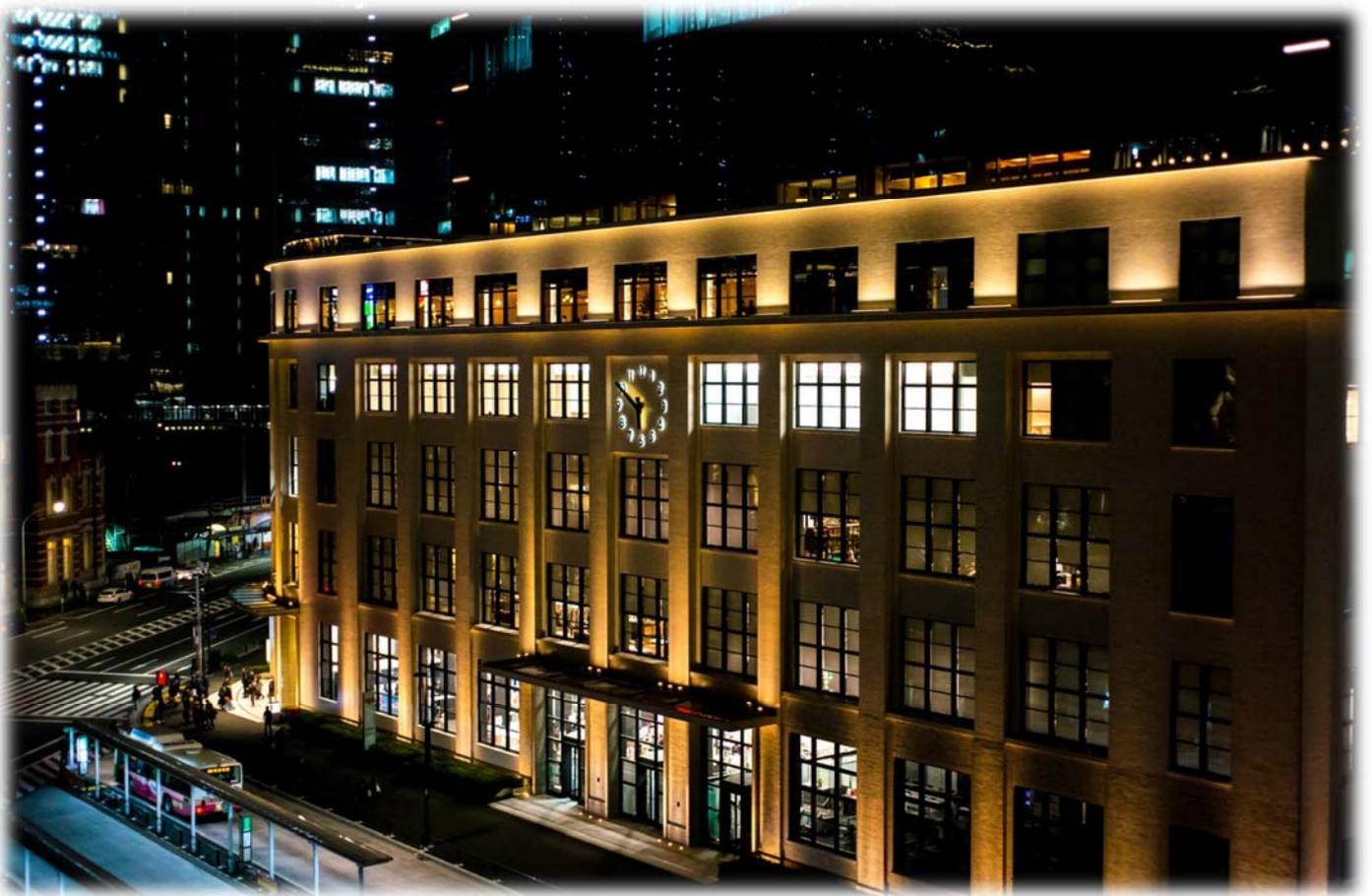


日本郵政の経営分析と 企業価値評価

March 2014



京都大学経済学部藤井ゼミナール
日本郵政企業分析チーム

はしがき

2012年4月に「郵政民営化法等の一部を改正する等の法律」が成立し、新しい事業体制に移行したことをふまえ、郵政グループは、創業150周年にあたる2021年を見据えた「郵政グループビジョン2021」を公表しました。またそれと前後して、新しい事業分野への進出や民間企業との事業提携が、[試行を進められて](#)きました。アベノミクスに沿ったマクロ経済政策が推し進められるなかで、株式上場をランドマークとした郵政改革が、この1年も不断に取り組みられてきました。この報告書では、分析データのアップデートを行うとともに、そうしたこの1年の主だった動きを追跡調査しています。

一連の動きに共通しているのは、株式上場に向けた事業の効率化とユニバーサルサービスの維持をどうバランスさせるかという視点です。改めて言うまでもなく、国内外の厳しい市場環境のもとで事業の効率化を図りつつ、ユニバーサルサービスを維持するのは、この上なく困難な課題です。日本郵政の関係者にとっては未知の領域で試行錯誤を繰り返す日々が、しばらく続くように思われます。

この報告書の第4章では、イギリスとドイツにおける郵政改革の事例を紹介しています。両国における取組みは、郵政改革の国際的な先駆けとなったもので、日本郵政にとっては「すでに起こった未来」を指し示すものになるという問題意識から、両国の実験を分析しています。定性的な分析ですが、日本郵政におけるユニバーサルサービスのあり方を考える新たな試みの1つとして、取り組みました。この報告書が、郵政改革の今後のあり方を考える際の一助ともなれば、一同望外の喜びです。

この研究は、一般社団法人通信研究会からの委託研究として手掛けられたものです。私たちの研究に絶えず励ましの声を送って下さった同研究会の関係各位、とりわけ会長の亀井久興様、事務局長の島崎忠宏様に、改めて謝意を表したいと思います。

平成26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

はじめに	P. 1
第1章：日本郵政の現状	
1. 郵政グループビジョン2021	P. 3
2. 日本郵政をめぐるこの1年の動き	
2-1 ゆうちょ銀行の現状	P. 5
2-2 かんぽ生命の現状	P. 6
2-3 郵便事業の現状	P. 8
3. 第1章 まとめ	P. 9
第2章：財務諸表分析	
1. 財務諸表分析の方法	
1-1 分析の対象	P. 11
1-2 分析内容	P. 12
2. ゆうちょ銀行の財務諸表分析	
2-1 収益性分析	P. 13
2-2 生産性分析	P. 18
2-3 安全性・リスクの分析	P. 20
3. かんぽ生命の財務諸表分析	
3-1 収益性分析	P. 23
3-2 生産性分析	P. 29
3-3 安全性・リスクの分析	P. 30
4. 日本郵便の財務諸表分析	
4-1 収益性分析	P. 31
4-2 生産性分析	P. 35
4-3 安全性・リスクの分析	P. 37
4-4 統合効果分析	P. 40
5. 第2章 まとめ	P. 43

第3章：企業価値推定

1. 残余利益モデルによる企業価値推定

- 1-1 推定の手順……………P. 47
- 1-2 ゆうちょ銀行の企業価値推定……………P. 50
- 1-3 かんぽ生命の企業価値推定……………P. 56
- 1-4 日本郵便の企業価値推定……………P. 61

2. 乗数法を用いた企業価値推定

- 2-1 単純な乗数モデル……………P. 64
- 2-2 簡易オールソンモデル……………P. 65

3. 第3章 まとめ……………P. 67

第4章：すでに起こった未来～海外事例の示唆～

1. 本章の目的

- 1-1 すでに起こった未来……………P. 69
- 1-2 ユニバーサルサービス……………P. 70

2. 海外事例

- 2-1 ロイヤルメール……………P. 71
- 2-2 ドイツポスト……………P. 72

3. 海外事例の示唆 ……P. 74

おわりに ……P. 79

Appendix A：日本郵政をめぐる動き……………P. 81

Appendix B：日本郵政の営業利益分析……………P. 84

Appendix C：企業価値評価について

- C-1 エクイティ DCF 法……………P. 85
- C-2 簡易オールソンモデル……………P. 86

はじめに

5年ぶりに日経平均株価が15,000円をこえるなど、第二次安倍政権によるアベノミクスは一定程度の成果を上げつつある。とされているしかし、2014年4月からの消費増税が日本経済にどのような影響をおよぼすのかや、また企業業績がはどれだけ給与に反映され、景気の本格回復に貢献するのかへ向かうのかなど、その先行きについては依然として不透明な部分が多いが不透明な部分も多々残されている。そのような状況のもとでそんな中、2015年を目標とする日本郵政グループ各社の株式上場の目標とされる2015年は目前に迫っているとなっている。株式売却益はを復興財源に充てるとされていることもあり、している以上、株式上場に向けたその企業価値の最大化は、日本郵政に課された至上命題であるばかりでなく、国民的な関心事ともなっているともいえるものであろう。

マクロ経済現状の好況には、たして日本郵政グループ各社の業績にはどのような影響を及ぼしているのかに反映されているのか。新規事業を含めた事業活動の将来への見通しは、どうなっているのか。さらにまた、はたして株式上場が市場に与えるインパクトは、いかほどのものであろうか。

本報告書では、以上のような現状認識と問題意識にもとづき、日本郵政の現状、経営の特徴と問題点、上場した場合の市場価値、などについて分析と研究を行っている。さらに、すでに上場を果たしたドイツ・イギリスの事例例を分析を通してすることにより、日本郵便のユニバーサルサービスのあり方の方を展望予想している。



第1章

日本郵政の現状



要旨

- ・ 郵政グループビジョンの中で、ユニバーサルサービスの維持、郵便局ネットワークの効率的な利用、ニーズに合わせた新規事業への進出の3点がうたわれている。
- ・ かんぽ生命の学資保険は認可されたが一方、ゆうちょ銀行の貸出業務はいまだ認可の目途は立っていない。
- ・ かんぽ生命は、アフラックの業務提携により、がん保険への参入も検討している。
- ・ 日本郵便は新たな収益事業として不動産事業に進出した。

1. 郵政グループビジョン2021

第1章の内容

- 1 郵政グループビジョン2021
- 2 日本郵政をめぐるこの1年の動き

郵政グループは、2012年4月に国会で「郵政民営化法等の一部を改正する等の法律」が成立し「新しい郵政グループ」となったことを契機として、創業150周年にあたる2021年を見据え、郵政グループが目指すべき姿としてグループ中期ビジョンを策定した。それが「郵政グループビジョン2021」¹である。

ビジョンでは、この中で郵政グループの強みとして、その規模の大きさ、有形・無形の不動産などの優良な有形の経営資源の豊富さを挙げ、潜在的な能力はの高いとされている。さを指摘し、また、そのブランド力とネットワークといった、無形の経営資源の存在にも触れている。しかしその一方で、グループの経営環境は非常に厳しい。郵便物数、貯金残高、保険契約件数は、いずれも減少傾向にありは低下しており、また、低金利政策の影響で、が続く近年では、金融事業の収益性も低下しつつあるしている。つまり、既存事業は縮小しつつある。そうした状況に対応するそれを補うために、新商品や新サービスを開始しようとしているが、厳しい規制が課されて存在しているため、開始に時間がかかるなど機動的な自由な事業展開拡大は困難な状況に

¹ http://www.japanpost.jp/group/pdf/04_01.pdf

|

あるである。

ユニバーサルサービスの維持、郵便局ネットワークの効率的活用、新規事業への進出

この中期ビジョンでは、将来のあるべき姿として、いくつかの項目を挙げている。簡単にまとめると、ユニバーサルサービスを維持しつつ、郵便局ネットワークを効率的に活用し、ニーズに合わせて新規事業に進出する必要がある、ということになる。

