

日本郵政の経営分析と企業価値評価 [2017 年]

日本郵政グループ 上場後の現状と課題

No.6

March 2017



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

日本郵政グループに関する私たちの研究は、今年度で6年目を迎えました。

一昨年度までは、郵政3社の公表財務情報にもとづいて各社の企業価値を理論的に推定するという形で、また3社株上場直後の昨年度は、株価の実際値と理論値の差異の源泉について分析するという形で、研究を進めてまいりました。これらの研究は、現状確認型の分析であったといえます。

これに対して、本年度は、ファンダメンタル分析に依拠して推定した理論的な企業価値（理論株価）と、実際の企業価値（実際株価）との差異を、各社に対する資本市場の付加的期待として読み取り、感応度分析を通じて各社の将来像を展望するという、未来指向型の分析を行っています。これは、昨年度までの研究の蓄積によって可能となったもので、本分析チームの創意が縮約されたオリジナルな研究となっています。

他方、上場スキームから取り残された感のある郵便事業も、重要な研究対象と位置づけ、ユニバーサル・サービス維持のための施策およびそのコストの負担者に着目した分析を行いました。しかし、郵便事業に係るユニバーサル・サービスを、誰のコスト負担により、どのように維持していくべきかという問いに対して明確な回答を提示することは、私たちの研究の射程を大きく超えています。この報告書では、近年の国際的な動向をふまえながら、ユニバーサル・サービスのコスト負担をめぐる主要な論点の整理と分析を行っています。

この報告書は、一般社団法人通信研究会からの寄付金にもとづく平成 28 年度の研究成果を取りまとめたものです。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 29 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

序章：はじめに

1 節 本報告書の目的	1
2 節 分析の手法	
2. 1 財務諸表分析	2
2. 2 企業価値評価および差異分析	6

第 1 章：ゆうちょ銀行の現状と課題

1 節 ゆうちょ銀行の基本データ	9
2 節 ゆうちょ銀行の経営分析	
2. 1 収益性分析	10
2. 2 生産性分析	13
2. 3 安全性分析	16
3 節 ゆうちょ銀行の企業価値分析	
3. 1 理論株価推定のためのシナリオ	17
3. 2 実際株価と理論株価の差異分析	18
3. 3 差異分析からみえる今後の展望	19

第2章：かんぽ生命の現状と課題

1 節	かんぽ生命の基本データ	21
2 節	かんぽ生命の経営分析	
2. 1	収益性分析	22
2. 2	生産性分析	25
2. 3	安全性分析	26
2. 4	今後の展望	27
3 節	かんぽ生命の企業価値分析	
3. 1	理論株価推定のためのシナリオ	29
3. 2	実際株価と理論株価の差異分析	31

第3章：日本郵便の現状と課題

1 節	日本郵便の基本データ	33
2 節	日本郵便の経営分析	
2. 1	収益性分析	35
2. 2	生産性分析	39
2. 3	安全性分析	41
2. 4	セグメント分析	43
3 節	日本郵便の企業価値分析	
3. 1	実際株価の推定	45
3. 2	今後の展望	47

第4章：ユニバーサル・サービス・コスト再考

1 節 ユニバーサル・サービス・コスト	49
2 節 海外事例にみるユニバーサル・サービス	
2. 1 ユニバーサル・サービス維持の方策	51
2. 2 ユニバーサル・サービス・コストの負担者	54
3 節 わが国におけるユニバーサル・サービス	
3. 1 ユニバーサル・サービス維持の方策	56
3. 2 わが国におけるコスト負担者の留意点	59
4 節 ユニバーサル・サービス・コストの算定	
4. 1 ユニバーサル・サービス・コストの算定方法	60
4. 2 審議会答申におけるコスト算定の留意点	62

はじめに

～分析の目的と手法～

1 節 本報告書の目的

2015 年 11 月 4 日、日本郵政株式会社(以下、日本郵政)、およびその子会社であった株式会社ゆうちょ銀行(以下、ゆうちょ銀行)と株式会社かんぽ生命(以下、かんぽ生命)の郵政 3 社が東京証券取引所 1 部に上場を果たした。

初値は 3 社ともに売出価格を上回り、株式市場全体の好調に後押しされる形で順調に推移していたものの、年が明けた 2016 年 1 月にゆうちょ銀行が初値を下回ったのを皮切りに、2016 年 6 月以降は 3 社ともにほぼ売出価格を下回っており、上場から丸 1 年の 2016 年 11 月 4 日時点での株価は、日本郵政が 1,261 円(売出価格 1,400 円)、ゆうちょ銀行が 1,195 円(売出価格 1,450 円)、かんぽ生命が 2,121 円(売出価格 2,200 円)となっている。

郵政 3 社は、上場によって新たな株主からの企業価値向上への圧力にさらされるだけでなく、郵政 3 社自身も次の売り出しに向け更なる企業価値向上に努める必要に迫られている。こういった現状において、この上場という大きなイベントを経て郵政 3 社の経営状態はどのように変化したのであろうか。また、今後求められる企業価値の向上にむけて、どのような未来像が描けるのだろうか。

本報告書の第 1 章～第 3 章ではこのような問題意識にもとづき、上場後の年度を含む郵政 3 社の財務諸表から読み取れる経営状態とその問題点を明らかにし、日本郵政グループが置かれている環境について考察した。その上で、現在の経営状態から理論的に導かれる企業価値と、実際に資本市場で値付けされた企業価値の差異を分析することにより、今後の日本郵政グループ各社の未来の展望について、いくつかの示唆を与えることができると考える。

またさらに、山間へき地を含む日本の隅々に及ぶ物流、金融、保険のサービス、いわゆるユニバーサル・サービスを提供している、公益性の高い事業を営む日本郵政グループ(特に日本郵政および日本郵便)において、不可避免的に生じる非効率性は誰が、どのように負担するものであるのかについて、第 4 章で検討を行った。

2 節 分析の方法

第 1 章～第 3 章においては、財務諸表分析（ファンダメンタル分析）に依拠して推定した理論株価と実際株価の差異を、上場 3 社に対する資本市場の付加的期待として読み取り、その感応度分析を通じて各社の将来像を展望している。本報告の分析対象は、ゆうちょ銀行(第 1 章)、かんぽ生命(第 2 章)、日本郵便(第 3 章)であり、それぞれが営むビジネスモデルや企業規模などを勘案した比較対象企業を選定したうえで、その比較を通じて企業の分析を行う。

なお、特にことわりのない場合は、文中の数値および図表は各企業の有価証券報告書またはディスクロージャー誌によって公表されたデータより本分析チームが計算したものを使用し、作成している。

2.1 経営分析（財務諸表分析）

経営分析では、収益性、生産性、安全性の 3 つの観点から計算される指標を用いて財務諸表分析を行う。それぞれの指標の計算方法とその含意は次のとおりである。

（1）収益性指標

・ ROA(総資本事業利益率)

有する資本(総資本、総資産)に対してどの程度利益をあげられているかを表したものである。総資本の使用の収益性を表す。

$$ROA = \frac{\text{営業利益} + \text{持分法利益} + \text{受取利息・配当}}{\text{総資産}} = \frac{\text{事業利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$$

ただし

$$\text{売上高事業利益率} = \frac{\text{事業利益}}{\text{売上高}}$$

$$\text{総資本回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$$

・ ROE(自己資本純利益率)

有する自己資本を使ってどの程度利益をあげられているかを表したものの。自己資本の使用の収益性を表す。

$$ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}^1$$

ただし

$$\text{売上高純利益率} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}}$$

$$\text{総資本回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$$

$$\text{財務レバレッジ} = \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

・ 有形固定資産回転率

売上高が有する有形固定資産の何倍であるかを表した指標。有形固定資産の使用の効率性を表す。

$$\text{有形固定資産回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{有形固定資産}}$$

(2) 生産性指標

・ 付加価値額

企業が購入した原材料やエネルギーに対して、新たに生み出した価値を表す。

$$\text{付加価値額} = \text{人件費} + \text{賃貸料} + \text{税金} + \text{他人資本利子} + \text{税引後利益}$$

¹ 米国・デュポン社がこの式の分解を利用して財務管理を行っていたことから、この分解をデュポン・システムと呼ぶこともある。

・労働生産性

従業員 1 人当たりの付加価値額。人的資本からみた生産性の尺度として用いられる。

$$\text{労働生産性} = \frac{\text{付加価値額}}{\text{従業員数}} = \frac{\text{有形固定資産}}{\text{従業員数}} \times \frac{\text{付加価値額}}{\text{有形固定資産}}$$

・設備生産性

有形固定資産 1 単位当たりの付加価値額。物的資本から見た生産性の尺度として用いられる。

$$\text{設備生産性} = \frac{\text{付加価値額}}{\text{有形固定資産}}$$

・労働分配率

付加価値額に占める人件費の割合。

$$\text{労働分配率} = \frac{\text{人件費}}{\text{付加価値額}}$$

(3) 安全性指標

・流動比率

流動負債に対する流動資産の割合。1 年以内の返済すべき負債に対し、その返済に充当しうる 1 年以内ないし通常の営業循環の中で現金化される資産の倍率を表しており、短期的な安全性を担保するためには通常 100% を超えていることが求められる。

$$\text{流動比率} = \frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}}$$

・ 当座比率

流動資産に対する当座資産の割合。流動比率と同様の指標であるが、流動資産より現金化が早く、また確実と考えられる当座資産を用いることでより堅実な短期的安全性の指標となる。

$$\text{当座比率} = \frac{\text{当座資産}}{\text{流動負債}}$$

・ 自己資本比率

総資産に対する自己資本の割合。長期的な安全性の指標であり、大きいほど安全性が高い。

$$\text{自己資本比率} = \frac{\text{自己資本}}{\text{総資産}}$$

・ 固定比率

自己資本に対する固定資産の割合。長期にわたって使用する固定資産は可能であれば自己資本の範囲内にすることが望ましく、100%を下回っていることが望ましい。

$$\text{固定比率} = \frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本}}$$

・ 長期固定適合率

自己資本比率と少数株主持分、固定負債の合計額に対する固定資産の割合。固定比率と同様に長期的に拘束される固定資産の源泉として返済の必要ない自己資本や少数株主持分と返済までの期間が長い固定負債の合計額で賄われていることが望ましく、100%を下回っていることが求められる。

$$\text{長期固定適合率} = \frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本} + \text{少数株主持分} + \text{固定負債}}$$

2.2 企業価値評価および差異分析

財務諸表分析の結果から、郵政 3 社の今後の業績について一定の妥当性を持ったシナリオを描くことができる。そのシナリオに沿って、将来業績を予測したうえで、残余利益モデルを用いることにより、理論的な株価の算出が可能となる。

(1) シナリオ（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（またはキャッシュフロー）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（またはキャッシュフロー）の流列の現在割引価値の総和と考えられるからである。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、各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あたって、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。したがって、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推定できるとされている²。しかしながら、非上場企業である郵政グループの各企業については、そうした方法では資本コストが計算できない。そこで、本報告では、2012 年の調査³において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が平均 6% 台⁴と答えていることに着目し、理論株価の推定に用いる資本コストを 6% とすることにした。

² 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もいわれている。

³ 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。

⁴ その回答では、最小 2%、最大 9%、最頻値 8%となっている。

(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)の割引現在価値の総和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。

以上の手順で計算された理論株価と実際株価との間には通常、差異が生じる。その差異は、ファンダメンタル分析に依拠したシナリオと市場の将来予測とが異なっていることから生じると考えられる。したがって、この差異を分析することによって、市場の期待を知る手掛かりを得ることができる。本報告書ではこの分析を「差異分析」と呼ぶ。

第1章

ゆうちょ銀行の現状と課題

～リスク管理の取り組みの必要性～

1節 ゆうちょ銀行の基本データ

ゆうちょ銀行の企業分析、企業価値評価を行うにあたり、まず基本的な財務データの経年変化をみる。

資産規模の微増と、収益・利益額の減少傾向

図表 1-1 の単体財務データを概観すると、多少の変動はあるものの、大きな変化はみられない。総資産は微増傾向にあるものの、負債も同様に増加しており、純資産に大きな変化は見られない。2015 年度において経常利益および純利益が減少したのは、低金利政策の影響が大きいと考えられる

図表 1-1 主要な単体財務数値

(単位：百万円)	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度
総資産	199,840,681	202,512,882	208,179,309	207,056,039
負債	188,843,123	191,048,358	196,549,097	195,547,888
純資産	10,997,558	11,464,524	11,630,212	11,508,150
経常収益	2,125,888	2,076,397	2,078,179	1,968,987
経常利益	593,535	565,095	569,489	481,998
純利益	373,948	354,664	369,434	325,069

