

# 日本郵政 企業分析

February 2012

第1部：財務諸表分析

第2部：企業価値評価

京都大学経済学部

藤井ゼミナール

新谷 壮司・松本 守正

西村 弘行・林 真幸・姫野 裕太

渡邊 誠士・横山 夏子

# 目次

## 第1部：財務諸表分析

1. 財務諸表分析の方法 .....	P. 4
2. ゆうちょ銀行の財務諸表分析	
2-1 収益性分析.....	P. 5
2-2 生産性分析.....	P. 8
2-3 安全性・リスクの分析.....	P. 10
3. かんぽ生命の財務諸表分析	
3-1 収益性分析.....	P. 13
3-2 生産性分析.....	P. 16
3-3 安全性・リスクの分析.....	P. 17
4. 日本郵政グループの財務諸表分析	
4-1 収益性分析.....	P. 20
4-2 生産性分析.....	P. 21
4-3 安全性・リスクの分析.....	P. 24
5. 第1部 総括.....	P. 26

## 第2部：企業価値推定

1. 乗数法による企業価値推定	
1-1 推定方法.....	P. 32
1-2 企業価値推定.....	P. 33
2. 残余利益モデルによる企業価値推定	
2-1 推定の手順.....	P. 35
2-2 予測財務諸表の作成.....	P. 35
2-3 シナリオ.....	P. 38
2-4 予測財務諸表.....	P. 39
2-5 企業価値推定.....	P. 40
2-6 まとめ.....	P. 41
3. 乗数法の拡張による企業価値推定	
3-1 推定モデル.....	P. 42
3-2 企業価値推定.....	P. 42
4. 第2部 総括.....	P. 44

# 日本郵政 企業分析

## 第1部:財務諸表分析

### 【要旨】

- ・ 収益性の分析の結果、日本郵政グループはゆうちょ銀行・かんぽ生命の安定した収益性の下、郵便事業環境の悪化への対応を迫られている。
- ・ 生産性の分析の結果、付加価値額・労働分配率の低さが見て取れる。しかし、これは人件費データの瑕疵である可能性もある。また、設備生産性は郵便局に窓口業務を委託しているゆうちょ銀行・かんぽ生命はもちろん、グループ全体としても他の金融機関と比べても大きくなっている。
- ・ 安全性・リスクの分析の結果、日本郵政グループは国債を中心とした投資を行っており、かなりリスクが小さく、Tier1比率は他社と比べても突出して大きい。また、グループの連結財務諸表からは、かなり高い安全性が見て取れる。

# 1. 財務諸表分析の方法

本リサーチでは日本郵政グループの財務諸表分析を以下の要領で行っている。

## 1-1. 分析対象

分析対象は日本郵政グループ（連結）、ゆうちょ銀行（単体）、かんぽ生命（単体）である。それぞれの財務データはディスクロージャー誌から得た。また、ゆうちょ銀行の比較対象として三井住友フィナンシャルグループとみずほフィナンシャルグループ、三菱UFJフィナンシャルグループ（場合によっては単体情報）、かんぽ生命の比較対象として第一生命株式会社を選んだ。これらとの比較を通して、各企業の特徴を整理し、日本郵政グループの企業価値推定をおこなう上での基礎分析とすることとする。

## 1-2 分析内容

本リサーチでは、財務諸表分析を3つに分類して行っている。分類と主な項目は以下に示す。

図表1-1 財務諸表分析の内容

分析	主な項目 <sup>1</sup>
収益性分析	ROA ROE 有形固定資産回転率 手許流動性比率、等
生産性分析	付加価値額、 設備生産性、 1人当たり人件費、 労働分配率、等
安全性・リスク分析	自己資本比率 損益分岐点、等

<sup>1</sup> データ制約により、各指標は通常の方法とは異なった算出方法を用いている場合がある。詳しくは各項目の注釈にて記すこととする。

## 2. ゆうちょ銀行の財務諸表分析

### 2-1 収益性分析

図表 2-1 主な収益性指標（単位は%）

ゆうちょ銀行			
年度	売上高純利益率	売上高事業利益率	手元流動性比率
平成 19 年度	11.4	2.5	163774.5
平成 20 年度	9.2	0.2	86580.5
平成 21 年度	13.4	22.3	99280.5
平成 22 年度	14.3	23.8	97985.9

三井住友FG			
年度	売上高純利益率	売上高事業利益率	手元流動性比率
平成 19 年度	9.9	17.9	7405.9
平成 20 年度	-10.5	1.2	11463.4
平成 21 年度	8.5	17.6	13060.7
平成 22 年度	12.3	21.4	15347.2

みずほFG			
年度	売上高純利益率	売上高事業利益率	手元流動性比率
平成 19 年度	6.8	8.7	9932.7
平成 20 年度	-16.7	-11.2	12255.9
平成 21 年度	8.4	11.6	20573.8
平成 22 年度	15.2	21.6	24175.4

景気変動の影響による収益性に対する欠点の小ささ

ゆうちょ銀行は資産の約7～8割を利回りの低い国債で運用しているため、景気変動に伴う収益力の減少幅が小さい。これはリーマンショック直後の売上高純利益率や売上高事業利益率<sup>2</sup>において、メガバンクが赤字を計上しているのに対してゆうちょ銀行では殆ど変動していないこと、企業の支払い能力を示す指標である手元流動性比率がメガバンクよりも遥かに高い水準で推移している（みずほFG、三井住友FGの約3～6倍）ことから推察される。

<sup>2</sup> 売上高純利益率・売上高事業利益率は売上高に代わって経常収益，事業利益に代わって経常利益を代用。

メガバンクと比較しても明らかに高い有形固定資産回転率

ゆうちょ銀行の有形固定資産回転率は金融業故に高いのは当然であるが、メガバンクと比較しても明らかに高い水準にあるといえる(みずほFG、三井住友FGの3~4倍)。後述するが、かんぽ生命でも同様の傾向が見られる。これは、他の民間銀行が規模の大きな自社ビルを通して営業を行うのに対し、ゆうちょ銀行が基本的に郵便局の一角で営業を行い、またフランチャイズによる小規模郵便局の拡大によって店舗網を拡大してきたことに起因するものであると思われる。

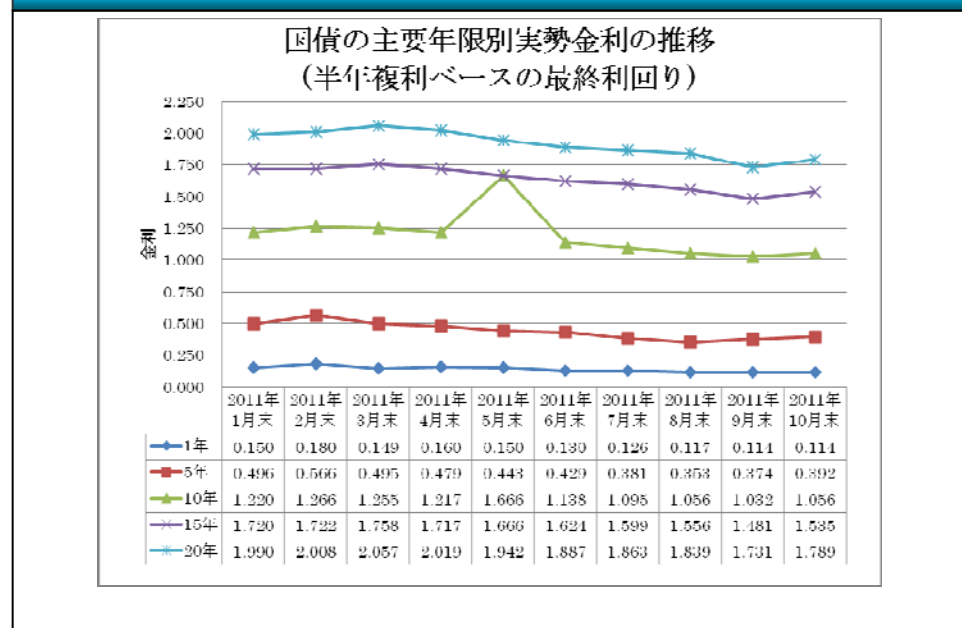
収益力の小さい国債運用の限界とリスク

しかしながら、先述の通り、国債の運用が7~8割を占めるゆうちょ銀行では収益力そのものは安定しているものの、メガバンクと比較すると極めて小さい(流動資産の回転率を示す指標である手元流動性回転率について比較するとメガバンクの約5分の1に満たない)。しかもその収益力の保証には巨額の資金規模が必要とされる(民営化の議論の際の骨格経営試算によれば、コスト構造が変化しない限り、貯金残高が150兆円を割ると赤字に陥るとされる)。また、国債偏重の運用は、国債価格の下落に伴う含み損の発生というリスク(金利リスク)を孕んでいることにも注意したい。

国債依存からの脱却の必要性と運用の変化の兆し

2011年1月、S&Pが日本のソブリン格付けを「AA」から「AA-」に格下げし、さらなる引き下げも検討されているが、この出来事を経て東日本大震災が発生した現在においてさえ、国債利回りは上昇するどころか低下傾向にある。(下図参照)。

図表 2-2 国債の主要年限別実勢金利の推移



これは震災や原発事故を受けた株式相場の下落やギリシャ国債を抱える欧州の財政不安を背景に、比較的安定した日本国債への購入意欲が強まっているからだと考えられている(『金融ジャーナル』2011年9月号、P27参照)。しかし、国債運用に依存した体制が今後も旧態依然として維持されるのは必ずしも好ましくないであろう。確かに急激に国債保有率を下落させて外国債券に転換するのは危険だが、長期的には国債依存の体制から徐々に移行していく必要がある。実際のところ、国債保有は2010年度3月末から2011年度3月末にかけて9.4兆円減と大きく減少しており、その分外国債券が3.6兆円増と大きく伸長している。今後は運用額に見合った適正なリターンを獲得するべく、運用先を分散させていく方針であろう。

**国債依存からの脱却のために必要とされるマネジメント能力の拡充の必要性**

これまでゆうちょ銀行は安定した日本国債を中心に運用してきた。国債偏重の運用は低リスクで景気の影響を受けにくいというメリットがあるが、一方で収益性が小さいというデメリットを抱える。最近では収益性を向上させるため運用先を比較的lowリスクと思われる外国債にも分散させようとしているが、日本国債への依存から脱却し運用先・運用手段を多様化させれば一民間銀行のように動くようになれば、そこにはまた別のリスクが付きまとう。すなわち人材不足である。

国営企業であったゆうちょ銀行では収益性よりも安定性が重視されたため株式などリスクが大きいものの運用がこれまで必要とされていなかった。組織的制約によりリスクマネジメントのノウハウがなく人材の育成がこれまで行われていなかった。これは現状からの脱却を図るうえで決して無視はできない問題である。資産の額面を見る限り、仮にゆうちょ銀行が上場するようなことがあれば、一夜にして日本最大の資産規模を有した金融機関が誕生することになる。しかしその「巨人」が、目まぐるしく変動する外部環境に適応し、これまで通り安定した、かつこれまでよりも適正な収益を上げ続けられるのかどうかについては、額面からでは判断できない。

## 2-2 生産性分析

ゆうちょ銀行とメガバンク3社で生産性に関する比較を行った。生産性を示す指標は、付加価値・設備生産性・一人当たり人件費・労働分配率の4つとした。本来ならば、ゆうちょ銀行はメガバンク3社と比較すべきであろうが人件費の項目の関係上、生産性の分析に関しては、みずほフィナンシャルグループを除いた2社は、それぞれ銀行単体で比較している。また、ゆうちょ銀行の2007年度の一人当たり人件費が低くなっているのは、ゆうちょ銀行の民営化が2007年度の途中であったためである。