郵便事業では、

- ①「宅配分野の競争力確保」
- ②「既存郵便分野の市場開拓」
- ③「生産性の向上とフロントライン強化」
- ④「周辺産業の開拓」

を掲げている。

銀行事業では、

- ①「公共性と地域性の重視」
- ②「お客さまの多様な金融ニーズに対応」
- ③「安定的収益の確保」

を掲げている。特に、③では、安定的収益の確保のため国債に偏重したポートフォリオの改善による企業価値向上を掲げている。

保険事業では、

- ①「高齢化社会進展に向けた多様な保障ニーズへの対応」
- ②「引受から支払まで迅速かつ正確に行う態勢の整備」
- ③「健全な経営基盤の維持」

を掲げている。

新たな事業分野の開拓として、

- ① 郵便局ネットワークを活用した各種事業
- ② 不動産事業
- ③ 国際事業

の3つが掲げられている。特に不動産業は、「KITTE(キッテ)」の成功が記憶に新しい。

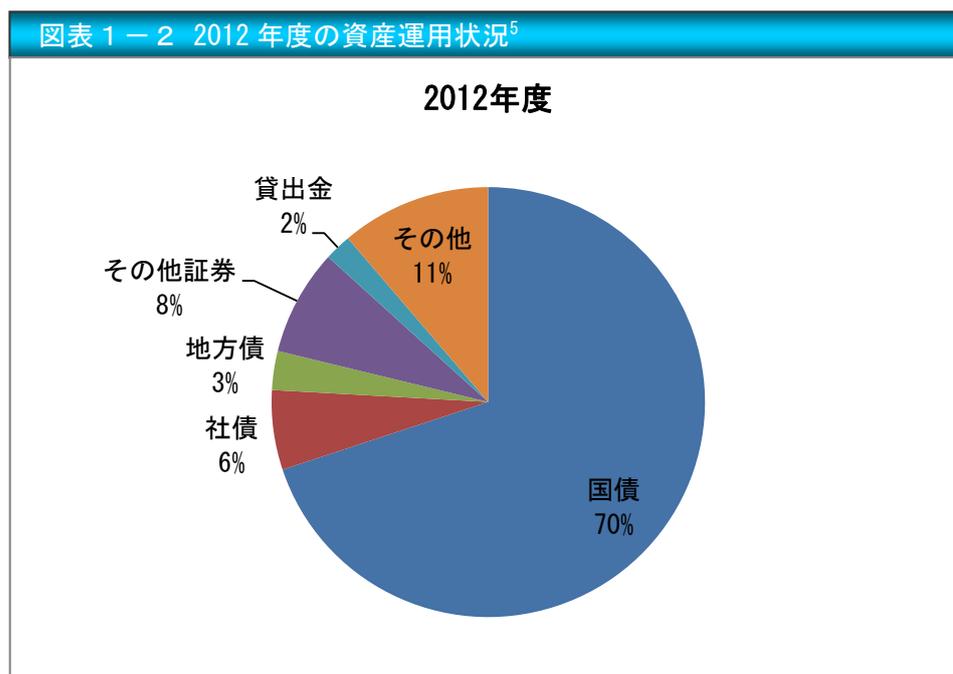
2. 日本郵政をめぐるこの1年の動き²

2-1. ゆうちょ銀行の現状

ゆうちょ銀行の資産運用 の過半数が国債での運用

現時点では、ゆうちょ銀行の運用は国債中心となっており、金利リスク資産に偏っている。国債に偏重した運用には、景気の影響を受けにくいいため、経営は安定するがものの、収益率は低いという、金利リスク資産による構造問題が存在する。また、資産構造問題への対応とニーズに応じた金融サービスの多様化を目的としてが必要であることを理由とし、ゆうちょ銀行は、2013年4月からの開始を予定して、2012年9月に新規業務の申請を行った³。この際に申請したのは新規業務は、個人向けローン（住宅、カード、目的別ローン）、法人向け貸付業務などである⁴。当初、認可されたものに関しては当初2013年4月開始の予定であったが、審査能力に疑問があるなどとして、2014年2月現在もゆうちょ銀行の新規事業は認可のめどが立っていない。

図表 1-2 2012年度の資産運用状況⁵



² 本報告書では2013年以降の日本郵政グループ関連のトピックスを中心にまとめている。それ以前のトピックス等は昨年の報告書を参照されたい。また、Appendix Aにて、トピックスを年表形式でまとめている。併せて参考にされたい。

³ http://www.jp-bank.japanpost.jp/aboutus/press/2012/abt_prs_id000863.html

⁴ 郵政民営化委員会の意見

<http://www.yuseimineika.go.jp/iinkai/dai95/siryu95-1.pdf>

⁵ ゆうちょ銀行ディスクロージャー誌より作成。本報告書の図表は特段の記載がない限り、日本郵政、ゆうちょ銀行、かんぽ生命あるいはそれらの比較企業のディスクロージャー誌および有価証券報告書よりデータを取得し図表を作成している。

2-2. かんぽ生命の現状

かんぽ生命の保有契約数の減少

かんぽ生命は、郵便局をチャネルとし、貯蓄性の養老保険を主力商品としている。家庭市場が中心で、主な顧客は女性や中高年である⁶。一方で、他社生保は、かんぽ生命と異なり限度額規制がなく、保証制の定期付き終身保険がメインである。自社営業職員をメインチャネルとし、職域市場が中心で、男性や世帯主に強みを持つ。

新規契約件数は上昇しているものの、保有契約全体では減少しており⁷、このまま減少が続くとユニバーサルサービス維持に問題が発生しかねない⁸。保有契約減少の原因理由は、かんぽ生命の商品である養老保険のニーズが減少していることにあるからである。そのため、かんぽ生命は新規事業開始を検討している。新規事業としては、損害保険保証業務(住宅ローンに伴う長期火災保険)などを計画している。

新学資保険の認可

このうち、学資保険の新商品が 2014 年に認可され、4 月より販売される予定である。かんぽ生命の新規業務は、改正郵政民営化法の成立後では初めてのケースとなっている。そもそもかんぽ生命が新商品の認可申請をしたのは 2012 年 9 月で、当初は 2013 年 4 月からの販売を予定していたが、2012 年 11 月にかんぽ生命による保険金の支払い漏れが発覚したため、金融庁と総務庁はこれを問題視し、認可を先延ばししたが延期されていた。

アフラックとの提携によるがん保険への参入

また、かんぽ生命をめぐるもう一つの大きなトピックスとしては業務提携があげられる。2013 年 7 月、日本郵政とアメリカンファミリー生命保険(アフラック)は業務提携拡大で基本合意したとことを発表した⁹。もともと、日本郵便株式会社(当時は郵便局株式会社)では、2008 年 10 月からアフラックのがん保険を販売しており、2013 年 7 月当時は、1000 の郵便局でがん保険を取り扱っていた。業務提携の内容は、日本郵便におけるがん保険の取扱局の拡大¹⁰、かんぽ生命におけるアフラックのがん保険の新規取扱開始¹¹、日本郵便及びかんぽ生命において取り扱う専用商品(がん保険)の開発の 3 点であるとなっている。

⁶ <http://www.yuseimineika.go.jp/iinkai/dai87/siryou87-3.pdf>

⁷ 郵政民営化委員会 ご説明資料 <http://www.yuseimineika.go.jp/iinkai/dai91/siryou91-2-2.pdf>

⁸ <http://www.yuseimineika.go.jp/iinkai/dai87/siryou87-3.pdf>

⁹ <http://www.japanpost.jp/pressrelease/jpn/2013/20130726023733.html>

¹⁰ 将来的に約 2 万の直営郵便局すべてで扱う予定。2013 年 10 月より 500 局の追加を行った。

¹¹ かんぽ生命の支店、79 店舗でアフラック商品の取り扱いを予定。

2013年7月時点では、すでにかんぽ生命と日本生命の間に業務提携が行われており¹²、従来のだおりの提携が維持されるか否かが焦点となっていた。しかし、日本生命の筒井義信社長は「かんぽ生命との提携を維持・発展させていきたい」と述べた。また、「がん保険分野の提携は終了したと受け止めているが、提携を根こそぎ覆すのは好ましくない」と表明し、かんぽ生命とも提携維持を確認したことを明らかにした。

¹² http://www.jp-life.japanpost.jp/aboutus/press/2008/abt_prs_id000040.html

2-3. 郵便事業の現状

郵便事業の斜陽と新たな収益事業としての不動産事業

郵便事業は、民営化当初よりユニバーサルサービスとして日本全国で均一の低料金値段でサービスを提供している。なお、民営化時にゆうパック・ゆうメールは一般の物流業としてサービスを行うこととなった。郵便事業は、インターネットの発達と電子メールの普及により、市場需要そのものが減少縮小傾向にある。

このような事業環境の中、日本郵便は新規事業として不動産事業を新たな収益事業として位置付けている。現在は主に、保有する不動産を有効活用して、賃貸ビル事業¹³や分譲マンション事業¹⁴、駐車場事業などにも取り組んでいる。

2013年3月、日本郵便は、旧東京中央郵便局敷地に東京駅の都市型複合施設「JPタワー」内に商業施設「KITTE」をオープンさせた。JPタワーは、日本郵政グループの大規模不動産事業として第1号のプロジェクトにあたる¹⁵。KITTEの来館者数は、開業からわずか約5か月で1000万人を突破した¹⁶。当初は年間来館者数を1300万人とを見込んでいたが、この成功を受けて予想を上回っているとして、予想来館者数値を2000万人にと上方修正した¹⁷。

¹³ JPタワーをはじめとし、「札幌三井JPビルディング」（2014年8月竣工予定）、「大宮JPビルディング」（2014年8月竣工予定）、「JPタワー名古屋」（2015年11月竣工予定）、「博多駅中央街SW計画（仮称）」（2016年春竣工予定）などの開発計画がある。

¹⁴ 東京都目黒区「ザ・コートガーデン目黒東山」（2012年3月引渡済）、福岡市中央区「グランドメゾン 浄水ガーデンシティサウスフォレスト」（共同開発）などがある。

¹⁵ <http://jptower.jp/pdf/121023.pdf>

¹⁶ http://www.post.japanpost.jp/notification/pressrelease/2013/00_honsha/0823_01.html

¹⁷ http://www.post.japanpost.jp/notification/pressrelease/2013/00_honsha/0618_02.html

3. 第1章 まとめ

郵政グループ全体における新規事業の必要性とそれに対する民業圧迫の主張

第1章では、2012年10月に公表された郵政グループビジョン2021の要約と日本郵政グループを巡るこの1年の動きをまとめた。

郵政グループビジョンでは、①ユニバーサルサービスの維持、②効率性の向上、③新規事業への進出を3つの柱としており、今後このビジョンをもとに中期経営計画¹⁸を策定するものとしている。

また、この1年の日本郵政グループの動きとしては、とくに新規事業への進出に目立ったをめぐることがあった。多くみられた。かんぽ生命の学資保険や日本郵便の不動産事業などは、比較的順調に新規事業への進出が比較的順調に進んだ成功例であった。しかし、そのむものもある一方で、ゆうちょ銀行の貸出業務に見るようになど、新規事業への参入に対する厳しいは規制があり、当初の予定通りには計画が進まなかった例もある。等の高い障壁があることも事実である。

こうした状況の下で、現在の経営がどのような状態であるかの定量分析を第2章で分析を行う。また、当面の目標となる上場に向けて、現状の企業価値がどの程度であるのかという点も非常に重要であり、第3章において分析を行う。

¹⁸ 2014年2月26日に日本郵政グループ中期経営計画が公表された。この中で、①主要三事業の収益力と経営基盤を強化、②ユニバーサルサービスの責務を遂行、③上場を見据えグループ企業可否、を向上の3つを経営方針の柱としている。



第2章

財務諸表分析



要旨

- ・ ゆうちょ銀行の収益は安定しているものの、収益率は決して高くない。国債偏重投資によって、不況時の収益・利益の減少幅は少ない一方、好況時にも大きな増収・増益はのぞめない。
- ・ かんぽ生命の収益の30%以上を責任準備金戻入額が占めている状況は問題である。
- ・ 総じて安全性は良好である。しかし、それを可能にしている低リスクの経営戦略に問題のある可能性もある。

1. 財務諸表分析の方法

第2章の内容

1 財務諸表分析の方法 1-1. 分析の対象

2 ゆうちょ銀行の財務

諸表分析

本報告の分析対象はゆうちょ銀行（単体）、かんぽ生命（単体）、日本郵便

3 かんぽ生命の財務諸

表分析

（単体）であり、それらを総合して日本郵政グループ全体の分析とする。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

4 日本郵便、郵便局会

社の財務諸表分析

グループ、三菱UFJフィナンシャルグループ（場合によっては傘下企業の単体情報）、かんぽ生命の比較対象として第一生命株式会社、日本郵便の

5 第2章 まとめ

比較対象としてヤマトホールディングス、セイノーホールディングス、日本通運を選んだ。これらとの比較を通して、各企業の特性を整理し、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。

