

日本郵政の経営分析 [2020 年]

# 日本郵政グループの現状と

## 中期経営計画 2020 の中間検証

No. 9

February 2020



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

日本経済は、今後緩やかな回復軌道に復帰するという見通しが一部（日本総研等）で示される一方、大局的に見るとこの数年間は依然として足踏み状態が続いています。ひと言でいえば、この報告書が主たる研究対象とする 2019 年 3 月期の日本郵政グループ各社の経営状態は、マクロ経済のそうした状況を相似圧縮したような形になっています。ゆうちょ銀行は減収減益、かんぽ生命は減収増益、日本郵便は増収増益でした。

日本郵便の増収増益は、大きな懸念材料がないなかで、豪トール社の減損処理が一段落し、業績が回復基調にあることを反映したものとと言えます。他方、金融 2 社の経営成績には低成長下の低金利政策が大きく影響していますが、それに加えて、新商品の開発等に対して厳しい規制が依然として維持されていることが、経営の足かせになっています。完全民営化を達成する上で収益性の強化は避けて通れない課題ですが、株式の政府保有が過半を占める状況下では民業圧迫を回避するために一定の事業規制が必要とされる「経営のジレンマ」に、金融 2 社は設立以来悩まされてきました。直観的に言えば、金融 2 社は、そのジレンマのもとで身動きが取れない状況にあります。昨年社会問題になったかんぽ生命の不適切契約問題も、この「経営のジレンマ」と無関係ではないように思われます。

レポート 4 では、昨年度に引き続き本年度も、日本郵政グループ中期経営計画 2020 の達成状況を検証することで、新しい経営課題にグループ各社がどのように挑戦しようとしているかを明らかにすることにしました。その経営姿勢から、上掲の「経営のジレンマ」に各社がどのように立ち向かおうとしているかも、暗示的にはあれ読み取ることができるように思います。

本研究は、一般社団法人通信研究会からの寄附金によるものです。わたちたちの研究に絶えず励ましの声を送ってくださった同研究会の関係各位、とりわけ亀井久興会長、島崎忠宏事務局長に、改めて謝意を表したいと思います。

令和 2 年 2 月吉日  
京都大学大学院 経済学研究科  
教授 藤井 秀樹

## 目次

レポート 1	ゆうちょ銀行の経営分析と企業価値 ～収益構造の変化と資産の行き場～	p. 1
レポート 2	かんぽ生命の経営分析と企業価値 ～資産運用の多様化, 高度化にむけて～	p.15
レポート 3	日本郵便の経営分析と企業価値 ～ユニバーサル・サービスは強みか弱みか～	p.33
レポート 4	中期経営計画 2020 の中間検証 ～低金利下での新たな収益源の模索と課題～	p.47
おわりに		p.67

ゆうちょ銀行

## レポート1 ゆうちょ銀行の経営分析と企業価値

## ～収益構造の変化と資産の行き場～

株式会社ゆうちょ銀行（以下、ゆうちょ銀行）の経営のポイントは資産をいかに有効に活用できるかにある。ゆうちょ銀行は、メガバンクと比較すると保守的な資産運用を行ってきたが、近年では国債の保有割合を減少させて外国証券等を増加させている。しかし、国債に代わる収益源を確保できているとは言えず、2018年度では減益となってしまった。

## 1. ゆうちょ銀行の基本データ

ゆうちょ銀行の経営分析を行うにあたり、まずは基本的な財務数値の経年変化をみる。図表 1-1 に示されるように、昨年度から今年度にかけて総資産は、約 1 兆 6,000 億円減少した。純資産の減少がおおよそ 1,000 億円程度であることを踏まえると、資産の減少は預かり資産（負債）の減少によるものであるといえる。収益・利益項目は 2017 年度に増加を見せたが、今年度は再び減少に転じた。

図表 1-1 主要な単体財務数値

(単位：百万円)	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
総資産	208,179,309	207,056,039	209,568,820	210,630,061	208,970,478
負債	196,549,097	195,547,888	197,788,782	199,117,450	197,619,672
純資産	11,630,212	11,508,150	11,780,037	11,513,151	11,350,806
営業収益	2,078,179	1,968,987	1,897,281	2,044,845	1,845,314
経常利益	569,489	481,998	442,085	499,669	374,299
当期純利益	369,434	325,069	312,264	352,745	266,178

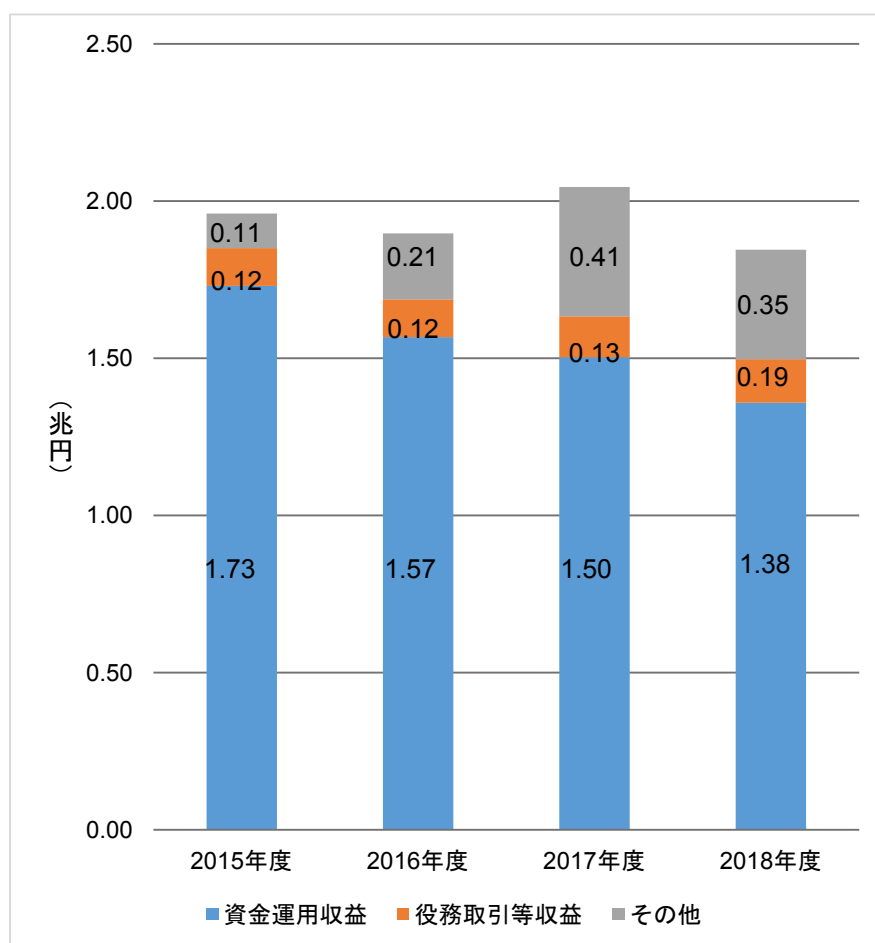
## 2. ゆうちょ銀行の経営分析

ゆうちょ銀行の経営分析は、3メガバンク、すなわち三井住友銀行、三菱UFJ銀行、みずほ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地域に密着しているなど、3行との比較可能性については問題がないわけではない。しかし、地方銀行等と較べるとゆうちょ銀行の経営規模は圧倒的に大きく、3メガバンク以外の銀行は比較の対象となりえない。3メガバンクを比較対象とするのは、このような理由による。ただし、会計数値の比較可能性を考慮して、経営指標はすべて単体財務諸表上の数値により算出している。

### 2.1 収益性分析

ゆうちょ銀行の収益構造の推移を見ていく。ゆうちょ銀行は2018年度は減益となった。その原因として、資金運用収益の減少を指摘することができる。

図表 1-2 ゆうちょ銀行の収益構造の推移

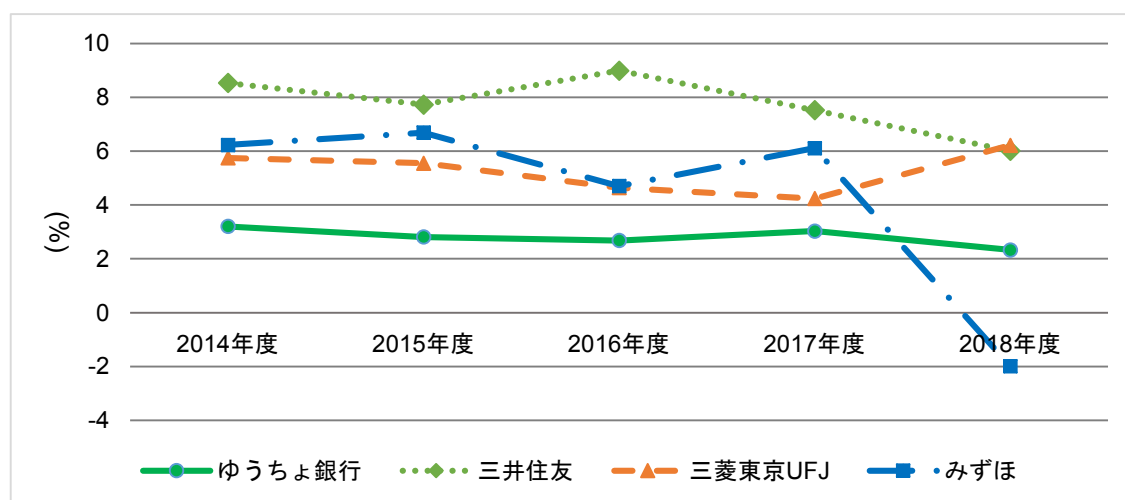


ゆうちょ銀行の収益性については、収益性分析の指標として一般的に用いられる ROE, ROA によってこれを検討する。図表 1-3~1-6 から、収益性は、3メガバンク、ゆうちょ銀行ともに、低下傾向にあることが分かる。これは低金利の影響と考えられるが、なかでも、ゆうちょ銀行の低水準が目立っている。さらに、ゆうちょ銀行においては、ROE, ROA ともに昨年度より低下している。以下では、ゆうちょ銀行の収益性の低さと ROE, ROA の低下の要因について検討していく。

図表 1-3 ROE の推移①

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱UFJ	みずほ
2014年度	3.20	8.53	5.75	6.23
2015年度	2.81	7.73	5.55	6.69
2016年度	2.68	8.99	4.64	4.70
2017年度	3.03	7.52	4.24	6.11
2018年度	2.33	6.01	6.22	-1.99

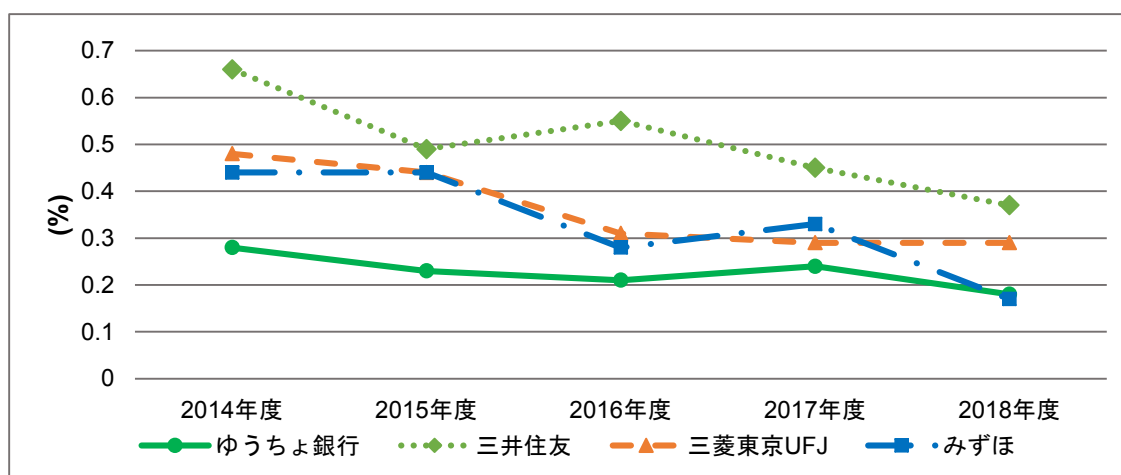
図表 1-4 ROE の推移②



図表 1-5 ROA の推移①

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱UFJ	みずほ
2014年度	0.28	0.66	0.48	0.44
2015年度	0.23	0.49	0.44	0.44
2016年度	0.21	0.55	0.31	0.28
2017年度	0.24	0.45	0.29	0.33
2018年度	0.18	0.37	0.29	0.17

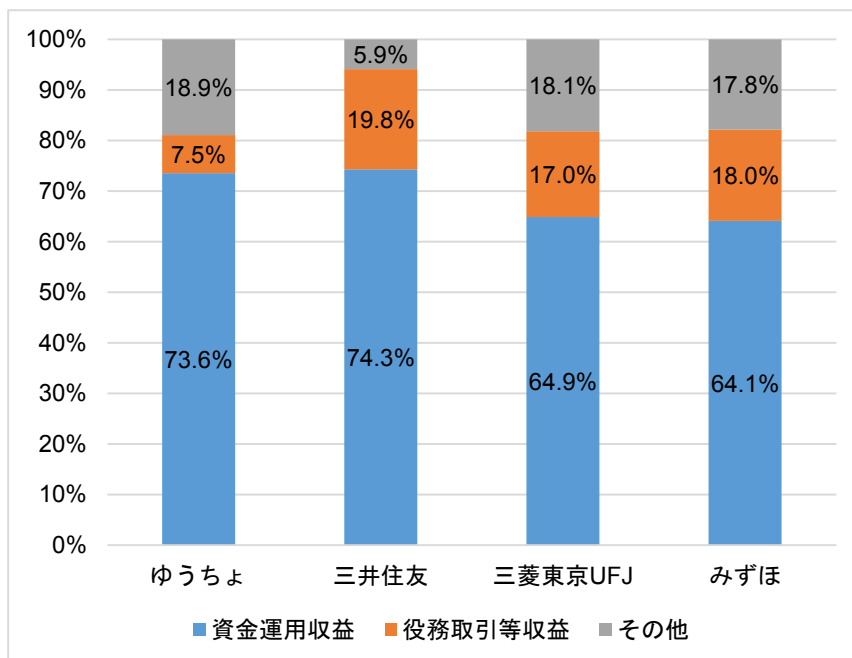
図表 1-6 ROA の推移②



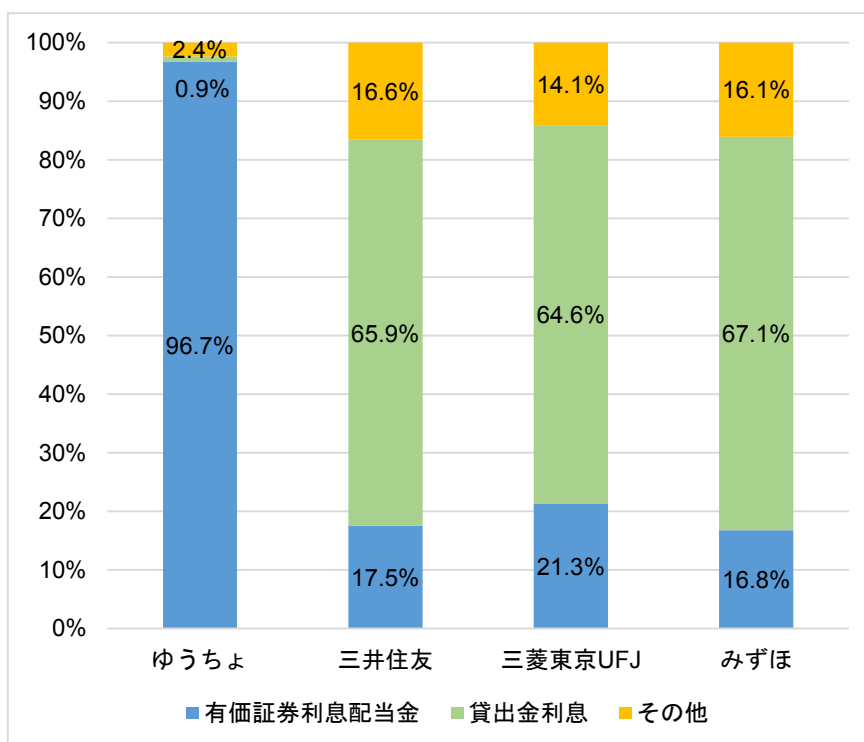
図表 1-7 から、ゆうちょ銀行の資金運用収益への依存度が、3メガバンクのそれより高いことが分かる。さらに図表 1-8 から、3メガバンクでは利率が相対的に高い貸出金利息が収益の大部分を占めているのに対し、ゆうちょ銀行では依然としてリターンの低い有価証券利息配当金が収益の大部分を占めていることが分かる。この2つが、ゆうちょ銀行の低収益性の主要因になっていると考えられる。