では、各項目の比較をしてみると付加価値は4社とも2007年度がずば抜けて大きくなっている。これは、2007年度のみがリーマンショック前のデータであることが原因と考えられ、リーマンショックの生産性に与えた影響の大きさがうかがい知れる。

### 労働分配率の低さ

一方、違いで特筆すべきは、労働分配率である。ゆうちょ銀行は他の3社に比べ、労働分配率が10分の1程度である。これに関しては、分子である人件費の影響が大きいですが、それがゆうちょ銀行の特徴であるか、人件費を従業員数と平均給与から算定したことにより少なく見積もられたからなのか、今回の分析では判断することができなかった。

全体として、生産性の分析は今回用いた4つの指標のうち3つに人件費が関わってきたため、人件費が正確に求められないと、十分に有意な結果をだすことは、厳しいといえる。

### 設備生産性の高さ

また、唯一人件費データを用いない設備生産性を比較すると、ゆうちょ銀行が他社と比べても特に大きくなっている。これは収益性の分析でも言及したように、ゆうちょ銀行は郵便局株式会社に窓口業務の多くを委託しており有形固定資産が実際に使用しているものに対して過小なオンバランスとなっていることが原因と思われる。



図表 1-2-3 主な生産性指標<sup>3</sup>

ゆうちょ銀行				
年度	付加価値	設備生産性	人件費/人	労働分配率
2007年度	1,903,712	10.21	4.78	0.0176
2008年度	1,150,198	6.75	9.38	0.0321
2009年度	1,056,074	7.44	9.51	0.0346
2010年度	1,000,117	6.61	9.28	0.0353

三菱UFJ銀行(単体)				
年度	付加価値	設備生産性	人件費/人	労働分配率
2007年度	2,486,539	2.59	11.05	0.148
2008年度	1,191,591	1.30	10.99	0.312
2009年度	1,316,022	1.48	10.66	0.283
2010年度	1,412,857	1.62	10.59	0.261

三井住友銀行(単体)				
年度	付加価値	設備生産性	人件費/人	労働分配率
2007年度	1,614,603	2.39	11.84	0.131
2008年度	1,004,818	1.44	10.86	0.236
2009年度	1,034,397	1.47	10.94	0.238
2010年度	1,130,276	1.58	11.09	0.221

みずほFG(連結)				
年度	付加価値	設備生産性	人件費/人	労働分配率
2007年度	2,724,538	3.39	6.69	0.169
2008年度	1,192,420	1.41	7.93	0.460
2009年度	1,361,739	1.47	8.55	0.484
2010年度	1,521,030	1.60	8.20	0.408

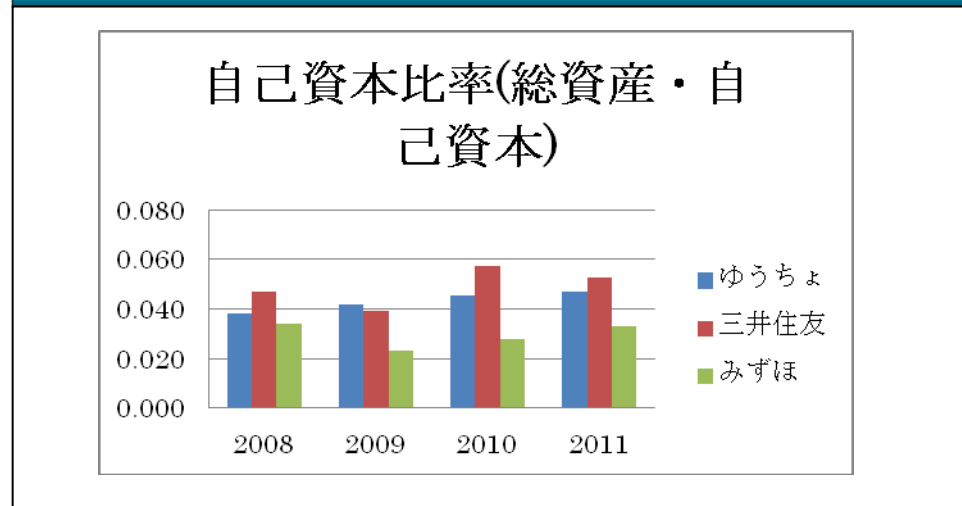
<sup>3</sup> 付加価値額，人件費/人は百万円単位。

## 2-3 安全性・リスク分析

### (1) 自己資本比率の観点から

#### ① 総資産と自己資本を用いて計算した場合

図表 1-2-4 自己資本比率<sup>4</sup>



#### 景気変動の影響を受けにくい ゆうちょ銀行の収益構造

ゆうちょ銀行の保有資産の多くが国債であり収益のボラティリティが低く、景気変動の影響を受けにくく収支が安定している。そのため、利益が圧迫されることが少なく、その結果として赤字に陥る年が無い。大きく利益を伸ばすことも無い分、リスク回避型の収益構造と言える。これはゆうちょ銀行の強みでもあり、弱みでもある。

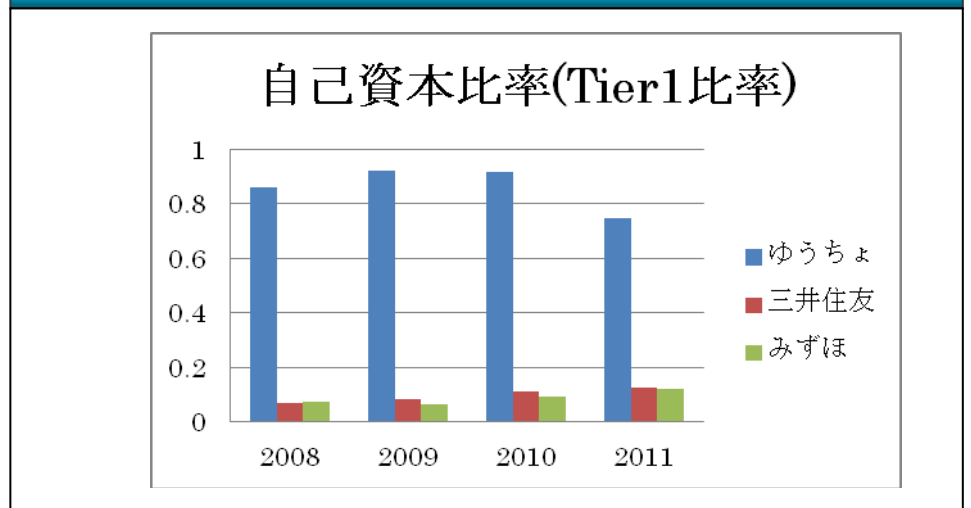
各金融機関の自己資本比率を見ると、大体は2%～6%弱の間で推移している。リーマン・ショックを引き金とした金融危機で民間金融機関が軒並み成績を落としたために三井住友銀行とみずほ銀行は増・減の両方が見られる。一方、その中でもゆうちょ銀行は黒字を保てたため、利益剰余金の増加によって自己資本比率も年々微増している。

#### ② Tier1 とリスク・アセットを用いて計算した場合

①ではリスクを考慮しない自己資本比率を算定したが、国際決済業務に関するBIS規制などでは、リスクウェイトを考慮したリスク総量に対する自己資本の拡充率が重要となることから、これらの分析も行った。

<sup>4</sup> 自己資本比率＝純資産／総資産。今回は簡便な方法として株主資本ではなく純資産を分子に用いている。

図表 1-2-5 Tier 1 比率<sup>5</sup>



高い Tier1 比率を誇る郵貯銀行だが、適切な投資はできているか？

資産の種類ごとに一定のリスクウェイトを乗じて加算することでリスク・アセットが計算される。例えばゆうちょ銀行の投資先として最も割合の大きな国債のリスクウェイトは0%、企業向け融資は100%である。それ故、資産の多くが国債であり、企業向け融資が僅かしかないゆうちょ銀行のTier 1比率は桁違いに大きくなる。ゆうちょ銀行の健全性は万全だと言える。しかし、一方でそれは適切なリスクを考慮した投資が出来ていないことを意味し、資本を眠らせているともいうことができる。「ゆうちょ銀行に埋蔵金が眠っている」と言われる所以である。

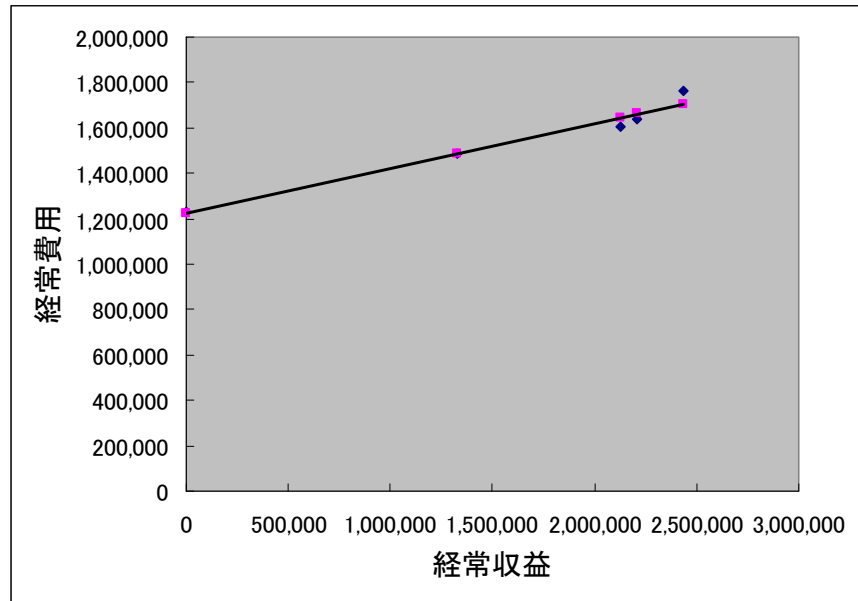
## (2) 損益分岐点の観点から

固定費・変動費の分解は非常に難しい

2008年3月期から2011年3月期までの4年間の経常的収入と経常的支出のデータを用い、最小二乗法によって費用の固定分解を行ったところ、ゆうちょ銀行と三井住友銀行は固定費が負の値となってしまう、損益分岐点比率などが求められなかった。総費用法で算出しても同様であった。算出された変動費率はゆうちょ銀行が82.8%、三井住友銀行が97.0%、みずほ銀行が65.5%であった。金融業界は設備投資などが不要であり、費用のほとんどが変動費であるため、金融業界の変動費率は高い傾向にある。

<sup>5</sup> ROA=Tier1/リスク量。

図表 1-2-6 固定費・変動費分解



そこで、費用・収益項目をより細かく分類した固定費分解を考える<sup>6</sup>。経常費用項目は主に、資金調達費用、役員取引等費用、特定取引費用、その他業務費用、営業経費、その他経常費用に分類される。このうち、営業経費は給与、退職給付費用、減価償却費、賃貸料、郵便局への窓口業務手数料などが含まれており、固定費的な性格が強いといえる。よって、これを固定費とし、その他の費用を経常収益との最小2乗法で変動比率を算出した。その結果が以下である。

