

京都大学経済学部  
藤井ゼミナール  
日本郵政分析チーム



# 日本郵政の経営分析

2021

No. 10

中期経営計画の検証と  
日本郵政グループの今後

監修 藤井 秀樹（京都大学）



## はしがき

2020年は、新型コロナウイルスの感染拡大で翻弄された1年でした。わが国の4～6月期の実質GDPは、リーマンショック時（-6.9%）を越える過去最大の減少（-10.2%）を記録しました。こうしたマクロ経済環境が日本郵政グループの経営にどのような影響を及ぼしたかが、私たちの目下の大きな関心事となっています。

しかし、残念ながら、その問題をこの報告書で取り上げることはできません。アニュアルレポートや各種報告書等のいわゆるオープンデータに依拠した日本郵政グループの経営分析を主目的としたこの報告書の報告内容は、オープンデータの公表期の制約を受けるからです。私たちが入手可能な最新のオープンデータ、とりわけその中心をなす公表財務諸表は、2020年3月期のものです。したがって、この報告書の分析対象期間は基本的に、2019年度までとなります。上掲の問題に関する分析は将来の課題にしたいと思います。

2019年度までの日本経済は、雇用・所得環境の改善が続き、個人消費や設備投資が増加傾向で推移するなど、緩やかな回復が続いていました。そのような状況のもとで、日本郵政各社の経営は、過去の未解決の諸課題を背負いながらも、全体としては安定的に推移し、いくつかの指標では改善の傾向を見せてきました。レポート1～3では、公表財務諸表の比率分析と企業価値分析を通じて、その実態を報告しています。

レポート4では、昨年度に引き続き、日本郵政各社の中期経営計画の中間検証を行っています。株式売却が進み、各社は、市場から経営の効率性の向上を不断に求められるようになりました。しかし他方で、日本郵政と日本郵便は、ユニバーサル・サービスの確保を、法律によって義務づけられています。したがって中期経営計画の設定と実施に際しては、効率性と公平性をどうバランスさせるかが問われることとなります。その点に注目しながら、レポート4では、中期経営計画2017および同2020の達成状況の評価を行っています。

私たちは、一般社団法人通信研究会のご支援を受けながら10年にわたって、日本郵政グループの経営分析を行ってきました。その間、日本郵政グループは現在の経営体制を整え、3社株式を上場しました。到らぬ点は多々ありましたが、郵政事業のそうした歴史的な激動の10年を、一連の報告書において記録することができたと思えば幸いです。

本報告書の公表をもって、私たちの研究活動をひとまず終えることに致します。私たちの研究に絶えず励ましの声を送ってくださった通信研究会の関係各位、とりわけ亀井久興会長に、改めて謝意を表したいと思います。有難うございました。

令和3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

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運用の多様化 ～	p. 1
レポート2	かんぽ生命の経営分析と企業価値 ～ 特殊な収益構造からの脱却は可能か ～	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・サービス水準の検討は必要か ～	p. 35
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. 49
	1. ゆうちょ銀行の中期経営計画	p. 51
	2. かんぽ生命の中期経営計画	p. 69
	3. 日本郵便の中期経営計画	p. 85
おわりに		p. 101



# 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運用の多様化 ～

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活用できるかにあると考えられる。ゆうちょ銀行は、メガバンクと比較するとリスクの低い保守的な収益構造ではあるが、近年では国債の保有割合を減少させてよりリスクの高い外国証券等を増加させている。しかし、それによって十分な収益源を確保しているとは言い難く、国債に代わる新たな安定的な収益源の構築が求められる。

### 1. ゆうちょ銀行の基本データ

#### ■ 総資産、利益の堅調な増加

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データの経年変化をみる。主要な単体財務数値をみると、昨年度から今年度にかけて総資産が約2兆円増加した。純資産の減少が約2兆円であることに対し、負債の増加が約4兆円であることから、資産の増加は負債の増加によるものであるといえる。収益項目については昨年度からは減少したが、利益項目では増加となった。

図表 1-1 主要な単体財務諸表

(単位：百万円)	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
総資産	207,056,039	209,568,820	210,630,601	208,970,478	210,905,152
負債	195,547,888	197,788,782	199,117,450	197,619,672	201,917,500
純資産	11,508,150	11,780,037	11,513,151	11,350,806	8,987,651
営業収益	1,968,987	1,897,281	2,044,845	1,845,316	1,799,283
経常利益	481,998	442,085	499,669	374,299	379,077
当期純利益	325,069	312,264	352,745	266,178	273,044

## 2. ゆうちょ銀行の経営分析

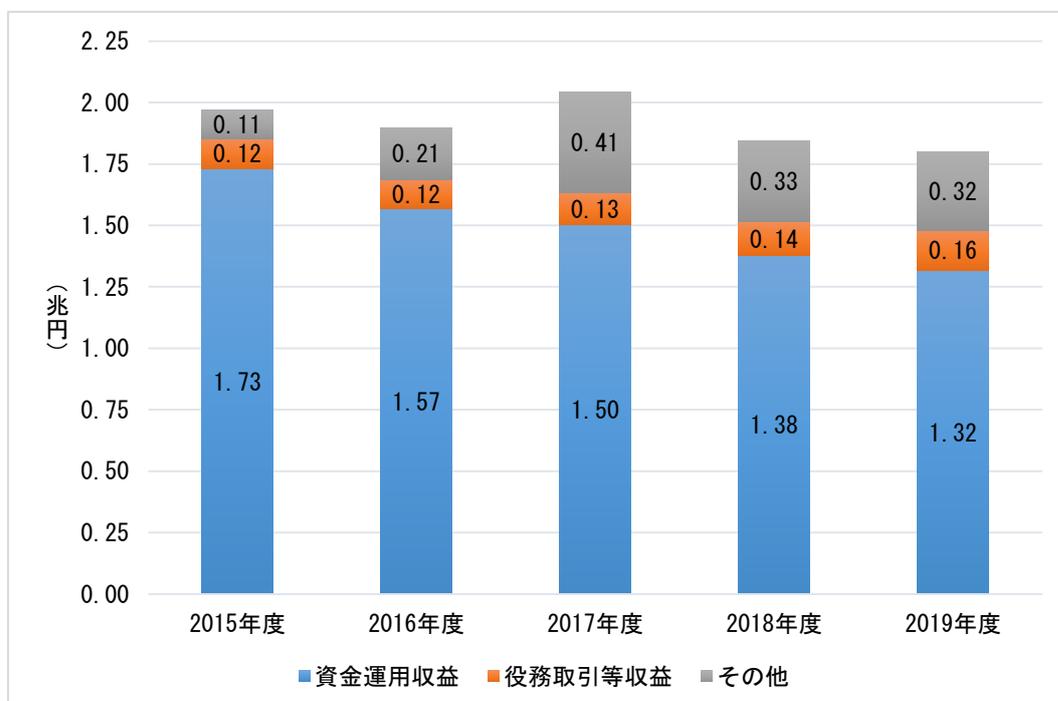
ゆうちょ銀行の経営分析は、メガバンクグループの中核たる 3 行、三井住友銀行、三菱 UFJ 銀行、みずほ銀行との比較を通して行う。ゆうちょ銀行は貸出業務を制限されていることや、主な営業が地域に密着した郵便局で行われているなど、3 行との比較可能性の観点から問題がないわけではない。しかし、地方銀行等に対してゆうちょ銀行の経営規模は圧倒的に大きく、3 メガバンク以外の銀行は比較の対象になりえないと考える。会計数値の比較可能性を考慮して、経営指標はすべて単体財務諸表上の数値により算出している。

### 2.1 収益性分析

#### ■ 資産運用収益の減少傾向

ゆうちょ銀行の収益構造の推移をみていく。ゆうちょ銀行は 2019 年度に減益となった。その原因を分析するために収益構造に着目すると、資金運用収益の減少がみられる。

図表 1-2 ゆうちょ銀行の収益構造の推移



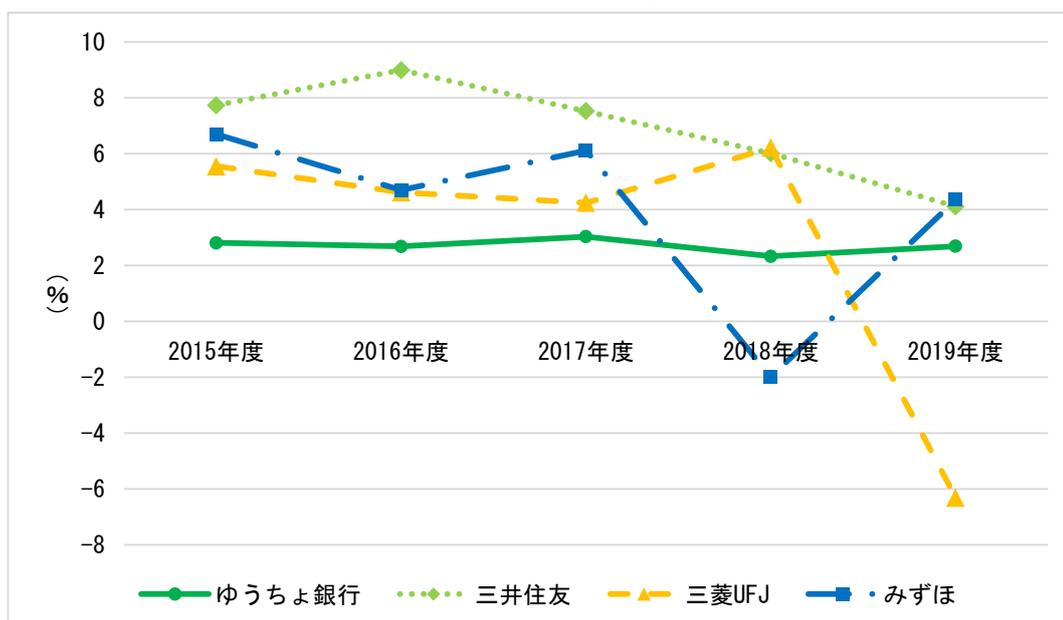
■ 低水準かつ安定的な収益性指標の推移

ゆうちょ銀行の収益性分析を、収益性分析の指標として一般的に用いられる ROE, ROA によって検討する。図表 1-3~1-6 から、収益性は 4 行とも低下傾向にあることがわかる。これは、低金利の影響と考えられるが、中でもゆうちょ銀行はメガバンク 3 行に比べて低水準であることがわかる。一方、ゆうちょ銀行に関して、ROE, ROA ともに安定して推移している点も特徴として挙げられる。

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
2015 年度	2.81	7.73	5.55	6.69
2016 年度	2.68	8.99	4.62	4.70
2017 年度	3.03	7.52	4.24	6.11
2018 年度	2.33	6.01	6.22	△1.99
2019 年度	2.69	4.11	△6.31	4.35

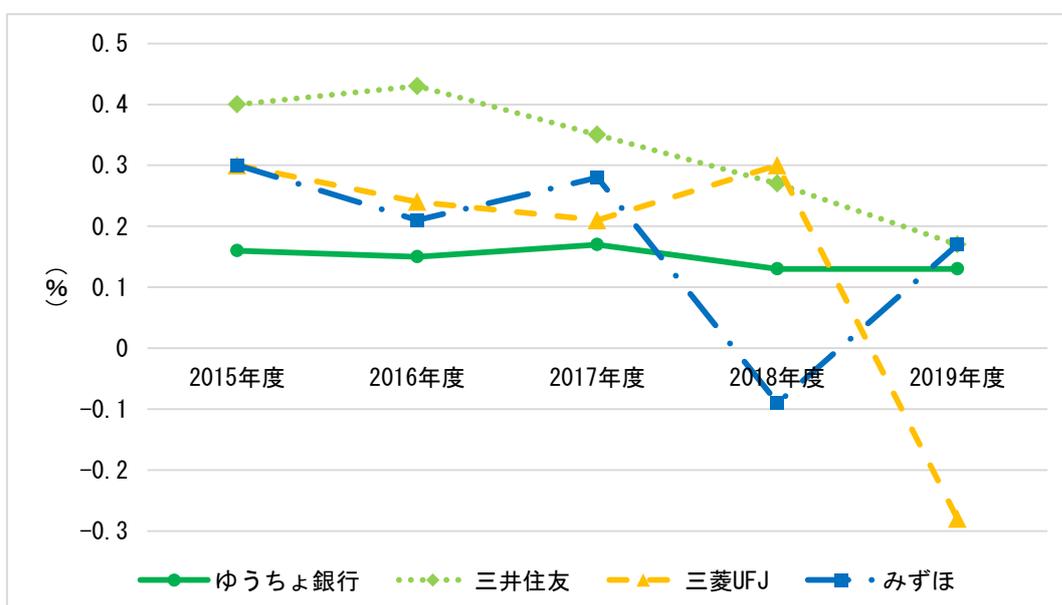
図表 1-4 ROE の推移②



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
2015 年度	0.16	0.40	0.30	0.30
2016 年度	0.15	0.43	0.24	0.21
2017 年度	0.17	0.35	0.21	0.28
2018 年度	0.13	0.27	0.30	△0.09
2019 年度	0.13	0.17	△0.28	0.17

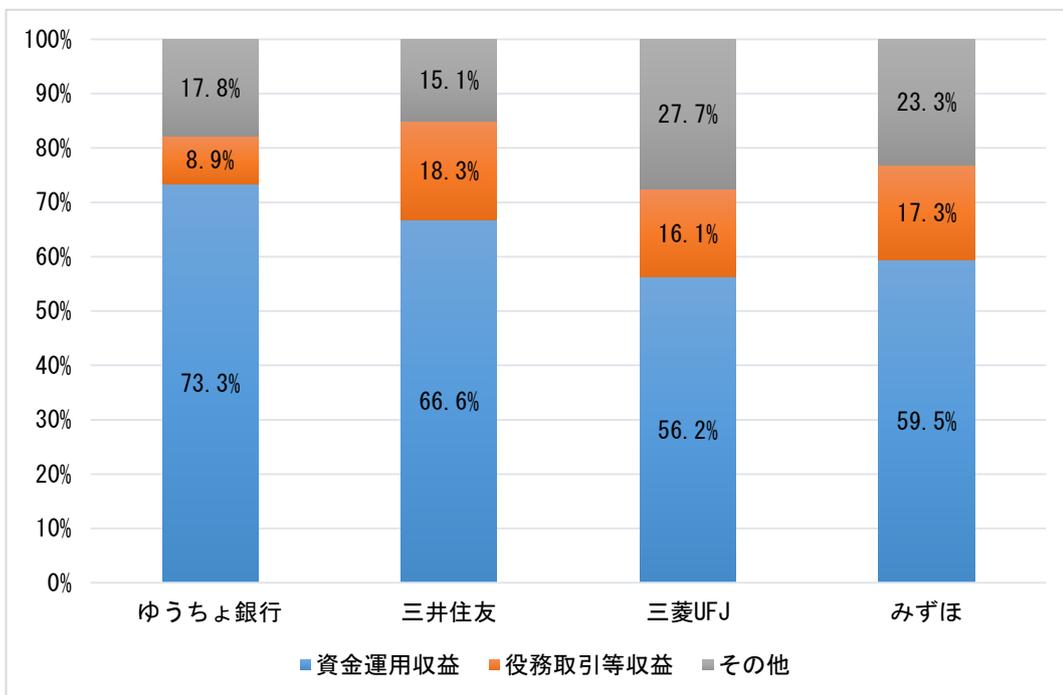
図表 1-6 ROA の推移②



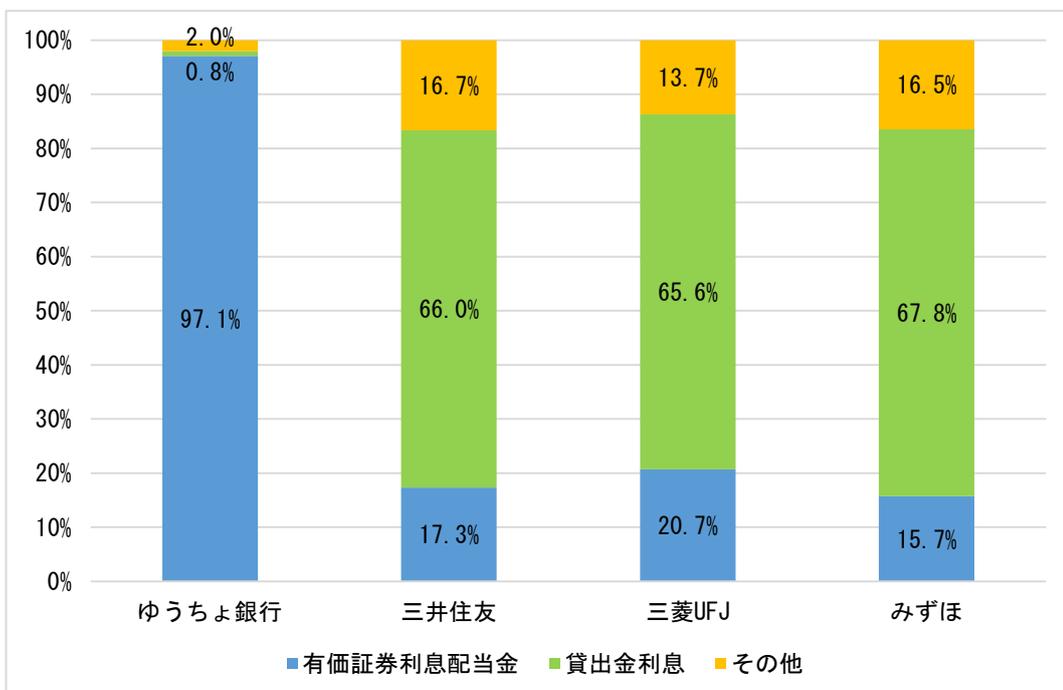
### ■ ゆうちょ銀行への業務内容の規制による低収益性の継続

ゆうちょ銀行の収益性の低さは、どのような理由によるものだろうか。図表 1-7 より、ゆうちょ銀行は資金運用収益への依存度がメガバンク 3 行よりも高いことがわかる。さらに図表 1-8 から、比較的利率の高い貸出金利息がメガバンク 3 行では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みてとれる。これがゆうちょ銀行の低収益性の原因となっていることは間違いないだろう。

図表 1-7 収益構造の比較 (2019 年度)



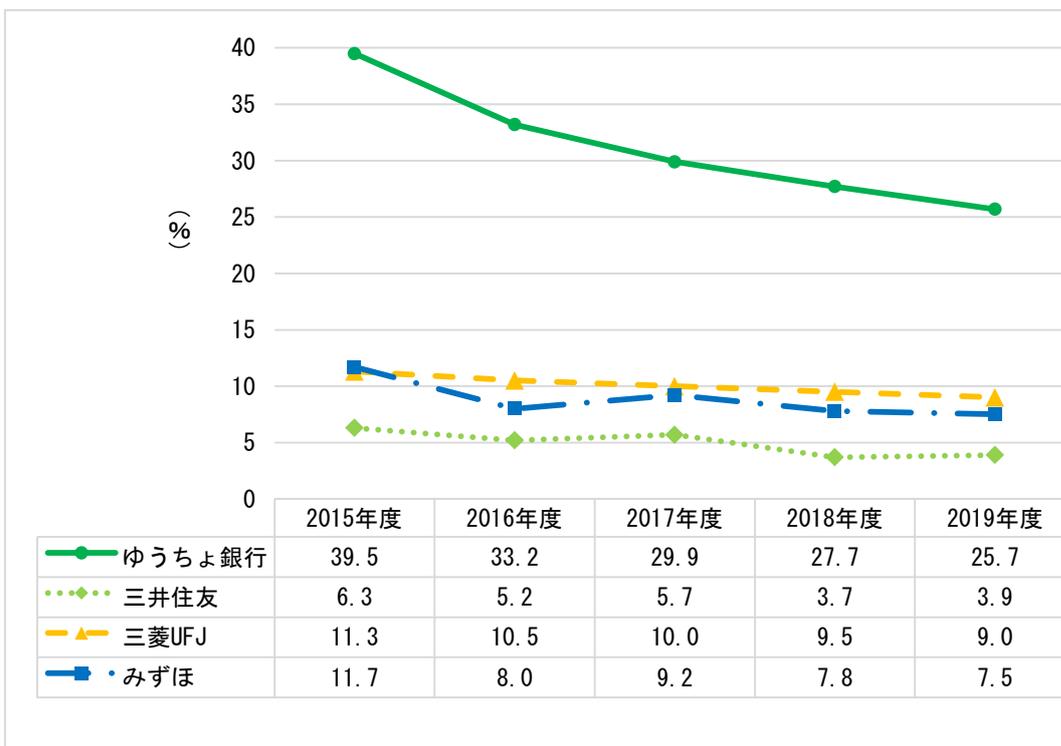
図表 1-8 資金運用収益の構造の比較 (2019 年度)



■ 運用での国債依存からの脱却も、未だ安定的な収益体制は築けず

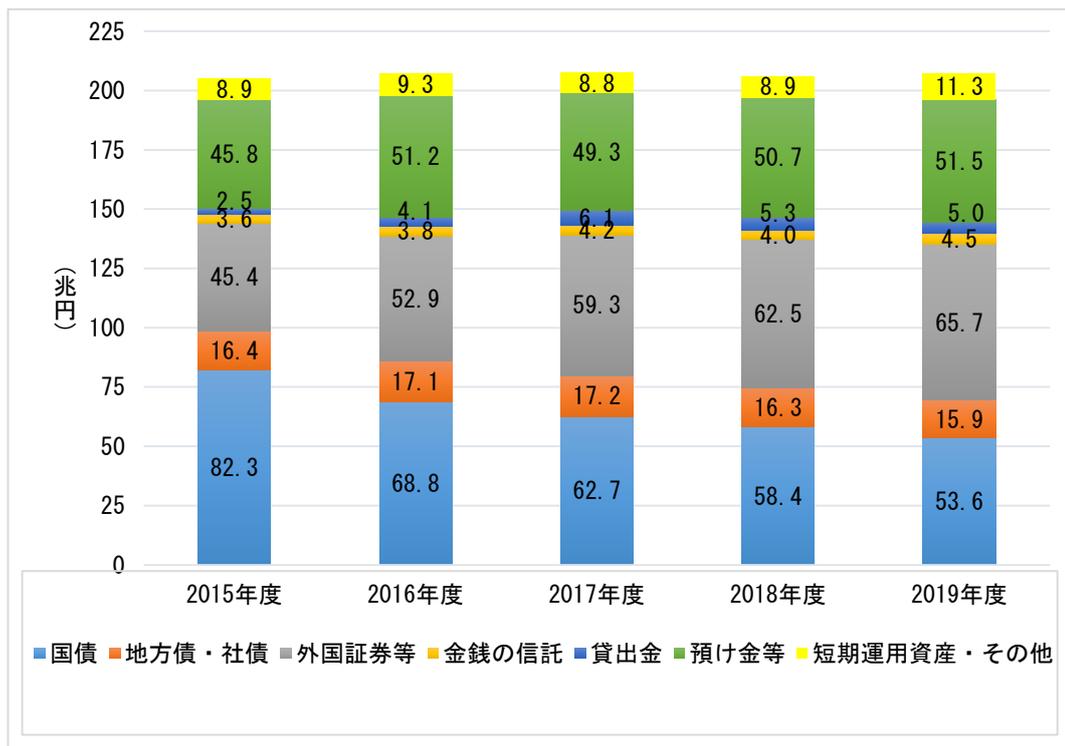
次に、資産運用の状況を分析する。図表 1-9 から、ゆうちょ銀行の総資産に占める国債保有割合は、メガバンク 3 行に比べると高い水準にあることがわかる。低金利というマクロ経済環境の影響で国債運用の利鞘は小さく、これも低収益性の要因となっている。しかし、近年は国債保有割合を減少させているため、国債に代わる収益源を構築する必要があるだろう。

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（またそのほとんどが債券）への投資に回されていることがわかり、よりリスクをとる投資へ向かっているとみえる。しかし、図表 1-2 でみたように運用からの収益は減少傾向にあり、ゼロ金利時代におけるポートフォリオの組替についての大きな成果はみられない。

図表 1-10 ゆうちょ銀行 資金運用の推移



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、収益がどれだけ効率よく利益に結びつけられているか、経営資本がどれだけ効率的に用いられているのかがわかる。