図表 1-7 収益構造の比較(2018 年度)

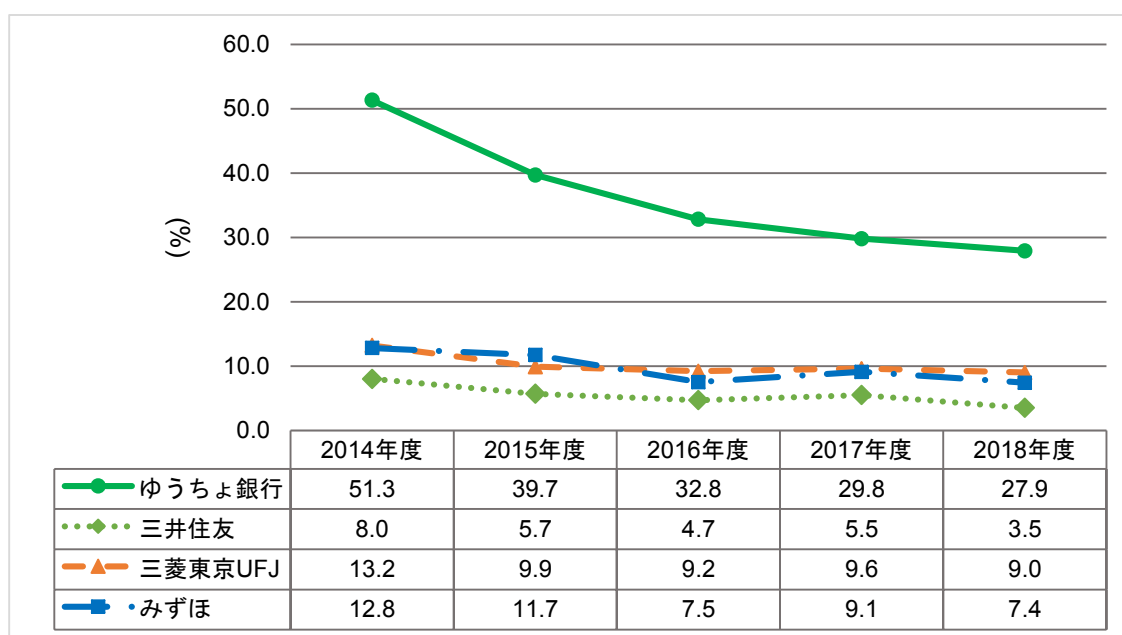


図表 1-8 資金運用収益の構造の比較(2018 年度)



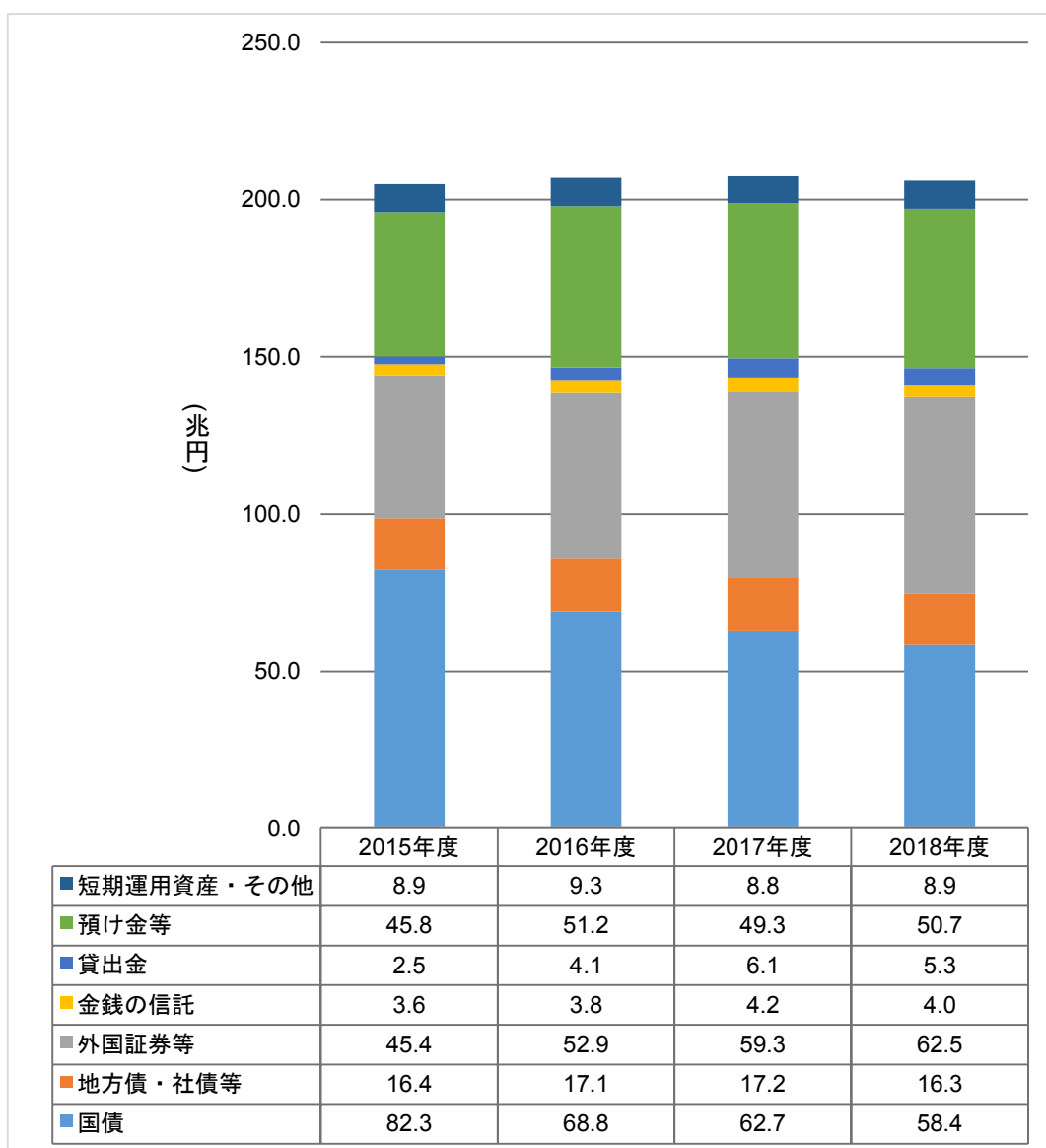
次に、資産運用の状況を分析する。図表 1-9 から、ゆうちょ銀行の総資産に占める国債の割合は、3メガバンクに比べると高い水準にあることが分かる。低金利の影響で国債運用の利鞘は小さく、これも低収益性の要因となっている。近年ゆうちょ銀行は国債保有割合を減少させているが、外国証券等の低リスク資産へのシフトが中心であり、十分な収益源を得るには至っていない。

図表 1-9 国債保有割合の推移



図表 1-10 より、国債への投資の減少分のほとんどが外国証券（そのほとんどが債券）への投資に回されていることが分かる。以前に比べると、より高いリスクをとる投資に向かっていることは明らかであるが、図表 1-2 で見たように資金運用収益は減少傾向にあり、ポートフォリオの組替えの成果は表れてはいない。

図表 1-10 ゆうちょ銀行 資金運用の状況



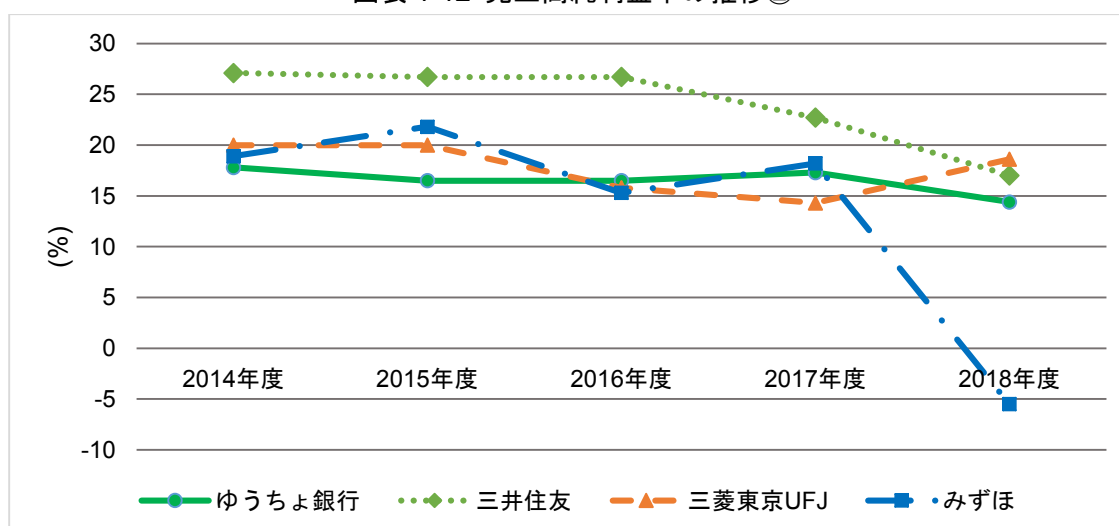
次に、売上高純利益率、総資本回転率、売上高事業利益率、有形固定資産回転率をみていく。これらの指標により、資本がどれだけ効率的に用いられているか、収益がどれだけ効率よく利益に結びつけられているかが分かり、先に見た ROA、ROE の推移の原因を推定するのにも役立つ。

図表 1-11、図表 1-12 は、ゆうちょ銀行の売上高純利益率が押しなべて、3メガバンクのそれよりも低い水準を推移していることを示している。一方、図表 1-13、図表 1-14 は、総資本回転率が3メガバンクに比べて明らかに低いことを示している。このことから、ゆうちょ銀行の資産効率が相対的に低いことが分かる。

図表 1-11 売上高純利益率の推移①

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱UFJ	みずほ
2014年度	17.8	27.1	20.0	18.9
2015年度	16.5	26.7	20.0	21.8
2016年度	16.5	26.7	15.8	15.3
2017年度	17.3	22.7	14.3	18.2
2018年度	14.4	17.0	18.6	-5.5

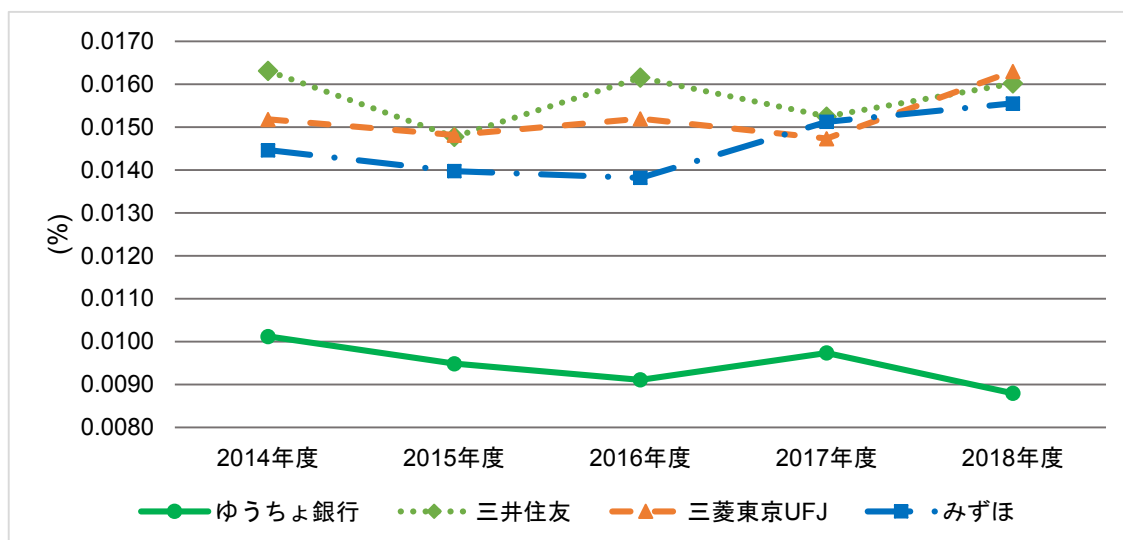
図表 1-12 売上高純利益率の推移②



図表 1-13 総資本回転率の推移①

(単位：回転)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱UFJ	みずほ
2014年度	0.0101	0.0163	0.0152	0.0145
2015年度	0.0095	0.0148	0.0148	0.0140
2016年度	0.0091	0.0162	0.0152	0.0138
2017年度	0.0097	0.0152	0.0147	0.0151
2018年度	0.0088	0.016	0.0163	0.0156

図表 1-14 総資本回転率の推移②

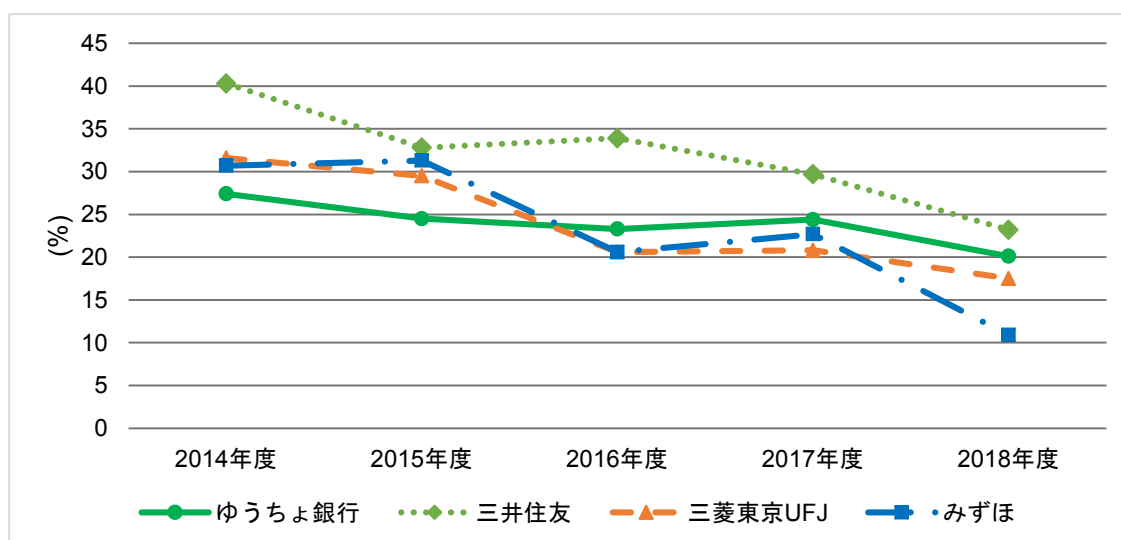


図表 1-15, 図表 1-16 より, 売上高事業利益率は, 3メガバンクと同水準もしくは3メガバンクよりわずかに低い水準にあることが分かる。一方, 図表 1-17, 図表 1-18 より, ゆうちょ銀行の有形固定資産回転率は, 3メガバンクと比較して約3倍と高い水準を保っていることが分かる。これは3メガバンクが大規模な自社ビル等を通して営業を行うのに対し, ゆうちょ銀行は基本的に全国の郵便局の一角で営業を行っていることに起因するものと思われる。これが効率的に利益に結びついていない理由の一つとして, ゆうちょ銀行が日本郵便に支払っている銀行代理業務に係る委託手数料を上げることができる。年間 6,000 億円ほどが支払われており, 営業経費の約 6 割を占めている。しかもその額は年々増加傾向にある。このことは, ゆうちょ銀行が日本郵便のユニバーサル・サービス・コストを間接的に負担している可能性を示唆している。

図表 1-15 売上高事業利益率の推移①

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱UFJ	みずほ
2014年度	27.4	40.3	31.6	30.7
2015年度	24.5	32.8	29.5	31.3
2016年度	23.3	33.9	20.6	20.6
2017年度	24.4	29.7	20.8	22.7
2018年度	20.1	23.2	17.5	10.9