図表 1-2-7 安全余裕度

固定費	1,232,407 百万円
変動費率	0.198
損益分岐点	1,527,226

年度	安全余裕度
2008年度	0.494
2009年度	0.441
2010年度	0.420

<sup>6</sup> この固定費分解は金融機関の損益分岐点分析では使用されることがある。

### 3. かんぽ生命の財務諸表分析

生保業界に属するかんぽ生命について分析を行うにあたり、一昨年、生保業界において看過できない動きがあったことを確認したい。第一生命の株式会社化と東証一部上場である。日本生命や明治安田生命など、かんぽ生命を除く業界の Top Tier が揃いもそろって相互会社の形態を維持している中で、株式会社化、更には株式上場まで行った第一生命の動向を観察し、比較を行うことは大いに意義があると思われる。そのため、ここではかんぽ生命の比較対象として、第一生命を選出することにした。

#### 3-1 収益性分析

図表 1-3-1 主な収益性指標

指標	かんぽ生命			
	平成 21 年度	前年比 <sup>7</sup>	平成 22 年度	前年比
経常収益	145,916	-6%	133,754	-8.3%
保険料等収入	75,056	-4.7%	73,423	-2.1%
基礎利益	4,271	-1.2%	4,844	13.4%
逆ざや(利差損)	2,362	-1,175	1,393	-969

指標	第一生命保険			
	平成 21 年度	前年比	平成 22 年度	前年比
経常収益	52,940	-	45,715	-13.6%
保険料等収入	37,042	-	33,124	-10.5%
基礎利益	3,301	-8.5%	2,759	-16.4%
逆ざや(利差損)	828	180	903	75

#### 安定した基礎利益

保険業において、本業の期間収益をあらわす指標には経常収益よりも基礎利益を用いることの方が多い。東日本大震災を経て多くの生命保険会社の収益指標が悪化する中、かんぽ生命の基礎利益は前年比 13%増と好調である。また、予定利率が実際の利回りを上回ることで起きる逆ざやも改善されている。堅調な収益基盤を持っていると考えてよいだろう。

<sup>7</sup> 前年比は逆ざやは前年からの変動額、その他は前年からの変動率。

高額の責任準備金と高いレバレッジ

かんぽ生命の強みの1つとして、高額の責任準備金(負債)がある。そのため、財務レバレッジは第一生命と比較すると高い水準にあることが分かる。また、自己資本回転率においても自己資本(純資産)が負債に比べて少額となるため、第一生命の2倍近い値をとっている。

非常に高い有形固定資産回転率

かんぽ生命の有形固定資産回転率を比較すると、第一生命の約35~40倍の値をとっていることが分かる。そこで分母(有形固定資産)と分子(経常収益)について比較すると、明らかにかんぽ生命の有形固定資産額が過少であることが分かる。これは、かんぽ生命が従来民間保険会社のように自社専用窓口を持たず郵便局と窓口を共有してきたこと、営業職員による訪問販売によって収益を上げてきたことによるものと思われる。

図表 1-3-2 主な収益性指標<sup>8</sup>

かんぽ生命			
年度	経常収益(分子)	有形固定資産(分母)	回転率(%)
平成19年度 <sup>9</sup>	7,686,842	97,892	7852.3
平成20年度	15,533,727	115,906	13402
平成21年度	14,591,640	99,297	14694.9
平成22年度	13,375,468	89,812	14892.7

第一生命保険			
年度	経常収益(分子)	有形固定資産(分母)	回転率(%)
平成19年度	-	-	
平成20年度	-	-	
平成21年度	5,294,004	1,244,006	425.5
平成22年度	4,571,556	1,296,105	352.7

ニーズとの乖離に伴う保険料収入の低下

しかしながら、低金利の状況が続く昨今では、保険業界における貯蓄性商品のニーズが減少している。特に、かんぽ生命の主力商品である養老保険が貯蓄性の商品であり、加えて少子高齢化に伴うニーズの減少から、保険料収入は減少の一途をたどっている。

<sup>8</sup> 経常収益・有形固定資産の単位は百万円。

<sup>9</sup> ゆうちょ銀行は2007年9月1日設立のため、2007年度のフロー項目は、9月~3月の6ヶ月分である。

#### 郵政改革自体への障壁

ゆうちょ銀行にもいえることであるが、かんぽ生命では民間の企業のように保険の限度額の引き上げや新規業務の立ち上げを自由に行うことが出来ない(郵政民営化委員会の意見を聞かなければならない)。この障壁を法的に撤廃しない限り、完全民営化による収益構造の改善は難しいと見られる。

#### 市場の収縮とニーズの変化 に対応する商品開発の必要性

保険業界に限った話ではないが、今後国内において人口増加は見込めず、市場全体のパイは減少の一途をたどることが予想される。現状を見る限り、かんぽ生命の基礎利益は比較的堅調に推移しており、収益基盤には何ら問題が見られないように思われる。しかし長期的な視点から言えば、この収益基盤を維持するためには既存契約の維持だけでなく新規契約の開拓を通していかに市場競争を制するかが鍵となろう。最近では大手各社が晩婚化と社会進出によりマーケットが拡大した独身女性や保険に加入していない若年層などにターゲットを絞った商品を開発している。顧客のニーズに対応した商品設計の重要性が今後ますます増大すると思われる。

#### 販売チャネルの開拓の必要性

また、販売チャネルにおいても同様である。従来のような営業職員による訪問販売は、高コストであるだけでなく、近年のセキュリティ意識の高まりとともに訪問自体が困難になり、合理性を失いつつある。その代わりに、銀行窓販やインターネット、損保代理店などの新たなチャネル開発が必要となってくる。すると、これまでは強みともいえた有形固定資産の過少性が今度は新たな収益基盤を構築する際の楔となる可能性がある。それだけではない。先ほど述べた商品開発においても、民間企業のように迅速な商品設計を行えない現状では、競合他社に後れをとる可能性がある。したがって、現在の収益基盤を維持するためにも、実現可能な範囲でのチャネル開拓、柔軟な商品設計を行うための組織設計・制度改革がかんぽ生命にとって急務となろう。

### 3-2 生産性分析

かんぽ生命は労働生産性、  
設備生産性が高い

特筆すべき指標としては、かんぽ生命の労働生産性と設備生産性の高さで、どちらも第一生命の10倍程度である。

労働生産性については、付加価値額がほぼ同じであることから従業員数によって生じた差である。これについては2つ解釈ができる。1つはかんぽ生命の従業員の質の良さで、少人数でも多くの価値が付加できるということである。もう1つは、かんぽ生命は、他の郵政グループとの連携、つまりシナジー効果により付加価値が高くなっていることである。かんぽ生命は直営店が対法人業務に特化しており、個人向けは郵便局各社に業務を委ねている代理店方式を採用していることが例として挙げられる。

かんぽ生命の設備生産性の  
高さはシナジー効果が原因

次に設備生産性についてであるが、こちらもかんぽ生命と第一生命の付加価値額は同程度であるため有形固定資産の額による差といえる。有形固定資産の少なさについては、労働生産性の高さで考えられる理由の1つとして挙げたように、郵政グループとのシナジー効果である。ゆうちょ銀行の比較の際と同様人件費の問題が生じたが、かんぽ生命の比較の場合は両社の人件費を同じ方法で求めたため、人件費による問題はそれほど大きくないと思われる。

図表 1-3-3 主な生産性指標<sup>10</sup>

かんぽ生命				
年度	付加価値	労働生産性	設備生産性	労働分配率
2009年度	358,968	57.04	3.62	0.685
2010年度	382,931	56.19	4.26	0.677

第一生命保険				
年度	付加価値	労働生産性	設備生産性	労働分配率
2009年度	322,041	5.571	0.259	0.774
2010年度	278,660	4.897	0.215	0.888

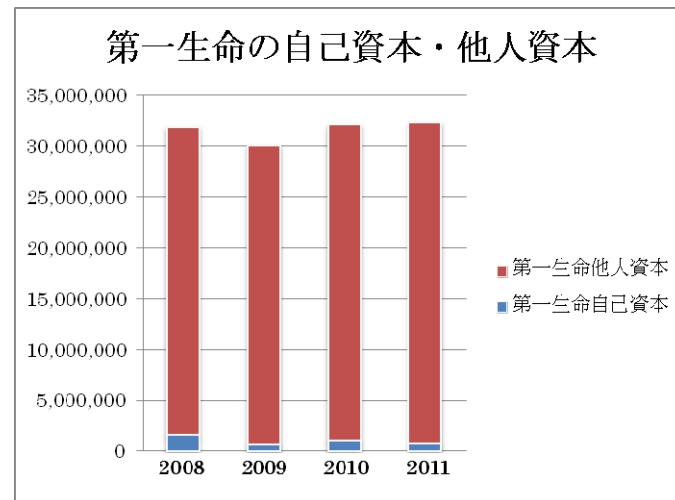
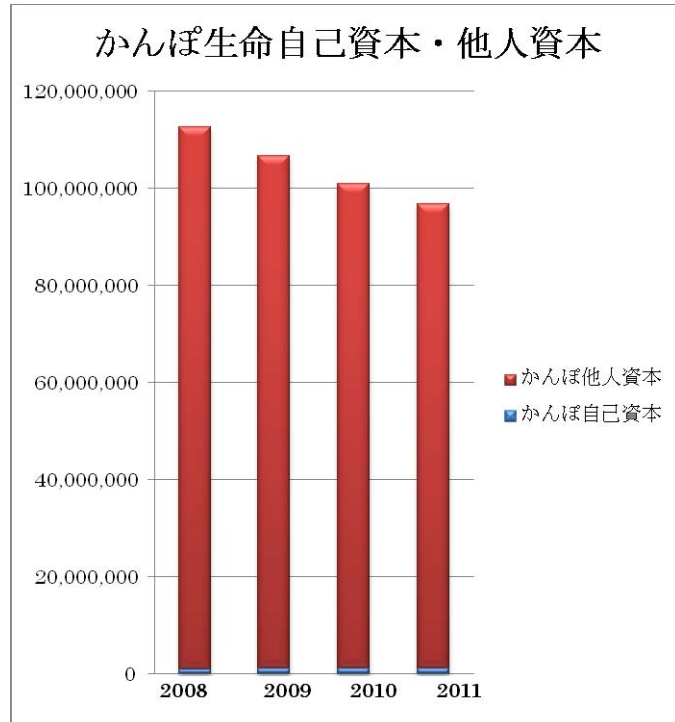
<sup>10</sup> 付加価値額，人件費/人は百万円単位。



### 3-3 安全性・リスク分析

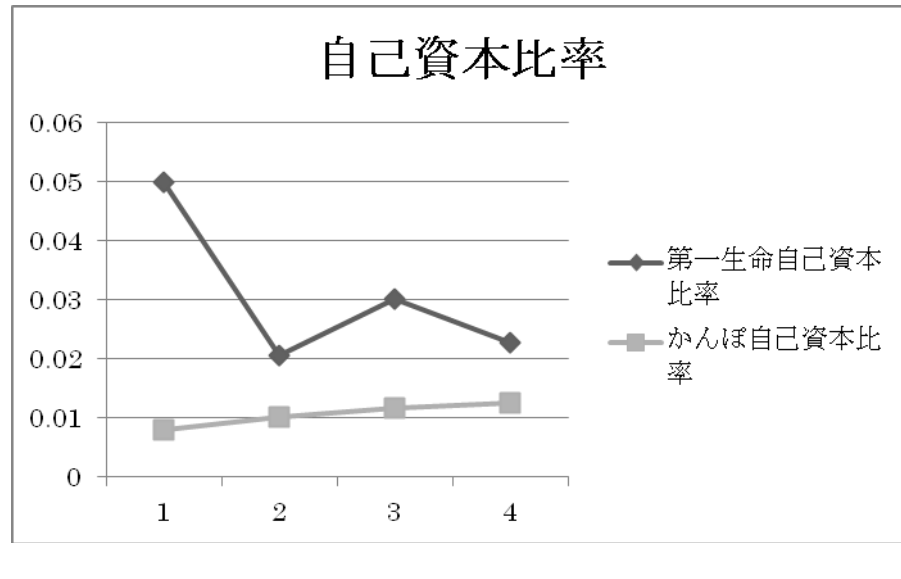
(1) 自己資本比率の観点から

図表 1-3-4 自己資本・他人資本



図表 1-3-5 自己資本比率

	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
かんぽ生命 自己資本比率	0.804	1.007	1.158	1.248
第一生命 自己資本比率	4.982	2.065	3.003	2.266