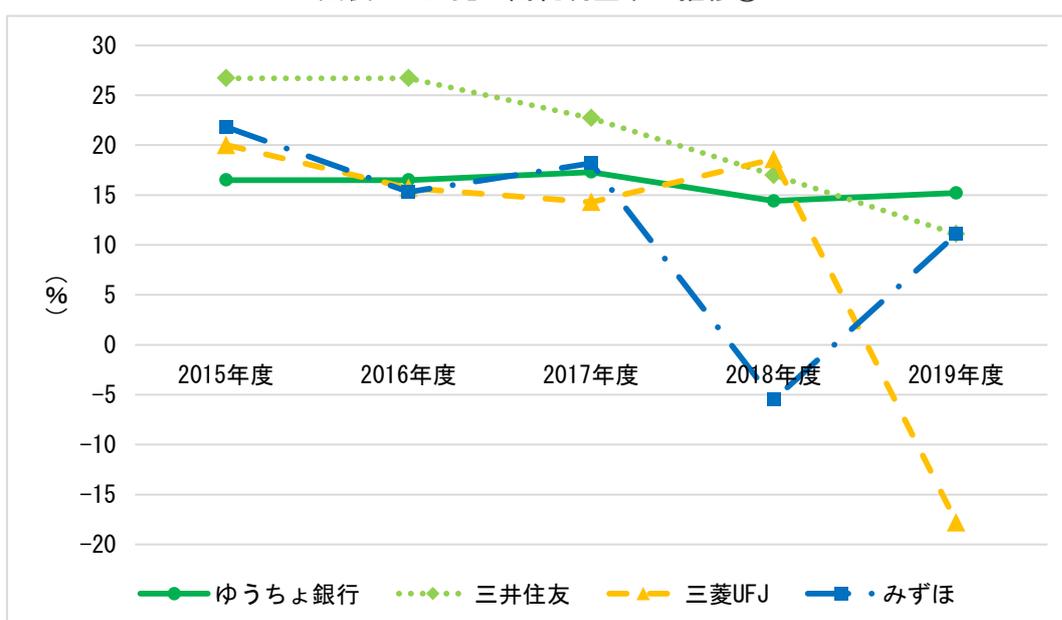
■ 安定的な売上高利益率と低水準の資本回転率

まず、図表 1-11、図表 1-12 より、売上高純利益率について、ゆうちょ銀行はメガバンク 3 行に比べて時系列変化がほぼ横ばいで安定的であることが特徴として挙げられる。図表 1-13、図表 1-14 の売上高事業利益率も同じ傾向である。一方、図表 1-15、図表 1-16 より、総資本回転率はメガバンク 3 行に比べて明らかに低くなっている。このことから、ゆうちょ銀行は資産の運用ややり場に行き詰まっていることがうかがえる。

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
2015 年度	16.5	26.7	20.0	21.8
2016 年度	16.5	26.7	15.7	15.3
2017 年度	17.3	22.7	14.3	18.2
2018 年度	14.4	17.0	18.6	△5.5
2019 年度	15.2	11.1	△17.8	11.1

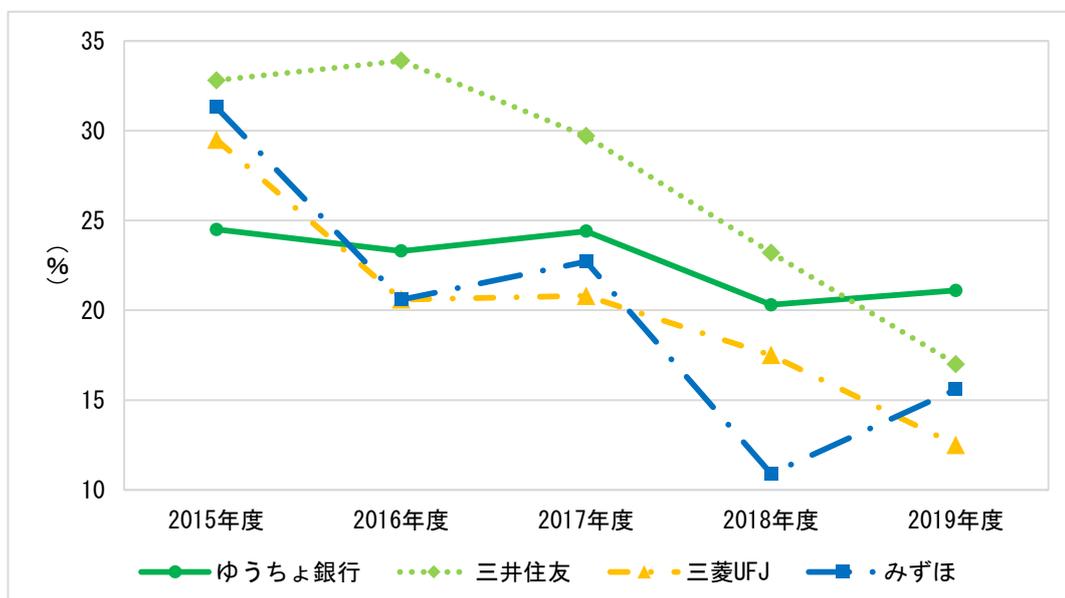
図表 1-12 売上高純利益率の推移②



図表 1-13 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
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	20.3	23.2	17.5	10.9
2019年度	21.1	17.0	12.5	15.6

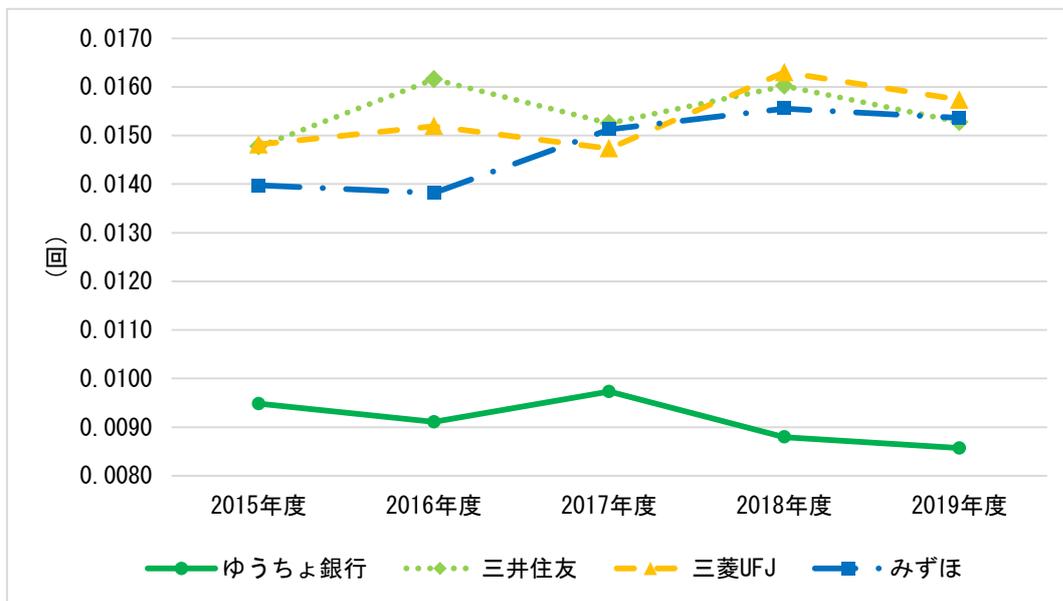
図表 1-14 売上高事業利益率の推移②



図表 1-15 総資本回転率の推移①

(単位：回)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱UFJ	みずほ
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	0.0160	0.0163	0.0156
2019年度	0.0086	0.0153	0.0157	0.0154

図表 1-16 総資本回転率の推移②



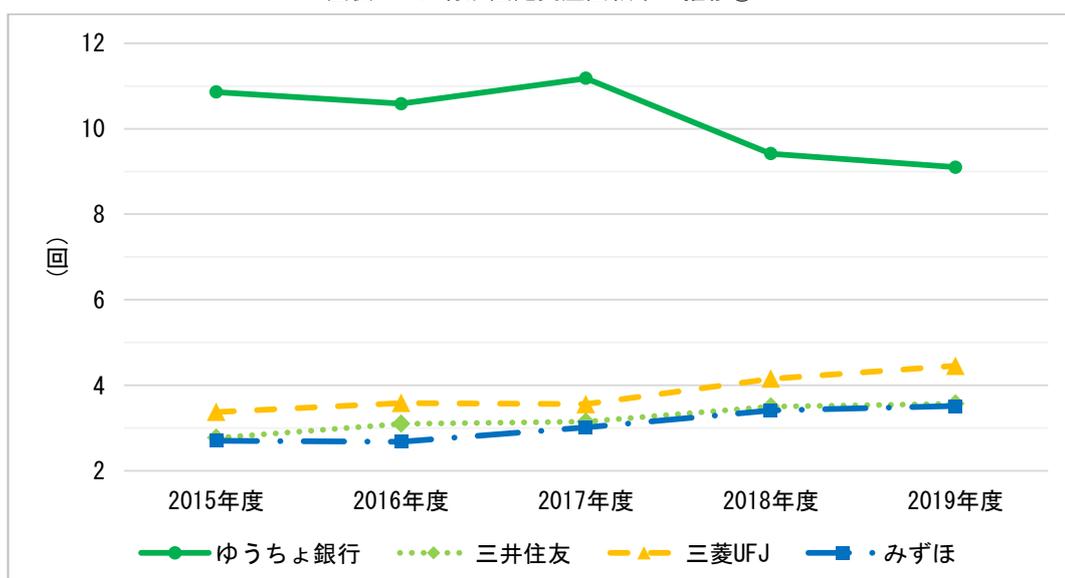
■ 郵便局を利用した営業に起因する有形固定資産回転率の高さ

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, メガバンク 3 行と比較して約 3 倍と高い水準を保っている。これはメガバンク 3 行が大規模な自社ビル等を通して営業を行うのに対して, 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と思われる。これがうまく利益に結びついていない理由のひとつに, ゆうちょ銀行が郵便局を利用していることの対価として日本郵便株式会社に支払っている銀行代理業務に係る委託手数料の存在が挙げられる。これは, ゆうちょ銀行が日本郵便株式会社のユニバーサル・サービスの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 1-17 有形固定資産回転率の推移①

(単位: 回)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱 UFJ	みずほ
2015 年度	10.9	2.8	3.4	2.7
2016 年度	10.6	3.1	3.6	2.7
2017 年度	11.2	3.1	3.6	3.0
2018 年度	9.4	3.5	4.2	3.4
2019 年度	9.1	3.6	4.5	3.5

図表 1-18 有形固定資産回転率の推移②

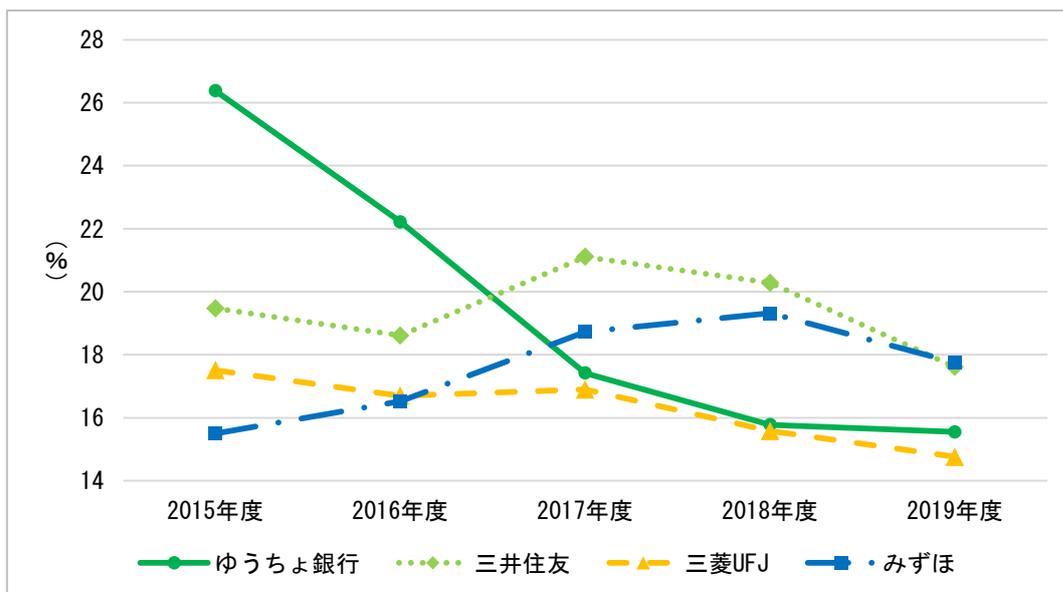


## 2.2 安全性分析

### ■ 自己資本比率の低下傾向

安全性・リスクの分析は、自己資本比率を用いて行う。なお、ここでは金融庁告第19号に基づいて算出された自己資本比率を用いている。以前のゆうちょ銀行は3メガバンクに比べて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されていた。しかし、図表 1-9 でみたように、ゆうちょ銀行は近年国債の保有割合を低下させ、よりリスクをとる資産運用に移行しつつある。その影響もあり、ゆうちょ銀行の自己資本比率は近年低下傾向にあり、次第にリスクも大きくなってきていると考えられる。運用の多様化に合わせたリスク管理を検討する必要があるだろう。

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

ここでは、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していく。

#### 3.1 理論株価推定のためのシナリオ

##### ■ 残余利益モデルによって算定した理論株価は2兆6283億円

ゆうちょ銀行は、低金利政策の中で貸出業務を制限され、いまだに国債が多くを占めるポートフォリオを有している。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はいるものの、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。(なお、中期経営計画への詳細な検討はレポート4にて行う。)

以上をふまえ、次のようなシナリオを設定し、理論上の株価を推定する。

- ・ ゆうちょ銀行の経常収益成長率は、過去5年間平均の $\Delta 2\%$ が続くとし、10年以内に成長率は0%に収束する。
- ・ 恒常純利益率は過去5年間平均の16%に収束する。
- ・ 配当性向は55%とする。
- ・ 資本コストは6%とする。
- ・ ROEは2%とする。

その結果、ゆうちょ銀行の理論上の株価は2兆6283億円となった。

### 3.2 理論株価と実際株価の差異分析

#### ■ 実際株価と理論株価の比較からは、市場が将来の収益性向上を期待している可能性が示唆される

ゆうちょ銀行の2020年5月31日の株価は890円であり、発行済株式総数は37億4879万株（自己株式を除く）であるため、時価総額は3兆3366億円となる。

先ほどの理論株価（2兆6283億円）と比べ、実際株価の方が7000億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。

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理論上の株価を算出し、差異分析を行う。

まず、

・「減収トレンドが今年度で終わり、そこを打った」と仮定すると、企業価値は3兆225億円となる。

さらに、

・「純利益率を18%まで引き上げる」と仮定すると、企業価値は3兆3856億円となり、実際の株価により算出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り組みは市場に評価されており、メガバンク並みかそれ以上の水準まで成長することが期待されているといえる。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。

## レポート2 かんぽ生命の経営分析と企業価値

### ～ 特殊な収益構造からの脱却は可能か ～

株式会社かんぽ生命保険(以下、かんぽ生命)は2019年度、近年の傾向同様に減収増益となった。責任準備金戻入により本業収入の減少をカバーするという特殊な収益構造に変化は見られず、新たな収益源として期待される資産運用収益に関しても伸び悩む結果となっている。また、不正販売問題等により新契約が減少した影響で、事業費が減少し利益率が向上するという今年度特有の現象もみられた。このような現状に対し企業価値評価からは、投資家の評価は比較的楽観的であると推定された。

#### 1. かんぽ生命の基本データ

##### ■ 収益の減少傾向は継続も、利益は堅調に増加傾向

かんぽ生命の経営分析を行うにあたり、まずは過去5年間における基本的な財務データの推移を見る。図表2-1を概観すると、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わかる。この傾向は、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によって補填しきれず、保有契約件数全体の減少傾向が進んでいることを反映するものである。

2019年度の動向として、特徴的なものに純利益の拡大と純資産の減少があげられる。前者は営業活動自粛に伴う費用節減が主要因となっている。後者はその他有価証券評価差額金の減少によるところが大きく、期末の世界的株安(新型コロナウイルスの影響)による保有有価証券の評価額の減少が主な要因として考えられる。

図表 2-1 主要な連結財務諸表

(単位：百万円)	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
総資産	81,545,182	80,336,760	76,831,261	73,905,017	71,664,781
負債	79,662,200	78,483,557	74,828,135	71,769,880	69,736,400
内、責任準備金	72,362,503	70,175,234	67,777,297	65,060,549	62,293,166
純資産	1,882,982	1,853,203	2,003,126	2,135,137	1,928,380
経常収益	9,605,743	8,659,444	7,952,951	7,916,655	7,211,405
内、責任準備金戻入額	2,750,098	2,187,268	2,397,936	2,716,748	2,767,383
純利益	84,897	88,596	104,487	120,480	150,687

## 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を選定した。かんぽ生命と比較可能な近い経営規模をもつことや、生命保険会社として株式市場に上場する数少ない企業の一つである点が選定理由である。ただし、分析の中立性や客観性の向上の観点から、他の生命保険会社の財務データも必要に応じて利用する。

かんぽ生命の経営分析は、レポート1のゆうちょ銀行、レポート3の日本郵便と同様、収益性分析と安全性分析を中心に進めるが、本レポートでは運用資産ポートフォリオについての分析も併せて行う。これは、資産ポートフォリオが各生命保険会社の収益性と安全性の両方を同時に決定づける、共通の要因となっていることによる。

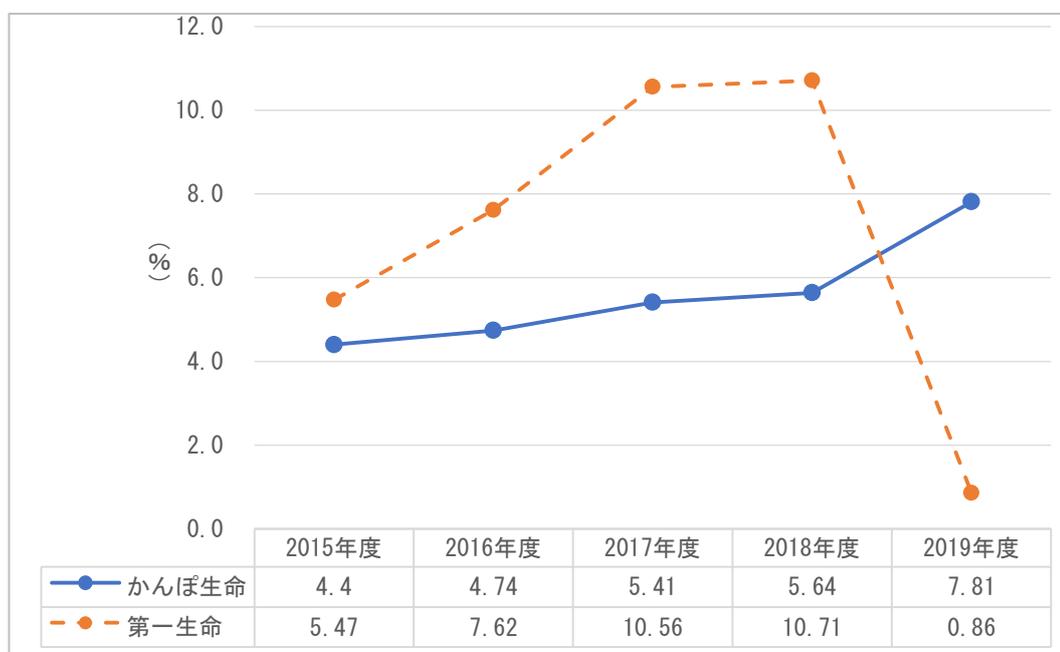
## 2.1 収益性分析

### ■ ROE の順調な上昇傾向

かんぽ生命の収益性分析を、ROE に着目して行う。直近 5 会計年度続けてかんぽ生命の ROE は上昇傾向にあったが、今年度は特に上昇幅が大きくなっている。一方の第一生命は、2018 年度までかんぽ生命よりも高い水準で順調に上昇していたが、2019 年度に大きく低下している。

これらの点については、後ほど ROE を分解することで得られる 3 つの因数（売上高純利益率、総資本回転率及び財務レバレッジ）に着目して、追加の分析を行う。

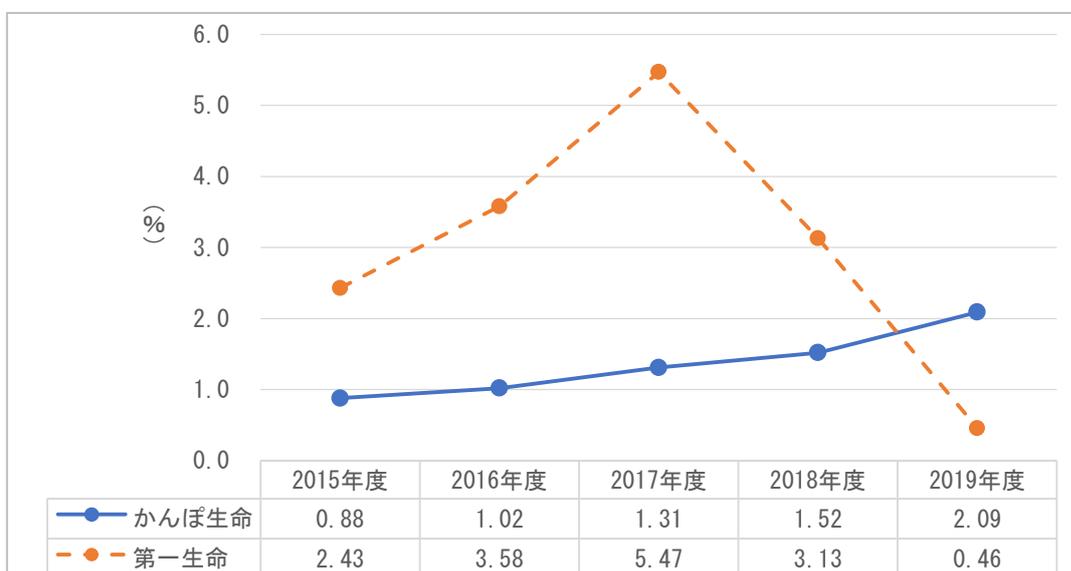
図表 2-2 ROE の推移



■ 事業費の減少や資産運用収益の増加による利益率の上昇

両社の売上高純利益率の傾向に関しては、ROE とほぼ同様の結果となった。ここから、両者の ROE と売上高純利益率が連動していることによるといえる。まずかんぽ生命の利益率の上昇は、経常費用の減少幅が経常収益の減少幅を上回った結果である。具体的には新契約数の減少による事業費の減少、資産運用における純ざやの増加などが要因として挙げられる。一方で第一生命の利益率の低下は、子会社の第一フロンティア生命保険の販売減少、そして金利調整による責任準備金の積み増しなどが主な原因である。

図表 2-3 売上高<sup>1</sup>純利益率



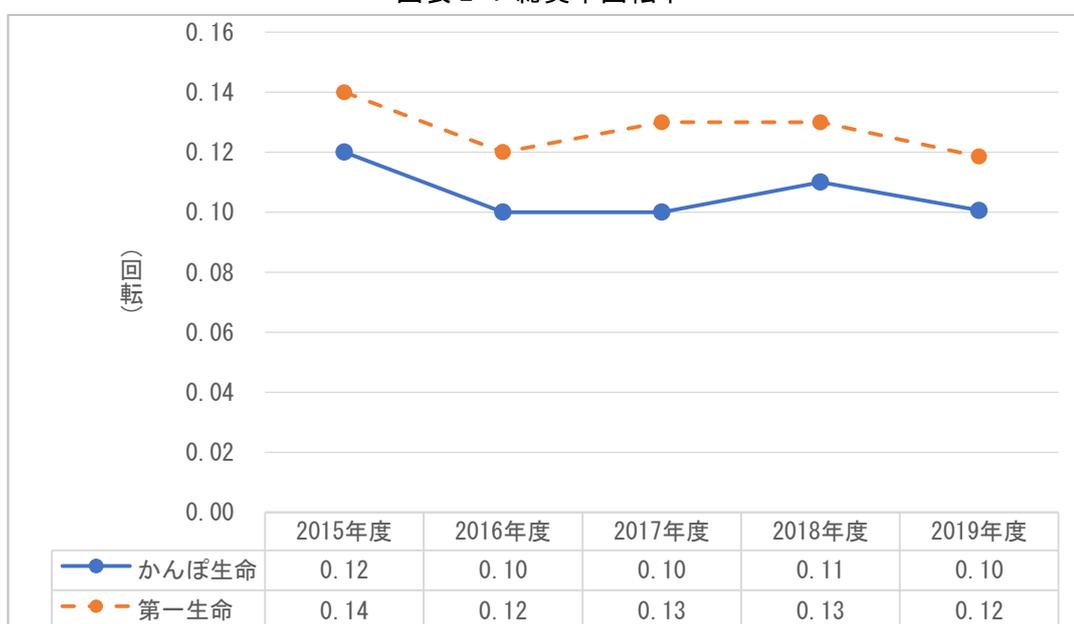
	かんぽ	第一
売上高純利益率	UP↗	DOWN↘
経常収益	DOWN↘	DOWN↘
経常費用	DOWN↘↘	UP↗
利益額	UP↗	DOWN↘

