

# 日本郵政の経営分析と企業価値評価 報告要旨

平成 26 年 3 月 17 日

於・ルポール麴町

## 総合所見

ゆうちょ銀行には国債偏重の投資、かんぽ生命には責任準備金の戻入額が多額になっているという収益構造の問題があり、収益性向上のためには、今後の新規事業の成功が重要となる。また、日本郵便は郵便物の減少という根本的な問題があり、不動産業をはじめとする新規事業には不透明な部分も大きい。とはいえ、各社ともに高い安全性を保っており、今後収益向上への施策を実施するに十分な体力はあると考えられる。これらの現状をもとに企業価値評価を行ったところ、簿価を割り込む企業価値となる可能性が高いという結果となった。しかしながら、配当性向を高めることや新規事業への明確なビジョンを提示するなどによって高めることが可能である。

## 第1章 日本郵政の現状

創業 150 周年にあたる 2021 年を見据え、「郵政グループビジョン 2021」を公表。この中では、①ユニバーサルサービスの維持、②郵便局ネットワークの効率活用、③ニーズに合わせた新規事業への進出、の 3 つを柱として、各事業の今後のビジョンを示している。

また、日本郵政をめぐるこの 1 年の動きとして、かんぽ生命の新学資保険や、KITTE をはじめとした日本郵便の不動産事業への本格進出など、順調に新規事業への参入が果たされるものもある一方で、ゆうちょ銀行の貸出業務など、規制と相まって認められないものもある。そういった中で、アフラックとの提携によるがん保険分野への参入など、様々な新規事業への参入方法を模索している。

## 第2章 財務諸表分析

### ① ゆうちょ銀行

国債偏重の投資戦略となっているゆうちょ銀行は、収益は安定しており、リーマンショックの影響を受けた 2008 年度のような不況時には他行に比べ高い収益率を達成している一方で、近年の景気の回復基調の中では他行よりも低い収益となっている。安全性は高いといえるが、より高い収益率を達成するために、今後は新規事業への参入を含め、投資戦略の策定が重要となってくる。また、窓口業務を郵便局に委託していることもあり、高い設備生産性、労働生産性を達成している。

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。これは新規契約を過去の契約の満期あるいは解約が上回っていることを表しており、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も、責任準備金の大きさゆえに非常に低くなっているが、改善傾向がみられる。

③日本郵便

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、郵便局についても、銀行代理業務、生命保険代理業務が中心であり、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の新商品開発等に大きく依存している。新たな収益の柱として期待される不動産事業も現時点では収益の1%にも満たず、今後の推移に注視していく必要がある。自己資本は低いが、固定負債と固定資産のバランス等まで加味すると安全性に大きな問題は見られない。

日本郵便と郵便局会社の統合による効果は、収益面についてはさほど見られないが、費用面には、人件費および業務委託費の削減という形で一定程度の効果はみられるといえる。

第3章 企業価値推定

郵政グループの推定企業価値		
	インカムアプローチ <sup>1</sup>	マーケットアプローチ
ゆうちょ銀行	約3～6兆円	約5.5兆円
かんぽ生命	約1～2兆円	約1.5～2.1兆円
日本郵便	約3000～5000億円	約4000～8000億円

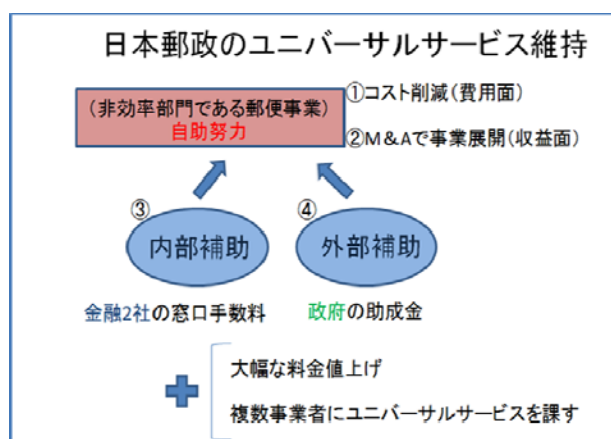
ゆうちょ銀行に関しては、簿価を下回る企業価値となる蓋然性が高い一方、配当性向を高めることによって企業価値の向上が期待できる。

第4章 すでに起こった未来

ドイツポストは積極的はM&Aによって事業拡大し、ユニバーサルサービスを維持している。

ロイヤルメールにはユニバーサルサービス維持のために、政府からの補助が行われている。

日本郵便がユニバーサルサービス維持を果たすためにはいくつかの方策が考えられる（右図参照）。



<sup>1</sup> インカムアプローチとは、保有株式が生み出す将来の一連の配当額を基礎として、資本コストで割り引く方法であり、本報告では残余利益モデルを中心に分析を行っている。

<sup>2</sup> マーケットアプローチとは現在の株式市場で成立している実際株価を株式の価値とみる方法であり、本報告では純利益額や株主資本額をもとに企業価値を推定している。