2 節 ゆうちょ銀行の経営分析

ゆうちょ銀行の経営分析に関しては、メガバンク 3 グループの中心となる 3 行(三井住友銀行、みずほ銀行、三菱東京 UFJ 銀行)との比較を通して行う。ゆうちょ銀行は貸出業務を制限されていることや、主な営業が郵便局で行われており地域に密着しているなど、メガバンクとイコール・フッティングのビジネスモデルとはいえない面もある一方、経営規模は地方銀行等と比べかなり大きく、比較が困難なため(ゆうちょ銀行の預金残高は、地方銀行で最も大規模な横浜銀行のおよそ 13 倍)、この 3 行を比較対象としている。

2.1 収益性分析

収益性は、収益性分析の指標として一般的に用いられる ROE・ROA に加えて、その分解の要素となる売上高純利益率、売上高事業利益率や、有形固定資産回転率を検討する。まずは、図表 1-2、1-3 により ROE・ROA をみていく。

ROE は、メガバンク 3 社に比べて低水準での推移

ゆうちょ銀行の ROE がメガバンク 3 行に比べて低水準で推移していることがわかる。2014 年の ROE が改善しているのは、2014 年 9 月下旬に行った大規模な自社株買いの影響である。2015 年度に再度落ち込んでいるのは、日銀の大規模な低金利政策による当期純利益の低下によるものと考えられる。

図表 1-2 ROE の推移

(単位：％)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京 UFJ	みずほ
2011 年度	3.74	9.02	6.39	6.11
2012 年度	4.05	10.72	7.53	7.07
2013 年度	3.73	9.79	7.89	8.05
2014 年度	4.36	10.10	7.14	7.46
2015 年度	3.78	9.45	7.17	8.28

ROAについてもメガバンク3社に比べて低水準での推移

ROEと同様に、ROAもメガバンク3行に比べて低水準にあり、しかも低下傾向にある。総資産に大きな変化がみられないことから、低下傾向にあるのは利益が下がっていることが原因であるといえる。2014年の自社株買いで回復の兆しがみられたが、2015年には再び落ち込んだ。メガバンク3行も同様に下がっているが、ゆうちょ銀行の方が0.2%ほど低い状態が続いている。

図表 1-3 ROA の推移

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京 UFJ	みずほ
2011 年度	0.29	0.58	0.46	0.25
2012 年度	0.30	0.53	0.51	0.31
2013 年度	0.28	0.70	0.55	0.44
2014 年度	0.27	0.62	0.46	0.43
2015 年度	0.23	0.49	0.43	0.44

国債中心の運用からの脱却へ

次に、ゆうちょ銀行の総資産に占める国債の割合の推移を図表 1-4 に示す。図表 1-4 からわかるように、国債の総資産に占める割合は年々下がっており、2015 年には 4 割弱になった。その一方で総資産は増加している。これは、低金利政策による国債の利回り低下に伴い、国債一辺倒の運用体制から多様性のある運用体制へとシフトしてきたためである。この傾向は低金利政策が続く限りは続くと考えられる。

図表 1-4 国債保有割合の推移

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京 UFJ	みずほ
2011 年度	74.0	23.9	26.4	25.0
2012 年度	69.2	20.8	24.7	16.7
2013 年度	62.4	10.2	18.6	16.8
2014 年度	51.3	9.0	14.9	12.8
2015 年度	39.7	6.4	11.0	11.7

次に、図表 1-5、1-6、1-7 により売上高純利益率、売上高事業利益率、有形固定資産回転率の 3 つをみていく。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である。

高い有形固定資産回転率も、高い効率性を示すとはいえず

金融業の有形固定資産回転率は製造業等に較べて一般に高い水準にあるが、ゆうちょ銀行の有形固定資産回転率は、メガバンクと比較しても約 3～6 倍とさらに高い水準にある。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、ゆうちょ銀行は基本的に郵便局の一角で営業を行い、また簡易郵便局制度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。売上高純利益および売上高事業利益率が他行に比べ高い水準ではないことから、高い有形固定資産回転率が必ずしも高い効率性を表すわけではないと考えられる。

図表 1-5 売上高純利益率の推移

(単位：％)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京 UFJ	みずほ
2011 年度	15.0	19.9	16.5	15.4
2012 年度	17.6	26.1	19.7	16.8
2013 年度	17.1	25.3	21.0	24.2
2014 年度	17.8	25.2	18.2	19.6
2015 年度	16.5	24.4	17.0	22.6

図表 1-6 売上高事業利益率の推移

(単位：％)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京 UFJ	みずほ
2011 年度	25.8	31.9	28.3	20.0
2012 年度	27.9	31.3	31.3	23.2
2013 年度	27.2	33.8	33.8	37.9
2014 年度	27.4	30.3	30.3	33.6
2015 年度	24.5	26.9	26.9	33.6

図表 1-7 有形固定資産回転率の推移

(単位：回転)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京 UFJ	みずほ
2011 年度	14.0	3.2	3.1	1.6
2012 年度	13.7	3.3	3.0	10.9
2013 年度	14.4	3.2	2.8	2.4
2014 年度	11.5	3.9	3.7	3.0
2015 年度	10.8	3.7	3.7	2.9

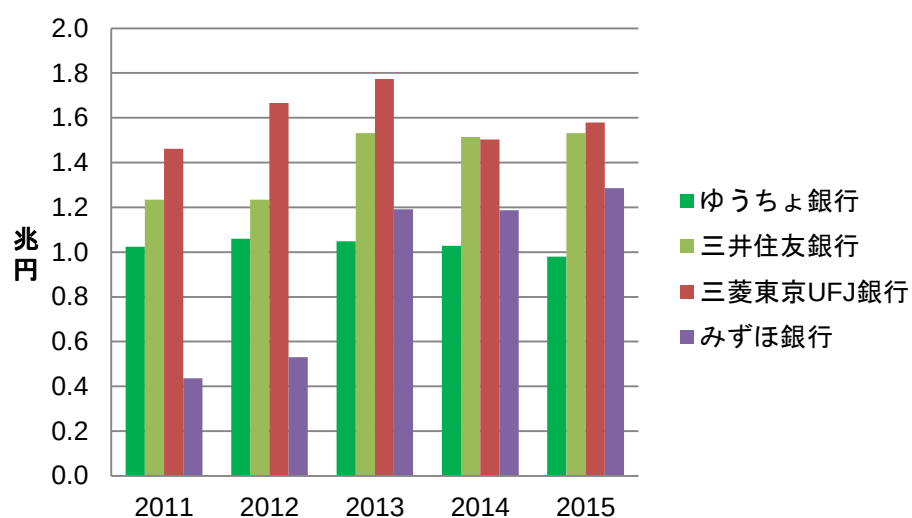
2.2 生産性分析

生産性分析は、付加価値額、設備生産性、労働生産性の分析により行う。

他行に比べ、低い付加価値額

まず図表 1-8 に示した付加価値額をみると、ゆうちょ銀行は 2011 年および 2012 年のみずほ銀行を除き、メガバンク 3 社に比べて値が小さい。これは総資産に占める国債の割合の大きさが約 4 割と高いことによるものであると考えられる。例えば三菱東京 UFJ 銀行では、同程度の割合を貸出金が占めており、高い利回りでの運用を行っている。

図表 1-8 付加価値額の推移

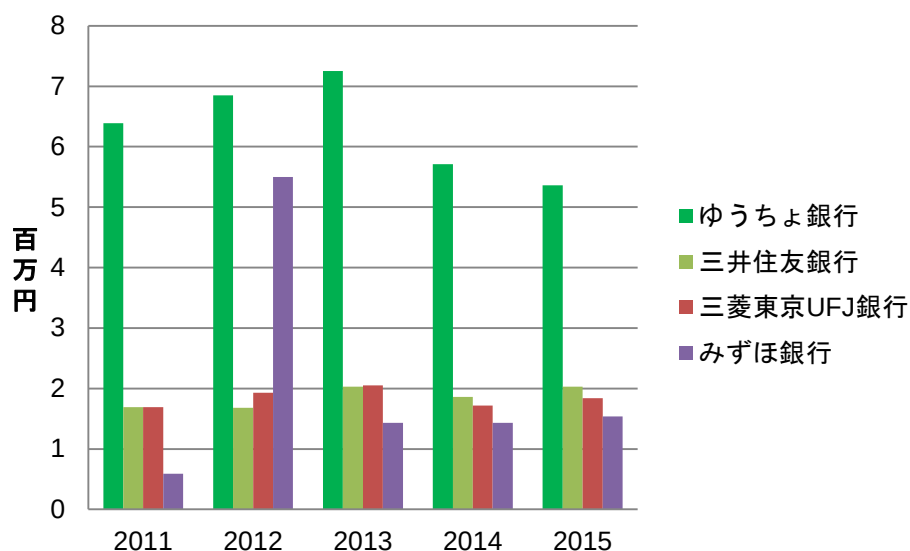


グループの強みを生かした高い生産性指標

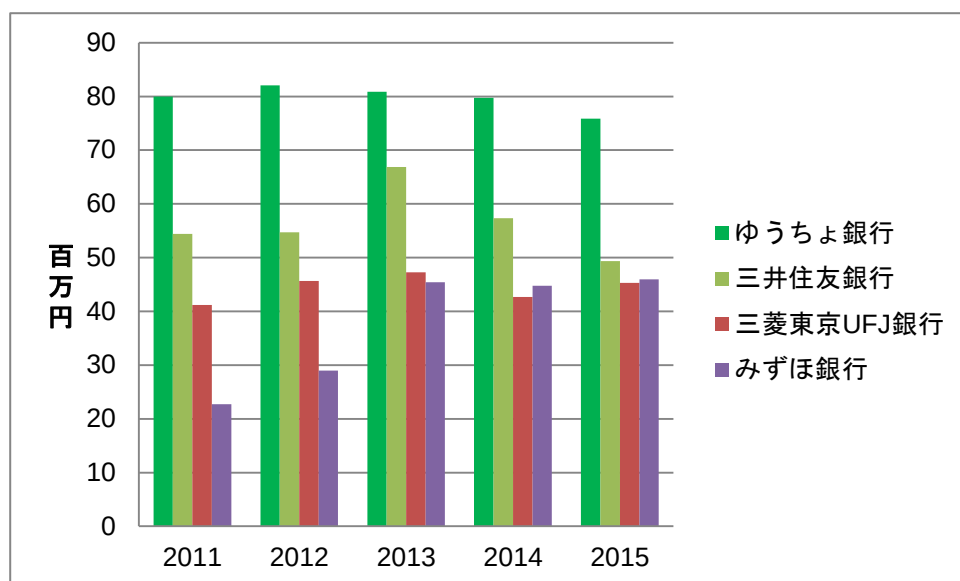
次に図表 1-9、1-10 に示した設備生産性および労働生産性をみると、共にメガバンク 3 行より高い値となっている。この理由として、例えばゆうちょ銀行の窓口業務を郵便局で行うことに見られるように、ゆうちょ銀行が日本郵政の他事業と施設や従業員を共有できることが挙げられる。

今後、国債以外の資産の運用割合が高くなると、より高度な運用ノウハウを持つ人材の育成・採用が必要になってくる。そのため、人件費に関してはかさんでいく可能性があるといえ、人件費の増加に見合った付加価値の追求が課題となる。

図表 1-9 設備生産性の推移



図表 1-10 労働生産性の推移



2.3 安全性分析

安全性・リスクの分析を、自己資本比率を用いて行う。

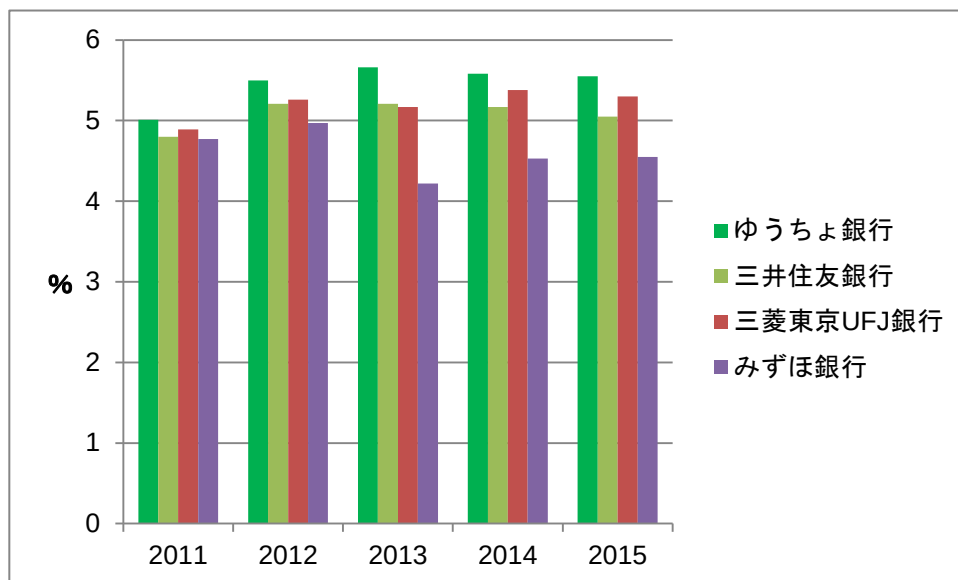
5 年間のゆうちょ銀行、三菱東京 UFJ 銀行、三井住友銀行、みずほ銀行の自己資本比率をグラフにすると、図表 1-11 のようになった。