<sup>1</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。

■ ほぼ横ばいの総資本回転率

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ぽ生命を上回っている。また、直近4年間の両社とも総資産回転率は、ほぼ横ばいである。かんぽ生命の回転率は2015年度まで減少傾向が続いていたが、それ以降回転率の低下に歯止めがかかり横ばいが続いている。しかし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ためであり、回転率の動向をもって経営状態が改善したとは言い難い。

図表 2-4 総資本回転率



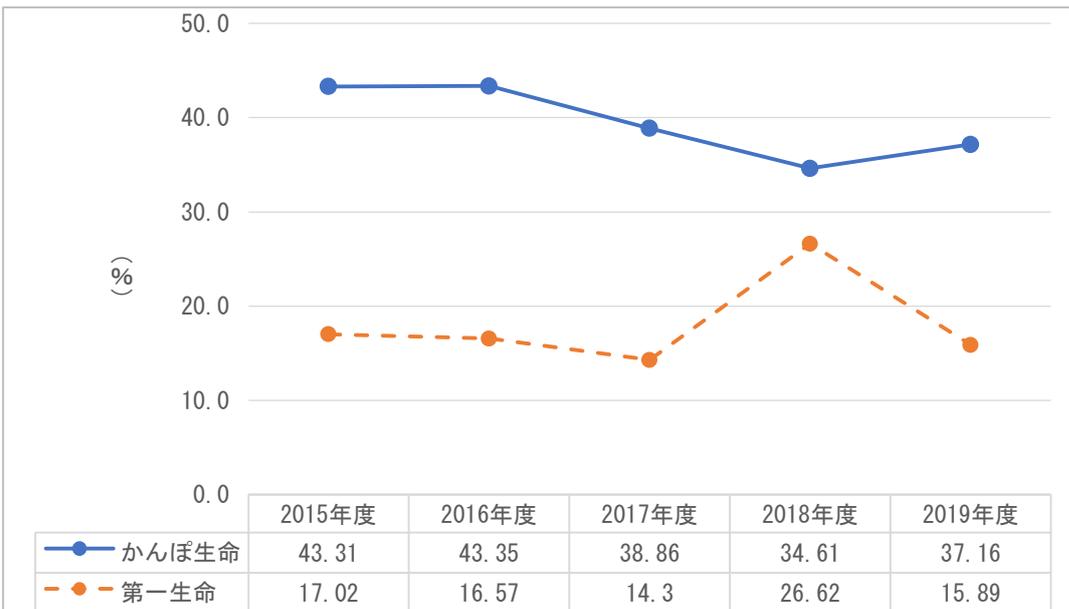
	かんぽ	第一
総資本回転率	STAY→	DOWN↘
経常収益	DOWN↘	STAY→
総資本	DOWN↘	UP↗

■ 責任準備金の多さに起因する高水準の財務レバレッジ

かんぽ生命の財務レバレッジは 2016 年度までほぼ横這いであったがその後の 2 年間で、8.74 ポイントの大幅な低下を見せた。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である。2019 年度においても総資本の減少傾向に変化はなかったが、その他有価証券評価差額金の減少が利益剰余金の増加を相殺したことから、自己資本が減少に転じて財務レバレッジは上昇を見せている。

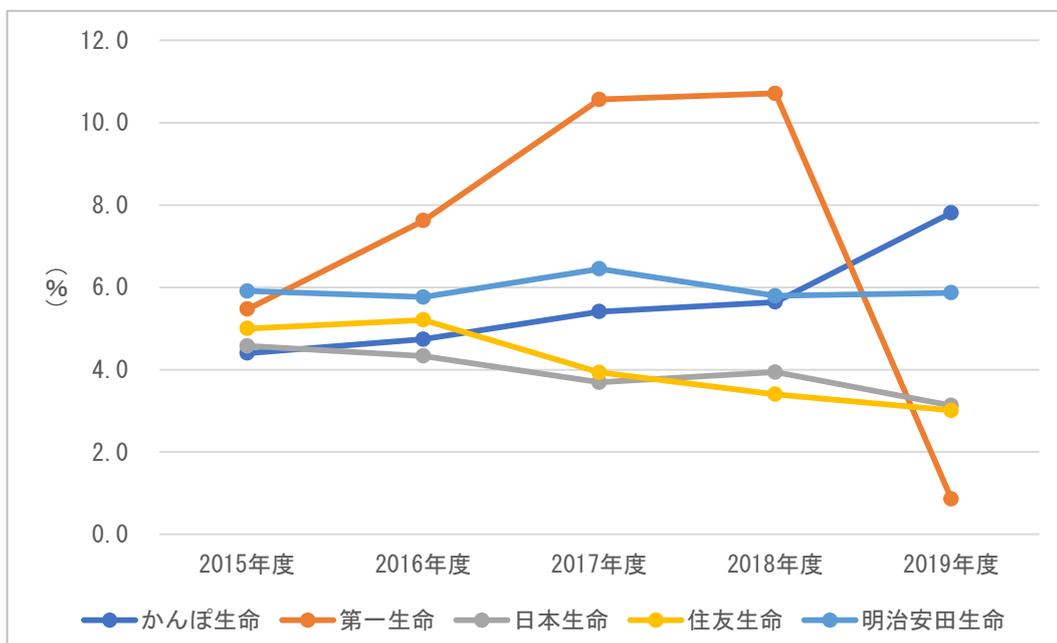
直近 5 会計年度を通して、かんぽ生命の財務レバレッジは一貫して第一生命を大きく上回っている。その原因の一つには、自己資本を構成する評価・換算差額等が、第一生命では約 2 兆 3000 億円とかんぽ生命の 5~10 倍の規模になっていることがある。また、もう一つ原因として挙げられるのは、かんぽ生命の責任準備金が約 64 兆円と非常に大きいことである。図表 2-6 に示す大手 5 社の平均が約 47 兆円であることから、かんぽ生命の責任準備金額が突出していることが分かる

図表 2-5 財務レバレッジ



	かんぽ	第一
倍率	UP↗	DOWN↘
自己資本	DOWN↘↘	UP↗↗
総資本	DOWN↘	UP↗

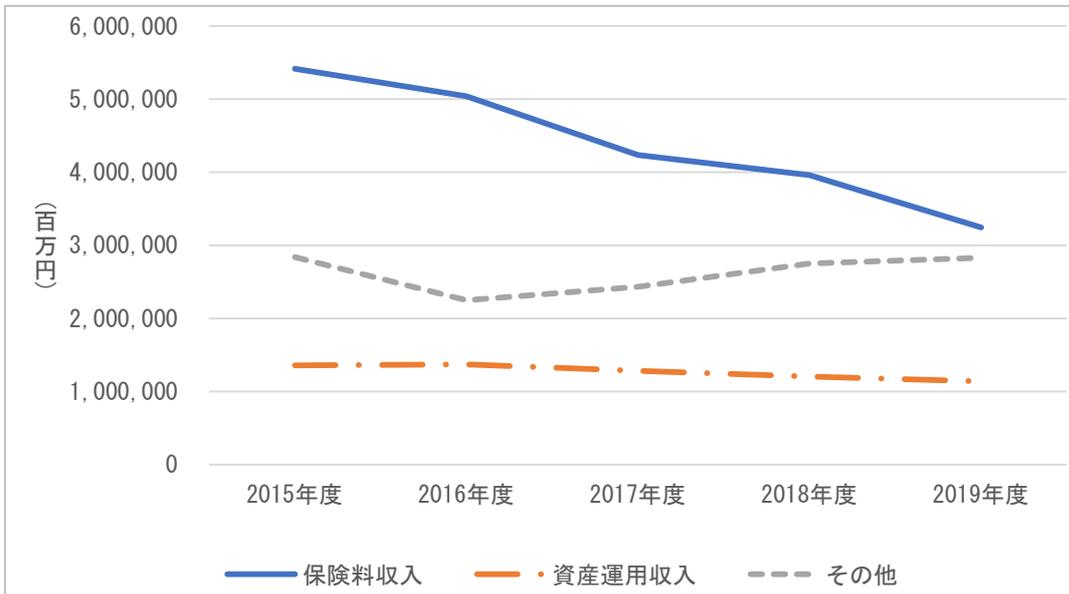
図表 2-6 国内大手生保 5 社の ROE(参考)



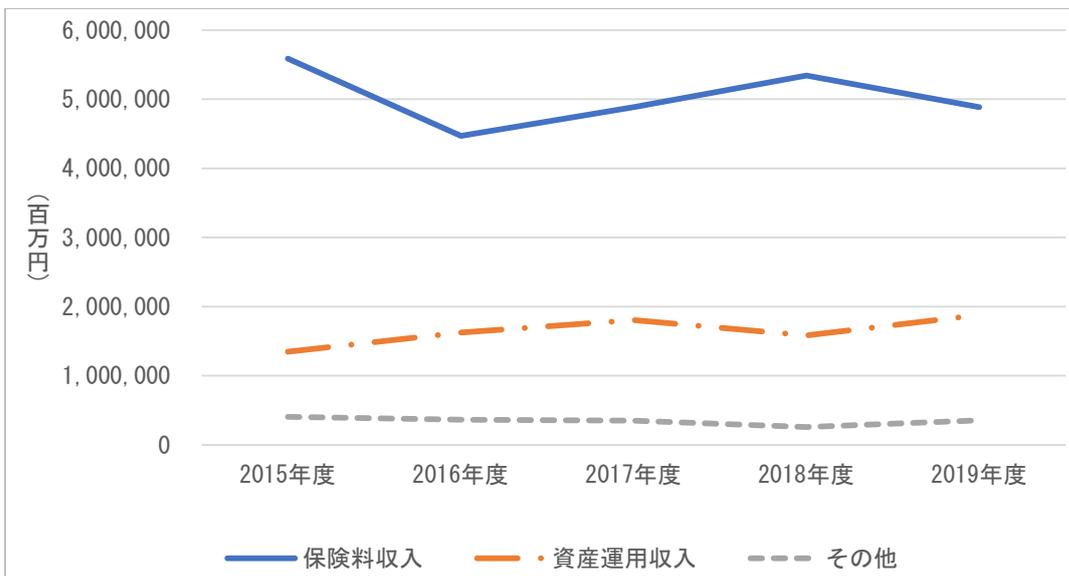
続いて収益構造に着目し、いくつかの経営指標に用いながらかんぽ生命の収益面での特徴や近年の動向について説明を加える。

図表 2-8, 2-9 は、かんぽ生命と第一生命の収益構造を表している。ここまで、基本データ(図表 2-1)などを通じて、かんぽ生命の財政規模と収益規模双方が長期的な縮小傾向にあることを示してきたが、第一生命との比較を通じて、その原因が「本業(保険料)による収入と資産運用による収入双方の継続的な減少」にあることが分かる。この 2 点に着目したのちに、かんぽ生命に特有の「責任準備金戻入による収益補填」に関しても分析を行う。

図表 2-7 かんぽ生命の収益内訳



図表 2-8 第一生命の収益内訳

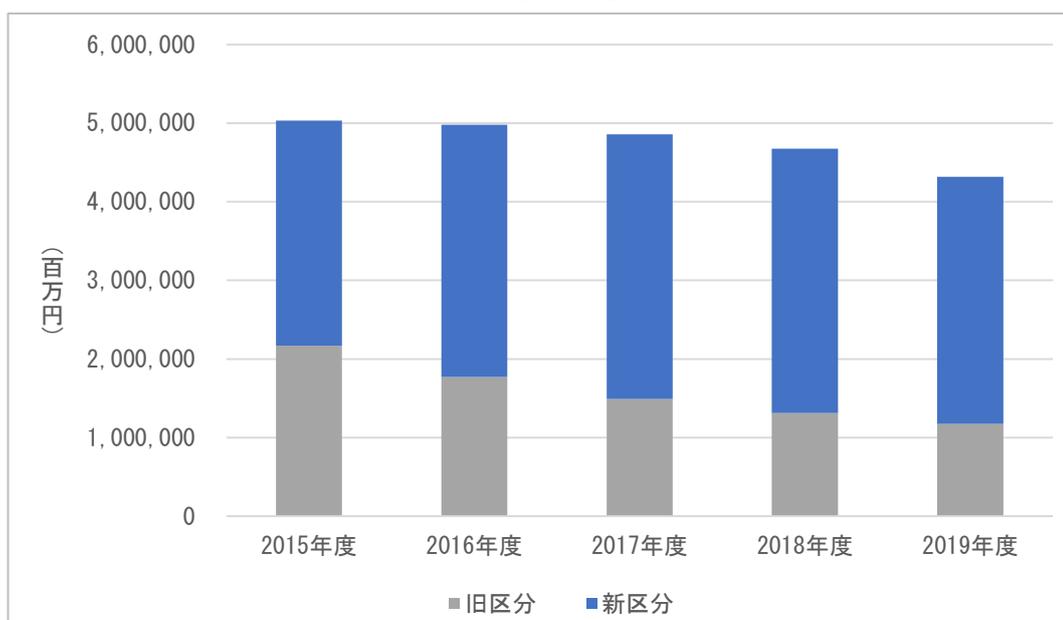


① 保険料収入の減少

■ 契約の減少に伴う収益規模の減少傾向

図表 2-9 の通り、かんぽ生命保険料収入は「旧区分」として示している簡易生命保険契約と、民営化以降に獲得した「新区分」の保険契約から構成される。簡易生命保険は、日本郵政公社の民営化と同時に 2007 年 9 月末をもって新規加入受付を終了し、それに伴い既契約分については簡易生命保険管理機構<sup>2</sup>からの受再という形でかんぽ生命が引き継ぎ、保険料の収納及び保険金等の支払の業務を行っている。新区分保険について、これまでも保障性商品の販売強化や新商品開発などの様々な経営努力<sup>3</sup>を行ってきたが、新区分契約の増加が旧区分の減少に追いついていない状況に変化がなく、結果として収益規模の縮小を招いている。

図表 2-9 保有契約年換算保険料



<sup>2</sup> 正式名称は郵便貯金簡易生命保険管理・郵便局ネットワーク支援機構。日本郵政公社が解散時点で行っていた郵便貯金及び簡易生命保険の業務を承継し、管理することを主業務とする独立行政法人。

<sup>3</sup> 詳細や具体的な施策については「レポート4 中期経営計画の中間検証」を参照されたい。

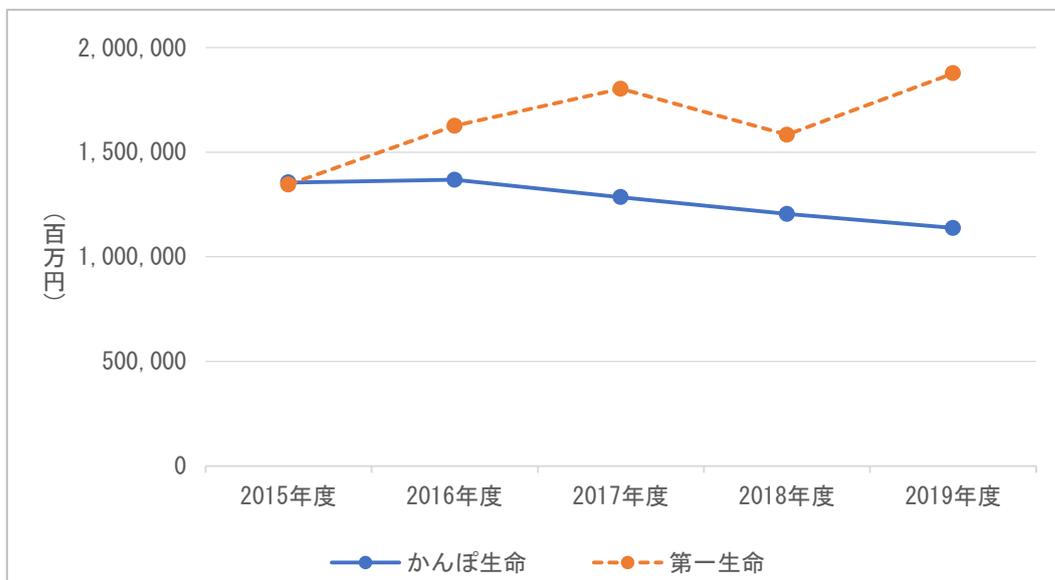
② 資産運用収入の減少

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)とキャピタル損益、キャピタル費用の3つを挙げる。これらの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にて算定されるという点で共通する。

■ 受託資産の減少、低金利のマクロ環境の影響による資産運用収益の減少

まず、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。第一生命が低金利環境下でも資産運用収益を維持しているのに対し、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(図表 2-10)。この原因として、元手となる受託資産が保険契約数の減少に伴い減少していること<sup>4</sup>、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他社に比べて高く<sup>5</sup>、超低金利環境の影響を受けポートフォリオ全体の収益性が低下しているということが挙げられる。

図表 2-10 資産運用収益



<sup>4</sup> 2015 年度末で 82 兆円だった受託資産は 19 年度末で 72 兆円まで減少している。

<sup>5</sup> 運用資産の内訳については「2.3 ポートフォリオ分析」を参照されたい。

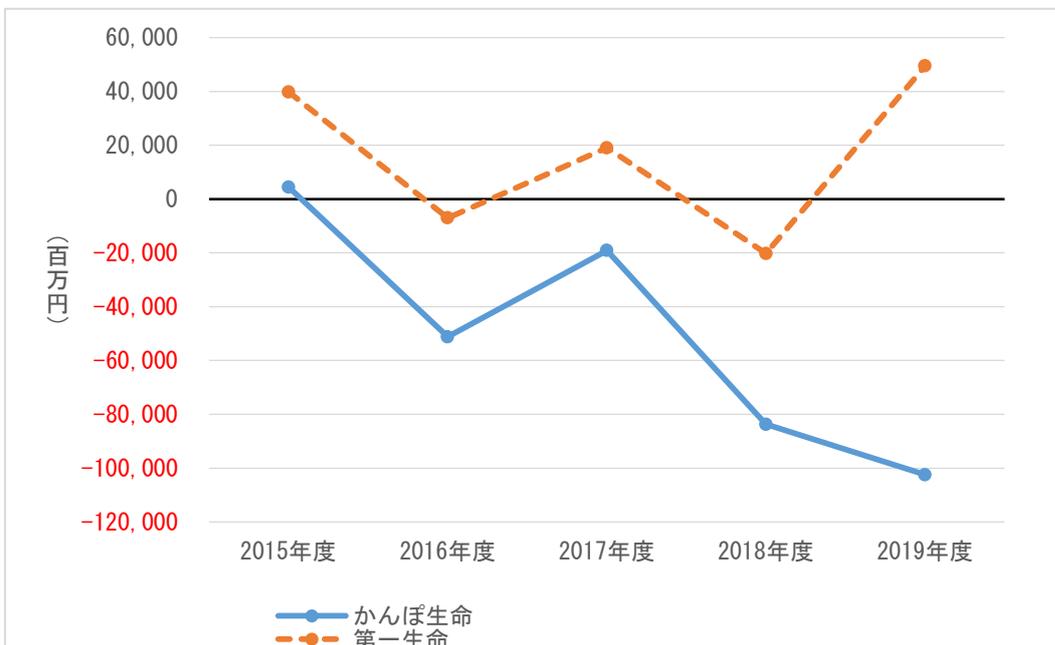
**■ 積極的な資産運用戦略も、未だ安定した収益には結びつかず**

ここからはキャピタル損益とキャピタル費用に着目する。キャピタル損益（図表 2-11）は、有価証券売却益や金融派生商品収益といったキャピタル収益と、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費用（図表 2-12）の合計を純額表示したものである。つまりキャピタル損益は「資産運用会社が市場環境の変化に合わせてポートフォリオを組み替たことにより生じた、収益と費用の差額」を、キャピタル費用は「ポートフォリオの組み換えに伴い資産運用会社が受け入れたコスト」を表しており、これら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。

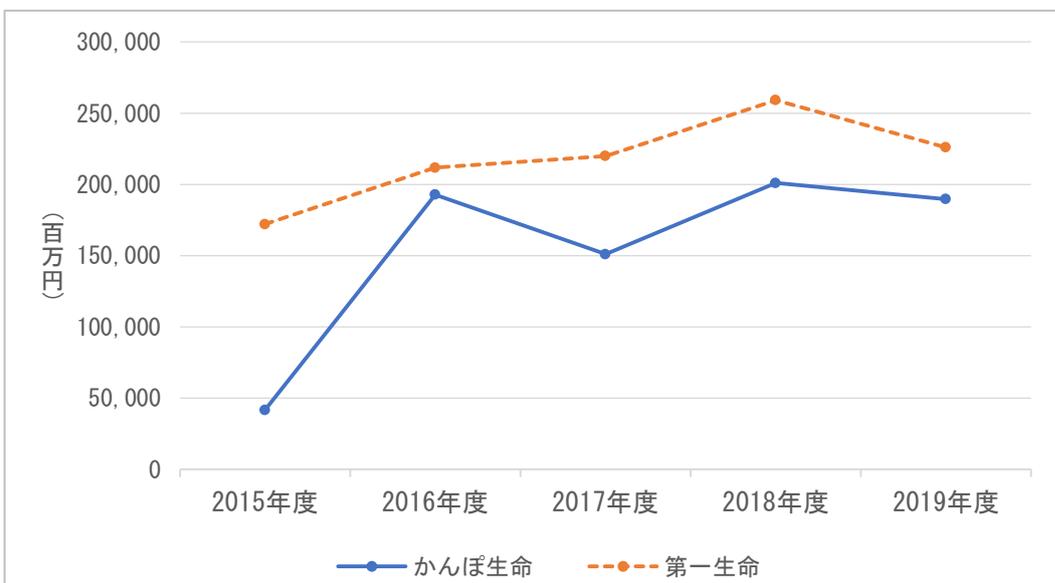
図表 2-11、2-12 から、直近 5 会計年度中、かんぽ生命のキャピタル費用は一貫して第一生命を下回る水準にあることがわかる。さらにキャピタル損益をみると、過去 4 年間損失を計上していることに加え、その損失額は増加の一途をたどっている。これらのことから、かんぽ生命は第一生命に比べて「リスクテイクに消極的であるうえに、ポートフォリオの組み換えによりさらなる損失を被っている」と考えられる。

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 2016 年度から増加に転じている。これは、かんぽ生命が低金利環境下でも運用収益拡大を図るため、ポートフォリオに占めるリスク性資産の割合を高めはじめたことを表しており、この時期から資産運用の多様化に本格的に乗り出している結果が数字に表れているといえる。ただ、それから 4 年が経過した 2019 年度末においても、資産運用収益が増加に転じていない上、キャピタル損益の純額ベースでの損失が増大している現状を鑑みると、運用資産の多様化等の改革が未だ資産運用収益の増加につながっていないことが考えられる。

