.9	3.0
2010	14.6	3.4	3.3	2.9
2011	14.0	3.7	3.3	2.9
2012	13.7	3.4	2.2	3.2
2013	14.4	3.4	2.0	3.2

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たため、収益性は安定している一方で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。

しかし国債全体に占めるゆうちょ銀行の保有する割合は大きい。そのため国債偏重を解消するには国債価格への大きな影響の可能性も考慮に入れる必要がある。

図表2-3 国債の総資産に占める割合の推移



メガバンクと比較しても明らかに高い有形固定資産回転率

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3～6倍と明らかに高い水準にあると言える。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。

資本の再構成によるROEの微増

ここでは2014年9月30日に日本郵政グループ内で行われた資本の再構成について検討する。9月30日、ゆうちょ銀行は1兆3000億円の自社株買いを行い約2500万株取得している（発行済株式総数1億5000万株）に対する割合は16.67%。日本郵政の西室泰三社長は年金債務の清算を通じ、投資家の財務懸念を払拭することを資金の移転の目的の1つとしてあげている。ゆうちょ銀行固有のメリットについて目を向けると自社株買いによってROEは向上している（2013年決算の純利益、純資産をベースとすると3.09%から3.49%）。ROEの向上は一般に投資家、特に外国人投資家にとっては経営の効率化として歓迎される傾向にある。

2.2 生産性分析

続いて、生産性分析を行うが、現行会計制度においては、生産性分析の基礎的指標となる付加価値額の計算に必要な人件費に関する情報開示が不十分であり、少なくとも連結ベースでの生産性分析は困難となる。そこで、ゆうちょ銀行の比較対象を、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、みずほ銀行としそれぞれの単体財務諸表を用いた分析となる。

図表2-4 生産性指標

付加価値額（百万円）

年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ	三井住友	みずほ
2009	1,055,658	1,316,004	1,034,396	458,451
2010	1,000,283	1,412,854	1,130,276	464,963
2011	1,023,509	1,461,839	1,234,441	435,611
2012	1,060,332	1,666,877	1,234,969	530,103
2013	1,048,519	1,773,808	1,532,415	1,191,691

設備生産性（倍）

年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ	三井住友	みずほ
2009	7.43	1.48	1.47	0.63
2010	6.61	1.62	1.58	0.62
2011	6.39	1.69	1.69	0.59
2012	6.85	1.93	1.68	0.74
2013	7.25	2.05	2.03	1.43

労働生産性（百万円/人）

年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ	三井住友	みずほ
2009	87.53	37.71	46.06	24.20
2010	80.99	40.60	50.18	24.51
2011	79.99	41.20	54.41	22.74
2012	82.06	45.67	54.72	28.97
2013	80.89	47.27	66.87	45.40

労働分配率（％）

年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ	三井住友	みずほ
2009	0.11	0.28	0.24	0.43
2010	0.11	0.26	0.22	0.40
2011	0.11	0.25	0.21	0.44
2012	0.11	0.25	0.22	0.34
2013	0.12	0.25	0.18	0.20

図表 2-4 生産性指標（続き）

労働装備率（百万円/人）

年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ	三井住友	みずほ
2009	1.24	25.40	31.39	38.42
2010	1.32	25.08	31.86	39.47
2011	1.39	25.38	32.22	38.41
2012	1.30	23.66	32.49	39.07
2013	1.18	23.00	32.87	31.78

良好な生産性と事業間のシナジー

労働分配率は付加価値に占める人件費の割合であるが、ゆうちょ銀行の労働分配率は他のメガバンクと比較すると特に低い。これは同程度の付加価値をもつ三菱東京UFJ銀行や三井住友銀行と比較して、人件費が半分以下であるためだ。この背景にはゆうちょ銀行の窓口業務を郵便局で行っていることがあげられる。ゆうちょ銀行は他行と比較して設備生産性、労働生産性ともに高い水準を示している。これらの数値はゆうちょ銀行の高い生産効率を表しており、ゆうちょ銀行が日本郵政の行う他事業と施設や従業員を共同利用できることがこれらの指標の背景にあると考えられる。

資産のグループ内バランスも参考の余地あり

しかし、ゆうちょ銀行単体での株式市場への上場を見据えた場合、財務諸表上の有形固定資産が実際に使用しているものに対して過少であると評価される可能性もある。その場合、資本の再構成のみならず、資産においても再構成が必要となるであろう。

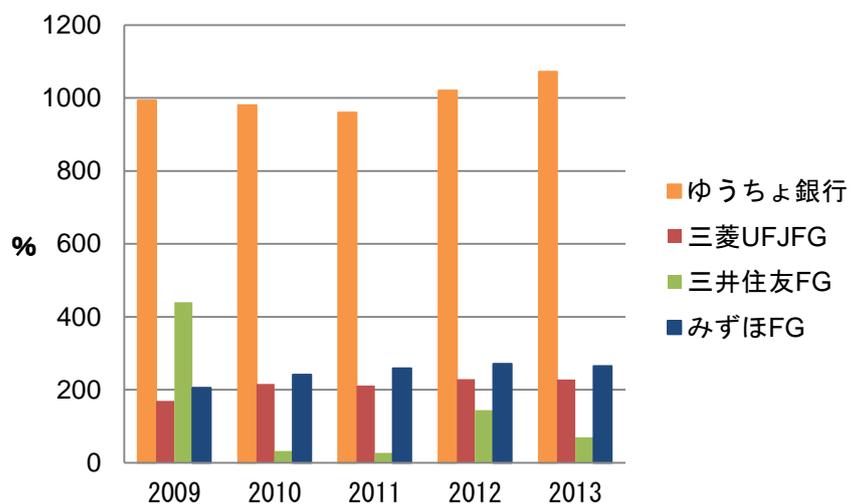
2.3 安全性分析

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、割愛することとする。

高い流動性比率

図表2-5の通り、ゆうちょ銀行の手元流動性比率はメガバンク3行と比べてかなり大きな値となっている。これは高い安全性を表す一方で、有効な投資先の不足を示すものとも考えられる。

図表2-5 手元流動性比率



景気変動の影響を受けにくいゆうちょ銀行の収益構造

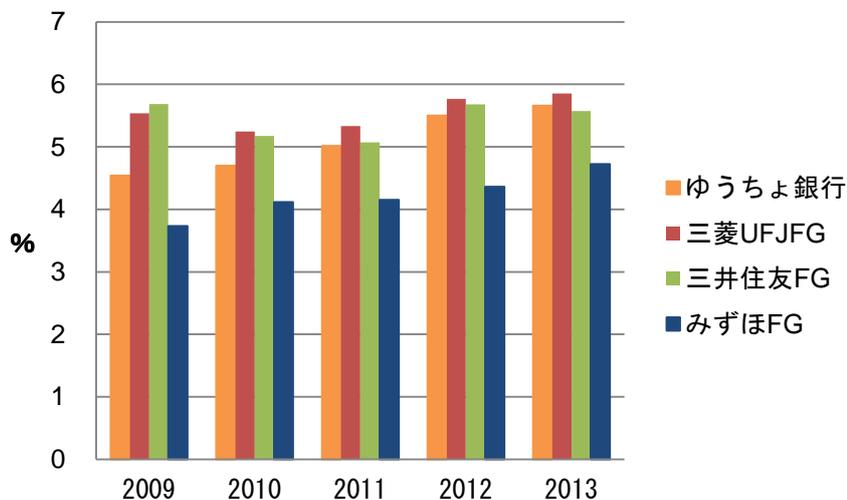
続いて、自己資本比率の分析を行う。

(1) 通常の自己資本比率（自己資本／総資産）

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、3%から6%弱の間で推移している。2009年度以来メガバンク3行の自己資本比率が安定しているのに対し、ゆうちょ銀行では利益剰余金及びその他有価証券評価差額の増加に伴い、自己資本比率は上昇を続けている。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。

図表2-6 自己資本比率



(2) Tier 1 比率 (リスクを考慮した自己資本比率)

(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²²) 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Tier 1 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。

しかし、ここ数年、リスクを考慮した自己資本比率 (Tier 1) は滑らかに減少していく傾向も見せている。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。とはいえ、まだまだ国債の占める割合より少なく、収益力を上げるほどの成果は未だに見られていないのである。

²² 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。

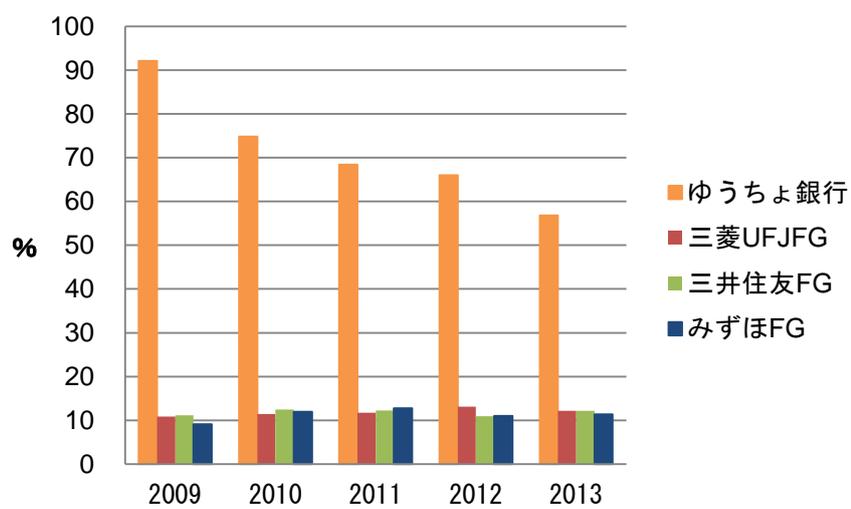
A社：資産額 100 (リスク 100%の資産 80、リスク 0%の資産 20)、自己資本 20

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 $=20 \div (20 \times 1 + 80 \times 0) = 1.0$

図表 2-7 Tier 1 比率



3. かんぽ生命の経営分析

かんぽ生命について分析するにあたり、昨年度まで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生保業界上位が揃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、比較することは大いに意義があるであろう。

3.1 収益性分析

はじめに収益性と財務構造について分析する。

2013年度にはかんぽ生命のROEが3年ぶりに第一生命のROEを下回った。ここではまずROEを分解²³し、その逆転の原因を検討した。まず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。しかし、売上高純利益率と財務レバレッジには、はっきりとした差異がみられた。

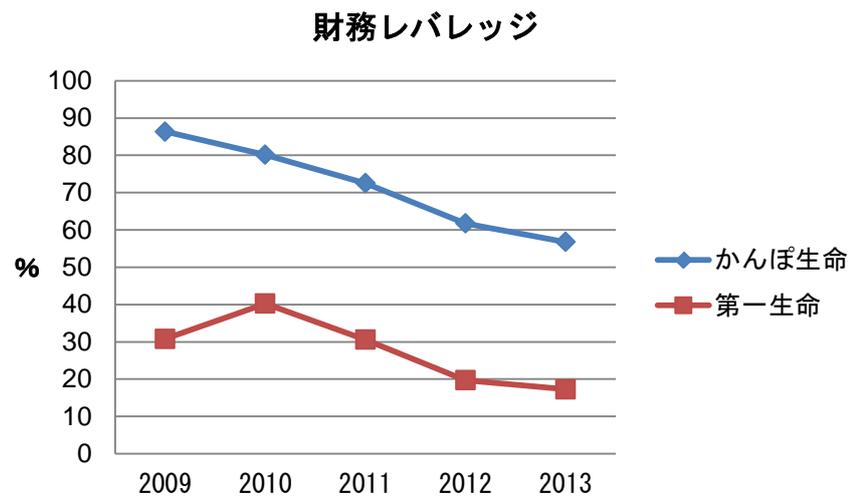
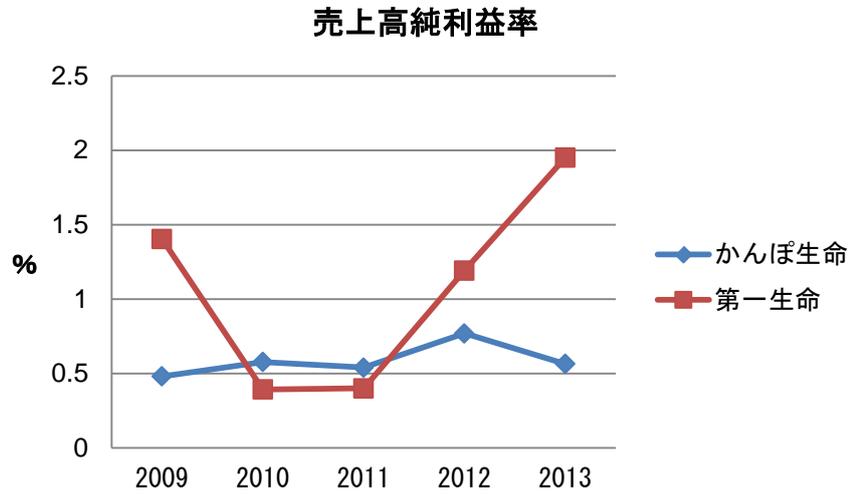
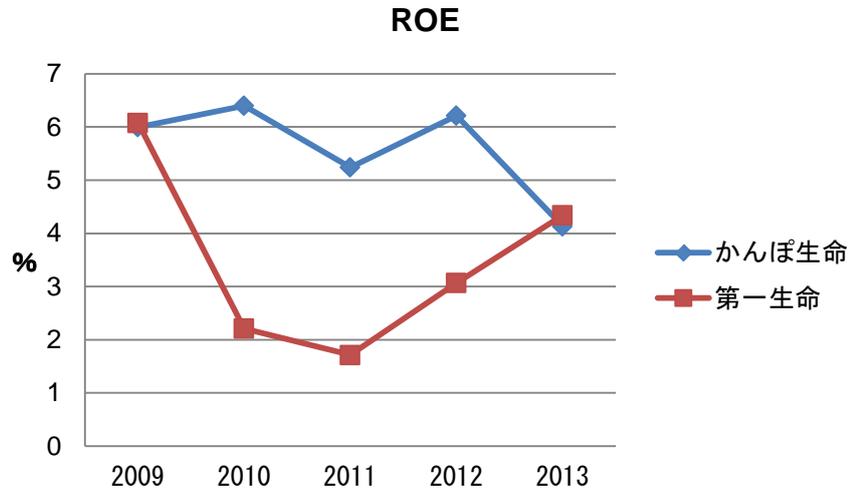
資産ポートフォリオ
に起因する、マクロ環
境の影響の小ささ

売上高純利益率については、かんぽ生命は横ばいである一方、第一生命はリーマンショック後の落ち込みから一転、急上昇を遂げている。第一生命の急上昇は、マクロ経済環境の回復によるものと考えられる。また、損益計算書の数値を詳しく分析すると、収益ベースでは大きな変動はないものの、有価証券の評価損や売却損、信託運用損等の証券にかかわる費用と解約返戻金の支給が減っており、純利益は上昇していることがわかった。かんぽ生命にもマクロ環境は寄与しているものと思われるが、その影響は第一生命と比べ、利益に表れていない。その理由はかんぽ生命の資産ポートフォリオにある。かんぽ生命の有価証券のポートフォリオは公社債等の比較的风险の低いものの比率が大きくなっている。そのため、かんぽ生命は良くも悪くも経済状況の影響を受けにくくなっている。かんぽ生命のポートフォリオについては、安全性分析の項でより詳しく述べる。

財務レバレッジについては、かんぽ生命が第一生命を大きく上回った。この原因はかんぽ生命の責任準備金が大いことである。なぜ責任準備金が大いのかという問題については、かんぽ生命の経営に重大な影響を及ぼしているため、後述する。

²³ ROEは「売上高純利益率×有形固定資産回転率×財務レバレッジ」に分解可能である。(デュポンシステム)

図表 2-8 ROE の推移と分解



業績推移を確認すると、経常収益の減少が大きい。また、そのうちかんぽ生命の本業からの収入である保険料等収入が大きく減少している。経常費用もまた経常収益と同様に一貫して減少している。

図表 2-9 収益性指標

経常収益（十億円）

年度	かんぽ生命	前年比	第一生命	前年比
2009	14,592		4,332	
2010	13,375	-8.3%	4,308	-0.6%
2011	12,539	-6.3%	4,398	2.1%
2012	11,835	-5.6%	4,316	-1.9%
2013	11,234	-5.1%	4,385	1.6%

保険料等収入（十億円）

年度	かんぽ生命	前年比	第一生命	前年比
2009	7,506		2,837	
2010	7,342	-2.2%	3,057	7.8%
2011	6,857	-6.6%	3,056	0.0%
2012	6,482	-5.5%	2,922	-4.4%
2013	5,912	-8.8%	2,868	-1.8%

基礎利益（十億円）

年度	かんぽ生命	前年比	第一生命	前年比
2009	427		330	
2010	484	13.3%	276	-16.4%
2011	572	18.2%	302	9.4%
2012	570	-0.3%	315	4.3%
2013	482	-15.4%	400	27.0%

逆ざや（利差損）（十億円）

年度	かんぽ生命	前年比	第一生命	前年比
2009	-236		-83	
2010	-139	-97	-90	7
2011	-62	-77	-91	1
2012	-5	-57	-61	-30
2013	54	-59	28	-89