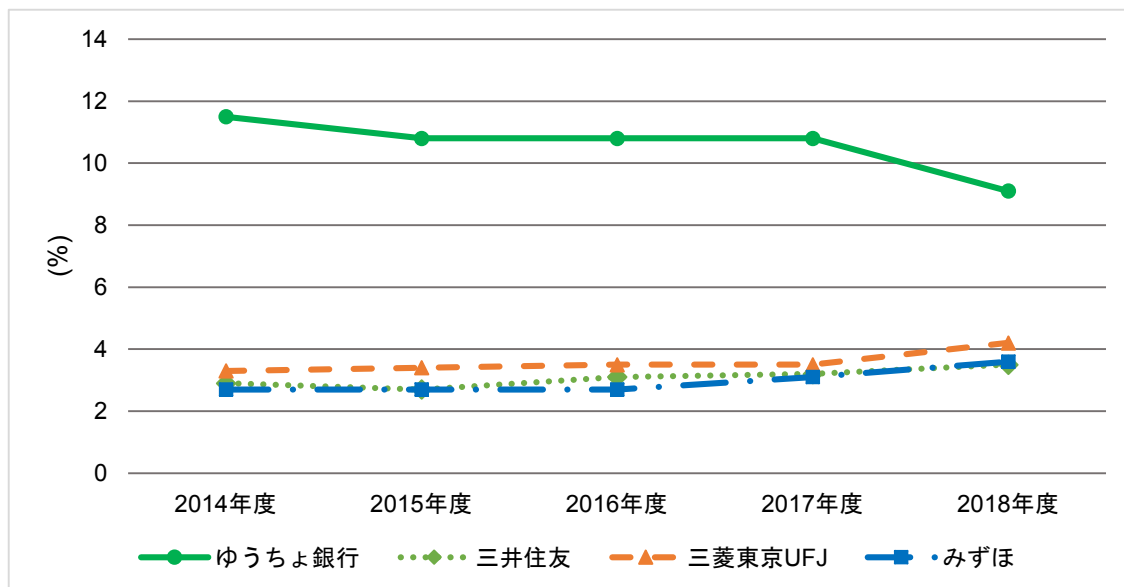
図表 1-16 売上高事業利益率の推移②



図表 1-17 有形固定資産回転率の推移①

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱UFJ	みずほ
2014年度	11.5	2.9	3.3	2.7
2015年度	10.8	2.7	3.4	2.7
2016年度	10.8	3.1	3.5	2.7
2017年度	10.8	3.2	3.5	3.1
2018年度	9.1	3.5	4.2	3.6

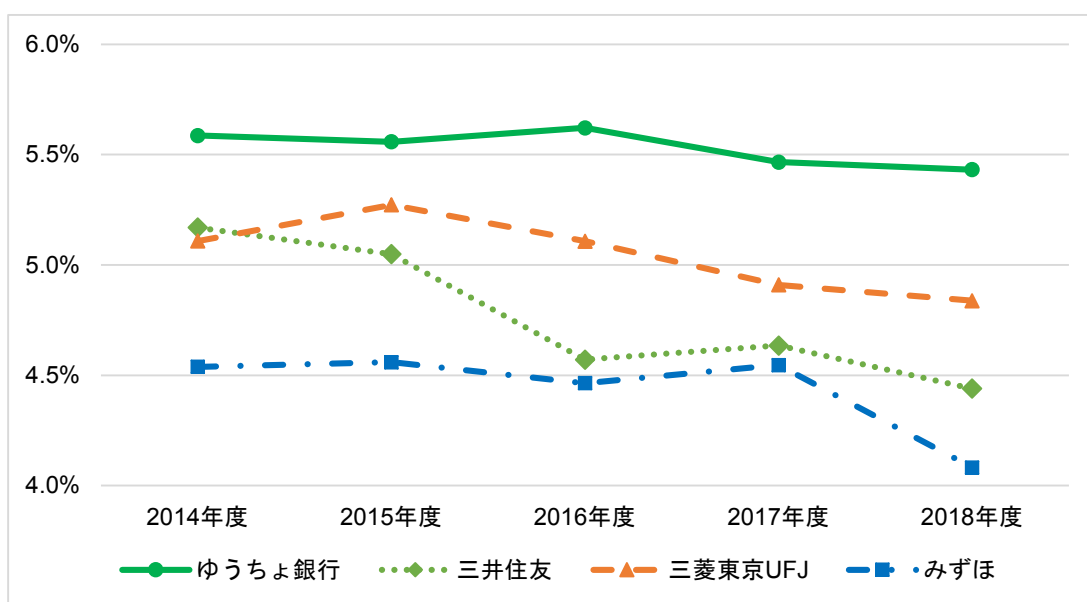
図表 1-18 有形固定資産回転率の推移②



## 2.2 安全性分析

安全性・リスクの分析については、自己資本比率を用いて行う。図表 1-19 より、ゆうちょ銀行の自己資本比率は安定しており、3メガバンクと同水準かもしくは3メガバンクより高いことが分かる。ゆうちょ銀行は3メガバンクに比べリスク回避型の収益構造を有しており、とりわけ公社債は景気変動の影響を受けにくいとされていることから、ゆうちょ銀行の安全性は比較的高いといえる。しかし、近年は資産運用が多様化し、次第に投資リスクは大きくなってきている。

図表 1-19 自己資本比率の推移





### 3. ゆうちょ銀行の企業価値評価

この節では、残余利益モデルにより理論上の株価を算出し、実際株価と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。

#### 3.1 理論株価推定のためのシナリオ

ゆうちょ銀行は、貸出業務を制限され、低金利政策の中未だに国債が多くを占めるポートフォリオを有し、減収減益の状態である。運用の高度化・多様化、手数料収入の拡大といった増収策を講じているが、中期経営計画 2020 をみても業績の大幅な改善は見込んでいないように思われる。

そこで、次のようなシナリオを設定し、理論株株価を推定する。

- ・ゆうちょ銀行の経常収益成長率は、過去5年間平均の-2.2%が続くとし、10年以内に成長率は0%に収束する。
- ・純利益率は過去5年間平均の17%に収束
- ・配当性向は50%
- ・資本コストは6%
- ・資本利益率（ROE）は3%

その結果、ゆうちょ銀行の理論上の株価は3兆446億円となった。

#### 3.2 理論株価と実際株価の差異分析

ゆうちょ銀行の2019年5月31日の株価<sup>1</sup>は1,112円であり、発行済株式総数は37億4948万株(自己株式を除く)であるので、時価総額は4兆1694億円となる。

実際株価の方が1.1兆円ほど大きい結果となり、市場は、先ほどのシナリオとは異なる将来予測をしているということになる。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。

<sup>1</sup> 理論株価の推定で用いた財務データは2019年3月31日時点のものであり、決算短信が2019年5月15日に公表されていることから、これらの財務データを織り込んだ株価が形成される時点として5月末日を実際株価の取得日としている。

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、3メガバンクの数値を参考に再度理論株価を算出し、差異分析を行う。まず、

- ・「減収トレンドが今年度で終わり、底を打った」と仮定すると、

⇒企業価値は3兆1774億円

さらに、

- ・「純利益率を3メガバンク並みの20%まで引き上げる」と仮定すると、

⇒企業価値は3兆7168億円

となり、実際の株価より計算された企業価値に接近する。

このことから、ゆうちょ銀行の新たな収益源獲得の取組みは市場に評価されており、メガバンク並みの水準まで成長することが期待されていると解釈できる。ゆうちょ銀行は、引き続き資産運用の高度化・多様化、手数料収入の拡大等を継続させていくことが求められていると考えられる。

かんぽ生命

## レポート2 かんぽ生命の経営分析と企業価値

～資産運用の多様化，高度化にむけて～

2018年度の株式会社かんぽ生命保険（以下、かんぽ生命）は、減収増益となった。これは過去5年間の一貫した傾向である。資産運用の面では、公社債依存からの脱却を目指し、株式・外国証券の比率を高めるなど、収益性を高める取組みが観察された。残余利益モデルを用いた企業価値評価の結果からは、市場からの高い評価が窺えた。

### 1. かんぽ生命の基本データ

かんぽ生命の経営分析を行うにあたり、まずは基本的な財務数値の経年変化をみる。図表2-1から、総資産や責任準備金によって表される財政規模と、経常収益によって表される収益規模が、ともに長期的な縮小傾向にあることが分かる。これは、簡易生命保険に係る保有契約件数の急速な減少を民営化以降の新区分保険に係る保有契約件数の増加で補填しきれず、保有契約件数が全体として減少傾向を辿っていることを反映したものである。

図表 2-1 主要な単体財務数値

(単位：百万円)	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
総資産	84,915,012	81,545,182	80,336,760	76,831,261	73,905,017
負債	82,939,284	79,662,200	78,483,557	74,828,135	71,769,880
内、責任準備金	75,112,601	72,362,503	70,175,234	67,777,297	65,060,549
純資産	1,975,727	1,882,982	1,853,203	2,003,126	2,135,137
経常収益	10,169,241	9,605,743	8,659,444	7,952,951	7,916,655
内、責任準備金戻入額	2,632,889	2,750,098	2,187,268	2,397,936	2,716,748
純利益	81,323	84,897	88,596	104,487	120,480

## 2. かんぽ生命の経営分析

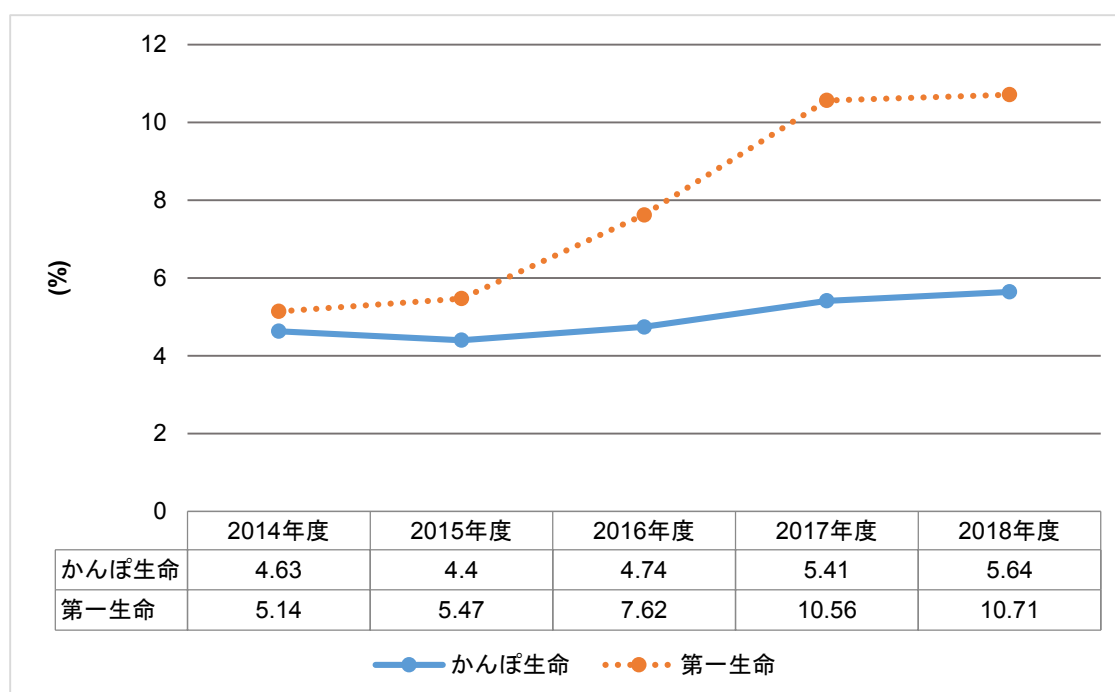
本レポートでは、かんぽ生命の比較対象企業として第一生命保険株式会社（以下、第一生命）を選定した。かんぽ生命と近い経営規模を持つことや、生命保険会社として上場する数少ない企業の1つである点が共通していること等が選定理由である。ただし、分析の中立性・客観性向上の観点から、相互会社等の形態をとっている他の生命保険会社の状況について言及することもある。

### 2.1 収益性分析

ROEを分解することで得られるデュポン・システムの3つの因数、すなわち売上高純利益率、総資本回転率、財務レバレッジに着目して、かんぽ生命の収益性分析を行った。また、これらの経営指標に加えて、かんぽ生命の収益性に関する特徴的な経営指標をいくつか取り上げ、追加的な分析を試みた。

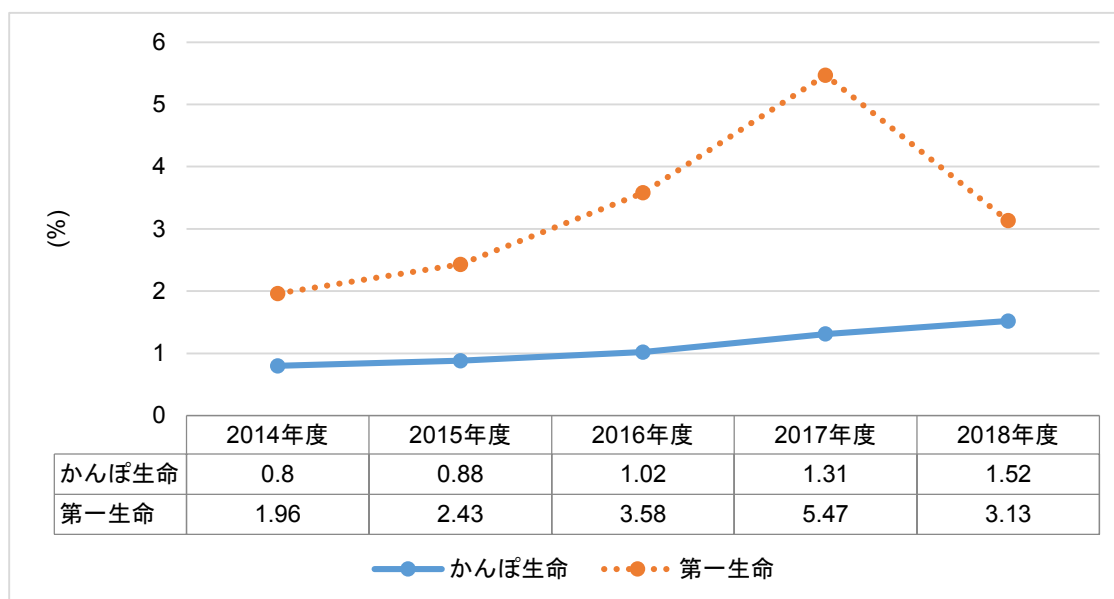
#### (1) ROEの分解による収益性分析

図表 2-2 ROE の推移



かんぽ生命、第一生命ともに、昨年度と比べて ROE の数値はほぼ横ばいで、それぞれ 0.13%、0.15%の上昇であった。第一生命は、東証一部上場（2010 年 4 月）以来の上昇傾向がやや鈍化した感がある。両社の ROE の傾向の相違は、2016 年度から顕著に現れる。2015～2017 年の間に、第一生命の ROE は高い成長率で続伸し、2017 年度には 10%台に到達したのに対し、かんぽ生命の ROE は依然 5%前後の水準を推移している。金利環境の変化により敏感なかんぽ生命に特有の構造的問題が、ROE を低い水準に留め置いていると言える。

図表 2-3 売上高<sup>2</sup>純利益率



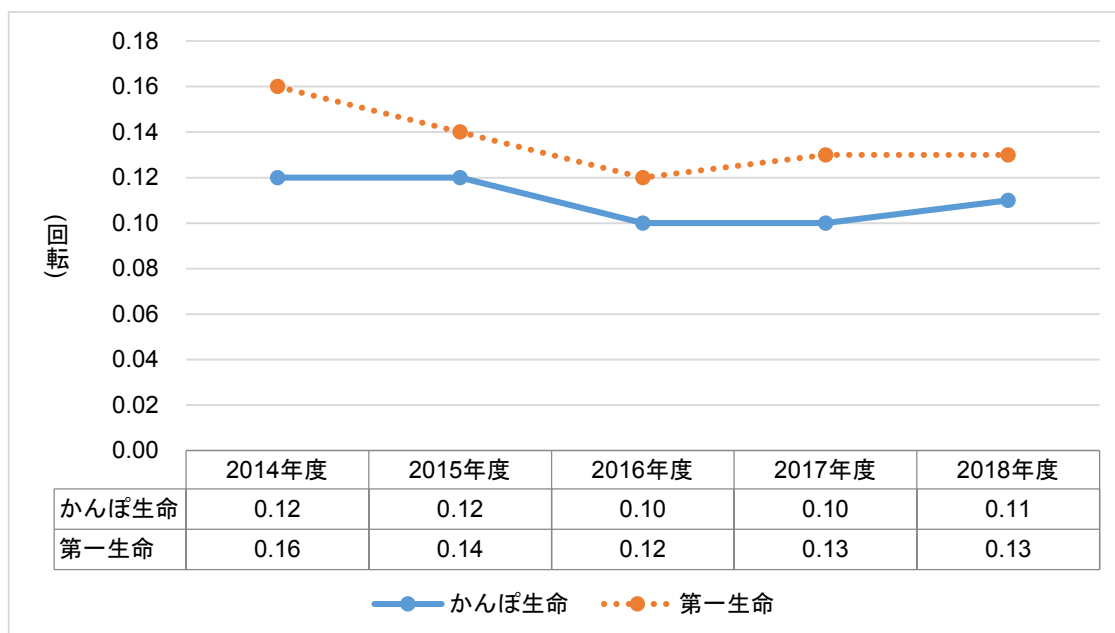
	かんぽ生命	第一生命
利益率	UP <sup>↑</sup>	UP <sup>↑</sup> →DOWN <sup>↓</sup>
経常収益	DOWN <sup>↓</sup>	UP <sup>↑</sup> →DOWN <sup>↓</sup>
経常費用	DOWN <sup>↓</sup>	UP <sup>↑</sup> →DOWN <sup>↓</sup>
利益額	UP <sup>↑</sup>	UP <sup>↑</sup>