図表 2-11 キャピタル損益



図表 2-12 キャピタル費用



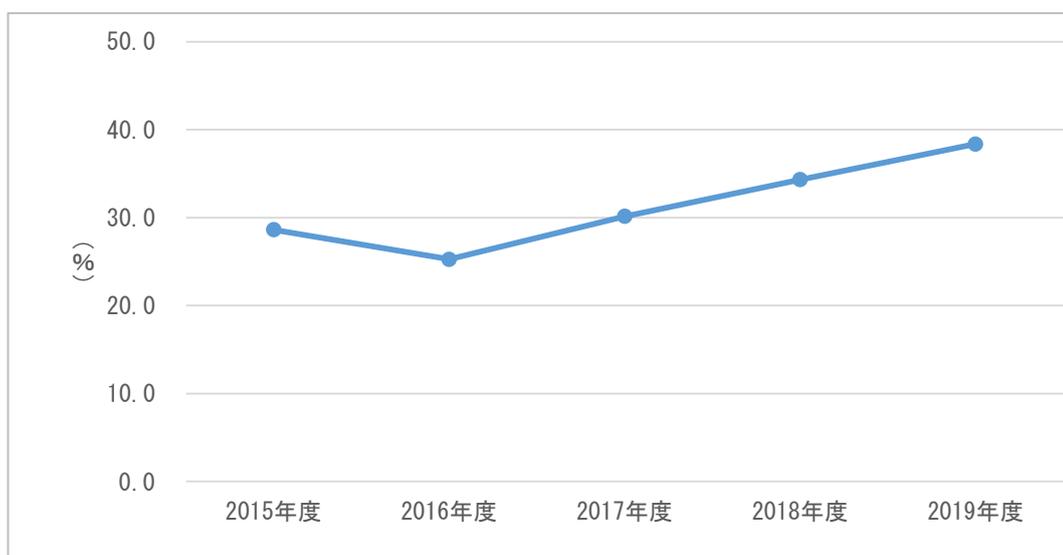
## ③ 責任準備金

## ■ 保険料収入の減少に伴い、責任準備金が収益に占める割合が増加

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<sup>6</sup>。

かんぽ生命では、本来の事業収入ともいえる保険料収入が過去5年間で4割ほど減少している。そのため経常費用が経常収益を超えた差額を責任準備金の戻入によって埋めている状態が続いており、2019年度にはその差額は約2.5兆円にもなっている。図表2-13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、特に本業からの収入が減り続ける近年においてその傾向は顕著である<sup>7</sup>。この現状は、かんぽ生命が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ことを示している。

図表 2-13 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



<sup>6</sup> 保険業法第116条第2項、標準責任準備金制度による。

<sup>7</sup> 第一生命の責任準備金戻入額は2015年度から非開示であるが、2014年度以前も一貫して0.01～0.02%で推移しており、収益への影響はほとんどないことが推察される。

## 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古典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た分析、および収益の柱となるポートフォリオの分析を行った。

ソルベンシー・マージン比率とは、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」をどの程度有しているかを判断するために用いる、生命保険会社に特有の安全性指標である<sup>8</sup>。

---

<sup>8</sup> 具体的な計算式は以下の通りである。

$$A = \{B / (C * 0.5)\} * 100$$

A : ソルベンシー・マージン比率 [%]

B : ソルベンシー・マージン総額 [円]

C : リスクの合計額 [円]

$$C = \sqrt{(R_1 + R_8)^2 + (R_2 + R_3 + R_7)^2} + R_4$$

R<sub>1</sub> : 保険リスク相当額 [円]

R<sub>8</sub> : 第三分野保険の保険リスク相当額 [円]

R<sub>2</sub> : 予定利率リスク相当額 [円]

R<sub>7</sub> : 最低保証リスク相当額 [円]

R<sub>3</sub> : 資産運用リスク相当額 [円]

R<sub>4</sub> : 経営管理リスク相当額 [円]

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。

### ■ これまでよりも高いリスクをとる戦略に伴うソルベンシー・マージン比率の減少

かんぽ生命のソルベンシー・マージン比率は、2015年度から減少傾向にある(図表2-14)。特に、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、図表2-15に示した資産運用リスク相当額が2015年度末時点から約3,000億円分増加したことによる。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、収益性向上を目指す方針を掲げているかんぽ生命にとっては、ある程度意図的な減少であると推察できる。また、ソルベンシー・マージン比率が低下しているとはいえ、依然として第一生命より高水準を維持しており、行政指導対象となる200%も大きく上回っていることから安全性は高いといえる。

ただし、今年度はコロナの影響でその他有価証券評価差額金が大きく減少した(図表2-16)ことによる、ソルベンシー・マージン比率の意図的でない減少がみられた点においては、一時的なものと想定されるとはいえ注意が必要であろう。

図表 2-14 ソルベンシー・マージン比率

(単位：%)	かんぽ生命	第一生命
2015年度	1570	900
2016年度	1291	851
2017年度	1132	882
2018年度	1190	971
2019年度	1071	984

図表 2-15 資産運用リスク相当額の推移 (単位：百万円)

2015 年度	476,029
2016 年度	631,036
2017 年度	792,075
2018 年度	763,194
2019 年度	785,317

図表 2-16 その他有価証券評価差額金 (百万円)

2015 年度	405,412
2016 年度	321,904
2017 年度	403,913
2018 年度	456,694
2019 年度	264,009

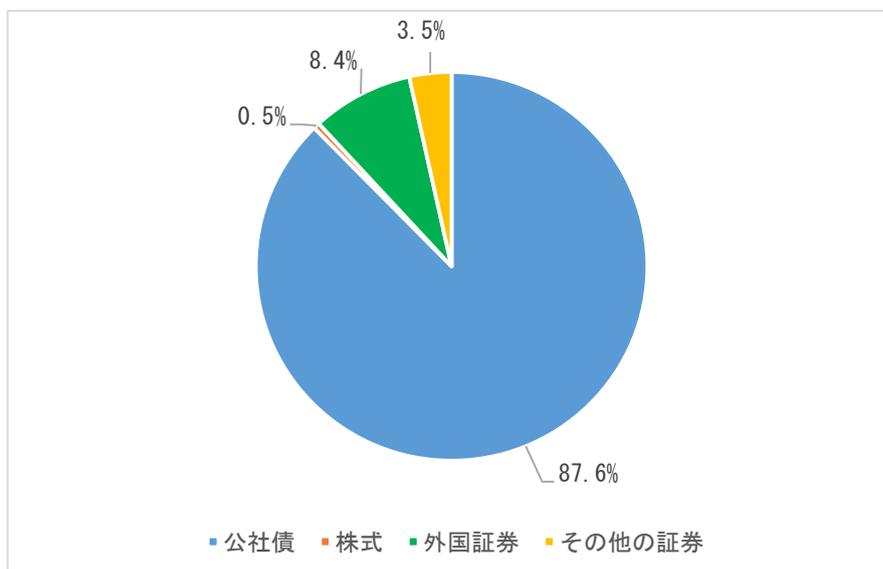
続いて、資産運用のポートフォリオを分析する。各生命保険会社にとって、ポートフォリオは自社の収益性と安全性を決める最も重要な要素であるといっても過言ではないだろう。そこで、まずポートフォリオを競合他社と比較することによって、かんぽ生命の基本的な資産運用の方針を明らかにする。また、ポートフォリオの経年変化について分析することによって、変化し続ける市場環境に対応するための新たな動きについても見ていく。

#### ■ 公社債に偏重したかんぽ生命のポートフォリオ

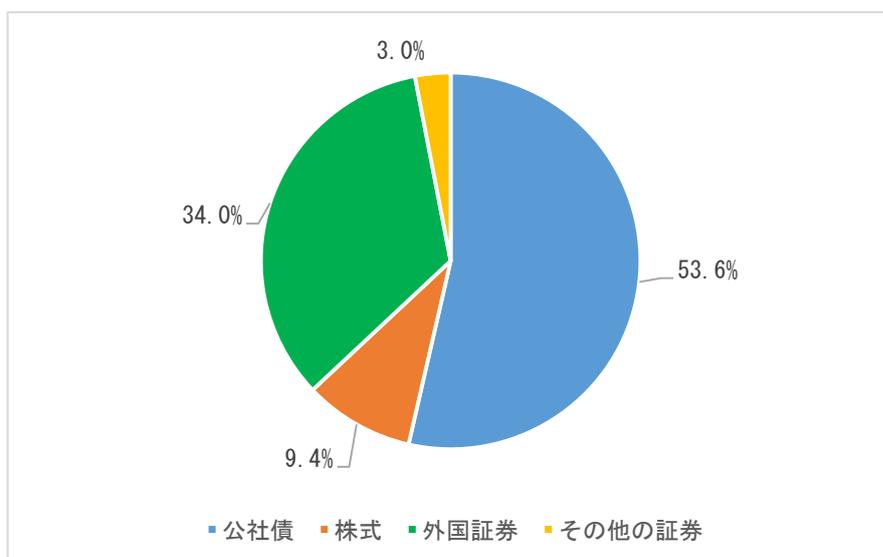
かんぽ生命のポートフォリオの特徴は、公社債の割合が非常に大きいことである。一般に生命保険会社においては、ALM (Asset Liability Management, 資産・負債の総合的管理) と呼ばれるリスク管理手法を推進する観点から、ほぼ必然的に国債等の超長期債がポートフォリオの大部分を占めることになる。かんぽ生命の場合は、保険金支払いに確実に備え、契約者を保護することを特に重視するという日本郵政公社時代からの立場を引き継いでおり、依然として低リスクでの資産運用が行われているこ

とが第一生命との比較からも明らかになっている。

図表 2-17 かんぽ生命のポートフォリオ (2019 年度末)



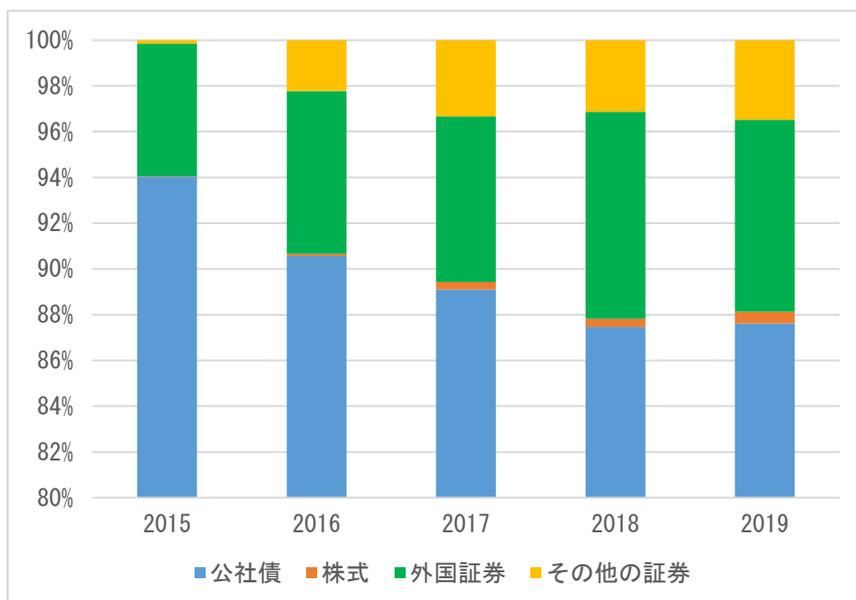
図表 2-18 第一生命のポートフォリオ (2019 年度末)



■ 比較的高リスクの証券の若干の増加

図表 2-19 はかんぽ生命の資産運用の状況の推移を表したものである。ここから明らかのように、公社債の割合が減少しており、それに伴い外国証券や株式などのリスク性資産の割合が増加している。また、超低金利の現状を受け外国証券を増やすなど環境に合わせた柔軟な対応も見られる。このように資産運用の多様化に向けた取り組みが結果として表れてきており、前述したようにキャピタル費用の増加につながっている。安全性の評価という面では、比較的高水準を保っているといえるが、今後はより一層の多様化を進め、リスクをとりつつも収益性を高めていくことが求められる。

図表 2-19 かんぽ生命 ポートフォリオ推移 (2015~2019 年度)



### 3. 企業価値評価

この節では、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企業価値を残余利益モデルにより算出し、実際の時価総額との比較を行い、その差異の原因を探る。なお、本節では財務データは2020年3月期決算のもの、実際株価、発行済株式数は2020年5月29日のものを用いている。

#### 3.1 企業価値推定のシナリオ

##### ■ かんぽ生命の理論株価は約6,500億円程度

ここでは、次のようなシナリオのもと企業価値を推定する。

- ・ 経常収益成長率は過去5年平均の△6.58%が続き、10年以内に0%に収束
- ・ 純利益率は過去5年間平均の1.37%に収束
- ・ 配当性向は過去5年の傾向を踏まえ30%
- ・ 資本コストは5%、6%の2つを想定

その結果、かんぽ生命の理論上の企業価値は、資本コスト5%のとき8,434億円、資本コスト6%のとき6,459億円となった。

#### 3.2 差異分析

##### ■ かんぽ生命の時価総額は約7,700億円

かんぽ生命の2020年5月29日の株価は1,368円で発行済株式数は5億6260万であるから時価総額は7,696億円となる。そのため、算出した2つの企業価値とはいずれも差異が生じていることが明らかとなった。そこで前述のシナリオについての再検討を行う。

まず、資本コストが5%の場合について検討する。この場合の企業価値は8,434億円であるから、市場は前述のシナリオほどの期待を抱いていないと考えられる。そこで、この場合において純利益率が1.3%に収束すると仮定すると、理論上の企業価値は7,888億円となり時価総額に近似した。

次に、資本コストが6%の場合について検討する。この場合の企業価値は6,459億円であるから、市場は前述のシナリオ以上の期待を持っていると考えられる。そこで、

この場合において純利益率が 1.6%に収束すると仮定すると、理論上の企業価値は 7,703 億円となり時価総額に近似した。

以上 2 つのシナリオについて検証を行ったが、近年の純利益率を参考にしつつ（図表 2-3 参照）、今年度の利益率が特殊であることも踏まえると、これらのシナリオのように 1.0~1.6%程度の純利益率に収束していくと想定している可能性は十分考えられる。そのため、営業活動自粛の影響もあり収益自体は縮小するものの、近年と同水準の利益率をあげていくことが期待されているといえる。契約件数が減少する中で、いかに効率的な経営を行うことができるかが今後の課題といえるだろう。

## 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・サービス水準の検討は必要か ～

2016年度に一度減損損失を計上したトール社に関して、今年度（2019年度）に追加の減損損失を計上するなど、国際物流事業での赤字が大きく響いている。好調のゆうパック事業に引っ張られる形で郵便・物流事業は堅調な推移を見せているものの、ユニバーサル・サービス提供義務は効率性追求の足かせとなっている可能性は否定できず、新たな収益の柱の確保とグループ経営のシナジーの発現への早急な取り組みが必要であろう。

#### 1. 日本郵便の基本データ

##### ■ トール社関連の減損の影響が色濃く表れている

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年度の約4,000億円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、負債を圧縮しつつ総資産・純資産を順調に増加させてきた。しかし、2019年度に再度約650億円にのぼる、トール社株式の減損損失が発生した影響で総資産は過去5年間で最低の水準となっている。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から大きく減少し、資本増強前の2013年度（543,076百万円）に比べると約1,350億円多いものの、資本増強額の80%近くを失っている状態である。

図表 3-1 主要な単体財務数値

(単位：百万円)	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
総資産	5,293,145	4,651,536	4,636,468	4,695,990	4,541,168
負債	4,260,218	4,108,983	4,034,767	3,989,888	3,863,067
純資産	1,032,927	542,553	601,701	706,102	678,100
営業収益	2,947,459	2,967,578	3,034,391	3,119,646	3,094,375
営業利益	37,773	68,641	73,887	172,782	184,463
経常利益	49,641	71,937	79,031	177,105	188,424
当期純利益	47,174	△478,557	59,218	133,581	73,312

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 6.7%の約 2,900 億円であり、安全性については大きな問題はない<sup>9</sup>と考えられる。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徐々に上昇しており、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、回復を見せていたが、トール社の追加の減損損失計上などにより、2019 年度は前年度比で△約 30%となっている。

図表 3-2 主要な連結財務数値

(単位：百万円)	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
総資産	5,651,387	5,091,375	5,098,926	5,182,809	5,179,414
負債	4,406,403	4,297,130	4,267,672	4,267,678	4,324,035
純資産	1,244,984	794,244	831,253	915,130	855,378
営業収益	3,627,005	3,758,970	3,881,943	3,960,669	3,839,318
営業利益	32,611	53,430	86,564	182,021	179,034
経常利益	42,336	52,221	85,459	179,865	168,111
当期純利益	47,247	△384,551	59,616	127,155	87,930

<sup>9</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。

## 2. 日本郵便の経営分析

公表された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>10</sup>点に注意が必要である。

### 2.1 収益性分析

#### ■ 売上高利益率の上昇に伴う ROA の改善傾向

図表 3-3 にみるように、日本郵便の ROA<sup>11</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が大きい。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
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
2019年度	3.49	3.76	4.70	10.42

<sup>10</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2015年度～2016年度のデータと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。

<sup>11</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。

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
2015年度	1.15	4.90	4.94	(5.76)
2016年度	1.49	2.38	4.94	(5.66)
2017年度	2.26	2.30	4.72	(6.47)
2018年度	4.62	3.35	5.30	6.64
2019年度	4.67	2.55	4.82	6.81

総資本回転率

(単位：回転)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2015年度	0.65	1.30	0.99	(1.65)
2016年度	0.70	1.33	0.97	(1.51)
2017年度	0.76	1.38	0.98	(1.62)
2018年度	0.77	1.45	0.96	1.52
2019年度	0.75	1.47	0.98	1.53

■ 高水準の ROE も、高い財務レバレッジに起因する変動制の大きさに注意

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(図表 3-4)。2016 年度および 2019 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
2015年度	3.78	7.15	5.25	(16.63)
2016年度	△37.85	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
2019年度	10.51	4.4	6.21	14.94

ROS：売上高純利益率

(単位：%)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2015年度	1.31	2.78	3.40	(3.60)
2016年度	△10.23	1.25	3.23	(3.49)
2017年度	1.54	1.21	3.36	(4.09)
2018年度	3.21	1.60	3.41	4.60
2019年度	2.29	1.41	4.07	4.71

総資本回転率

(単位：回転)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2015年度	0.65	1.30	0.99	(1.65)
2016年度	0.70	1.33	0.97	(1.51)
2017年度	0.76	1.38	0.98	(1.50)
2018年度	0.77	1.45	0.99	1.52
2019年度	0.75	1.47	0.98	1.53

財務レバレッジ

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2015 年度	4.43	1.97	1.57	(2.80)
2016 年度	5.29	2.05	1.59	(2.54)
2017 年度	6.30	2.05	1.58	(2.31)
2018 年度	6.07	2.03	1.58	2.15
2019 年度	6.14	2.00	1.56	2.08

### ■ 低い資産効率性は、ユニバーサル・サービス提供義務の影響か

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ると撤退すべきと考えられる地域であっても、営業が求められることになる<sup>12</sup>。

図表 3-5 有形固定資産回転率

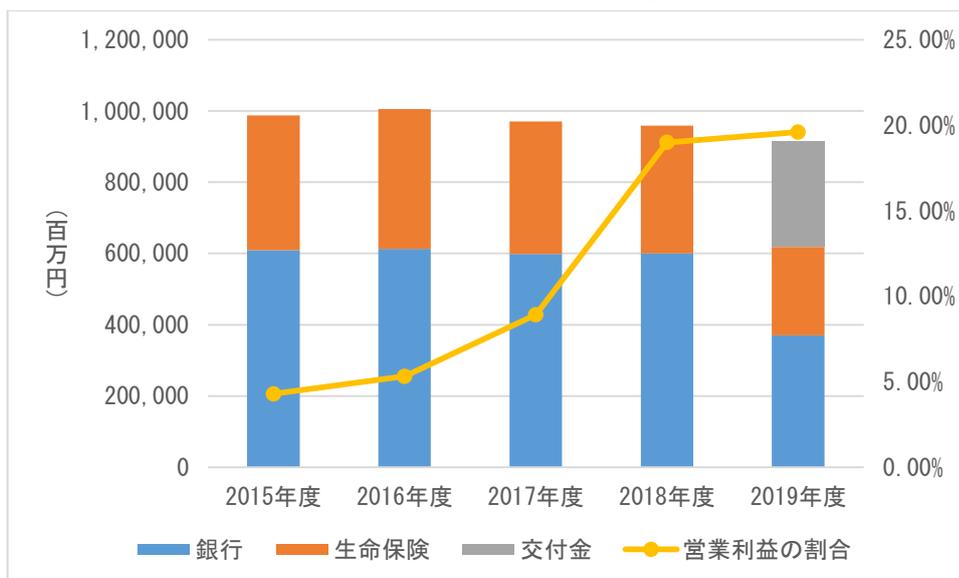
(単位：回転)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2015 年度	1.46	3.43	1.97	(4.41)
2016 年度	1.40	3.62	1.95	(4.12)
2017 年度	1.44	3.80	2.03	(4.70)
2018 年度	1.48	3.90	2.06	4.32
2019 年度	1.43	3.93	2.05	3.86

<sup>12</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。

■ 代理業務手数料への依存には大きなリスクを孕む

日本郵便の収益の約4分の1は、銀行代理業務手数料、生命保険代理業務手数料および郵便局ネットワーク維持交付金が占めている。代理業務手数料については、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、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。図表3-6では棒グラフにて2015～2019年度における各代理業務手数料及び交付金の推移を表している。これらの合計額は2016年以降徐々に減少していることがわかる。また、折れ線グラフでは各年度の営業利益の額が代理業務手数料と交付金の合計額の何%を占めるかを表したものである。2018年度、2019年度ともに20%弱となっており、単純に言えば、代理業務手数料等が10%減額されれば営業利益が半減することとなる。特定の収益源に依存した経営は、大きなリスクを孕んでいることを再認識する必要がある。

図表 3-6 代理業務手数料の推移



## 2.2 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、長期的安全性の指標の推移を示している。

■ トール社減損の影響が見えるも、直ちに短期的安全性に問題がある状況ではない

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ており（2014 年度の流動比率は 1.45 であった）、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 3-7 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
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
2019 年度	1.14	1.33	2.13	1.29

## 当座比率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
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
2019 年度	1.08	1.12	1.84	1.06

### ■ 長期的安全性に問題はないものの、有利子負債の増加に注視が必要

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戻った。とはいえ、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ものの、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、2019年度では約2,900億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 3-8 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
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
2019年度	0.16	0.50	0.64	0.50

#### 固定比率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
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
2019年度	3.32	1.01	0.96	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
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
2019年度	0.91	0.81	0.76	0.89

## 2.3 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。

### ■ 国際物流事業の退潮の一方、郵便・物流セグメントは堅調

図表 3-9、3-10 は、それぞれ 2018 年度および 2019 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、全体の利益に占める国際物流セグメントの利益の割合が約 5%程度と低調（2017 年度は約 10%）であったが、2019 年度ではさらに業績が悪化して赤字となっている。主益の新たな柱として期待されてきた国際物流事業の厳しい状況が浮き彫りとなっている。

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ず、トール社買収の失敗に関する責任の明確化する必要があることに加え、国際物流事業の今後について早急に戦略を描く必要があるだろう。

一方、郵便・物流セグメントの ROA は 7.29%と高く、日本郵便の ROA の押し上げ要因となっているだけでなく、ヤマト HD やセイノーHD と比べても高い水準となっている。

図表 3-9 セグメント別 ROA<sup>13</sup> (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 3-10 セグメント別 ROA (2019 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)	2,125,313	634,954	1,298,774	4,059,042
セグメント利益 (単位：百万円)	147,505	△8,683	44,598	183,420
セグメント資産 (単位：百万円)	2,024,032	565,794	2,596,760	5,186,587
ROA (単位：%)	7.29	△1.53	1.72	3.54
売上高利益率 (単位：%)	6.94	△1.37	3.43	4.52
総資本回転率 (単位：回転)	1.05	1.12	0.50	0.78

<sup>13</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。

### 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>14</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>15</sup>

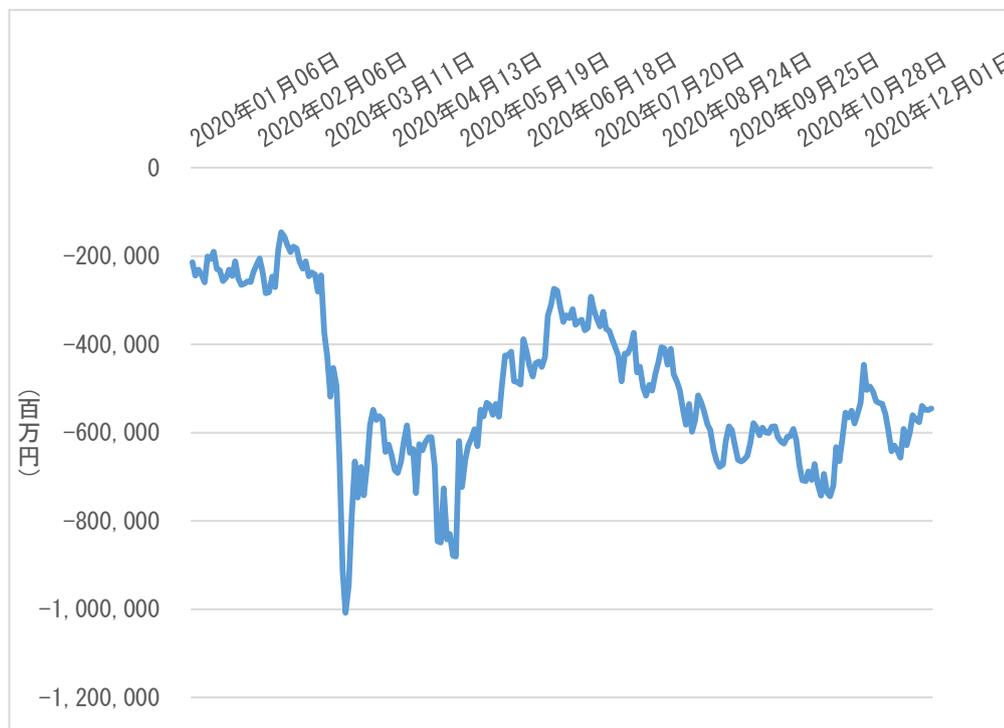
図表 3-11 にみるように、日本郵便の推定企業価値は 2020 年の 1 年間は常にマイナスとなっている。単純化して解釈すると、株式保有を通じて得られるゆうちょ銀行とかんぽ生命がうみだす価値を除くと、日本郵政には全く価値がない（むしろマイナスである）と、市場は判断しているのである。換言すれば、現在の経営状況のままで日本郵政がゆうちょ銀行とかんぽ生命の株式を完売した場合、日本郵政の株式には価値がつかないということである。