経常費用（十億円）

年度	かんぽ生命	前年比	第一生命	前年比
2009	14,212		4,138	
2010	12,953	-1259	4,230	92
2011	12,007	-946	4,154	-76
2012	11,306	-701	4,142	-12
2013	10,770	-536	4,077	-65

保険業界においては、本業のもうけを表す指標として基礎利益が使われることが多い。この基礎利益をかんぽ生命と第一生命で比較すると、2013年度にはかんぽ生命の基礎利益が大幅に減少している一方、第一生命の基礎利益は上昇している。また、予定利率が実際の利回りを上回ることにより生じる逆ざやに関しては、かんぽ生命、第一生命ともに今年度から順ざやに転じている。

これらの数値から読み取れるかんぽ生命の収益性の特徴は以下の2つである。

- ① 収益の著しい減少が生じており、とりわけ本業で収益が減少している点。
- ② 収益の減少に対して、利益ベースでは、ここ数年上昇傾向にあるという、収益と利益の逆相関が発生している点。

この2つの特徴を、以下で詳しく分析し、その原因を論じることとする。

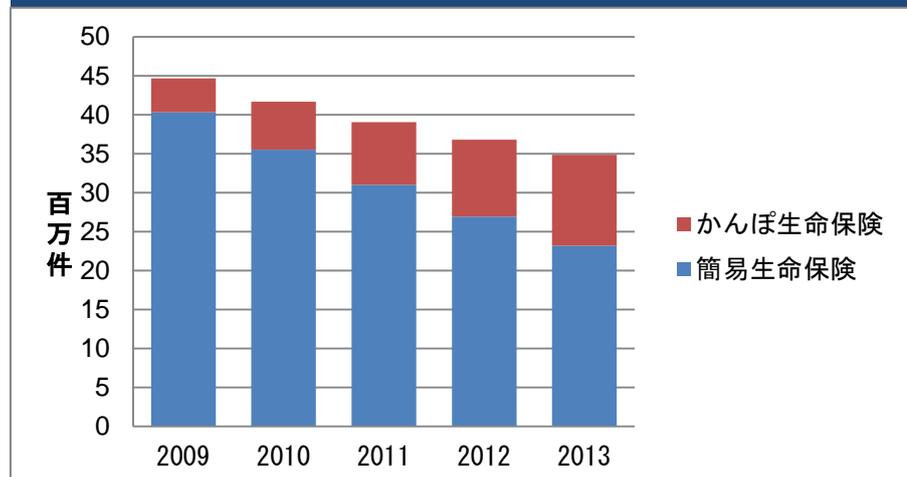
① 収益の著しい減少

経常収益と経常費用の両者に着目すると、収益の減少と同時に費用も減少していた。ここからは、本業の規模が縮小している可能性が示唆される。これを裏付けるものが保有契約件数の減少である。

図表2-10はかんぽ生命が保有する契約件数の推移である。既に新規の勧誘は終了している、簡易生命保険の契約件数が減少しているのは仕方のないことだ。だが、その自然減少をかんぽ生命保険の新規契約件数が補えていないことは問題である。結果として、全体の契約件数は減少している。ここにかんぽ生命の経営上の大きな課題が現れているため、以降で詳しく論じる。

保有契約件数の減少に伴う収益の低下

図表2-10 かんぽ生命の保有契約件数の推移



保有契約減少の要因

- ① 販売チャネルの喪失
- ② 市場ニーズと商品ラインナップの齟齬

かんぼ生命の保有契約数が伸びない原因は2つ考えられる。1つは保険商品の独占的な販売チャネルの喪失である。民営化以前は郵貯・かんぼの同時売り込みが郵便局員によって行われていた。また、加えてインターネット等が普及していなかった時代は、地方の人々がじかに接する保険がかんぼ生命か農協の保険しかなかった。こうして地方の保険需要の多くを、実質的に販売チャネルの独占という形で手にしていたのが、かつての簡易保険事業である。しかしこれら2つの大きなアドバンテージが現代において喪失したため、民間の保険業者に顧客を奪われている。

2つ目の原因として、かんぼ生命が現代において魅力的な商品を提供できていない可能性が挙げられる。昨今掛け捨ての保険の人気が高く、かんぼが主に提供する養老保険や終身保険といった貯蓄性の高い商品は敬遠されがちである。これは不況により、家計に余裕がなくなったためだと考えられる。余裕がなくなった世帯にとっては、月々の保険料が高い保険より、掛け捨ての比較的安い保険料の方がさしあたり魅力的に映っているのだろう。また第一生命等の民間の保険会社は保険商品を拡充すると同時に、様々な特約を充実させ、顧客ニーズを広く満たしている。その点、かんぼ生命の商品は選択の幅が狭いといわざるを得ない。

② 収益と利益の逆相関

かんぼ生命の収益は年々大幅に減少している。ところが本業の収益の減少の割に基礎利益は逆に増加傾向にあった。この原因は責任準備金の取り崩しにある。

責任準備金は、生命保険会社が将来の保険金などの支払いを確実にを行うために、保険料や運用収益などを財源として積み立てる準備金であり、引当金のような性質を持っている。これが先述の保有契約件数の減少により取り崩されて利益を支えている。かんぼ生命の場合、元の責任準備金の額が非常に大きかったため、利益にはっきりとした影響を与えるに至っている。

責任準備金の戻入に起因する収益と利益の逆相関

図表2-11 かんぼ生命の責任準備金の推移（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	93,417	21	5,384
2010	89,165	18	4,252
2011	85,144	13	4,021
2012	81,402	9	3,742
2013	77,745	5	3,656

責任準備金が他の保険会社と比べ破格に大きくなった原因は2つある。1つは民営化前の簡易保険の時代から、民間他社と比べ契約件数が多かったことである。

2つ目は、かんぽ生命の保険商品の性質にある。先ほども述べたように、かんぽ生命の保険商品は、貯蓄性の高い養老保険や終身保険が中心である。これらは掛け捨て型の保険ではなく、満期保険金のある保険商品であるので、将来に払う保険金が大きくなる。そのため、責任準備金として積み立てなければならない金額も大きくなる。

以上2つの要因によって、不可避免的に大きく膨らんだ責任準備金が、民営化後の急激な顧客離れにより、大量に取り崩されているのが現状である。これは言い換えると、過去に積み立てた遺産を取り崩すことで、現在の利益水準が保たれているということになる。言うまでもなく、このような形での利益の発生は好ましくない。これはかんぽ生命が抱える大きな問題の1つであろう。

利差益の増加と費差益、危険差益の減少

今年度の基礎利益は、数年ぶりに減少に転じた。この要因を利差・危険差・費差の三利源に分解して考察する。まず利差については、先述のとおり逆ざやが解消したため利差益に転じている。一方で契約件数の減少に伴い、費差益と危険差益が減少している。今年度は特に危険差益の減少幅が大きくなったため、基礎利益は減少に転じた。危険差益減少の原因の1つには、標準利率引き下げに伴う、責任準備金の積み立て負担の軽減という制度的要因があげられる。

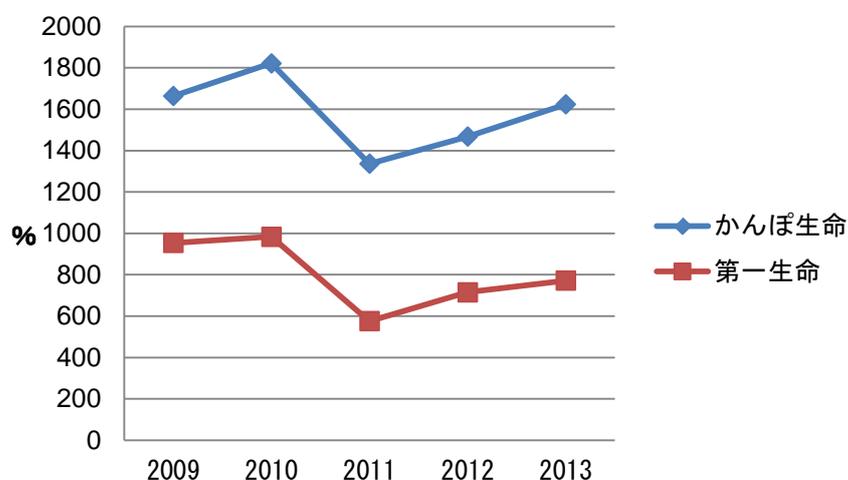
図表2-12 3利源の推移（十億円）

年度	基礎利益	利差	危険差	費差
2009	4,324	-3,537	3,545	4,316
2010	4,271	-2,362	3,247	3,386
2011	5,716	-615	3,819	2,512
2012	5,700	-47	3,852	1,895
2013	4,820	542	2,904	1,373

3.2 安全性分析

安全性の分析として、まず大災害や株の大暴落など、通常の予測を超えて発生するリスクに対応できる「支払余力」を有しているかどうかを判断するための保険業界の行政監督上の指標の1つであるソルベンシー・マージン比率を比較する。

図表 2-14 ソルベンシー・マージン比率



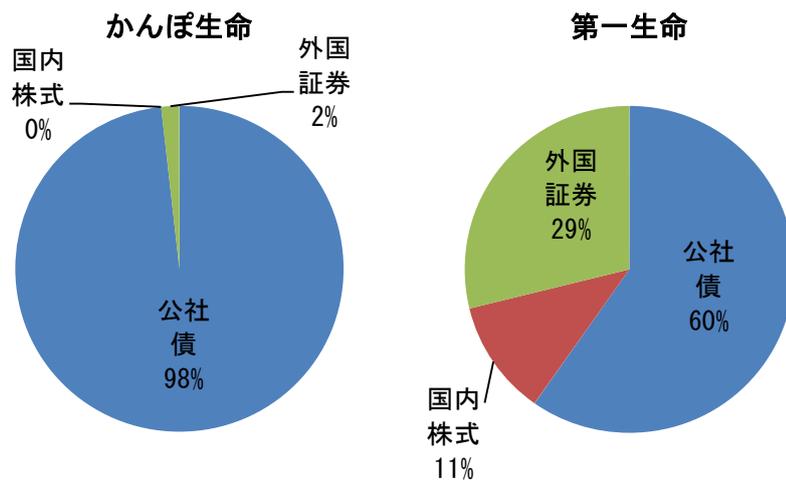
十分な支払余力

図表 2-14 より、かんぽ生命のソルベンシー・マージン比率は行政指導の対象となる 200%を大きく上回っており、第一生命と比較しても約 2 倍と、突発的なリスクに対して、かんぽ生命は高い安全性を誇るといえる。しかし、この高い安全性は決して手放しに喜べるものではない。この点を資産運用の観点から考察する。

次に両社の資産運用の状況を比較する。2013年度は総資産を100%としたときのかんぽ生命・第一生命の有価証券の割合はともに約80%である。しかし、その有価証券の内訳は大きく異なる。図表2-15から分かるように、第一生命の有価証券における公社債の割合が約60%であるのに対し、かんぽ生命の公社債の割合は約98%もある。公社債は外国証券や国内株式に比べ収益性は低いが、低リスクである。資産運用の大半を公社債で行っているかんぽ生命は、第一生命と比較して資産運用の点からも安全性が高いといえる。

しかしこの事実は、かんぽ生命がリスクテイクを行わない収益性の低い企業であるとも解釈できる。実際に、資産運用収益を経常収益で割った値を算出してみると、その差異（かんぽ生命：約13.7% 第一生命：26.49%）は非常に大きいことが分かる。このような収益性の低さは、上場時の企業価値にネガティブな影響を与えることは明らかであろう。

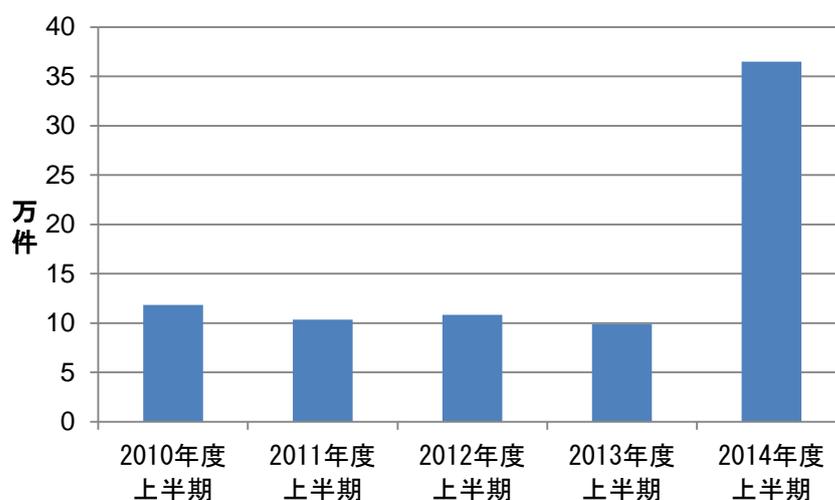
図表2-15 保有有価証券の内訳



3.3 かんぽ生命の新たな取り組み

かんぽ生命は2014年4月から新商品として、学資保険「はじめのかんぽ」を販売している。この売れ行きは大変好調である。この2014年末時点で最新の決算となる2014年中間期の学資保険の新契約数をみると、「はじめのかんぽ」の投入前後で前年度中間期の約4倍となっている。

図表2-16 学資保険新契約数の推移



ノウハウの習得として
のがん保険販売

かんぽ生命は、2年以内を目標としてアフラックのがん保険の販売を、現在の1000局から徐々に2万局に増やすことを発表した。このアフラックがん保険の販売拡大は、郵便局がアフラックの代理店化しているようだと批判もあるが、販売手数料からの収入増加も見込める。また、この販売拡大の最大のメリットとして、上場後の自社開発がん保険の販売に備え、現場におけるがん保険販売のノウハウの蓄積があげられる。この点は日本郵政の西室泰三氏も認めており、これらの新しい業務への積極的な関与は上場後の新規事業開拓へのよい布石となるだろう。今後かんぽ生命にどのような影響を与えるのかに注目したい。

かんぽ生命の新規事業開拓は、TPPの影響を否応なく受ける。2013年4月、麻生太郎財務・金融相は、日本郵政グループのかんぽ生命のがん保険参入など新たな医療保険の認可について「適正な競争関係が確立されているかや業務の適切な遂行体制が確保されたと判断されるまで、少なくともその認可を行う考えはない²⁴」と述べた。

この背後には、TPP交渉の主要論点として、保険業界があげられているという事情がある可能性がある。アメリカは、世界最大の保険会社でありながら生保の影響もいまだ強いかんぽ生命の動きを懸念しているともいわれ、これまでの日本生命との提携関係からアフラックとのがん保険提携へと舵を切ったことを含め、今後のTPP交渉の行方やアメリカ保険業界の動きを注視する必要があるだろう。

²⁴ <http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPTYE93B00V20130412>

4. 日本郵便の経営分析

日本郵便の企業分析を行うに当たり、セイノーホールディングス、ヤマトホールディングス、SGホールディングス3社を比較企業とした。本節では、日本郵便（旧郵便局株式会社・旧郵便事業株式会社）の統合前後の数値の変化とそれらの位置づけをこれら3社と比較し分析する。

4.1 収益性分析

図表2-17 収益性指標①（ROA 関連）

ROA（％）					
年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	1.60	2.18	1.43	5.59	7.05
2010	1.53	-5.55	2.62	5.48	7.21
2011	1.07	-1.21	2.90	5.30	7.32
2012		1.48	2.92	5.54	7.04
2013		0.98	3.89	7.69	6.17

売上高事業利益率（％）					
年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	4.13	2.36	1.46	3.43	5.16
2010	3.94	-5.81	2.58	3.41	5.25
2011	2.77	-1.27	2.88	3.38	5.33
2012		2.59	2.92	3.59	5.21
2013		1.69	3.89	5.23	4.64

総資本回転率（回転）					
年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	0.39	0.92	1.00	1.63	1.37
2010	0.39	0.96	1.02	1.61	1.38
2011	0.39	0.95	1.01	1.57	1.37
2012		0.57	1.01	1.55	1.35
2013		0.58	1.00	1.50	1.33

低いROA
資産の効率的利用が
課題

図表2-17より、ROAは同業他社と比べ低い水準となっている。ROAは企業の資産をどれだけ効率的に利用して利益を上げているかを表すものであり、日本郵便の現状は資産の効率的利用に大きな問題を抱えているといえる。

また、ROAは売上高事業利益率と総資本回転率の積に分解できるがともに比較企業に比べ低い。とりわけ、総資本回転率は他社の半分以下の水準であり、利益だけでなく収益面から見ても資産が過大であるといえる。

しかし、あとで述べるように、これには日本郵政グループにおける日本郵便の位置づけ、およびユニバーサル・サービス義務が大きく作用している可能性がある。

ROEは他社並みである
が、高い財務レバレッ
ジに支えられている

図表2-18より、ROEは同業他社と比べ遜色ない水準にあることがわかる。ROEは株主資本の効率的使用を表す指標であり、株価形成においても重要な意味を持っている。

ROEは売上高純利益率、総資本回転率、財務レバレッジの積に分解できる。ROAの分解時と同様、利益率（売上高純利益率）および総資本回転率は他社に比べかなり低い水準となっている。この中で他社と同水準のROEをあげられている要因は、高い水準の財務レバレッジ（≡負債比率）にある。財務レバレッジの高さは、安定した収益をあげられている間はROEの引き上げ要因となるが、収益が安定しない場合にはROEの変動を大きくする作用を持つ。また、負債が資本に比べ高いという財務構造は問題を抱えている可能性もある。この点については安全性の議論の中で再度検討する。