両社の売上高純利益率の傾向の相違に関しても、ROE とほぼ同様の結果となった。このことは、各社の ROE と売上高純利益率が連動していることによるともいえる。第一生命の場合、2014～2017 年度でみると、経常収益、経常費用、利益額の全てが増加する中で利益率も上昇している。これに対して、かんぽ生命では、経常収益、経常費用が減少<sup>3</sup>し、利益額のみが増加する中で利益率が上昇し、あるいは維持されている。

<sup>2</sup> 本指標の算定に際し、生命保険会社の損益計算書には売上高に該当するものがないため、それを経常収益で代替している（総資本回転率も同様）。ただし、呼称は売上高純利益率のままとしている。

<sup>3</sup> これらはいずれも、冒頭で述べた簡易生命保険契約の減少によるものであると考えられる。

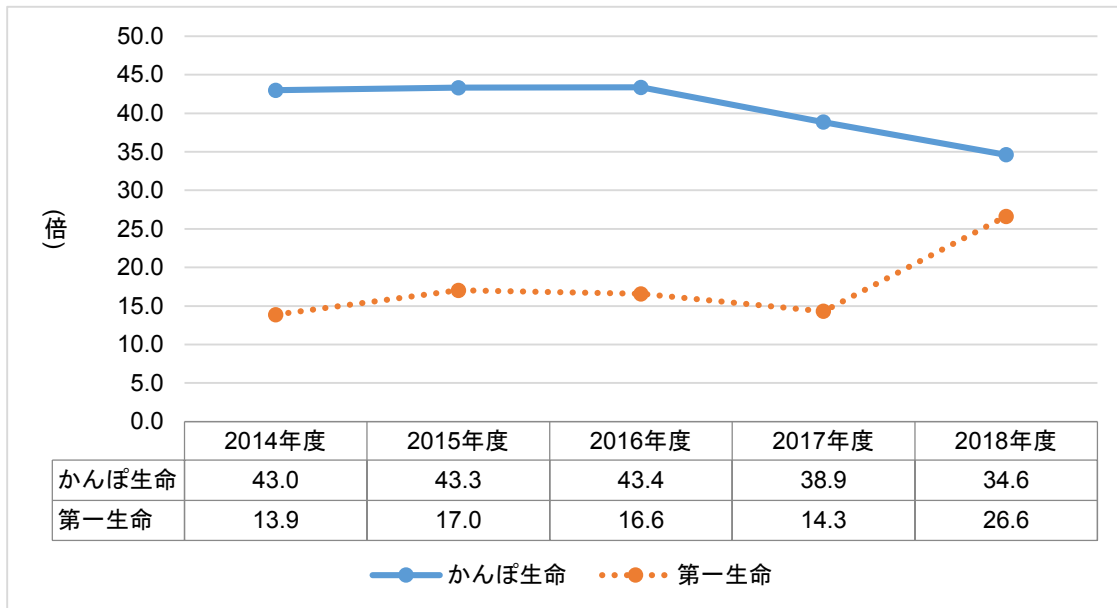
図表 2-4 総資本回転率



	かんぼ生命	第一生命
回転率	DOWN↘→UP↗	DOWN↘→STAY→
経常収益	DOWN↘	UP↗→DOWN↘
総資本	DOWN↘	UP↗↗

直近の5会計年度を通じて、第一生命の総資本回転率は一貫してかんぼ生命のそれを上回っている<sup>1</sup>。また、直近3年間は両社とも総資産回転率は、ほぼ横ばいである。かんぼ生命の場合は回転率の低下に歯止めがかかったよう見えるが、これは収益規模の縮小傾向がスローダウンし、その縮小分が総資本の縮小分より小さくなったことを反映している。そのため、回転率の動向をもって経営状態が改善したとは、必ずしもいえない。

図表 2-5 財務レバレッジ

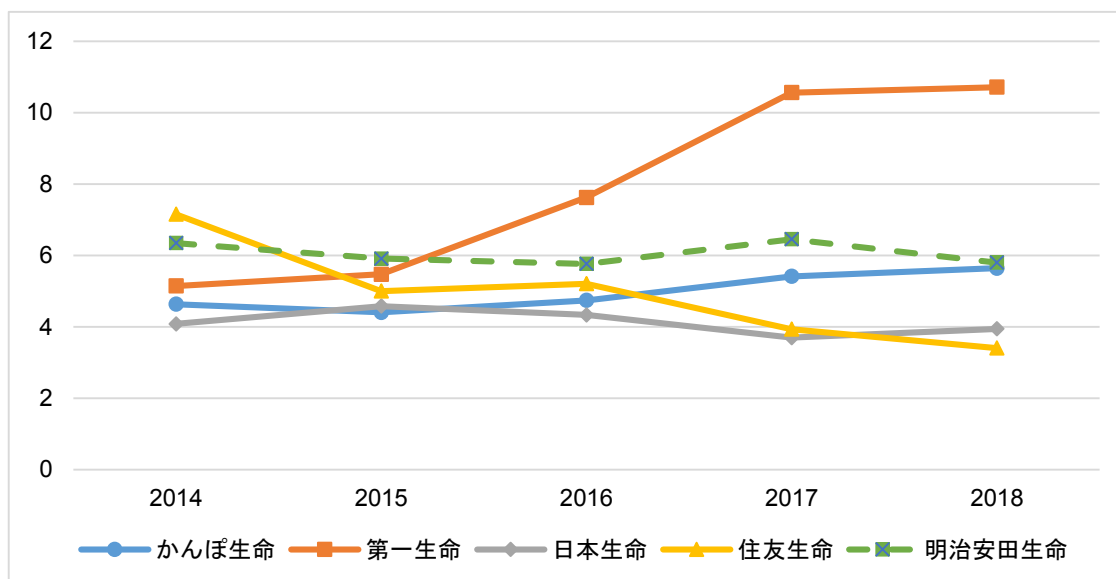


	かんぽ生命	第一生命
財務レバレッジ	大△	小▼
自己資本	—	大△
総資本	大△	—

両社の財務レバレッジは2014～2016年度はほぼ横這いであった。しかし、かんぽ生命は直近2年間で、8.74ポイントの大幅な低下をみせている。これは、同期間に顕著になった自己資本の増加と総資本の減少の相乗効果によるものといえる。直近5会計年度を通して、かんぽ生命の財務レバレッジは一貫して第一生命のそれを大きく上回っている。その原因の一つには、自己資本を構成する評価・換算差額等が、第一生命では約2兆1000億円とかんぽ生命の約5倍の規模になっていることがある。しかし、もう一つの原因として挙げられるのは、かんぽ生命の責任準備金が約67兆円と非常に大きいことである。図表2-6に示す大手5社の平均は約47兆円であることから、かんぽ生命の責任準備金がいかに大きいか分かる。



図表 2-6 国内大手生保 5 社の ROE (参考)



## (2) その他の経営指標による収益性分析

### ① 責任準備金に関する指標

責任準備金は、保険契約に基づく将来の債務の履行に備えるため、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る。その積立方式や計算基礎率については、保険会社の健全性や契約者の保護の見地から、監督当局が定めることとなっている（保険業法第116条第2項、標準責任準備金制度）。図表 2-7 にみるように、かんぽ生命では、経常収益に占める責任準備金戻入額の割合が極めて大きく、収益構造を左右する要因となっていることが分かる。

図表 2-7 経常収益に占める責任準備金戻入額の割合

(単位：%)	かんぽ生命	第一生命
2014年度	25.89	0.01
2015年度	28.63	0.01
2016年度	25.26	—
2017年度	30.15	—
2018年度	34.32	—

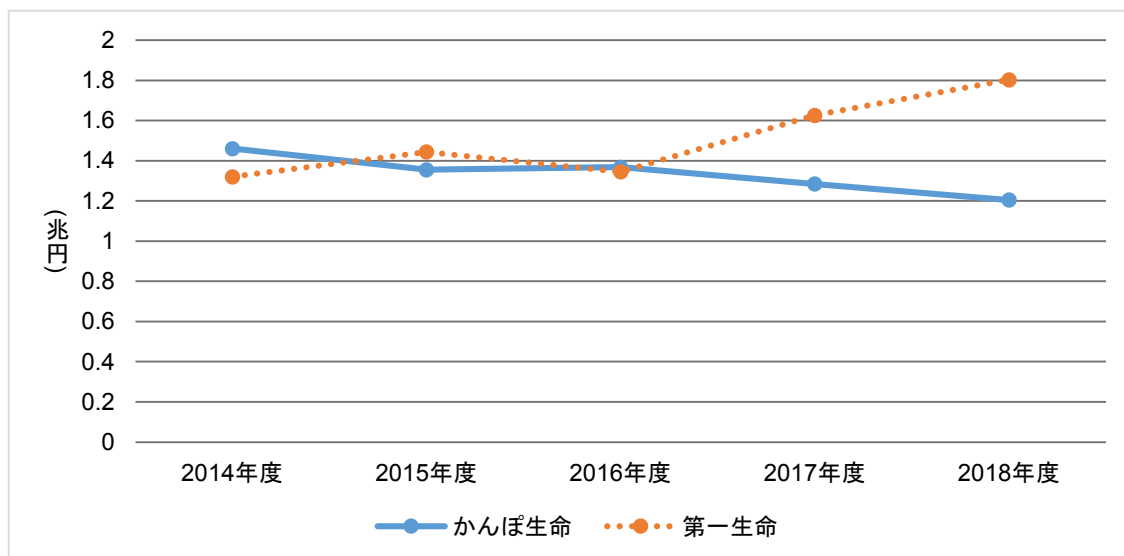
かんぽ生命では本来の事業収入ともいえる保険料収入は過去5年間で約35%ほど減少しており、経常費用が保険料収入と資産運用収益を超えているギャップを責任準備金の戻入によって埋めているという状況が続いており、2018年度にはそのギャップは2.5兆円にもなっている。図表 2-7 からわかるように、かんぽ生命の経常収益に占める責任準備金戻入額の割合は増加傾向にあり、ボトムラインである純利益には表れない収益構造上の問題を抱えているといえよう。

### ② 資産運用に関する指標<sup>4</sup>

生命保険会社の資産運用状況の特徴を示す指標として、本項では基礎利益計算上の資産運用収益（以下、資産運用収益）とキャピタル費用をの二つを取り上げる。両指標はいずれも生命保険会社に特有の損益項目であり、かつ損益計算書の枠外で算定されるという点で共通する。

<sup>4</sup> 関連する 2.3 項をとともにご覧いただくことで、より理解を深めて頂ければ幸いである。

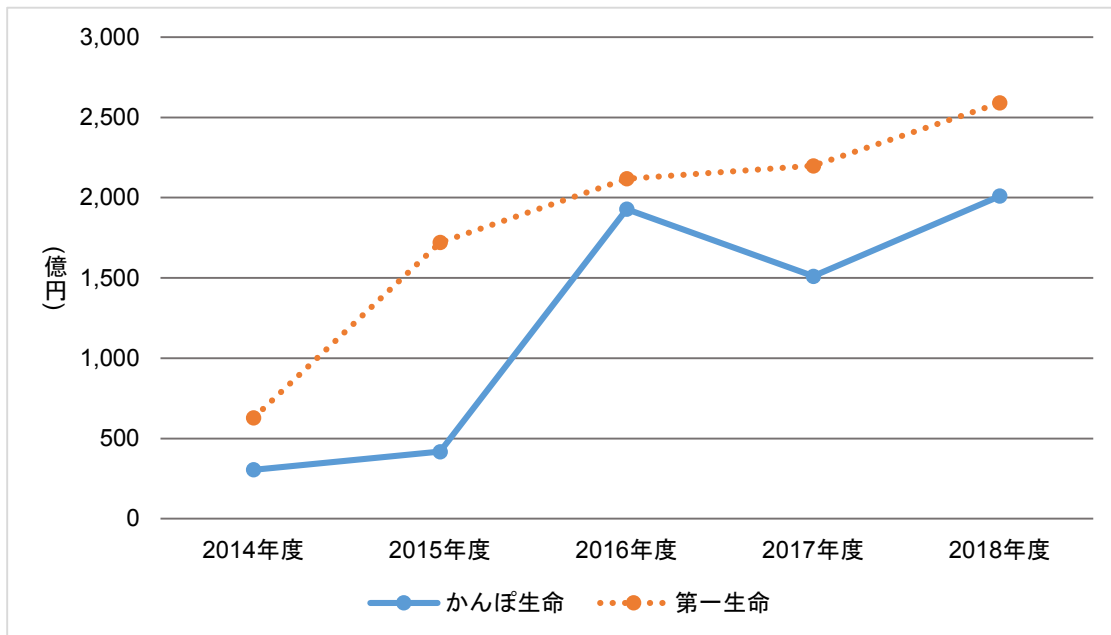
図表 2-8 資産運用収益



資産運用収益は、主に利息及び配当金等収入といったインカム・ゲインから構成され、資産運用会社が組成した特定のポートフォリオが長期安定的に生み出しているリターンの量を表している。つまり、資産運用収益は生命保険会社の長期的な資産運用の状況を継続的に反映する指標であるといえる。

かんぽ生命の資産運用収益は直近5会計年度中、一貫して減少傾向にあることが分かる(図表2-8)。これは、かんぽ生命の保有するポートフォリオに占める円金利資産の割合が競合他社に比べて非常に高く、近年の超低金利環境の影響を受けてポートフォリオ全体の収益性が徐々に低下していることによるものである。

図表 2-9 キャピタル費用



一方、キャピタル費用は、有価証券売却損や金融派生商品費用といったキャピタル・ロスから構成され、市場環境の変化に合わせてポートフォリオを適切に組み替えるために資産運用会社が受け入れた損失の量を表している。つまり、キャピタル費用は生命保険会社の短期的な資産運用の状況を敏感に反映する指標であるといえる。

かんぽ生命のキャピタル費用は直近5会計年度中、一貫して第一生命のそれを下回る水準にあることが分かる（図表 2-9）。これは、かんぽ生命に比べて第一生命が、リスクの高い資産運用により積極的に取り組んでいることを表している。

しかし、かんぽ生命のキャピタル費用にだけ注目すれば、その水準は直近3会計年度に大きく変化し始めたことが分かる。これは、かんぽ生命が現在の金利状況に対応するため、ポートフォリオに占めるリスク性資産の割合を高め始めたこと、すなわち資産運用の多様化に本格的に乗り出したことを示唆している（図表 2-14 等）。ただし、図表 2-8 にみるように、明確な効果が表れるには至っていない（インカム・ゲインの減少が増加に転じる等）。奏功を観察するにはなお時間を要するだろう。

## 2.2 安全性分析

生命保険会社の貸借対照表の表示は、正常営業循環基準に基づいた流動・固定分類に拠っていないため、固定比率や固定長期適合率等の、財務諸表分析における標準的な安全性指標の多くは分析に用いることができない。したがって、生命保険会社の安全性分析に際しては、自己資本比率や負債比率等の限定された安全性指標を用いるか、あるいは一般に情報価値が認められている他の経営指標を用いることが適当と考えられる。そこで本項においては、保険業界における行政監督上の安全性指標の一つでもあるソルベンシー・マージン比率を用いて分析を行った。

ソルベンシー・マージン総額を構成することができる項目は法規制によって定められているが、基本的には貸借対照表上の負債項目あるいは資本項目である。すなわち、資本金あるいは基金、その他有価証券評価差額金や繰延ヘッジ損益、運用資産の価格変動リスクに備えるための価格変動準備金、その他諸々のリスクに備えるための危険準備金等からなる。しかし、先に述べたように、ソルベンシー・マージン規制の趣旨は生命保険会社に対し「通常の予測を超える」危険に備えさせることであるから、当然予測しなければならない契約者への保険金支払に備えるための責任準備金は、一部を除き、その殆どが算入対象外になっているという点が本指標の特徴である。