非常に大きなかんぽ生命の規模と自己資本率の上昇

総資産額を比較するとかんぽ生命が第一生命と比べて約3倍と、かなり大きくなっている。しかしながら、かんぽ生命の総資産額は年々減少している。また、自己資本比率を比較してみると、かんぽ生命は、どの年度においても第一生命の自己資本比率よりも低くなっていることが分かる。しかしながら、負債額の減少と自己資本の増加により、大体半分程度の大きさであるが、次第に自己資本比率が伸びていることが分かる。

## (2) 損益分岐点分析

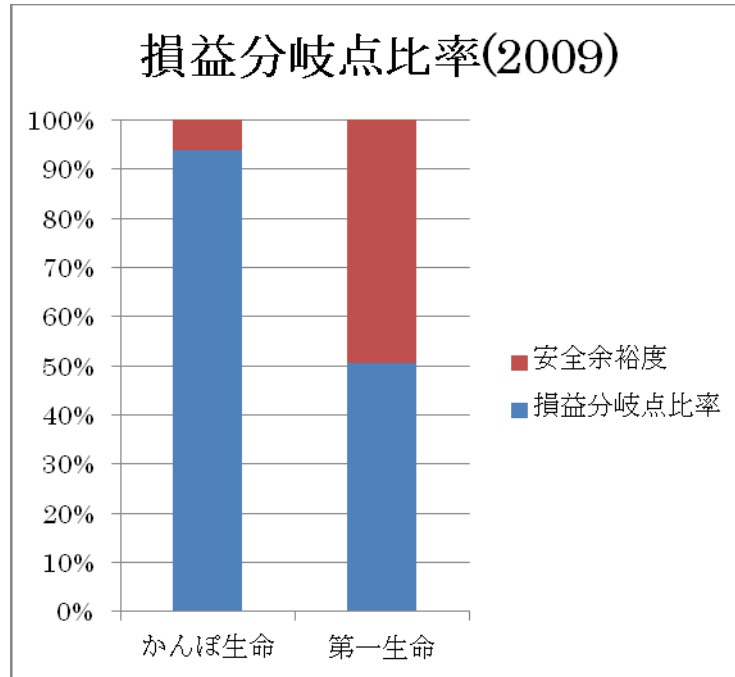
次は、リスク分析をするにあたり、2007年度から2010年度のデータで最小二乗法を用いて固定費分解を行ったところ、ゆうちょ銀行と同様、固定費が負の値となってしまう、損益分岐点比率などが求められなかった。

そこで2008年度のデータを用いて<sup>11</sup>総費用法を用いて固定費分解を行った。結果は以下のようなものである。

<sup>11</sup> 2009年度、2010年度のデータを用いた場合は固定費が負となり、分析ができなかった。

図表 1-3-6 損益分岐点比率

固定費	186,175 百万円
変動費率	0.974
損益分岐点	7,221,676
損益分岐点比率	0.939



この値に従って損益分岐点の分析をすれば、第一生命の営業が安定しているのに対し、かんぽ生命には安全余裕度がかなり低くなっていると判断できる。

ただし、他の年度では固定費が負となったことからわかるように、損益分岐点の妥当性について、多少の疑問を持たざるを得ない。

## 4. 日本郵政グループの財務諸表分析

### 4-1 収益性分析

日本郵政グループの収益性における、ゆうちょ銀行・かんぽ生命への偏重

収益性分析を行うにあたり、注意しなければならないことがある。まず、郵政グループにおける収益(経常収益)の約8割を『かんぽ生命』が占めているということである。そのため、郵政グループ全体の収益性について経常収益を用いて算出した指標には『かんぽ生命』の属性が強く反映されうることに留意されたい。一方で、利益(経常利益)については『ゆうちょ銀行』が5割、『かんぽ生命』が約4割と拮抗している。グループ全体の収益性を分析する際には、こうしたグループ内における各社の業績が強く影響していることに注意しなければならない。

図表1-4-1 主な収益性指標

郵政グループ全体の経常収益に占めるかんぽ生命、ゆうちょ銀行の割合		
	かんぽ生命	ゆうちょ銀行
平成19年度	76.1%	13.1%
平成20年度	77.8%	12.4%
平成21年度	77.7%	11.7%
平成22年度	76.5%	12.6%

郵政グループ全体の経常利益に占めるかんぽ生命、ゆうちょ銀行の割合		
	かんぽ生命	ゆうちょ銀行
平成19年度	2.7%	58.3%
平成20年度	25.7%	46.3%
平成21年度	37.6%	49.0%
平成22年度	44.1%	55.0%

日本郵政グループの強固な収益基盤

上記の通り、現在はグループの中核を担うゆうちょ銀行、かんぽ生命が安定した利益を生み出しているため<sup>12</sup>、現在は強固な収益基盤を持っているといえる。

<sup>12</sup> 詳しくはゆうちょ銀行、かんぽ生命の分析を参照。

## 郵便事業の環境の悪化

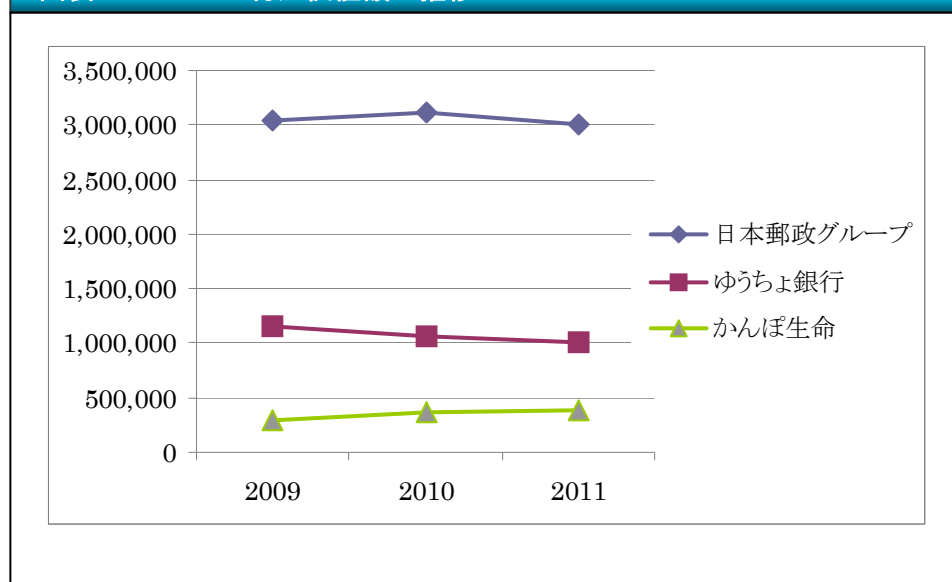
しかし、郵便事業会社は現在、郵便物数の減少(毎年約1.6~5.3%)による収益の減少、さらに宅配便事業の承継に伴う費用の増加や事業統合直後のゆうパック遅配問題への対応に係る費用の増加によって2期連続の赤字を計上している。おそらく今後も郵便物数の減少は続くと予測されるため、金融業以外では安定した収益基盤を築くのは困難であると思われる。事実、郵便局会社の営業収益1兆2563億円のうち、ゆうちょ銀行からの手数料6300億円とかんぽ生命からの手数料4000億円が約8割を占めている。

## 4-2 生産性分析

生産性分析を行うにあたり、郵政グループの総資産・経常収益の9割、経常利益の8割をゆうちょ銀行とかんぽ生命が担っていることから、ここでは日本郵政グループ全体と、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の各事業間のバランスを中心に議論していく。

### (1) 付加価値額

図表1-4-2 付加価値額の推移



付加価値額ではゆうちょ銀行、かんぽ生命の割合が比較的低い

総資産や経常収益に比べ付加価値額はゆうちょ銀行、かんぽ生命の割合が低い。上述したように郵政グループの収益力の中心はゆうちょ銀行とかんぽ生命であるが、人件費+法人税等(税効果後)+支払利息+当期純利益で計算される付加価値額はそのゆうちょ銀行とかんぽ生命が占める割合は低い。

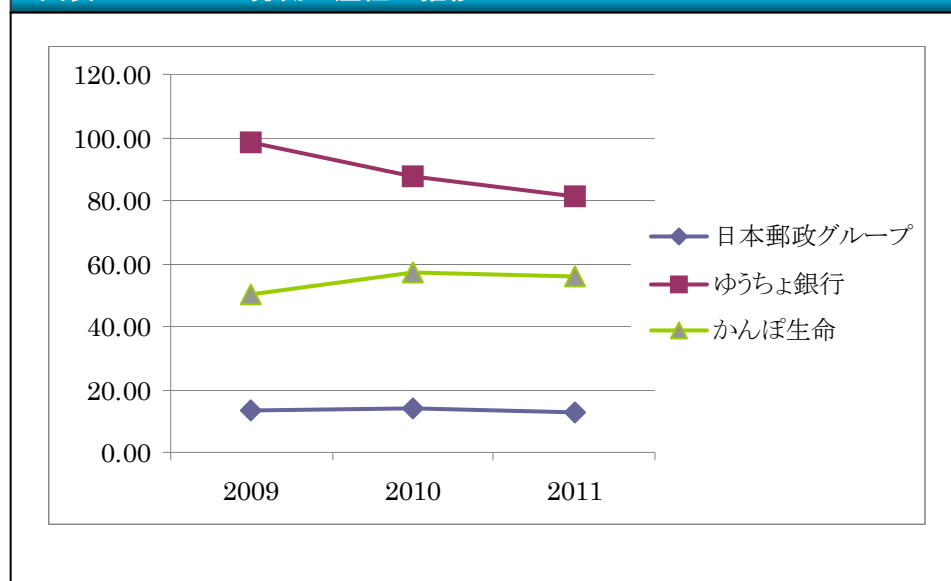
## 人件費削減の必要性

近年、郵便事業は営業赤字を計上している。郵便事業の問題は、「ゆうパック」と「ペリカン便」の統合の失敗と人件費である。これらの統合費用や、遅配による損害賠償、採算度外視で人員を割いてトラック便を確保し続けたこと、また電子メールの普及による収入の落ち込みの影響も大きい。様々な対策を講じてはいるが、営業費用の7割を人件費が占めており人件費の削減は避けて通れない問題になっている。