1-2. 分析内容

本リサーチは財務諸表分析を3つに分類して行っている。分類と主な分析項目、およびその内容は図表2-1に示す。

図表2-1 主な分析内容		
分類	項目	内容
収益性分析	ROA	経常利益÷総資産。企業が資産をどれだけ効率よく利益に結びつけられているかという指標。
	ROE	純利益÷純資産。企業が株主資本をどれだけ効率よく利益に結びつけられているかという指標。
	売上高純利益率	純利益÷売上高。本業の売上高をどれだけ効率よく利益に結びつけられているかを表す指標。
	売上高事業利益率	経常利益÷売上高。本業の売上高をどれだけ効率よく利益に結びつけられているかを表す指標。
	有形固定資産回転率	売上高÷有形固定資産。所有する有形固定資産をどれだけ効率よく売上に結び付けられているかを表す指標。
生産性分析	付加価値額	人件費+賃借料+税金+他人資本利子+当期純利益。企業が新たに生み出した価値の総額を表す。
	労働分配率	人件費÷付加価値。企業が生み出した価値のうち、従業員に還元された割合を表す。
	労働生産性	付加価値÷従業員数。労働者1人が生み出した価値を表す人的資源の観点から見た生産性指標。
	設備生産性	付加価値額÷有形固定資産。有形固定資産をどれだけ効率よく付加価値に結びつけられているかを表す指標。
	労働装備率	有形固定資産÷従業員数。労働者1人に対する設備投資の度合いを表している。
安全性・リスク分析	手元流動性比率	(現金預金+有価証券)/(売上高÷12)。企業の支払い能力を表す指標で大きいほど安全性が高い、この逆数が手元の流動資産の回転を表すことになる。
	自己資本比率	純資産÷総資産。企業が投下した総資産のうち、自己資本によって賄われている割合。

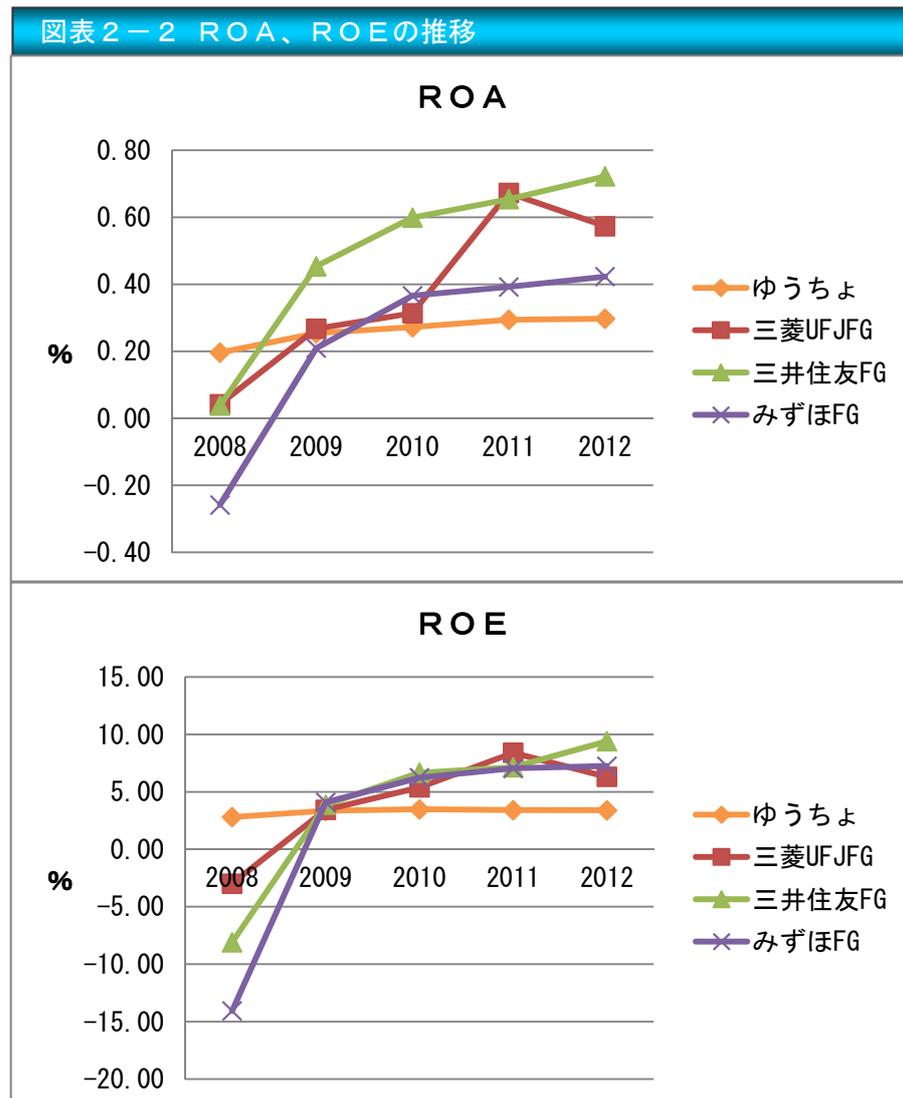
2. ゆうちょ銀行の財務諸表分析

ゆうちょ銀行について分析するにあたり、昨年度の分析と同様にメガバンク3社との比較を行う。ゆうちょ銀行は経営規模が大きく、同じく経営規模の大きなメガバンクとの比較によって、ゆうちょ銀行の特徴が明らかになるであろう。

2-1. 収益性分析

まずは収益性の指標として一般的に用いられるROA、ROEを検討する。ゆうちょ銀行はROA、ROE共に成長しているが、リーマンショックの影響でメガバンクの3行が落ち込んだ2008年を除き、メガバンクよりも低水準で推移していることがうかがえる。

図表2-2 ROA、ROEの推移



続いて、収益性の指標は売上高純利益率・売上高事業利益率・有形固定資産回転率の3つとした。これらの指標は収益をどれだけ効率よくあげることができるか、あるいは経営資本をどれだけ効率的に収益に結びつけることができるかを表す指標となっている。

図表 2-3 収益性分析

売上高純利益率(単位:%)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2008	9.2	-4.5	-10.5	-16.8
2009	13.4	7.7	8.6	8.5
2010	14.3	12.9	12.4	15.2
2011	15.0	19.8	13.1	17.8
2012	17.6	17.9	18.4	19.2

売上高事業利益率(単位:%)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2008	15.5	1.5	1.3	-11.2
2009	22.4	10.8	17.6	11.6
2010	23.9	14.3	21.5	21.7
2011	25.8	29.7	23.7	23.9
2012	27.9	28.2	24.8	25.8

有形固定資産回転率(単位:倍)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2008	14.6	4.2	4.2	4.1
2009	15.6	3.0	3.0	3.7
2010	14.6	2.9	2.9	3.4
2011	14.0	2.9	2.9	3.7
2012	13.7	3.4	2.2	3.2

景気変動の影響による収益性に対する落ち込みの小ささ

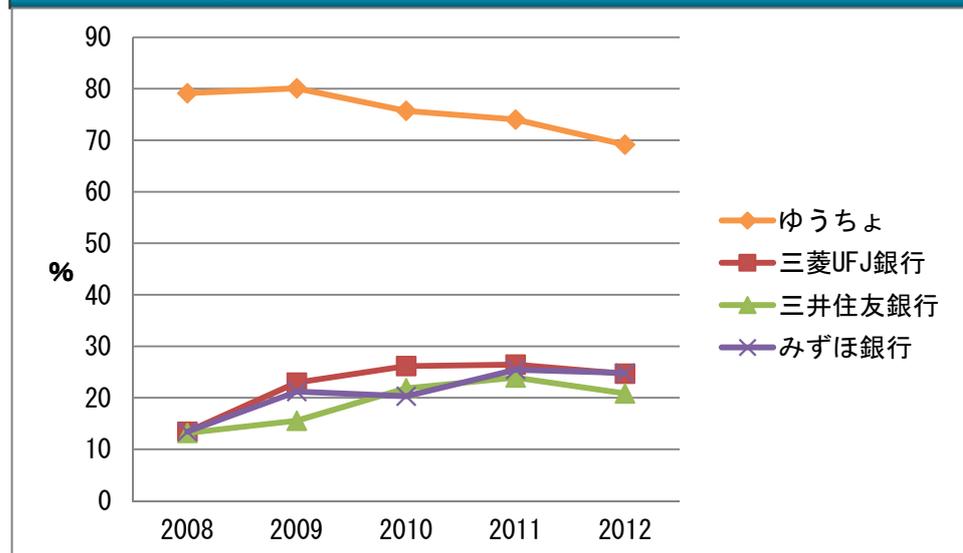
ゆうちょ銀行は資産の約7～8割を利回りの低い国債で運用しているため、景気変動に伴う収益力の減少幅が小さい。これはリーマンショック直後の売上高純利益率や売上高事業利益率において、メガバンクが赤字を計上しているのに対してゆうちょ銀行ではほとんど変動していないことから推察される。

ゆうちょ銀行の有形固定資産回転率は金融業ゆえに高いのは当然であるが、メガバンクと比較しても約3～6倍と明らかに高い水準にあると言える。またこれは、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

先述のとおり、国債の運用が約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。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、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する必要がある。

図表2-4 国債の総資産に占める割合の推移



しかし国債全体に占めるゆうちょ銀行の保有する割合は大きく、もしメガバンクと同水準まで減少したなら、国債全体の14%程が市場で売却されることになる。¹⁹そのため国債偏重を解消するには国債価格への大きな影響の可能性も考慮に入れる必要がある。

メガバンクに比べて少ない貸出金利息

図表2-5の百分率貸借対照表からわかるとおり、ゆうちょ銀行では総資産の約70%を国債が占めており、貸出金はわずか約2%である。また、メガバンクは経常収益のうち貸出金利息が多くを占める一方で、ゆうちょ銀行は有価証券利息・配当金中心である。これはゆうちょ銀行の国債が多く貸出金が少ないという財政状態の影響を受けたものである。現在、ゆうちょ銀行には貸出業務に関する制限があり貸出金が少ない。しかしながら、住宅ローン、法人向け貸付の認可を求めており、認可されれば貸出を積極的に行っていくように変わっていくだろう。

図表2-5 2012年度百分率貸借対照表（単位：%）

現金預金	4.6	貯金	88.12
コールローン	0.92	債券貸借取引受入担保金	4.73
国債	69.15	未払費用	0.55
その他有価証券	16.71	繰延税金負債	0.44
貸出金	1.99	その他負債	0.67
有形固定資産	0.08	総負債	94.5
無形固定資産	0.03	株主資本合計	4.62
その他資産	3.36	評価換算差額等合計	0.88
総資産	100	総純資産	5.5

¹⁹ 現在の公債発行残高は713兆円。ゆうちょ銀行の保有割合は138兆円/713兆円 \approx 19.4%。メガバンクの国債の保有額の平均は、42兆円(三菱東京UFJ銀行)+26兆円(三井住友銀行)+42兆円(みずほ銀行) \approx 110兆円。メガバンクの保有割合は110兆円/713兆円 \approx 15.4%。

図表 2-6 経常収益に占める利息・配当金

貸出金利息/経常収益(単位:%)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2008	1.82	43.62	52.51	41.54
2009	2.17	39.54	51.09	48.33
2010	2.24	37.03	45.39	45.41
2011	2.14	35.44	46.44	43.72
2012	2.06	35.63	44.98	41.60

有価証券利息配当金/経常収益(単位:%)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2008	77.99	13.49	11.54	10.53
2009	87.00	13.28	11.03	8.62
2010	89.43	16.09	11.40	10.14
2011	87.17	16.30	11.23	10.28
2012	85.44	16.27	11.59	10.97

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、一方では低リスクで景気変動の影響を受けにくいというメリットがあるが、他方では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に運用先を比較的风险が低いと思われる外国債にも分散させようとしている。また、今後は貸出業務も今以上に行おうとしている。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半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いて回る。それは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、株式などのリスクが大きいものへ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上で決して無視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。しかしながら、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、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

図表 2-7 生産性分析

付加価値(単位:百万円)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ銀行	三井住友銀行	みずほ銀行
2008	1,150,840	1,191,528	1,030,944	213,602
2009	1,155,658	1,316,004	1,040,829	458,426
2010	1,000,284	1,412,854	1,136,357	464,948
2011	1,023,509	1,461,838	1,240,717	435,520
2012	1,060,332	1,666,877	1,241,226	530,091

労働分配率(単位:倍)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ銀行	三井住友銀行	みずほ銀行
2008	0.10	0.31	0.26	0.78
2009	0.11	0.28	0.24	0.43
2010	0.11	0.26	0.23	0.40
2011	0.11	0.25	0.21	0.44
2012	0.11	0.25	0.22	0.34