そのような事態を回避するために日本郵便としては、自立的な成長戦略を早急にまとめると同時に、現在はほとんど享受できていないと思われる（ゆうちょ銀行・かんぽ生命との）グループ経営のシナジー効果を生み出していく方法を検討する必要がある。

<sup>14</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>15</sup> 実際には、この値には日本郵政株式会社の事業（かんぽの宿や逓信病院等）の価値も含まれている。

図表 3-11 日本郵便の推定企業価値





## 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、2019 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<sup>16</sup>。

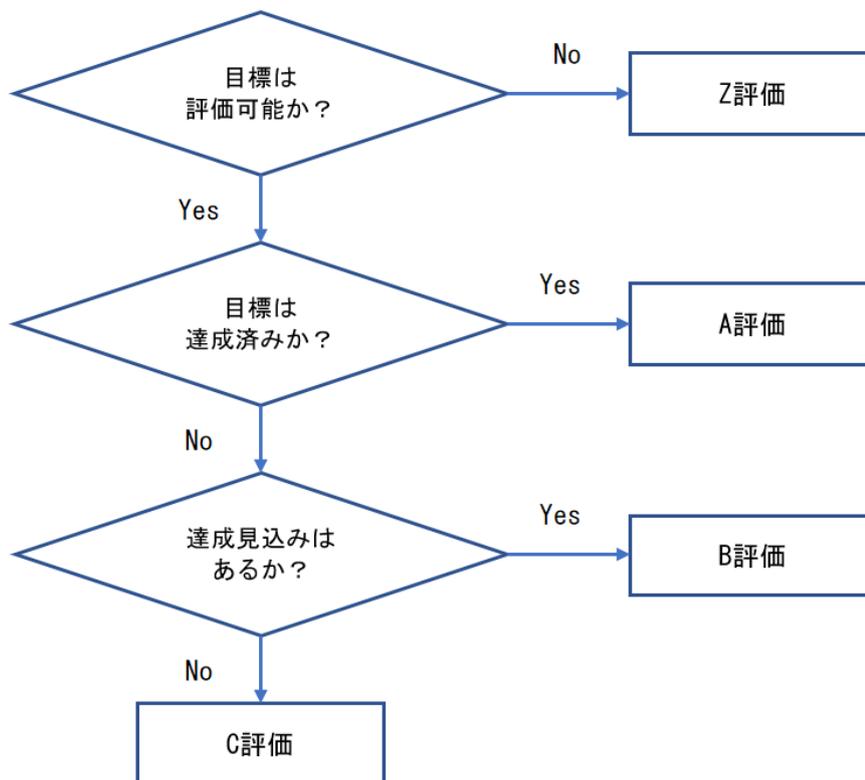
定性目標については、決算説明会資料やディスクロージャー誌などにに基づき、「達成済み」の目標についてはA、「達成見込みがある」目標についてはB、「達成見込みがない」目標についてはC、情報の不足や目標が具体的でないために「評価が不可能」な項目についてはZと評価している（図表 4-1 参照）。

定量目標の評価については、目標達成に向けた取り組みが3年間を通じて平均的に成果を生むと仮定した場合の「想定進捗率」と実際の進捗率を比較する方法により評価する。実績が目標を上回っていればA、実績が想定進捗率を上回っていればB、実績が想定進捗率を下回っていればC、実績が目標公表時点より悪化していればDと評価している（図表 4-2 参照）。今年度（2019 年度）は中期経営計画の2年目にあたるため、想定進捗率を2/3としている<sup>17</sup>。

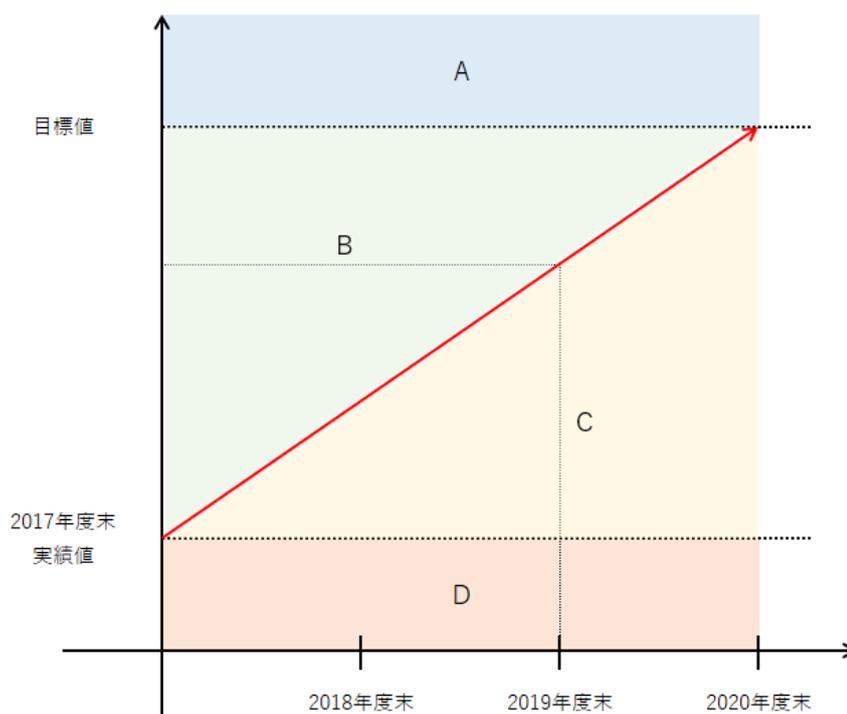
<sup>16</sup> 2020 年度以降生じた出来事は 2019 年度時点での評価に影響を及ぼさない。ただし、評価の枠外においてコメントとして記載することがある。

<sup>17</sup> 定量目標の評価において、会社が現状水準の維持を目標としている場合、実績が目標（＝目標公表時点の実績）を上回っていればA、下回っていればDと評価している。

図表 4-1 定性目標評価のイメージ図



図表 4-2 定量目標評価のイメージ図



# 1. ゆうちょ銀行の中期経営計画 *Japan Post Bank*

## 1.1 営業戦略に関する定性目標

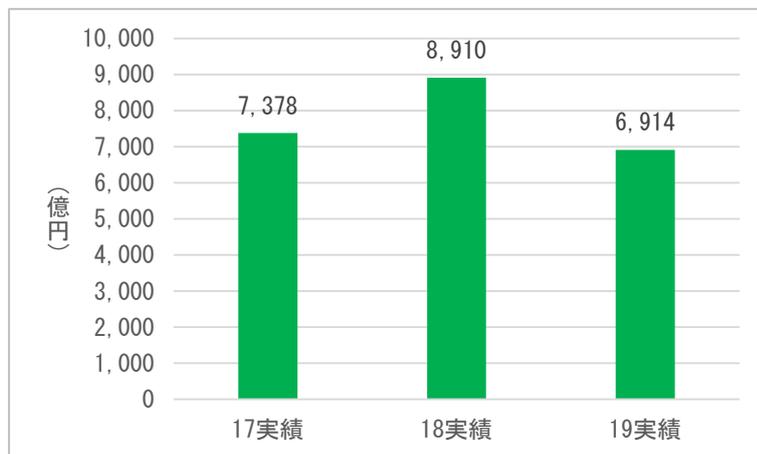
項目	評価
資産形成のサポート	
1 顧客ニーズに沿った商品やサービスの開発と提供	C
2 顧客毎の事情に寄り添ったコンサルティング業務の推進	C
3 販売体制の整備・強化	
a 郵便局ネットワークの活用（紹介局からの紹介活性化）	C
b タブレット、ロボアドバイザー等の IT の活用	B
決済サービスの充実	
4 従来サービス <sup>18</sup> の継続	A
5 新たな送金決済サービスの提供	
a 非現金決済 <sup>19</sup> の充実	A
b 商品ラインアップの充実（口座貸越サービスの提供）	A
6 ATM ネットワークの拡充	
a コンビニへの小型 ATM の設置拡大	A
b 時間内無料 ATM の台数拡大（4万台）	B
7 法人向けインターネットバンキングの提供	A

<sup>18</sup> 定額・定期貯金，通常貯金，年金受取・給与振込，自動払込を挙げている。

<sup>19</sup> 電子決済含むスマホアプリ，デビットカード，mijica（プリペイドカード）を挙げている。

1. 顧客ニーズに沿った商品やサービスの開発と提供（評価：C）

図表 4-3 投資信託販売額の推移（億円）



【評価の根拠】不適切投信販売問題を受け、重要業績評価指標である投資信託販売額が低迷している。しばらくは信頼回復に向けた取り組みを優先しなければならない状況が続くと見られ、中期経営計画期間中に目標が達成される見込みがないと判断されるため。

【コメント】投資信託以外の分野では、ソニー銀行と新生銀行の住宅ローンの仲介業務をそれぞれ2019年10月、2020年3月から開始する等、新たな顧客ニーズを開拓する取り組みがみられた。

2. 顧客毎の事情に寄り添ったコンサルティング業務の推進（評価：C）

【評価の根拠】会社は投資信託の不適切な取扱いに関する社内調査の結果、高齢顧客に対する投資信託販売において管理者承認を怠る事例が多数見つかったと公表した。営業ノルマを達成するために顧客の意向に沿わない恐れのある商品を販売することは、明らかに中期経営目標の趣旨に反するため。

【コメント】会社は資産運用コンサルタントの増員など人材育成に注力している。また、2019年5月には、大和証券と資産形成分野における新たな協業の検討を進めることについて合意した。

3. 販売体制の整備・強化

(a) 郵便局ネットワークの活用（紹介局からの紹介活性化）（評価：C）

【評価の根拠】会社は不適切投信販売問題を受けて郵便局での投資信託の積極的な営業を控えており、目標が達成される見込みがないため。

【コメント】対内的には、郵便局に対してサポートを行う営業インストラクター等を増員するとともに、投資信託に関するスキル向上に向けた研修を充実させる取り組みを行っている。

(b) タブレット・ロボアドバイザー等のITの活用（評価：B）

【評価の根拠】郵便局社員に対して販売活動支援ツールであるタブレットを増配備するなどの新規の取り組みにより、目標が達成される見込みであるため。

【コメント】2019年5月、大和証券と投資一任サービスの開発について協議が開始された。

4. 従来サービスの継続（評価：A）

【評価の根拠】重要業績評価指標である総預かり資産残高（連結貸借対照表「貯金」の金額）が増加しており、目標は達成済みと判断されるため。

【コメント】会社は2019年4月に貯金の預入限度額を従来の1,300万円から2,600万円（通常貯金1,300万円と定期性貯金1,300万円の合計）に拡大する許可を得ている。

5. 新たな送金・決済サービスの提供

(a) 非現金決済の充実（評価：A）

【評価の根拠】新たな非現金決済手段が導入されたことで、目標は達成済みと判断されるため。

【コメント】2019年にQRコード決済「ゆうちょPay」が導入されている。

(b) 商品ラインアップの充実（口座貸越サービスの提供）（評価：A）

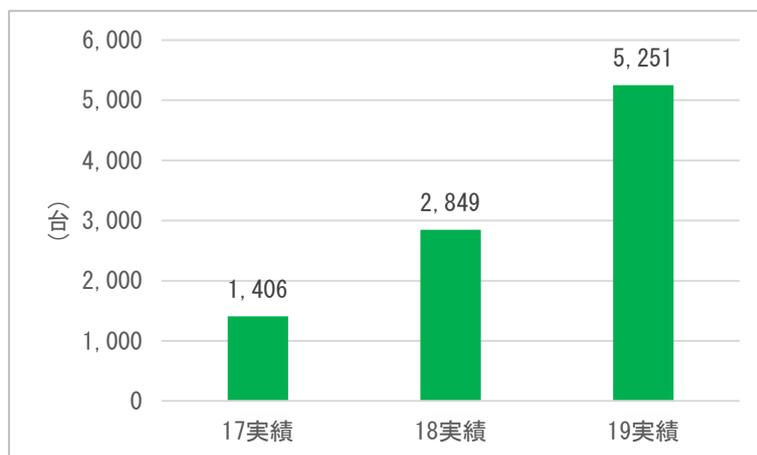
【評価の根拠】口座貸越などの業務の認可を得たことで、目標は達成済みと考えられるため。

【コメント】2017年時点で口座貸越業務などの認可を得ている。

6. ATM ネットワークの拡充

(a) コンビニへの小型 ATM の設置拡大 (評価 : A)

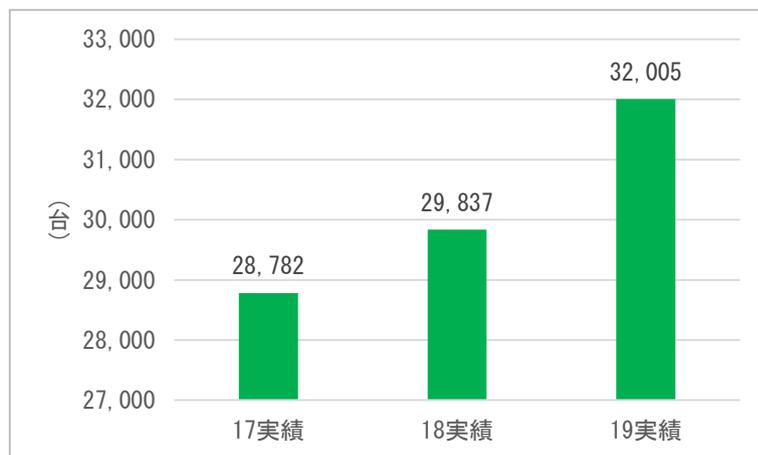
図表 4-4 小型 ATM 設置台数の推移



【評価の根拠】設置台数は順調に増加しており、目標は達成済と判断されるため。

(b) 時間内無料 ATM の台数拡大 (4 万台) (評価 : B)

図表 4-5 時間内無料 ATM 設置台数の推移 (台)



【評価の根拠】設置台数は順調に増加しており、目標は達成される見込みであるため。

7. 法人向けインターネットバンキングの提供 (評価 : A)

【評価の根拠】実際にサービスの提供を開始していることから、目標は達成済みと判断されるため。

【コメント】2019年4月より、「ゆうちょ Biz ダイレクト」サービスを開始している。

## 1.2 資金運用に関する定性目標

項目	評価
資金運用の高度化・多様化	
1 オルタナティブ投資の拡大	A
2 国際分散投資の推進	
a 外部人材の採用	Z
b 運用のプロフェッショナルによるOJT・運用会社等主催の研修への参加	Z
3 リスク管理態勢の強化（デリバティブの活用）	Z
4 安心・信頼水準の自己資本比率の確保	A
地域活性化ファンドを通じた取り組み	
5 ファンド運用・管理会社への人材派遣	A
6 地域金融機関との連携強化	A

### 1. オルタナティブ投資の拡大（評価：A）

【評価の根拠】重要業績評価指標であるリスク性資産残高及び戦略投資領域残高が増加している（グラフは「1.4. 定量目標」p.61を参照のこと）ことから、目標は達成済みと判断されるため。

### 2. 国際分散投資の推進

#### (a) 外部人材の採用（評価：Z）

【評価の根拠】実績に関する具体的な開示がなく、客観的な評価が困難なため。

【コメント】会社は積極的に外部の専門家の採用を進めているとの自己認識をもっている。しかし、適切な外部評価を受けるためには、例えば、外部人材の累計採用人数といった定量的情報を併せて開示することが推奨される。

#### (b) 運用のプロフェッショナルによるOJT、運用会社等主催の研修への参加（評価：Z）

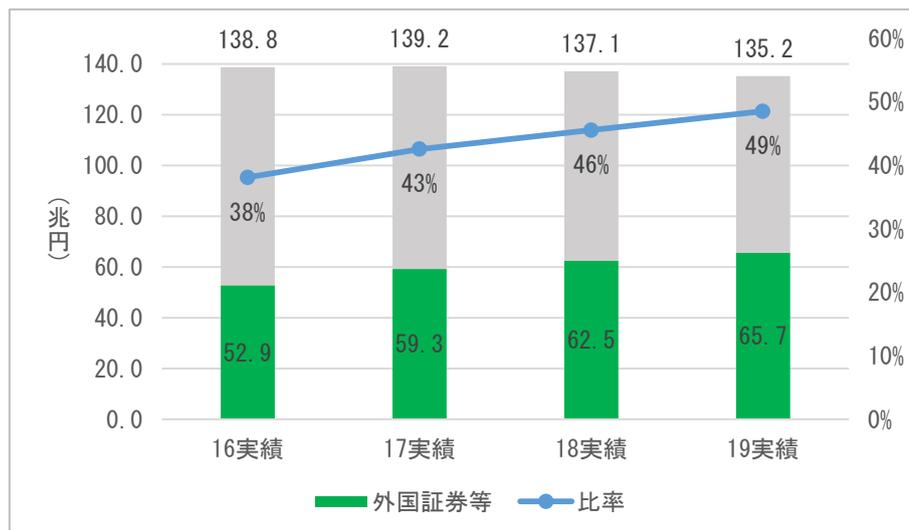
【評価の根拠】実績に関する具体的な開示がなく、客観的な評価が困難なため。

【コメント】会社は積極的に内部人材の育成を進めているとの自己認識をもっている。しかし、適切な外部評価を受けるためには、例えば、運用会社等主催の研修への参加件数や国内外企業への派遣・留学人数といった定量的情報を併せて開示することが推奨される。

※ 注意点

上記の通り、「国際分散投資の推進」の下に設定された各目標については、実績に関する定量的情報の開示がないためZ評価としている。しかし、図表 4-6 の通り、外国証券等の比率は年々増加しており、取り組みの一定の成果が認められる。

図表 4-6 有価証券に占める外国証券等の比率の推移



3. リスク管理態勢の強化（デリバティブの活用など）（評価：Z）

【評価の根拠】取り組みの成果に関する具体的な開示がなく、客観的な評価が困難なため。

【コメント】会社はディスクロージャー誌等において、リスク管理の取り組みの内容（例えば、リスクの区分と定義やリスク管理態勢など）について開示しているが、適切な外部評価を受けるためには、その取り組みによる成果についても開示することが推奨される。例えば、各リスク管理部署におけるモニタリングの結果について、リスク管理上重視している指標を挙げながら簡潔明瞭に記載することが考えられる。

4. 安心・信頼水準の自己資本比率の確保（評価：A）

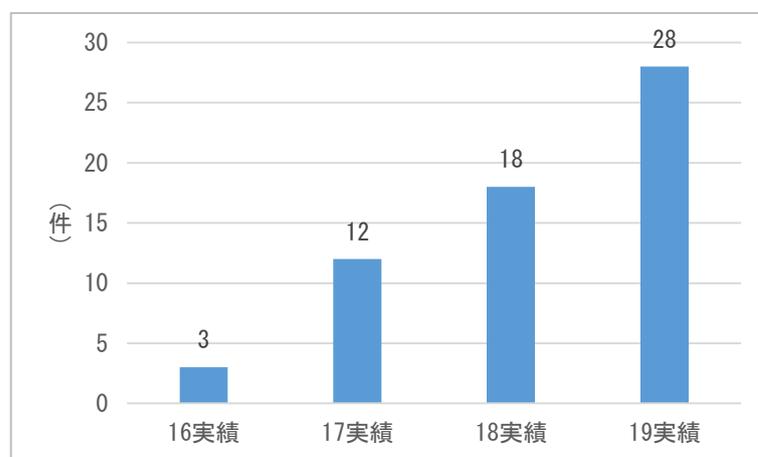
【評価の根拠】2019年度の自己資本比率は15.55%と、公表されている目標水準である10%を維持しているため（自己資本比率の推移については、本レポート「1.4 定量目標」p.61を参照）。

5. ファンド運用・管理会社への人材派遣（評価：A）

【評価の根拠】重要業績評価指標であるファンド運用・管理会社への累計派遣人数が増加（2019年度は6人、直近4年間の累計で16人）しており、目標は達成済みと判断されるため。

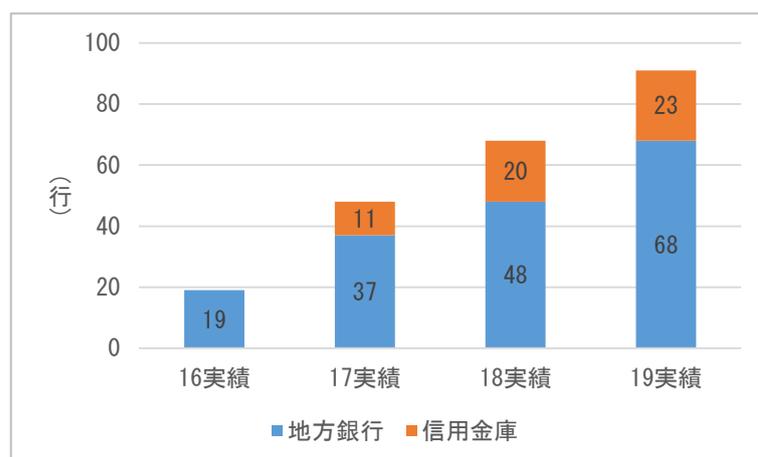
【コメント】2019年度は令和元年台風等被害広域復興支援ファンド（ファンド総額31.8億円）をはじめとする10ファンドに新たに出資するなど、取り組みを積極的に行っている様子が伺える。

図表4-7 （参考）地域活性化ファンドへの参加件数の推移



6. 地域金融機関との連携強化（評価：A）

図表4-8 地域連携金融機関数の推移



【評価の根拠】重要業績評価指標となる連携地域金融機関数が増加しており、目標は達成済みと判断されるため。

### 1.3 経営管理に関する定性目標

項目	評価
お客さま・株主さまからの信頼確保	
1 お客様本位の取り組みの実践	Z
2 リスクガバナンス	A
3 コンプライアンス	
a 内部管理体制の強化	C
b 不祥事防止	Z
4 コーポレートサステナビリティ	A
金融犯罪及び反社会的勢力への対応強化	
5 外的脅威からの防御	A
6 犯罪・反社会的勢力への対応強化	Z
人事戦略	
7 資産形成に関する人材育成	Z
コストマネジメントの徹底・体質強化	
8 Fintech の活用	A
9 システム投資の重点化	A

#### 1. お客様本位の取り組みの実践（評価：Z）

【評価の根拠】目標設定が具体的でなく客観的な評価が困難なため。

【コメント】KPI の設定や CE（Consumer Experience, 顧客体験）の実践といった取り組みを推進することを掲げているが、関連する実績は開示されていない。

#### 2. リスクガバナンス（評価：A）

【評価の根拠】RAF（リスクアペタイトフレームワーク）、3つの防衛線の導入といった新規の取り組みが見られ、目標が達成される見込みであるため。

3. コンプライアンス

(a) 内部管理態勢の強化（評価：C）

【評価の根拠】投資信託の不適切販売問題という業務品質に疑義を生じさせる事態が発覚し、目標が達成される見込みがないため。

【コメント】ゆうちょ銀行は中期経営計画において投資信託の取扱件数増加と業務品質の維持・向上を重要指標として掲げている。

(b) 不祥事防止（評価：Z）

【評価の根拠】新規の取り組みについての開示がなく、客観的な評価が困難なため。

【コメント】ゆうちょ銀行は中期経営計画においてリスクコントロールの実効性を重視する旨を表明している。

4. コーポレートサステナビリティ（評価：A）

【評価の根拠】投資家目線、持続可能な発展を意識したガバナンス態勢の適切な開示の一環として、統合報告書やCSRレポートを発行しており、目標は達成済みであるため。

5. 外的脅威からの防御（評価：A）

【評価の根拠】サイバーセキュリティに関する専門部署の設置と最高情報セキュリティ責任者の配置など、デジタル化の進展やサイバー攻撃の巧妙化を踏まえた防衛策強化の取り組みが見られ、目標は達成済みであるため。

