

日本郵政企業価値評価を終えて

京都大学経済学研究科

修士課程1回生

渡邊 誠士

この度は、このような研究の機会を与えていただいただけでなく、発表の場までいただきまして本当にありがとうございました。

今回の研究を通して強く感じたことは「理論と実務の乖離」と「研究の責任」です。今回の研究では理論をもとに、経営を分析し、企業価値を推定するということを主眼に置いておりました。しかしながら、先人たちが築き上げてきた理論をもとに実際の企業を分析しようとするならば当然開示情報からでは不足することに気づき、また理論上は一定程度の値をクリアしていなければならないはずのものがその値をクリアしていない。しかもそのような企業が市場で高く評価されている。このような状況をどう判断すればよいのか？こういった問題を抱えたままの研究となってしまいました。

また、未公開企業である日本郵政グループの企業価値を分析し、推定し、発表する。そこには（まだまだ卵であるという言い訳が可能であるとしても余りあるくらいの）研究者としての責任を感じました。もちろん今までの学部時代を含めた研究発表に対しても、自分なりに責任を持っていたつもりではありましたが、そんなものとは比べ物にならないほどのものを感じました。

これらの経験は、私や横山のような研究者志望の人間にとっていい経験になったというわけではなく、就職志望の学部生たちにとっても貴重な経験となったと思います。本当にありがとうございました。

最後に、亀井先生よりご質問いただいた、「貯金残高 150 兆円」のラインには根拠があるのかという点について少し述べさせていただきたいと思います。結論から申しますと、「人件費等が固定費化しているのであれば 150 兆円というラインには根拠がある」ように思われます。現在の貯金額が 175 兆円で、保有している有価証券もほぼ同額の 175 兆円となっています。この有価証券からの利息が約 2 兆円となっています。また、純利益は約 3000 億円となっています。費用項目が固定費であると想定すれば貯金額が約 150 兆円となったときに有価証券からの利息が 3000 億円ほど減少し、純利益が 0 となるということになります。が、貯金額が減少することによって費用項目も減少することも考えられます。むしろ、実際に貯金額が減少するのであればそれに見合った費用構造を考えることが必要となるでしょう。さらに、この試算では収益が現状の国債偏重であるということが前提となっています。より収益性の高い投資を行うことで貯金額が 150 兆円を下回った場合でも利益を確保できることも考えられます。

郵政研究の感想

京都大学経済学研究科

修士課程 1 回生

横山 夏子

最初に郵政研究という話が出たときに思い浮かんだことは、まず郵政グループはユニバーサルサービスを提供しているということである。全国一律の料金ではがきが出せるというのは収益性を重視する民間企業ではできない。民間企業であれば離島への配達はどうに廃止しているであろう。一方で、かんぽ生命の歴史をみると、かつては生命保険のような制度がなかったために創設されており、国民生活の向上に必要だったということがわかる。しかしゆうちょ銀行にも当てはまることだが、現在は生命保険会社がいくつも存在しており、郵便事業のようにこの二つの事業がユニバーサルである必要はあるのだろうかという疑問がわく。

現在この二つの事業は好調で、郵政グループの稼ぎ頭である。また、郵便局事業の赤字をこの2社が穴埋めしている。しかし、外部環境が大きく変化しているため、ゆうちょ銀行は運用の問題がありかんぽ生命は製品開発に問題があるため先行きが不透明であると考えられる。また、法規制があり、これ以上の利益追求は難しい。その一方で法的規制をなくすと民業圧迫となるため、現在行われている優遇制度も同様に排除する必要がある。では、この大きな転換点において、ゆうちょ銀行、かんぽ生命は民間企業と競争して生き残ることができるのだろうか。おそらく非常に難しいだろう。というのも、これまで彼らは安定性を重視した経営を求められており、民間企業のような収益性重視の経営のノウハウがない。仮に民営化・上場したとしてもうまくいくとは限らない。

ではこの二つの事業はどうすべきか。このままでは、利益はこれから下降していくので、赤字に陥る前に何らかの対処を行わなければならない。規模が大きな企業なので社会的な影響を考えると規模縮小や解体は難しい。