労働生産性(単位:百万円/人)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ銀行	三井住友銀行	みずほ銀行
2008	98.57	35.22	47.26	11.77
2009	87.53	37.71	46.34	24.20
2010	80.99	40.60	50.45	24.51
2011	79.99	41.20	54.69	22.73
2012	82.06	45.67	55.00	28.97

設備生産性(単位:倍)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ銀行	三井住友銀行	みずほ銀行
2008	6.75	1.30	1.48	0.33
2009	7.43	1.48	1.48	0.63
2010	6.61	1.62	1.58	0.62
2011	6.39	1.69	1.70	0.59
2012	6.85	1.93	1.69	0.74

図表 2-7 生産性分析（続き）

労働装備率（単位：百万円/人）				
年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ銀行	三井住友銀行	みずほFG
2008	14.59	27.08	31.93	36.06
2009	11.78	25.40	31.39	38.42
2010	12.25	25.08	31.86	39.47
2011	12.52	24.38	32.22	38.41
2012	11.99	23.66	32.49	39.07

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・労働分配率・労働生産性・設備生産性・労働装備率の5つとした。本来ならば、他の節と同様、連結ベースでゆうちょ銀行とメガバンク3社を比較すべきであろうが、一部、連結財務諸表の人件費情報がないため、生産性の分析に関しては各メガバンクの銀行単体で比較している。

メガバンクと比較して著しく低い労働分配率

ゆうちょ銀行の労働分配率はとりわけ低い。労働分配率は、付加価値に占める人件費の割合であり、分母である付加価値は三菱東京UFJ銀行や三井住友銀行と大きな差が見られないため、ゆうちょ銀行の労働分配率の低さは、ゆうちょ銀行の人件費が低く抑えられていることに起因する。この点はゆうちょ銀行の窓口業務を、郵便局で行っていることが原因の1つと考えられる。

見かけ上の高い生産効率

ゆうちょ銀行は他社と比較して4倍以上の設備生産性を示している。また、労働生産性も他行の2倍以上と高い水準を示している。これらの数値上では高い生産効率を示しているといえる。

しかしながら、収益性でも触れたとおり、ゆうちょ銀行の業務が郵便局の設備を利用して行われている点が影響していること、つまり有形固定資産が実際に使用しているものに対して過少なオンバランスとなっていることが原因であると考えられる。よって、これらの数値が本当の意味で生産性の高さを示しているか否かという点については疑問である。

2-3. 安全性・リスクの分析

安全性・リスクの分析は流動性、および自己資本比率の観点から行う。一般には損益分岐点分析も併せて行うことが必要となるであろうが、金融機関の分析においては通常の損益分岐点分析がうまく作用しないことが一般に知られており、本報告の過程においても整合的な結果が得られなかったことから、割愛することとする。

高い流動性比率

図表2-8のとおり、ゆうちょ銀行の手元流動性比率はメガバンク3行と比較してもかなり大きな値となっている。これは高い安全性を表す一方で、有効な投資先の不足を示すものとも考えられる。

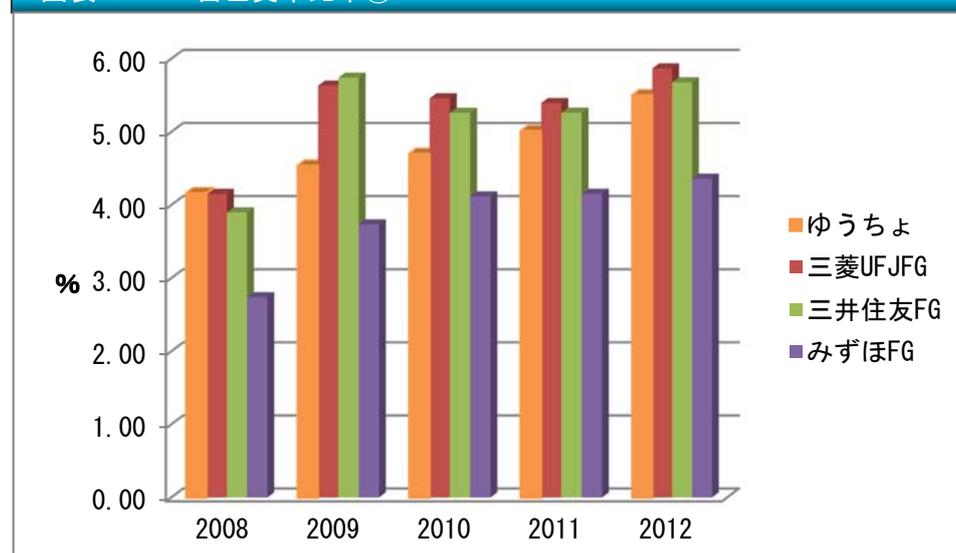
図表2-8 手元流動性比率（単位：倍）

年度	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2008	8.66	1.16	1.15	1.23
2009	9.94	1.70	1.31	2.06
2010	9.80	2.16	1.53	2.42
2011	9.60	2.12	1.53	2.59
2011	10.20	2.29	1.45	2.71

続いて、自己資本比率の分析を行う。

(1) 通常の自己資本比率（自己資本／総資産）

図表2-9 自己資本比率①



景気変動の影響を受けにくいゆうちょ銀行の収益構造

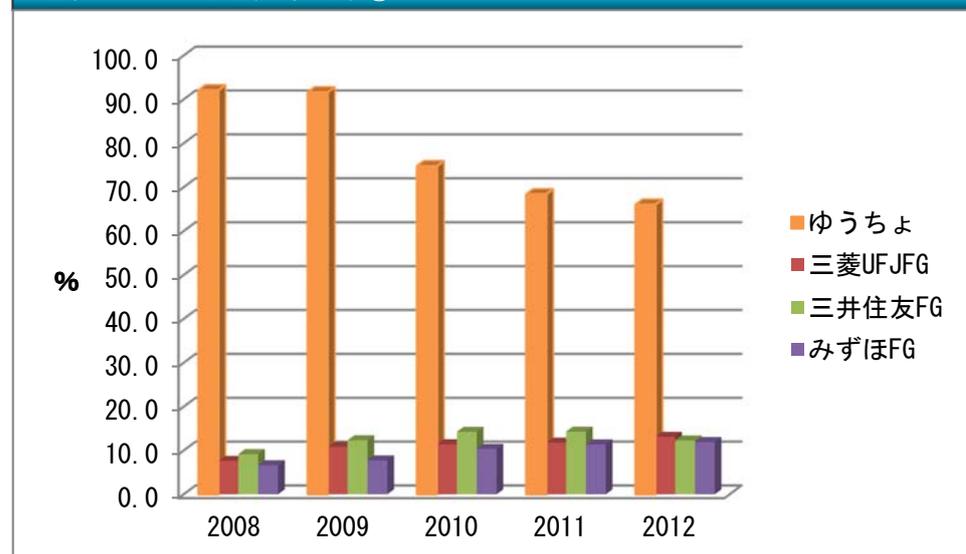
ゆうちょ銀行は、保有資産の7割弱が国債となっている。よって、国債の景気変動の影響を受ける程度は、その他有価証券に比べると、一般的に低いとされている。つまり、国家のデフォルトがない限り、赤字になることはない。しかし、利率は高くないため、大きく利益を伸ばすことがなく、リスク回避型の収益構造をしていると言える。

各金融機関の自己資本比率を見ると、2%から6%弱の間で推移している。2008年はリーマンショックを引き金とした金融危機の影響で、メガバンクの自己資本比率は少なくなっているが、その後は上昇傾向にある。ゆうちょ銀行は上記の収益構造から、毎年、利益剰余金の増加に伴い自己資本比率は上昇を続けている。ゆうちょ銀行の自己資本比率の水準は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と同水準に到達しつつある。

(2) リスクを考慮した自己資本比率 (Tier 1 比率)

(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 (Tier 1 比率) が重要となることから、これらの分析も行った。

図表 2-10 自己資本比率②



高い Tier1 比率を誇るゆうちょ銀行だが、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%、最も高い企業向け融資のリスクウェイトは100%である。それ故、資産の多くが国債であり、企業向け融資が極端に少ないゆうちょ銀行のTier 1比率は、低リスクの国債に影響を受け、けた違いに大きくなる。よって、他の3行に比べ、ゆうちょ銀行は健全と言える。しかし、この数値が極端に高いことに対して、これは埋蔵金であり、リスクを取らないのならば、資本金や剰余金は減資をして国の借金返済に充てた方がよいという批判もある。とはいえ、ここ数年、リスクを考慮した自己資本比率は減少傾向も見せている。外国の中央政府および中央銀行向け融資や法人等向け融資など、中程度のリスクウェイトの資産額は上昇しており、リスクをとった金融債権の運用も増えてきている。

3. かんぽ生命の財務諸表分析

はじめに生保業界に属するかんぽ生命について分析するにあたり、昨年度の分析と同様に第一生命を比較対象にする。日本生命や明治安田生命などかんぽ生命を除く業界トップが揃いもそろって相互会社の形態をとっている中で、株式会社化、さらには株式上場まで行った第一生命の動向を観察し、比較することは大いに意義があると考えたためである。

3-1. 収益性分析

高い財務レバレッジに支えられた高いROE
今後この水準を維持することは難しいか

はじめに収益性とその財務構造について分析する。

2012年度に関しては、ROA、ROEどちらに関してもかんぽ生命が第一生命を上回っていた。ここではまず、ROEの分解方法として一般に知られるデュポン・システム²⁰によって分解し、ROEの高さの原因を検討した。売上高純利益率、総資産回転率に関してはさほど大きな差異は認められなかったが、財務レバレッジに関してははっきりとした差異(かんぽ生命:約62 第一生命:約22)が認められた。また、責任準備金をひいた総資産を自己資本で割った値を算出してみた。この差異(かんぽ生命:約6.8 第一生命:2.9)は比較的小さく、かんぽ生命の財務レバレッジ高さが責任準備金に起因しているものであると分かる。

しかしながら、現在のかんぽ生命の収益は責任準備金を切り崩す形で高い水準を維持しているにすぎず、現状のままではこの高いROEも低下していくものと思われる。

²⁰ アメリカのデュポン社が経営管理に使用したシステム。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= (\text{利益/売上高}) \times (\text{売上高/総資産}) \times (\text{総資産/自己資本}) \\ &= \text{売上高純利益率} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ} \end{aligned}$$

図表 2-11 収益性分析

経常収益(単位:十億円)				
年度	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	14,592	-6.0%	5,294	—
2010	13,375	-8.3%	4,572	-13.6%
2011	12,539	-6.3%	4,932	+7.9%
2012	11,835	-5.6%	5,284	+7.1%

保険料等収入(単位:十億円)				
年度	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	7,506	-4.7%	3,804	—
2010	7,342	-2.2%	3,312	-10.6%
2011	6,857	-6.6%	3,540	+6.9%
2012	6,482	-5.5%	3,647	+3.0%

基礎利益(単位:十億円)				
年度	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	427	-1.2%	330	-8.5%
2010	484	+13.4%	276	-16.4%
2011	572	+18.2%	302	+9.6%
2012	570	-0.3%	348	+15.2%

逆ざや(利差損)(単位:十億円)				
年度	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	236	-114	83	+18
2010	140	-96	90	+8
2011	62	-78	91	+1
2012	5	-57	58	-33

責任準備金戻入額に依存した基礎利益

保険業界において、本業の期間収益を表す指標として経常収益より基礎利益²¹が使われることが多い。基礎利益に関しては、2011年度から多少減少はしているものの、大幅な減少ではなく安定しているのように見える。また、予定利率が実際の利回りを上回るにより生じる逆ざや²²に関しても、2011年度から2012年度にわたり大いに改善されている。これらのことから、かんぽ生命の収益基盤は順調であるように見える。

²¹ 基礎利益：生命保険会社の基礎的な期間収益の状況を表す指標。保険料収入や保険料等支払金・事業費など保険関係の収支と利息および配当金等収入を中心とした運用関係からなる。経常利益から、有価証券売却損益等の「キャピタル損益」「臨時損益」を控除して求める。大きいほど経営の安定性を表す。