図表 2-18 収益性指標② (ROE 関連)

ROE (%)

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	12.35	-20.92	3.22	5.55	6.29
2010	10.59	-18.50	2.81	7.04	6.44
2011	6.26	-2.42	4.04	2.87	3.84
2012		11.06	3.76	9.90	6.58
2013		5.87	4.59	6.39	6.31

売上高純利益率 (%)

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	2.61	-2.62	1.95	1.16	2.69
2010	2.44	-1.99	1.70	1.59	2.69
2011	1.56	-0.26	2.49	0.69	1.57
2012		2.18	2.35	2.69	2.74
2013		1.19	2.85	1.99	2.53

総資本回転率 (回転)

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	0.39	0.92	1.00	1.63	1.37
2010	0.39	0.96	1.02	1.61	1.38
2011	0.39	0.95	1.01	1.57	1.37
2012		0.57	1.01	1.55	1.35
2013		0.58	1.00	1.50	1.33

財務レバレッジ (倍)

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	12.18	8.65	1.65	3.03	1.71
2010	11.22	9.73	1.62	2.74	1.74
2011	10.38	9.90	1.61	2.68	1.79
2012		8.85	1.58	2.36	1.78
2013		8.56	1.61	2.15	1.87

低い有形固定資産回転率は窓口としての役割とユニバーサル・サービス義務が原因の可能性

以上のように、資産の効率的な利用に問題があるという点を指摘したが、この要因の1つは、日本郵政グループにおける日本郵便がおかれている位置づけの問題である。日本郵便、特に旧郵便局会社には、ゆうちょ銀行、かんぽ生命における顧客の窓口としての役割を担っている。これによって、日本郵便の収益、利益に対しては過剰ともいえる資産を持たざるを得ない状況である可能性がある。

また、もう1つの要因としてユニバーサル・サービス義務の影響も考えられる。日本郵便には、郵便事業のみならず、金融サービス、保険サービスに関するユニバーサル・サービス義務（いわゆる「あまねく規定」）が課されている。このようなユニバーサル・サービス提供のためには、全国津々浦々に郵便局を構えることを義務付けられることで過大な資産を持たざるを得ない可能性がある。

これらの可能性を裏付けるものとして、図表2-19で表した有形固定資産回転率がある。この指標が他社に比べ、低い水準となっていることから、やはり建物等の有形固定資産が過大であることが見て取れる。

これが前述した要因によるものであれば、資産の効率的利用という意味における収益性の改善は難しいといえるだろう。

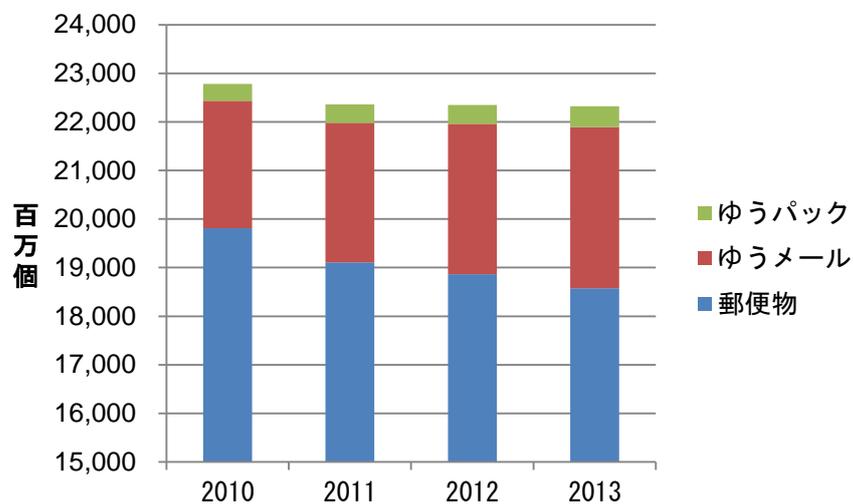
図表2-19 有形固定資産回転率（回転）

有形固定資産回転率（回転）					
年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	1.24	1.36	1.87	4.03	3.36
2010	1.23	1.37	1.81	3.87	3.42
2011	1.16	1.40	1.83	3.47	3.39
2012		1.21	1.90	3.45	3.38
2013		1.24	2.01	3.73	3.44

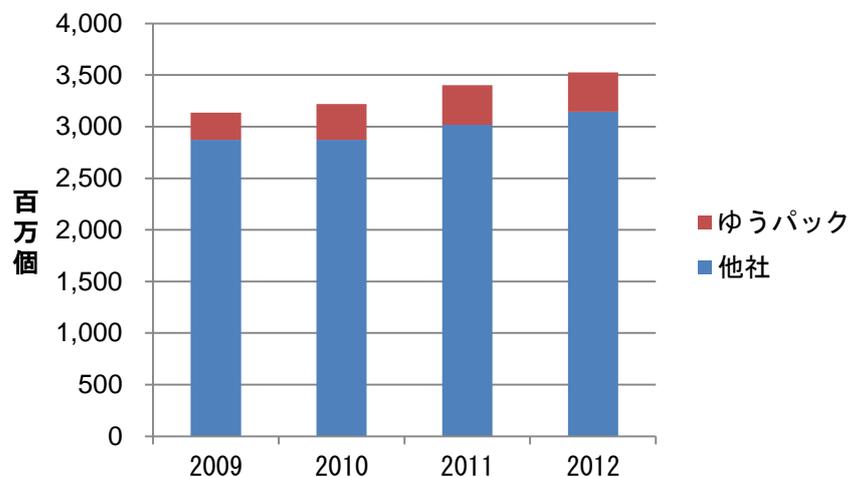
では続いて事業セグメントごとの分析を行う。

まず、郵便事業セグメントについての分析を行う。図表2-20は、郵便物等引受け数の状況を示したものである。これより、総引受郵便物等の推移は減少傾向となっており、厳しい事業環境といえる。しかしその中で特にゆうメールの引受数については増加傾向にあり、また宅配便業界全体としてもインターネットによる商品購入の増加などの追い風もあり、取扱数は増加傾向（図表2-21参照）にあり、今後の収益改善の鍵となる可能性を秘めている。しかしながら、ゆうパックのシェアはやや伸び悩んでおり、この点が課題となるだろう²⁵。

図表2-20 引受郵便物等の推移



図表2-21 宅配便取扱数の推移



²⁵ クロネコメール便の廃止については第1章2.3節参照。

郵便局窓口業務における収益の見通しは取扱商品に依存

続いて郵便局セグメントについての分析を行う。郵便局セグメントにおける収益の柱は代理業務の手数料である。銀行代理業務では、貯金の取り扱い状況・国債の販売状況ともに伸び悩んでいるが、投資信託の販売についてはここ2年で販売金額ベースで約50%の伸びを見せている。今後、ゆうちょ銀行による新商品の開発等があれば、投資信託の販売は今後伸びる可能性のある事業となる。

また、生命保険代理業務では、かんぽ生命による商品開発はもちろんのこと、かんぽ生命以外の保険の取り扱いも進められており、今後収益をあげることができる領域かもしれない²⁶。

いずれにせよ、窓口業務の業績は他社の動向に依存している面が大きいと言える。

収益の萌芽としての不動産事業

近年新たな収益源として取り組んでいる「不動産事業」は、収益全体の1%程度にすぎず(その他の営業収益329億円、営業収益は2兆7740億円)、今後、収益の新たな柱となることができるかどうかについては不透明である。収益性を持続的に向上させてゆくために、立地条件の良い各地の中央郵便局の活用や全国に張り巡らされた郵便ネットワークの利用など、独自の特徴をいかに統合メリットと融合させて顧客に魅力あるサービスにつなげるかが、重要な課題の1つとなってくるであろう。

その他、カタログ販売等の事業も行われているが、収益額、利益額に占める割合もごく小さいものであり、新たな収益の柱にまで成長する見込みは立たないのが現状であろう。

²⁶ 詳しくは第1章2.3節参照。

4.2 生産性分析

生産性に関する指標は、人件費の開示方法が異なるため、同業他社3社との数値の比較は難しい。以下の表では収益性と同じ3社の数値を併記する²⁷が、参考程度の意味しか持たないということにご留意いただきたい。

図表2-22 生産性指標

付加価値額（百万円）

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	1,000,613	1,107,895	34,248	—	76,900
2010	986,121	1,074,331	34,587	—	80,312
2011	949,501	1,111,434	39,546	—	64,718
2012		2,095,850	38,291	—	87,240
2013		2,083,613	44,753	—	88,867

労働生産性（百万円/人）

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	8.99	11.77	1.29	—	0.46
2010	8.90	10.64	1.31	—	0.47
2011	8.71	11.27	1.51	—	0.37
2012		10.45	1.47	—	0.49
2013		10.70	1.71	—	0.46

労働装備率（百万円/人）

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	9.10	13.95	10.33	—	2.12
2010	9.24	12.73	10.50	—	2.15
2011	9.69	12.61	10.47	—	2.12
2012		11.29	10.37	—	2.16
2013		11.42	10.35	6.03	2.16

労働分配率（倍）

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	0.94	1.02	0.13	—	0.19
2010	0.95	1.08	0.13	—	0.21
2011	0.96	1.01	0.14	—	0.29
2012		0.96	0.14	—	0.23
2013		0.98	0.17	—	0.24

²⁷ SGHDは従業員数の開示がないため、一部指標が計算不可能である。

2兆円を超える付加価値を生み出巨大企業日本郵便

日本郵便の1つ目の特徴として、付加価値の高さがあげられる。しかしながら、他社と比べて3倍以上にも及ぶ差異は、売上原価に含まれる人件費を他社が開示していないことによるものであり、この差異をそのまま受け取ることはできない。

とはいえ、日本郵便は付加価値額が2兆円を超える巨大企業であることは確かであり、社会的価値があるとともに社会的責任のある企業であるといえる。

大きな労働装備率も、ユニバーサル・サービスの副作用か

2つ目の特徴は、労働装備率の高さである。収益性分析の有形固定資産回転率の分析で述べたとおり、日本郵便では有形固定資産が過大になっていると考えられる。よって、この労働装備率の高さも有形固定資産が過大であることに起因している可能性が高い。さらに、全国規模で郵便のみならず、貯金や保険の窓口としてのユニバーサル・サービスを提供するためには、かなりの有形固定資産は必要となるとも考えることができ、この数値の高さは不可避なものである可能性もある。

高い労働分配率による利益変動リスクの高まり

先述の通り、他社との比較は不可能であるが、労働分配率の高さは特筆すべき点である。付加価値のうち95%以上を人件費が占めている。労働集約的な産業であろうことから、大きな値となることには不思議はないが、人件費が固定費化しているならば（従業員数が硬直的であるならば）事業環境の変化によって利益の変動が大きくなる原因ともなる。

4.3 安全性分析

日本郵便の安全性・リスクの分析を、流動比率、当座比率、自己資本比率固定比率、長期固定適合率を用いて行う。図表2-23 および図表2-24がそれらの結果である。

図表2-23 短期的な安全性指標

流動比率（倍）

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	1.22	0.86	1.72	1.57	1.60
2010	1.23	0.81	1.71	1.65	1.70
2011	1.23	0.85	1.72	1.47	1.65
2012		1.16	1.84	1.55	1.62
2013		1.17	1.97	1.55	1.52

当座比率（倍）

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	1.20	0.85	1.51	1.40	1.40
2010	1.16	0.73	1.54	1.46	1.49
2011	1.22	0.66	1.54	1.35	1.43
2012		1.14	1.68	1.25	1.39
2013		1.15	1.82	1.11	1.29

短期的な安全性は問題
ない

短期的な債務返済能力を示す流動比率および当座比率は基準値である1を上回っており、短期的な安全性に問題はないと言える。

しかし、日本郵便は2.5兆円近い現金を保有している。これは高い安全性をもたらしていると同時に、資金運用の非効率性をも表している。現金の多さの1つの原因として、郵便局資金預り金の存在があげられる。これは、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の代理業務を行うのに必要な資金の前受けであり、その額は1.1兆円にのぼる点があげられる。しかしながら、この額を控除しても、高い手元流動性を示しており、やはり資金運用の非効率性が見て取れる。

図表 2-24 長期的な安全性指標

自己資本比率（倍）

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	0.08	0.12	0.61	0.23	0.58
2010	0.09	0.10	0.62	0.25	0.57
2011	0.10	0.10	0.62	0.25	0.56
2012		0.11	0.63	0.30	0.56
2013		0.12	0.62	0.32	0.53

固定比率（倍）

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	3.94	6.11	1.08	2.56	0.85
2010	3.69	7.13	1.07	2.35	0.87
2011	3.68	7.04	1.01	2.48	0.88
2012		4.41	0.97	1.86	0.87
2013		4.20	0.95	1.58	0.92

長期固定適合率（倍）

年度	郵便局	郵便事業	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2009	0.73	1.07	0.82	0.79	0.72
2010	0.72	1.10	0.82	0.78	0.71
2011	0.74	1.08	0.80	0.84	0.71
2012		0.88	0.78	0.78	0.71
2013		0.87	0.75	0.74	0.74

低い自己資本、固定比率も長期的な安全性に問題はない

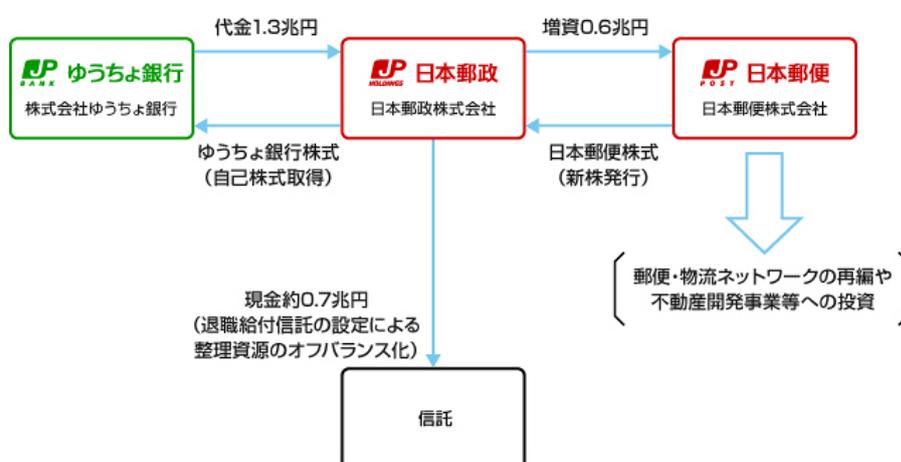
長期的な債務返済能力を示す自己資本比率及び固定比率であるが、良好な値とは言えない。特に、固定比率については、一般的な基準値として1以下であることが求められており、この基準を大きく上回ってしまっている。

しかし、固定長期適合率が1を下回っている点や、日本郵便は有利子負債を一切持たず、負債のほとんどが経過勘定や前述した預り金、または退職給付関係の引当金が占めているという点から見ても、安全性にそれほど大きな問題を抱えているとは考えにくい。

4.4 増資の影響

2014年9月30日に、日本郵政グループ内の資本の再構成が行われた（図表2-25）。これによって、日本郵便は6000億円の増資を受けることとなった。この増資がどのような影響を及ぼすと考えられるのかについて簡単に考察する。

図表2-25 日本郵政グループにおける資本の再構成（再掲）



6000億円の増資は、

- ① 中期経営計画に基づく、郵便・物流ネットワーク再編、不動産開発事業の展開などに約3500億円
- ② 中期経営計画より先に行われる投資や、さらなる事業展開に向けた戦略的投資へ約2500億円

の、大きく2つの投資に充てられるとされている。

増資による安全性の向上

これに基づいて、3500億円が固定資産に、残りの2500億円が今後の投資の原資として現金として保有すると仮定すると、図表2-26のような財務指標の変動が考えられる。

自己資本比率は約2倍、固定比率は約1/2倍となり、安全性が上昇する。また、固定長期適合率もさらなる良化を想定できる。

図表 2-26 資本の再構成による財務指標の変化

指標	増資前	⇒	増資後
自己資本比率	0.12倍	⇒	0.21倍
固定比率	4.20倍	⇒	2.33倍
固定長期適合率	0.87倍	⇒	0.80倍
財務レバレッジ	8.56倍	⇒	4.65倍
ROE	5.87%	⇒	2.83%

財務レバレッジの低下
にともなう ROE の低下

しかし、この増資には副作用もあり、自己資本比率の上昇は裏を返せば財務レバレッジの低下を意味する。収益性分析でも述べたように、日本郵便の他社並みの ROE は、財務レバレッジの高さが支えており、総資産に対する利益率（≒ROA）が変わらないとすれば、この財務レバレッジの低下によって、ROE は半減することになる。また、この財務レバレッジのもとで他社並みの ROE を達成するためには、総資産純利益率を現状に比べ約 2 倍に増加させることが必要となる。ROE は株式評価において重要な指標となるだけに、早急に収益性を上昇させる手立てを講じる必要があるだろう。