グループの強みを生かした高い生産性指標

国債はその他有価証券と比べ、景気変動の影響を受けにくいとされている。ゆうちょ銀行は保有資産の約 4 割が国債となっており、リスク回避型の収益構造をしているといえる。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、粗付加価値額および純利益ではメガバンク 3 社を下回っている（「収益性分析」参照）。

各金融機関の自己資本比率をみると、4%から 6%弱の間で推移している。ゆうちょ銀行は、利益剰余金およ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、2013 年以降は安定しており、その水準は三菱東京 UFJ 銀行、三井住友銀行と同水準である。

図表 1-11 自己資本比率の推移



3節 ゆうちょ銀行の企業価値分析

本節の目的は、ゆうちょ銀行の実際の株価と、理論上の株価とを比較し、その差異の原因を探ることで、ゆうちょ銀行の現状と今後を検討することである。

3.1 理論株価推定のためのシナリオ

ゆうちょ銀行の理論上の企業価値は、約2兆7460億円

ここまでの経営分析結果からゆうちょ銀行は安全性の高い企業であるといえる。またその収益構造からしても、おそらく急激に業績が悪くなることは考えにくい企業であるともいえる。しかし、ゆうちょ銀行は現在減収減益であり、今後もある程度の期間その流れが続くと、ゆうちょ銀行も述べている。この原因は低金利によるものであり他の銀行も同じ流れにあると思われる。

ゆうちょ銀行は、他のメガバンクと比較してその利益水準は低いが、国債の保有率を減らし、リスク資産向けのポートフォリオを前年に比べて20兆円増額し、外部から専門の人材を積極的に雇い入れるなど、増収策を講じている。

そこで、次のようなシナリオを設定し、理論株価を推定する。

- ゆうちょ銀行の経常収益成長率は、過去5年間の平均である1.01%とする。低金利政策のあおりを受け、減収減益の状況が続いており、多少楽観的すぎるとも考えられるが、ポジティブ・ネガティブ様々な外的要因が作用するなか、ゆうちょ銀行の本来の成長を重視するという視点からこの数値を用いる。
- 純利益率を同様に過去5年間の平均である12%とする。

配当性向は、ゆうちょ銀行が50%以上を維持すると発表していることから、50%とし、資本コストを6%として残余利益モデルにあてはめる。その結果、ゆうちょ銀行の理論上の企業価値は約2兆7460億円となった。

3.2 実際株価と理論株価の差異分析

ゆうちょ銀行の実際の
企業価値は、約 4 兆
5000 億円

ゆうちょ銀行の上場から 1 年後である 2016 年 11 月 4 日の株価は 1,195 円であった。発行済み株式総数は 37 億 4948 万株（自己株式を除く）であるので、時価総額は約 4 兆 5000 億円となる。

理論上の株価から計算した企業価値と比較すると、実際株価が約 2 兆円大きくなっている。これは、市場の将来予測が、ファンダメンタル分析に依拠して作成したシナリオとは異なっていることを反映したものである。この差異を分析することにより、市場のゆうちょ銀行に対する期待を数量的に推定することができる。

市場はゆうちょ銀行に
メガバンク並みの収益
性を期待していること
が示唆された

市場がゆうちょ銀行に対して前述のシナリオ以上の期待を持っていると考えられることから、メガバンク 3 行の数値を参考に再度残余利益モデルを用いて差異を分析する。ここでは恒常純利益率をメガバンク 3 行の過去 5 年間の平均である 21.8%とし、その他の条件を変えず残余利益モデルを使用した。すると、企業価値は約 5 兆 2960 億円となり、実際の株価より計算された企業価値にかなり近づくことになる。

このことから、市場はゆうちょ銀行がメガバンク並みの水準まで成長するのではないかと考えている可能性が示唆される。つまり、ゆうちょ銀行には、これまで進めてきた投資の方向性の変化などを継続させていくことが求められていると考えられるのである。

3.3 差異分析からみえる今後の展望

日本郵政グループは、中期経営計画「新郵政ネットワーク創造プラン」を発表している。その中の、事業戦略軸に「ゆうちょの収益増強」「収益拡大を目指した資金運用の高度化」が挙げられている。ここでは、この2つの内容を中心にゆうちょ銀行の今後の動向を考察する。

住宅ローン算入への置
きたい

前述のとおり、ゆうちょ銀行は日銀の低金利政策によって国債運用での収益性が低下している。それ自体は全ての銀行に共通の事態だが、元々官営のゆうちょ銀行は、「民業圧迫」の声もあり住宅ローン・法人向け融資を行うことを許可されていないため、他の銀行より対応策の選択肢が限られていた。現在はスルガ銀行と連携することで住宅ローンの仲介業務を手掛けているが、昨年上場を果たしたことで民営となったことが十分にアピールされたため、今後許可が降りることが期待される。

不動産・リスク資産運用
に向けての取り組みの
開始

また、ゆうちょ銀行は「不動産」と「リスク資産」へ投資先を切り替えることによって収益性向上を目指そうとしており、特に不動産投資については、2016年2月1日付で本社市場部門の下に不動産投資部を新設するなどの動きをみせている。

リスク資産投資については、前述の中期経営計画の中で、2017年までにサテライト・ポートフォリオ(分散投資のポートフォリオのうち、高い利益を得るための比較的ハイリスク・ハイリターンなもの)を現在の46兆円から60兆円規模に拡大すると発表しており、図表1-4に明らかなように、既に外国債券などの保有高を増やしている。さらに、高度な資産運用を行える専門職を雇用するとしている。

収益増強は、「総預かり資産の拡大」と「役務手数料の拡大」を目標にしている。

総預かり資産の拡大に関して、具体的に「2015～2017 年の 3 年間で貯金額を 3 兆円、資産運用商品を 1 兆円増やす」という目標が設定されており、給与口座と年金口座などのクロスセルを推進するとしている。

役務手数料、すなわち ATM やクレジットカードなどの利用者からの手数料の拡大については、コンビニなどの利便性の高い場所に ATM をさらに増置し(2018 年より、ファミリーマートに設置されたゆうちょ銀行の ATM 利用時の手数料を基本無料にする)、クレジットカードコンサルティングの人材を育成・雇用していくとしている。

リスク管理への早急な取り組みが必要

低金利政策によって運用益が減少したのは全ての銀行に当てはまることであるが、これまで国債中心の運用を行ってきたゆうちょ銀行は「リスク資産への分散投資初心者」であるといえ、専門職の早期の雇用が必要となるだろう。これに加え、コンサルティングの人材育成にも力を入れていくことから、今後人件費の増大が予想される。しかし、こうした高度専門人材の雇用・育成に伴って、リスクの高い投資を進めていったとしても、失敗すれば大きな損失となりうることに注意しなければならない。

それでも、自ら掲げたこの中期経営計画が実を結べば、民営化の大きな成果として市場評価が高まるだろう。この計画の今後に期待し、注視していきたい。

第2章

かんぽ生命の現状と課題

～民営化の実質化が企業価値に大きな影響を及ぼす～

1 節 かんぽ生命の基本データ

かんぽ生命の企業分析、企業価値評価を行うにあたり、まずは基本的な財務データの経年変化をみる。

資産規模・経常収益は減少傾向も、安定した利益

まず図表 2-1 のかんぽ生命の連結財務諸表を概観する。貸借対照表については、事業規模を表す総資産が減少する一方で、純資産が増加傾向にある。次に損益計算書関連の項目を見ると、経常収益が減少傾向にあるものの、純利益はどちらかといえば増加傾向にある。また特徴的な点として、貸借対照表・損益計算書の双方に責任準備金が大きくかかわっていることがうかがえる。

かんぽ生命の分析において重要になるのが、旧制度の名残ともいえる、簡易生命保険とそれに係る責任準備金である。概観した時点でもその影響の大きさがわかるだろう。旧制度の影響と新制度の影響のどちらが大きくなるのかということが、かんぽ生命の経営分析および企業価値評価に重要なポイントになる。

図表 2-1 主要な連結財務数値

(単位：百万円)	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度
総資産	90,462,364	87,088,626	84,911,946	81,543,623
負債	88,997,593	85,554,169	82,942,802	79,665,171
内、責任準備金	81,401,981	77,745,490	75,112,677	72,362,503
純資産	1,464,771	1,534,457	1,969,143	1,878,452
経常収益	11,834,920	11,233,925	10,169,236	9,605,818
内、責任準備金戻入額	3,741,858	3,656,490	2,632,889	2,750,098
純利益	91,000	63,428	81,758	86,338

2 節 かんぽ生命の経営分析

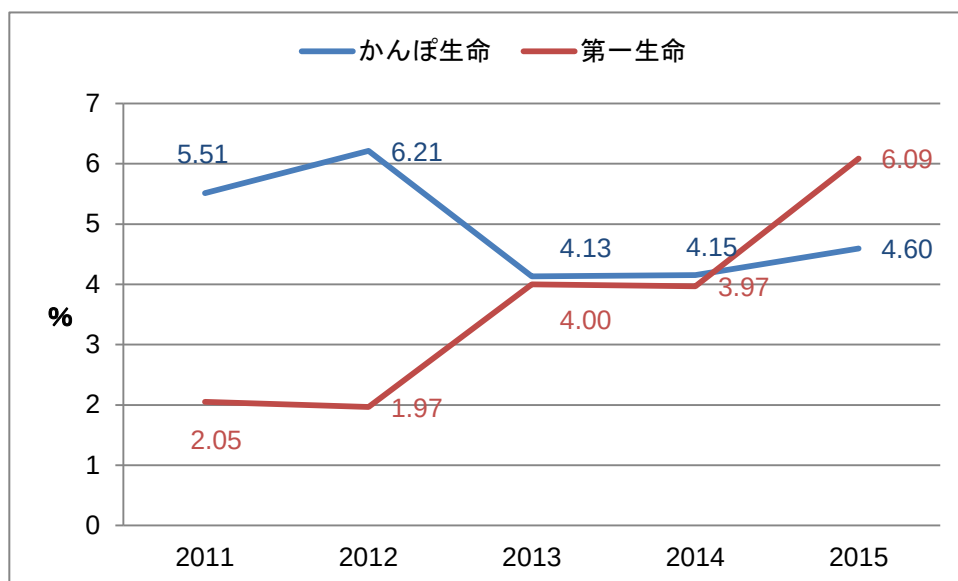
かんぽ生命の経営分析に関しては、第一生命(連結)との比較を行う。これは、主として生命保険業を営む企業の多くが株式会社の形態をとっておらず、特に上場企業としては第一生命しか存在していないことによる。

2.1 収益性分析

民間と比較して遜色ないROEを誇る

図表 2-2 はかんぽ生命と第一生命の ROE の比較図である。かんぽ生命の ROE は 2011 年度頃には第一生命を大きく上回っていた。しかしその後は、第一生命の ROE が右肩上がりに改善される一方で、かんぽ生命の ROE は下降傾向にある。結果として 2015 年度の ROE は第一生命の方が上回っている。

図表 2-2 ROE の推移



高いROEも、財務レバレッジによる影響が大きい

このROEをデュポン・システム⁵で分解してみると、総資産回転率(図表2-4)に差はないものの、売上高純利益率(図表2-3)と財務レバレッジ(図表2-5)に差異がみられた。かんぽ生命の売上高純利益率は、ほぼ横ばいから微増傾向にあるが、第一生命の売上高純利益率は右肩上がりの伸びをみせており、その差は大きくなっている。一方、財務レバレッジはどの年度をみてもかんぽ生命の方が大きく上回っている。

図表 2-3 売上高純利益率の推移

(単位：％)	かんぽ生命	第一生命
2011 年度	0.54	0.41
2012 年度	0.77	0.61
2013 年度	0.56	1.29
2014 年度	0.80	1.96
2015 年度	0.90	2.43