²² 逆ざや：実際の運用収益が予定していた利率を下回り損が発生している状態を指す。実際の利回りと予定した利回りの差額を表す。

しかし、基礎利益の数値とは裏腹に経常収益、保険料等収入は大幅に減少している。保険料等収入いわゆる本業での収入が減少しているにもかかわらず、なぜ基礎利益は安定しているように見えるのであろうか。その答えは、責任準備金²³の戻し入れに大きく関係している。これは、過去に積み立てた高額の責任準備金を戻入額として取り崩しており、その金額が現在の繰入額よりも大きいことから生じているものと思われる。責任準備金戻入額が責任準備金繰入額より圧倒的に大きく基礎利益を大きく見せているのである。本来基礎利益とともに伸びるべき経常収益と保険料等収入が減少しているにも関わらず、高額の責任準備金戻入を行うことにより基礎利益を伸ばしているこの構造は望ましくないと考える。

図表 2-12 かんぽ生命の責任準備金（単位：十億円）

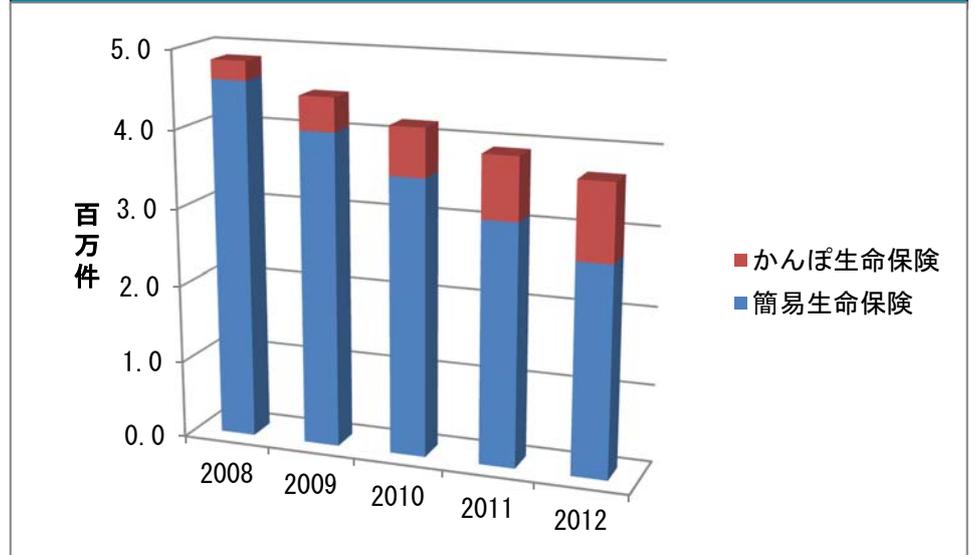
年度	責任準備金	責任準備金繰入額	責任準備金戻入額
2009	93,418	21	5,384
2010	89,165	18	4,252
2011	85,144	13	4,021
2012	81,402	9	3,741

新規契約数上昇の小ささに伴う保有契約減少による責任準備金の戻入

では、なぜ責任準備金が戻し入れられるのか。その答えは、保有契約件数の減少にある。かんぽ生命の保有契約件数の大半を占めているのが簡易生命保険である。しかし郵政民営化以降、簡易生命保険の新規申し込みはできなくなった。図表 2-13 から明らかなように、もはや古い制度と化した簡易生命保険の件数は減少の一途をたどる他なく、新規契約数は上昇しているものの、その解約数をはるかに下回るために、全体としての保有契約数は減少している。そして、その結果として責任準備金が戻し入れられ、基礎利益の中心となっているのである。新規契約数が解約数を下回っていることは非常に問題であり、この理由の一つとして、かんぽ生命が現代において魅力的な商品を提供できていないことが挙げられる。魅力的な商品の開発により、新規契約数が解約数を上回り、保険料等収入で利益を上げることが必要である。

²³ 責任準備金：将来の保険料などの支払に備えるための法律で求められる積立金。

図表 2-13 保有契約件数の推移²⁴



顧客ニーズを満たさなくなりつつある商品

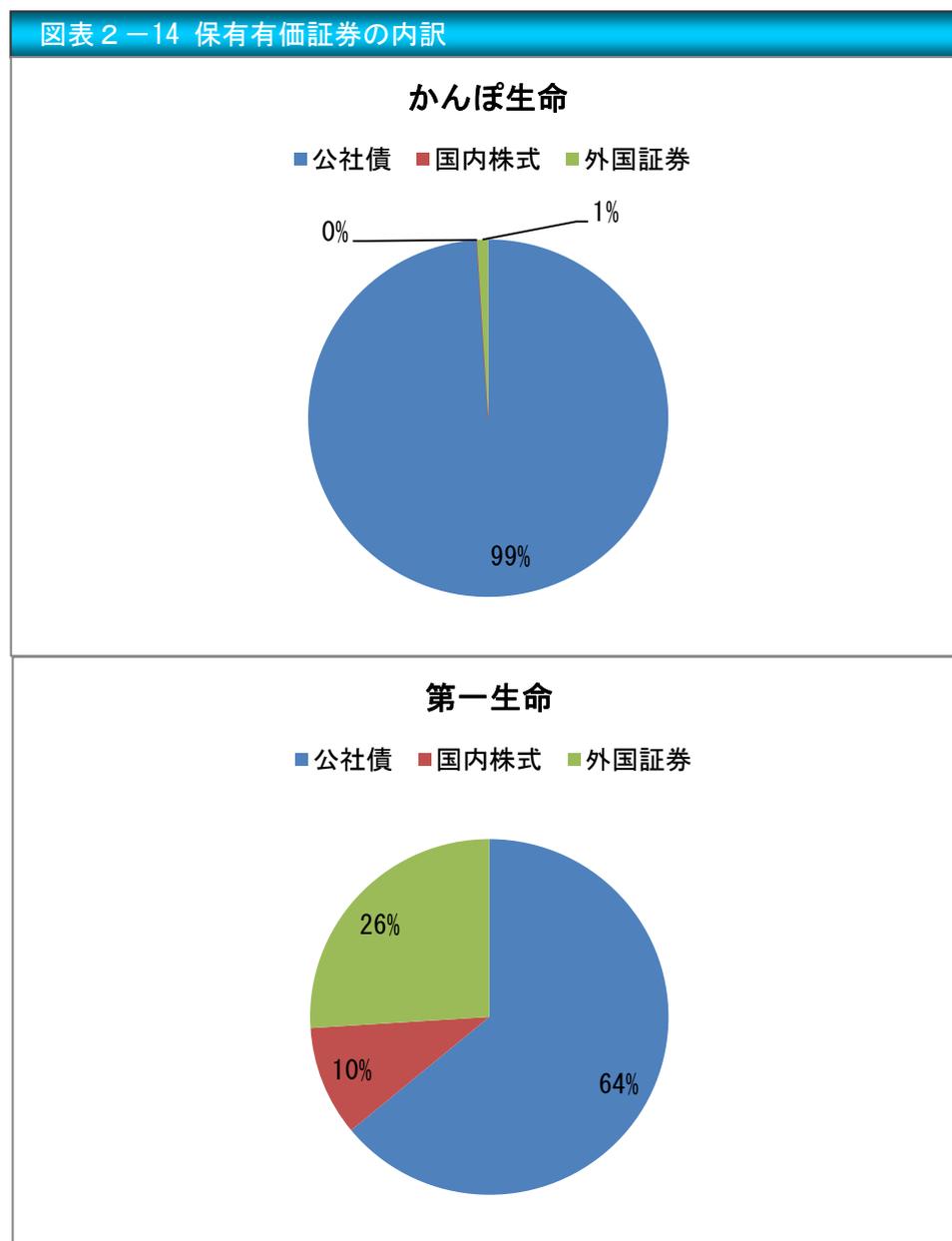
かんぽ生命では、中高年や女性を対象とした養老保険が中心で、現在流行の大型でパッケージの掛け捨て保険や自社の生命保険は取り扱っていない。さらに新商品の販売に関しては民業圧迫の観点から政府に認可されなかった。完全に民営化されていない現在、多くの規制が課せられている。

²⁴ 郵政民営化委員会 (2013) 「日本郵政グループの 2014 年 (平成 26 年) 3 月期中間決算の概要」より作成
<http://www.yuseimineika.go.jp/iinkai/dai107/siryou.pdf>

収益性の低い公社債偏重
型の資産運用

次に注目したいのがかんぽ生命の資産運用である。2012 年度に着目してみると、総資産を 100%したときのかんぽ生命・第一生命の有価証券の割合はともに約 80%である。しかし、その有価証券の内訳は大きく異なる。以下の円グラフから分かるように、第一生命の有価証券における公社債の割合が 64%であるのに対し、かんぽ生命の公社債の割合は 99%もある。公社債は、外国証券や国内株式に比べ低リスクではあるが収益性は低い。資産運用の大半を公社債で行っているかんぽ生命は、安定的ではあるがリスクテイクを行わない収益性の低い企業であると言える。このような収益性の低さは、上場時の企業価値にネガティブな影響を与えることは明らかであろう。

図表 2-14 保有有価証券の内訳



アフラックとの提携拡大
が及ぼす影響

2014年2月7日に、新学資保険の販売が認められ、4月から販売される予定である。かんぽ生命の新規業務は改正郵政民営化法の成立後初めてである。この新学資保険が契約数にどのように影響を与えるのか。また、かんぽ生命は2年以内を目標にアフラックのがん保険の販売を郵便局1000局から徐々に2万4000局に増やすことを発表した。このアフラックがん保険の販売拡大は郵便局がアフラックの代理店化したと批判されるが、目的としては販売手数料からの収入増加、また上場した際に備えて現場の局員のがん保険のノウハウを学ぶことができると、西室泰三氏は話している²⁵。これらの新しい要素がかんぽ生命にどのような影響を与えるのかに注意したい。

3-2. 生産性分析

図表 2-8 生産性分析

年度	付加価値額(単位:百万円)		労働分配率(単位:倍)	
	かんぽ生命	第一生命保険	かんぽ生命	第一生命保険
2010	188,353	250,269	0.14	0.73
2011	274,769	370,697	0.09	0.49
2012	223,276	296,246	0.12	0.61

年度	労働生産性(単位:百万円/人)		設備生産性(単位:倍)	
	かんぽ生命	第一生命保険	かんぽ生命	第一生命保険
2010	27.64	4.40	2.10	0.19
2011	40.76	6.52	3.20	0.30
2012	32.89	5.20	2.60	0.24

かんぽ生命の低い労働分配率

2社の労働分配率を比べると、かんぽ生命が著しく低い。内勤職員に対する労働分配率は第一生命の平均0.15に対してかんぽ生命の平均0.10と大きな差はないが、営業職員に対しての労働分配率は第一生命の平均0.46に対してかんぽ生命の平均0.02と、大きな差がみられる。かんぽ生命では従来郵便局員による勧誘などの方法で契約を獲得していたと考えられ、今後新商品の販売等を進めるに際し、このような形での営業が可能であるか否かについては検討が必要になると思われる。

かんぽ生命の高い労働生産性

2社の労働生産性を比較すると、かんぽ生命が第一生命の6倍程度の値をとっている。この差に比べ付加価値額の差は小さいことから、従業員数によって生じた差であろうと考えられる。これは前述の通り、営業職員の少なさが大きく影響しているであろう。