4.5 統合効果分析

2012年10月1日をもって、旧郵便局株式会社と旧郵便事業株式会社が統合し、日本郵便株式会社が発足した。この統合にはどのような効果が期待され、そしてどのような効果が表れたのか。統合前後の財務指標を比較することによって、その統合効果を分析する。

短期的に想定される統合効果は費用削減効果

統合にあたり、日本郵便が想定した統合効果²⁸には以下の3つがあげられる。

1. 改正郵政民営化法を受けて、郵便・貯金・保険を郵便局で一体的に提供する体制の実現
2. 本社・支社・郵便局全体を通して、損益ベースで経営管理する仕組みを導入し、PDCAサイクルによる継続した経営改善を行える体制の実現
3. 会社統合による人的リソースの創出
⇒ 創出されたリソースは、①フロントラインの拡充、②新規事業部門への投入、③効率化、に活用

このうち、収益性向上に関するものは3.の②のみであり、少なくとも短期的には費用削減の効果が想定されていると考えられる。

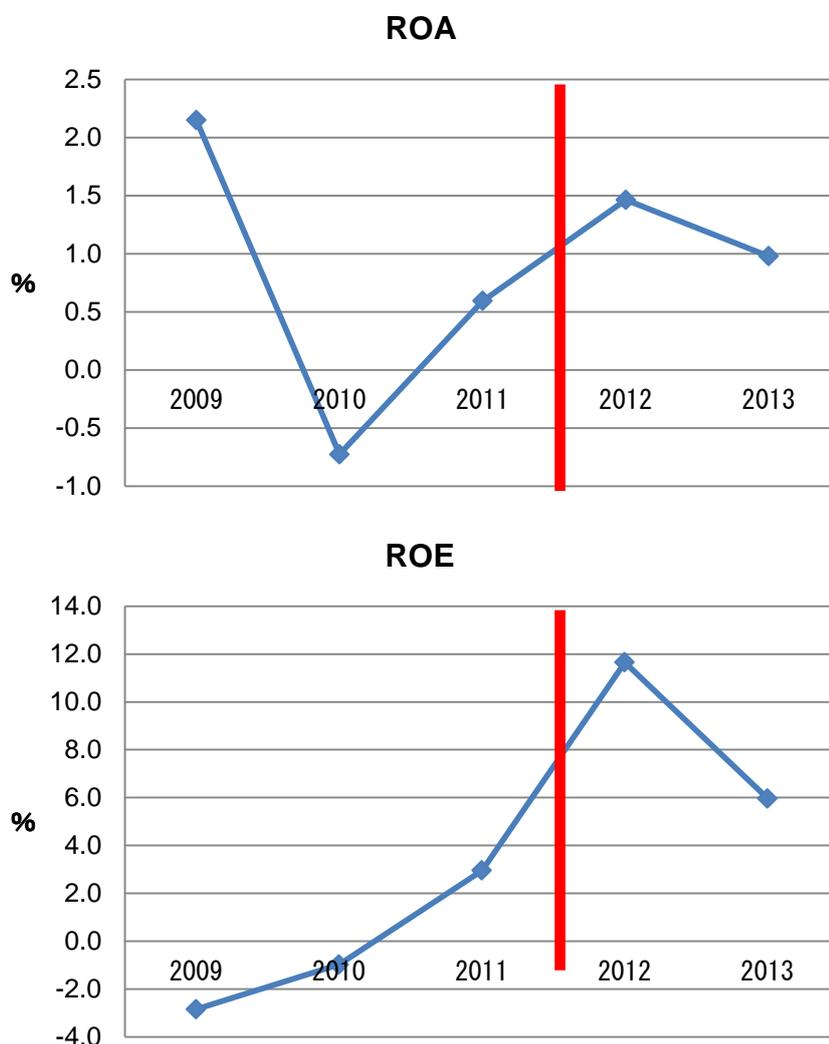
²⁸ 第96回郵政民営化委員会配布資料（資料96-1）より

統合前後で収益性の変化は見られない

図表 2-27 は ROA、ROE の経年変化をグラフにしたものである。このグラフからは、ROA に関しては明らかな上昇は見られない一方、ROE に関しては統合前に比べ統合後が高い水準にあるように見える。

しかし、これは産業全体の業績が影響している可能性もあるため、これらの影響を除いた²⁹経年変化を検証する必要がある。その結果が図表 2-28 である。この結果からは、ROA、ROE 共に統合前後で大きな変化があるとはいえないだろう。

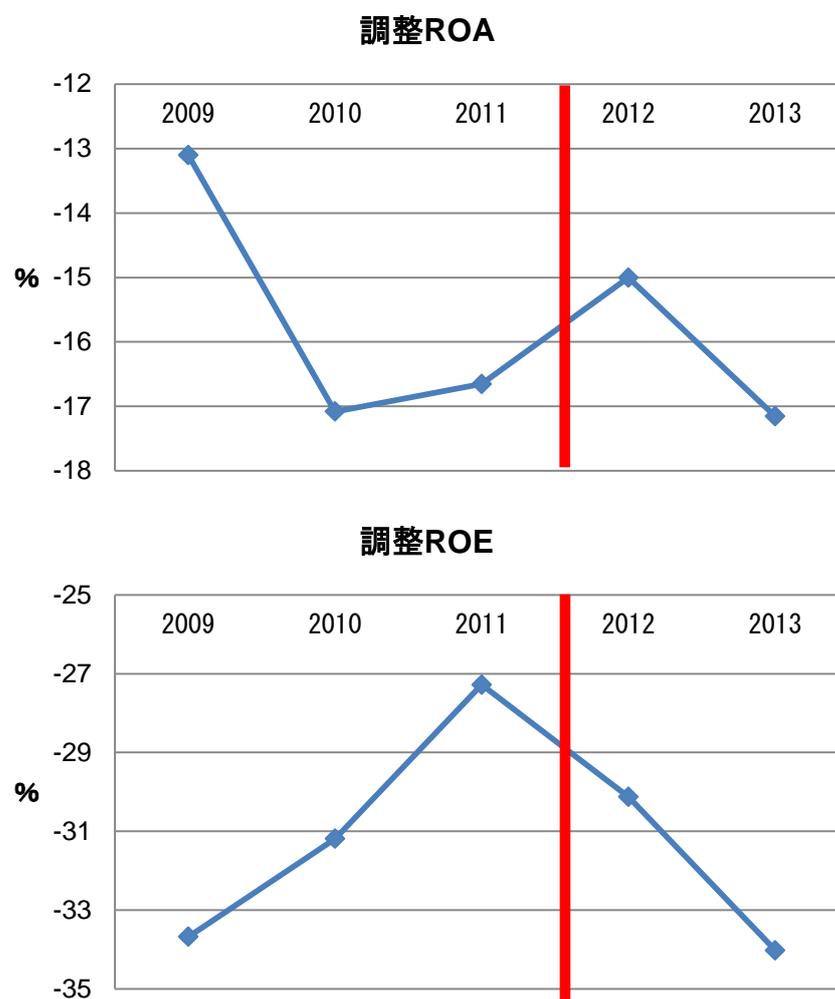
図表 2-27 統合前後の ROA、ROE



²⁹調整の方法は、比較対象企業の ROA の加重平均を用いて、次の式によって行った。

$$\text{調整 ROA} = \text{日本郵便 ROA} - \text{産業平均 ROA} \times \frac{\sqrt{\text{日本郵政 ROA の分散}}}{\sqrt{\text{産業平均 ROA の分散}}}$$

図表 2-28 統合前後の産業調整済 ROA、ROE



従業員1人当たりの生産性は上昇しているが、同時に人件費も上昇

日本郵便は、統合の効果として、管理部門の効率化や人的資源の効率的な利用をあげている。そこで、従業員1人あたりの生産性について分析を行った。図表2-29は従業員1人当たりの付加価値額を表す労働生産性と従業員1人当たりの人件費をグラフにしたものである。

労働生産性は、統合と前後して上昇していることがみてとれる。しかしながら、人件費もそれに合わせて上昇しており、これがROAやROEなど、利益数値と関連する収益指標が上昇していない1つの要因である。人件費の上昇を上回る生産性の上昇を達成しなければ収益性の上昇は見込めないのである。

図表2-29 従業員一人あたりの指標



人件費の削減は見られず、統合計画は道半ば

また、営業利益の内訳（図表2-30）からみても、2012年から2014年にかけて、営業収益が減少しているにもかかわらず、現場の人件費（営業原価に含まれる人件費）と管理人件費（販売費及び一般管理費に含まれる人件費）は共に増加している。この点からも、管理職全体で200億円の削減を見込んでいる日本郵便の統合計画は道半ばであるといえるだろう。

その一方で、業務委託費や施設使用料といった経費については効率化が進んでおり、統合の効果がこういった点であらわれている可能性は否定できない。

図表2-30 営業利益の内訳

年度	2012年	⇒	2014年	変化率
営業収益	2,790,036	⇒	2,773,958	△0.58%
営業費用				
現場人件費	1,945,199	⇒	1,952,458	+0.37%
管理人件費	88,363	⇒	88,874	+0.58%
業務委託費	230,765	⇒	212,315	△22.70%
減価償却費	106,179	⇒	91,363	△2.17%
施設使用費	73,689	⇒	64,861	△11.98%
支払手数料	36,082	⇒	27,892	△8.00%
その他	275,347	⇒	247,903	+5.03%
営業利益	21,905	⇒	46,999	+57.42%

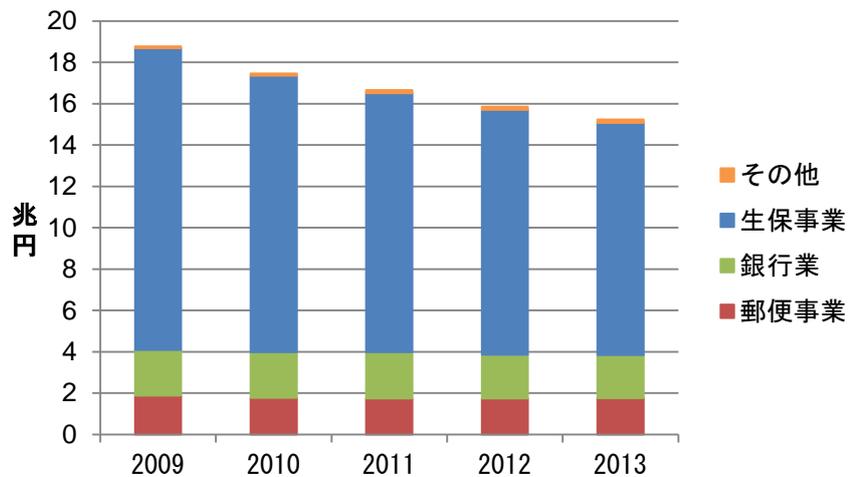
5. 日本郵政グループの経営分析

以上のように、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便の日本郵政グループ各社の分析を行ってきたが、ここでは第2章のまとめとして、日本郵政グループ全体の経営を分析する。

日本郵政グループは郵便事業を中心とした陸運業、ゆうちょ銀行を中心とした金融業、およびかんぽ生命を中心とした生命保険業を営む、総資産額では日本ではトヨタ自動車に次ぐ規模の企業であり、比較対象企業を選定することは難しい。よって、グループ内のバランスを含む、時系列比較を中心とした分析を行う。

5.1 収益性分析

図表 2-31 収益の推移

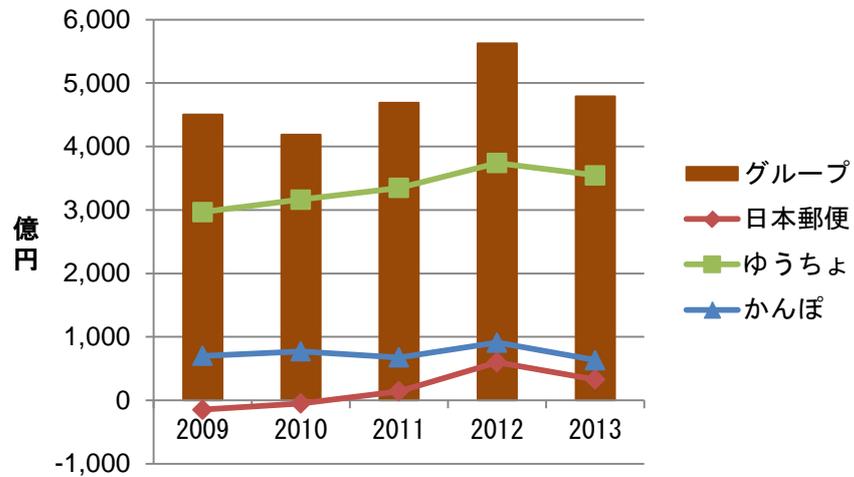


図表 2-31 から見て取れるように、日本郵政グループ全体の収益に対してかんぽ生命、ゆうちょ銀行が占める割合は大きく、2013 年度においてはそれぞれ約 74%、約 14%となっている。実に 90% 近くの収益をこの 2 社で上げていることになる。

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一方で、金融 2 社に依存している現状が顕著にみとれる。

グループの 9 割近くを占める金融 2 社の収益

図表 2-32 純利益の推移



純利益においても金融2社が9割近くを占める

図表 2-32 は日本郵政グループの純利益額の推移と、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便の純利益額の推移を表したものである。ここからも、ゆうちょ銀行、かんぽ生命のグループ内における重要性がみてとれる。ゆうちょ銀行は 2013 年度においてはグループ全体の約 74%の純利益をあげており、かんぽ生命の約 13%と合わせるとここでもグループ全体の 90%近くの純利益を金融2社があげているということになる。

日本郵便の脆弱な収益性の3つの原因

- ① 郵便物の減少
- ② グループ内の固定資産のバランス
- ③ ユニバーサル・サービス義務

以上のことから、金融2社の株式100%処分によって、日本郵政の収益の根幹が失われることが容易に想定でき、残された日本郵便のみでの収益性は脆弱であるといえるだろう（第2章4節参照）。この原因としては、大きく3つが考えられる。

1点目は、郵便物数の減少である。前述の通り、郵便物等引受け数は減少傾向にある。また、われわれ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が参入しており、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。

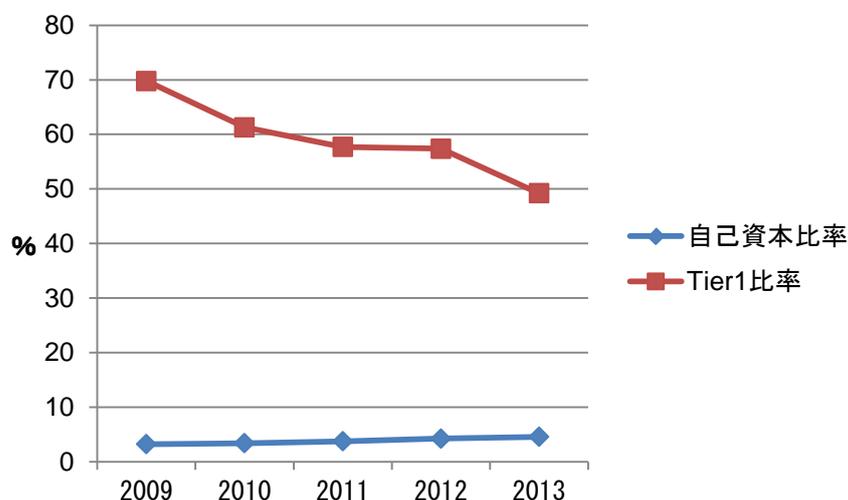
2点目として、固定資産のグループ内バランスの影響がある。日本郵便の郵便局セグメント（以下「郵便局」）の、主な収益源は、ゆうちょ銀行、かんぽ生命からの代理業務手数料であり、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の窓口として顧客に対するサービスを提供することによって収益を得ている。そのため、本来ゆうちょ銀行、かんぽ生命が持っているであろう有形固定資産が郵便局の所有となっているという一面もある。よって、それらの減価償却は郵便局の費用となっており、これと代理業務手数料が釣り合ったものとなっているのかどうかという疑問も生まれる。もしこのバランスがゆうちょ銀行、かんぽ生命に有利になるようなものであるならばゆうちょ銀行、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。逆に郵便局に有利になっているのであればそれはグループ内での一種の内部補助となっており（第4章参照）、上場後も現状を継続することは市場からの圧力で難しくなることが考えられる。

3点目としては郵便事業に課されたユニバーサル・サービス義務が挙げられる。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。この点については第4章で再度検討する。

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。

5.2 安全性分析

図表 2-33 自己資本比率の推移



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、4.6%と低い。これにはいくつかの要因が考えられる。

まず第1の要因としてリスクとのバランスが考えられる。グループの資産のうち約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Tier1比率が安定的に大きくなるのが第一の要因であろう。事実、Tier1比率は約50%と高い比率となっている。

第2の要因としては、大きな会計上の負債の存在が考えられる。グループの資産のうち約3分の1を占めるかんぽ生命では、責任準備金がか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。しかし、かんぽ生命は有利子負債が存在せず、安全性の観点では問題がないといえる。