図表 2-4 総資産回転率の推移

(単位：回転)	かんぽ生命	第一生命
2011 年度	0.13	0.15
2012 年度	0.13	0.15
2013 年度	0.13	0.16
2014 年度	0.12	0.15
2015 年度	0.12	0.15

図表 2-5 財務レバレッジの推移

(単位：倍)	かんぽ生命	第一生命
2011 年度	76.2	33.7
2012 年度	61.8	21.6
2013 年度	56.8	19.4
2014 年度	43.1	13.9
2015 年度	43.4	17.0

⁵ 本報告書、3 頁参照。

以上の分析から、かんぽ生命の ROE は、財務レバレッジの高さに起因することがわかる。また図表 2-6 から財務レバレッジが高い原因は責任準備金⁶の大きさにある。さらに、責任準備金の戻入が収益に多大な影響を及ぼしていることが図表 2-7 からわかる。これらを踏まえると、かんぽ生命の ROE は必ずしも収益性の高さを表しているとはいえない。

図表 2-6 総資産に占める責任準備金の割合の推移

(単位：%)	かんぽ生命	第一生命
2011 年度	90.88	89.23
2012 年度	89.98	86.88
2013 年度	89.27	86.39
2014 年度	88.46	83.54
2015 年度	88.74	85.97

図表 2-7 経常収益に占める責任準備金戻入額の割合の推移

(単位：%)	かんぽ生命	第一生命 ⁷
2011 年度	32.07	—
2012 年度	31.62	0.02
2013 年度	32.55	0.02
2014 年度	25.89	—
2015 年度	28.63	—

⁶ 責任準備金とは、将来の保険金・年金・給付金の支払いに備え、保険業法で保険種類ごとに積み立てが義務付けられている準備金である。

⁷ 「—」は「責任準備金戻入額」が「その他の収益」に含まれるため計算ができない。

収益における過去の遺産ともいえる責任準備金の影響が大きい

責任準備金は契約数が多いほど増え、またその保険金額が高いほど増える。かんぽ生命は従来、国の簡易保険制度を担っていたことを考えると、責任準備金が多いこと自体は自然なことである。しかし、図表 2-7 からわかるように、問題は過去の責任準備金からの戻入が大量に発生しており、かつこれが現在の収益を支えている点である。第一生命の戻入額は僅少であり、責任準備金の繰入が多いことから、やはり、かんぽ生命の巨額の責任準備金戻入は異常といえるだろう。

現在の責任準備金の戻入は、旧制度である簡易生命保険の減少に起因する。これは不可避免的に発生するものである。しかしこの責任準備金の戻入を差し引くと、純利益は赤字になることから、現行の新制度であるかんぽ生命保険による収益のみでは利益を生み出せていない。つまり過去の遺産を取り崩すことで利益水準を維持している状態であるといえ、この事実は市場にはネガティブに捉えられる可能性がある。図表 2-8 は新旧保険の契約数の推移であり、保険契約総数が減少していることが確認できる。新保険は増加しているが、旧保険の減少を補えるほどでないことがわかる。

図表 2-8 新旧保険の契約数の推移

(単位：千件)	新制度	旧制度
2011 年度	8,019	31,016
2012 年度	9,872	26,934
2013 年度	11,668	23,196
2014 年度	13,539	19,950
2015 年度	15,350	16,973

2.2 生産性分析

データ上の制約により
生産性分析は困難

かんぽ生命の生産性分析は、今年度も見送る。その理由としては、生産性分析の中心となる付加価値額の算定がデータの制約で算定できないことや、保険業の特質を考えると、生産性分析によって得られる成果がわかりにくいことが挙げられる。その結果として、他の分析結果から得られる考察の方向性を不明瞭なものとしてしまう可能性があると考えた。

2.3 安全性分析

安全性の分析として、まず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。これは、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するための「支払余力」をどれだけ有しているかを判断するための指標となる。

かんぽ生命の安全性は
極めて高い

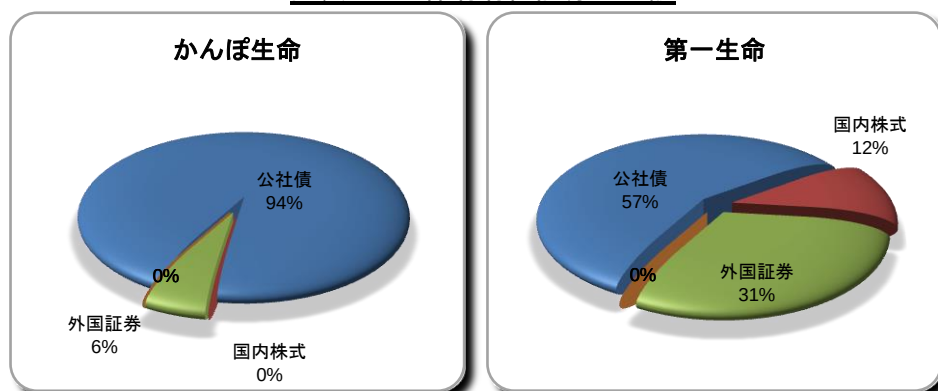
図表 2-9 より、かんぽ生命のソルベンシー・マージン比率は行政指導の対象となる 200%を大きく上回っており、突発的なリスクに対して、かんぽ生命は高い支払余力を誇るといえる。

次に両社のポートフォリオを比較する。両社の資産運用の状況を比較すると、2015 年度は総資産に占める有価証券の割合はかんぽ生命・第一生命ともに約 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 2-10 からわかるように、第一生命の有価証券における公社債の割合が約 58%である。それに対し、かんぽ生命の公社債の割合は約 94%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、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。

図表 2-9 ソルベンシー・マージン比率の推移

(単位：%)	かんぽ生命	第一生命
2011 年度	1336	575
2012 年度	1467	715
2013 年度	1623	772
2014 年度	1644	913
2015 年度	1570	900

図表 2-10 保有有価証券の内訳



安全性と表裏一体の低
収益

かんぽ生命の安全性が高いことがわかったが、このことからかんぽ生命がリスクテイクを行っていない収益性の低い企業であるとの解釈もできる。株式上場により、投資家からこの極めて高い安全性に対して、リスクテイクを伴った収益性向上を期待する声が大きくなるだろう。なお、2016 年 1 月 29 日に日銀がマイナス金利の導入を発表している。これを受けてかんぽ生命は、外債の取扱比率の上昇を含めたポートフォリオの見直しを検討している。

2.4 今後の展望

保険業界のマクロ環境
は大きく変化している

生命保険業界において日本の市場規模は世界第 2 位であり、生命保険加入率は 85 %以上と高水準である。しかし、少子高齢化による人口減などの影響により今後市場は縮小していくことが見込まれる。また外資系保険会社や損害保険会社の生命保険への参入などによりシェア争いが激化していくと見込まれる。そこで、M&A によりシェアを増やしていこうとする動きもみられる。需要動向の変化に関しては、平均寿命の延伸により死亡保障商品から医療保険および終身保険へ需要がシフトしてきている。販売チャネルもネットなど多様になっている。資産運用の面においては安全資産の公社債への投資からハイリスクハイリターンの外債投資による資産運用が行われるようになってきている。

TPP の影響はいったん
弱まる

TPP 参加によって、日本の保険商品と比べて圧倒的にコストパフォーマンスの良い海外の保険商品が日本に入ってくることになると予想されているが、かんぽ生命の株がすべて市場で売却されるまでは政府が間接的にかんぽ生命の株を保有していることになるため、海外の生命保険会社から、かんぽ生命は政府の後ろ盾があると考えられ、かんぽ生命は当分の間新商品が認可されないことになっている。そこで、かんぽ生命はアフラックの保険商品を販売することで手数料収入を得ている。ただし、トランプ大統領の就任により、TPP の先行きが不透明であり、今後の展開を注視していく必要がある。

2016 年度におけるかん
ぽ生命の動きと今後の
展望

【2016 年度の主な動き】

- 4 月 19 日 ベトナム国営郵便会社、第一生命と 3 社協力関係の覚書締結
- 5 月 9 日 無料電話相談サービス開始
- 8 月 2 日 保険料改定
- 10 月 1 日 かんぽ生命 100 周年

2016 年度のかんぽ生命の主な動きから、昨年度に続き、中期経営計画に沿って着々と収益力の増強策を準備している様が見て取れる。4 月のベトナム郵便、第一生命との協力関係締結により、かんぽの海外展開の足掛かりを作ること成功した。8 月の保険料改定では、高齢者向けの保険料を安く、逆に若年層への保険料を引き上げる傾向がみえた。5 月に高齢者向けプランにおける無料電話相談サービスも開始しており、高齢化に伴い増加するであろう高齢者層をターゲットとして今後も契約数を確保していくことが予想される。また、昨年度ではあるが 2015 年 12 月に保険の加入限度額が 2,000 万円に引き上げられたことも考え合わせると、保険単価が上昇し、利益率が改善される可能性が高い。

また、新保険よりも、従来の保険の契約数、収益性を伸ばすことに注力していることが、今年度の動きにも表れている。来年度で一区切りとなる中期経営計画であるが、企業価値の向上を目指した動きが期待される。

3節 かんぽ生命の企業価値分析

この節では、以上で行ってきたかんぽ生命の経営分析の結果を踏まえ、かんぽ生命の企業価値評価を行う。本節の目的はかんぽ生命の実際の株価と、理論上の株価とを比較し、その差異の原因を探ることで、かんぽ生命の現状と今後を検討することである。

3.1 理論株価推定のもととなるシナリオ

・収益減少、利益増加傾向の継続
・収益低下の底打ちが到来

目下安全性に問題がないことを考えると、収益・利益のトレンドが短期的に維持されると仮定できる。具体的にみていくと、かんぽ生命の収益は減少傾向にあった。これは旧契約である簡易生命保険が減少して発生する、責任準備金戻入額が減少しているためである。そしてこの戻入額は簡易生命保険が既に募集を停止しているため、確実にゼロに近づいていく。この額は変化率が現状のままであれば10年程度でゼロに近くなる。一方新契約であるかんぽ生命保険は契約数が増加傾向にあることがみて取れる。利益については収益の構造変化の結果として多少の変動はあるが増加傾向にある。現在の利益率水準が、他の生命保険大手のそれと比較しても低い水準にあるため、伸びしろはあると思われる。

以上の考察を踏まえ、企業価値評価のベースとなる仮定であるシナリオを策定する。

- かんぽ生命は今後数年の間に企業のスリム化が進み、収益下落・利益増の傾向が続く。
- 新契約増加の影響が旧契約減少の影響を上回ったとき、収益は底打ちして成長軌道に乗る。

収益の底打ちのタイミングは一概に判断できないことから、底打ちまでの期間を変数として評価結果のレンジを取る。

かんぽ生命の理論上の
企業価値は約 1.5 兆円
～4.3 兆円

今回の企業価値評価の重要なスタンスとして、かんぽ生命が一貫して民間企業に変化していくことを想定している。これは予想の単純化のためである。考慮すべき事項は多々あるが、わかりやすさと予想の複雑さから、いくらか現実を捨象している。

企業価値評価には、残余利益モデルを使用する。まず収益を予測し、そこに予想純利益率を掛け合わせることで純利益を計算している。ここで、最終的に収束していく経常収益の成長率および純利益率のことを恒常経常収益成長率、恒常純利益率と呼称する。これは民間の生命保険大手の水準と同程度としており、かんぽ生命が取りうる最高の水準と意味づけている。具体的には次の 2 つのシナリオを想定する。

- 現状の経常収益成長率が収益底打ちの年度に向けて、ゼロに近づき、底打ち後は民間企業並みの 2% を達成する。
- 純利益率は現状の値から 10 年かけて民間並みの水準(2%)に向上する。

また、資本コストは 6%、配当性向はかんぽ生命発表の配当性向目標値の中間である 40% を使用した。

以上のシナリオによって計算した結果が図表 2-11 である。

図表 2-11 理論上の企業価値

底打ちまでの期間	1 年	⇔	10 年
理論上の企業価値	4 兆 2553 億円	⇔	1 兆 5191 億円

3.2 実際株価と理論株価の差異分析

割安なかんぽ生命の企業価値

理論株価と実際株価を比較すると、理論株価のレンジが実際株価の上方に外れている。現実的に底打ちが発生するタイミングは10年後程度だと述べた。よって現実的な値は1.5兆円ほどだろう。それでも現在の株価は割安だといえる。

これについて、第一生命とかんぽ生命の比較を今一度行くと、収益規模はかんぽ生命の方が大きい、時価総額はかなり小さいことがうかがえる(図表2-12)。しかし、かんぽ生命の収益のかなりの部分が、過去の遺産であるところの責任準備金の取崩から来ていることを踏まえると、第一生命の時価総額との間に差があることは自然なことだと思われる。