6. 犯罪・反社会的勢力への対応強化（評価：Z）

【評価の根拠】新規の取り組みについての開示がなく、客観的な評価が困難なため。

【コメント】ゆうちょ銀行は中期経営計画において、金融グローバル化に対応した金融機関としてその社会的責任を履行する旨を表明している。

7. 資産形成に関する人材育成（評価：Z）

【評価の根拠】中期経営計画において直営店の資産運用コンサルタントの400人増加させることを目標として掲げたものの、2019年度の開示資料では単に増加とあるのみで目標達成と評価するには根拠不十分であったため。

【コメント】なお、2018年度時点では資産運用コンサルタントは100人増加している。

8. Fintech の活用（評価：A）

【評価の根拠】2019 年 4 月より法人向けのインターネットバンキングサービスとしてゆうちょ Biz ダイレクト, 2019 年 5 月よりスマホによる決済サービスであるゆうちょ Pay の提供が開始されており, 目標が達成されたと評価できるため。

9. システム投資の重点化（評価：A）

【評価の根拠】大量データ入力や相続事務の集中処理, 証拠書の検査を行うバックオフィス（貯金事務センター）への RPA（ソフトウェアロボットによる業務の自動化）の導入数増加という目標が達成されていたため。

## 1.4 定量目標

項目			評価
利益目標			
1	経常利益（連結ベース）	3,900 億円	D
2	当期純利益（連結ベース）	2,800 億円	D
営業			
3	総預かり資産残高	2017 年度比で +1.8 兆円	A
4	投信残高	2017 年度比で +1.7 兆円 <sup>20</sup>	C
5	役務収支	2017 年度比で +30%	A
運用			
6	リスク性資産 <sup>21</sup> 残高	87 兆円	B
7	戦略投資領域 <sup>22</sup> 残高	8.5 兆円	C
経費			
8	既定経費	2017 年度比で ▲300 億円 <sup>23</sup>	A
9	業務効率化	2017 年度比で ▲2,000 人相当分 <sup>24</sup>	Z
株主還元			
10	1 株当たり配当額	年間 50 円確保 <sup>25</sup>	A
自己資本比率			
11	自己資本比率	確保すべき水準 10%程度 (金融規制強化考慮後)	A

<sup>20</sup> 「販売額－解約額」の3年間の累計（時価ベースとは異なる）

<sup>21</sup> 円金利（国債等）以外の残高（従来のサテライト・ポートフォリオ（SP）＋ベース・ポートフォリオ（BP）の貸付）

<sup>22</sup> 従来のオルタナティブ（プライベート・エクイティ（PE）、ヘッジファンド（HF）、不動産ファンド（エクイティ））＋不動産ファンド（デット（ノンリコースローン、CMBS））、ダイレクトレンディングファンド

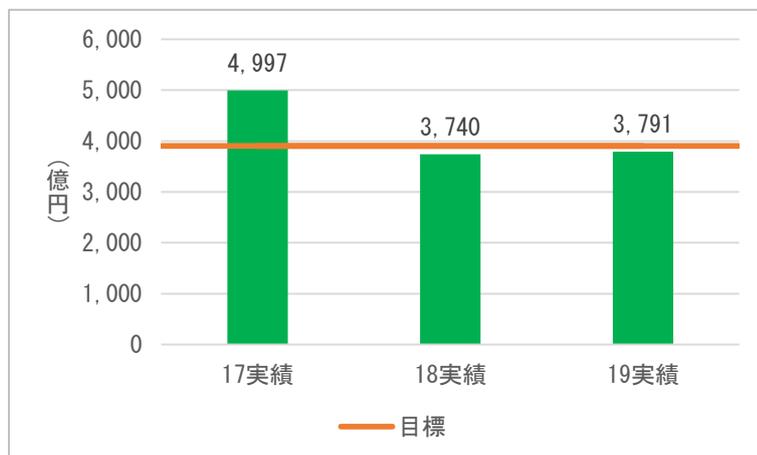
<sup>23</sup> 消費税率引上げ及び成長分野へのリソース配分に係る経費を除く。顧客の利便性向上、将来の収益拡大に資する、成長分野へのリソース配分を行いつつ、営業経費全体で 2017 年度を下回ることを目指す。

<sup>24</sup> 2017 年度社員数（期間雇用社員含む）の約△10%相当

<sup>25</sup> 今後の規制動向、利益成長や内部留保の充実等の状況によって、追加的な株主還元政策を実施することも検討。

1. 経常利益（連結ベース）（評価：D）

図表 4-9 経常利益の推移

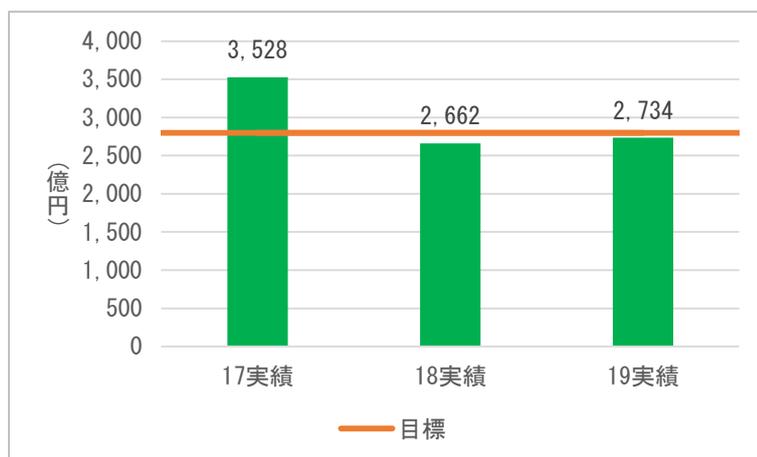


【評価の根拠】2019 年度末時点の実績が目標値を下回っているため（本項目は、会社が公表した目標値が、公表時点である 2017 年度末時点の実績を下回っているため、当該目標値を基準とする現状維持目標として評価している）。

【コメント】継続的な低金利環境による国債利息の減少や新型コロナウイルスの影響による市場の混乱を受けて伸び悩んでいる。

2. 当期純利益（評価：D）

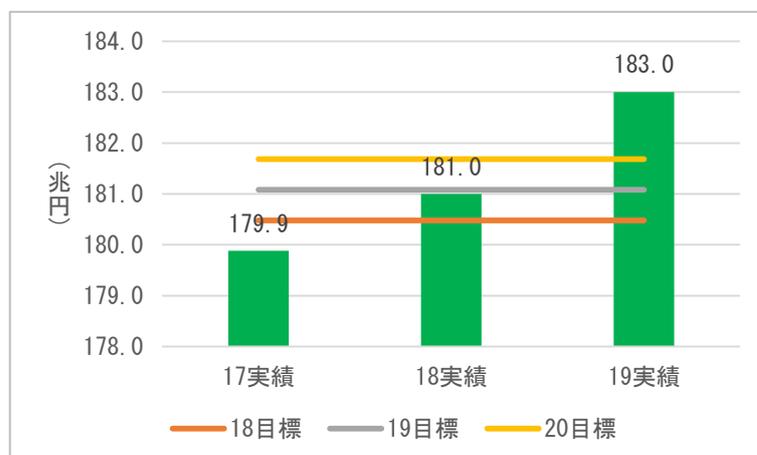
図表 4-10 当期純利益の推移



【評価の根拠】2019 年度末時点の実績が目標値を下回っているため（本項目は、会社が公表した目標値が、公表時点である 2017 年度末時点の実績を下回っているため、当該目標値を基準とする現状維持目標として評価している）。

3. 総預かり資産残高（評価：A）

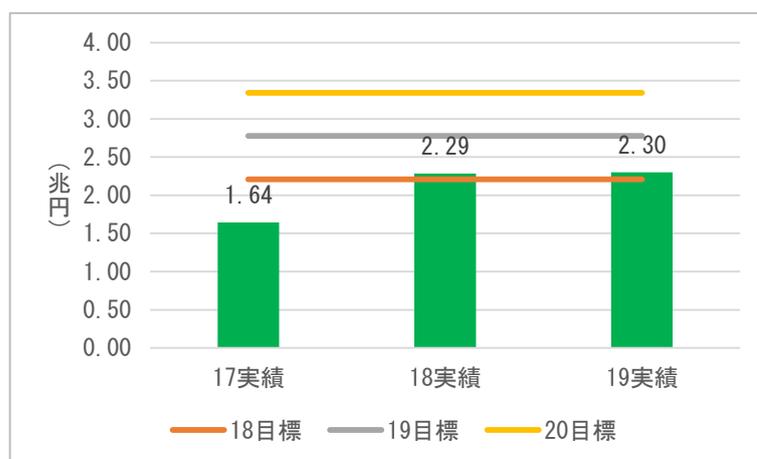
図表 4-11 総預かり資産残高の推移



【評価の根拠】2019年度時点で既に公表目標値を達成しているため（総預かり資産には連結貸借対照表における「貯金」の金額を用いている）。

4. 投信残高（評価：C）

図表 4-12 投信残高の推移

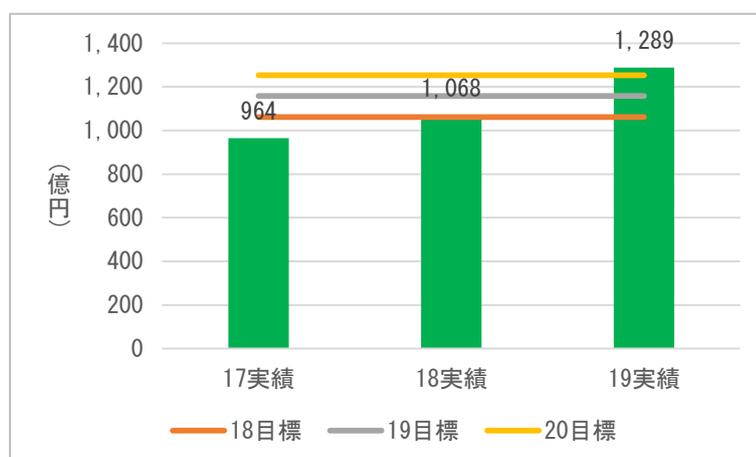


【評価の根拠】2017年度より増加しているが、想定以下の進捗（進捗率39%）であるため。

【コメント】2019年に投資信託の不適切販売問題が発覚して以降、郵便局が取り扱う金融商品全般について積極的な営業を控えていることが大きな打撃となっている。なお、フロー指標である投資信託販売額の推移については本レポート「1.1 営業戦略に関する項目」p.52を参照。

5. 役務収支（評価：A）

図表 4-13 役務収支の推移

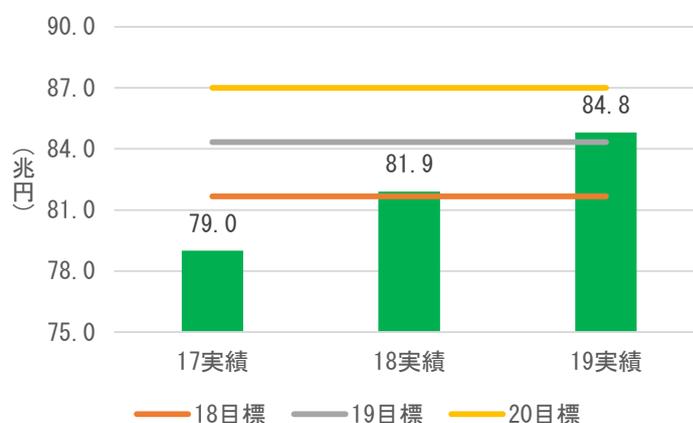


【評価の根拠】2019 年度時点で既に公表目標値を達成しているため（役務収支には有価証券報告書 MD&A における「役務取引等利益」の金額を用いている）。

【コメント】為替・決済関連手数料の増加が主因となっている。

6. リスク性資産残高（評価：B）

図表 4-14 リスク性資産残高の推移

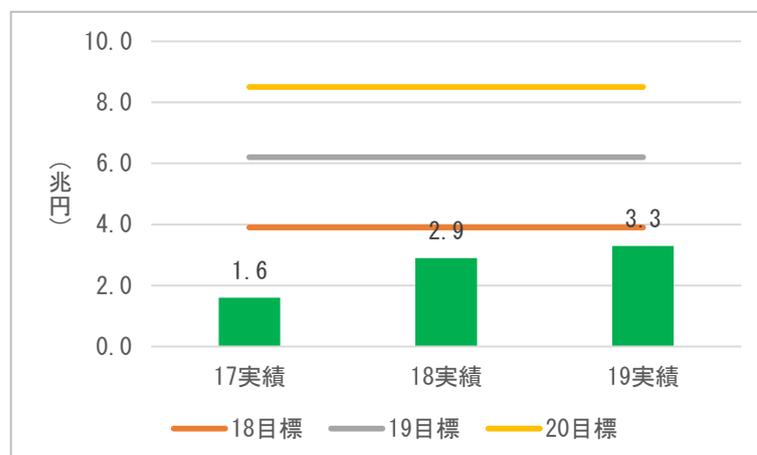


【評価の根拠】目標は達成されていないが、想定通りの進捗（進捗率 73%）であるため。

【コメント】2019 年度末は新型コロナウイルスによる市場混乱により株式の時価が減少するも、2018 年度末と比較して外国証券等の額が増加している。このことから、かなり積極的に外国証券等への投資を行っていることがわかる。2020 年度にはいってからは、新型コロナウイルスによる市場混乱は収まり、株価上昇によりリスク性資産残高は 89.3 兆円まで増加し、中期経営計画目標の額に達している。

7. 戦略投資領域残高（評価：C）

図表 4-15 戦略投資領域残高の推移

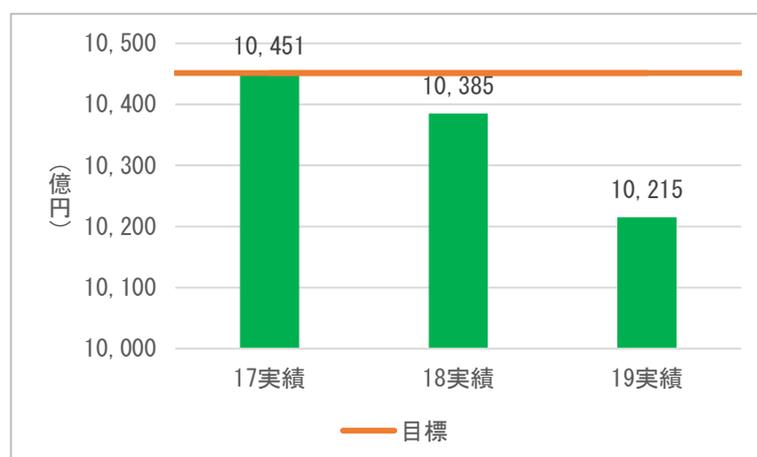


【評価の根拠】2017年度より増加しているが、想定以下の進捗（進捗率25%）であるため。

【コメント】不動産ファンドやPEへの投資が増加している一方、ヘッジファンドへの投資から撤退した影響を受け、全体としては伸び悩んでいる。2020年9月末時点の実績値は3.5兆円となっている。

8. 既定経費（評価：A）

図表 4-16 既定経費の推移



【評価の根拠】2019年度時点で既に目標は達成されているため（2019年度の営業経費が対2017年度比で減少しているか否かにより評価している）。

【コメント】最大の削減要因は、2年間で△240億円の税金費用の減少である。その他、事務フローの改善、IT化等の業務効率化が人件費の削減につながっている。

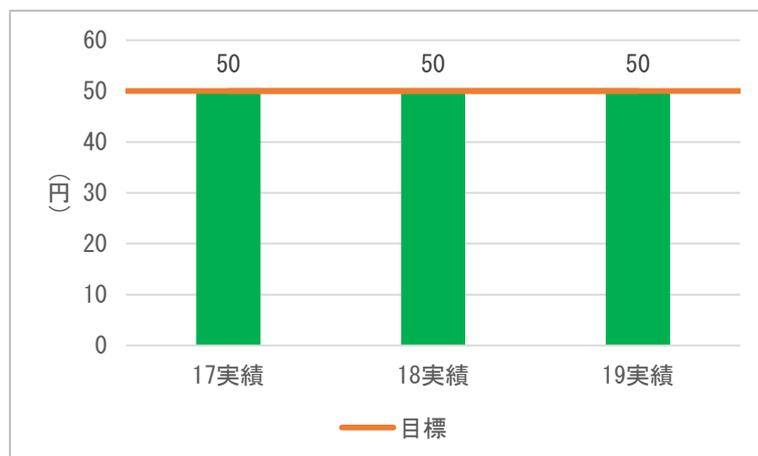
9. 業務効率化（評価：Z）

【評価の根拠】実績に関する定量的情報が開示されておらず、客観的な評価が困難なため。

【コメント】会社は Fintech の活用やデジタル化により、トランザクション業務・バックオフィス業務が軽減されてきているとの自己認識をもっている。しかし、適切な外部評価を受けるためには、設定した目標に対応して実績を定量的に開示することが必要である。例えば、Fintech やデジタル化推進の取り組みにより何人分の業務削減効果が生まれたのか、その試算結果を公表するといったことが考えられる。

10. 一株当たり配当額（評価：A）

図表 4-17 一株当たり配当額の推移

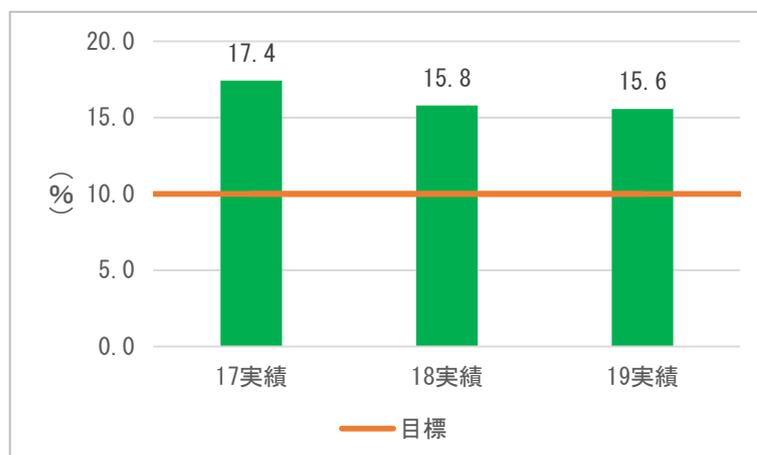


【評価の根拠】2019 年度の実績が公表された目標水準を維持しているため。

【コメント】2018 年度・2019 年度ともに配当性向は 70%程度と高水準であり、自己資本比率低下の要因になっている。2020 年度は新型コロナウイルスの影響を受け期末配当 50 円を実施する予定である。

11. 自己資本比率（評価：A）

図表 4-18 自己資本比率の推移



【評価の根拠】 2019 年度の実績が公表された目標値を上回っているため。

【コメント】 低下要因としては、リスク性資産残高の増加が挙げられる。10%という目標は、BIS 規制の 8%に少し余裕を持たせつつ、投資面ではリスクテイクしていく意思表示と考えられる。

## 1.5 まとめ

### ① 投資信託の不適切販売問題による影響

これが 2019 年度の一大トピックといっても過言ではないだろう。それほど、ゆうちょ銀行の事業全体に与えるマイナス・インパクトは大きく、我々研究班による評価においても、投資信託販売を含む資産形成サポートに関する目標は軒並みC評価となった。また、顧客の信頼を損なわせた問題事案としては、自社デビットカード含む電子決済サービスと連携するゆうちょ口座に不正引き出しの被害が相次いだことも重大である。顧客の信頼を回復するための取り組みと再発防止策の徹底が求められる。

### ② 国債中心の運用からの脱出

資金運用に関する項目については多くがA評価となった。とりわけ、地域活性化ファンドへの出資や地域金融機関との連携強化といった取り組みは注目に値する。国債を中心とした運用を脱出し、収益性を高めなければならないプレッシャーは確かに存在する。それでも、安易にハイリスク・ハイリターンの資産に飛びつくことなく、地域経済との共生を目指す姿勢は、ユニバーサルな観点を重視する日本郵政グループの一員としての自覚が窺え、高く評価される。

### ③ 加速するデジタル化への対応

新型コロナウイルスの感染拡大は、社会のデジタル化を急速に進める契機となった。新たな決済・送金サービスの提供、ATM ネットワークの拡充による利便性向上、営業活動における IT の導入など、本レポートでは高い評価をつけたものも多いが、こうしたデジタル化への対応を継続的に行うことは、将来ゆうちょ銀行に必ずや多大な恩恵をもたらすだろう。

## 2. かんぽ生命の中期経営計画 *Japan Post Insurance*

### 2.1 営業・商品戦略に関する定性目標

項目	評価
保障重視の販売の強化	
1 郵便局の渉外社員・窓口社員の育成	Z
2 他生保との商品面の協力	A
募集品質の向上	
3 募集資料の分かりやすさの徹底	Z
4 募集品質向上の総合的な対策	Z
新たな顧客層の開拓	
5 未加入者の開拓	C
6 青壮年層の開拓	C
7 職域営業等の強化	Z
8 かんぽつながる安心活動の展開	Z
9 健康増進サービスの展開	A
新商品開発	
10 第三分野など新商品開発による保障性商品の多様化	A
営業基盤の整備	
11 新営業用携帯端末の導入	A
12 TV システムを活用した窓口支援	Z
13 SNS 等を活用したマーケティング	Z
14 郵便局の渉外社員の増員	Z

#### 1. 郵便局の渉外社員・窓口社員の育成（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。

【コメント】OJT や自己啓発支援などの人材育成の取り組みについての開示はあるが、実施状況や成果についての開示はされていない。客観的な検証のためには研修への参加人数や資格取得人数といった具体的な情報の開示が推奨される。

2. 他生保との商品面の協力（評価：A）

【評価の根拠】アフラックと戦略提携を締結しており、目標は達成済みであると考えられるため。

【コメント】2018年12月に日本郵政はアフラック・インコーポレーテッドと資本提携に関する基本合意書を締結した。主な内容は日本郵政によるアフラック・インコーポレーテッドへの出資、がん保険に関する取り組みの再確認、新たな協業の取り組みの検討の3点である。

3. 募集資料のわかりやすさの徹底（評価：Z）

【評価の根拠】目標設定が具体性に欠けており、客観的な評価が困難であるため。

【コメント】客観的な検証のためには「わかりやすさ」を客観的に判断するためのKPIの設定が推奨される。

4. 募集品質向上の総合的な対策（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。

5. 未加入者の開拓（評価：C）

【評価の根拠】不適正募集問題を受けての業務停止・営業自粛によって新契約件数は減少している。信頼回復のための取り組みを最優先にしなければならず、目標が達成される見込みがないため。

6. 青壮年層の開拓（評価：C）

【評価の根拠】不適正募集問題を受けての業務停止・営業自粛によって青壮年層の新契約件数は減少しており、信頼回復のための取り組みを最優先にしなければならず、目標が達成される見込みがないため。

7. 職域営業等の強化（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。

8. かんぽつながる安心活動の展開（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。

【コメント】活動は実施しているものの、中期経営期間中に新たな取り組みはみられない。客観的な検証のためには訪問件数などの具体的な情報の開示が推奨される。

9. 健康増進サービスの展開（評価：A）  
【評価の根拠】スマートフォン向けアプリの提供を開始しており、目標は達成済みであると考えられるため。  
【コメント】2019年1月にスマートフォン向け健康応援アプリ「すこやかんぽ」の提供を開始し、病気・ケガの予防、健康の維持・増進のための支援に取り組んでいる。
  
10. 第三分野など新商品開発による保障性商品の多様化（評価：A）  
【評価の根拠】中期経営計画期間中に新商品の販売を開始しており、目標は達成済みであると考えられるため。  
【コメント】2019年4月に無配当先進医療特約と引受基準緩和型商品の2商品の販売を新たに開始しており、新規顧客の獲得が期待される。
  