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。

5.3 日本郵政グループの課題

適切なリスク管理の
最大の障害となるの
は投資のノウハウ

以上の分析で指摘されたように、今後日本郵政グループ各社が上場を経て市場競争の中で生き残るためには、適切なリスク管理の下、収益性を追求していく必要がある。しかし、現状では、両社がリスクを伴う投資を行っていく場合には2つのハードルが存在する。1つは規制である。適切なリスクを取るために新規事業への進出を画策した場合、現状では認可が必要となる。上場に向けて企業価値の最大化を目指すならば、この規制によって妨げられる可能性がある。

もう1つは投資判断を行っていくノウハウである。現在の国債偏重の投資をおこなっている状態では、リスクを伴う投資を行うための適切な判断が行えるかどうかについて疑問である。このハードルをクリア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あるいは提携が現実的であろう。

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章

<企業価値評価>

日本郵政の企業価値推定

株式上場を控えた日本郵政グループの動き

〔要旨〕

1. 企業価値推定の方法
2. ゆうちょ銀行の推定企業価値
 - ◆ ゆうちょ銀行の推定企業価値は、現状であれば3兆～6兆円であり、株主資本簿価を下回ることが予想される。
 - ◆ 分析上は配当性向を高めるほど推定企業価値が上昇し、上場後に配当への圧力が高まることが予想される。
3. かんぽ生命の推定企業価値
 - ◆ かんぽ生命の推定企業価値は、現状であれば6000億～2兆円であり、株主資本簿価を下回ることが予想される。
 - ◆ 分析上は同業他社水準まで利益率を高めることで、株主資本簿価を上回ることが可能。
4. 日本郵便の推定企業価値
 - ◆ 日本郵便の推定企業価値は、現状であれば1000億～7000億円であり、株主資本簿価を下回ることが予想される。
 - ◆ 分析上は同業他社水準まで利益率を高めることで、株主資本簿価を上回ることが可能。
 - ◆ 資本の再構成によって、企業価値の減少が予想され、早急な収益性向上策が求められる。
5. まとめ
 - ◆ 株価予測は将来予測をベースとしており、現状において規制の影響で実施できない施策であっても、将来的な実行可能性を示すことが企業価値の向上につながる。

1. 企業価値推定の方法

1.1 企業価値推定の手法

株式評価の3つのアプローチ

- ① コスト・アプローチ
- ② マーケット・アプローチ
- ③ インカム・アプローチ

株式評価は、一般に大きく次の3つの方法に大別される³⁰。

① コスト・アプローチ

株式は、取得に要した付随費用も含めて、過去の取得時の支出額で評価する。

② マーケット・アプローチ

現在の株式市場で成立している実際株価こそが、その株式の価値であると考えられる。

③ インカム・アプローチ

保有株式が生み出す将来の一連の配当額を基礎とし、これを市場で投資者たちが報酬として要求する資本コストを割引率として適用することによって算定した現在価値が、株式の評価額であると考えられる。

3つの方法のうち、①、②は評価対象の株式が市場に流通していることが前提となっており、日本郵政グループ各社のような非上場企業には適用が難しい。そこで、本報告では③のインカム・アプローチを主分析に採用し、頑健性のチェックとして株価乗数を用いた②のマーケット・アプローチを用いる。

また、インカム・アプローチには配当割引モデルや割引キャッシュフローモデル、残余利益モデルなどがあるが、過去の研究の蓄積³¹から、より予測精度が高いと考えられる残余利益モデルを採用した。

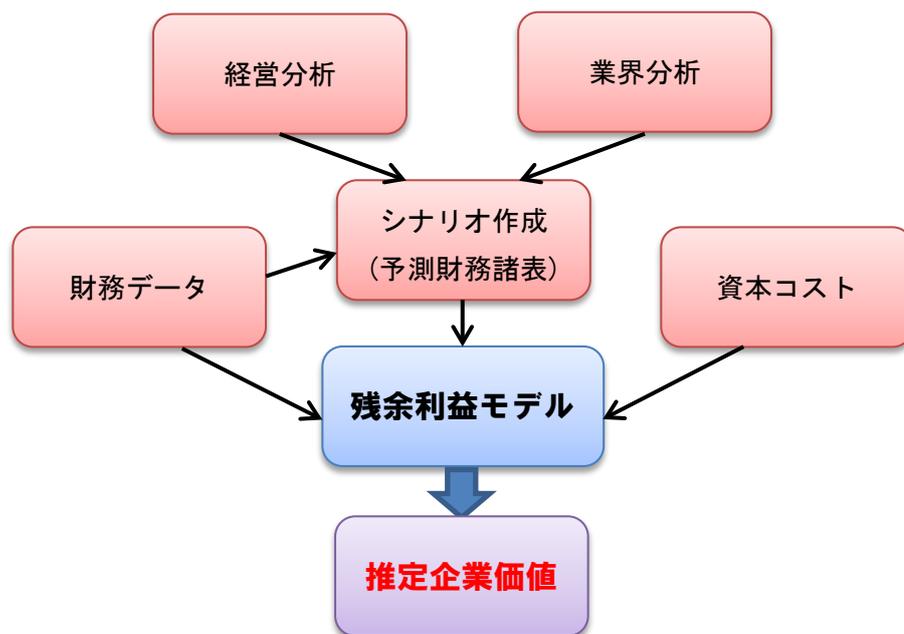
³⁰ 桜井久勝(2008)「残余利益モデルによる株式評価—非上場株式への適用をめぐる—」『税大論叢 40周年記念論文集』pp. 171-200。

³¹ 藤井秀樹、山本利章「会計情報とキャッシュフロー情報の株価説明力に関する比較研究—Ohlsonモデルの適用と改善の試み」『会計』156巻2号、pp. 170-185 をはじめとして多くの研究があり、残余利益の推定精度の高さを支持している。

1.2 残余利益モデルによる企業価値推定

残余利益モデルによる企業価値推定は図表3-1に表された手順で行う。この手順の中で特に重要な3点について説明する。

図表3-1 残余利益モデルの企業価値推定手順



(1) シナリオ（予測財務諸表）の作成

経営分析・業界分析からのシナリオ設定

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。したがって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、日本郵便の予測財務諸表を作成することからはじめる。

現在の財務データをもとに、第2章で行った各企業の経営分析や業界動向を加味した上で、将来業績のシナリオを作成することによってこの予測財務諸表を作成する。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

非上場企業に対する
資本コスト推定は難
しく、本報告書では4
～8%にて推定

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まるとされている³²。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うえで企業価値を推定することとする。

2012年の調査³³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³⁴、海外投資家は平均7%台³⁵となっていることから、本報告では4%～8%の間で変動させて企業価値を推定する。

(3) 残余利益モデルへのインプット

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

このモデルでは、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2項は予測可能期間における残余利益の現在価値、第3項は予測不能期間における終末価値を表している。

企業価値は、現在の株
主資本簿価に将来の
超過利益の流列の現
在価値を加えたもの

³² 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とも言われている。

³³ 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。

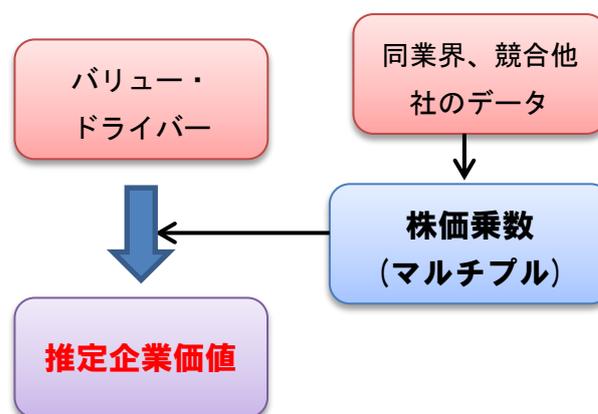
³⁴ 最小2%、最大9%、最頻値8%

³⁵ 最小3%、最大10%、最頻値8%

1.3 乗数法による企業価値推定

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、主に実務での企業価値評価に用いられている。

図表3-2 乗数法の企業価値推定手順



バリュース・ドライバーとして、純利益と株主資本を採用

本報告書では、2014年度に東証一部に上場しているメガバンク3行、第一地方銀行45行、保険業6社、及び運輸業3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、日本郵便の企業価値を推定する。

また、企業価値を乗数モデルによって推定する際、最も重要ともいえるのが、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、それから算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。本稿では伊藤(2007)³⁶で紹介されているPER(株価純利益倍率)、PBR(株価簿価倍率)、PSR(株価売上高倍率)、PCFR(株価キャッシュフロー倍率)のうち、変動の大きいPSR、PCFRを除く2種類(純利益・株主資本)を選択する。

³⁶ 伊藤邦雄(2007)『ゼミナール 企業価値評価』日本経済新聞出版社。

2. ゆうちょ銀行の推定企業価値

2.1 残余利益モデルによる推定企業価値

(1) ゆうちょ銀行の現状分析と銀行業界分析

まず、現在のゆうちょ銀行の経営を分析すると、図表3-3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となっている。

上昇基調の成長率、横ばいの利益率

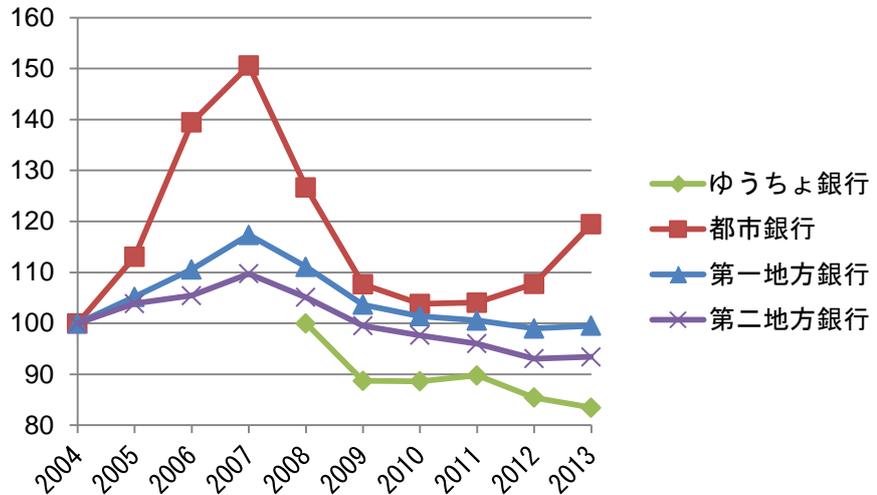
図表3-3 ゆうちょ銀行の経営状態

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%
2012	-4.86%	17.59%
2013	-2.33%	17.08%

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第一地方銀行及び第二地方銀行（以下両者をまとめて地方銀行とする）を中心に考察する。（なお、以下に示すデータには、参考までに都市銀行のデータも含めるものとする）

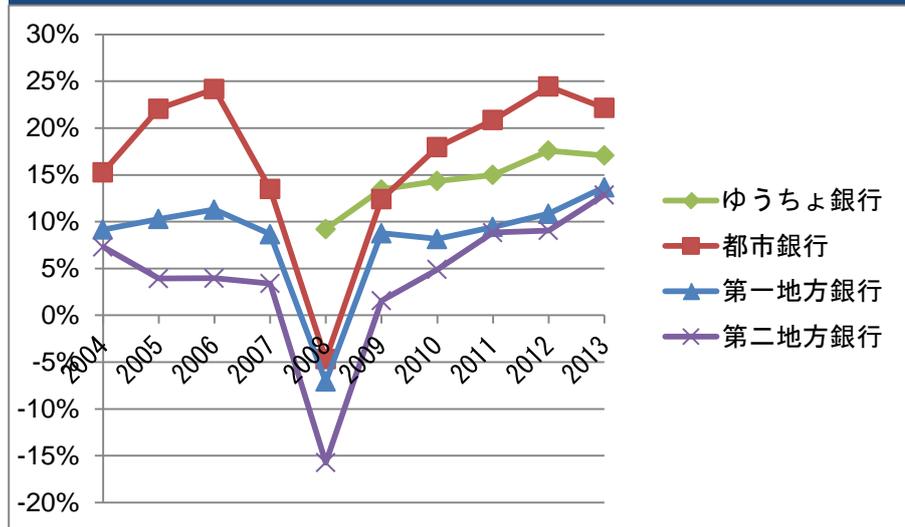
図表3-4は、ゆうちょ銀行・都市銀行・第一地方銀行・第二地方銀行の経常収益についての、ゆうちょ銀行は2008年度、その他は2004年度を100とした場合の各年度の推移である。これからも分かるように、ゆうちょ銀行の経常収益は民営化以後減少し続けている。また第一地方銀行は10年前と同水準、第二地方銀行は10年前から若干減少している。

図表 3-4 経常収益の推移



図表 3-5 は、ゆうちょ銀行と都市銀行・第一地方銀行・第二地方銀行の純利益率を比較したものである。ゆうちょ銀行の純利益率は、地方銀行に比べて高い水準になっている。しかし 2012 年度から 2013 年度にかけては、地方銀行の純利益率が上昇している一方で、ゆうちょ銀行の純利益率は少し減少している。

図表 3-5 利益率の推移



成長率0%、利益率10
~15%のシナリオ設
定

(2) シナリオ作成

2009年度~2013年度の経常収益成長率、純利益率の平均はそれぞれ-3.45%、15.49%である。また2013年度の地方銀行の平均純利益率が13.27%である。以上の分析から次のようなシナリオを考える。

① 経常収益成長率

現在、地方銀行の経常収益は、2004年度と比較してほぼ同水準である(図表3-4参照)。人口減少段階に移行したこともあり、我が国の経済成長は低水準が続くことが見込まれ、それゆえ銀行業の業界規模は、今後も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。

② 純利益率

ゆうちょ銀行は地方銀行と比べると高い利益率を誇っている。現状の利益率を維持する場合(15%)と、競合の中で地方銀行と同水準(10%)になる場合、またその中間の12.5%の場合を想定する。

【シナリオ】

シナリオ1：経常収益成長率は0%になり、純利益率は15%となる場合

シナリオ2：経常収益成長率は0%になり、純利益率は12.5%となる場合

シナリオ3：経常収益成長率は0%になり、純利益率は10%となる場合

(3) 推定企業価値

以上のシナリオのもと、配当性向を60%として、企業価値を資本コスト4%~8%で推定すると図表3-6のようになる。

2~5兆円の推定企業
価値

図表3-6 ゆうちょ銀行の推定企業価値(残余利益モデル)

資本コスト	シナリオ1	シナリオ2	シナリオ3
4%	5兆7777億円	4兆6796億円	3兆6738億円
5%	4兆3371億円	3兆5749億円	2兆8578億円
6%	3兆4819億円	2兆9034億円	2兆3506億円
7%	2兆9144億円	2兆4512億円	2兆0038億円
8%	2兆5097億円	2兆1252億円	1兆7512億円

利益率の低さより、配当への圧力が高まる可能性がある

ゆうちょ銀行は、収益性の低さからこれらのシナリオのもとでは資本コスト4%でも残余利益がマイナスの値をとる。つまり、時価が簿価（約9.5兆）を下回るのである。収益性の低さの主な原因は規模に対する経常収益の低さ、及び経常収益の増加を見込むことが難しいことの2点が挙げられる。すなわち、ゆうちょ銀行は内部留保を有効に活用できる投資先が見つからないのが現状である。

したがって、上場後の利益剰余金の使い道について、有望な投資先が見られない現状では再投資のために使うことよりも配当として分配することを、株主から要求される可能性がある。

では、こうした配当への圧力と企業価値はどのような関係があるのか。配当性向に幅を持たせた場合の企業価値について、以下示すことにする。

資本コストを5%とし、配当性向を40%、60%、80%と変化させたときのゆうちょ銀行の企業価値を図表3-7に示す。依然として企業価値が株主資本簿価を下回るものの、配当性向を20%高めることで、企業価値は約1兆円増加する。これらの分析より、上場を果たしたのち、配当性向を高める方向への資本市場からの強い圧力が予想される。

図表3-7 配当性向とゆうちょ銀行の推定企業価値

配当性向	シナリオ1	シナリオ2	シナリオ3
40%	3兆2425億円	2兆6219億円	2兆0582億円
60%	4兆3371億円	3兆5749億円	2兆8578億円
80%	5兆2567億円	4兆4057億円	3兆5791億円

2.2 エクイティ DCF 法による推定企業価値

エクイティ DCF 法による推定企業価値は 2 ~ 5 兆円

残余利益モデルとは異なる方法から企業価値評価を行うことで、これまでに求めた数値の頑健性を確かめる。ここでは残余利益モデルと同じインカム・アプローチに分類され、銀行業の価値評価に適しているとされるエクイティ DCF 法を採用する。

エクイティ DCF 法で用いる推定式は以下の通り³⁷である。

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCF_n/(r_e-g)}{(1+r_e)^n}$$

PV : 企業価値 (現在価値)

FCF_t : t 期の純資産簿価

r_e : 資本コスト

g : サステイナブル成長率

この推定式を用いて、残余利益モデルの推定の際と同じ各シナリオによって推定した企業価値は図表 3-8 のようになる。

図表 3-8 ゆうちょ銀行の推定企業価値 (エクイティ DCF 法)