図表 2-10 ソルベンシー・マージン比率

(単位：%)	かんぽ生命	第一生命
2014年度	1,644	913
2015年度	1,570	900
2016年度	1,291	851
2017年度	1,132	882
2018年度	1,190	971

図表 2-11 資産運用リスク相当額

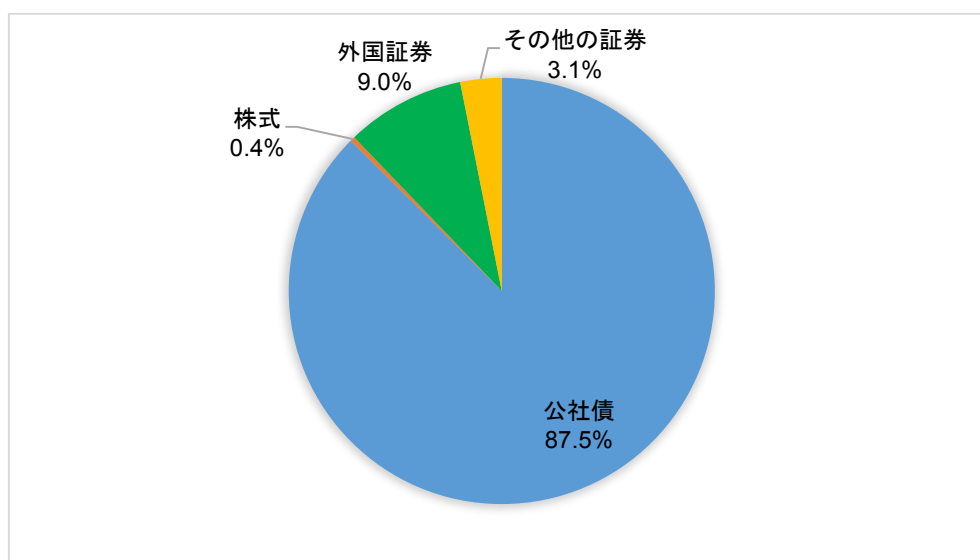
(単位：億円)	かんぽ生命
2014年度	4,432
2015年度	4,760
2016年度	6,310
2017年度	7,921
2018年度	7,632

かんぽ生命のソルベンシー・マージン比率は2015年度以降、減少傾向にある。とくに、2015年度から2017年度にかけてその水準が急速に低下しているのは、資産運用リスク相当額が2014年度末時点からおよそ3000億円分増加した（同時点を基準として約1.5倍の水準となった）ことによる。しかし、低金利環境に対応して、リスク管理の高度化を進めつつ資産運用リスクを取り、収益性向上を目指していく方針を掲げているかんぽ生命にとってこの結果は想定の範囲内であると推察される。また、2018年度のかんぽ生命のソルベンシー・マージン比率は依然として千%を超え、比較対象である第一生命のそれを大きく上回っているため、行政指導の対象になる200%に照らしても、突発的なリスクに対しては非常に高い安全性を誇っているといえる。現在かんぽ生命が業務を継承している簡易生命保険は、かつて国の社会保険制度に代わる役目も負わされていたという歴史的背景もあり、その簡易生命保険に係る契約者の安全が損なわれるようなことがあってはならないという政府の政策意図も、かんぽ生命のソルベンシー・マージン比率は反映していると解される。

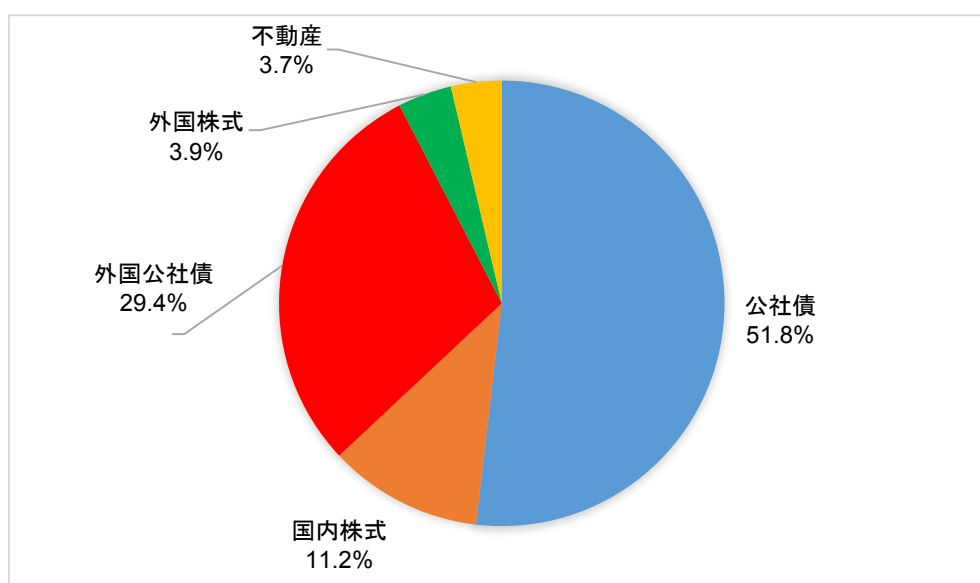
### 2.3. ポートフォリオ分析

生命保険会社にとって、ポートフォリオは自社の収益性と安全性を決める最も重要な要素であるといっても過言ではない。本項は、そのポートフォリオを競合他社と比較することによって、かんぽ生命の基本的な資産運用の方針を明らかにすることから始める。また、ポートフォリオの経年変化について分析することによって、変化し続ける市場環境に対応するための新たな動きについても見ていく。

図表 2-12 かんぽ生命 有価証券明細



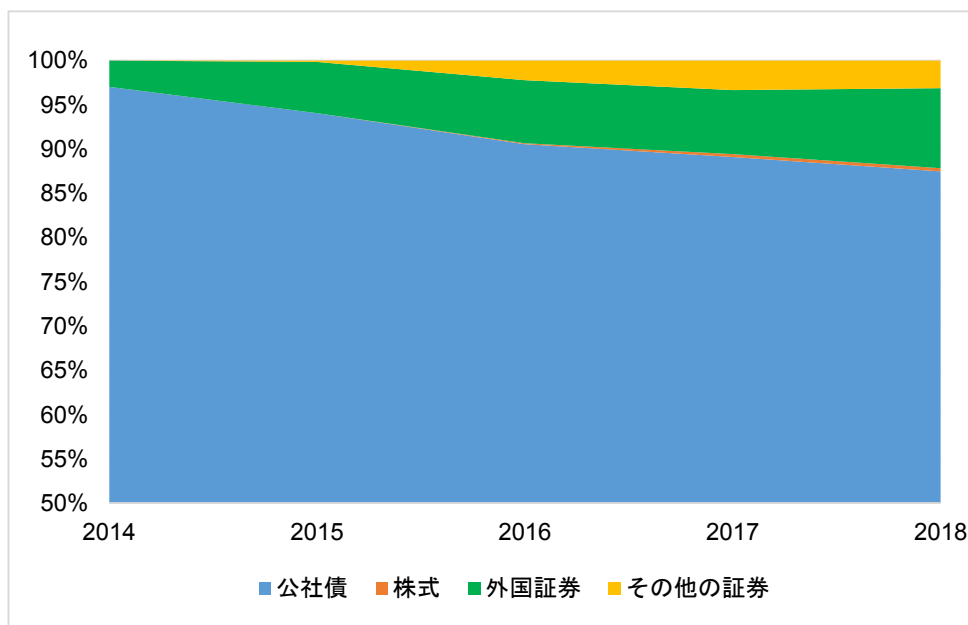
図表 2-13 第一生命 有価証券明細



かんぽ生命のポートフォリオの特徴を一口に言えば、公社債の割合が極めて大きいということである。一般に生命保険会社においては、ALM（Asset Liability Management、資産・負債の総合的管理）と呼ばれるリスク管理手法を推進する観点から、ほぼ必然的に国債等の超長期債がポートフォリオの大部分を占めることになる。かんぽ生命の場合は、保険金支払いに確実に備え、契約者を保護することを特に重視するという日本郵政公社時代からの立場を引き継いだ結果、公社債の割合をほぼ100%に近い水準で維持することにより金利変動リスクを可能な限り排除しようとする現在のリスク管理体制が残存することになったと考えられる。

しかし、このような公社債中心の資産運用の結果、長引く低金利環境、特に2016年2月の日本銀行による「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」導入の影響を大きく受け、収益性の低下を招くことになった。このような状況で、かんぽ生命は資産運用の多様化、高度化、それに伴うALMを中心としたリスク管理の高度化の必要に迫られている。

図表 2-14 かんぽ生命 有価証券の構成と増減





以上の経緯を経て、厳しい金利環境を耐え抜くための資産運用多様化の取り組みが始まった。図表 2-14 はその状況を表している。公社債の比率は 2014 年度の 97.0%から 2018 年度の 87.5%と徐々に低下し、外国証券の比率が高まってきている。また、株式の比率も少しずつではあるが高まってきており、過度に国債に依存した資産運用から脱却し、リスク性資産を増やし収益性を向上させようとする姿勢がみられる。しかし、先ほど見たように競合他社と比べると依然として公社債の比率は高いままであり、より一層の多様化が求められている。

ただし、近年比率が高まってきている外国証券については利回りがそこまで高くないなど問題点も存在しており、変化する金利状況の中で機動的な資産運用をどのように展開していくか、リスクに対応しつついかに収益性を高めていくかは、今後の課題である。

### 3. かんぽ生命の企業価値評価

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。本節では、かんぽ生命の理論上の株価を残余利益モデルを用いて算出し、実際の株価と比較するとともに、その差異の原因を探る。なお、本節では財務データは2019年3月期決算のデータ、実際株価は2019年5月31日のものを用いている。

#### 3.1 理論株価推定のシナリオ

ここでは、次のようなシナリオのもと理論株価を推定する。

- ・かんぽ生命の経常収益成長率は、過去5年間平均の-7.32%が続くとし、10年以内に成長率は0%に収束する。
- ・純利益率は過去5年間平均の1.11%に収束
- ・配当性向は2018年度の配当性向と2019年度の目標配当性向の中間値である40%
- ・資本コストは4%

以上のシナリオのもとに算出したところ、かんぽ生命の理論株価は1兆1818億円となった。

#### 3.2 差異分析

かんぽ生命の2019年5月31日の株価は2,072円であり、発行済株式総数は5億6260万株<sup>5</sup>なので、時価総額は1兆1657億円である。推定した理論株価は1兆1818億であるため、市場株価と理論株価の差異はほとんどない、すなわち市場は先ほどのようなシナリオに近似したシナリオを想定しているというのが一つの結論として導き出される。

次に上掲のシナリオについて検証していきたい。資本コストを4%としたが、一般的に資本コストは8%前後であることが多いといわれていることを考えると、シナリオでの想定が低すぎる可能性もある。そこで、資本コストが5%、6%の場合についても検証を行った。資本コストが5%の場合、純利益率が1.45%に収束すると仮定すると、理論株価は1兆1798

---

<sup>5</sup> 2019年5月15日開催の取締役会の決議に基づき、2019年5月31日付で株式の消却を行い、発行済株式総数が6億株から3740万株減少している。

億円となり、資本コストが6%の場合、純利益率が1.80%に収束すると仮定すると、理論株価は1兆1636億円となった。前述のように、2018年度の純利益率が1.52%であり、過去5年間純利益率が上昇し続けていることを考慮すると(図表3-3参照)、市場がこれらのシナリオを想定している可能性もあるだろう。

以上の分析から、

- ① 資本コスト4%で純利益率は過去5年並の水準に収束する、
- ② 資本コスト5%で純利益率は昨年度程度の水準に収束する、
- ③ 資本コスト6%で純利益率は過去5年並の成長を続ける、

といったシナリオを市場が想定している可能性がある。いずれの場合でも純利益率の維持ないし成長が期待されており、引き続き資産運用の多様化、保険料収入の増加が求められていると考えることができる。



日本郵便

## レポート3 日本郵便の経営分析と企業価値

### ～成長戦略の必要性～

日本郵便株式会社（以下、日本郵便）は、2016年度にトール社の減損処理によって多額の損失を計上したが、2017年度はゆうパック取扱数量増加などが寄与し、業績は回復傾向にある。その局面で存在感を増したのが、ユニバーサル・サービス提供義務である。ユニバーサル・サービスの担い手としての信頼感を強みとできるのか、ユニバーサル・サービス・コストが経営の足かせとなるのか。日本郵便の今後は、この点にかかっている。

#### 1. 日本郵便の基本データ

日本郵便株式会社（以下、日本郵便）の企業分析を行うにあたり、基本的な財務数値の経年変化をみる。図表3-1の単体財務データを概観すると、2016年のトール社株式の減損処理に伴う総資産・純資産の減少を経験した後、日本郵便は、負債を圧縮しつつ総資産・純資産を順調に増加させている。純資産は、2014年9月グループ内の資本組み換えにより約6,000億円の資本増強を行った際の水準を約3,000億円下回るが、資本増強前の2013年度（543,076百万円）に比べると1,500億円以上増加しており、財務の健全性は回復したといえる。

図表3-1 主要な単体財務数値

(単位：百万円)	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
総資産	5,441,962	5,293,145	4,651,536	4,636,468	4,695,990
負債	4,463,251	4,260,218	4,108,983	4,034,767	3,989,888
純資産	978,711	1,032,927	542,553	601,701	706,102
営業収益	2,819,144	2,947,459	2,967,578	3,034,391	3,119,646
営業利益	10,650	37,773	68,641	73,887	172,782
経常利益	22,010	49,641	71,937	79,031	177,105
当期純利益	15,423	47,174	△478,557	59,218	133,581

続いて、図表 3-2 の連結財務数値の経年変化を概観する。単体財務諸表と同様、2016 年にトール社株式の減損処理に伴って総資産額や純資産額が大きく下落したのが目につくが、その後回復の傾向にある。負債総額が約 4 兆円を超えているが、有利子負債はこのうち約 6.5%の約 2,770 億円であり、安全性については大きな問題はない<sup>6</sup>。ただし、有利子負債は、金額および負債に占める割合がともに上昇しており、今後注視していく必要がある。当期純利益は、2016 年度の減損処理を経て、大幅な回復を見せている。

図表 3-2 主要な連結財務数値

(単位：百万円)	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
総資産	5,525,467	5,651,387	5,091,375	5,098,926	5,182,809
負債	4,238,366	4,406,403	4,297,130	4,267,672	4,267,678
純資産	1,287,101	1,244,984	794,244	831,253	915,130
営業収益	2,940,971	3,627,005	3,758,970	3,881,943	3,960,669
営業利益	12,586	32,611	53,430	86,564	182,021
経常利益	22,871	42,336	52,221	85,459	179,865
当期純利益	22,174	47,247	△384,551	59,616	127,155

## 2. 日本郵便の経営分析

公表財務諸表を用いて日本郵便の現状を分析する。なお、企業グループとしての日本郵便を分析するため、財務データは一部を除いて連結ベースによった。

日本郵便の特徴を明らかにするため、物流事業で競合してい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取り上げた。ただし、SG ホールディングスのみ非上場企業のデータが含まれる<sup>7</sup>点に注意が必要である。

<sup>6</sup> 日本郵便の安全性分析は本レポート 2.3 にて詳しく行っている。

<sup>7</sup> SG ホールディングスは 2017 年 12 月に東証 1 部に上場したため、同社の 2017 年度のデータの一部に上場前のデータが含まれている。

## 2.1 収益性分析

図表 3-3 にみるように、日本郵便の ROA<sup>8</sup>は同業他社と比べ低い水準であったが、今年度は大きく改善し、他社に迫る水準となっている。本レポート 2.3 節で改めて述べるが、ゆうパックの価格見直しや取扱数の増加を反映し、郵便物流部門での増益効果大きい。ROA を ROS（売上高事業利益率）と総資本回転率の積に分解してみると、利益率の水準が比較対象企業であるヤマト HD を上回っているにもかかわらず、総資本回転率の低さにより ROA は下回る結果となっている。ここから、資産の効率的利用という従前からの課題を日本郵便が未だ抱え続けている状況が見て取れる。

図表 3-3 収益性指標（ROA 関連）

ROA : 総資本事業利益率				
(単位 : %)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2014年度	0.26	6.58	4.10	(7.98)
2015年度	0.75	6.39	4.87	(9.29)
2016年度	1.04	3.17	4.77	(8.52)
2017年度	1.72	3.17	4.60	(10.40)
2018年度	3.56	4.87	5.10	10.08