他指標に比べ、人件費の問題があるため付加価値額はゆうちょ銀行・かんぽ生命だけでなく、郵便事業が受け持つ割合が大きくなったと考えられる。

### (2) 労働生産性

図表 1-4-3 労働生産性の推移

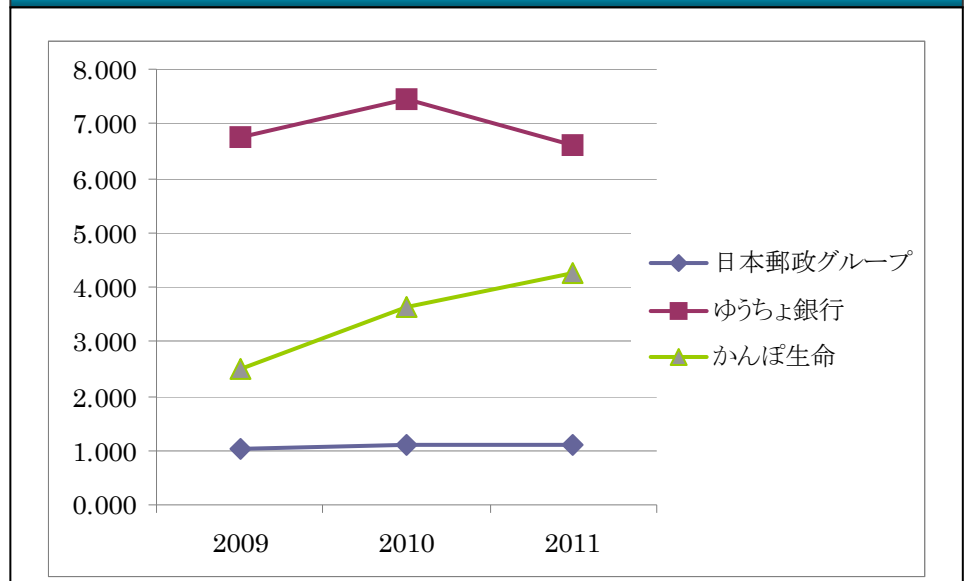


## ゆうちょ銀行の高い労働生産性

従業員1人あたりの付加価値額を示す労働生産性では、日本郵政グループよりもゆうちょ銀行、かんぽ生命のほうが大きい。このことから、日本郵政グループの生産性の中核を占めているのはゆうちょ銀行、かんぽ生命であるといえる。

(3) 設備生産性

図表 1-4-4 設備生産性の推移

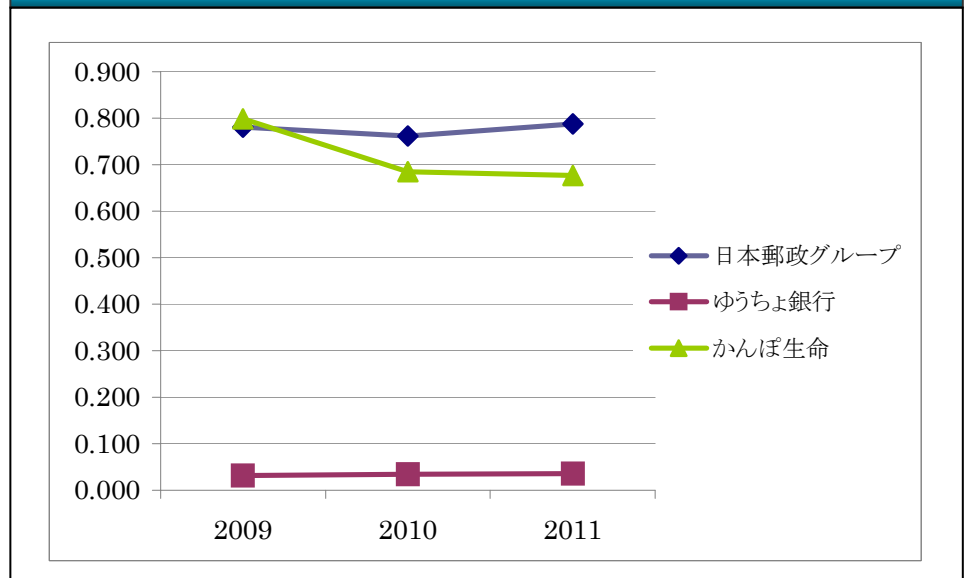


設備生産性ではゆうちょが  
ずば抜けて高い

有形固定資産 1 単位あたりの付加価値額を示す設備生産性でも、ゆうちょ銀行の数値が高いことがわかる。郵政グループとして利用度は低いですが、近年ではかんぽ生命の割合が上がってきている。

(4) 労働分配率

図表 1-4-5 労働分配率の推移



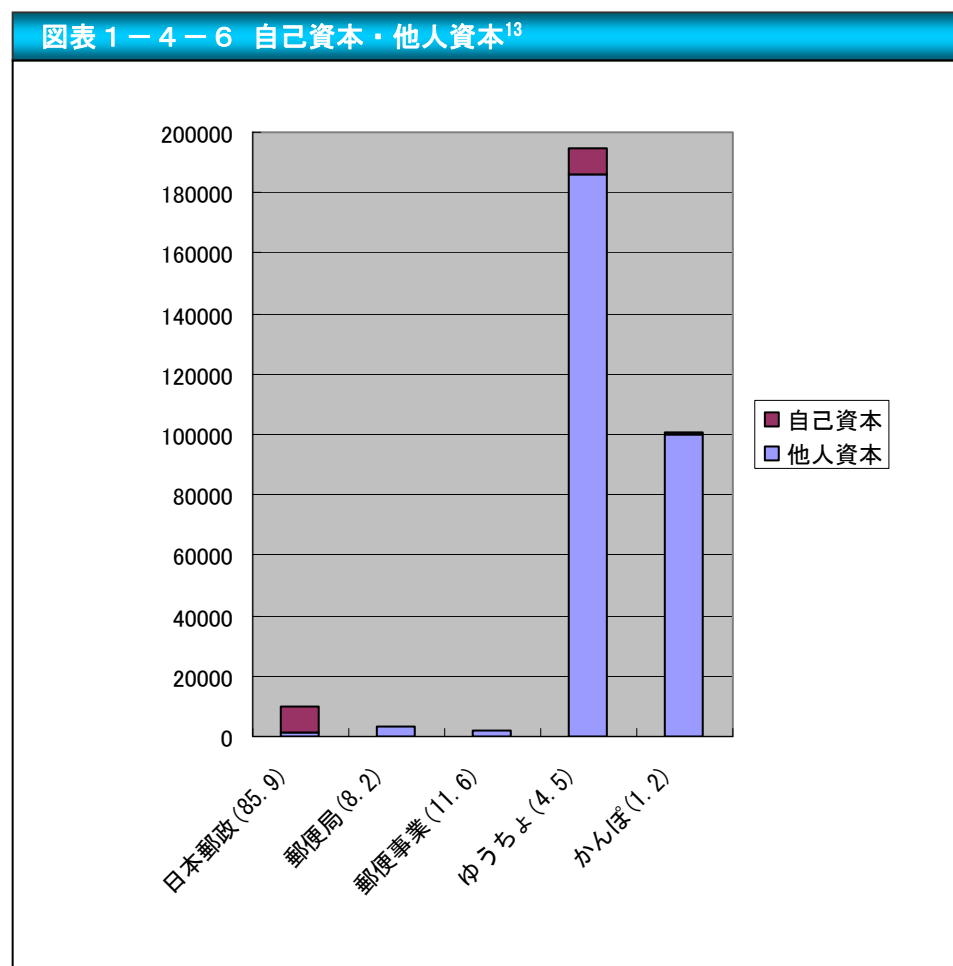
ゆうちょ銀行の顕著な労働分配率の低さ。生産性の中心はゆうちょ銀行。

付加価値に占める人件費の割合を示す労働分配率であるが、ゆうちょ銀行が飛び抜けて低い。原因として、ゆうちょ銀行は労働生産性が高いこと、各期純利益高が全体の約半分を占めていることなどが挙げられる。

以上から、郵政グループ全体を引っ張っているのはゆうちょ銀行、かんぽ生命であるが、1人あたりの付加価値額や労働分配率などから生産性を見ると、郵政グループの生産性の中核を担っているのはゆうちょ銀行であると考えられる。

### 4-3 安全性・リスク分析

#### (1) 自己資本比率



<sup>13</sup> 括弧内は各単体株式会社の自己資本比率



自己資本比率は低い、安全性に問題は無いと考えられる

日本郵政グループの連結ベースでの自己資本比率は 3.2%と金融機関を子会社に持つ連結主体としてはかなり低くなっている。これは、ゆうちょ銀行の分析でも触れたように、投資先が国債に偏重しており、リスクが小さいことが、この自己資本比率を可能にしている。よって、この自己資本比率の低さが日本郵政グループの安全性の低さ、リスクの高さを表しているとは考えられない。

## (2) 損益分岐点分析

非常に大きな変動比率と安全余裕度ゆえの非常に高い安全性

2008 年度～2010 年度の経常費用、経常収益のデータを用いて、最小 2 乗法によって固定分解を行った。以下がその結果である。

図表 1-4-7 固定分解、安全余裕度

固定費	44,645 百万円
変動費率	0.949
損益分岐点	867,670 百万円

年度	安全余裕度
2008年度	0.914
2009年度	0.957
2010年度	0.950

変動比率はかなり大きくなっており、固定費が売上（経常収益）規模に対して非常に小さくなっている。損益分岐点も売上規模に対してかなり小さくなっており、安全余裕度もどの年度についても 90%を超えるかなり大きな値となっている。つまり、経常的な収支の安全性についてはかなり高い水準であるといえる。

また、現在の売上規模から約 2 割の収益が減少して経常収益が 15 兆円となったとしても、約 7000 億円の経常利益を確保することができる。これは過去 4 年間の中でもっとも大きな特別損失が約 240 億円であることから考えても十分に大きな純利益を確保することが可能であることが分かる。以上より、日本郵政グループの安全性はかなり高いといえる。

変動費削減による利益捻出の可能性

しかし、この分析から、日本郵政の更なる可能性を見出すことができる。もし変動費率を 0.01 減少させれば、現在の売上規模で約 3000 億円の利益が増加することとなる。よって、変動費の削減でかなり大きな利益を生み出すことが可能となるのである。

## 5. 第1部総括

日本郵政グループの収益性における、ゆうちょ銀行・かんぽ生命への偏重

郵政グループの収益・利益の大部分を占めているのは、比重の違いこそあれど、ゆうちょ銀行・かんぽ生命の2社である。従って、この2社の動向がグループ全体を左右すると言っても過言ではない。そこで、第1部の総括として、財務諸表分析を元にこの2社の現状の強み、弱みを分析し、今後の日本郵政グループのあり方についての議論を行うこととする。

### 5-1 日本郵政グループの強み・弱み

#### (1) ゆうちょ銀行

国債投資偏重による安定感と収益性の小ささのトレードオフ

ゆうちょ銀行の資産の大部分が国債であるため、景気変動に伴う収益のぶれが少ないという点が大きな強みである。多くの民間金融機関が赤字となったリーマン・ショック時でさえ、ゆうちょ銀行は黒字を維持出来たのであるから、その安定感は群を抜く。だが一方で、国債偏重の資産構造には収益力の小ささというデメリットが付きまとう。また、金利リスクの上昇による国債価格の下落という危険も孕んでいる。

#### (2) かんぽ生命

見かけ上の経常収益の安定と実際の保険料収入の減少

かんぽ生命は非常に高額な責任準備金を積み立てており、財務レバレッジも高い水準にある。戻入額も多く、収益が安定しているという強みを持つ。だがそれはあくまでも数字上の話であり、収益の基礎である保険料収入は減少の一途を辿っており、責任準備金戻入額の経常収益に占める割合が他社と比較しても非常に高く、収益構造としては好ましくないであろう。