図表 2-12 経常収益・純利益・総資産・時価総額の比較

項目	かんぽ生命	第一生命
経常収益	9兆6058億円	7兆3339億円
純利益	8634億円	1785億円
総資産	81兆5436億円	49兆9249億円
時価総額	1兆2726億円	1兆7713億円

以上の分析によって、今回提起したい論点は、「かんぽ生命の未知の実力」である。

かんぽ生命の理論株価は、先述のとおり、かんぽ生命が民間企業並みの収益成長率、利益率を獲得することを前提としている。そして実際株価は理論株価から大きくかい離しており、他の民間企業と比較しても、時価総額に差がみられる。この原因として考えられるのは、そもそもの前提が異なっているということ、つまり市場はかんぽ生命が民間企業化することを考えていないという可能性だ。市場はかんぽ生命の潜在的収益力を無視しているのかもしれない。そこでかんぽ生命の潜在的な収益力について考えていく。

かんぽ生命においては、
国からの規制の影響が
大きいと考えられる

まず、かんぽ生命には大きな優位性がある。それは郵便局ネットワークを基礎とした販売網であり、ブランド力である。多くの企業がこのネットワーク構築に尽力していることを考えると、この事実は、かんぽ生命がすでにかんぽ生命の優位性を持っていることを物語っている。この優位性の大きさは、民業圧迫の懸念がいまだに強くあることから伺える。競合他社はかんぽ生命がこのネットワークを有効活用した場合に、顧客が取られることを恐れているのであり、それだけの効果があると考えているともいえるだろう。

また保険商品の認可が下りづらいという現状も、かんぽ生命を縛り付けている。かんぽ生命はその優位性の十全な発現を封じられているといえるのではないだろうか。

現在の株価は、こうした多くの制約を持つかんぽ生命の現状を反映しており、必ずしもかんぽ生命という企業の潜在的収益力を反映していない可能性がある。とすれば、企業としての収益力は未知数であり、かんぽ生命と政府の動きによっては、市場の評価は変化し得ると考えられる。

ここまでの分析により、民営化の程度が企業価値評価に大きく影響していることが示唆された。仮にかんぽ生命の民営化が逆行ないし、現状維持された場合、かんぽ生命の企業価値は逡減しうる。逆に民営化が進行することで、企業価値の上昇の可能性は大きくなると考えられる。

本章の結論は、「民営化が進むことは、かんぽ生命の企業価値にプラスの影響を与える」ということだ。ただし、ここまでみてきたようにかんぽ生命を取り巻く状況は、一般企業と比較してかなり複雑である。これを踏まえると、かんぽ生命の今後を考えるうえで重要なのは、民営化がどこまで行われるかという点である。政府の動向や日本国内外の大手保険会社の動向など、外部環境を正確に把握することがかんぽ生命の今後を考えるうえで重要な点だといえるだろう。

第3章

日本郵便の現状と課題

～収益性向上のカギを握る国際物流事業～

1節 日本郵便の基本データ

日本郵便株式会社（以下、日本郵便）の企業分析、企業価値評価を行うにあたり、まずは基本的な財務データの経年変化をみる。

資産規模・収益の増加傾向と、不安定な利益額

まず図表 3-1 の単体財務データを概観すると、事業規模を表す総資産額や純資産額は、2013 年度以前と 2014 年度以降で大きく変化していることがわかる。これは、2014 年 9 月に日本郵政グループ内の資本組み換えを行ったことに起因するため、これをもって業績の拡大を位置づけることは難しい。しかし、同じく事業規模を表すとされる営業収益（一般企業の売上高に相当）は増加していることから、事業規模の拡大は進んでいると評価できる。その一方で、経営成績を表す利益に関しては、年度によるばらつきが大きくなっており、利益の安定性は欠いているといえる。

図表 3-1 主要な単体財務数値

(単位：百万円)	2012 年度 ⁸	2013 年度	2014 年度	2015 年度
総資産	4,806,509	4,801,764	5,441,962	5,293,145
負債	4,263,433	4,240,791	4,463,251	4,260,217
純資産	543,076	560,972	978,711	1,032,927
営業収益	(2,054,124)	2,773,958	2,819,144	2,935,101
営業利益	(91,219)	46,999	10,650	37,773
経常利益	(100,299)	52,532	22,010	49,641
純利益	(83,012)	32,911	15,423	47,174

⁸ 2012 年度は期中に郵便事業株式会社と郵便局株式会社が統合しており、収益・利益等のフロー項目は郵便事業会社の上半期分が含まれていないため、括弧つきで表記している。

続いて、図表 3-2 の連結財務データを概観すると、資産規模、純資産規模は単体と同じく資本組み換えの影響によって 2014 年度以降で大きく変化している。また、2015 年 5 月には豪州物流会社 Toll 社を買収し、100%子会社としたことから、営業収益は 2014 年度から 2015 年度にかけて不連続に増加している。

図表 3-2 主要な連結財務数値

(単位：百万円)	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度
総資産	—	4,864,433	5,525,467	5,651,387
負債	—	4,163,243	4,238,266	4,406,403
純資産	—	701,189	1,287,101	1,244,984
営業収益	—	2,869,945	2,940,971	3,627,005
営業利益	—	50,760	12,586	32,611
経常利益	—	56,555	22,871	42,336
純利益	—	36,081	22,006	47,782

2 節 日本郵便の経営分析

本節では、のちに行う企業価値評価に必要な将来予測を行う基礎となる日本郵便の現状分析のための財務諸表分析を行う。分析対象は、子会社を含む企業グループとしての日本郵便とするため、財務データは連結財務データを用いることとする。ただし、一部指標（特に生産性分析に関するもの）は単体財務データからのみ計算可能となるため、その場合に限り単体財務データを用いる。

また、日本郵便の特徴を明らかにするため、一部業務で競合していると考えられる、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（佐川）の3社を比較企業として用いる。ただし、SGホールディングスのみ非上場である点には注意が必要である。

分析期間は、日本郵便の連結財務データが取得可能な、2013年度(2014年3月決算)～2015年度(2016年3月決算)の3年間とするが、比較企業の財務データは参考のため5年間表示している。

2.1 収益性分析

利益率、資本回転率ともに低く、低いROA

図表 3-3 より、ROA は同業他社と比べかなり低い水準となっている。ROA は企業の総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、日本郵便の現状は総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。売上高に対する利益額をあらわす売上高事業利益率は他社の 5 分の 1 にも満たず、効率的に利ザヤを獲得することができていない。また、総資本回転率も他社の半分以下と、資本の効率的な利用についても大きな課題がみて取れる。

図表 3-3 収益性指標（ROA 関連）

ROA

(単位：％)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	7.40	2.94	5.30
2012 年度	—	7.15	2.98	5.54
2013 年度	1.08	6.43	4.02	7.69
2014 年度	0.27	6.58	4.10	7.98
2015 年度	0.62	6.39	4.87	9.29

売上高事業利益率

(単位：％)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	5.33	2.88	3.38
2012 年度	—	5.21	2.92	3.59
2013 年度	1.83	4.64	3.89	5.23
2014 年度	0.48	4.99	4.13	5.33
2015 年度	0.95	4.90	4.94	5.76

総資本回転率

(単位：回転)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	1.39	1.02	1.57
2012 年度	—	1.37	1.02	1.55
2013 年度	0.59	1.39	1.03	1.50
2014 年度	0.57	1.32	0.99	1.50
2015 年度	0.65	1.30	0.99	1.61

大きな財務レバレッジ
に起因する、他社と遜色
ない ROE

図表 3-4 より、ROE に関しても他社と比べ低いものの、ROA に比べるとその差は小さくなっている。ROE を分解した指標を比較することにより、売上高純利益率および総資本回転率は他社の半分程度である一方で、財務レバレッジが他社よりも大きくなっていることが分かる。

財務レバレッジが大きくなることで、ROE の値は大きくなるが、利益率等のわずかな変動によって ROE の変動が大きくなってしまう危険もある。また、ROE はここ 3 年減少傾向にあることから、利益率の上昇がなければ ROE も ROA 同様、他社に比べて極めて低い値となる可能性がある。

図表 3-4 収益性指標 (ROE 関連)

ROE

(単位：％)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	3.84	4.11	4.33
2012 年度	—	6.70	3.83	15.20
2013 年度	5.16	6.41	4.69	9.71
2014 年度	2.24	6.72	4.18	13.08
2015 年度	3.74	7.15	5.25	15.73

売上高純利益率

(単位：％)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	1.57	2.49	0.69
2012 年度	—	2.74	2.35	2.69
2013 年度	1.26	2.53	2.85	1.99
2014 年度	0.75	2.69	2.66	2.89
2015 年度	1.30	2.78	3.40	3.60

総資本回転率

(単位：回転)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	1.39	1.02	1.57
2012 年度	—	1.37	1.02	1.55
2013 年度	0.59	1.39	1.03	1.50
2014 年度	0.57	1.32	0.99	1.50
2015 年度	0.65	1.30	0.99	1.61

財務レバレッジ

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	1.77	1.62	3.98
2012 年度	—	1.78	1.60	3.65
2013 年度	7.98	1.83	1.59	3.26
2014 年度	5.24	1.89	1.58	3.02
2015 年度	4.43	1.97	1.57	2.71

日本郵便の収益性向上
に向けての2つの足かせ

日本郵便の収益性の向上にむけては、資産の効率性と利ザヤの獲得という大きな問題点があるという点を指摘したが、この要因としては日本郵便に課された2つの足かせがあげられるだろう。

1つ目の要因は、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、日本郵便の収益力、とりわけ利益率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 3-5 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みて取れる。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、上場に伴って市場の圧力によってビジネスモデルに対しても大きな変革を求められる可能性もあるだろう。

さらに、ユニバーサル・サービス義務による非効率、いわゆるユニバーサル・サービス・コストが発生しており、これによって利ザヤが小さくなっていると考えられる。この点は第4章で改めて検討する。

図表 3-5 有形固定資産回転率

(単位：回転)	日本郵便	ヤマトHD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	3.39	1.83	3.47
2012 年度	—	3.38	1.90	3.45
2013 年度	1.72	3.43	2.01	3.73
2014 年度	1.28	3.33	1.99	3.81
2015 年度	1.46	3.43	1.97	4.18

純利益額に与える手数料収入の影響は大きい

日本郵便の収益の約4分の1は銀行代理業務手数料および生命保険代理業務手数料が占めている。現時点においては、この手数料の算定基準が外部からは明らかになっておらず、その妥当性についての判断は難しい。しかし、今後ゆうちょ銀行、かんぽ生命の株式売却により、両社の株主からの圧力によってこれらの手数料の見直しが図られる可能性は十分にある。2014年度、2015年度の純利益は金融2社からの手数料収入のそれぞれ2.3%、4.8%であり、日本郵便にとって、手数料の数%の変動が大きな利益の変動をもたらすというリスクを負っているといえる。

2.2 生産性分析

生産性に関する指標は、人件費の開示方法ならびに従業員数の開示方針が異なるため、競合他社の数値の比較は難しい。よって、企業間比較は行わず、生産性指標に関しては図表3-6のように、時系列比較を行う。また、生産性指標に関しては、人件費データが取得可能な単体データを用いて計算を行っている。

図表 3-6 生産性指標

指標	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度
付加価値額 (円)	2 兆 0389 億円	2 兆 0022 億円	2 兆 0020 億円	2 兆 0884 億円
労働生産性 (百万円／人)	5.72	6.21	6.17	6.23
人件費 (百万円／人)	5.42	6.06	6.17	6.24
労働分配率 (%)	94.7	97.5	98.8	97.5

付加価値額の大きい日本郵便も、そのほとんどを人件費が占めている

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。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。

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おり、労働生産性と 1 人当たりの人件費もほぼ差がない。物流事業が、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（従業員数と人事考課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ことから、収益の状況を鑑みた人件費の管理を行っていく必要がある。

2.3 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 3-7 および図表 3-8 がそれぞれ短期的安全性、長期的安全性の結果である。

短期的安全性には大きな問題なし

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いえる。

また、昨年指摘した現金保有の多さも、現金による Toll 社買収⁹などにより、2014 年 3 月末に 2.5 兆円近かった現金および預金が、2016 年 3 月末には 1.9 兆円余りにまで減少している。Toll 社の買収が今後の収益性向上に貢献できるのかという点については前述のとおりであるが、資金運用の効率性に意識が払われている点は評価できるだろう。