ROS : 売上高事業利益率				
(単位 : %)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2014年度	0.455	4.985	4.126	(5.329)
2015年度	1.148	4.898	4.940	(5.756)
2016年度	1.489	2.381	4.937	(5.663)
2017年度	2.259	2.295	4.716	(6.468)
2018年度	4.623	3.354	5.303	6.642

<sup>8</sup> 営業利益・持分法利益・受取利息・配当の和を総資産額で除した値を用いている。

総資本回転率

(単位：回転)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2014年度	0.566	1.321	0.994	(1.498)
2015年度	0.651	1.304	0.985	(1.650)
2016年度	0.700	1.331	0.967	(1.505)
2017年度	0.762	1.380	0.975	(1.615)
2018年度	0.770	1.452	0.961	1.518

図表 3-4 から、ROE については比較対象企業と比べてもかなり高い水準となっている一方、他社と比べその変動幅が大きいことも分かる。2016 年度のトール社株式の減損処理による ROE の下落が大きいという点も、ROE の変動を大きくしている一因ではあるが、ROE を分解した因数の 1 つである財務レバレッジが変動の増幅作用を持っている点にも注目しておく必要がある。とはいえ、レバレッジを高める要因となる負債の大きさは、「退職給付に係る負債」やゆうちょ銀行・かんぽ生命の窓口業務に係る「郵便局資金預り金」などに起因し、日本郵便の経営努力を超えた次元の問題を含むため、レバレッジの改善は中長期的な課題となる。

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
2014年度	2.22	6.72	4.18	(13.08)
2015年度	3.78	7.15	5.25	(16.63)
2016年度	<b>△37.85</b>	3.41	4.95	(13.33)
2017年度	7.37	3.43	5.17	(15.27)
2018年度	14.70	4.65	5.16	15.00

ROS：売上高事業利益率

(単位：%)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2014年度	0.748	2.687	2.665	(2.894)
2015年度	1.313	2.783	3.396	(3.602)
2016年度	<b>△10.230</b>	1.252	3.225	(3.489)
2017年度	1.536	1.214	3.356	(4.093)
2018年度	3.210	1.597	3.411	4.60



総資本回転率

(単位：回転)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2014年度	0.566	1.321	0.994	(1.498)
2015年度	0.651	1.304	0.985	(1.650)
2016年度	0.700	1.331	0.967	(1.505)
2017年度	0.762	1.380	0.975	(1.498)
2018年度	0.770	1.452	0.961	1.518

財務レバレッジ

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2014 年度	5.237	1.893	1.578	(3.018)
2015 年度	4.426	1.969	1.570	(2.798)
2016 年度	5.287	2.047	1.586	(2.539)
2017 年度	6.295	2.046	1.580	(2.311)
2018 年度	5.944	2.006	1.572	2.150

前述した、日本郵便における資産の効率的利用については、図表 3-5 の有形固定資産回転率からもその問題を指摘できる。有形固定資産回転率は、所有する有形固定資産の何倍の収益（売上）を上げているかで資産の効率性を測定する指標である。図表 3-5 にみるように、日本郵便の有形固定資産回転率は、比較対象企業に比べて劣っている。この原因を企業組織の側面と日本郵便を取り巻く制度的側面から考察する。

企業組織の側面から見ると、この非効率の原因は日本郵政グループにおける日本郵便の役割にあると考えられる。ゆうちょ銀行とかんぽ生命は一部自前の店舗棟は持っているが、顧客との接点のほとんどは郵便局である。委託手数料という形で収益は得ているものの、資産と収益との対応関係が適正性を欠いている可能性がある。

制度的側面としては、ユニバーサル・サービス提供義務の存在が挙げられる。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・サービス提供義務が課されている。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なければならず、収益性の観点から合理的に判断すれば撤退すべき地域での営業が求められる。実際、郵便局以外にコンビニエンスストアや民間金融機関の存在しない市町村が全国に数多く存在しており、新聞や場合によっては宅配業者が自らの配達網を持たず郵便局に配達を依頼するといった事例すら存在している<sup>9</sup>。

<sup>9</sup> これについては、藤井秀樹「ユニバーサルサービスの最前線を行く—鹿児島県牧園郵便局」『通信耀』2019年11月号を参照されたい。

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
2014 年度	1.277	3.337	1.987	(3.807)
2015 年度	1.460	3.431	1.966	(4.413)
2016 年度	1.397	3.619	1.954	(4.123)
2017 年度	1.437	3.799	2.034	(4.697)
2018 年度	1.480	3.898	2.041	4.324

収益の柱のひとつであるゆうちょ銀行・かんぽ生命からの手数料収入について触れる。

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。現時点では、この手数料の算定基準が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が、今後予定されているゆうちょ銀行、かんぽ生命の株式の追加売却によって、両社の一般株主の発言力はさらに強くなり、その発言力を背景に、両社の一般株主が手数料の見直しを迫ってくる可能性はあるだろう。2016 年度～2018 年度において、日本郵便が金融 2 社から得た手数料収入はそれぞれ 1 兆 52 億円、9,704 億円、9,588 億円であり、2018 年度の当期純利益 1,271 億円はその約 10%強程度、2017 年度の当期純利益 596 億円は約 6%程度にしか相当しない。手数料収入が僅かに振れただけで、当期純利益は大きく変動する可能性があることから、手数料に頼った経営が行われれば大きなリスクをはらんでいることを再認識する必要がある。

## 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 3-6 および図表 3-7 がそれぞれ、短期的安全性、長期的安全性の指標の推移を示している。

短期的な債務返済能力を示す当座比率は基準値である 1 を上回っていることから、短期的な安全性に問題はないといえる。しかし、2015 年のトール社買収によって流動比率と当座比率はともに低下し、さらに 2016 年度にはトール社関連資産の減損処理も実施されたことから、今後の投資戦略次第では短期的安全性指標に問題が生じる可能性もある。

図表 3-6 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
2014 年度	1.44	1.59	2.17	(1.51)
2015 年度	1.13	1.68	2.12	(1.83)
2016 年度	1.09	1.58	2.19	(1.57)
2017 年度	1.09	1.42	1.98	(1.59)
2018 年度	1.14	1.34	1.93	1.35

## 当座比率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2014 年度	1.39	1.34	1.94	(1.04)
2015 年度	1.07	1.41	1.93	(1.42)
2016 年度	1.09	1.30	1.98	(1.22)
2017 年度	1.02	1.20	1.71	(1.29)
2018 年度	1.07	1.12	1.64	1.16

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たものの、トール社株式の減損処理の影響で資本増強前の水準まで低下した。一般的に1以下であることが望ましいとされている固定比率が1を大きく超えているが、固定長期適合率は1を下回っており、直ちに長期的な安全性に問題が生じてくるとはいえない。しかし、2014年度は約30億円程度であった有利子負債は、2018年度では約2,700億円まで増加している。長期安全性については、これまで以上に注視していく必要がある。

図表 3-7 長期的安全指標

自己資本比率

(単位：%)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2014年度	0.23	0.52	0.65	(0.34)
2015年度	0.22	0.49	0.63	(0.40)
2016年度	0.16	0.48	0.63	(0.44)
2017年度	0.16	0.49	0.63	(0.46)
2018年度	0.17	0.50	0.64	0.47

固定比率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2014年度	1.91	0.91	0.93	(1.54)
2015年度	2.63	0.94	0.98	(1.28)
2016年度	3.62	0.98	0.96	(1.33)
2017年度	3.42	1.01	0.97	(1.22)
2018年度	3.12	1.01	0.97	1.31

固定長期適合率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2014年度	0.73	0.71	0.73	(0.77)
2015年度	0.92	0.68	0.75	(0.69)
2016年度	0.94	0.71	0.74	(0.79)
2017年度	0.94	0.77	0.77	(0.78)
2018年度	0.91	0.80	0.77	0.86

## 2.4 セグメント分析

前述のとおり、日本郵便は、一方でユニバーサル・サービス提供義務を負い、他方でゆうちょ銀行・かんぽ生命の窓口業務を代行して手数料収入を得ている。つまり、日本郵便のビジネスモデルは、外的要因を多分に含むものとなっている。これらが複雑に絡み合った状況の中で、日本郵便の将来を見通すためには、より細かな業務区分による分析が必要となる。そこで、この節では、日本郵便のセグメント情報を分析し、収益性向上の可能性を探ることとする。

図表 3-8 セグメント別 ROA<sup>10</sup>(2017 年度)

	郵便・物流	国際物流	金融窓口	計
セグメント収益 (単位：百万円)	2,022,526	704,302	1,358,798	4,085,628
セグメント利益 (単位：百万円)	41,903	10,254	39,771	91,929
セグメント資産 (単位：百万円)	1,971,534	441,959	2,693,463	5,106,956
ROA (単位：%)	2.13	2.32	1.48	1.80
売上高利益率 (単位：%)	2.07	1.46	2.93	2.25
総資本回転率 (単位：回転)	1.03	1.59	0.50	0.80

<sup>10</sup> ここではデータの取得可能な営業利益ベースの ROA となっている。

図表 3-9 セグメント別 ROA (2018 年度)

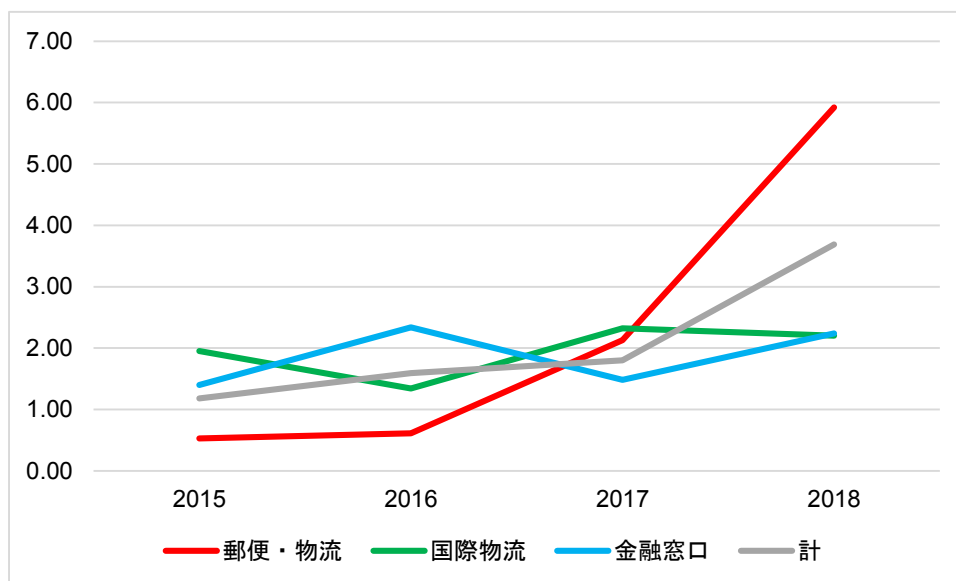
	郵便・物流	国際物流	金融窓口	計
セグメント収益 (単位：百万円)	2,114,950	700,650	1,362,579	4,178,180
セグメント利益 (単位：百万円)	121,388	10,300	59,619	191,308
セグメント資産 (単位：百万円)	2,051,552	467,359	2,667,183	5,186,095
ROA (単位：%)	5.92	2.20	2.24	3.69
売上高利益率 (単位：%)	5.74	1.47	4.38	4.58
総資本回転率 (単位：回転)	1.03	1.50	0.51	0.81

図表 3-8, 3-9 は、それぞれ 2017 年度および 2018 年度のセグメント別総資産、収益、利益（営業利益）、営業利益ベースの ROA を示したものである。セグメント利益については、2017 年度において国際物流セグメントが全体の利益の約 10%程度と低調であったが、2018 年度では約 5%とさらに割合を減らしている。また、利益額はほぼ変わっていないものの、金融セグメントの存在感が薄れつつある現状が見て取れる。

セグメント ROA も、図表 3-10 にみるように、2016 年度までは国際物流セグメントが全体の ROA をけん引する状況にあったが、2018 年度においては 3 セグメントで最も低い値となっている。

トール社株式の減損処理を経て、国際物流事業での収益性向上を期待する見方もあったが、現時点ではそうした改善効果は観察できない。また、国際物流についてはユニバーサル・サービス提供義務の制約はないことから、日本郵便の収益性の低さの主因をユニバーサル・サービス提供義務に求めることはできないであろう。

図表 3-10 セグメント別 ROA の推移

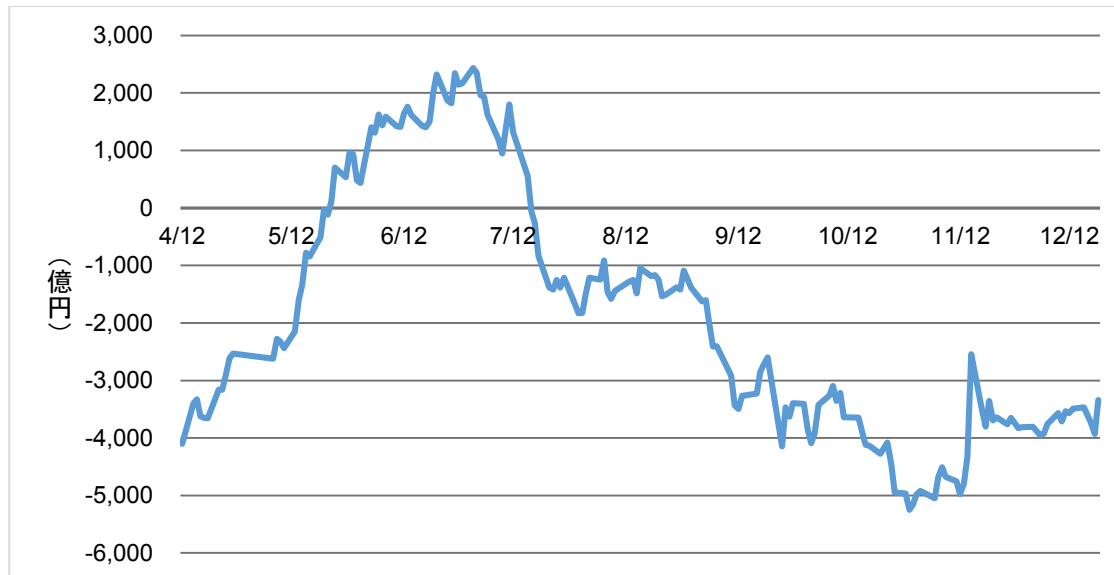


### 3. 日本郵便の企業価値

本節では、日本郵便の企業価値について検討を行う。ゆうちょ銀行やかんぽ生命とは異なり、日本郵便には市場価格（株価）が存在せず、理論株価と実際株価（市場価格）との差異分析を行うことはできない。そこでここでは、以下の仮定と手順により、日本郵便の市場価格を概算することとする。

- ・日本郵政の傘下には日本郵便、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の3社のみが存在すると仮定する<sup>11</sup>
- ・日本郵政の株価と発行済み株式総数より日本郵政の企業価値（①）を算出する
- ・ゆうちょ銀行の株価と発行済み株式総数よりゆうちょ銀行の企業価値（②）を算出する
- ・かんぽ生命の株価と発行済み株式総数よりゆうちょ銀行の企業価値（③）を算出する
- ・日本郵政の株式保有割合は、ゆうちょ銀行株が88.99%、かんぽ生命株が64.48%であることから、「①－②×88.99%－③×64.48%」を算出し、日本郵便の市場価格の概算値とする<sup>12</sup>

図表 3-11 日本郵便の推定企業価値



<sup>11</sup> 実際には、この3社以外にも日本郵政キャピタル株式会社や日本郵政不動産株式会社等多くの子会社が存在するが、規模はそれほど大きなものではないため、ここではこのような仮定をおく。

<sup>12</sup> 実際には、この値には日本郵政株式会社の事業（かんぽの宿や通信病院等）も含まれている。



図表 3-11 にみるように、日本郵便の推定企業価値はマイナスとなっている。ゆうちょ銀行とかんぽ生命がうみだす価値を除くと、日本郵政には全く価値がないと、市場は判断しているのである。換言すれば、現在の経営状況のまま日本郵政がゆうちょ銀行とかんぽ生命の株式を完売した場合、日本郵政の株式には価値がつかない<sup>13</sup>ということである。そのような事態を回避するために、日本郵政の自立的な成長戦略を早急にまとめる必要がある。

---

<sup>13</sup> 厳密には、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の株式売却により現金が増加するため、現金の価値分の企業価値（非事業価値）は存在することになるが、日本郵政の事業価値は全くないといえる。