#### (3) 日本郵政グループ

郵便局ネットワークのメリット

ゆうちょ銀行・かんぽ生命の両社に共通することは、有形固定資産額が非常に少ないという点である。郵便局との連携によって店舗網を拡大出来るために、自社ビルや自社専用窓口など有形固定資産への大規模な投資を行う必要が無いためである。これには一長一短あり、ネットワーク拡大にコストがかからないというのは当然メリットであるが、例えば新たなチャネルを拡大していくという戦略を採る状況になった際にはデメリットになり得る。

## 法規制による機動性の減少

また、法規制による業務拡大の困難さという、郵政グループ独自の、そして最大とも言える弱みがある。現在は安定していても、サービスの拡大・迅速な商品開発を行うことが出来ず、競合他社に遅れをとる結果一番の強みである安定性が崩壊する可能性もある。

## 5-2 日本郵政グループのあり方

前節までの分析を鑑み、郵政グループの今後を議論する。しかしながら、グループの枠組みは、日本郵政の経営状況のみの議論で決定しうる問題ではない。日本郵政グループは国のバックアップの下、金融機関としては国内外に大きな影響を与えうる企業となってきた。よって、業界の反応や法整備など、政治的なものを含むより高度な判断が必要となる。そこで、今回の分析では日本郵政グループ<sup>14</sup>の今後のあり方についてのいくつかのシナリオとそ  
の際の問題点等の論点整理を行うこととする。

### (1) 現状維持シナリオ

#### ゆうちょ銀行・かんぽ生命の利益による郵便事業のユニバーサルサービス維持。

現在の郵政グループの収益構造は、ゆうちょ銀行・かんぽ生命の2社で得た利益で枠組みが決定する。競争の概念を持ち込まない前提で言えば、郵便事業はユニバーサルサービスであるべきである<sup>15</sup>ため、採算を度外視する部分がある。もしこの構造を今後も継続させたいのであれば、ゆうちょ銀行・かんぽ生命共に完全民営化させるべきではなく、4社とも郵政グループ傘下であり続ける方が良いであろう。そもそも法規制により事業の拡大が困難である上ノウハウも民間企業と比較しても少ないのであるから、民営化を推し進めても淘汰されてしまう可能性は十分ある。法規制の枠内で戦略の改良・手段を漸次的に増やして経営していくことになる。

<sup>14</sup> 前節に引き続き、分析はグループ内で主要な収益・利益の柱であるゆうちょ銀行、かんぽ生命を中心に分析することとなる。

<sup>15</sup> もちろん、ユニバーサルデザインである必要はないという議論の余地もあるが、本節では現状のグループ形態を維持するという前提の根幹として郵便事業はユニバーサルデザインであるべきという考え方を取ることとする。また、ユニバーサルサービスは利用者へのアピールとなるため、企業の強みにも繋がるという考え方もある。

## (2) 完全民営化シナリオ

ではもし、ゆうちょ銀行・かんぽ生命が完全民営化し、都市銀行・民間保険会社と同様の立ち位置になった場合はどうか。

### ① ゆうちょ銀行メガバンク化シナリオ

ゆうちょ銀行が完全民営化された場合、現状のどのような点が問題となり、今後の課題となりうるのであろうか。

民営化に向けた、現状の法規制の弊害と人材面の問題。

第一に、現状の法規制が問題となる。特に、ゆうちょ銀行の貯金上限額の1,000万円枠は、完全民営化後の競争力の低下を招くであろう点からも大きなネックとなるであろう。しかしながら、上限枠の撤廃のみで他のメガバンクとの競争が可能になるとは言えない。第二の問題として人材面の問題が挙げられる。完全民営化し、メガバンクと同じ土俵で競争をしていく中では、現状の国債投資偏重から、証券や民間企業への投資業務の割合を増加させなければならない。その過程で最も大きな問題となるのは人材である。より高度な専門的な知識を持つ人材とその育成システムを早急に構築しなければ既存のメガバンクとの競争に勝てないことは目に見えている。

他の政府系銀行との合併シナリオ。

そこでゆうちょ銀行の場合、投資銀行業務などのノウハウが皆無であることから、日本政策投資銀行・商工組合中央金庫などと統合させ、メガバンクよりも更に巨大な銀行を創設するというシナリオを考えてみたい。この場合は、今までのゆうちょ銀行という零細なネットワークを保有したまま様々な事業上の選択肢を採れるようになるというメリットが生まれる。だが、それでも人材面ではメガバンクに劣るであろうし、リスク管理などの体制も基礎から構築していかなければならず、コストも莫大である。

### ② ゆうちょ銀行 地域分割シナリオ

地域分割による地銀化による経営の効率化。しかしながら産業内の反発が予想される。

次のプランとして、NTTやJRのように、地域で分割するという案はどうだろうか。この場合は農林中央金庫などと統合の後、北海道・東北・関東などの地域に分割し、その地域に根差したサービスを提供していく。これにより組織としての統制が容易となり、経営の効率化も期待出来る。ただし、このプランは都市部のメガバンクからも、地元の地方銀行からも大きな反発が来ることは想像に難くない、ゆうちょ銀行を完全民営化し一切の郵政グループとしての優遇措置を無くすのが望ましいが、実現可能性は低いであろう。

### ③ かんぽ生命完全民営化シナリオ

完全民営化による民間企業との統合とユニバーサルサービスの毀損のおそれ

続いてはかんぽ生命が完全民営化した場合のシナリオを考えてみたい。

ゆうちょ銀行・かんぽ生命が完全民営化したとしても、資産運用先の殆どが国債であるのだから、市場から見た同社の株式の価値は国債と大差ない。にも拘らず株式を買おうとするのは、経営意思決定に参加する意思がある者だけであろう。その上かんぽ生命のネットワークは極めて零細であり、戦略面も法規制の範囲内とは言え優良との評価を受けている為、統合を望む企業は少なくないと考えられる。そして実際に株式が購入された場合、「モノ言う株主」の影響で効率性重視の経営に転換していく可能性が高い。

ここで想定されるシナリオは、外資系企業と統合するシナリオと、国内企業と統合するシナリオである。外資系企業の場合、モノ言う力が強く、完全な効率性重視の経営となった結果、特徴であるユニバーサルサービスが大きく毀損されてしまう虞がある。一方で国内企業の場合は、まだユニバーサルサービス継続の交渉の余地はあるが、完全に継続させることは不可能であろう。

いずれにせよ、完全民営化すれば経営の健全性が一層求められ、経営効率面の比重がどうしても高くなってしまふ為、今までのようなユニバーサルサービスを継続させるのは極めて困難であると考えられる。ただし、現状のかんぽ生命の場合は現在の収益構造が好ましくなく、安全余裕度も高くないことから、効率面の改善は今後必要となるだろう。

### ④ 完全民営化後の郵便事業・郵便局のあり方

予想される赤字転落。政府による所有（保障）またはユニバーサルファンドの設立。

ここまでは郵政グループ4社のうち主力の2社が完全民営化した場合について考察したが、その場合残り2社と日本郵政はどうすべきであろうか。大きな収益を挙げていた事業の2社がグループ傘下では無くなってしまふため、グループ収益は現在よりも厳しい状況となる。そうなると、たとえ残された2社を民営化しても事業の継続は極めて困難であるし、そもそも一般投資家が株式を購入するとは考えられない。この場合は政府の所有の下、国が提供するサービスのままで居続けることになると考えられる。

ただし、日本の電話事業のように、ユニバーサルサービス・ファンドを創設するという方策もある。収益性の高い地域の事業者から拠出された資金をプールし、収益性の低い地域の事業者への補填とするのである。ユニバーサルサービス・ファンドの創設も同時進行させるのであれば、郵便事業・郵便局の民営化も幾分現実味を帯びるであろう。

### (3) 政府部分保有シナリオ

政府の一部保有による効率化とユニバーサルサービス維持のバランス化。

現状維持シナリオでは採算を度外視する部分がある為に経営効率面で問題が、完全民営化シナリオでは郵政グループの最大の特徴であるユニバーサルサービスが大きく毀損される虞という問題がある。そこで、ユニバーサルサービスを継続させつつ経営の健全性を確保する為に、完全民営化はせず政府が一部を保有することで、政府のコントロールが及ぶ程度の民営化路線を考えてみたい。

全株式のうち3分の1超を政府保有にしておくというのが現時点での政府案である。もし過半数を単独で保有する株主が現れた場合は意思決定のイニシアチブを取ることが出来なくなるが、政府も経営に携われる点で今までのユニバーサルサービスという最大の特徴を可能な限り失わせないように交渉出来る。一方で民間の風をある程度通すことで、民間企業目線の経営のあり方も考慮に入れられるようになり、経営指標の向上など一定の成果は期待出来るであろう。

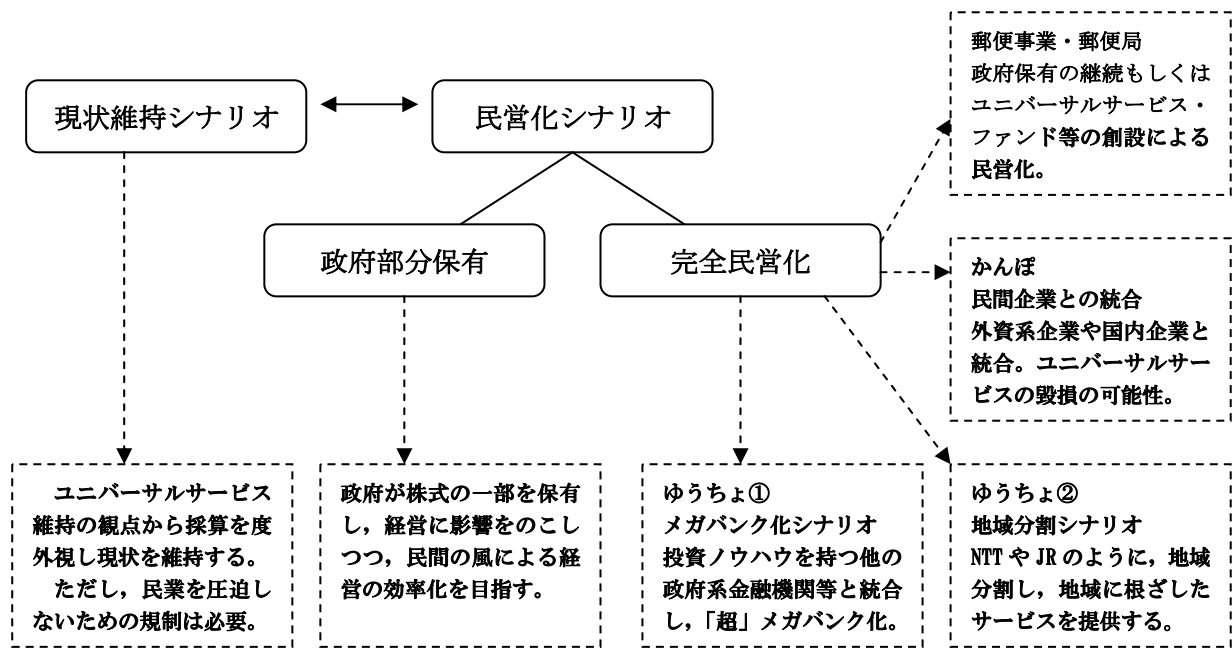
ただ、法案は目下凍結中であり、政党等の交渉も難航中であることから早期決定は望めない。また、3分の1超という保有量も不明瞭で、完全民営化にはならないにせよ保有量はそれ以下になる可能性も否定できず、その場合は政府のコントロールが薄れてしまいかねない。