そこで考えた今後のシナリオが、現状維持、民営化といったシナリオである。外部環境の変化によりユニバーサルサービスの必要性が薄れつつあるとはいえ、現在も国民の生活を支えているので、ユニバーサルサービスの現状維持には一定の意味がある。一方で部分的に民営化、完全民営化を行うなどの案がある。民営化の目的は経営の効率化、収益性の重視といった新たな観点を取り入れ、よりよい企業とすることである。完全民営化の場合はメリットをその享受できるが、部分的に政府所有とするシナリオのように、政府が経営に影響を及ぼすことができなくなってしまう。

以上のように郵政グループは現在大きな転換点にある。今後のシナリオに関しては上述したとおりであるが、どのシナリオもメリットとデメリットを併せ持っている。郵政グループは巨大企業であるから、どれを選ぶかが日本経済に大きな影響をもたらすであろう。

最後になりましたが、このような貴重な機会を与えていただきありがとうございました。

郵政分析を終えて

京都大学経済学部
経営学科 4 回生
新谷 壮司

藤井教授から皆様のご依頼に関するお話を伺った際、最初に私の頭を過ったのは「どこまで言及すべきか」ということでした。財務諸表分析・企業価値評価の結果を踏まえた今後の経営戦略まで言及すべきなのか、それともただ選択肢を提示するにとどめるべきなのか、所謂「加減」をいかに推し量るかが私にとっての最大の課題でありました。

然しながら、全体指揮を執り行ってくださった藤井教授、ならびに頼もしい院生の皆さまのご指導により、その不安は速やかに取り払われ、私自身研究に専念することが出来ました。また、通信研究会の皆さまがどういった成果物を求められているのかが藤井教授を通して私達に事細かに伝えられたことも大きかったと思われまます。その結果として、今回の発表会が無事成功を収めたのではないかと思う次第です。

さて、研究の内容に関して申し上げますと、①完全民営化②部分民営化③現状維持という3つのシナリオを示したうえで、各々の場合において浮上する課題・問題について言及し、その解決策を提示するという結論に至りました。私と致しましては、今回の発表内容というのはあくまで財務諸表分析及び企業価値評価の結果(定量的な分析結果)から導き出した結論という位置づけでありましたが、今回の発表会を経て、その印象は私の中でガラリと変わりました。

すなわち、現場に携わっている方々、また郵政民営化に携わっている方々のお話を伺うに、郵政は、定量的な性質—数字ありき—よりも、定性的な性質—政局に大きく左右されてきた経緯があり、また今後も大きく左右されうる—が遥かに大きいのだという印象を受けたのです。これは考えてみれば至極当たり前のことで、国有企業では別段珍しくはない話かもしれませんが、今後の経営分析を行う上でその辺りを考慮に入れることは大変重要なのだと考えさせられました。単なる数字に則った話をするのではなく、現場に関わる人々の内情を理解し、それを汲み取った分析をしなければ、いくら正しくとも机上の空論に終わってしまう可能性は十分にあるということです。

奇しくも私は今年 4 月から外資系コンサルティングファームに於いて、経営者の皆さまに経営戦略を提案する立場となります。その際、今回の経験で学んだことを活かせるように肝に銘じておきたいと思ひます。

最後になりましたが、この度は本研究に携わらせていただき誠にありがとうございました。

今後ともどうぞよろしくお願ひいたします。

郵政研究を終えて

京都大学経済学部
経営学科 4 回生
松本 守正

3 回生時に行ってきた共同研究も、データ収集などの面でかなりの制約があり困難でしたが、今回は更に制約が多い上にブラックボックスな部分もあり、手探りでの研究とりました。また、論文の書き方も学術のものとは異なり、結論部分を厚く書かねばならないという点でも戸惑いがありました。その中でも授業で得た知識・就職活動で得た経験を研究に織り込め、有機的にリンクさせることが出来たのは収穫でしたし、また新たな知見も得ることが出来ました。