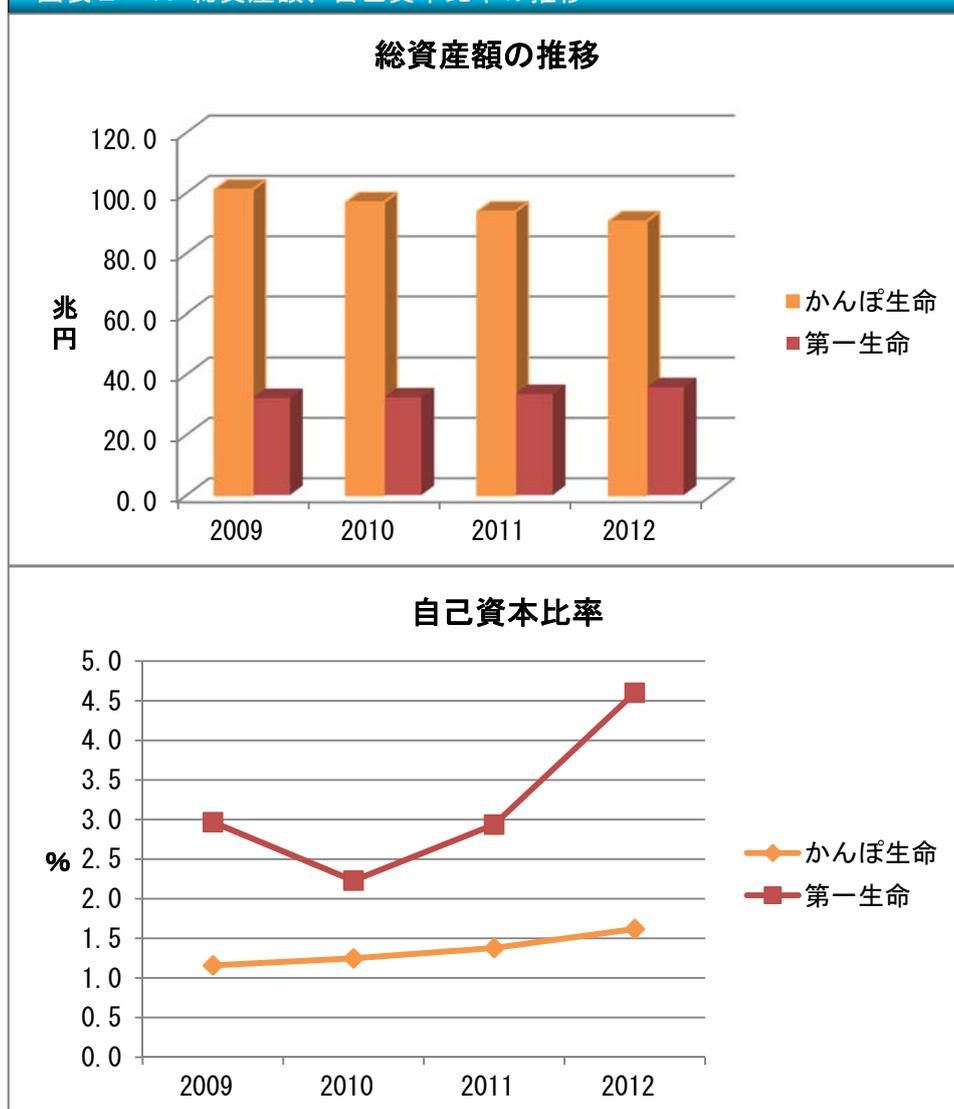
かんぽ生命の高い設備生産性

次に設備生産性を比較すると、かんぽ生命が第一生命の10倍程度の値をとっている。これに関してもかんぽ生命の有形固定資産の少なさは前述した通りであり、数値通りに設備の効率的利用ができているかどうかという点については疑問である。

3-3. 安全性・リスクの分析

かんぽ生命において、安全性・リスクの分析は自己資本比率を使用する。以下のグラフはかんぽ生命の総資産額、自己資本比率を表している。

図表 2-16 総資産額、自己資本比率の推移



責任準備金の影響を受けた自己資本比率の上昇

総資産を比較すると、かんぽ生命が第一生命の約3倍と、圧倒的に大きい。しかし、かんぽ生命の総資産は年々減少している。これは、前述にもあったように、責任準備金が戻入れられ、基礎利益として計上されるからであると考えられる。また、自己資本比率の上昇も、責任準備金の減少すなわち責任準備金の減少が大きく影響していると思われ、この上昇傾向は必ずしも良いとは言えず、安定性があるとも言い切れない。

4. 日本郵便の財務諸表分析

日本郵便の企業分析を行うに当たり、ヤマトホールディングス、セイノーホールディングス、日本通運の3社を比較企業に挙げた。旧郵便局株式会社・旧郵便事業株式会社の統合前後の数値の変化とそれらの位置づけをこれら3社と比較し分析する。

4-1. 収益性分析

図表 2-17 収益性分析

売上高純利益率(単位:%)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	3.16	1.60	0.83	0.78	2.04
2009	2.61	-2.62	0.80	1.95	2.69
2010	2.44	-1.99	0.53	1.70	2.69
2011	1.56	-0.26	1.66	2.49	1.57
2012	2.18		1.48	2.35	2.74

売上高事業利益率(単位:%)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	5.29	2.41	2.07	0.95	4.52
2009	4.13	2.36	2.06	1.43	5.16
2010	3.94	-5.81	2.15	2.57	5.25
2011	2.77	-1.27	2.55	2.88	5.33
2012	2.59		2.40	2.92	5.21

有形固定資産回転率(単位:倍)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	1.26	1.37	3.48	1.76	3.49
2009	1.25	1.38	3.10	1.77	3.38
2010	1.23	1.38	3.21	1.80	3.36
2011	1.14	1.42	3.21	1.84	3.36
2012	1.22		3.30	1.91	3.35

収益性の改善傾向も、恒
常的なものかは疑問

図表 2-17 より、売上高純利益率は他の陸運業 3 社と比較して大きく劣ることはない。JP エクスプレスの失敗に伴う 2009 年度以降の赤字経営から立ち直り、収益率は改善しているように見える。売上高事業利益率についても 3 社と比較して取り立てて大きいもしくは小さいという結果ではない。また、2009 年度以降マイナスであった郵便事業セグメントは黒字転換（2012 年度の郵便事業セグメントの純利益は 311 億円の黒字）し、業務改善の効果は出ているとも考えられるであろう。

しかし、図表 2-18 に示した百分率損益計算書からわかるとおり、経常利益ベースではヤマトや日本通運に比べて小さい。他社に比べ、法人税、住民税及び事業税の額が小さくなっていることが当期の純利益率の押し上げ要因となっている。これは、過年度の赤字計上に伴う繰延税金資産の取り崩しによるものであり、一時的なものである。これらより、業界における利益率の優位性が恒常的なものとはいえないと考えられる。

図表 2-18 2012 年度百分率損益計算書

項目(単位:%)	日本郵便	日本通運	セイノー	ヤマト
売上高	100.00	100.00	100.00	100.00
売上原価	-90.32	-93.32	-90.59	-92.16
売上総利益	9.68	6.68	9.41	7.84
販売費及び一般管理費	-7.09	-4.62	-6.63	-2.68
営業利益	2.59	2.06	2.78	5.16
営業外収益	0.69	0.83	1.00	0.22
営業外費用	-0.37	-0.32	-0.01	-0.08
経常利益	2.91	2.57	3.77	5.30
特別利益	0.03	0.31	0.11	0.01
特別損失	-0.19	-0.41	-0.47	-0.30
税引前当期純利益	2.75	2.47	3.40	5.01
法人税等	-0.57	-0.94	-0.98	-2.57
少数株主持分	0.00	-0.06	-0.07	-0.03
当期純利益	2.18	1.48	2.35	2.74

低い有形固定資産回転率は、過大な有形固定資産が原因か

図表 2-17 にみられるもう一つの日本郵便の特徴として、低い有形固定資産回転率があげられる。これは、ゆうちょ銀行・かんぽ生命の窓口としての設備等も日本郵便が保有しているため、日本郵便自体の事業に対しては過大な有形固定資産となっていることに起因すると考えられる。これにより、民営化後の競争力に対する疑問が呈される。

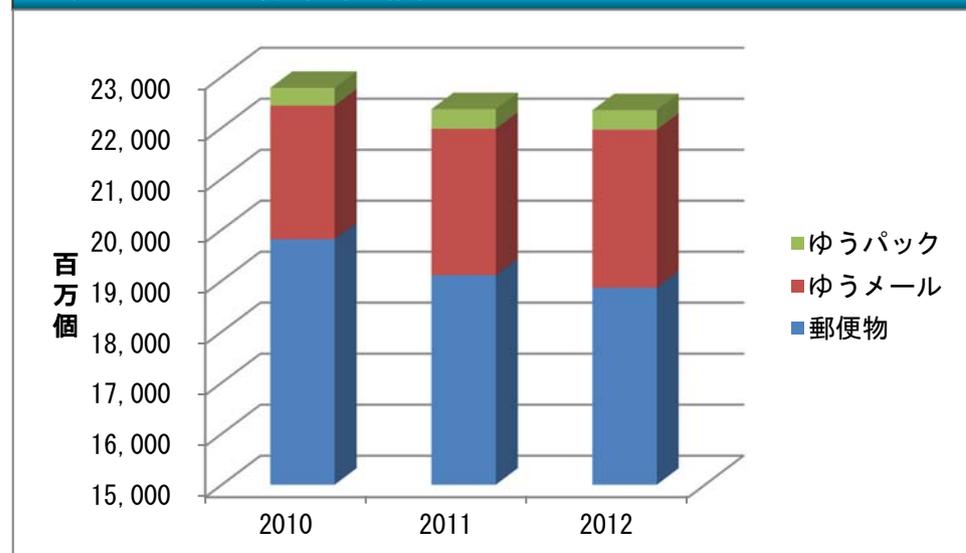
また、低い有形固定資産回転率のもう一つの理由として、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の業務を受託する際の業務委託料が過小である可能性もある。業務委託料が適正であるか否かについても検討の余地があるかもしれない。

厳しい郵便事業の見通しと、EMS・ゆうメールへの活路

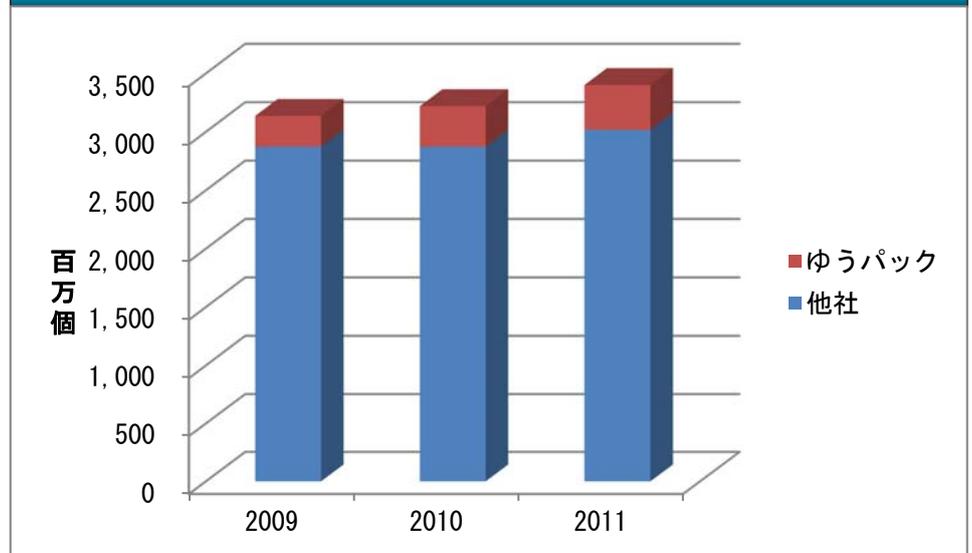
図表 2-19 は、郵便物等引受け数の状況を示したものである。これより、総引受郵便物等の推移は減少傾向となっており、厳しい事業環境といえる。しかしその中でゆうメール、ゆうパックの引受数については増加傾向にあり、また宅配便業界全体としてもインターネットによる商品購入の増加などの追い風もあり、取扱数は増加傾向（図表 2-20 参照）にある。その中で、ゆうパックのシェアは増加傾向（図表 2-20 参照）にあり、今後の収益改善の鍵となる可能性を秘めている。

また、国内における郵便物等の減少傾向に歯止めがかからないようであれば、海外向けのサービスの充実も収益改善に向けての活路となるだろう。国際スピード郵便（EMS）を含む国際郵便については費用を抑えた有効なサービスの広報活動と在住外国人向け外国語案内の徹底をとまなうロジスティクス事業の強化を検討する余地がある。

図表 2-19 引受郵便物等の推移



図表 2-20 宅配便の取扱数・シェアの推移



郵便局窓口業務における
収益の見通しは取扱商品
に依存

郵便局セグメントにおける収益の柱は代理業務の手数料である。銀行代理業務では、貯金の取り扱い状況・国債の販売状況ともに減少傾向であるが、投資信託の販売については 2012 年度において前年比 40% 増となっている。今後、ゆうちょ銀行による新商品の開発等があれば、投資信託の販売は今後伸びる可能性のある事業となる。

また、生命保険代理業務では、かんぽ生命による商品開発はもちろんのこと、かんぽ生命以外の保険の取り扱いも進められており、今後収益をあげることができる領域かもしれない。

収益の萌芽としての不動
産事業

近年新たな収益源として取り組んでいる「不動産事業」は、収益全体の 1% にも満たず（その他の営業収益 241 億円、営業収益は 27,540 億円）、今後、収益の新たな柱となることができるかどうかについては不透明である。収益性を持続的に向上させてゆくために、独自の特徴をいかに統合メリットと融合させて顧客に魅力あるサービスにつなげるかが、重要な課題の一つとなってくるであろう。