日本郵政G

## レポート4 中期経営計画 2020 の中間検証

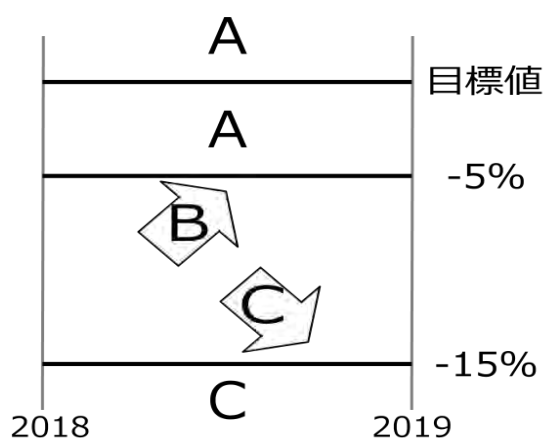
### ～低金利下での新たな収益源の模索と課題～

この章では、日本郵政グループ（以下、日本郵政G）の中期経営計画 2020(2018 年度～2020 年度)の、2018 年度末時点での中間評価を行うため、日本郵政Gの主要企業であるゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便がそれぞれ目標としている項目を抽出し、その達成度を検証する。

定性的目標の各項目については、外部からの検証可能性に重点を置いた評価を行うことにした。昨今の様々な組織における自己点検等においても、客観的指標によって検証可能な目標の設定を求められている。こうした先例を踏まえ、本章では、決算説明会資料や統合報告書などに基づき、「達成の見込みである」目標についてはA、「達成の可能性はある」目標についてはB、「達成困難である」目標についてはCと評価し、決算説明会資料や統合報告書などから「検証が不可能」と判断される目標やそもそも「達成目標が明確でない」目標についてはZと評価している。

定量的目標の評価に関しては、2018 年度終了時点での数値が、2020 年度の達成目標数値を基準として、「-5%以上」、「-15%～-5%」、「-15%以下」の3つのレンジに分類し、上からA, B, Cと評価した。また、「-15%～-5%」のレンジにあったとしても、経年の変化が目標から遠ざかる動きをしているものもCと評価した（イメージ図参照）。

【定量的目標評価のイメージ図】



## 1. ゆうちょ銀行

### 【概要】

ゆうちょ銀行は、2019年4月1日より預入限度額を倍増させる<sup>14</sup>。預かり資産の増加が期待される一方、貸出業務が制限を受け、低金利という環境下、資金の更なる運用の高度化・多様化の必要性に迫られる中で、非金利収入、主に手数料収入の拡大も目指している。2018年度は、投資信託の販売や、ATM台数などを堅調に増加させたが、同行が戦略投資領域<sup>15</sup>と設定しているより高度な分野への投資に課題が残った。リスク分散効果が期待されていたが、「リスク資産への分散投資初心者」からいかに脱却するかに注目したい。積極性を増す経営に伴い上昇するリスクの管理を適切に行うことも勿論、今後の課題となろう。

### 1.1 定性的目標の評価

ゆうちょ銀行は、中期経営計画において、①お客様本位の良質なサービスの提供、②運用の高度化・多様化、③地域への資金の循環等という3つの基軸と、それらを支えるガバナンス管理の施策を設定している。各目標を分類した上で評価したのが、次の表である。

---

<sup>14</sup> 通常貯金と定期制貯金の合計預入限度額が1,300万円であったものを、通常貯金と定期性預金のそれぞれの預入限度額を1,300万円と変更した。

<sup>15</sup> 戦略投資領域残高には、プライベート・エクイティファンド、不動産ファンド、ヘッジファンドなどが含まれる。

## ① お客様本位の良質なサービスの提供

目標	達成目安	評価	判断根拠
資産形成への貢献	投資信託の販売額増加	B ※1	2018年度投資信託残高 2.3兆円（前年度比 0.7兆円増加） 販売額 8,910億円（前年度比 1,500億円増加）
顧客ニーズに応じた商品・サービスの充実	商品構成の改善	B ※2	シンプルなラインナップへの商品構成の見直し
ライフイベントに応じたコンサルティングの充実	同左	B	iDeCo 加入者数 20384人（前年度比 2,071人増加） 2019年4月「対面相談受付サービス」開始
新たな金融サービスの提供 （決済サービス、チャネル、商品ラインアップ、ATM ネットワークの充実）	スマホ決済、デビットカード、口座借越サービス、コンビニへの小型 ATM 設置拡大	B ※3	2019年5月ゆうちょ Pay の取り扱い開始 ATM 台数 29,837台（うち、ファミリーマートへの設置 2773台）（2017年度 28800台）
デジタル分野の活用	同左	B	ゆうちょ Pay 開始
従来サービスの提供	貯金、決済サービスの維持	B ※4	2019年度より交付金・拠出金制度の運用開始

## ※1 資産形成への貢献

「貯蓄から資産形成へ」のスローガンのもと、ゆうちょ店舗：233店舗→233店舗、郵便局：1416局→1540局と、投資信託取扱窓口を増やした。投資信託という概念が普及し、ゆうちょ銀行も投資信託販売事業を収益の柱として育成するとしているため、今後も規模拡大が期待される。反面、タブレット端末の配備、研修による費用の増加も見込まれる。

## ※2 顧客ニーズに応じた商品・サービスの充実

資産形成層には積立て NISA や分配金の少ない積立契約、老後の資産形成に iDeCo 等を提供し、口座数、契約件数、顧客数も伸びている。

### ※3 新たな金融サービスの提供

2019年5月、銀行口座直結型サービスであるゆうちょ Pay の取り扱いを開始した。超低金利下で、自己資本を極力使わず、貸借対照表を拡大しない新たな収益源と位置づけている。通常貯金顧客数 1.2 億人に対し、2020年にはユーザー数 550 万人、2021年には 1000 万人を目指す。ユーザー数と加盟店の増加幅に注目する必要がある。2018年11月からゆうちょダイレクト+切り替えキャンペーンを実施。無通帳型口座の普及にも注視したい。加えて、インターネットサービスゆうちょ Biz ダイレクト、送金サービス総合振込・給与振込を2019年4月より開始した。これらは法人向けサービスであり、手数料収入源として位置づけられている。

### ※4 従来サービスの提供

ユニバーサル・サービスに関連するが、ゆうちょ銀行に関し口座、決済サービスについてはネガティブな情報がない。日本郵便への業務委託手数料が独立行政法人を介して支払われ、消費税の課税が免除されるようになったことは注目に値する。

## ②運用の高度化・多様化

目標	達成目安	評価	判断根拠
成長分野へのリソース配分	コンサル部門の規模拡大	B	コンサルティング営業人材 1700 人(2017年度 1600 人)
リスク性資産によるリスクテイク	オルタナティブ投資の推進、デリバティブの活用、ポートフォリオ改善など	C ※5	市場動向等を勘案し、計画の下方修正を発表(2019/3/28)
国際分散投資の推進	同左	B	保有する有価証券のうち、外国証券の割合 30.3%(前年度比+1.8%)

### ※5 リスク性資産によるリスクテイク

戦略投資領域残高の目標額に下方修正があった。2020年度末 8.5 兆円の目標を 4~5 兆円まで引き下げている。2018年度下半期の市場動向を勘案し、リスク性資産の積み上げを見直したとしている。

③地域への資金の循環等 ※6

目標	達成目安	評価	判断根拠
地域ファンドへの出資	LP 出資拡大, GP 業務 参入 <sup>16</sup>	B	地域活性化ファンドを 18 ファンドに(6 ファンド増)
地域金融機関との事務共同 化	地域金融機関との各種連 携	B	あおぞら銀行の既存 ATM を全てゆうちょ ATM に置き換え 京都銀行, 鹿児島銀行の預金者がゆうちょ ATM を利用する際の手数料を一部地域で 無料化

※6 地域への資金の循環

共同投資会社(JP インベストメント<sup>17</sup>)を通じたエクイティ資金の供給を目指す。JP インベストメントの事業内容は, PE ファンドの運用である。オルタナティブ資産によりさらなる分散投資を目指す。

<sup>16</sup> LP 出資は, 投資事業組合への有限責任組合人としての出資, GP 業務は, 無限責任組合人として出資を行い, かつ投資事業の運営まで携わることそれぞれ指す。

<sup>17</sup> ゆうちょ銀行とかんぽ生命の 2 社が主要株主であり, 事業内容は「投資事業有限責任組合等の持分の私募および財産の運用」である。設立は 2018 年 2 月 9 日。

#### ④ ガバナンス管理の施策

目標	達成目安	評価	判断根拠
リスクガバナンスの強化	リスクの明確化・見える化、適切なリスクテイクとリスクコントロール、経営管理体制の高度化	B	RAF <sup>18</sup> の段階的導入の継続、トップリスクの設定と認識
お客様本位の業務運営、コンプライアンス	定義不可	Z	
人事戦略	ダイバーシティ、人材育成、要員戦略	B	管理社員に占める女性割合 14.4%JP インベストメント会社の設立などに社員を派遣
業務改革	事務フロー改善、キャッシュレス化・ペーパーレス化	B	ゆうちょダイレクト+は、無通帳型総合口座であり、通帳、通知に係る紙の使用量が抑えられる
Fintech の活用	ペイメントビジネス、プラットフォームの開放 (API)	B	2018 年 6 月に、参照系 API <sup>19</sup> の整備開始
システム	効果的な IT 投資、AI の活用、次世代システム	B	コールセンターの顧客対応に AI を活用する取り組みを開始
安定的な収益の確保と財務の健全性の維持	経常収益と自己資本比率の維持	B	自己資本比率は維持できているが、2018 年度は減収減益

<sup>18</sup> リスクアペタイト＝「中長期的かつ安定的な収益性確保、財務健全性等を図るために必要な、当行が取得すべき適切なリスクの種類や水準」の明確化・見える化を通じ、「監督(取締役会)」機能の実行性を高めることで、リスクガバナンスを強化する枠組み。

<sup>19</sup> API＝アプリケーションプログラミングインターフェース。参照系 API の整備により、ゆうちょダイレクトの契約を持つ顧客の残高照会が、外部企業の提供するサービスにおいて可能になる。



## 1.2 定量的目標の評価

目標	達成目安	評価	2018 年度実績
経常利益	3900 億円	A ※7	3739 億円(2017 年度 4996 億円)
当期純利益	2800 億円	A ※7	2661 億円(2017 年度 3527 億円)
総預かり資産残高	+1.8 兆円程度	C	+1.1 兆円
うち投信残高	+1.7 兆円程度	C ※8	2.3 兆円(2017 年度 1.6 兆円)
役務収支	+30%(2017 年度比)	C ※9	+10.7%(2017 年度比)
リスク性資産残高	87 兆円程度	B	82 兆円(2017 年度 79 兆円)
戦略投資領域残高	8.5 兆円程度	C	2.9 兆円(2017 年度 1.6 兆円)
既定経費	△300 億円(2017 年度比)	C	△74 億円
業務効率化	△2000 人相当分	Z	営業経費 6000 億円程度
一株あたり配当額	年間 50 円確保	A ※10	50 円
自己資本比率	10%程度	A	15.78%(単体), 15.80%(連結)

## ※7 経常利益・当期純利益

資金運用収益は金利低下の影響を受け続けることが予想される。2018 年度は外貨調達コストがかさみ減収減益となった。業界全体のマイナストレンドがいつまで続くかが問題となる。非金利収益をどれだけ増やせるかに注目する必要がある。2017 年度には休眠貯金の収益計上が行われ、2018 年度も 4 月から 12 月までの発生分については収益計上される。2019 年 1 月以降発生分は預金保険機構に移管することとなったため、収益計上はできない<sup>20</sup>。

## ※8 投信残高

2020 年度末までに 3.4 兆円を目指す。過年度の手数料還元キャンペーンにより販売額は増加傾向にある。

<sup>20</sup> なお、2017 年度には 845 億円、2018 年度は 108 億円の睡眠貯金にかかる引当金の繰入が行われている。

**※9 役務収支**

役務収支は投資信託の浸透により堅調に推移している。ゆうちょ ATM の設置拡大も進み、先行投資感がある。なお、2008 年から開始したスルガ銀行が提供する住宅ローン等の媒介業務は、2019 年 8 月末をもって終了した。

**※10 一株当たり配当額**

純利益額は低迷しているが資金量は豊富であり、配当自体は可能と考えられる。投資先が見つからなければ、株主から増配の圧力がかかることも予想される。

## 2. かんぽ生命

### 【概要】

中期経営計画 2020 におけるかんぽ生命の大きな目標の一つが保有契約年換算保険料の反転・成長である。他生命保険会社との提携や商品性の見直しなどを通じて新規契約件数を伸ばしていくことが必要である。もう一つの主たる目的は資産運用の多様化による収益向上である。オルタナティブ投資やアクティブ投資への取り組みという資産運用の高度化を強化するとともに、先端技術を活用した事務の効率化を進めることが必要である。

### 2.1 定性的目標の評価

中期経営計画 2020 で示されている定性的な目標を以下の7点に大別する

- ① 保障重視の販売強化
- ② 募集品質の向上
- ③ 新たな顧客層の開拓
- ④ 新商品開発
- ⑤ ICT 活用によるサービス向上
- ⑥ バックオフィスの事務効率化
- ⑦ 資産運用の多様化, リスク管理の高度化

#### ① 保障重視の販売強化

目標	達成目安	評価	判断根拠
郵便局の渉外社員・窓口社員の育成	営業社員の販売力強化	Z	公開情報からでは定義困難
他生保との商品面の協力	他生保との受託販売強化	B ※11	アフラック生命保険株式会社との「資本関係に基づく戦略提携」 <sup>21</sup> (2018年12月)

<sup>21</sup>「日本郵政株式会社とアフラック・インコーポレーテッド及びアフラック生命保険株式会社による「資本関係に基づく戦略提携」について」(平 30.12.19) <https://www.aflac.co.jp/file/2018121901.pdf>

## ※11 他生保との商品面の協力

日本郵政とアフラック生命の間で合意した戦略提携は以下の3点である。

- A 日本郵政がアフラック・インコーポレーテッド（AFL）普通株式を取得する。
- B がん保険に関する取り組みを再確認する。
- C 新たな協業の取り組みを検討する。

Aに関して、日本郵政はAFLの普通株式の発行済み総数の7%程度を1年以内に取得する。AFLの定款<sup>22</sup>に基づき、4年後に議決権が20%以上になれば持分法適用によりAFLの利益の一部を日本郵政の連結決算に反映させることが可能になる。日本郵政にとってこの株式取得はアフラックグループの支配権や経営への介入を想定したものではなく<sup>23</sup>、金融2社株式の売却による持分利益消滅を見据えた新たな収益確保の取り組みの一つである。

## ② 募集品質の向上

目標	達成目安	評価	判断根拠
募集資料の分かりやすさの徹底	募集資料の改訂	Z	“わかりやすさ”の定義が外部からでは困難
募集品質向上の総合的な対策	契約時の意向確認の徹底等の取り組み	Z	“総合的な対策”の定義が外部からでは困難

<sup>22</sup>AFLの普通株式は、同一の実質株主による総会基準日前の継続保有期間が48ヶ月に達するまでは、1株当たり1議決権を与えられ、48ヶ月を超えた場合は、1株当たり10議決権を与えられる

「アフラック・インコーポレーテッド年次株主総会招集通知及び議決権代理行使指図書参考書類」（平30.5.7）

<https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/data/tdnr/tdnetg3/20180418/b1rzci/140120180417413074.pdf>

<sup>23</sup>「日本郵政2019年3月期決算説明会Q&A要旨」（令元.5.22）

[https://www.japanpost.jp/ir/library/presentation/pdf/2019\\_q4\\_04.pdf](https://www.japanpost.jp/ir/library/presentation/pdf/2019_q4_04.pdf)

③ 新たな顧客層の開拓

目標	達成目安	評価	判断根拠
未加入者の開拓	新契約件数の増加	C	244 万件 (2016) →173 万件 (2017) →171 万件 (2018)
青壮年層の開拓	加入者における青壮年層 (59 歳以下) の割合増 加	C	129 万人 (2016) →83 万人 (2017) →89 万人 (2018)
職域営業等の強化	営業社員の営業力強化	Z	公開情報からでは判断が困難

④ 新商品開発

目標	達成目安	評価	判断根拠
健康増進サービスの展開	具体的な商品の開発	B	「健康増進アプリ」のリリース (2019 年 1 月)
新商品開発	具体的な商品開発	B	引受基準緩和型商品、先端特約の販売開始 (2019 年 4 月)