### 5-3 まとめ

本節の冒頭でも言及したとおり、民営化すべきか否かは高度な政治的な判断も必要となることから、ここでは今後の日本郵政グループのあり方についての論点を整理するのみとする。

郵政グループの郵便・金融・保険の3事業は現時点においては全て郵便局で取り扱われている。そしてその郵便局は零細な地域に設置されており、やや採算を度外視したユニバーサルサービスの色合いが強い。この普遍的なサービスこそ郵政グループの特徴であると考えるのであれば現状維持のシナリオを選択することとなるだろう。しかしながら、この場合には民業を圧迫しないという前提が必要となり、さまざまな法規制を維持、あるいは場合によっては更なる強化をする必要がある。

また、民営化シナリオを選択する場合にも、国内外の既存金融機関からの圧力によって、法規制は一定程度必要となるであろうが、預金の上限額などの規制は逆にゆうちょ銀行の競争力を大きく損なってしまうものとなるものであり、規制が緩和される必要が出てくるであろう。しかしながら、ゆうちょ銀行・かんぽ生命の競争優位は自明ではなく、むしろ人材面やノウハウといったかなりのハンデを背負った状態からのスタートとなることを覚悟しなければならないのではないだろうか。



# 日本郵政 企業分析

## 第2部:企業価値推定

### 【要旨】

- ・ ゆうちょ銀行の企業価値は3兆～6兆円と推定される。これは純資産を下回る額であり、資本コストを上回る利益が獲得できていないことが原因と考えられる。
- ・ かんぽ生命の企業価値は 1.2～1.8 兆円と推定される
- ・ ゆうちょ銀行, かんぽ生命共に, 企業価値は潜在的な部分が多く, 株式上場時の企業価値は投資家の期待や潜在的な価値の推定などの不確実な要素に頼らざるを得ない部分が多い。



# 1. 乗数法による企業価値推定

## 1-1. 推定方法

本節では乗数法による推定を行う。乗数法とは企業価値を写像すると思われる財務指標（バリュードライバー）をもとに企業価値を推定する方法である。これは、一般的な実務的な、あるいはアカデミックな企業価値評価（Koller et al., 2005 ; Palepu et al., 2004 ; Penman, 2004 ; White et al., 2003 ; 桜井, 2010)に用いられている。本節では、この方法を平成 18 年～平成 22 年で東証一部に上場している銀行約 76 行、保険業企業約 6 社に適用し、それによって導出された式に郵政グループ、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の数値を代入することで企業価値を推定する。

なお、上記モデルの推定には、以下 2 つの手順が必要となる。

### ① 適切なバリュー・ドライバーの選択

企業価値を乗数モデルによって推定する際、最初に重要となるのが、バリュー・ドライバーとなる指標(利益, キャッシュフロー, 売上高, 総資産など)を適切に選択することである。何故なら、企業価値と関連性の低い指標を用いて株価乗数を推定しても、それから導出された企業価値の信頼性は極めて低いものになってしまうからである。そのため、今回はあらかじめバリュー・ドライバーの候補となる指標について全てモデル式を推定し、その統計的信頼性を検証することで適切な指標を絞り込んだ。

今回用いたバリュー・ドライバー候補のうち、統計的信頼性(R<sup>2</sup>, t 値)が高かったものは次の 3 つであった。そのため、本節ではこの 3 つのバリュー・ドライバーから導出した乗数モデルを用いて郵政グループ、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の企業価値評価を行う。

**【郵政グループ・ゆうちょ銀行 企業価値評価のバリュー・ドライバーに用いた指標】**

・総資産                      ・純資産                      ・経常利益

**【かんぽ生命 企業価値評価のバリュー・ドライバーに用いた指標】**

・純資産

## ② 類似(比較対象)企業における株価乗数、定数の推定

類似企業における、①で選択したバリュー・ドライバーの値と株式時価総額の値を用いて、統計的に株価乗数とそれに加える定数を導出する。

### 1-2 企業価値推定

以下、銀行 76 行、保険業企業 6 社のデータをもとに各指標について株価乗数等を推定している。

図表 2-1-1 日本郵政グループ各社の予測値

銀行業界		
総資産	定数	株価乗数
平成 22 年度	19367.9	0.0241
平成 21 年度	21161.8	0.0296

純資産	定数	株価乗数
平成 22 年度	11207.15	0.4961
平成 21 年度	5546.89	0.5976

経常利益	定数	株価乗数
平成 22 年度	30853.5	5.6725
平成 21 年度	19589.9	9.7490

保険業界		
純資産	定数	株価乗数
平成 22 年度	113842.9	0.8243
平成 21 年度	320614.3	0.7623

上記の株式乗数、及び定数を用いてゆうちょ銀行、かんぽ生命の企業価値(株式時価総額)を導出したものを下の表に示している。

図表 2-1-2 日本郵政グループ各社の推定値

(単位は百万円)	平成 21 年度	平成 22 年度
日本郵政G(①+かんぽ)	7,000,155	5,884,400
日本郵政G(②+かんぽ)	6,500,238	5,730,558
日本郵政G(③+かんぽ)	6,050,077	4,225,387
① ゆうちょ銀行(総資産)	5,788,119	4,676,710
② ゆうちょ銀行(純資産)	5,288,202	4,522,868
③ ゆうちょ銀行(経常利益)	4,838,041	3,017,697
かんぽ生命	1,212,036	1,207,690
MUFG	6,932,723	5,433,944
SMBC FG	4,369,432	3,656,748
みずほ FG	2,866,464	3,005,942
第一生命	-	1,255,000

乗数法による企業価値は  
 ゆうちょ銀行：3～7兆円  
 かんぽ生命：1.2兆円

この結果、ゆうちょ銀行の企業価値(株式時価総額)は  
 ① 資産をバリュウ・ドライバーにすると約5兆円～6兆円  
 ② 資産をバリュウ・ドライバーにすると約4.5兆円～5兆円  
 ③ 経常利益をバリュウ・ドライバーにすると約3兆円～5兆円  
 となり、またかんぽ生命の企業価値(株式時価総額)は  
 純資産をバリュウ・ドライバーにして約1.2兆円  
 となった。

いずれの指標を用いたモデル式も統計的信頼性は高かった<sup>16</sup>。しかしながら、指標の違いによる企業価値のバラつきが存在するのも事実である。これは以下のように説明できる。

仮にゆうちょ銀行が株式上場を行った場合、市場がゆうちょ銀行の企業価値を推定する際にどの指標を参考にするか(総資産を参考とするか、純資産を参考にするか)で推定される企業価値は異なる。その差額こそが、先述の「バラつき」にあたるのである。

<sup>16</sup> この計算結果の詳細について、データを希望させる方は [hujii@kyoto-u.ac.jp](mailto:hujii@kyoto-u.ac.jp) までご連絡ください。ただし、場合によってはご期待にそえないことがあります。

## 2. 残余利益モデルによる企業価値推定

### 2-1 推定の手順

将来の利益（キャッシュフロー）の予測と資本コストの予測の重要性

残余利益モデルによる企業価値の推定には以下の2つの手順が重要となる。

#### (1) 予測財務諸表の作成

企業価値を推定する上で最も重要なことは将来の利益（キャッシュフロー）を予測することである。なぜなら、単純に言えば企業価値とは将来の利益（キャッシュフロー）の流列の現在割引価値の合計であるからである。よって、まずは将来の日本郵政グループ、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の予測財務諸表を作成することからはじめる。

#### (2) 資本コストの予測

残余利益モデルでは、企業が獲得した利益から資本調達に要したコスト分（資本コスト）を減額し、企業が資本コストを超過して獲得した利益の流列の現在割引価値を求めることによって企業価値を算出する。よって、資本コストがどの程度であるのかを予測することが必要となる。

### 2-2 予測財務諸表の作成

#### (1) 業界分析

予測財務諸表の作成にはさまざまな方法があるが、今回は経常収益からのトップダウン方式<sup>17</sup>を採用することとした。企業の収益や利益は一般に、長期的に見れば（業界における）平均回帰的であることが知られている。そこで、まずは金融および生保業界全体の収益・利益を分析することからはじめることとする。

<sup>17</sup> B/S や P/L の数値を純資産のような一部の項目を除き、経常収益比で表し、経常収益の成長に合わせて財務諸表を作成していく。

## 銀行業

経常収益成長率：約 2%

純利益率：約 10%

## 生保業

経常収益成長率：約 1.5%

純利益率：約 2%

### ① 経常収益の成長率分析

以下のデータサンプルより、2004 年～2008 年の平均経常収益の成長率を計算する。

銀行業：東証 1 部上場銀行業（76 社）

保険業：上場企業（5 社）

銀行業界平均は年率 2.01%，保険業界平均は年率 1.48%となった。よって、これらが長期的に見た際の銀行業・生保業における成長率であると仮定する。

### ② 純利益率<sup>18</sup>分析

①と同様のデータサンプルより 2004 年～2008 年の平均純利益率を計算する。その結果、銀行業界平均は 10.01%，生保業界平均は年率 2.06%となった。よって、これらが長期的に見た際の銀行業・生保業における純利益率であると仮定する。

---

<sup>18</sup> ここでは経常収益に対する純利益の割合を純利益率とする。

(2) 日本郵政グループ各社の分析

次に、過去の日本郵政グループの経常利益成長率、純利益率の実績値を算出する。実績値は図表 2-2-1 のようになる。

図表 2-2-1 日本郵政グループ各社の予測値

ゆうちょ銀行		
年度	経常利益成長率	純利益率
平成 20 年度		9.22%
平成 21 年度	-11.28%	13.44%
平成 22 年度	-0.12%	14.34%

かんぽ生命		
年度	経常利益成長率	純利益率
平成 20 年度		0.25%
平成 21 年度	-6.06%	0.48%
平成 22 年度	-8.33%	0.58%

日本郵政(連結)		
年度	経常利益成長率	純利益率
平成 20 年度		2.12%
平成 21 年度	-5.95%	2.40%
平成 22 年度	-6.95%	2.40%

## 2-3 シナリオ

前節の分析によって、今後の日本郵政グループの収益・利益についてのシナリオを作成する。

### (1) ゆうちょ銀行

経常収益成長率は現状、想定した約2%を下回る-0.12%である。しかし、現状から飛躍的に改善されると考えるよりも、徐々に改善されると考える方が自然であると思われるので、以下のシナリオを今後の分析に用いる。

- ・ 経常収益成長率

5年で現状の-0.12%から2%になり、その後2%で成長。

- ・ 純利益率

5年で現状の14.34%から10%になり、その後10%が持続。

### (2) かんぽ生命

- ・ 経常収益成長率

5年で現状の-8.33%から1.5%になり、その後1.5%で成長。

- ・ 純利益率

5年で現状の0.58%から2%になり、その後2%が持続。

### (3) 日本郵政（連結）

連結財務諸表上、収益・利益のほとんどをゆうちょ銀行、かんぽ生命が占めている。よって、この2社を中心に分析を行う。経常収益比率がゆうちょ銀行約15%、かんぽ生命約85%となっていることから、長期的な成長率・純利益率もこの比率によって算出した加重平均を用いることとする。

- ・ 経常収益成長率

5年で-6.95%から1.575%になり、その後1.575%で成長。

- ・ 純利益率

5年で2.40%から3.2%になり、その後3.2%が持続。

## 2-4 予測財務諸表

以上の分析を踏まえ、予測財務諸表を作成する。図表2-2-2に示したのは郵政グループ各社の10年分の予測財務諸表上の経常収益・純利益である。これらの値を企業価値評価の際に用いることとする。