図表 3-7 短期的安全性指標

流動比率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	1.65	1.72	1.47
2012 年度	—	1.62	1.84	1.55
2013 年度	1.18	1.52	1.97	1.55
2014 年度	1.44	1.59	2.17	1.51
2015 年度	1.13	1.68	2.12	1.83

当座比率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	1.43	1.54	1.35
2012 年度	—	1.39	1.68	1.25
2013 年度	1.13	1.29	1.82	1.11
2014 年度	1.39	1.34	1.94	1.04
2015 年度	1.07	1.41	1.93	1.42

⁹ 企業買収には大きく分けて、現金による株式取得と株式交換による株式取得の 2 つがあるが、Toll 社の買収では現金による買収のスキームが用いられている。

長期的安全性にも大きな問題なし

長期的な債務返済能力を示す自己資本比率および固定比率は、2014 年 9 月の資本増強によって改善はしているものの、他社と比べると未だ低い水準である。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は約 560 億円と負債全体の 3%にも満たない数値であり、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みても、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。

図表 3-8 長期的安全指標

自己資本比率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	0.56	0.62	0.25
2012 年度	—	0.56	0.63	0.30
2013 年度	0.14	0.53	0.62	0.32
2014 年度	0.23	0.52	0.65	0.34
2015 年度	0.22	0.49	0.63	0.40

固定比率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	0.88	1.01	2.48
2012 年度	—	0.87	0.97	1.86
2013 年度	3.44	0.92	0.95	1.58
2014 年度	1.91	0.91	0.93	1.54
2015 年度	2.63	0.94	0.98	1.28

固定長期適合率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2011 年度	—	0.71	0.80	0.84
2012 年度	—	0.71	0.78	0.78
2013 年度	0.87	0.74	0.75	0.74
2014 年度	0.73	0.71	0.73	0.77
2015 年度	0.92	0.68	0.75	0.69

2.4 セグメント分析

これまで、日本郵便の収益性については他社と比べ低い水準にあること、またその低さの根源にはユニバーサル・サービス義務がある可能性を指摘した。しかしながら、日本郵政株式会社が上場し、将来的に傘下のゆうちょ銀行、およびかんぽ生命の株式の100%売却を予定していることから、日本郵便は日本郵政の株主からの収益性向上の圧力にさらされることが容易に想像できる。そこで、日本郵便の収益性向上の可能性を探るため、セグメント別の収益性を検証することとする。

国際物流、金融窓口セグメントのROAは高水準も、郵便・物流セグメントは低水準

図表 3-9 はセグメント別の総資産・収益・利益(営業利益)および、それらから計算される営業利益ベースの ROA を表したものである。ユニバーサル・サービス義務を課された業務を含む郵便・物流セグメントの ROA は、国際物流、金融窓口業務に比べ低い水準となっているが、最も高い ROA を示している国際物流セグメントの ROA も図表 3-3 で表した他社の ROA よりも低く、収益性の低さの原因をすべてユニバーサル・サービス義務に求めることはできないことが示唆された。

図表 3-9 セグメント別 ROA

	郵便・物流	国際物流	金融窓口	合計
セグメント総資産 (百万円)	1,959,853	883,830	2,812,328	5,656,011
セグメント収益 (百万円)	1,924,810	544,062	1,353,068	3,821,941
セグメント利益 (百万円)	7,454	17,231	35,606	60,292
ROA ¹⁰ (%)	0.38	1.95	1.27	1.07
売上高利益率 (%)	0.39	3.17	2.63	1.58
総資本回転率 (回転)	0.98	0.62	0.48	0.68

¹⁰ ここでの ROA は営業利益ベースでの算出。

国際物流セグメントのセグメント利益には Toll 社買収の際に支払った多額のプレミアム(のれん)の償却費用が控除されておらず、事業利益ベースでの ROA はさらに低い水準となることから、日本郵便の収益性向上のカギとされる国際物流部門に関しても更なる経営努力が必要となるだろう。

3節 日本郵便の企業価値分析

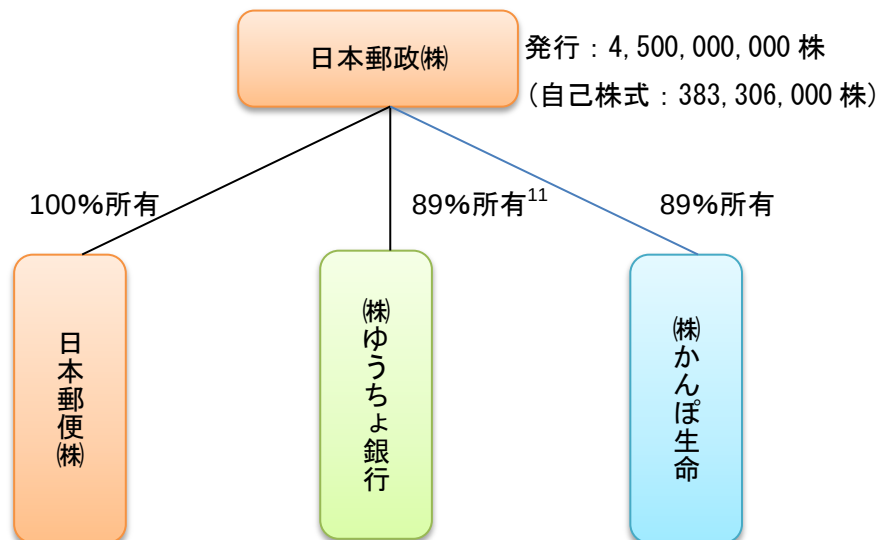
以降ではここまで行ってきた日本郵便の経営分析の結果を踏まえ、日本郵便の企業価値評価を行う。本節の目的は日本郵便の実際の株価と、理論上の株価とを比較し、その差異の原因を探ることで、日本郵便の現状と今後を検討することである。

3.1 実際株価の推定

日本郵政株式会社は上場企業である一方、その100%子会社である日本郵便は上場していないため、株価は存在しない。そこで、資本市場における株価が存在するゆうちょ銀行やかんぽ生命の分析とは異なり、実際株価にも推定が必要となる。

以下に日本郵便の実際株価の推定方法について簡単に述べる。図表 3-10 は株価推定の基礎となる株式の保有状況をまとめたものである。

図表 3-10 日本郵政グループの株式持ち分



よって、日本郵政の企業価値は、日本郵便の企業価値に、ゆうちょ銀行の企業価値の89%、かんぽ生命の企業価値の89%を加え、これらの企業のシナジー効果を加味したものと考えられる。このことから、日本郵便の実際株価の推定は次のように計算する。つまり、ここでいう実際株価は、上場3社の企業価値（実際株価）に依拠して推定された株価を意味する。

¹¹ 自己株式を除いた所有割合。

$$\frac{\text{日本郵政企業価値} - \text{ゆうちょ銀行企業価値} \times 89\% - \text{かんぽ生命企業価値} \times 89\%}{\text{日本郵便の発行株式数}}$$

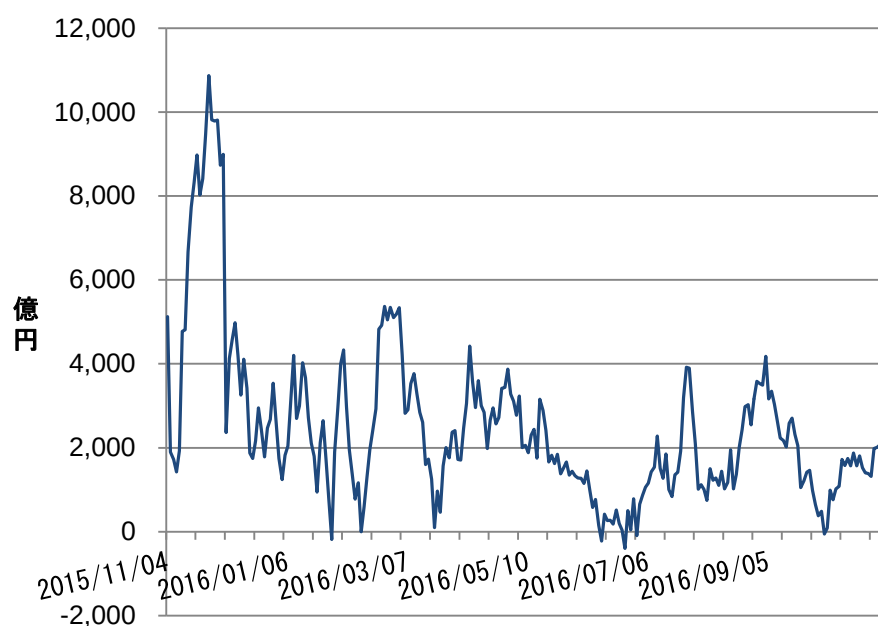
日本郵便の企業価値は
1,500～2,500 億円と推
定され、株主資本簿価に
比べてかなり小さい

図表 3-11 は日本郵政グループ上場後 1 年間における日本郵便の推定実際株価から計算された日本郵便の推定実際企業価値を表したものである。2015 年 12 月 3 日に自己株式を取得しており、それ以前と以後での企業価値は比較できないことから、その後の企業価値の動きをみていくと、最高額は約 5,000 億円である一方、何度か計算上の企業価値がマイナスとなっているタイミングもある。

自己株式取得後の平均企業価値は約 2,000 億円、2016 年 8 月以降の 3 か月の平均企業価値は約 1,800 億円となっており、図表 3-11 の値動きからみても 1,500 億円～2,500 億円程度が平均的な日本郵便の企業価値と推定される。

一方、日本郵便の株主資本簿価は 1 兆 2000 億円超となっており、推定された企業価値は大きくこれを下回っている。この事実は、日本郵便の株主が市場平均的に期待する利益額に比べ、かなり小さな利益しか上げられていないことを表しており、有り体にいえば、日本郵便は「営業をすればするほど企業価値を毀損する」状態にあるといえる。

図表 3-11 日本郵便の推定実際企業価値



3.2 今後の展望

日本郵便は近年、資本の増強や Toll 社の買収など、企業価値に大きな影響を与える動きが多く、企業価値推定に必要な将来予測を客観的に行うことが難しい。

そこで、日本郵便に関しては理論株価の推定ではなく、前項で推定された推定実際株価をもとにし、市場が平均的にどのような将来予測を行っていると考えられるのかという点を分析する。

日本郵便の収益成長は
毎年 2～5%、純利益率
は 1%前後

分析に先立ち、図表 3-12 で日本郵便の主な経営指標の推移を再確認する。経常収益に関しては、2013 年度から 2014 年度が 2.5%の成長であるのに対し、2014 年度から 2015 年度が 23.3%と大きな成長をみせている。しかし、これは Toll 社の収益が、買収によって連結されたことによるものであり、国際物流セグメントの収益を除くと 4.83%の成長となっている。

また、売上高に対する営業利益および純利益率はともに 1%前後での推移となっている。

図表 3-12 主要な経営指標の推移

	2013 年度	2014 年度	2015 年度
営業収益	2 兆 8699 億円	2 兆 9410 億円	3 兆 6270 億円
成長率	+2.5%		+23.3%
営業利益	508 億円	126 億円	326 億円
営業利益率	1.77%	0.43%	0.90%
純利益	361 億円	222 億円	472 億円
純利益率	1.26%	0.75%	1.30%

市場は、ほぼ現状通りの将来を予測して株価を形成していると考えられる

売上高成長が過去の実績値から大きく乖離し続けるとは考えにくいことから、将来の成長率を過去 2 年間の成長率の平均である 3%を中心とし、低成長(1%)、高成長(5%)であった場合、前述のとおり企業価値を約 2,000 億円と見積もっている市場が、どのような利益率を予測しているかという点を考察する。

図表 3-13 のとおり、売上高純利益率は、高成長(成長率 5%)の場合には 0.58%、低成長(成長率 1%)の場合でも 0.80%であり、図表 3-12 に示した直近の実績値と大きく異ならない値となっている。つまり、市場は成長性および収益性について、今後も大きな変化はないものとして株価を形成しているといえるだろう。

第 2 節のセグメント分析からも、郵便・物流事業からは大きな利益率を期待できず、さらにゆうちょ銀行・かんぽ生命の窓口業務の委託手数料収入に関しても今後の民営化の進み方いかんでは変化することも想定される一方で、国際物流事業では 3%を超える利益率がある。ここから、現状の市場の予測を超える業績を達成し、さらなる企業価値の向上をもたらせるか否かは国際物流事業にかかっているといえるだろう。