特に、成果報告会でお聞きした、「今後民営化を行うとすれば、企業価値が高められる前にゆうちょ銀行株が売却される」との予想は、実際に現場をご覧になってきた方だからこそのご意見だと思ふ次第です。そもそも郵政民営化の主目的は株式の売却であるとお聞きしました。目先の利益を追い求めるあまり、長期的には損をするという良い例だと思ひます。ガバナンスの強化面も含め、現状の課題をクリアせずに次段階へ移ろうとして行くのは制度崩壊の原因となるでしょうし、何より目下の案件となっている復興財源も今賄える分しか調達することが出来ないことは言うまでもありません。

また、ユニバーサルサービスの構築ということは、私が思っている以上に現場では信念として意識されているということも強く感じました。財務数値のみでは計測できないような、人と人との繋がりも含めてユニバーサルサービスであり、そこに利益の概念など持ち込む余地は無いと改めて思うに至りました。相反するのは必然であり、ある種民間には出来ない仕事です。現場をご経験なさった方々の複雑な思いをお聞きするのはこちらもやり切れない気持ちになりました。

政府 3 分の 1 超保有案などはもっと詰める余地があったなどの反省点はありますが、ご出席の方々にお褒め頂けたのは大変光栄なことでありますし、本研究に微力ながら加わられたことを嬉しく思います。ありがとうございました。

郵政分析研究会に参加して

京都大学経済学部
経済経営学科 2 回生
林 真幸

今回参加させていただきました日本郵政の企業分析というものは、藤井ゼミにおいて学習した財務諸表分析のアウトプット、そして企業価値評価の学習として、とてもよい経験

となりました。

報告会では、郵政民営化は、ゆうちょ銀行・かんぽ生命の株式売却が目的であったという政治的動向を知れたこと、郵便局現場に関する生の声を聞けたこと等、様々な方々の意見が大変参考になり、日本郵政について更に考える契機となりました。

現在、政権交代後の政治的情勢もあって、今後の日本郵政がどういった方向に進んでいくのか先行きは未だ不透明であり、ガバナンスの問題にも十分に議論されていないことを考えますと、ただ政治的動向からゆうちょ銀行・かんぽ生命を株式売却することは徒に企業価値を損なうこととなってしまうでしょう。ゆうちょ銀行・かんぽ生命を株式売却する前に民間同業他社との競争に乗り出していくのか、はたまた民間とは違った位置づけとして存在していくのかを始めとして、まず足並みをそろえていかなければならないでしょう。また、ゆうちょ銀行・かんぽ生命が抜けた場合、郵政グループの今後のあり方についての考えも必要となってきます。

郵便局はその収入の大部分をゆうちょ銀行・かんぽ生命からの手数料により得ていますが、この2社がグループから抜けることは、すなわち収入のあてがなくなるも同然です。また、現状においても郵便局の手数料収入は年々減少しており、2社の動向以前に収益構造として改善の必要があります。報告会の場で不動産事業に関する意見が出たように、郵便局の強みとして、全国各地に24526ヵ所(2012年1月31日時点・閉鎖中含む)あり、コンビニ業界最大手のセブンイレブンの13790店(2012年1月末時点)を大きく上回る数を誇っていることから、その全国での数を生かした新事業に打ち出していくことが求められるでしょう。

郵便事業もまた、現在のようなユニバーサルサービスを行うのであれば、ゆうちょ銀行・かんぽ生命の離脱後は赤字を補填してもらえなくなるので、どういった形にしていくのか決断が迫られています。

郵政グループを企業分析した際、私自身どうしてもゆうちょ銀行・かんぽ生命の2社がどうであるのかについて目がいきがちでした。しかし、報告会を通じて郵政グループの他3社もまたこれら2社の動向と大きくつながっているのだということを感じました。

最後となりましたが、このたびは日本郵政の企業分析という貴重な経験の場を設けていただいたことを通信研究会の方々を始め、ご協力頂いた多くの方々に熱く御礼申し上げます。

—以上—