資本コスト	シナリオ 1	シナリオ 2	シナリオ 3
4 %	5兆6666億円	4兆5922億円	3兆6077億円
5 %	4兆2433億円	3兆5001億円	2兆8005億円
6 %	3兆4005億円	2兆8379億円	2兆2999億円
7 %	2兆8426億円	2兆3930億円	1兆9586億円
8 %	2兆4458億円	2兆0732億円	1兆7106億円

この結果は、残余利益モデルによる推定値と大きく差はなく、残余利益モデルによる推定企業価値の頑健性の高さを示すものであるといえるだろう。

³⁷ 推定式の詳細は Appendix IV を参照のこと

2.3 乗数法を用いた推定企業価値

乗数法による推定企業価値は4～6兆円

さらに、頑健性のチェックとして、マーケット・アプローチに分類される乗数法によってゆうちょ銀行の企業価値を推定する。推定に用いたバリュエーション・ドライバーに対する株価倍率、及び推定企業価値は図表3-9の通りである。

図表3-9 ゆうちょ銀行の推定企業価値（乗数アプローチ）

指標	純利益 (メガバンク)	純利益 (第一地銀)	株主資本 (メガバンク)	株主資本 (第一地銀)
株価倍率	7.94	11.78	0.63	0.56
推定株価	2兆8162億円	4兆1788億円	7兆2054億円	6兆3929億円

ドライバーによって企業価値の推定値は少なからず異なっている。しかし、ゆうちょ銀行の業務内容や収益構造を分析した結果、決してメガバンクを競合他社と考えることが適切でないという点を勘案すると、メガバンクの株価倍率をもとにした推定値の蓋然性は疑われる。また、ゆうちょ銀行のROEの低さを勘案すると、株主資本による推定値もやや過大である可能性が高いと考えられる。

これらのことからゆうちょ銀行の推定企業価値は4～6兆円となる。これは残余利益モデルによる（シナリオ1、資本コスト4～5%）あるいは（シナリオ2、資本コスト4%）付近の値であり、やや高めの値ではあるが、残余利益モデルによる推定企業価値の頑健性は示されたといえるだろう。

また、株主資本と純利益の2つを説明変数、企業価値を被説明変数とした重回帰によって推定式を求め³⁸、その推定式にゆうちょ銀行の株主資本と純利益を代入することによって求めた推定企業価値は、約5.7兆円となり、その他の推定企業価値と整合している。

³⁸ 詳しくは Appendix IVを参照のこと

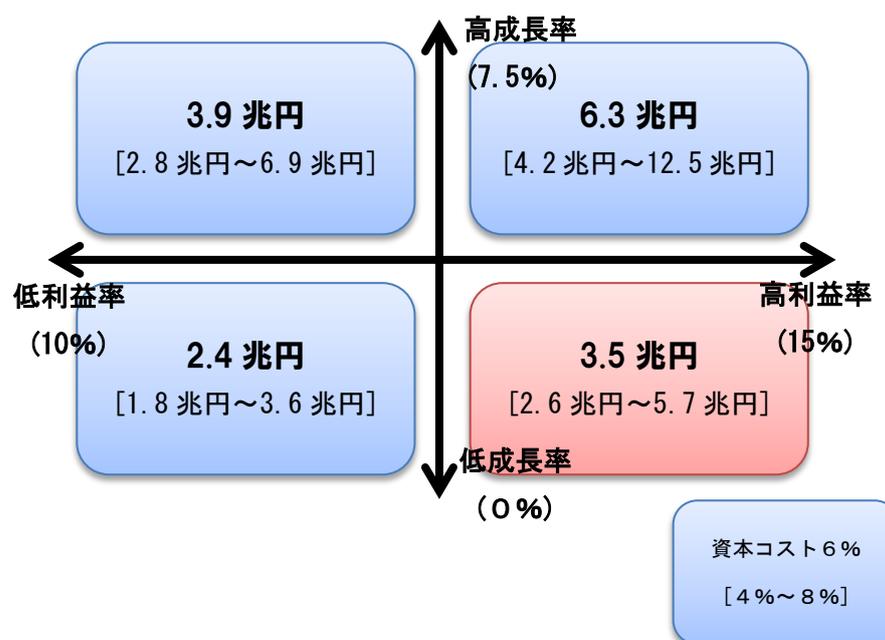
2.4 ゆうちょ銀行の推定企業価値（まとめ）

他社に比べ、すでに利益率が高く、企業価値向上には成長率の向上が必要

業界平均程度の配当性向、現状の収益性を仮定すると、資本コストを低めに設定しても、ゆうちょ銀行の企業価値は株主資本簿価（約9.5兆円）を大きく下回る。現在の所、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、現在の純利益率を維持しながら経常収益を増やす必要がある。

ここで、ゆうちょ銀行の企業価値推定のまとめとして、利益率の高低、成長率の高低の組み合わせによって推定した4パターンの推定企業価値をマトリクスにしたものを図表3-10として示す。

図表3-10 ゆうちょ銀行の推定企業価値（マトリクス）



先にも述べた通り、2013年度のゆうちょ銀行の経常収益成長率と純利益率は、それぞれ-2.33%、17.08%である。これはシナリオでおいた成長率0%を下回る一方、純利益率15%を上回る。すなわち現在のゆうちょ銀行は銀行業界の中でも突出した純利益率を有している一方で、経常収益成長率がマイナス成長となっているため企業価値が伸び悩んでいると言える。これはマトリクスの右下であり、そして経常収益成長率を改善することで（マトリクスの右上へ向かうことで）、銀行業界の中でより優位な地位を確立することが出来ると推察できる。

3. かんぽ生命の推定企業価値

3.1 残余利益モデルによる推定企業価値

収益の減少傾向と安定した利益率

(1) かんぽ生命の現状分析と保険業界分析

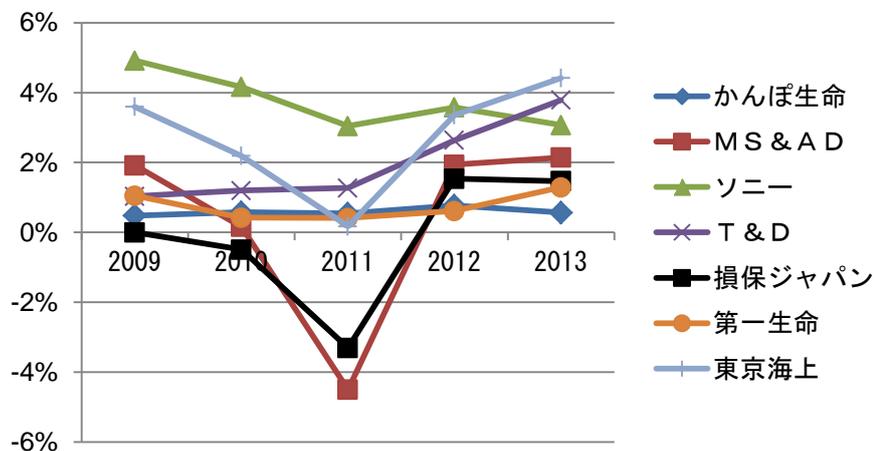
まず、現状のかんぽ生命の経営を分析すると、図表3-11のようになる。経常収益は年々減少しているものの、その減少幅は年々縮小している。しかし、2014年度の予想経常収益は2013年度に比べ10%減少するとされている。一方、予想純利益は前年比15.1%増となっており、純利益率は改善する予測となっている。

図表3-11 かんぽ生命の経営状態

年度	経常収益成長率	純利益率
2009	-6.07%	0.48%
2010	-8.34%	0.58%
2011	-6.26%	0.54%
2012	-5.61%	0.77%
2013	-5.08%	0.57%

続いて、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。東証一部に上場している保険業6社を参考に考察する。

図表3-12 利益率の推移



成長率0%、利益率
0.5~1.5%のシナリ
オ

(2) シナリオ作成

図表3-12は、かんぽ生命と東証一部保険業6社の利益率の比較である。2009年度~2013年度の上場保険業の平均成長率は3.03%、平均純利益率は1.65%である。以上の分析より、現状からは次のようなシナリオを考える。

① 経常収益成長率

現状マイナス成長が続いているが、最終的に減少をとめるものとし0%とする。

② 純利益率

現状維持で0.5%、又は同業民間並みの1.5%、さらにその中間の1%になるというシナリオを想定する。

【シナリオ】

シナリオ1：経常収益成長率は0%になり、純利益率は0.5%になる場合

シナリオ2：経常収益成長率は0%になり、純利益率は1%になる場合

シナリオ3：経常収益成長率は0%になり、純利益率は1.5%になる場合

(3) 推定企業価値

以上のシナリオの下、企業価値を資本コスト4%~8%で推定すると図表3-13のようになる。

6000億~2兆円の推
定企業価値

図表3-13 かんぽ生命の推定企業価値（残余利益モデル）

資本コスト	シナリオ1	シナリオ2	シナリオ3
4%	1兆1840億円	2兆6503億円	4兆6959億円
5%	9167億円	1兆9368億円	3兆2114億円
6%	7494億円	1兆5247億円	2兆4357億円
7%	6346億円	1兆2561億円	1兆9587億円
8%	5509億円	1兆671億円	1兆6355億円

現状維持仮定のシナリオ1においては、資本コスト4%のときでも、企業価値が株主資本簿価を上回らない。これに対し、利益率を向上させたシナリオ2では資本コスト6%以下で、シナリオ3では資本コスト8%でも、企業価値が株主資本簿価を上回る。

3.2 EEV を利用した推定企業価値

EEV を利用した推定企業価値は 1.2~1.3 兆円

残余利益モデルとは異なる方法から企業価値評価を行うことで、これまでに求めた数値の頑健性を確かめる。ここではエンベディッド・バリュー（以下 EV）を用いての企業価値評価を行う。

EV とは、貸借対照表などから計算される修正純資産に、保有契約に基づき計算される保有契約価値を加えたものである。一般に生命保険契約においては、契約の販売時に多くのコストがかかるため、費用と収益の認識に時間差が生まれる。これに対し、EV は全保険期間を通じた損益を現在価値で評価するため、会計データだけでは得られない重要な情報を含む指標として注目されている。本稿では EV の中でも、かんぽ生命が数値を開示している EEV（European Embedded Value）を使用する。

図表 3-14 は、第一生命と T&D の 2 社の直近 3 年の時価総額を EEV で割った値の推移、及びその平均、そしてその値をかんぽ生命の EEV にかけることで求めたかんぽ生命の推定企業価値である。

図表 3-14 かんぽ生命の推定企業価値（EEV の利用）

	2011	2012	2013
T & D	0.431	0.473	0.430
第一生命	0.429	0.379	0.349
平均	0.430	0.426	0.390
推定企業価値	1兆2098億円	1兆2198億円	1兆3201億円

よって EEV により推定されるかんぽ生命の企業価値は約 1 兆 2000 億円～1 兆 3000 億円であり、株主資本簿価と大差はない。また、これらの値はシナリオ 1 の資本コスト 4% と、シナリオ 2 の資本コスト 7% とほぼ同値であり、残余利益モデルの数値の頑健性が示されたものといえる。

3.3 乗数法を用いた推定企業価値

乗数法による推定企業
価値は1～2兆円

さらに、頑健性のチェックとして、マーケット・アプローチに分類される乗数法によってかんぽ生命の企業価値を推定する。推定に用いたバリュエーション・ドライバーに対する株価倍率、及び推定企業価値は図表3-15の通りである。

図表3-15 かんぽ生命の推定企業価値（乗数アプローチ）

指標	純利益	株主資本
株価倍率	17.66	1.76
推定株価	1兆1202億円	2兆3754億円

以上より、かんぽ生命の推定企業価値は1.1～2.4兆円となる。これは残余利益モデルによる（シナリオ1、資本コスト4）、（シナリオ2、資本コスト5～7%）、（シナリオ3、資本コスト7、8%）付近の値であり、残余利益モデルによる推定企業価値の頑健性は示されたといえるだろう。

また、株主資本と純利益の2つを説明変数、企業価値を被説明変数とした重回帰によって推定式を求め³⁹、その推定式にかんぽ生命の株主資本と純利益を代入することによって求めた推定企業価値は、約1.3兆円となり、その他の推定企業価値と整合している。

³⁹ 詳しくは Appendix IVを参照のこと

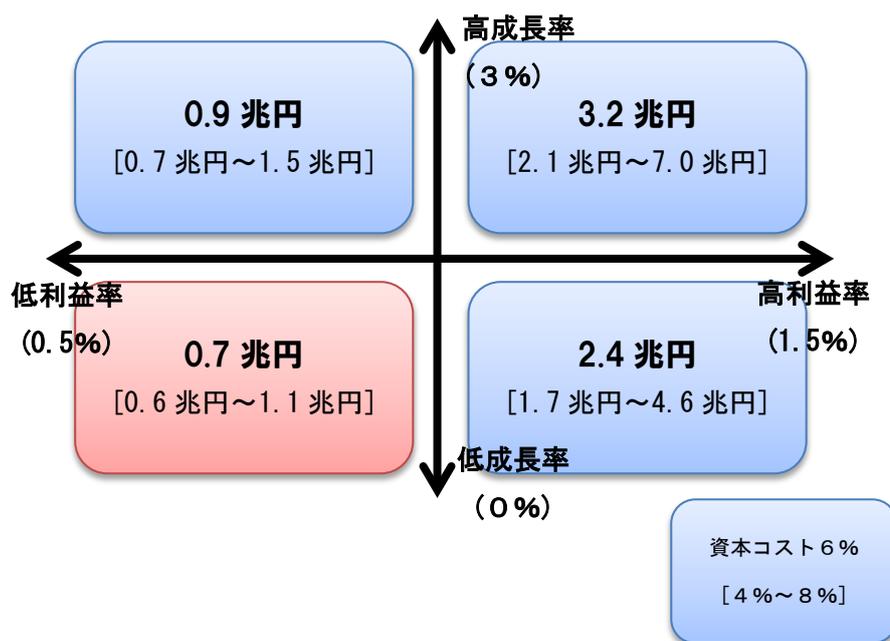
3.4 かんぼ生命の推定企業価値（まとめ）

成長率・利益率共に産業平均より低く、改善の余地は大きい

今回の分析では、かんぼ生命の企業価値は株主資本簿価とほぼ同額か少し下回るかという結果になった。しかし、利益率を現状（0.5%）より0.5%もしくは1%高めると企業価値はそれぞれ約7800億円、約1兆7000億円増加する。（この増加額は資本コスト6%のケースのもの）保有契約数を維持・増加させていくことに加えて、利益率の向上を図っていくことが重要になるだろう。

ここで、かんぼ生命の企業価値推定のまとめとして、利益率の高低、成長率の高低の組み合わせによって推定した4パターンの推定企業価値をマトリクスにしたものを図表3-16として示す。

図表3-16 かんぼ生命の推定企業価値（マトリクス）



現状のかんぼ生命はマトリクスの左下の部分にいる。経常収益成長率と利益率を業界平均にまで高めることで（マトリクスの右上を目指すことで）、2兆円を超える企業価値の増加を見込める。

4. 日本郵便の推定企業価値

4.1 残余利益モデルによる推定企業価値

(1) 日本郵便の現状分析と銀行業界分析

成長率は改善傾向も利益率は安定しない

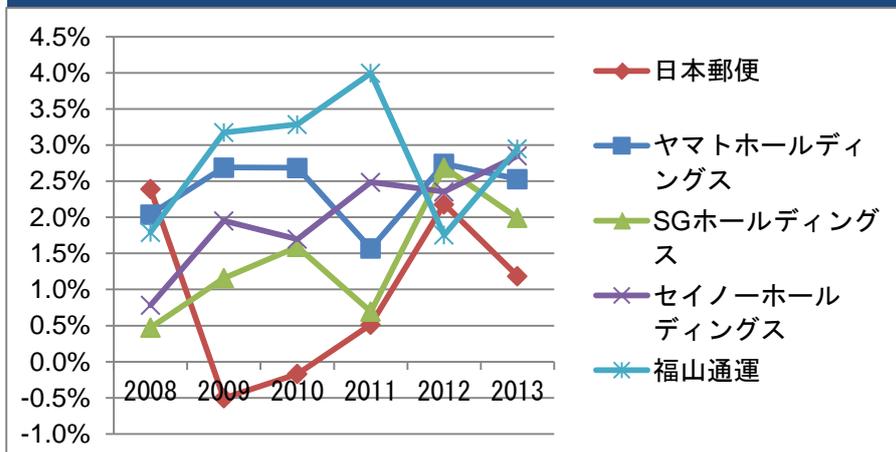
日本郵便の経営状態を示すと、図表3-17のようになる(2010年度は郵便局・郵便事業の2社を合わせたもの)。2012年度まで減少し続けておりマイナス成長が予想されていた営業収益は増加したものの、純利益率は半分近くに減少した。第2章でも述べたように人件費などの営業費用は増加しており、統合効果が発現したとはいえない状況である。なお日本郵便の2014年度の予想純利益はマイナスになるとされており、純利益率は大きく低下する見込みである。