11. 新営業用携帯端末の導入（評価：A）  
【評価の根拠】新営業用携帯端末を導入しており、目標は達成済みであると考えられるため。  
【コメント】新営業用携帯端末の導入によって、動画を用いた商品・サービスの説明や営業社員のスケジュール管理、営業活動状況の記録が可能となり、営業活動の効率化につながっている。
  
12. TVシステムを活用した窓口支援（評価：Z）  
【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。
  
13. SNS等を活用したマーケティング（評価：Z）  
【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。  
【コメント】LINEなどによる情報提供を実施しているが、具体的な実績は開示されていない。
  
14. 郵便局の渉外社員の増員（評価：Z）  
【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。  
【コメント】客観的な検証のためには郵便局の渉外社員数などの具体的な情報の開示が推奨される。

## 2.2 事務・サービス戦略に関する定性目標

項目	評価
お客さまサービスの向上	
1 画面告知・自動査定システムの導入	Z
2 保険手続きサポートシステムの導入	A
3 マイページ等デジタル技術を活用した請求手続きの導入	A
バックオフィス事務の効率化	
4 サービスセンターにおける帳票の電子化	A
5 保全事務のデジタル化	Z
6 RPA の段階的導入	A

- 画面告知・自動査定システムの導入（評価：Z）  
【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。
- 保険手続きサポートシステムの導入（評価：A）  
【評価の根拠】「保険手続きサポートシステム」を導入しており、目標は達成済みであると考えられるため。
- マイページ等デジタル技術を活用した請求手続きの導入（評価：A）  
【評価の根拠】Web サービス「マイページ」を導入しており、目標は達成済みであると考えられるため。
- サービスセンターにおける帳票の電子化（評価：A）  
【評価の根拠】サービスセンターにおいて帳票を電子化しており、目標は達成済みであると考えられるため。  
【コメント】2019年4月にサービスセンターにおける帳票約3200万枚が電子化され、これによって印刷コストや郵送コストの削減が見込まれる。
- 保全事務のデジタル化（評価：Z）  
【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。

6. RPAの段階的導入（評価：A）

【評価の根拠】RPAの導入を開始しており、目標は達成済みであると考えられるため。

【コメント】2019年4月より事務部門を中心にRPAの導入が開始され、これによって2019年度は約30万時間の作業時間縮減効果が得られており、バックオフィス事務の効率化につながっている。

2.3 資産運用戦略に関する定性目標

項目	評価
資産運用の多様化	
1 外債運用の多様化	A
2 オルタナティブ運用の多様化	Z
3 株式自家運用の拡大	Z
4 他生保との共同投資等の協力の推進	Z
リスク管理の高度化	
5 ALMリスク管理の高度化	Z
6 専門人材の強化	A

1. 外債運用の多様化（評価：A）

【評価の根拠】外債運用額（「収益追求資産」のうち「外国株式」と「外国債券」の合計金額）が増加し、投資対象通貨も拡大しており、目標は達成済みであると考えられるため。

2. オルタナティブ運用の多様化（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。

【コメント】2019年度においてオルタナティブ投資額を拡大したとしているが、具体的な数値は開示されていない。客観的な検証のためにはオルタナティブ資産運用額などの具体的な情報の開示が推奨される。

3. 株式自家運用の拡大（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。

【コメント】2018年には米国社債の自家運用を開始しているが運用額は開示されていない。また、ESG投資として「Climate Awareness Bond」や「ソーシャルボンド」への投資を実施している。客観的な検証のためには自家運用額などの付帯的な情報の開示が推奨される。

4. 他生保との共同投資等の協力の推進（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。

【コメント】2017年2月から第一生命保険株式会社と共同で太陽光発電事業への投資を実施しており、2020年3月末時点での残高は345億円となっている。客観的な検証のためには他生保との共同投資額などの具体的な情報が推奨される。

5. ALM リスク管理の高度化（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、客観的な評価が困難であるため。

6. 専門人材の強化（評価：A）

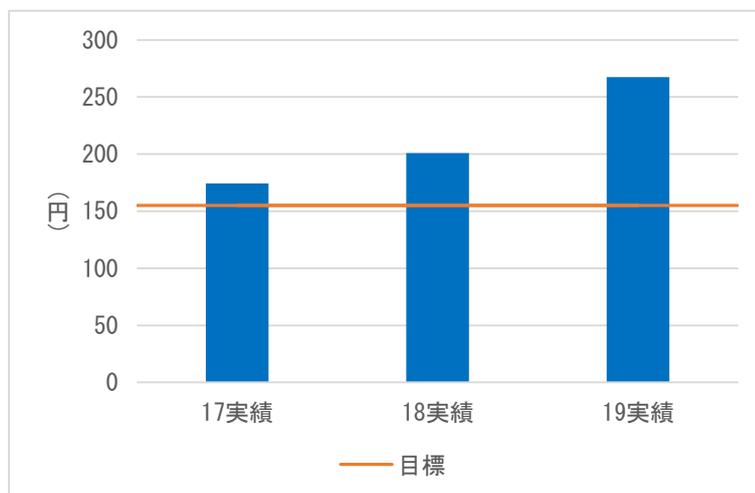
【評価の根拠】資産運用に携わる社員数が増加しており、目標は達成済みであると考えられるため。

## 2.4 定量目標

項目			評価
利益目標			
1	1株当たり当期純利益	1株当たり155円	A
営業			
2	保有契約年換算保険料	4兆9000億円	D
3	第三分野新契約円換算保険料	2017年度比+20%	D
資産運用			
4	収益追求資産割合	15%	C
経費			
5	バックオフィス事務量削減	△1,000人相当分	Z
株主還元			
6	1株当たり配当額	1株当たり76円	A
人事			
7	女性管理者割合	14%	C
8	新領域、強化領域への再配分	+500人相当分	Z
9	渉外社員数	1.8万人	Z
ICT活用による業務効率化			
10	次期オープン系システムの構築	490億円	Z
11	基幹系システムの開発	410億円	Z
12	新営業用端末の導入	120億円	Z

1. 1 株当たり当期純利益（評価：A）

図表 4-19 1 株当たり当期純利益

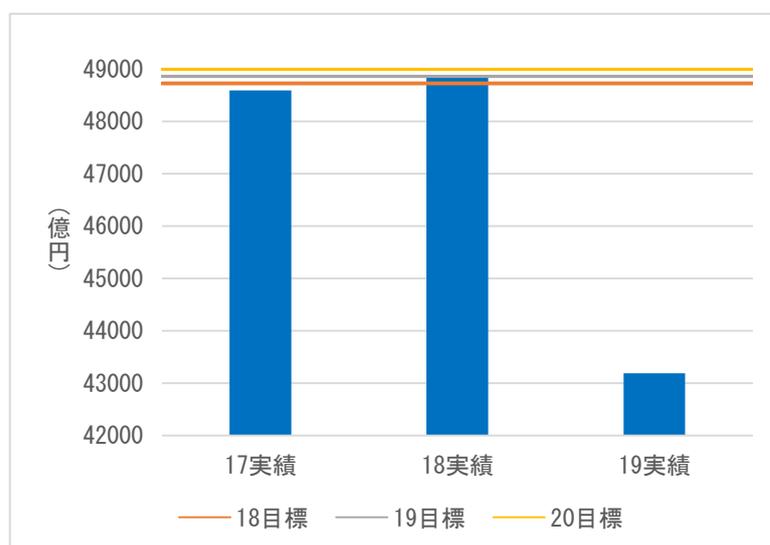


【評価の根拠】1 株当たり当期純利益の公表目標値は 2020 年度末時点で 155 円となっている。実績値は、2017 年度末時点で 174.21 円、2018 年度末時点で 200.86 円、2019 年度末時点で 267.40 円と推移している。評価は、2019 年度末時点の実績が目標値を上回っていることから A としている（本項目については、会社の公表目標値が 2017 年度末時点の実績を下回っていることから、公表目標値を基準とする現状維持目標として評価している）。

【コメント】新契約の減少による事業費の減少と資産運用における順ぎやの増加が主な要因となって当期純利益が増加した。これに伴い 1 株あたり当期純利益は増加した。ただし、この増加は営業自粛等による販売費用の減少も大きく影響しており、当初計画を順調に進捗させたことによるものというよりは一時的な利益の上振れであるといった方がよいかもしれない。

2. 保有契約年換算保険料（評価：D）

図表 4-20 保有契約年換算保険料

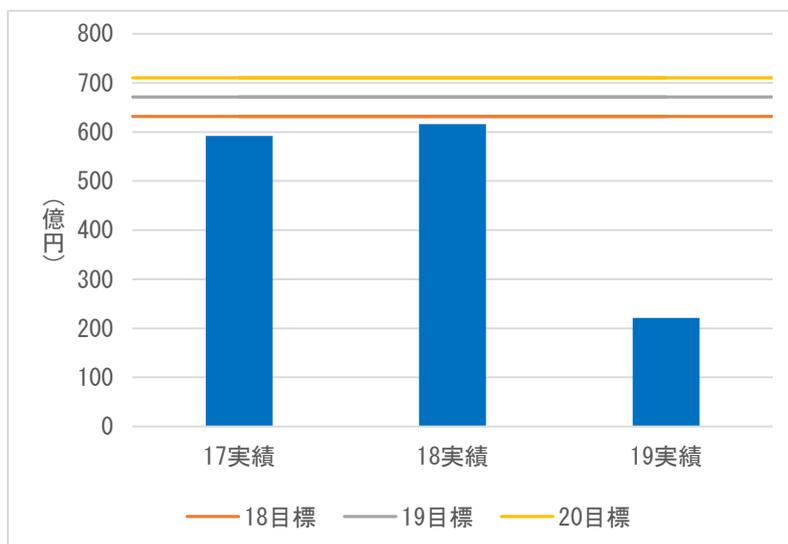


【評価の根拠】保有契約年換算保険料の公表目標値は20年度末時点で4兆9000億円となっている。実績値は、2017年度末時点で4兆8595億円、2018年度末時点で4兆8865億円、2019年度末時点で4兆3186億円と推移している。評価は、2019年度末時点の実績が2019年度目標値を下回っていることからDとしている。

【コメント】募集品質に係る諸問題を受けた営業活動の自粛や、当社商品の不適正な保険募集等によって金融庁より保険業法に基づく業務の一部停止命令をうけたことによって、新契約の年換算保険料は、個人保険が1,469億円（前年度比58.2%減）、第三分野が221億円（同64.1%減）と前年度比で大きく落ち込んだ。その結果として保有契約年換算保険料も大きく減少することとなった。

3. 第三分野新契約年換算保険料（評価：D）

図表 4-21 第三分野新契約年換算保険料

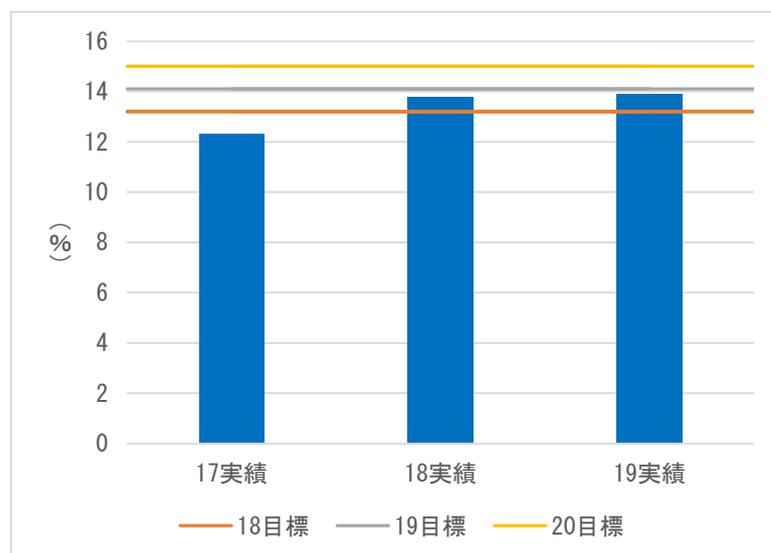


【評価の根拠】 第三分野新契約年換算保険料の公表目標値は 2020 年度末時点で 710.4 億円（2017 年度実績比 20%増）となっている。実績値は、17 年度末時点で 592 億円，2018 年度末時点で 616 億円，2019 年度末時点で 221 億円と推移している。評価は、2019 年度末時点の実績が 2017 年度実績を下回っていることから Dとしている。

【コメント】 募集品質に係る諸問題を受けた営業活動の自粛や、当社商品の不適正な保険募集等によって金融庁より保険業法に基づく業務の一部停止命令をうけたことによって、新契約の第三分野年換算保険料は、221 億円と大きく減少した。

## 4. 収益追求資産割合（評価：C）

図表 4-22 収益追求資産割合



【評価の根拠】収益追求資産割合の公表目標値は2020年度末時点で15%となっている。実績値は、2017年度末時点で12.3%、2018年度末時点で13.8%、2019年度末時点で13.9%と推移している。評価は、2019年度末時点の実績が2017年度実績を上回っているが2019年度目標値（14.1%）を下回っていることからCとしている。

【コメント】国内株式の自家運用やオルタナティブ投資、外国債券の投資対象通貨の拡大を実施するなど資産運用の多様化を促進した結果向上。なお、「かんぽ生命の現状2020」において「中期経営計画（最終年度）における占率見込み（2020年度）」は「15%程度」との記載があるが、その根拠についての記載はみられず、当研究の評価方法を純粹に適用して評価をCとした。

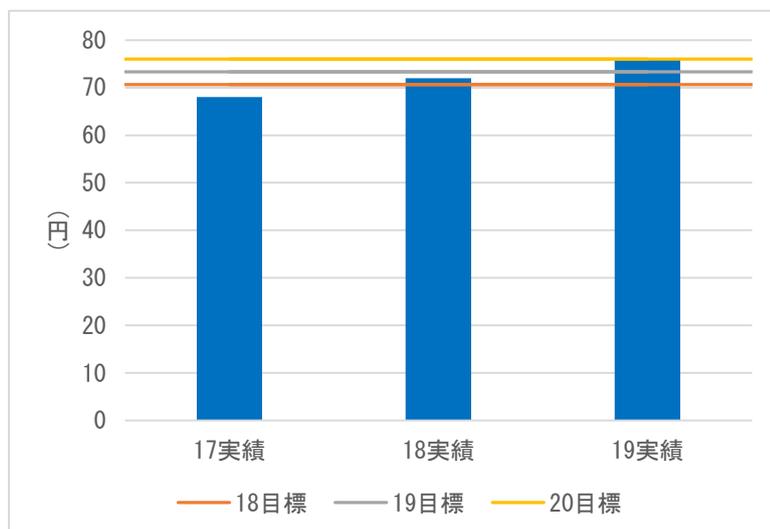
## 5. バックオフィス事務量削減（評価：Z）

【評価の根拠】バックオフィス事務量削減の公表目標値は2020年度末時点で△1000人相当分円となっている。しかし開示資料から評価を行うに十分な情報を得られなかったためZ評価としている。

【コメント】公表目標値に対する達成度等の情報を開示することで中期経営計画の検証可能性が高まると考えられる。

6. 1 株当たり配当額 (評価 : A)

図表 4-23 1 株当たり配当額

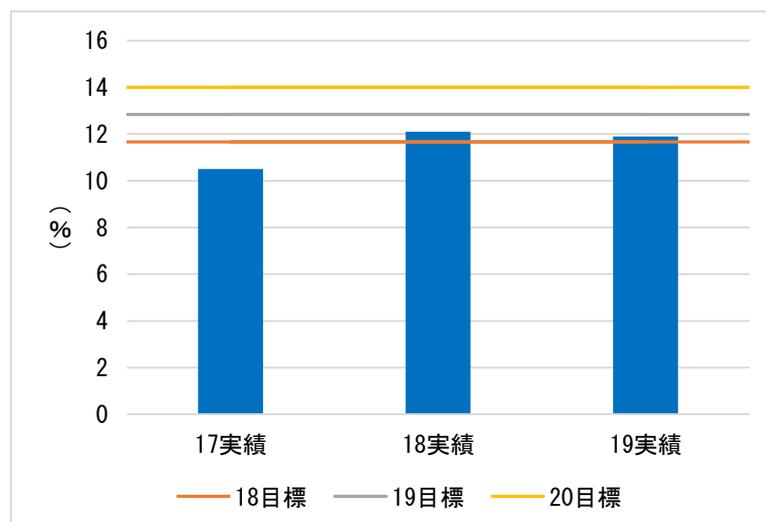


【評価の根拠】1 株当たり配当額の公表目標値は 2020 年度末時点で 76 円となっている。実績値は、2017 年度末時点で 68 円、2018 年度末時点で 72 円、2019 年度末時点で 76 円と推移している。評価は、2019 年度末時点の実績が目標値を達成していることから A としている。

【コメント】1 株あたり配当額は目標値を設定した 2017 年度末より上昇を続け、2019 年度末時点で 2020 年度目標値である 76 円を既に達成した。

7. 女性管理者割合 (評価 : C)

図表 4-24 女性管理職割合



【評価の根拠】女性管理者割合の公表目標値は2020年度末時点で14%となっている。実績値は、2017年度末時点で10.5%、2018年度末時点で12.1%、2019年度末時点で11.9%と推移している。評価は、2019年度末時点の実績が2017年度実績を上回っているが2019年度目標値(12.8%)を下回っていることからCとしている。

【コメント】ダイバーシティ推進政策の一環として女性管理者割合の増加を目指し2017年度末から3.5ポイントの割合増加を掲げているが、2019年度末時点では1.4ポイントの増加にとどまっている。

8. 新領域・強化領域への再配分 (評価：Z)

【評価の根拠】新領域・強化領域への再配分につき公表目標値は2020年度末時点で+500人相当分となっている。しかし開示資料から評価を行うに十分な情報を得られなかったためZ評価としている。

【コメント】公表目標値に対する達成度等の情報を開示することで中期経営計画の検証可能性が高まると考えられる。

9. 渉外社員数 (評価：Z)

【評価の根拠】渉外社員数の公表目標値は2020年度末時点で1.8万人となっている。しかし開示資料から評価を行うのに十分な情報を得られなかったためZ評価としている。

【コメント】公表目標値に対する達成度等の情報を開示することで中期経営計画の検証可能性が高まると考えられる。

10. 次期オープン系システムの構築 (評価：Z)

【評価の根拠】次期オープン系システムの構築の公表目標値は2020年度末時点で490億円となっている。しかし開示資料から評価を行うに十分な情報を得られなかったためZ評価としている。

【コメント】公表目標値に対する達成度等の情報を開示することで中期経営計画の検証可能性が高まると考えられる。

11. 基幹系システムの構築（評価：Z）

【評価の根拠】基幹系システムの構築の公表目標値は 2020 年度末時点で 410 億円となっている。しかし開示資料から評価を行うに十分な情報を得られなかったため Z 評価としている。

【コメント】公表目標値に対する達成度等の情報を開示することで中期経営計画の検証可能性が高まると考えられる。

12. 新営業用携帯端末の導入（評価：Z）

【評価の根拠】新営業用携帯端末の導入の公表目標値は 2020 年度末時点で 120 億円となっている。しかし開示資料から評価を行うに十分な情報を得られなかったため Z 評価としている。

【コメント】公表目標値に対する達成度等の情報を開示することで中期経営計画の検証可能性が高まると考えられる。

## 2.5 まとめ

### ① 営業目標と不適正募集問題の影響

中期経営計画 2020 において、かんぽ生命は保有契約の反転・成長を目標としていた。しかし 2019 年度に保険商品の不適正募集が発覚し、これを受けての営業自粛・業務停止により、保有契約保険料・新契約保険料はともに大きく減少、中期経営計画期間中の目標達成は不可能であると判断された。顧客の信頼回復のための取り組みを最優先とし、再発防止を徹底することが求められる。

### ② ICT の活用によるサービス向上と事務効率化

近年社会全体としてデジタル化が進む中、新型コロナウイルスの感染拡大によりデジタル化の進展はさらに加速することとなった。かんぽ生命においても「保険手続きサポートシステム」や Web サービス「マイページ」、RPA などの ICT の導入を進めており、高く評価された。ICT の活用は顧客へのサービスを向上させると同時に、事務の効率化によりコストを削減させることから、かんぽ生命の競争力強化につながると考えられる。

### ③ 資産運用の多様化による収益向上

かんぽ生命は日本国内の低金利環境を受け、資産運用を多様化し収益性の向上を目指している。外債運用の多様化、株式自家運用・オルタナティブ運用の拡大など、資産運用多様化のための取り組みを実施しており、結果として収益追求資産割合は増加した。その一方で、運用収益の拡大は実現しておらず、今後もリスク管理を徹底しつつ積極的なリスクテイクを行っていくことが求められる。



## 3. 日本郵便の中期経営計画

Japan Post

## 3.1 営業・商品戦略に関する定性目標

項目	評価
荷物拡大に対応したサービス基盤強化	
1 施設借り入れによるキャパシティ補強	Z
2 ゆうパック等の輸送能力強化	B
商品やオペレーション体系の一体的見直し	
3 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	Z
4 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	Z
収益の拡大	
5 ゆうパックのサービス改善による需要拡大	A
6 DM 需要喚起	Z
7 手紙振興	A
地域ニーズに応じた個性・多様性ある郵便局の展開	
8 地域ニーズに応じた個性・多様性ある郵便局の展開	A

## 1. 施設借り入れによるキャパシティ増加（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、十分な根拠を入手することが困難であるため。

【コメント】施設借入数やそれに伴うキャパシティ（倉庫面積等）の開示を行うことが客観性の観点からは望ましいといえる。

## 2. ゆうパック等の輸送能力強化（評価：B）

【評価の根拠】SmaRyu Post の導入準備が進み、目標は達成される見込みであるため。

【コメント】SmaRyu Post は 2020 年 6 月に導入され、現在運用されている。これは宅配業者内のリアルタイムでの情報共有、AI による最適配送ルートの提示により配送業務の効率化を図るシステムであり、日本郵便においても輸送能力の強化が期待されている。

3. 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（評価：Z）  
【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、十分な根拠を入手することが困難であるため。  
【コメント】郵便事業から荷物分野への経営資源のシフトを目的としているが、具体的な取り組みやその進捗度に関する情報の入手が困難であった。
4. 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（評価：Z）  
【評価の根拠】目標の記載が具体性に欠けており、客観的な評価が困難であるため。
5. ゆうパックのサービス改善による需要拡大（評価：A）  
【評価の根拠】ゆうパックの取扱数が増加しており、目標は達成済みであるため。  
【コメント】配達指定時間の拡充や置き配の開始などゆうパックの利便性向上に向けた具体的な取り組みがみられ、取扱数の増加に寄与したと考えられる。  
なお、具体的なゆうパック取扱数の推移については定量的目標を参照。
6. DM 需要喚起（評価：Z）  
【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、十分な根拠を入手することが困難であるため。  
【コメント】DM 需要の増加もしくは維持といった、結果の面に着目した KPI の設定にするとより効果的な目標になると考えられる。
7. 手紙振興（評価：A）  
【評価の根拠】手紙振興事業が実施されており、目標は達成済みであるため。  
【コメント】学校での「手紙の書き方講座」を中心に、若年層に対し手紙に親しみを持ってもらうための活動を積極的に行っており、手紙の振興に寄与していると評価した。
8. 地域ニーズに応じた個性・多様性ある郵便局の展開（評価：A）  
【評価の根拠】新しい展開形態の創出がなされており、目標は達成済みであるため。  
【コメント】駅と一体となった郵便局の建設や営業時間の多様化などの地域ニーズに応じた新しい試みが行われており、今後もさらに多様な形態が創出されていくことが期待される。

## 3.2 業務効率化に関する定性目標

項目	評価
先端技術等の活用による利便性・生産性向上	
1 作業の集中・機械化等による生産性向上	A
2 ドローンや自動運転など利便性生産性向上の検討	Z
3 窓口事務等の効率化推進	Z
4 企業基盤の強化・先端技術の対応	Z
営業生産性の向上による競争力強化	
5 商品サービスの充実	A
6 研修等による販売スキル向上	C
7 投資信託の取扱局拡大	Z
8 渉外社員の増員	Z
9 お客様データベースの充実・活用	Z

## 1. 作業の集中・機械化等による生産性向上（評価：A）

【評価の根拠】郵便物流事業の労働生産性が向上しており、目標は達成済みであるため。

【コメント】本分析においては労働生産性を算定し、それに基づき評価を行ったが、日本郵便がその目標設定、評価に当たり想定している生産性の定義や定量的情報の開示がなされるとより客観性の高い目標となると考えられる。