その他、カタログ販売等の事業も行われているが、収益額、利益額に占める割合もごく小さいものであり、新たな収益の柱にまで成長する見込みは立たないのが現状であろう。

4-2. 生産性分析

郵便事業・郵便局と大手運輸会社3社で生産性を比較した。生産性の指標として、付加価値・労働分配率・労働生産性・労働装備率の4指標を使用した。図表2-21がそれらの結果である。

図表2-21 日本郵便の生産性分析					
付加価値額(単位:百万円)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	1,025,630	1,216,102	70,630	25,086	64,019
2009	1,000,613	1,107,895	66,889	31,892	75,766
2010	986,121	1,074,331	62,814	31,931	78,926
2011	949,501	1,111,434	91,295	37,518	64,954
2012	2,095,850		84,907	36,794	85,583

労働分配率(単位:倍)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	0.93	0.96	0.61	0.72	0.22
2009	0.94	1.02	0.61	0.60	0.20
2010	0.95	1.08	0.65	0.60	0.21
2011	0.96	1.01	0.45	0.51	0.28
2012	0.96		0.49	0.53	0.24

労働生産性(単位:百万円/人)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	9.10	12.72	0.99	1.01	0.38
2009	8.99	11.77	1.01	1.20	0.45
2010	8.89	10.64	0.94	1.21	0.46
2011	8.71	11.27	1.39	1.43	0.37
2012	10.45		1.31	1.41	0.48

図表 2-21 日本郵便の生産性分析（続き）

労働装備率(単位:百万円/人)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	9.11	14.21	7.37	9.91	2.10
2009	9.10	13.95	7.69	10.33	2.12
2010	9.24	12.73	7.53	10.50	2.14
2011	9.69	12.61	7.47	10.47	2.12
2012	11.29		7.54	10.37	2.16

2兆円を超える付加価値
を巨大企業

郵便局・郵便事業の1つ目の特徴として、付加価値の高さがあげられる。しかしながら、他社と比べて3倍以上にも及ぶ差異は、売上原価に含まれる人件費を他社が開示していないことによるものであり、この差異をそのまま受け取ることはできない。労働装備率を除く3つの指標にはこのデータ制約が存在するため、他社との比較はできない点に留意いただきたい。

とはいえ、日本郵便は付加価値が2兆円を超える巨大企業であることは確かであり、社会的価値があるとともに社会的責任のある企業であるといえる。

高い労働分配率

先述の通り、他社との比較は不可能であるが、労働分配率の高さは特筆すべき点である。付加価値のうち95%以上を人件費が占めている。労働集約的な産業であろうことから、大きな値となることには不思議はないが、人件費が固定費化しているならば（従業員数が硬直的であるならば）事業環境の変化が利益に大きく作用する原因ともなる。

大きな労働装備率も、ユニバーサルサービスの副
作用か

3つ目の特徴は、労働装備率の高さである。収益性分析の有形固定資産回転率の分析で述べたとおり、日本郵便では有形固定資産が過大になっているおそれがある。よって、この労働装備率の高さも有形固定資産が過大であることに起因している可能性が高い。しかしながら、セイノーや日本通運と比較した場合、それほど大きく乖離した値ではない。全国規模でサービスを行うとすればこのレベルの有形固定資産は必要となるとも考えることができ、ユニバーサルサービスを義務付けられている日本郵便にとっては必要な水準からは大きく乖離していないともいえる。

ただし、各社が公表している従業員数については同一の基準で測定されているか否かに疑問があることを付言しておく。

4-3. 安全性・リスクの分析

郵便事業・郵便局の安全性・リスクの分析を、手元流動性比率、流動比率、当座比率、固定比率、自己資本比率を用いて行う。図表2-22がそれらの結果である。

図表2-22 日本郵便の安全性・リスク分析					
手元流動性比率(単位:倍)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	18.41	3.05	0.64	1.17	1.72
2009	19.03	2.89	0.99	0.27	1.90
2010	19.30	2.16	0.84	1.35	2.03
2011	18.55	2.67	1.38	1.54	1.99
2012	9.25		1.40	1.79	2.00

流動比率(単位:倍)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	1.20	0.90	1.22	1.81	1.58
2009	1.22	0.86	1.20	1.72	1.60
2010	1.23	0.81	1.44	1.71	1.70
2011	1.23	0.85	1.40	1.72	1.65
2012	1.16		1.44	1.84	1.62

当座比率(単位:倍)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	1.14	0.87	0.86	1.48	1.38
2009	1.17	0.85	0.85	1.51	1.40
2010	1.21	0.73	1.02	1.54	1.48
2011	1.21	0.66	1.06	1.54	1.43
2012	1.12		1.07	1.68	1.39

図表 2-22 日本郵便の安全性・リスク分析

固定比率(単位:倍)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	4.29	5.04	1.46	1.01	0.91
2009	3.94	6.11	1.40	1.08	0.85
2010	3.69	7.14	1.41	1.07	0.87
2011	3.68	7.03	1.34	1.01	0.88
2012	4.41		1.28	0.97	0.87

自己資本比率比率(単位:倍)					
年度	郵便局	郵便事業	日本通運	セイノー	ヤマト
2008	0.08	0.14	0.40	0.65	0.55
2009	0.08	0.12	0.40	0.61	0.58
2010	0.09	0.10	0.41	0.62	0.57
2011	0.10	0.10	0.39	0.62	0.56
2012	0.11		0.41	0.63	0.56

ほぼ全ての指標で高い安全性を示す

他企業に比べ、手元流動性比率が特に大きくなっている。これは高い安全性を示すと同時に、資金運用の非効率性をも表している。手元流動性の高さの1つの原因として、日本郵便は、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の代理業務を行うのに必要な資金を前受けしており（郵便局資金預り金）、その額が1.28兆円にのぼる点があげられる。しかしながら、この額を控除しても、手元流動性比率は3.5を超える値であり、やはり資金運用の非効率性が見て取れる。

また、流動性比率・当座比率はともに評価基準となる1を超えており、安全性に問題はないといえる。固定比率に関しては安全性評価の基準である1を超えているが、固定長期適合率では0.88と1を下回っており、この点でも高い安全性が見て取れる。

自己資本比率は低い
が、安全性に問題はない

自己資本比率は他企業に比べ、著しく低く、この数値のみでは安全性に問題があるとも考えられる。しかし、図表 2-23 の百分率貸借対照表にあるように、日本郵便では固定負債の額が非常に大きくなっている。先述の郵便局資金預り金が流動負債 43.3%のうち約 27%分を占めており。また、退職給付引当金が固定負債 45.4%のうち約 44%分を占めている。これらは返済義務のある債権ではなく、内部留保と同様の効果を持つものであり、これらを勘案すると安全性に問題はないと考えられる。

図表 2-23 百分率貸借対照表 (2008 年度～2012 年度の平均)

項目(単位:%)	日本郵便	日本通運	セイノー	ヤマト
流動資産	50.1	43.4	35.8	49.8
現金預金	41.4	11.8	10.7	21.3
固定資産	49.9	56.6	64.2	50.2
有形固定資産	47.1	42.5	54.9	41.0
無形固定資産	1.4	2.5	1.2	1.5
投資その他の資産	1.3	11.5	8.0	7.8
資産合計	100.0	100.0	100.0	100.0
流動負債	43.3	34.0	20.3	31.1
固定負債	45.4	25.0	15.6	11.8
負債合計	88.7	59.0	35.9	42.9
株主資本合計	11.3	38.6	61.9	55.7
資本金	2.1	5.8	8.9	13.9
資本剰余金	6.2	2.2	15.5	13.1
利益剰余金	3.0	31.4	39.3	33.1
自己株式	0.0	-0.9	-1.8	-4.4
OCI累計額	0.0	1.6	0.7	0.3
少数株主持分	0.0	0.9	1.5	1.1
純資産合計	11.3	41.0	64.1	57.1

資金のより効率的な運用
が課題

図表 2-23 の百分率貸借対照表において、日本郵便の現金及び預金額の大きさが特徴としてあげられる。前述の通り、ゆうちょ銀行、かんぽ生命からの預り金があるとはいえ、全資産の 4 割を現金等でも有していることとなり、資産のより効率的な運用を検討すべきである。

4-4. 統合効果分析

2012年10月1日をもって、旧郵便局株式会社と旧郵便事業株式会社が統合し、日本郵便株式会社が発足した。この統合にはどのような効果が期待され、そしてどのような効果が表れたのか。統合後、6か月分のデータを含むもの（2013年3月決算報告）のみではあるが、利益を詳細に分析することにより、統合効果を分析する。

短期的に想定されたのは
費用削減の効果

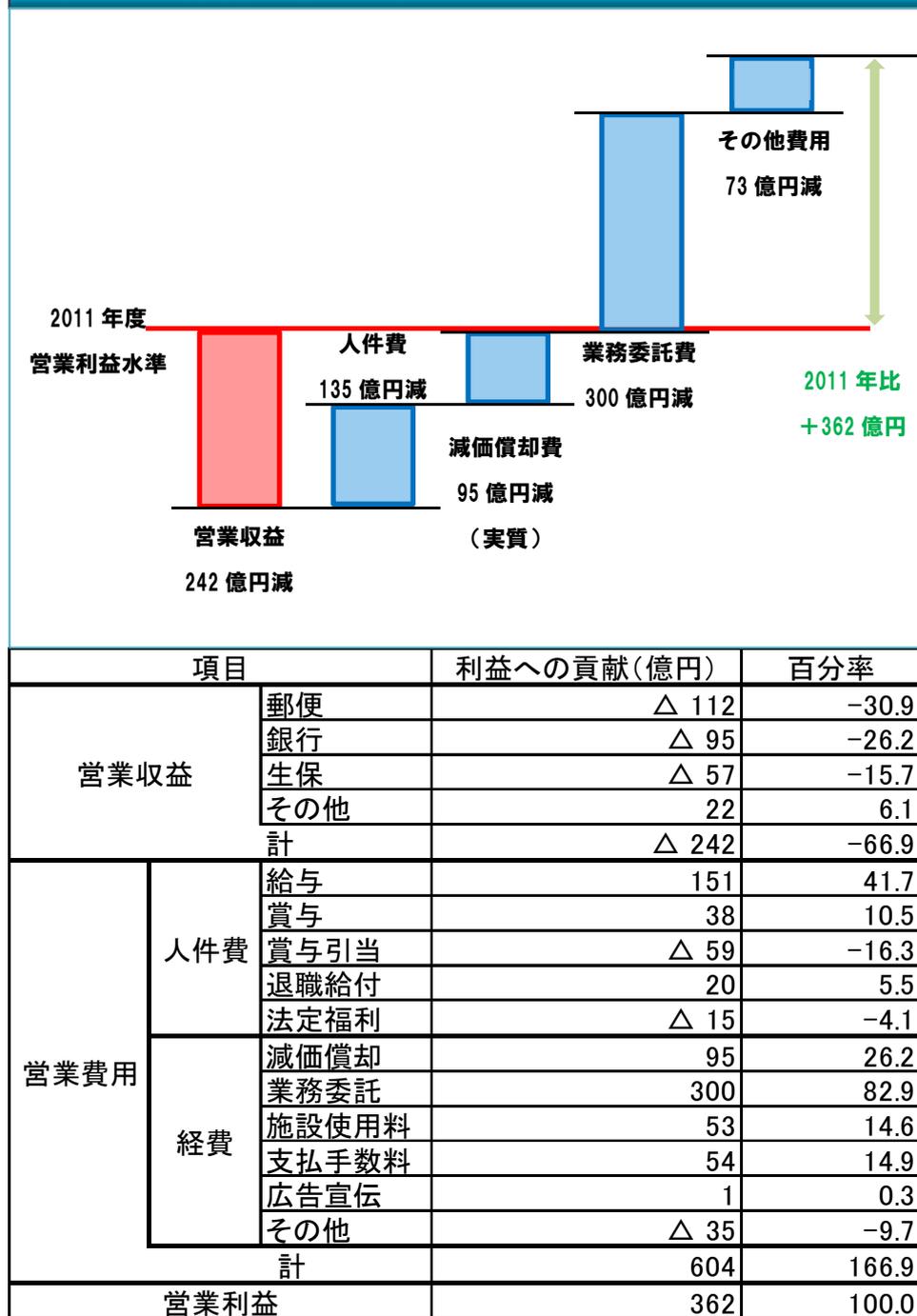
統合にあたり、日本郵便が想定した統合効果²⁶には以下の3つがあげられる

1. 改正郵政民営化法を受けて、郵便・貯金・保険を郵便局で一体的に提供する体制の実現
2. 本社・支社・郵便局全体を通して、損益ベースで経営管理する仕組みを導入し、PDCAサイクルによる継続した経営改善を行える体制の実現
3. 会社統合による人的リソースの創出
⇒ 創出されたリソースは、①フロントラインの拡充、②新規事業部門への投入、③効率化、に活用