図表3-17 日本郵便の経営状態

年度	営業収益成長率	純利益率
2010	-1.33%	-0.17%
2011	-2.07%	0.51%
2012	-1.04%	2.18%
2013	0.72%	1.19%
2014予想	0.76%	-0.96%

次に図表3-18は、日本郵便および民間大手陸運業4社の純利益率である。現在、陸運業4社の平均純利益率は2.6%程度である。

図表3-18 利益率の推移



成長率 0%、利益率
0.6~2.2%のシナリ
オ設定

(2) シナリオ作成

2009年度～2013年度の営業収益成長率の平均は-1.26%、純利益率の平均は0.64%である。一方2009年度～2013年度の陸運業4社の営業収益成長率の平均は1.02%、純利益率の平均は2.34%である。また2012年度に郵便局と郵便事業が統合したもののコスト面での効果が期待できるとは言い難い。

① 営業収益成長率

2013年度はプラスに成長したものの、2012年度までマイナス成長が続いていたことを考慮して0%とする。

② 純利益率

現状維持で0.6%、または陸運業民間企業平均並みの2.2%、あるいはその中間の1.4%になるというようなシナリオを想定する。

【シナリオ】

シナリオ1：営業収益成長率は0%になり、純利益率は0.6%となる場合

シナリオ2：営業収益成長率は0%になり、純利益率は1.4%となる場合

シナリオ3：営業収益成長率は0%になり、純利益率は2.2%となる場合

(3) 推定企業価値

以上のシナリオの下、企業価値を資本コスト4%～8%で推定すると図表3-19のようになる。

1500億～1兆円の推
定企業価値

図表3-19 日本郵便の推定企業価値（残余利益モデル）

資本コスト	シナリオ1	シナリオ2	シナリオ3
4%	3013億円	1兆1573億円	6兆9722億円
5%	2261億円	6809億円	1兆7219億円
6%	1824億円	4844億円	9911億円
7%	1538億円	3775億円	6990億円
8%	1335億円	3100億円	5412億円

現状維持仮定のシナリオ1においては、資本コスト4%のときでも、企業価値が株主資本簿価を上回らない。これに対し、利益率を向上させたシナリオ2では資本コスト4%で、シナリオ3では資本コスト6%以下で、企業価値が株主資本簿価を上回る。

4.2 乗数法を用いた推定企業価値

乗数法による推定企業価値は 6000～7000 億円

次に、頑健性のチェックとして、マーケット・アプローチに分類される乗数法によって日本郵便の企業価値を推定する。推定に用いたバリューストック・ドライバーに対する株価倍率、及び推定企業価値は図表 3-20 の通りである。

図表 3-20 日本郵便の推定企業価値（乗数アプローチ）

指標	純利益	株主資本
株価倍率	21.48	1.18
推定株価	7066億円	6615億円

以上より、日本郵便の推定企業価値は 7000 億円前後となる。これは残余利益モデルによる（シナリオ 2、資本コスト 5%）、（シナリオ 3、資本コスト 7%）付近の値であり、残余利益モデルによる推定企業価値の頑健性は示されたといえるだろう。

また、株主資本と純利益の 2 つを説明変数、企業価値を被説明変数とした重回帰によって推定式を求め⁴⁰、その推定式に日本郵便の株主資本と純利益を代入することによって求めた推定企業価値は、約 7600 億円となり、その他の推定企業価値と整合している。

⁴⁰ 詳しくは Appendix IV を参照のこと

4.3 資本の再構成（増資）の影響

資本の再構成によって、企業価値が1000億円ほど毀損した可能性

日本郵政グループ内の資本の再構成によって、日本郵便は6000億円の増資を受けることになった。これを踏まえた企業価値を算定するために、現状の利益率（過去5年の平均が約1.2%）とほぼ同じ利益率であるシナリオ2（利益率が1.4%に収束）のもとで株主資本簿価のみを単純に6000億円の増加させたものが図表3-21である。

図表3-21 シナリオ2のもとでの増資の影響

資本コスト	増資前	増資後
4%	1兆1573億円	6983億円
5%	6809億円	5048億円
6%	4844億円	3961億円
7%	3775億円	3262億円
8%	3100億円	2774億円

この分析では営業収益の成長率、営業収益に対する純利益率が現状の経営成績のままでは日本郵便の企業価値は、増資後の方が資本コスト6%のもとで約1000億円ほど低く算定されることが分かる。つまり、一見増資によって株主資本が積み増され、企業価値が増加しているように見えるが、株主資本が増加することによって株主が求めるリターン（通常利益）が増加し、純利益額が増資によって増加しなければ超過利益が減少することによって推定企業価値が減少してしまうのである。

以上の分析より、日本郵便は増資を原資とした効果的な投資を成功させることにより、成長性、収益性を向上させなければ、上場に向けてこの増資はマイナス効果ともなりかねないのである。

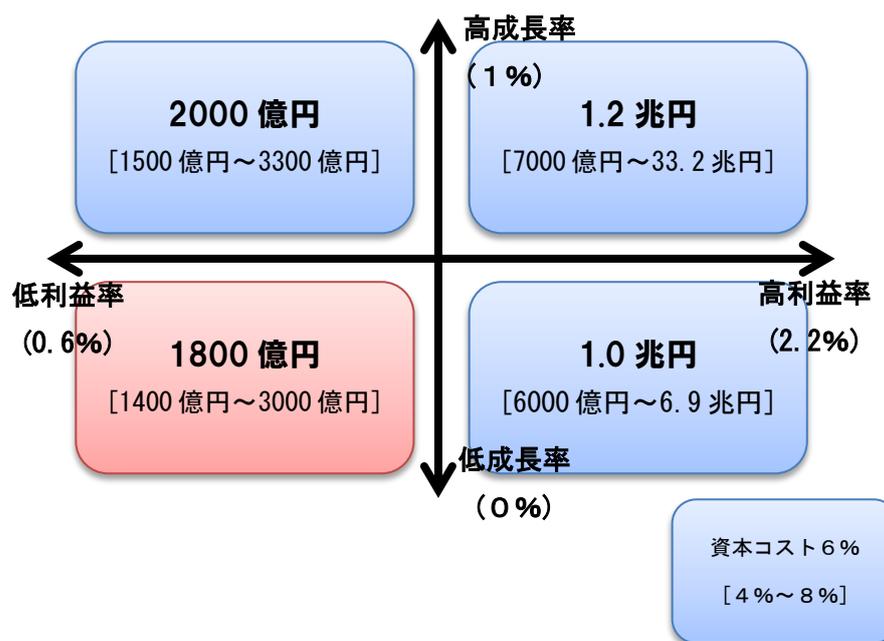
4.4 日本郵便の推定企業価値（まとめ）

成長率・利益率共に産業平均より低く、改善の余地は大きい

今回の分析では、利益率が現状の0.6%の仮定の下では、日本郵便の企業価値はその株主資本簿価を下回った。しかしながら、2012年度水準の利益率、つまり陸運業界平均並みの利益率（約2%）を維持できれば、ゼロ成長であったとしても企業価値が株主資本簿価を十分に上回ると期待される。

収益性を高く保つこととユニバーサル・サービスの維持との両立は容易ではない。しかしながら、旧郵便2社の統合効果によって営業費用の効率化を達成し、業界平均水準の利益率を達成した2012年度並みの業績を継続することができれば、株主からの要求を満たしうると考えられる。

図表3-22 日本郵便の推定企業価値（マトリクス）



現状の日本郵便はマトリクスの左下の部分にいる。経常収益成長率と利益率を業界平均にまで高めることで（マトリクスの右上を目指すことで）、1兆円を超える企業価値を見込める。

5. 上場に向けての企業価値最大化

現在実現不可能な施策であっても、将来の実現可能性を表明することが企業価値最大化においては重要

上場を目前にした日本郵政グループ各社において、企業価値の最大化は至上命題ともいえる、しかしながら、収益力強化のための新規業務の開拓などの企業価値最大化策の自由度は、国有化の現状においては低いと言える。いわゆる民間企業とのイコール・フッティングの問題である。ゆうちょ銀行には、民営化前に認められていた納税義務原則の一部免除や預金保険料の免除などの優遇策が廃止された一方で、預金限度額や業務範囲に対する規制が敷かれている。同様にかんぽ生命に対しても、民営化前に認められていた税負担の減免や政府保証などの優遇が廃止され、限度額や業務範囲などの制限が課されている。

しかし、これらの規制は、現在の国の後ろ盾がある（とみなされる）状況においては、他の民間企業から見れば当然の方策ともいえ、この状況を上場までに変化させることは難しいであろう。では規制のもとでは株主価値最大化に向けて無策なのであろうか。ここで、本稿で用いた残余利益モデルをもう一度見てもらいたい。

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

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

このモデルからは、企業価値は現在の株主資本および利益に加え、将来に推定される利益に大きく依存しているものであり、現在の財務データを用いるのは上記の式の第1項と第2項の一部に過ぎず、その他はすべて将来の予測によって成り立っていることが読み取れる。

これは、上場における企業価値とは、現在の方策に対する評価のみならず、一定数の株式を売却し、経営の自由度を手に入れたのちの方策に対する評価も多分に含むことを意味する。つまり、現在の規制のもとで実行不可能である方策であったとしても、将来的により高い確実性をもって実行可能であるということを発信することが、企業価値の最大化に大きく寄与するという点を指摘し、この章を締めくくる。

第4章

<定性分析>

郵政事業の役割

日本郵便とユニバーサル・サービス

〔要旨〕

1. 郵政事業とユニバーサル・サービス

- ◆ 現状の日本郵便のユニバーサル・サービス維持の方策は①実質的な独占、②グループ内からの補助（「準内部補助」）からなる。
- ◆ 封書、はがきに関しては、内部補助によってユニバーサル・サービス・コストの負担はできている。
- ◆ 第3種郵便、第4種郵便の政策的料金減免というさらなる足かせが収益性を圧迫している。
- ◆ ユニバーサル・サービスを課されていない、ゆうパック等の荷物事業は恒常的な赤字に苦しんでいる。

2. ユニバーサル・サービスの確保策

- ◆ 独占範囲を確保することによって内部補助を可能にする。
- ◆ 新規参入者を確保し、ユニバーサル・サービス基金を設定することによって外部補助を行う。
- ◆ 補助金や税制優遇といった形をとる税金投入によって外部補助を行う。

3. 日本郵便のユニバーサル・サービス維持

- ◆ 内部、外部を問わず、補助を行う際には①独占価格設定局面、②ユニバーサル・サービス・コスト算定局面、③外部補助の使用局面においてモラル・ハザードが起こる可能性がある。

1. 郵政事業とユニバーサル・サービス

1.1 ユニバーサル・サービスの定義

ユニバーサル・サービスとは

- ① サービスの必要性
 - ② サービスの利用可能性
 - ③ サービスの公平性
- によって定義づけられる

2012年4月に可決・成立した改正郵政民営化法案によって、日本郵便に対し、それまでの郵便事業に加え、金融・保険サービスをも含むユニバーサル・サービスの提供が義務づけられた。本章では、このユニバーサル・サービスを持続的に維持していくにはどういったことが必要であるかという点に主眼を置き、郵政事業の社会的な役割について考察する。

この議論にあたり、まずユニバーサル・サービスの定義を行う必要がある。定義は数多くの文献で様々に論じられているが、本報告書においては多くの文献等で用いられている電気通信審議会が行った2000年の答申にて示された、次の定義を採用する。

ユニバーサル・サービスとは

- ① 国民生活にとって不可欠なサービスであって
- ② 誰もが利用可能な料金で
- ③ あまねく日本全国において公平かつ安定的な提供の確保が図られるべきサービス

である。

以上の定義にもとづき、本章の分析を行う。

1.2 ユニバーサル・サービスの概要

ユニバーサル・サービス義務には一般に低収益部門が発生するため、内外からの何らかの補助が必要となる。

市場に競争がない段階ではユニバーサル・サービスの提供義務を負う事業者が独占事業者となり、低収益部門や赤字部門を独占による高収益部門が支えるという内部補助方式によってユニバーサル・サービスを確保してきた。つまり、既存事業者は企業全体で収支を保障されることを条件に、サービス地域内ではたとえコストの地域間格差があっても均一料金でかつ低料金を維持してきた。

しかし、その市場に競争が導入されると、新規参入してきた競合他社が収益性の高い部門にだけサービスを集中させ、いいとこ取りをする状態が発生する（クリームスキミング）。こうなるとユニバーサル・サービス義務を負ってきた既存事業者は高収益部門での顧客を新規参入業者に奪われ、またそのための料金引き下げ競争という状況で今までのような内部補助方式によるユニバーサル・サービスの確保は不可能となる。

このため、市場に競争が導入されるとユニバーサル・サービスを確保するため、何らかの補助システムが必要となる。

こうした状況の中、2003年から、国の独占とされてきた郵便事業について民間事業者の参入が可能となった郵便市場において、ユニバーサル・サービスを提供している郵政事業、とりわけ日本郵便が現在どのような状態であるのかを次節でみていく。

1.3 日本郵便の現状

日本郵便は

① 実質独占

② グループ内補助

によって、ユニバーサル・サービスを維持している。

現在の日本郵便のユニバーサル・サービス維持の方策は次の2つのポイントで表すことができる。

① 実質的な独占

② グループ内からの補助（「準内部補助」）

現在、信書部門にはポストの設置数や集配の頻度など、厳しいユニバーサル・サービス提供義務が課されており、民間の陸運業等が参入する障壁は高く、実質的な独占状態にある。この独占によって、独占利潤を得ることが可能で、都市部等の高収益部門における利潤を、過疎地の低収益部門、赤字部門に補填することが可能となっている。また、郵便事業に比べ、高収益とされるゆうちょ銀行、かんぽ生命からの窓口業務委託料を通じて、グループ内での「準内部補助」を受けていると考えることもできる⁴¹。

しかし、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の100%売却によって、これらの企業との窓口業務委託料は市場からの圧力のもと、何らかの「適正」水準に落ち着くと考えられ、「準内部補助」によってユニバーサル・サービスを維持するということは難しいと考えられる。そこで、実質的な独占が認められている信書部門を含む郵便事業についてみていくことにする。

図表4-1 業務区分別収支（単位：億円）

年度	目的内業務			目的外業務		
	収益	費用	利益	収益	費用	利益
2009	15,006	14,420	586	3,124	3,283	△158
2010	14,310	14,092	217	2,489	4,741	△1,252
2011	13,851	13,225	625	3,799	4,647	△848
2012	13,615	12,894	722	3,919	4,373	△454
2013	13,484	13,165	319	4,252	4,622	△370

⁴¹ ただし、窓口業務委託料が著しく低水準である場合には、逆に日本郵便からゆうちょ銀行、かんぽ生命への「準内部補助」と考えられる。窓口業務委託料の水準の高低については今回の分析において、明確な検証はできていない。

図表４－１は郵便事業の業務区分別収支の推移⁴²である。目的内業務とは、郵便業務、印紙販売等の業務であり、目的外業務とは荷物、不動産、物販等の業務である。この表からわかる通り、営業利益ベースではあるが、目的内業務において常に利益が出ている。また、ユニバーサル・サービスが義務付けられている部門を含む目的内業務で黒字であるということは、実質独占の下で内部補助が機能しているともいえるのではないだろうか。

ユニバーサル・サービス義務に対する実質独占の内部補助は機能する一方、政策的料金減免による足かせも存在

次に、ユニバーサル・サービス提供が義務付けられている、実質独占部門（信書部門）のより細かい区分における収支を分析する。図表４－２は信書部門を４つの区分にわけて報告された営業収支の推移である。この表からわかる通り、実質独占分野において第１種（封書）に関しては、第２種（はがき）の赤字額を十分に埋め合わせることが可能な水準の黒字である。よって、ユニバーサル・サービスを維持するに十分な収益を現状においてもあげることができていると考えられる。その一方で、第３種（雑誌等）、第４種（通信教育等）においては、いわゆる政策的料金減免によってさらなる赤字を重ねている。つまり、郵便事業においては、ユニバーサル・サービス義務に加え、政策的料金減免によってさらなる足かせをかけられているといえる。

図表４－２ 独占部門の営業収支の状況（単位：億円）

年度	第１種 （封書）	第２種 （はがき）	第３種 （雑誌等）	第４種 （通信教育等）
2009	688 (9.2)	△73 (△1.8)	△89 (△51.4)	△21 (△233.3)
2010	366 (5.2)	△199 (△4.9)	△89 (△61.4)	△14 (△155.6)
2011	548 (8.1)	△8 (△0.2)	△67 (△51.1)	△11 (△138.0)
2012	458 (6.9)	83 (2.1)	△61 (△52.1)	△11 (△138.0)
2013	273 (4.2)	△3.9 (△1.0)	△63 (△56.8)	△12 (△150.0)

上段：営業利益（単位：億円）

下段：営業利益/営業収益（単位：%）

⁴² 2012年度以降は、郵便事業会社と郵便局会社の統合により、それ以前の年度と整合的なデータの開示は行われていないため、プレスリリース「郵便事業の収支の状況」の「荷物」の営業収益・営業費用より推定している。