⑤ ICT 活用によるサービス向上

目標	達成目安	評価	判断根拠
画面告知・自動査定システム、保険手続きサポートシステムの導入	当該システムの全社的導入	Z	公開情報からでは判断が困難
デジタル技術を活用した請求手続きの導入	当該技術の全社的導入	Z	公開情報からでは判断が困難

## ⑥ バックオフィスの事務効率化，営業基盤の整備

目標	達成目安	評価	判断根拠
帳票の電子化，保全事務のデジタル化	当該技術の全社的導入	Z	公開情報からでは判断が困難
RPA の段階的導入	Robotic Process Automation の段階的導入	Z	公開情報からでは判断が困難
新営業用携帯端末の導入	当該端末の全社的導入	Z	公開情報からでは判断が困難
TV システムを活用した窓口支援	当該技術の全社的導入	Z	公開情報からでは判断が困難

## ⑦ 資産運用の多様化，リスク管理の高度化

目標	達成目安	評価	判断根拠
外債の対象通貨拡大	対象通貨拡大	B ※12	外国証券運用額 4 兆 3475 億円（2017） →5 兆 2849 億円（2018）
オルタナティブ運用の拡大	オルタナティブ資産運用額の増加	C ※13	1 兆 5218 億円（2017） →1 兆 4073 億円（2018）
自家運用の拡大	アクティブ投資額の増加	Z	公開情報からでは判断が困難
ESG 投資の推進	アクティブ投資額の増加	Z	公開情報からでは判断が困難
ALM リスク管理の高度化	ERM フレームワークを用いた全社的なリスク管理体制の構築	Z	公開情報からでは判断が困難

### ※12 外債の対象通貨拡大

2018 年度においてスウェーデン・クローナとポーランド・ズロチの 2 種が，かんぼ生命の外貨建資産の通貨として新たに取引されている。

### ※13 オルタナティブ運用の拡大

かんぼ生命の資産構成において「収益追求資産」に区分される資産額から「国内株式」「外国株式」「外国債券」の価額を引いたもの。プライベート・エクイティ（PE）等を通じて収益拡大を目指す

## 2.2 定量的目標

目標	達成目安	評価	2018 年度実績
一株当たり当期純利益	155 円	A	200.86 円
保有契約年換算保険料	4 兆 9000 億円	B ※14	4 兆 8500 億円 (2017) →4 兆 6700 億円 (2018)
一株当たり配当額	76 円	B	72 円
バックオフィス事務量削減	△1000 人相当分	Z	公開情報からでは定義が困難
収益追求資産	15%	B	12.3% (2017) →13.8% (2018)
女性管理者割合	14%	B	10.5% (2017) →12.1% (2018)

## ※14 保有契約年換算保険料

かんぽ生命は同社が引き受けた個人保険（新区分）と独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構から受再している簡易生命保険契約（旧区分）の 2 種類の保険を保有している。保有契約年換算保険料はこの 2 種類の合計となるが、旧区分の満了に伴い年々減少傾向にある。旧区分の減少分（満了件数）を上回る新契約の獲得により保有契約年換算保険料の底打ちと反転成長を目指すことが、中期経営計画 2020 でも示されている。旧区分の保有契約件数は減少の速度が年々鈍化しているが<sup>24</sup>、2019 年 7 月から新契約の営業自粛を行っている事もあり、今年度で底打ちと言い切ることは出来ない。

<sup>24</sup> 旧区分の保有契約件数は以下の通り  
19,949 件 (2014) →16,972 件 (2015) →14,411 件 (2016) →12,484 件 (2017) →11,048 件 (2018)

### 3. 日本郵便

#### 【概要】

郵便物の取扱数減少，EC（電子商取引）市場の拡大，労働力の減少やライフスタイルの変化といった状況に鑑み，郵便サービスのあり方と日本郵便という企業の体制を見直すべき時が来たと言える。2018年度の日本郵便はゆうパックの単価改定と取扱数増加により増収となったが，さらなる成長を遂げるためにはヒトやモノに代表される経営資源を郵便分野から荷物分野にシフトするとともに，国内外で一貫した総合的なロジスティクス事業を整備することが必要である。

#### 3.1 定性的目標の評価

中期経営計画 2020 で示されている日本郵便の定性的な目標を以下の 8 項目に大別する。

- ① 荷物拡大に対応したサービス基盤強化
- ② 商品やオペレーション体系の一体的見直し
- ③ 収益拡大
- ④ 先端技術等の活用による利便性・生産性向上
- ⑤ 地域ニーズに応じた個性・多様性ある郵便局の展開
- ⑥ 営業生産性の向上による競争力強化
- ⑦ トール社の経営改善
- ⑧ シナジー強化

#### ① 荷物拡大に対応したサービス基盤強化

目標	達成目安	評価	判断根拠
施設借り入れによるキャパシティ補強	借入施設の増加	Z	公開情報からでは判断困難
ゆうパック等の輸送能力強化	ゆうパック取扱数増加	A	8億7600万個（2017） →9億4200万個（2018）



## ② 商品やオペレーション体系の一体的見直し

目標	達成目安	評価	判断根拠
サービスやオペレーションとバランスの取れた商品性への見直し	具体的な商品開発	B ※15	配達頻度、送達日数の見直しに関わる制度改正の要望 <sup>25</sup>
オペレーション体系の見直しに合わせたリソースの流動化	郵便事業における配達担当者の再配置 <sup>26</sup>	Z	公開情報からでは判断困難

## ※15 サービスやオペレーションとバランスの取れた商品性への見直し

日本郵便は郵便法及び日本郵便株式会社法により国民生活に必要な郵便サービスの提供を義務づけられている。そこでは「週6日、原則1日1回配達すること」、「特定の地域を除いて、原則3日以内に送達すること」などが定められているが、我が国の労働市場や国民のライフスタイルが変化しており、これらの規定が人件費高騰による郵便事業の利益圧迫や配達効率の悪化の一因となっている。郵便サービスは「全国においてあまねくかつ簡便に利用可能な通信手段として提供されるべき」であると同時に「将来の社会経済動向やニーズ動向等を踏まえ適宜見直しが図られるべき」<sup>27</sup>である。提出された制度改正要望案では「土曜日配達を休止し、週5日配達とする」こと、「翌日配達を廃止し、送達日数を原則4日以内とする」ことが主な要望として提出された。現行の制度の改正を伴うこの要望が実現された場合、以下のような労働力の再配置が可能となる見込みである。

- A 土曜日の郵便事業の配達者（約55,000人）のうち約47,000人分を再配置すること。
- B 郵便の区部業務を担当する内務深夜勤帯勤務者（約8,700人）のうち約5,600人分を日勤帯に再配置すること。

<sup>25</sup> 情報通信審議会「郵便サービスのありかたに関する検討答申」（令元.9.10）  
[https://www.soumu.go.jp/main\\_content/000643985.pdf](https://www.soumu.go.jp/main_content/000643985.pdf)

<sup>26</sup> 情報通信審議会「郵便サービスのありかたに関する検討答申」（令元.9.10）

<sup>27</sup> 郵政事業の公社化に関する研究会「郵政事業の公社化に関する研究会 最終報告書」（平14.8）  
[https://www.soumu.go.jp/main\\_sosiki/singi/chihou\\_seido/singi/pdf/saishu.pdf](https://www.soumu.go.jp/main_sosiki/singi/chihou_seido/singi/pdf/saishu.pdf)

### ③ 収益拡大

目標	達成目安	評価	判断根拠
ゆうパックのサービス改善による需要拡大	ゆうパックの取扱数増加	A	8億7600万個（2017） →9億4200万個（2018）
DM需要喚起	DM市場拡大	C	DMによる広告費 3,701億円（2017） →3,678億円（2018） <sup>28</sup>
手紙振興	手紙市場拡大	C	172億通（2017） →167億通（2018）

### ④ 先端技術等の活用による利便性・生産性向上

目標	達成目安	評価	判断根拠
作業の集中・機械化等による生産性向上	郵便・物流事業における営業収益の拡大	A	2兆225億円（2017） →2兆1149億円（2018）
ドローンや自動運転など利便性生産性向上の検討	ドローンや自動運転の実用化に向けた実証実験の推進	Z ※16	公開情報からでは判断が困難
窓口事務等の効率化推進	手作業業務の機械化推進	Z	公開情報からでは判断が困難
企業基盤の強化・先端技術への対応	ITインフラ・基幹システムの更改	Z	公開情報からでは判断が困難

#### ※16 ドローンや自動運転など利便性生産性向上の検討

2018年度も小高郵便局（福島県南相馬市）と浪江郵便局（福島県双葉郡浪江町）間のドローンによる荷物配送や、東京国際郵便局から新東京郵便局（どちらも東京都江東区）間の自動運転による荷物配送という実証実験が行われたが、これらの先端技術を活用した生産性向上の取組みに関する投資計画は未だ明確でない。

<sup>28</sup> 「2018年日本の広告費」 <https://www.dentsu.co.jp/news/release/pdf-cms/2019023-0228.pdf>

⑤ 地域ニーズに応じた個性・多様性ある郵便局の展開

目標	達成目安	評価	判断根拠
地域ニーズに応じた個性・多様性ある郵便局の展開	新しい展開形態の創出	B	自治体施設への展開（15局） （2017年3月） 営業時間の多様化

⑥ 営業生産性の向上による競争力強化

目標	達成目安	評価	判断根拠
商品サービスの充実	具体的な商品開発	Z	“商品サービスの充実”が外部から定義困難
研修等による販売スキル向上	営業社員の営業力強化	Z	公開情報からでは判断が困難
投資信託の取扱局拡大	取扱局拡大	A	1,416局（2017） →1,540局 <sup>29</sup> （2018）
渉外社員の増員	渉外社員の増員	C	約18,000人（2017） →約17,000人（2018）
お客様データベースの充実・活用	郵便局サービス利用者の増加？	Z	公開情報からでは判断が困難

<sup>29</sup> 日本郵便「お客様本位の業務運営に関する取り組み状況」  
[https://www.post.japanpost.jp/notification/productinformation/2019/0607\\_01\\_01.pdf](https://www.post.japanpost.jp/notification/productinformation/2019/0607_01_01.pdf)

## ⑦ トール社の経営改善

目標	達成目安	評価	判断根拠
オペレーションコストの削減	国際物流事業の営業費用減少	C ※17	8,091 百万豪ドル (2017) →8,531 百万豪ドル (2018)
IT 変革プログラムの導入	変革プログラムの全社的導入	Z	公開情報からでは判断困難
主要業界におけるマーケット地位の確立	エネルギー、小売、工業の各部門において収益拡大	Z	公開情報からでは判断困難
豪州、シンガポール、アジア、米国への資源集中	各地域における収益拡大	Z	公開情報からでは判断困難
フォワーリーディング部門の成長	該当部門の収益拡大	C	当該部門の EBIT △2 百万豪ドル (2017) →△8 百万豪ドル (2018)
エクスプレス部門の成長	該当部門の収益拡大	C	当該部門の EBIT △10 百万豪ドル (2017) →△18 百万豪ドル (2018)
ロジスティクス部門の成長	該当部門の収益拡大	C	当該部門の EBIT 191 百万豪ドル (2017) →148 百万豪ドル (2018)

### ※17 オペレーションコストの削減

中国経済の大幅な失速や自然災害の影響で増加している。

⑧ シナジー強化

目標	達成目安	評価	判断根拠
国内のコントラロジスティクスを展開	国内の BtoB 市場におけるシェア拡大	B ※18	2018 年 10 月に JP トールロジスティクス(株)が発足
日系企業への営業推進	提携企業増加	Z	公開情報からでは確認困難

※18 国内のコントラロジスティクスを展開

海外の BtoB 物流事業を展開するトール社と日本郵便のシナジーを更に高め、国内外で一貫性の有る総合物流事業を展開する目的で設立された。

## 3.2 定量的目標の評価

目標	達成目安	評価	2018 年度実績
郵便物流事業営業利益	400 億円	A ※19	1,214 億円
金融窓口事業営業利益	300 億円	A	596 億円
国際物流事業営業利益	200 億円	C ※20	102 億円 (2017) →103 億円 (2018)
連結当期純利益	650 億円	A	1,266 億円
ゆうパック取扱個数	10 億 5000 万個 (+2 億個 (対 2017 年度比))	B	9 億 4000 万個 (+0.66 億個)
郵便物取扱数	154 億通	A	172 億通 (2017) →167 億通 (2018)
直営郵便局数	2 万局	A	20,153 局
簡易郵便局数	4,000 局	A	4,214 局
トール社営業利益	2 億 2000 万豪ドル	Z	公開情報からでは判断困難

### ※19 郵便物流事業営業利益

2018 年度の目標を上回る大幅な増収はゆうパックの単価引上げと取扱数増加による  
ところが大きい。我が国において EC（電子商取引）市場は拡大し続けている。ゆうパッ  
クはそれを支える物流のラストワンマイルとしての機能を有しており、2018 年 3 月の価  
格改定後もその需要はむしろ増加している（年間累計 7.6%増）。この需要の伸びと国内  
の郵便物需要の頓減傾向を踏まえ、郵便事業から荷物事業への経営資源のシフトが求め  
られている。

### ※20 国際物流事業営業利益

国際物流事業の主要 3 事業はいずれも営業収益が前期を上回っているが、営業損益は  
前期を下回っている。これは先述した営業費用の増加に依るものである。一方、2017 年  
3 月期に行ったトール社の減損処理以後進めてきたビジネスユニットの再編や新財務会  
計システムの導入によるコーポレート部門の損益改善は改善されている。結果として前  
期並みの営業利益は確保出来ているが、さらなる利益成長には医療等の高成長が見込め  
る事業への重点投資や国内外のより一層のシナジー強化が求められる。

## おわりに

2017年9月に日本郵政株式の第2次売却は予定通り行われた。しかし、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵政の追加売却を控え、日本郵政グループに対する収益性追求の圧力は今後ますます強まっていくことになる。その一方で、都市と地方の格差が拡大しているといわれる昨今において、日本郵政と日本郵便に要求されるユニバーサル・サービスの提供もますます重要性を増している。

ユニバーサル・サービスを維持しつつ、上場企業としての責任を果たしていくことを模索する日本郵政グループが、その指針として2015年4月に公表された日本郵政グループ中期経営計画には、「新郵政ネットワーク創造プラン」というサブタイトルが付されていた。まさに、日本郵政グループのアイデンティティともいえる郵政ネットワークを新たな強みにしていくための試みがなされたといえるだろう。さらには、2020年度に向け、トータル生活サポートグループとなるべく、新たな中期経営計画が策定された。本年の報告書では、例年行っていた、公表された財務諸表をもとにした企業分析に加えて、中期経営計画2017の評価を行うとともに、中期経営計画2020の見通しについて分析を行った。

分析の詳細については各レポート内でまとめており、ここで繰り返す述べることは差し控えるが、中期経営計画2017および中期経営計画2020内に記述された目標については「概ね達成できている」あるいは「達成の可能性はある」といえるだろう。しかしながら、「顧客の拡大」や「業務の効率化」といった大きな方向性としては妥当ともいえる目標に対して、その戦略や戦術に該当する具体的目標が記述されていない、あるいは記述されていてもその達成の度合いを客観的に評価することが難しいという状況も存在した。もちろん、すべての目標に対して達成度を客観的に評価できるということは難しいことは承知しているが、上場企業として多くのステークホルダーが存在する日本郵政グループにおいて、できる限り外部のステークホルダーが評価できる材料を準備しておく必要があるのではないだろうか。

郵政ネットワークをユニバーサル・サービス・コストを生み出す負の遺産とするのではなく、日本郵政グループの強みにする方策について、より具体的かつ達成可能なものを提示していく必要があるといえるだろう。

本報告書がこうした日本郵政を巡る論点を整理し、郵政ネットワークのあり方についての議論を活発化する一助となれば、本分析チーム一同の望外の喜びである。





京都大学経済学部 藤井ゼミナール

2019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)		
アドバイザー	奥村 陽一 (立命館大学大学院 教授)		
チームリーダー	渡邊 誠士 (金沢学院大学 准教授)		
メンバー	藤本 健佑 (修士1年)		
	三輪 裕 (4年)	桑形 裕斗 (4年)	
	猪井 祐人 (3年)	幡地 康平 (3年)	
	緒方 滉介 (2年)	後藤 巧人 (2年)	
	日向 栄太 (2年)	吉川 航平 (2年)	

日本郵政の経営分析と企業価値評価 [2020年] 第9号

## 中期経営計画の検証と日本郵政グループの今後

---

2020年2月17日 第1版

2020年2月24日 第2版

著者 京都大学経済学部 藤井ゼミナール  
2019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

---