図表 3-13 市場の予測

	低成長	⇔	高成長
営業収益成長率	1.0%	3.0%	5.0%
純利益率	0.80%	0.68%	0.58%

第4章

ユニバーサル・サービス・コスト再考

～上場によるコストの負担者問題の深刻化～

1 節 ユニバーサル・サービスとは

2012 年 4 月に可決・成立した改正郵政民営化法によって、日本郵政および日本郵便の責務として、それまでの郵便の役務に加え、金融・保険の役務を含むユニバーサル・サービスの提供が義務づけられた。

郵便役務については約 8 割の集配郵便局エリアで赤字であることや、郵便局での銀行窓口業務・保険窓口業務についてもそれぞれ約 6 割、約 4 割の集配郵便局エリアで赤字であるなど、ユニバーサル・サービス義務を課されている部門では経営の非効率性が大きいと考えられる。郵便局以外に金融機関がない市町村は 2016 年 3 月末時点で 24 市町村あり、特に過疎地域での日本郵政グループが果たす役割は非常に大きいものがあるといえる。

上場後の日本郵政グループは市場から収益性向上が期待されているという事情もあり、この期待とユニバーサル・サービスの維持とは相反する側面がある。2015 年度中に、全国の直営郵便局が 20 局閉鎖されているなか、過疎地域¹²で閉鎖された直営郵便局はそのうち 65%（13 局）にのぼる。直営郵便局約 20,000 局のうち過疎地の局は約 28%の 5,600 局余りとなっていることから、過疎地域での閉局が進んでいることが窺える。

本章では、このように収益性と公共性という観点から見ると、非常に複雑になっているこの現状を、ユニバーサル・サービスの提供に際し、

- i) ユニバーサル・サービス提供の維持にはどのような方策があり、
- ii) それぞれの方策によるユニバーサル・サービス提供の維持では誰がそのコストを負担し、
- iii) ユニバーサル・サービスの提供の維持にはどの程度のコストが必要か

という 3 点について論点を整理し、検討を加える。

¹² ここでの過疎地とは、離島振興法等、関係 7 法令に指定された地域を指す。

この議論にあたり、まずはユニバーサル・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¹³におい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。さしあたり本報告書では、この定義にもとづき分析を進める。

¹³ 電気通信審議会『「IT 革命を推進するための電気通信事業における競争政策の在り方について」の第一次答申』2000 年 12 月 21 日。

2節 海外事例にみるユニバーサル・サービス

前述のユニバーサル・サービスの定義からは、その提供には非効率性が伴うことは明らかである。「誰もが利用可能な料金」で「あまねく全国において公平かつ安定的な提供」を行うことから、サービス利用の頻度が低い過疎地域や、サービス提供に特別なコストが生じる遠隔地などでは通常の競争的かつ自由な意思決定ができる場合に比べ、コストが発生することになる。

つまり、ユニバーサル・サービスの提供を維持するためには、そのコストを誰かが負担する枠組みを構築する必要があるといえる。本節では海外の事例を参考に、一般的に考えられる枠組みを提示したうえで、現状の日本郵政および日本郵便がどの枠組みを利用してユニバーサル・サービスを提供しているのかについて検討する。

3つのユニバーサル・サービス維持策

- (1) 独占範囲の確保
- (2) ユニバーサル・サービス基金
- (3) 補助金・税制優遇

2.1 ユニバーサル・サービス維持の方策

(1) 独占業務範囲の確保

第1の方法は、事業の独占範囲を確保し、ユニバーサル・サービス事業者に独占価格の設定を認めることにより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。

例えば、EUにおいては「重量 350g 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。また米国の USPS は現在「重量 350g 未満かつ基本料金の 6 倍」という独占範囲を設けている。

しかし、独占範囲の設定は競争の阻害要因となり、経済全体の効率性を損なう可能性もあるうえに、安易な独占範囲の設定は低収益部門の業務改善へのインセンティブが欠如するという懸念もある。

（２）ユニバーサル・サービス基金

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。これは、独占企業の内部で行われる補助を外部化したものであり、透明性を高めることができる。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・ポストは自社およ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。しかし、明確なユニバーサル・サービス・コストの算定方法がなく、算定する主体によって、その額が異なる現状も存在することから、実際に基金が稼働しているイタリアでも、基金の規模は小さく、国からの補助金等による部分が大きいとも指摘されている。また、事業者が補填を要求したユニバーサル・サービス・コストと国の算出したコストが食い違い、事業者の求めた基金からの補填が認められなかった例がある。また、この算定が適切に行われなければ、事業体内における業務の非効率性を温存する可能性がある。

（３）補助金・税制優遇

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うものである。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１３億ポンドが補助金として交付されている。フランスのラ・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２０億ユーロが補助金として交付されている。またイタリアのポステ・イタリアーネも2009年から2011年の３年間にわたって合計１１億ユーロが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である。しかし他方で、郵政民営化と、国からの補助金交付や税制優遇は果たして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ユニバーサル・サービス提供事業者に対する事業の透明性・効率性のチェックがかなり厳しくなるという問題点もある。

図表 4-1 各国の郵政事業¹⁴

	米国	英国	ドイツ	フランス	イタリア	日本
提供主体	米国郵便庁	ロイヤルメール	ドイツポスト	ラ・ポスト	ポステ・イタリアーネ	日本郵便
経営形態	国営独立機関	株式会社	株式会社	株式会社(政府保有)	株式会社(政府保有)	株式会社
USの範囲	郵便	郵便	郵便	郵便	郵便	郵便・金融・生保
独占範囲(参入規制)	有り(無し)	無し(無し)	無し(免許制)	無し(免許制)	無し(免許制)	無し(許可制)
US基金	無し	無し	有り(実績なし)	有り	有り	無し
補助金	無し	有り	無し	有り	有り	無し
税制優遇	無し	有り	有り	有り	有り	無し
その他	借入・債券発行の許可				サービスレベルの見直し	

¹⁴ 総務省 情報通信審議会 郵政作業部会 第14回(2015年5月29日)資料14-1『郵政事業のユニバーサルサービスの確保策の検討の視点』をもとに本分析チームが作成。

ユニバーサル・サービス・コストは、ユニバーサル・サービス提供者の負担分とその他の負担分に分けられる

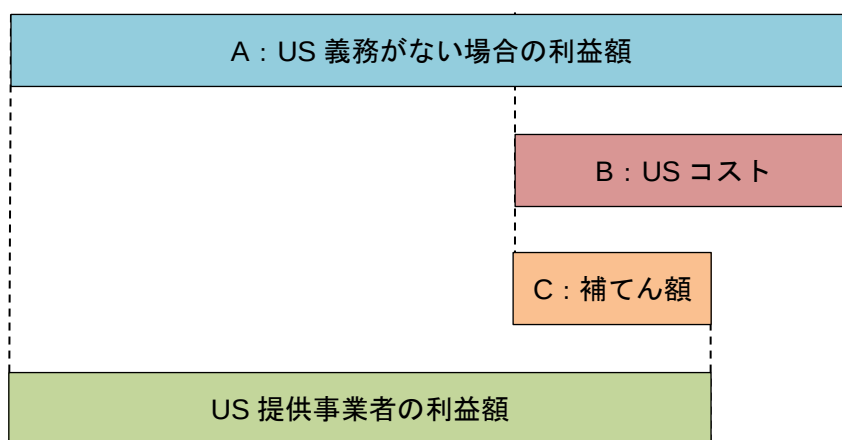
2.2 ユニバーサル・サービス・コストの負担者

ここまで述べてきたように、ユニバーサル・サービスの提供を維持するためにはそのコストを誰かが負担することになる。そこで、本節ではその負担者について検討を加える。

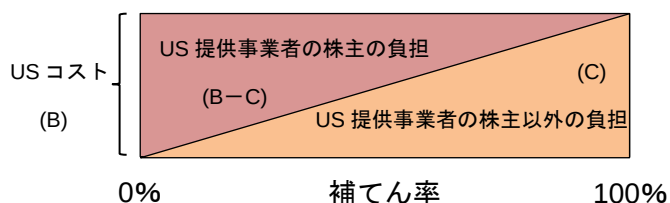
図表 4-2 はユニバーサル・サービス・コストと利益額の関係を模式的に表したものである。「ユニバーサル・サービス提供義務がない場合の利益額(A)」から、「ユニバーサル・サービス・コスト(B)」を減じ、「ユニバーサル・サービス維持のための枠組みによって補てんされる額(C)」を加えたものがユニバーサル・サービス提供事業者の実際の利益となる。

つまり、ユニバーサル・サービス・コスト(B)は、「ユニバーサル・サービス提供事業者の利益減少分(B - C)」と「ユニバーサル・サービス提供事業者以外の負担分(C)」に分けることができることがわかる(図表 4-3)。また、「ユニバーサル・サービス提供事業者の利益減少分」は、「ユニバーサル・サービス提供事業者の株主の負担分」といいかえることができる。

図表 4-2 ユニバーサル・サービスの提供事業者の利益



図表 4-3 ユニバーサル・サービス・コストの負担者



以下では、前項で検討したそれぞれのユニバーサル・サービスの維持策において、コスト負担者が誰であるかについて検討していく。

独占業務範囲を確保した場合は、日本郵便の利用者が負担

(1) 独占業務範囲の確保

独占業務範囲を確保し、独占価格の設定を認める場合には、競争的な場合との利益額の差額が「ユニバーサル・サービス維持のための枠組みによって補てんされる額(C)」にあたる。

例えば、日本郵便がこの枠組みを利用した場合には、(C)は日本郵便の利用者の追加的な負担ということになる。

ユニバーサル・サービス基金を利用した場合は、他事業者が負担

(2) ユニバーサル・サービス基金

ユニバーサル・サービス提供事業者に対し、他事業者から集めた基金から補償金を支出する場合には、この補償金が「ユニバーサル・サービス維持のための枠組みによって補てんされる額(C)」にあたる。

例えば、日本郵便がこの枠組みを利用した場合には、(C)は他事業者（の株主¹⁵）の負担ということになる。

補助金等を利用した場合は、広く国民が負担

(3) 補助金・税制優遇

ユニバーサル・サービス提供事業者に対し、国からの補助金を支給し、税の免除等の税制優遇をした場合には、補助金額または減税相当額が「ユニバーサル・サービス維持のための枠組みによって補てんされる額(C)」にあたる。

例えば、日本郵便がこの枠組みを利用した場合には、(C)は納税者の負担ということになる。

¹⁵ 他事業者が追加的な負担を負ったことにより単純に利益額が減少したと考えた場合、この負担は株主に及ぶ。しかし、追加的な負担額を当該事業者が顧客等への請求に転嫁した場合には、当該事業者の提供するサービス利用者の負担になると考えられる。

3 節 わが国におけるユニバーサル・サービス

わが国のユニバーサル・サービス維持策は

- ・実質的独占
- ・準内部補助

の 2 つ

3.1 ユニバーサル・サービス維持の方策

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

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。2015 年には、郵便法の規定を勘案し、ヤマト運輸の提供するサービス「クロネコメール便」が同年 3 月 31 日受付分をもって廃止する、と発表された。

こうしたクリームスキミングを防ぐための参入障壁は、理論的には日本郵便が独占利潤を得ることを可能にしており、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。

しかし、完全民営化が行われた後、信書部門におけるユニバーサル・サービス提供義務が維持されるかは不透明である。信書部門に競合他社が参入する場合、収益性の高い地域への参入が集中すると考えられる。価格競争が進み、サービスの価格は押し下げられ、不採算地域での同一価格でのサービス提供が困難になると、郵便事業をユニバーサル・サービスとして維持できなくなる。

(2) グループ内からの補助（「準内部補助」）

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は、日本郵便にとって収益の大きな部分を占めており、グループ内での「準内部補助」となっていたと考えることもできる¹⁶。

しかし、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の 100%売却がなされた後には、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る。内部取引の額は、上場すると、企業価値を算定する上で重要な意味を持つ。合理的な窓口手数料の算定がなされているか、その開示が適切に行われるか注目していく必要がある。

¹⁶ 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。

実質的独占は十分に機能せず

ここからは、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。(1)、(2)をふまえ、まずはユニバーサル・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）の細かい区分における収支を分析する。図表 4-4 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）の黒字額を上回る赤字額を、第 2 種（はがき）の部門が計上している。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。100%完全上場に向けて、採算部門である封書の収益も減少傾向にあるため、信書部門の収益改善が課題となっている。

図表 4-4 独占部門の営業収支の状況

(単位：億円)	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)
2011 年度	548	△8	△67	△11
2012 年度	458	83	△61	△11
2013 年度	273	△4	△63	△12
2014 年度	123	△215	△66	△13
2015 年度	119	△294	△67	△11

さらに、日本郵便が持つ、他社との競争的部門である、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 4-5 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。赤字が続いていた荷物が黒字に転換するなど、独占部門よりもむしろ競争的部門の業績が高いことがみて取れる。