収益性の高い国際郵便事業と、赤字から脱却できない荷物事業

さらに、日本郵便が持つ、他社との競争的分野である、国際郵便・荷物部門のより細かい区分における収支を分析する。図表4-3は郵便事業の競争分野に関して報告された営業収支の推移である。この図表からは、国際郵便は比較的高利益率の部門であることがわかるが、荷物(ゆうパック)は常に赤字となっている。荷物部門は、ペリカン便との統合問題で大きな損失を被ったが、問題発生から丸3年以上経過しており、赤字体質の恒常化に対する懸念も生まれる。

図表4-3 競争部門の営業収支の状況(単位:億円)

年度	特殊取扱 (速達・書留等)	国際郵便	荷物 (ゆうパック等)
2009	29 (1.6)	54 (7.1)	△127 (△4.2)
2010	108 (5.9)	116 (16.4)	△1185 (△35.0)
2011	85 (4.7)	130 (19.0)	△774 (△20.8)
2012	145 (8.2)	153 (21.9)	△415 (△10.9)
2013	59 (3.4)	157 (19.6)	△332 (△8.0)

上段: 営業利益(単位:億円)

下段: 営業利益/営業収益(単位:%)

以上のことから、日本郵便の現状としては、総じて内部補助によりユニバーサル・サービス提供に必要なコストが賄えているといえるだろう。しかし今後、上場を経て市場競争にさらされる日本郵便が、資本市場からの収益性追求の圧力のもとでユニバーサル・サービスをこのまま維持していくことができるのかという問題には留意しておく必要があるだろう。つまり、現状のシステム以外の方法による、ユニバーサル・サービス維持のためのセーフガードの検討をしておくことが必要ではないかと思われる。次節では具体的に海外の郵便事業で実施されているユニバーサル・サービス維持の確保策をみていく。

2. ユニバーサル・サービスの確保策

2.1 独占範囲の確保

独占範囲の明確化

第1の方法は、事業の独占範囲を確保し、ユニバーサル・サービス事業者は高収益の独占分野から低収益の競争分野への内部補助を行うというものである。特にEUにおいては「重量 350 g 未満かつ基本料金の5倍未満」というように郵便物の重量や料金の基準で独占範囲を設定していて、年月をかけて徐々にその独占範囲を縮小していった。またアメリカのUSPSは現在「重量 350 g 未満かつ基本料金の6倍」という独占範囲を設けている。

この独占範囲の確保であるが、日本郵便は前述のとおり独占範囲を設けていないが一般信書部門にはユニバーサル・サービス義務が課されているのですでに実質独占状態になっている。

しかし、民間事業者の参入意欲を高めるために他事業者のユニバーサル・サービス義務を緩和する（高収益の部門だけで事業を行うことができるようにする）ならば日本郵便の、より具体的な独占範囲を設定することが必要になってくるかもしれない。

2.2 ユニバーサル・サービス基金

競争の導入とユニバーサル・サービス基金を利用した外部補助

第2の方法は、ユニバーサル・サービス提供の義務がある事業者が負担しているユニバーサル・サービス・コストを他事業者から拠出された基金によって賄うというものである。ドイツのドイツポストはユニバーサル・サービスが十分に提供されていない場合各事業者に拠出させた基金から交付を受けることができる。（交付された実績はなし）また、フランスのラ・ポストは自社及び新規参入業者が売上高に応じてユニバーサル・サービス基金に拠出している。（交付された実績はなし）イタリアのポステ・イタリアーネでは各事業者が売上高の3%を基金に拠出している。

ユニバーサル・サービス基金を創設する場合、ユニバーサル・サービスの維持に必要な金額、基金の拠出対象となる事業者の範囲、対象事業者からの拠出金額などについて明確な根拠をもって正確に示す必要がある。

また、日本郵便に関してユニバーサル・サービス基金制度を用いるなら、参入事業者があるのかどうかという問題や、基金への参加を必要とする事業をどこまで広げるのかという問題が存在する。

2.3 補助金・税制優遇

補助金、税制優遇とい
うかたちでの外部補
助

第3の方法は、ユニバーサル・サービス維持のために国から補助金の交付や税制優遇を受けるといったものである。イギリスのロイヤルメールは郵便局ネットワークの維持、高度化を継続するために、2011年度から4年間にわたって合計約13億ポンドを補助金として交付されている。ラ・ポストは郵便局設置に対する費用のために2008年から2012年の5年間にわたって合計約20億ユーロを補助金として交付されている。またポステ・イタリアーネも2009年から2011年の3年間にわたって合計11億ユーロを補助金として交付されている。

国からの補助金は、他の事業者から拠出された基金とは違い競争中立的であることがメリットだが、果たして郵政民営化と国からの補助金、あるいは税制優遇というのは両立するのかということや、国の税金を投入するとなると当然日本郵便に対する事業の透明性、効率性のチェックはかなり厳しくなる。

図表4-4 ユニバーサル・サービスの確保策

	独占	US基金	補助金・税制優遇
コスト負担者	当該事業者を利用するサービス利用者	他事業者を含む、サービス利用者	納税者全体
海外の事例	USPS(アメリカ)	ドイツ・ポスト ラ・ポスト(フランス) ポステ・イタリアーネ(イタリア)	ロイヤルメール(イギリス) ラ・ポスト(フランス) ポステ・イタリアーネ(イタリア)
メリット	・サービス利用者とコスト負担者の一致度が高い。	・競争によるサービス向上が可能。	・政府の後ろ盾があり、サービスの継続が容易。 ・競争的中立性が高い。
デメリット	・競争によるサービス向上が難しい。	・参加者が必要。 ・競争的中立性が低い	・サービス利用者とコスト負担者の一致の程度が相対的に低い。

3. 日本郵便のユニバーサル・サービス維持

- ① 価格設定
 - ② 補助額設定
 - ③ 補助の使用
- 各局面におけるモラル・ハザードの恐れ

日本郵便がユニバーサル・サービス維持のためにどのような方法をとるのであれ、以下の局面で“モラル・ハザード”の可能性が存在する。

- ① 独占価格設定局面
- ② ユニバーサル・サービス・コストの算定局面
- ③ 外部補助の使用局面

ユニバーサル・サービスのコストが正確に把握できていない状況では、独占価格の設定局面においてユニバーサル・サービス・コストを賄うのに十分すぎる価格を設定したり、そもそもユニバーサル・サービスの定義に反する高料金を設定することも可能になってしまう。また、仮に基金や補助金からの外部補助によってユニバーサル・サービス・コストを賄おうとする局面では、実際にかかったコストよりも多くのコストがかかったと虚偽の報告をすることも可能になってしまう。さらに、外部補助が恒常化する場合には、外部補助ありきの経営になってしまう可能性もある。

これらの日本郵便の“モラル・ハザード”が起きないようにするために、日本郵便には以下の3点が求められるだろう。

- ① ユニバーサル・サービス・コストをコスト負担者や投資家などが把握可能な情報を提供すること。
- ② ユニバーサル・サービス・コストを明確な根拠のもとで一定程度の精度・信頼性をもって算定すること。
- ③ ユニバーサル・サービス維持に対する内外からの補助を効果的に利用可能なガバナンスの強化すること。

これらの点について、今回の上場によって市場から常に日本郵便の事業の透明性や効率性のチェックを受ける環境を作るとするのは上場のメリットとして挙げられるだろう。

おわりに

本年度の報告書では、いよいよ目前に迫った日本郵政およびゆうちょ銀行、かんぽ生命の上場に向けての施策の有効性をテーマに、昨年まで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分析に加え、企業価値最大化とは、ある種トレードオフの関係ともいえる日本郵政の社会的役割（ユニバーサル・サービス）についても考察を行った

第1章では上場に向けての郵政グループの取組みを定性的に考察した。また、第2章では、収益性や安全性を中心に時系列分析を行った上で、第1章でも指摘した上場に向けての施策である資本の再構成や郵便事業会社と郵便局会社との統合が、経営にどのような影響を与えているのかといった点ははじめとする経営状況を定量的に考察した。さらに、第3章では、これらの経営分析をもとに、いくつかのシナリオを策定し、企業価値の推定を行った。

また、日本郵政グループはユニバーサル・サービスの担い手として国民生活に与える影響も大きい。昨年の報告書ではそのユニバーサル・サービスが、上場後どのように維持されていくべきかという問題意識のもと、すでに上場を果たしているドイツ・イギリスの事例を分析することによって、日本の郵便ユニバーサル・サービスの未来を考察した。本年も第4章において、同様の問題意識のもと、ユニバーサル・サービスを維持する方策はどういったものが考えられ、収益性に加え、何が問題となるのかという点を考察した。

特殊法人である日本郵政の分析に、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が、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。そのような手法を日本郵政グループ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。こ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望外の喜びである。

2015年3月

Appendix I 主な財務諸表分析の指標

● 収益性指標

- $ROA = \frac{\text{営業利益} + \text{持分法利益} + \text{受取利息} \cdot \text{配当}}{\text{総資産}} = \frac{\text{事業利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$
- $\text{売上高事業利益率} = \frac{\text{事業利益}}{\text{売上高}}$
- $\text{総資本回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$
- $ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$
- $\text{売上高純利益率} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}}$
- $\text{総資本回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$
- $\text{財務レバレッジ} = \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$
- $\text{有形固定資産回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{有形固定資産}}$

● 生産性指標

- $\text{付加価値額} = \text{人件費} + \text{賃貸料} + \text{税金} + \text{他人資本利子} + \text{税引後利益}$
- $\text{労働生産性} = \frac{\text{付加価値額}}{\text{従業員数}} = \frac{\text{有形固定資産}}{\text{従業員数}} \times \frac{\text{付加価値額}}{\text{有形固定資産}}$
- $\text{労働装備率} = \frac{\text{有形固定資産}}{\text{従業員数}}$
- $\text{設備生産性} = \frac{\text{付加価値額}}{\text{有形固定資産}}$
- $\text{労働分配率} = \frac{\text{人件費}}{\text{付加価値額}}$

● 安全性指標

- 手元流動性比率 = $\frac{\text{現金預金} + \text{売買目的有価証券}}{\text{売上高}/12}$
- 当座比率 = $\frac{\text{当座資産}}{\text{流動負債}}$
- 流動比率 = $\frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}}$
- 固定比率 = $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本}}$
- 長期固定適合率 = $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本} + \text{少数株主持分} + \text{固定負債}}$
- 自己資本比率 = $\frac{\text{自己資本}}{\text{総資産}}$
- Tier 1 比率 = $\frac{\text{自己資本}}{\sum(\text{リスク資産額} \times \text{リスクウェイト})}$

Appendix II 日本郵政をめぐる1年の動き

年	月	日本郵政	ゆうちょ	かんぽ	日本郵便		
					郵便事業	不動産事業	
2014	1			政府、かんぽの新学資保険を認可			
	2	2014年度から3カ年の中期経営計画発表				「博多駅中央街SW計画(仮称)」の新築工事着工	
	3	郵政博物館が東京ソラマチに開館					
	4	2015年春に日本郵政株売却の予定を政府が発表、売却準備が開始	2015年1月めどファミリーマート500店にATM導入	新学資保険の発売を開始	決済代行会社「日本郵便ファイナンス」を発足		
		2014年度から3カ年の中期経営計画に基づき4900億円のIT投資に踏み切る		がん保険販売へ認可申請を行う	2018年度までにメガ物流局20カ所新設の拡張戦略を発表		
					三越伊勢丹HDと通販の共同カタログを発行	札幌三井JPビル商業施設「赤れんがテラス」8月開業の予定を発表	
					ミャンマーとの郵便育成の契約を発表		
	5		住宅ローン参入申請の認可は上場後の見通しであることを発表			2014年6月 八重洲地下街に女性向け郵便局の店舗展開を発表	
						2014年秋 ネット通販、受注・配送・決済の代行サービス参入を発表	
						新配送商品「ゆうパケット」の投入を発表	
						返品・交換に対応する専用箱「リターンバック」をトッパン・フォームズと共同開発、特許出願中	
	6	財務省、日本郵政株の販売主幹事に地場証券起用の方針を打ち出す		金融庁・総務省、全国79支店でアフラックのがん保険販売を認可	三井住友信託と決済サービス提携の検討に入る		
				「クリックポスト」サービス開始			
				八重洲地下街に女性利用を意識した郵便局を開設			
				三井住友信託銀行とカード決済で業務提携を正式表明			
8			アフラックが開発した郵便局専用のがん保険を10月に発売予定	日本郵便決済子会社に三井住友信託銀行が出資、10月から決済サービス提供		「大宮JPビルディング」が完成	
						「札幌三井JPビルディング」が全面開業	
9	アフラックのがん保険を10月から全国約1万の直営郵便局で販売すると発表	2015年秋 インターネットバンキングの刷新(年中無休にする)予定		中国・上海市内で「日本商品商談会」を開催			
	2015年秋の株式上場に向けた資本と事業基盤の見直しに着手(ゆうちょ銀行の剰余資本1兆3000億円を活用、国営時代の年金債務約7000億円を一括で処理、日本郵便に6000億円を投じる)。			欧州物流大手ジオポストと資本・業務提携			
10	証券代行業務の委託先を三井住友信託銀行に内定			国際宅配便事業参入の正式発表。サービス名は「ゆうグローバルエクスプレス」。欧州ジオポストの拠点からアジアや欧州など世界49カ国・地域に宅配便を開始			
				JPHDと郵便局内に認可保育所を開設する予定を発表、2015年4月開業			
12						「大名古屋ビルヂング」の施設概要を発表。テナント・オフィスゾーンは2015年11月、商業ゾーンは2016年3月開業予定	

Appendix III エクイティ DCF 法

第3章の2.2節、ゆうちょ銀行の企業価値推定で用いたエクイティ DCF 法について説明する。

エクイティ DCF 法とは、株主に帰属する将来フリー・キャッシュフロー（以下 FCF と表記）から企業価値を推定する手法であり、事業戦略と資金調達との独立性や、資本構成（他人資本と自己資本の構成比率）の安定性を前提とするエンタプライズ DCF 法の適用が難しい銀行業の評価に適しているとされる。

株主に帰属する将来 FCF は次のように求められる。

$$FCF = NI - \Delta BV$$

NI : 当期純利益

BV : 株主資本簿価

当期純利益は、債権者に対するものも含め全ての費用を差し引いた後に株主が得る利益であるが、それ自体は FCF ではない。利益の内部留保や株式の新規発行などにより株主資本を増加させた分だけ株主に帰属する FCF は減少するのである。

そして、この FCF を用いた企業価値の推定式は以下の通りである。

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCF_n/(r_e-g)}{(1+r_e)^n}$$

PV : 企業価値（現在価値）

FCF_t : t 期の株主に帰属する FCF

r_e : 資本コスト

g : サステイナブル成長率

Appendix IV Ohlson[1995]のモデルによる企業価値推定

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

2011年度～2013年度の第一地方銀行45行⁴³のデータを用いて次の回帰式によって係数 α 、 β 、 γ を推定する。

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

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IV-1に示す。

この結果（回帰関数）に2013年度のゆうちょ銀行のデータを代入し、第3章2.3節の結果が得られた。

ii) かんぽ生命、日本郵便の企業価値推定

かんぽ生命の推定には2011年度～2013年度の東証一部上場企業の保険業6社のデータ、日本郵便の企業価値推定には2011年度～2013年度の東証一部上場の運輸業3社のデータを用いて、次の回帰式によって係数 α 、 β 、 γ 、 δ を推定する。

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

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

⁴³ 一般社団法人全国地方銀行協会に属する銀行64行のうち、2005年3月決算期から2014年3月決算期までの財務データ、及び2012年、2013年、2014年のそれぞれにおける6月末の株価が、すべて入手可能な45行である。

回帰結果は図表Ⅳ－１に示す。

この結果（回帰関数）にそれぞれ 2013 年度のかんぽ生命、日本郵便のデータを代入し、第 3 章 3.3 節、4.2 節の結果が得られた。

図表Ⅳ－１ 回帰結果

	ゆうちょ銀行	かんぽ生命	日本郵便
α	-6,314 (-1.52)	122,394 (-0.71)	-125,918 (-1.16)
$\beta(BV)$	0.258 (1.83)	0.752 (8.76)	0.334 (0.51)
$\gamma(NI)$	7.847 (3.20)	0.581 (0.57)	21.510 (2.28)
補正R ²	0.904	0.847	0.798

京都大学経済学部 藤井ゼミナール
2015年度 日本郵政企業分析チーム

監修	藤井 秀樹		
チームリーダー	渡邊 誠士 (博士後期課程 2年)		
事務局	横山 夏子 (博士後期課程 2年)		
メンバー	張 碩 (修士課程 1年)		
	陳 家齊 (修士課程 1年)		
	浅川 修平 (4年)	清水 貴大 (4年)	
	鈴木 智也 (4年)	竹内 悠 (4年)	
	菅野 裕紀 (3年)	森田 遙平 (3年)	
	木下 和樹 (2年)	田中 広志 (2年)	
	寺田 洋介 (2年)	本間 智丈 (2年)	
	山村 真里 (科目等履修生)		

日本郵政の経営分析と企業価値評価[2015年度]

2015年3月1日 第1版

京都大学経済学部 藤井ゼミナール
著者 2015年度 日本郵政企業分析チーム

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
