

京都大学経済学部藤井ゼミナール
2013年度郵政事業経営分析チーム
〒606-8501
京都市左京区吉田本町
京都大学経済学部藤井研究室
hujii@econ.kyoto-u.ac.jp

郵政事業の経営分析と企業価値評価 報告要旨

平成 25 年 3 月 8 日

於・ルポール麹町 B1 階 レスカル

総合所見

日本郵政グループの収益の大部分を、ゆうちょ銀行、かんぽ生命が占めているという現状において、グループ全体の収益は2社の動向に大きく左右される。しかしながら、それら2社の収益構造も決して盤石とは言えず、現在の収益を将来にわたって維持し続けることは現状では難しいと言わざるを得ない。また、厳しい経営が続く日本郵便は、現状の郵便物の減少傾向の中では収益性を一気に改善するというのは難しいであろう。とはいえ、現状の郵政グループ各社を上場すると仮定した際、企業価値は数兆円規模というかなり大きな額になると予想され、日本郵政の上場、あるいはそもそもの経営活動が日本経済に与える影響はかなり大きい。今後、株式上場、民営化を想定した場合、民業圧迫の観点と売却価値の最大化の観点という相反する2つの観点のバランスを考える必要がある。

第1部 郵政事業の現状

郵便事業はもちろんのこと、ゆうちょ銀行、かんぽ生命ともに新規事業の進出に活路を見出そうとして折、提携や新商品開発等様々な動きを見せている。しかしながら、JPEXの失敗など、必ずしもそれらがうまくいっているとは言えないのが現状である。

また、新規事業の参入に対しては競合他社から、民業圧迫の観点からの反対が強く打ち出されることが少なくない。日本郵政はその規模の大きさゆえ、経済に与える影響が大きくなる点を十分に留意する必要がある。

第2部 財務諸表分析

① ゆうちょ銀行

ゆうちょ銀行の資産の運用は国債に依存（資産の約75%）している。しかしながら、貯金額が減少傾向にあることから、現状では収益を維持することは難しいと考えられる。また、安全性についても自己資本比率はかなり小さいものの、リスクを加味したTier 1比率は著しく低く（安全性が高く）なっている。しかし、これも国債依存の投資でリスクが著しく低いことが原因であり、安全性が高いことが決して強みに放っていない。メガバンク並みの収益性を達成するには、この国債依存からの脱却し、適当なリスクを取ることが必要であることは明白であるが、運用ノウハウをもつ人材の確保という難題が発生する。

② かんぽ生命

かんぽ生命の収益性は一見高く見えるが、その収益の多くを過去の責任準備金の戻入額（過去に積み立てたものを切り崩しているもの）が占めている。これは決して望ましい収益構造とは言えない。また、安全性指標の一つである自己資本比率についてだが、かんぽ生命はその責任準備金の大きさゆえに非常に低くなっている。しかし、この点については改善傾向がみられる。

③ 郵便事業、郵便局会社

郵便物の受入数が減少するなど、郵便事業は非常に厳しい状況である。また、郵便局会社についてはゆうちょ銀行、かんぽ生命、郵便事業会社からの手数料収入がほとんどである。これが、ゆうちょ銀行・かんぽ生命の有形固定資産回転率等の小ささを生み出しており、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の保有資産と収益との歪みを生み出しているともいえる。これら手数料の金額の妥当性は外部からでは評価が難しいが、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の民営化後も同様の関係が続けるのであれば民業圧迫の観点からも慎重な検討が必要となる。

第3部 郵政事業の企業価値評価

| 郵政グループの推定企業価値 | | |
|---------------|------------|------------|
| | 残余利益モデル | 乗数モデル |
| ゆうちょ銀行 | 約6.5～8兆円 | 約5兆円 |
| かんぽ生命 | 約1～1.7兆円 | 約1.1～1.4兆円 |
| 日本郵便 | 約0.5～1.2兆円 | |

企業価値は市場の期待によって決定される。つまり、現状の成長性や収益性から将来どのように変化するかという期待によって大きく価格が変化するのである。

例えば、ゆうちょ銀行の成長が今後見込めないと市場が判断した場合、企業価値は6兆～7兆円程度となり、上記の企業価値から約1兆円ほどディスカウントされることとなる。

上場する際には、その後の成長や利益率の改善についてのシグナルを強く打ち出す必要がある。