図表 4-5 競争的部門の営業収支の状況

(単位：億円)	特殊取扱 (速達・書留等)	国際郵便	荷物 (ゆうパック等)
2011 年度	85	130	△774
2012 年度	145	153	△415
2013 年度	59	157	△332
2014 年度	162	122	△208
2015 年度	258	117	8

以上の議論より、これまで日本郵便は、ユニバーサル・サービスの提供が義務付けられる一方で、封書・はがき部門の実質的な独占状況を得ていたものの、価格設定の自由が制限されるなど、独占による超過的な収益は充分には得られていないことが分かった。

実際に「準内部補助」といえるものが存在するか否かについては、公表された情報からは明らかにできない。しかし、仮にこれまでゆうちょ銀行やかんぽ生命からの窓口業務委託料としての「準内部補助」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たとしても、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の上場後、委託料の額の合理性に関して、市場の目は厳しくなると予想される。詳細は次節において検討するが、「準内部補助」に頼るコスト負担策が継続できるとは考えにくいといえる。

上場によって、準内部補助の問題は深刻化する恐れ

3.2 わが国におけるコスト負担者の留意点

まずは、前節で検討した「準内部補助」の方策を用いた場合のユニバーサル・サービス・コストの負担者について検討する。窓口業務委託手数料等の名目で、グループ内の他事業者から補助を受ける場合には、適正な手数料と実際の手数料との差額が「ユニバーサル・サービス維持のための枠組みによって補てんされる額(C)」にあたる。

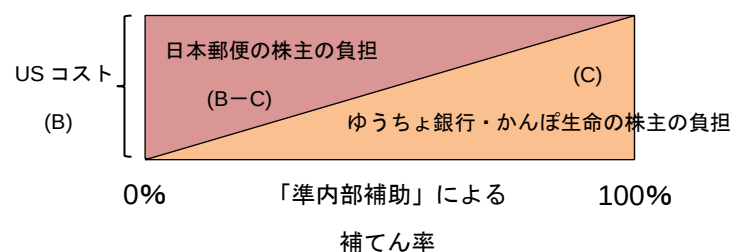
よって、日本郵便がこの枠組みを利用した場合には図表 4-6 の通り、(C)はゆうちょ銀行およびかんぽ生命（の株主¹⁷）の負担ということになる。

しかし、ここで問題になるのが上場前後での負担者の変化である。上場前の状態でこの枠組みを利用した場合、「ユニバーサル・サービス提供事業者の利益減少分(B - C)」を負担する日本郵便の株主¹⁸も、「ユニバーサル・サービス維持のための枠組みによって補てんされる額(C)」を負担するゆうちょ銀行・かんぽ生命の株主も国ということになり、結局のユニバーサル・サービス・コストの負担者は国であり補助の有無や補助額については大きな問題とはならなかった。

しかし、上場によって日本郵便の株主とゆうちょ銀行・かんぽ生命の株主は同一ではなくなっており、補助を巡って利害の対立が発生することになる。

上場によって、これまでも指摘されてきた、委託手数料の算定基準があいまいであるという点について、その算定根拠等を示すことが強く求められることになるだろう。

図表 4-6 「準内部補助」でのユニバーサル・サービス・コストの負担者



¹⁷ 注釈 15 と同様、負担の方法によっては株主ではなく利用者の負担となる場合もある。

¹⁸ 日本郵便の株主は日本郵政株式会社ということになるので、親会社である日本郵政株式会社の株主の負担ということもできる。

4 節 ユニバーサル・サービス・コストの算定

前節までにおいて、ユニバーサル・サービス・コストの負担者についての検討を行ったが、そもそもそのコストとはどの程度のものであろうか。本節では総務省情報通信審議会が 2015 年 9 月に出した答申『郵政事業のユニバーサルサービス確保と郵便・信書便市場の活性化方策の在り方』（以下、審議会答申）をもとに日本郵便のユニバーサル・サービス・コストについて再考する。

審議会答申ではユニバーサル・サービス・コストは総額 2,600 億円を超える

4.1 ユニバーサル・サービス・コストの算定方法

審議会答申では、4 つのユニバーサル・サービス・コスト算定手法を検討したうえで、NAC 法を採用し、算定している。まず、検討された 4 つの方法について簡単にまとめる。

（１）NAC（Net Avoidable Cost）法

NAC 法は、ユニバーサル・サービス提供事業者の事業を、地域別や工程別、役務(製品)別などの方法によりユニットに分け、そのうち赤字のユニットを取りやめた場合の利益改善額をユニバーサル・サービス・コストとするものである。

つまり、この場合のユニバーサル・サービス提供による非効率性は、赤字のユニットにのみ、かつすべて表れるということを想定しているものといえる。

（２）PA（Profitability Approach）法

PA 法は、ユニバーサル・サービス提供義務が外れ、サービス水準を変更した場合の利益改善額をユニバーサル・サービス・コストとするものである。

(3) EP (Entry Pricing) 法

EP 法は、ユニバーサル・サービス提供事業者が認められている独占分野に他の事業者が参入し、競争的となった場合の利益水準の低下額をユニバーサル・サービス・コストとするものである。

この方法の根底には、ユニバーサル・サービス提供による非効率性はほぼすべて独占価格の設定によって補てんされているという前提があると考えられる。

(4) ベンチマーク法

ベンチマーク法は、NAC 法と同様にユニバーサル・サービス提供事業者の事業を、地域別や工程別、役務(製品)別などの方法によりユニットに分けたうえで、その費用額のみに着目し、一定の水準(ベンチマーク)以上の額になっている部分の合計をユニバーサル・サービス・コストとするものである。

審議会答申では、この 4 つの手法を検討したうえで、「赤字地域や赤字サービス等に要している維持コストを具体的に算定するものであり、一般的に認識されているユニバーサルサービスコストと整合性が得やすいということ、また、赤字地域や赤字サービス等の赤字額を把握しやすいというメリットがある」(審議会答申、p.14)ことから、NAC 法を採用するとしている。

審議会答申が NAC 法で算定したユニバーサル・サービス・コストは、図表 4-7 のとおり郵便役務に係るコストが 1,873 億円、銀行窓口業務に係るコストが 575 億円、保険窓口業務に係るコストが 183 億円とされており、総額で 2,600 億円を超えるユニバーサル・サービス・コストを負担しているということになる。

これは、日本郵便の 2015 年度純利益が約 470 億円であることからみてもかなり大きな額であることがわかる。

図表 4-7 ユニバーサル・サービス・コストの状況¹⁹

	収入	費用	収支	US コスト
郵便役務	12,457 億円	12,271 億円	186 億円	1,873 億円
銀行窓口	5,626 億円	5,170 億円	456 億円	575 億円
保険窓口	3,424 億円	3,324 億円	100 億円	183 億円

4.2 審議会答申におけるコスト算定の留意点

審議会のコスト算定には問題があるも、技術的な制約からやむを得ず、さらなる検討が必要

審議会答申で算定された日本郵便のユニバーサル・サービス・コストであるが、いくつかの留意すべき点も存在する。

第1の留意点は、審議会答申自体の中でも指摘されているが、このユニバーサル・サービス・コストはあくまで現状から推定・算定されたものであり、今後の日本郵便の経営努力や外部環境の変化によってその値は大きく変化する可能性があるということである。

この算定結果をもとに、前述のユニバーサル・サービス維持のための方策を講じた場合には、現時点以上の経営改善努力を怠ったり、外部環境要因が日本郵便にとってポジティブな効果を及ぼす場合においてもその要因をうまく利用するインセンティブがなったりするなど、“モラル・ハザード”が発生する可能性がある。

¹⁹ 審議会答申より引用

第2の留意点は、NAC法が想定しているユニバーサル・サービス・コストが日本郵便のユニバーサル・サービス提供義務による追加的なコストを表しているかということには疑問があるということである。

日本郵便に課されている主なユニバーサル・サービス提供義務の水準は次の4つで表される。

① 郵便ポストの設置

各市町村に万遍なく、公衆の目につきやすい場所に設置する

② 郵便局の設置

あまねく全国において利用されるために、各市町村に1以上の郵便局を設置する

③ 配達の頻度

月曜日から土曜日までの6日間、原則1日1回以上の配達を行い、原則3日以内に戸別に配達する(離島等では一部緩和)

④ 料金

全国均一料金であり、82円を超えない(平成28年時点)料金設定

今回の算定では、この①～④すべての水準を維持したうえで赤字の地域等から日本郵便が撤退した場合の利益改善額をもってユニバーサル・サービス・コストとしている。つまり、日本郵便が郵便サービスをあまねく日本全国で提供していることを日本郵便の弱みであるとの認識の上で算定が行われている。しかし、実際はこのネットワークこそが日本郵便の強みであり、仮に上記水準の要求がなくなったとしても現時点での赤字地域からの撤退という選択をすることは考えにくいであろう。

ここまで、審議会答申におけるユニバーサル・サービス・コスト算定の留意点について検討してきたが、データの制約上、外部から厳密なユニバーサル・サービス・コストの算定を行うことは難しいという点も併せて述べておく。

審議会答申でも述べられているとおり、コスト算定に必要なデータを第三者が取得することは企業の秘密保持の観点上難しい。本報告書においても、コスト算定に必要なデータを得ることができず、コストの試算はできていない。

ユニバーサル・サービスの提供を維持するための方策を検討するにおいても、コストの額は重要な要素であり、コスト算定については今後も検討を重ねていく必要があるだろう。

しかしながら、これらのユニバーサル・サービス・コスト算定には日本郵便の役務に関する種々のデータが必要であり、本報告書では指摘のみにとどまらざるを得ない。

おわりに

本年度の報告書では、大きく3つのテーマを設定した。1つ目のテーマは「上場が各社の経営に与えた影響」である。約10年前に民営化を果たしている日本郵政グループではあったが、その株主は国であり、市場の圧力に完全にさらされていたというわけではなかった。株式上場という大きなイベントを経て、資本市場の本格的な圧力にさらされはじめたことが各社の経営にどのような影響を与えているのかという点を財務諸表分析を通じて明らかにした。

2つ目のテーマは、「日本郵政グループの未来予想図」である。昨年度までの報告書では、財務諸表分析からグループ各社の未来を予測するという手順をとっていたが、本報告書では、3社株上場を受け、実際の株価を利用することで、資本市場の平均的な期待としての未来の予測を明らかにした。

3つ目のテーマは、「ユニバーサル・サービスの行方」である。日本郵政グループは、上場によって収益性の向上が求められる一方、日本全国に張り巡らされたネットワークを通じて物流・金融・保険の根幹を担う公共性の高い企業としての側面を持っている。この公益性を代表するユニバーサル・サービスは非効率性を伴うことから、日本郵政グループ、とりわけ日本郵便には公平性の視点が重要であると考えられる。そこで、本報告書第4章では公平性の視点から、ユニバーサル・サービス・コストの負担者に焦点を当てて論点整理を行った

本報告書では、公表された財務情報等に依拠して可能な限り客観的に論点整理と分析を行うことに努めてきた。そのために、効率性と公共性の間のどこに支点をおいて両者のバランスをとるべきかといった価値判断に踏み込んだ議論は、明示的には行っていない。しかし、本報告書での論点整理と分析が、そうした議論を行う際の一助ともなれば、本分析チーム一同の望外の喜びである。

2017年3月

京都大学経済学部 藤井ゼミナール

2016 年度 日本郵政企業分析チーム

監修	藤井 秀樹（京都大学大学院 教授）
チームリーダー	渡邊 誠士（日本経済大学 講師）
サブリーダー	栄留 豊（経営管理教育部 修士課程 2 年）
事務局	山村 真理（経済学研究科 修士課程 2 年）
メンバー	白 曄（経済学研究科 修士課程 2 年）
	亀井 勇樹（4 年） 木下 和樹（4 年）
	藤井 真理（4 年） 柳原 礼佳（3 年）
	植村 優貴（2 年） 尾崎 慶興（2 年）
	軽部 朋子（2 年） 佐野 佳章（2 年）
	謝 剣竹（2 年） 高橋 恵（2 年）
	玉村 和樹（2 年） 所 恵理子（2 年）
	内藤 進（2 年） 藤本 健佑（2 年）
	三輪 裕（2 年）

日本郵政の経営分析と企業価値評価 [2017 年] 第 6 号

日本郵政グループ上場後の現状と課題

2017 年 3 月 16 日 第 1 版

2017 年 3 月 20 日 第 2 版

著者	京都大学経済学部 藤井ゼミナール
	2016 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
	京都市左京区吉田本町