## 2. ドローンや自動運転など利便性生産性向上の検討（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、十分な根拠を入手することが困難であるため。

【コメント】ドローンなどを利用した無人配送に向けた取り組みは行われているが、その進捗状況や効果、実現に向けた課題など不明確な点が多いため評価は困難と判断した。

## 3. 窓口事務等の効率化推進（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、十分な根拠を入手することが困難であるため。

【コメント】局員1人当たりの対応件数や労働生産性といったKPIが設定されているとより有用な目標となると考えられる。

4. 企業基盤の強化・先端技術の対応（評価：Z）

【評価の根拠】目標の記載が具体性に欠けており、客観的な評価が困難であるため。

【コメント】企業の根幹をなすものであり、重要な目標であるが、より詳細な項目も設けることでより効果的な目標となると考えられる。

5. 商品サービスの充実（評価：A）

【評価の根拠】ゆうパケットプラスの導入により、商品サービスの充実が図られており、目標は達成済みであるため。

【コメント】2019 年度においては、10 月 16 日より「メルカリ」で取引した商品を日本郵便が配送するサービスにおいて既存の配送サービスの間サイズとなる配送サービスである「ゆうパケットプラス」の提供を開始した。これは、利用者の利便性の向上に繋がり、商品サービスの充実に寄与すると考えられる。

6. 研修等によるスキル向上（評価：C）

【評価の根拠】顧客満足度の向上が達成されておらず、目標が達成される見込みはないため。

【コメント】販売スキルの向上により、顧客満足度は向上すると考えられる。しかし、店舗・窓口における顧客満足度の「非常に満足」と「満足」および「やや満足」の合計は 2017 年度では 77.2%であったが、2019 年度には 73.3%と減少しており、本目標は達成されていないと考えられる。

7. 投資信託の取扱局拡大（評価：Z）

【評価の根拠】投資信託の取扱局数が開示されておらず、評価のための十分な根拠を入手することが困難なため。

【コメント】2019 年度の数値は開示されていないが、2017 年度においては 1,416 局であり、2018 年度においては 1,540 局であることから 2018 年度までは拡大しているといえる。

8. 渉外社員の増員（評価：Z）

【評価の根拠】渉外社員数が開示されておらず、評価のための十分な根拠を入手することが困難であるため。

【コメント】2019 年度の数値は開示されていないが、2017 年度においては約 18,000 人、2018 年度においては約 17,000 人となっており、2018 年度までは減少している。

9. お客様データベースの充実・活用（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、評価のための十分な根拠を入手することが困難であるため。

【コメント】郵便局サービス利用者の増加等の目標を設定することにより、外部からの検証可能性が高まると考えられる。

3.3 国際物流に関する定性目標

項目	評価
トール社の経営改善	
1 オペレーションコストの削減	C
2 IT変換プログラムの導入	Z
3 主要業界におけるマーケット地位の確立	Z
4 豪州・シンガポール・アジア・米国への資源集中	Z
5 フォワーディング部門の成長	C
6 エクスプレス部門の成長	C
7 ロジスティック部門の成長	C
シナジー強化	
8 国内のコントラロジスティックを展開	Z
9 日系企業への営業推進	Z

1. オペレーションコストの削減（評価：C）

【評価の根拠】国際物流事業の営業費用減少が達成されておらず、目標が達成される見込みはないため。

【コメント】2017年度の営業費用は80億91万豪ドルであるのに対し、2019年度では86億8100万豪ドルへと増加しており、本目標は達成されていないと考えられる。

2. IT変換プログラムの導入（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、評価のための十分な根拠を入手することが困難であるため。

【コメント】IT変換プログラムの導入に関連する情報が開示されることにより、外部からの検証可能性が高まると考えられる。

3. 主要業界におけるマーケット地位の確立（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、評価のための十分な根拠を入手することが困難であるため。

【コメント】エネルギーや小売および工業などの各部門における収益の拡大等の具体的な目標を設定し、情報の開示を行うことで検証可能性が高まると考えられる。

4. 豪州・シンガポール・アジア・米国への資源集中（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、評価のための十分な根拠を入手することが困難であるため。

【コメント】各地域における収益拡大等の具体的な目標を設定し、情報の開示を行うことで検証可能性が高まると考えられる。

5. フォワーディング部門の成長（評価：C）

【評価の根拠】該当部門の収益拡大が達成されておらず、目標が達成される見込みはないため。

【コメント】2017 年度の当該部門における EBIT は△200 万豪ドルであったのに対し、2019 年度においては、△3,000 万豪ドルと減益しており、本目標は達成されていないと考えられる。

6. エクスプレス部門の成長（評価：C）

【評価の根拠】該当部門の収益拡大が達成されておらず、目標が達成される見込みはないため。

【コメント】2017 年度の当該部門における EBIT は△1,000 万豪ドルであったのに対し、2019 年度においては、△9,900 万豪ドルと減益しており、本目標は達成されていないと考えられる。

7. ロジスティック部門の成長（評価：C）

【評価の根拠】該当部門の収益拡大が達成されておらず、目標が達成される見込みはないため。

【コメント】2017 年度の当該部門における EBIT は1 億9,100 万豪ドルであったのに対し、2019 年度においては、8,200 万豪ドルと減益しており、本目標は達成されていないと考えられる。

8. 国内のコントラロジスティックを展開（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、評価のための十分な根拠を入手することが困難であるため。

【コメント】国内のBtoB市場におけるシェアの拡大などの具体的な目標を設定し、関連する情報を開示することで検証可能性が高まると考えられる。

9. 日系企業への営業促進（評価：Z）

【評価の根拠】関連する実績が開示されておらず、評価のための十分な根拠を入手することが困難であるため。

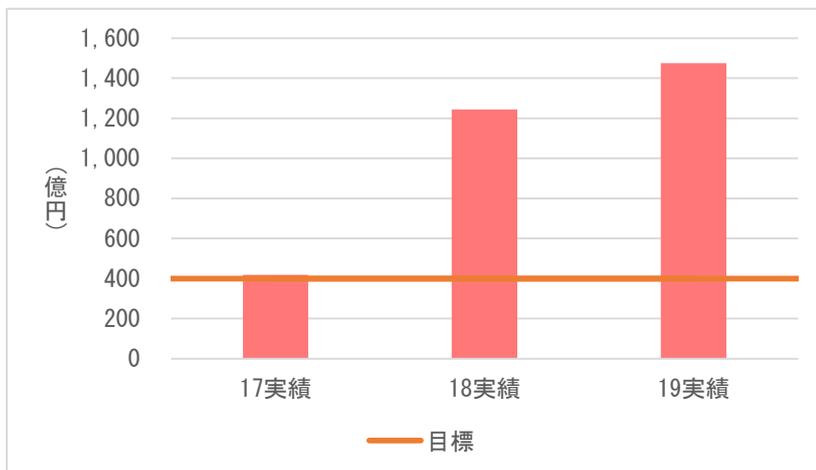
【コメント】提携企業数の増加等の具体的な目標を設定し、関連する情報を開示することで検証可能性が高まると考えられる。

3.4 定量目標

項目			評価
利益目標			
1	郵便物流事業営業利益	400億円	A
2	金融窓口事業営業利益	300億円	A
3	国際物流事業営業利益	200億円	D
4	連結当期純利益	650億円	A
5	トール社営業利益	2億2000万豪ドル	Z
営業			
6	ゆうパック取扱個数	10億5000万個	C
7	郵便物取扱数	154億通	C
ユニバーサル・サービス			
8	直営郵便局数	20,000局	A
9	簡易郵便局数	4,000局	A

1. 郵便物流事業営業利益（評価：A）

図表 4-25 郵便物流事業営業利益の推移

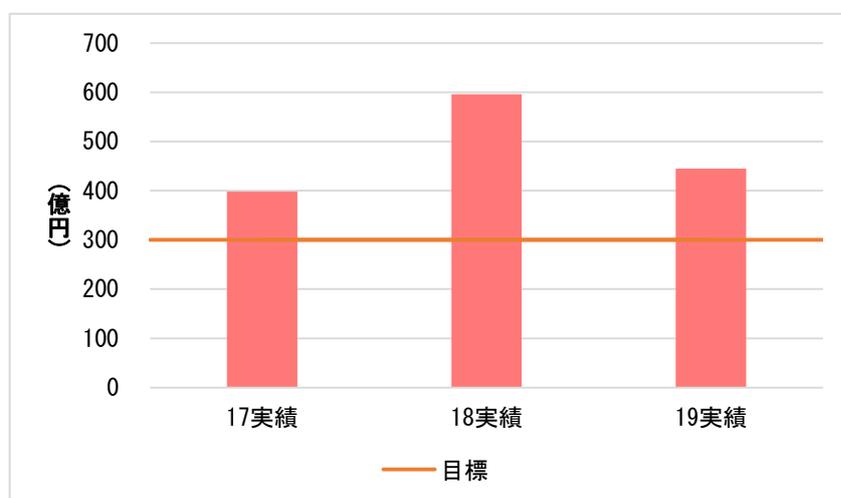


【評価の根拠】郵便物流事業営業利益の目標値は2020年度末時点で400億円となっている。実績は、2017年度末時点で419億円、2018年度末時点で1,244億円、2019年度末時点で1,475億円と推移している。評価は、2019年度末時点での実績が公表目標値を上回っていることからAとしている。（本項目については、会社の公表目標値が2017年度末時点の実績を下回っていることから、公表目標値を基準とする現状維持目標として評価している。）

【コメント】ゆうパックの単価向上や取扱個数の増加により大幅に増加している。国内の郵便物需要の低下傾向を踏まえ、郵便事業から荷物事業への経営資源シフトが求められると考えられる。

## 2. 金融窓口事業の営業利益（評価：A）

図表 4-26 金融窓口事業の営業利益の推移

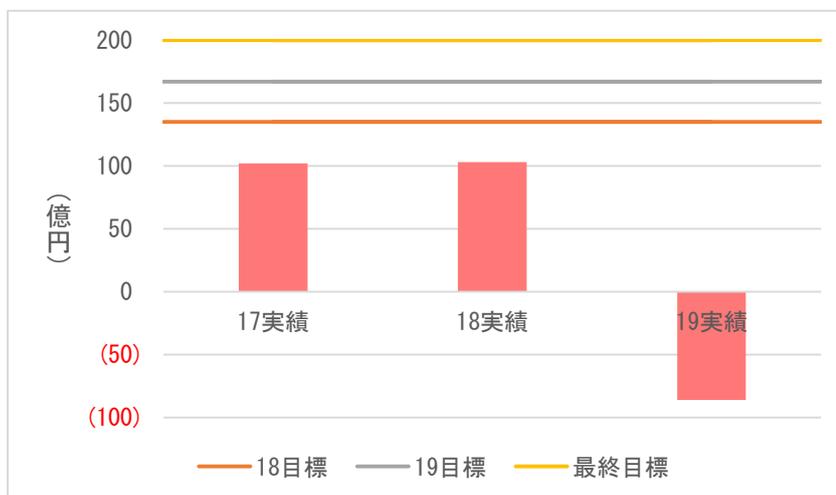


【評価の根拠】金融窓口事業営業利益の目標値は2020年度末時点で300億円となっている。実績は、2017年度末時点で398億円、2018年度末時点で596億円、2019年度末時点で445億円と推移している。評価は、2019年度末時点での実績が公表目標値を上回っていることからAとしている。（本項目については、会社の公表目標値が2017年度末時点の実績を下回っていることから、公表目標値を基準とする現状維持目標として評価している。）

【コメント】本項目は現状維持目標として評価しているため、公表目標値は達成されたといえる一方で、2018年度から2019年度にかけては減少傾向にあることは注意が必要である。これはかんぽ生命保険商品の募集の停止に伴う手数料収入の減少に起因すると考えられる。早急に信頼回復に努めていく必要がある。

3. 国際物流事業の営業利益（評価：D）

図表 4-27 国際物流事業の営業利益の推移

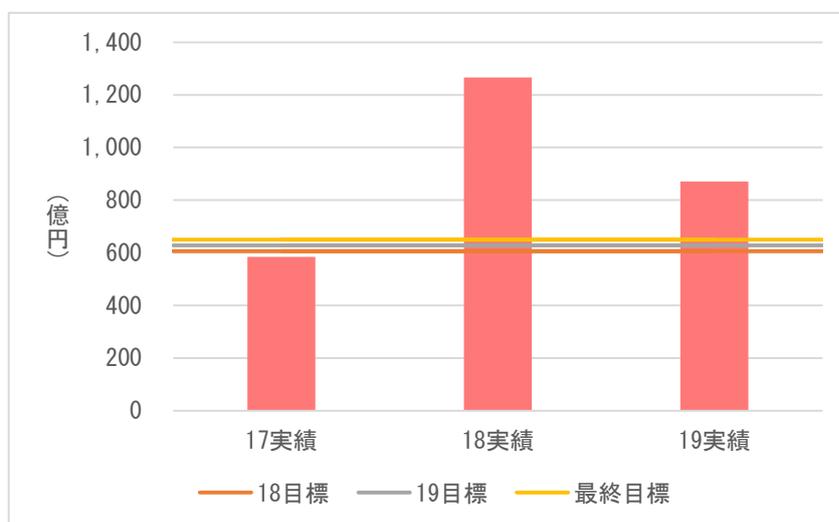


【評価の根拠】国際物流事業営業利益の目標値は2020年度末時点で200億円となっている。実績は、2017年度末時点で102億円、2018年度末時点で103億円、2019年度末時点で-86億円と推移している。評価は、2019年度末時点での実績が公表目標値を下回っていることからDとしている。

【コメント】本項目について、2018年度から2019年度にかけて大幅に減少し、赤字を計上していることに注意が必要である。赤字解消に向けて、根本的な改善が必要だろう。

4. 連結当期純利益（評価：A）

図表 4-28 連結当期純利益の推移



【評価の根拠】連結当期純利益の目標値は2020年度末時点で650億円となっている。実績は、2017年度末時点で584億円、2018年度末時点で1,266億円、2019年度末時点で871億円と推移している。評価は、2019年度末時点での実績が公表目標値を上回っていることからAとしている。

【コメント】本項目は公表目標値を達成している一方で、2018年度から2019年度にかけては減少傾向にあることに注意が必要である。今後再び増益傾向に回復できるよう、経営資源の効率的な運用など、具体的な対策を講じる必要があるだろう。

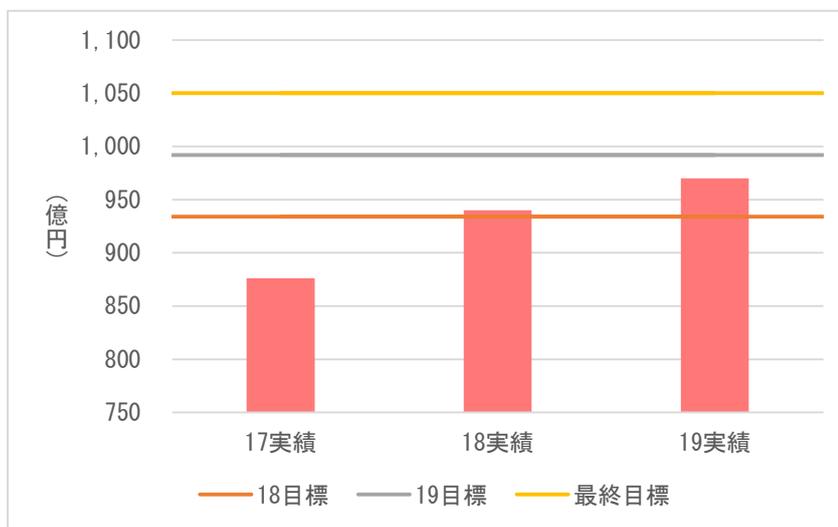
5. トール社の営業利益（評価：Z）

【評価の根拠】トール社営業利益の目標値は2020年度末時点で2億2000万豪ドルとなっている。評価は、公開情報からでは判断困難であったためZとしている。

【コメント】海外事業におけるトール社の占めるウエイトは大きいと思われる。より進んだ情報開示を行うことは有意義であるといえるだろう。

6. ゆうパック取扱個数（評価：C）

図表 4-29 ゆうパック取扱個数の推移

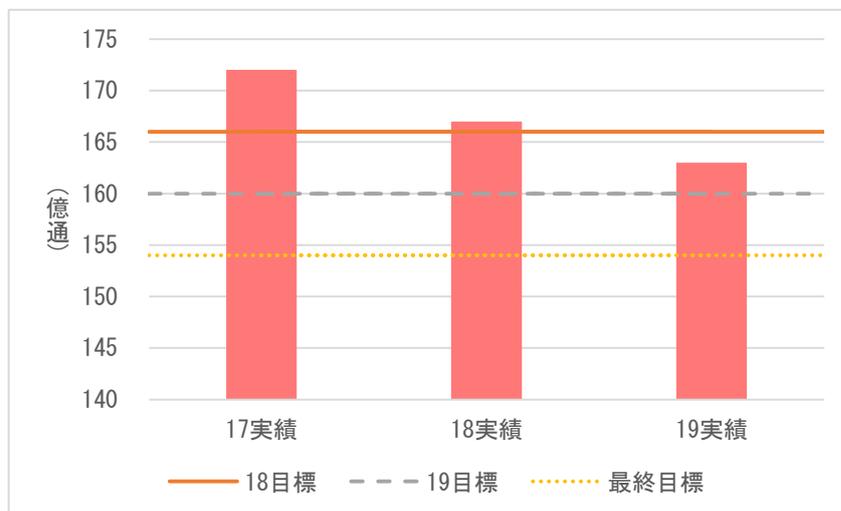


【評価の根拠】ゆうパック取扱個数の公表目標値は2020年度末時点で10億5000万個となっている。実績は、2017年度末時点で8億7600万個、2018年度末時点で9億4000万個、2019年度末時点で9億7000万個と推移している。評価は、2019年度末時点で2017年度末時点実績より増加しているものの、公表目標値を下回っており、かつ、2019年度目標値を下回っている（進捗率54%）ためCとしている。

【コメント】本項目について、想定進捗率には及ばなかったものの、増加傾向は維持できている。目標達成に向けて、増加を加速させる必要があるだろう。

7. 郵便物取扱数（評価：A）

図表 4-30 郵便取扱数の推移

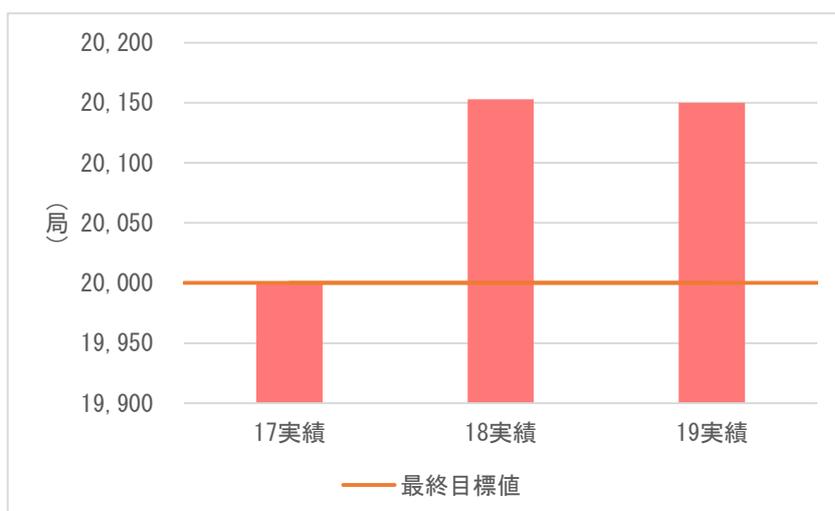


【評価の根拠】郵便物取扱数の公表目標値は2020年度末時点で154億通となっている。実績は、2017年度末時点で172億通、2018年度末時点で167億通、2019年度末時点で163億通と推移している。評価は、2019年度末時点での実績が公表目標値を上回っていることからAとしている。

【コメント】本項目はある程度の減少は想定しているものの、目標値までに減少を抑えることを意図している。各年度とも目標値を上回っていることから、想定以上に郵便物の減少を抑えられているといえる。

8. 直営郵便局数（評価：A）

図表 4-30 郵便局数の推移

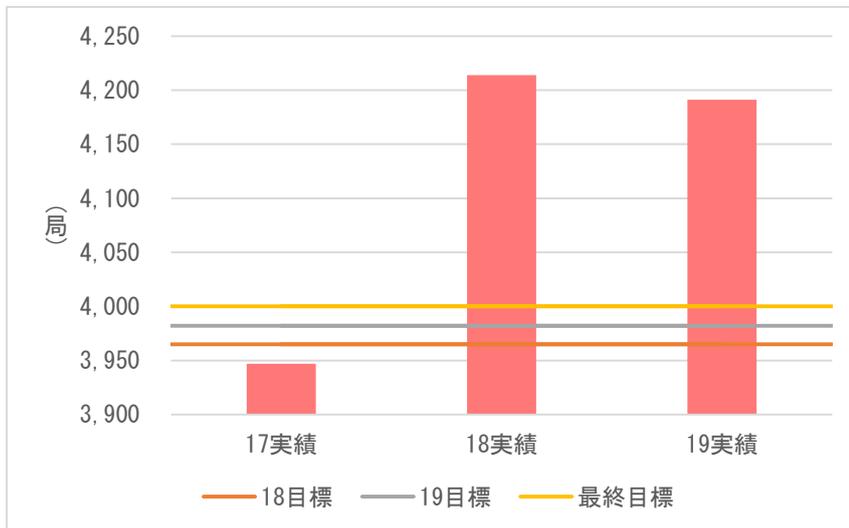


【評価の根拠】直営郵便局数の目標値は2020年度末時点で20,000局となっている。実績は、2017年度末時点で20,000局、2018年度末時点で20,153局、2019年度末時点で20,150局と推移している。評価は、2019年度末時点での実績が公表目標値を上回っていることからAとしている。（本項目については、会社の公表目標値が2017年度末時点の実績と同じであることから、公表目標値を基準とする現状維持目標として評価している。）

【コメント】本項目は2018年度から2019年度にかけてわずかに減少しているものの、概ね現状を維持しているといえることができるだろう。

9. 簡易郵便局数（評価：A）

図表 4-31 簡易郵便局数の推移



【評価の根拠】簡易郵便局数の目標値は2020年度末時点で4,000局となっている。実績は、2017年度末時点で3,947局、2018年度末時点で4,214局、2019年度末時点で4,191局と推移している。評価は、2019年度末時点での実績が公表目標値を上回っていることからAとしている。

【コメント】本項目は2018年度から2019年度にかけてわずかに減少しているものの、概ね現状を維持しているといえることができるだろう。

### 3.5 まとめ

日本郵便の中期経営計画に関して、特に定量目標部分での成果が顕著に見られた。これは現状を改善する取り組みがなされた結果だと考えられる。一方で、定性目標部分では進捗に課題が見られた。目標達成に向けた具体的な取り組みを実施していくことに加え、より進んだ情報開示を行うことで外部検証性を高めていくことが求められるだろう。



## おわりに

2017年9月に日本郵政株式の第2次売却が予定通り実施された。ゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵政の株式追加売却を控え、日本郵政グループに対する収益性追求の市場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月に公表し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た。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挑戦が、なされてきたといえるだろう。さらに、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、例年行ってきた公表財務諸表に依拠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。

結論のみ簡単に述べれば、中期経営計画2017および中期経営計画2020で掲げら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」と評価できる。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に係る目標について、その戦略や戦術に係る具体的指標が示されていない、あるいは示されていてもその達成状況を客観的に評価することが難しいという問題点も、一部では観察された。すべての戦略や戦術について評価可能な具体的指標を掲げることが容易でないことは承知しているが、上場企業としての日本郵政グループにはすでに多くのステークホルダーが存在する以上、ステークホルダーが中期経営計画の妥当性と達成状況を客観的に評価できる必要かつ十分な情報を提供していく必要があると思われる。

郵政ネットワークを、ユニバーサル・サービス・コストを生み出す経営上のマイナスイヤ要因とするのではなく、日本郵政グループの強みとしてさらに整備拡充していく必要がある。この必要性を可能性に繋げていくのが、中期経営計画に他ならない。本報告を終えるに当たり、このことを改めて強調しておきたい。

本報告書が、日本郵政の経営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性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

2020年度 日本郵政分析チーム

監修	藤井 秀樹 (京都大学 教授)		
アドバイザー	奥村 陽一 (立命館大学 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	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 [2021年] 第10号

中期経営計画の検証と日本郵政グループの今後

---

2021年3月12日 第1版

著者 京都大学経済学部 藤井ゼミナール  
2020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

---