図表2-2-2 日本郵政グループ各社の予測値

(百万円)	ゆうちょ銀行		かんぽ生命		日本郵政(連結)	
	経常収益	純利益	経常収益	純利益	経常収益	純利益
平成23年度	2205344	316329	13375468	77276	17468947	418929
平成24年度	2212048	298007	12524253	108209.5	16552701	423749.1
平成25年度	2228152	280836.3	11973437	137455.1	15966735	434295.2
平成26年度	2253820	264508.3	11682243	167289.7	15673746	451403.9
平成27年度	2289340	248805.5	11627803	199533.1	15653370	475862.4
平成28年度	2335127	233512.7	11802220	236044.4	15899910	508797.1
平成29年度	2381830	238183	11979254	239585.1	16150334	516810.7
平成30年度	2429466	242946.6	12158942	243178.8	16404702	524950.5
平成31年度	2478056	247805.6	12341327	246826.5	16663076	533218.4
平成32年度	2527617	252761.7	12526447	250528.9	16925519	541616.6
平成33年度	2578169	257816.9	12714343	254286.9	17192096	550147.1



## 2-5 企業価値推定

オールソンモデルによる推定。

残余利益モデルより企業価値を推定した。  
推定式は以下の通りである。

$$PV = C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{A_t - r_e C_{t-1}}{1 + r_e}$$

$PV$  : 企業価値 (現在価値)

$C_t$  : t 期の純資産簿価

$A_t$  : t 期の純利益

$r_e$  : 資本コスト

このモデルは、James A. Ohlson によって提唱されたモデルであり、企業価値は現在の純資産簿価と今後得であろう資本（調達）コストを超過する利益の割引現在価値の合計であるとするものである。

### (1) 資本コストの推定

ここで、資本コストの推定が問題となる。資本コストは本来、CAPM 理論により、市場の価格付けを下に推定されるが、未公開企業の場合にはその推定ができないため、類似企業であるメガバンクの資本コストを参考にしていくなかの可能性について検討することとする。図表 2-2-3 は、過去 60 週の株価データより  $\beta$  を算出し自己資本コストを算出<sup>19</sup>したものである。

図表 2-2-3 自己資本コスト

三菱東京UFJ	みずほ	三井住友
5.91%	6.04%	5.94%

<sup>19</sup> 推定には金融機関や調査機関等で一般に用いられるベータ補正法を用い、無リスク資産の収益率を 2%、マーケットプレミアムを 3.5%と仮定する。

## (2) 推定企業価値

図表 2-2-4 は前節までの分析の結果算出された企業価値である。資本コストは非上場企業であるため、推定せざるを得ない。よって、3%~6%<sup>20</sup>の間に設定し、それぞれの場合における企業価値を推定した。

図表 2-2-4 推定企業価値

資本コスト	ゆうちょ銀行	かんぽ生命	日本郵政
3%	3,139,160.0	11,896,480.0	17,302,384.0
4%	-4,625,660.6	9,819,621.3	7,458,833.8
5%	-12,295,414.2	7,769,499.3	-2,262,621.3
6%	-19,881,223.5	5,742,985.9	-11,876,266.3
8%		1,750,173.5	

(単位：百万円)

## 2-6 まとめ

超過収益力から見るゆうちょ銀行の企業価値は大変低くなっている

まず、ゆうちょ銀行の企業価値であるが、資本コストを4%に見積もった時点で企業価値はマイナスとなってしまった。これは、資本コスト（資金調達コスト）以上の利益を獲得できていないことを表している。第一部の収益性分析の中でも触れたように、現在のゆうちょ銀行の収益性の低さが最大の原因となっている。もちろん、規制によって自由な経営戦略が立てることが難しいという点も大きな要因であることには間違いないが、マーケットは現時点でのゆうちょ銀行自体には魅力を感じないであろう。

逆にいえば、上場した場合、かなりの資産規模を誇るゆうちょ銀行がその潜在能力を生かしきっていないと考える投資家は、株主となり、経営の改善に対して強い立場を築くあるいは自ら経営に携わることで企業価値を上昇させるということを考えるかもしれない。

どちらにせよ、現状の経営状況のままでの株式売却は株式市場の冷え込みを含め、厳しい結果となることが予想される。

マーケットにとってはかんぽ生命の方がより魅力的であろう。

次に、かんぽ生命だが、こちらは資本コストを6%と見積もっても5兆円、8%と見積もっても約1.7兆円の企業価値が推定される。ゆうちょ銀行と比べてもかなり大きな値となる。しかしながら、こちらも成長率、利益率が持続的に成長・維持されていくという仮定のもとでの推定である。人口が減少局面に入り、保険料収入が減少している今日、将来にわたって持続的な成長を続けるための方策が必要となっている。

<sup>20</sup> 一般に、銀行業と比較し、生命保険業のベータ値の値が高くなっていることから、かんぽ生命の企業価値推定には8%の値も含めた。参考として、第一生命の60週ベータ値からの推定資本コストは7.14%である。

### 3. 乗数法の拡張による企業価値推定

#### 3-1 推定モデル

Barth モデルによる推定

$$MV = \alpha + \beta_1 BV + \beta_2 NI + \sum \gamma Y_t + \varepsilon$$

$MV$  : 企業価値 (時価総額)

$BV$  : 株主資本の簿価

$NI$  : 純利益

$Y_t$  : 2004~2011 年の年度ダミー

$\varepsilon$  : 誤差項

上記モデルは、Barth(2004)他、多数の学術論文で用いられている企業価値の統計的推定モデルである<sup>21</sup>。ここに、2004~2011年の三菱UFJフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループの3社のデータを用いて係数を推定し、その係数をもとに日本郵政(連結)およびゆうちょ銀行の企業価値を推定することとする。

#### 3-2 企業価値推定

まず、メガバンク3行のデータをもとにそれぞれの係数を算出した。図表2-3-1がその結果である。このモデルの説明力<sup>22</sup>を表す補正R<sup>2</sup>は約90%と高い数値を示している。

図表 2-3-1 回帰による係数<sup>23</sup>

変数	係数	t値
純資産簿価	0.677	4.848
純利益	2.734	1.898
定数項	-1436045	-1.550
	R2	0.900

<sup>21</sup> 実際、このモデルは会計情報と企業価値との間の価値関連性(会計情報が企業価値推定に有用か否か)を実証する際に用いられている。もちろん、このモデルにも資本コストに関する情報が含まれていない、利益情報が単年度のデータしか加味されていないなどの問題も存在する。

<sup>22</sup> 今回の推定では純資産簿価と純利益の2つの情報から統計的には企業価値の90%の部分が説明可能であったということを表している。

<sup>23</sup> 実際には年度ダミーの係数も推定しているが、ここでは省略する。

Birth モデルによる企業価値は

ゆうちょ銀行：約7兆円

かんぽ生命：1.9兆円

これらの係数と、日本郵政グループおよびゆうちょ銀行の純資産、純利益の数値を用いて企業価値を測定したものが次の表である。

三井住友フィナンシャルグループ、三菱UFJフィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループの3社は実際の株式時価総額を表しており、日本郵政グループ、ゆうちょ銀行はモデルによる推定値である。

図表2-3-2 推定企業価値

	平成21年度	平成22年度
ゆうちょ銀行	8,193,669.7	6,859,363.8
かんぽ生命	1,996,145.9	1,898,054.1
日本郵政G	9,097,247.7	7,708,549.1
MUFJ FG	6,932,723.0	5,433,944.0
SMBC FG	4,369,432.0	3,656,748.0
みずほ FG	2,866,464.0	3,005,942.0

(単位：百万円)

## 4. 総括

### (1) ゆうちょ銀行の企業価値

企業価値は3～6兆円と推定。

収益力の低さゆえの企業価値の低さが露呈。

ユニバーサルサービス、国のバックアップにともなう規制と収益性のトレードオフ関係が存在。

ゆうちょ銀行の推定企業価値は乗数法では3兆円～6兆円程度と考えられる。これは純資産額が9兆円近くあることを考えればかなり割安な価格となっている。ただし、この推定ではメガバンク並みの収益力や成長率を前提としており、現在の収益力を考慮した上での残余利益モデルによる推定であれば3兆円を下回る推定評価となる。以前の節でも指摘したとおり、収益力の低さがゆうちょ銀行の企業価値を毀損しているのである。

しかしながら、この収益性の低さは企業努力の不足というよりも、ユニバーサルサービスの提供や、行政からの規制という要因が大きく作用している。民営化を行うのであれば、これらを是正しない限り、収益性の上昇は見込めず、民営化のメリットも低くなってしまうと考えられる。

### (2) かんぽ生命の企業価値

企業価値は1.2～1.8兆円と推定。

現状でも一定程度の収益力を持っている。

かんぽ生命はゆうちょ銀行と同様、ユニバーサルサービス、国のバックアップにともなう規制と収益性のトレードオフ関係が存在。

かんぽ生命の推定企業価値は乗数法では1.2～1.8兆円と考えられる（純資産額は1.2兆円）。収益力を考慮した残余利益モデルでも1.7兆円と推定され、近似した値となっている。しかしながら、かんぽ生命にも改善の余地が存在することも事実である。ゆうちょ銀行と同様、ユニバーサルサービスの色合いが強いかんぽ生命や、いわゆる第三の保険に対する参入の規制等があり、収益力上昇の障害となっている。より企業価値を高めるためにはこれらの障害を取り払うことが必要となってくるであろう。

### (3) 株式上場に向けて

売却益の最大化という観点からは、現状での株式の売却は最善とはいえないのではないか。

本リサーチによると、現状ではゆうちょ銀行・かんぽ生命ともに企業価値の改善余地が大きい。よって、売却益を最大化するという点に焦点をあてるのであれば、潜在的な企業価値が大きいだけに、現状で株式を上場し、売却することが得策であるかは甚だ疑問である。まずは企業価値を上昇させた上で、売却をすべきではないだろうか。

では企業価値を高めるためにはどういったことが必要であろうか。ここでは2点挙げておきたいと思う。

ガバナンスの強化（経営責任の明確化）、規制の緩和による企業価値の最大化

まず第1に、ガバナンスの強化である。これはゆうちょ銀行・かんぽ生命の問題ではないが、郵便事業のペリカン便との統合失敗の際に、その責任の所在がどこであったのかが曖昧なままであった。こういったガバナンスの弱さは企業価値毀損の温床となることは明らかであろう。

第2に規制の緩和である。ゆうちょ銀行・かんぽ生命の事業の中で規制が大きな影響を及ぼしていることは明らかである。しかしながら、（明示的なものはもちろん、暗黙のものも含め）政府保証がある状態での規制緩和は民業圧迫の観点から認められにくいであろう。将来の株式売却を前提とした上での規制緩和によって企業価値をあげておき、その上での売却を考えることが好ましいのではないか。

割安な価格での株式取得を可能にすることによる弊害。

もちろん、市場が潜在的な価値（上場後に規制が緩和され、経営が効率的になること）を見越して価格付けを行うということも考えられる。が、潜在的な価値を生かすためには当然民間の経営手法（収益性、効率性の重視）が必要となり、株式に興味を持つのは経営方針に意見を提出する投資家、あるいは経営を行う意志のある投資家ということになる。そういった場合に現在提供されているユニバーサルサービスとしてのゆうちょ銀行・かんぽ生命といったものが維持されるというのは難しいのではないかと推測される。さらに、そういった投資家が多数いるとも考え難く、競争原理による価格付けという意味合いが薄れ、やはり上場時には割安な価格がつけられてしまうのではないかという懸念もある。