このうち、収益性向上に関するものは3. の②のみであり、少なくとも短期的には費用削減の効果が想定されていると考えられる。

²⁶ 第96回郵政民営化委員会配布資料（資料96-1）より

図表 2-24 営業利益増加の内訳²⁷



²⁷ 日本郵政グループ (2013) 「平成 25 年度 3 月期決算の概要」より作成

<http://www.japanpost.jp/pressrelease/>

Appendix Bにより詳しい営業利益の分析を行っているので参照されたい。

収益には統合の効果はみ
られないが、費用では統
合効果はみられる

図表 2-24 は 2011 年度から 2012 年度にかけて増加した営業利益がどのような収益・費用の変化によってもたらされたものであるかを表した表、グラフである。

まず営業収益に関して考察する。郵便事業、銀行代理業務手数料、生命保険代理業務手数料はすべて前年よりも減少している。その他の営業収益は微増しているものの、収益は前年比 242 億円の減少となり、統合による収益増加の効果はみられない。

次に営業費用項目であるが、前年に比べ、729 億円の削減に成功している。これに大きく貢献しているものは人件費関連費用、業務委託関連費用、減価償却費の 3 つの項目である。人件費関連費用の削減によって 135 億円、業務委託によって 300 億円、減価償却費の減少によって 220 億円の営業利益が増加している。しかしながら、減価償却費の減少額のうち、125 億円は利益捻出型の償却パターンへの変更によって得られたものであり、実体を伴わない。実質は減価償却費の減少によって 95 億円の営業利益の増加が発生し、営業費用項目全体の削減は 604 億円となる。

これらすべてが統合の効果であるか否かについては継続的な分析が必要になるが、一定程度の統合効果は確認されたといっていよう。

5. 第2章 まとめ

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

図表 2-25 から見て取れるように、日本郵政グループ全体の収益に対してかんぽ生命、ゆうちょ銀行が占める割合はそれぞれ約 75%、約 13%となっている。実に 90%近くの収益をこの 2 社で上げていることになる。また、純利益に関しても、かんぽ生命が約 15%、ゆうちょ銀行が約 70%と、グループ全体の約 80%の利益をこの 2 社が稼ぎ出している結果となっている。

現行のグループで考えれば、市場の縮小で先行きに不安を抱える現状赤字である郵便事業を抱えているとしても、グループ全体としては強固な収益基盤を持っていると言える。

図表 2-25 グループの収益・利益の状況

日本郵政グループに占める収益の割合		
年度	ゆうちょ銀行	かんぽ生命
2008	12.5%	77.8%
2009	11.8%	77.7%
2010	12.6%	76.6%
2011	13.4%	75.3%
2012	13.4%	74.7%

日本郵政グループに占める純利益の割合		
年度	ゆうちょ銀行	かんぽ生命
2008	54.2%	9.1%
2009	65.9%	15.6%
2010	75.5%	18.4%
2011	71.4%	14.4%
2012	66.4%	16.2%

日本郵便の収益性の脆弱性とその原因

- 1) 郵便物の減少
 - 2) 収益と費用のバランス
 - 3) ユニバーサルサービス
-

しかしながら、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の100%上場を前提とした場合、日本郵便のみでの収益性は脆弱であるといえるであろう。この原因は3点考えられる。

1点目として、郵便物数の減少があげられる。前述の通り、郵便物等引受け数は減少傾向にある。また、我々の生活の中から鑑みても、受け取る郵便物のほとんどが個人間のもではなく、企業から個人へあるいは企業から企業へのものである。これらには民間の宅配業者が参入しており、今後も縮小したパイを巡るさらなる競争の激化が予想される。

2点目として、収益と費用のアンバランスが存在する可能性がある。日本郵便の郵便局セグメント（以下「郵便局」）の、主な収益源は、ゆうちょ銀行、かんぽ生命からの代理業務手数料であり、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の窓口として顧客に対するサービスを提供することによって収益を得ている。そのため、本来ゆうちょ銀行、かんぽ生命が持っているであろう有形固定資産が郵便局の所有となっているという一面もある。よって、それらの減価償却は郵便局の費用となっており、これと代理業務手数料が釣り合ったものとなっているのかどうかという疑問も生まれる。もしこのバランスがゆうちょ銀行、かんぽ生命に有利になるようなものであるならばゆうちょ銀行、かんぽ生命の上場、民営化が民業圧迫となるという問題も出てくるであろう。逆に郵便局に有利になっているのであればそれはグループ内での一種の内部補助となっており、上場後も現状を継続することは市場からの圧力で難しくなることが考えられる。

3点目としては郵便事業に課されたユニバーサルサービスが挙げられる。日本全国の郵便を同一料金でカバーするという目的自体が収益性と相反するものであるとも言えるであろう。この点については第4章で再度検討する。

以上のような原因によって、日本郵便の収益性が脆弱であることはある意味必然ともいえる。しかし、これらは政治的判断を含む、単なる収益性の向上とは異なる次元の判断によって課されたものであることも併せて指摘しておく。

日本郵政グループは、社会的価値の規模が大きい

企業の社会的な価値の源泉を表す付加価値額はグループ全体として3兆円を超えており、1~2兆円程度であるメガバンクと比較してもかなり大きくなっており、社会に与える影響の大きな企業であると言える。

ゆうちょ銀行、かんぽ生命で著しく高い値を出した設備生産性であるが、グループ全体の設備生産性は約1.0となっており、他のメガバンクと比較してもむしろ小さな値となっている。よって、前述の通り、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の高い設備生産性は生産性の高さを表しているというよりも、利益額とそれに費やされた資産が財務情報上で対応していないことが原因と推測される。

自己資本比率の低さとそれを可能にするリスクの小ささ

グループ全体における自己資本比率をみると、3.7%とかなり低い状態である。これにはいくつかの要因が考えられる。

グループの資産のうち約3分の2を占めるゆうちょ銀行の資産運用がリスクの小さな国債に偏重していることから、自己資本額が小さくとも Tier 1 比率が安定的に大きくなることが第一の要因であろう。

また、グループの資産のうち約3分の1を占めるかんぽ生命では、責任準備金がかかなり大きな額となっており、自己資本比率が非常に小さい。

両要因ともに決して安全性という点ではマイナス要因とはならないものであり、自己資本の小ささは日本郵政グループの安全性の低さを表すものではない。しかしながら、むしろこの自己資本比率で安全であるといえる程度のリスクを取った投資ができていないという点が問題である。つまり、ゆうちょ銀行、かんぽ生命共に上場した場合の競争に耐えられるリスクを取った経営ができるのかという問題が出てくる。

ノウハウの内部育成、外部取得の選択と組織の意思統一の重要性

現状では、両社がリスクを伴う投資を行っていく場合には2つのハードルが存在する。1つは規制である。適切なリスクを取るために新規事業への進出を画策した場合、現状では認可が必要となる。上場に向けて企業価値の最大化を目指すならば、この規制によって妨げられる可能性がある。

もう一つは投資判断を行っていくノウハウである。現在の国債偏重の投資をおこなっている状態では、リスクを伴う投資を行うための適切な判断が行えるかどうかについて疑問である。このハードルをクリアするためには単純に2つの方策しか存在しない。1つが企業内部での人材の育成、もう1つが外部から人材のマーケットを通しての取得（M&Aや提携を含む）である。しかしながら、内部での育成にはかなり長期のスパンを想定せざるを得ず、さしあたっては外部からの人的資本の取得あるいは提携が現実的であろう。

民間金融機関と、より敵対的な状況を作るM&Aを選択するか、あるいは民間金融機関と提携を模索するか、経営者の判断が分かれるであろうが、まずはその必要性を検討し、どの方向に向かって舵を取っていくのかについて方向を示し、巨大であるがゆえに難しいことではあるが、社員全体の意識改革を含め、組織内の意思を統一することが必要である。



第3章 企業価値推定



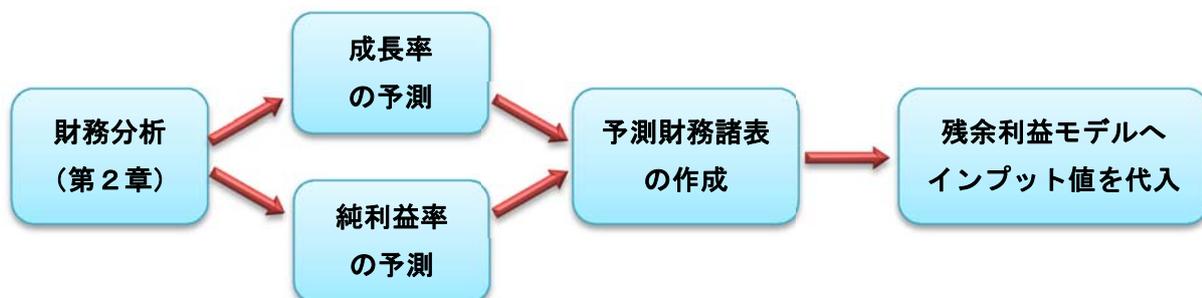
要旨

- ・現状であれば、ゆうちょ銀行が約3～6兆円、かんぽ生命が約1～2兆円、日本郵便が約3000億円～約8000億円の企業価値となる。
- ・現状が続くという仮定を置くと、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、及び日本郵便の企業価値はいずれも株主資本簿価を下回る可能性が高いが、かんぽ生命と日本郵便については、同業大手民間企業の水準まで利益率を向上させることができれば企業価値が株主資本簿価を十分に上回ると期待され、またゆうちょ銀行に関しても配当性向を高く設定することで企業価値の増加を見込むことができる。

1. 残余利益モデルによる企業価値推定

第3章の内容

- 1 残余利益モデルによる企業価値推定
 - 1-1. 推定の手順
-
- 2 統計的手法を用いた残余利益モデルによる企業価値の推定は以下の手順に従う。
企業価値推定
 - 3 第3章 まとめ



将来の利益（キャッシュ
フロー）の予測と資本コ
スト予測の重要性

上記手順の中で重要な3点を詳しく説明しておく。

（1）予測財務諸表の作成

マーケットが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。したがってマーケットがどのように将来利益を予測するのか、いくつかのシナリオを設定して、将来のゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便の予測財務諸表を作成することからはじめる。

本報告では予測財務諸表の作成に売上高（経常収益）からのトップダウン方式を採用する。これはまず売上高を予測し、その後利益率の予測を行い、利益額を導出するものである。

（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。

上場企業の資本コストは過去の株価の動きから決まるとされている²⁸。しかしながら、非上場企業である郵政グループの各企業は資本コストが計算できない。よって、本報告では資本コストを特定することはせず、一定の幅をもたせたうえで企業価値を推定することとする。

ちなみに、2012年の調査²⁹では日本株にどの程度の資本コストを想定するかという問いに国内機関投資家は平均6%台³⁰、海外投資家は平均7%台³¹となっている。

²⁸ CAPM理論。市場全体の値動きと対象企業の値動きの相関から資本コストは決定するとされている。しかし、より多くの情報を開示することによって資本コストが低減するということも言われている。

²⁹ 柳良平[2013]「Equity Spreadの開示と対話の提言」企業会計 Vol. 65 No. 1より。2012年4-6月の調査。

³⁰ 最小2%、最大9%、最頻値8%

³¹ 最小3%、最大10%、最頻値8%

(3) 残余利益モデル（オールソンモデル）の適用

推定式は以下の通りである。

$$PV = C_0 + \sum_{t=1}^n \frac{A_t - r_e C_{t-1}}{(1 + r_e)^t} + \frac{(A_n - r_e C_{n-1}) / (r_e - g)}{(1 + r_e)^n}$$

PV : 企業価値(現在価値)

C_t : t 期の純資産簿価

A_t : t 期の当期純利益

r_e : 資本コスト

g : サステイナブル成長率

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られるであろう、資本(調達)コストを超過する分の利益(残余利益)の割引現在価値の合計であるとするものである。右辺第二項は予測可能期間における残余利益の現在価値、第三項は予測不能期間における終末価値を表している。

1-2. ゆうちょ銀行の企業価値推定

(1) ゆうちょ銀行の現状分析と銀行業界分析

成長率の低下と純利益率の上昇

まず、現状のゆうちょ銀行の経営を分析すると、図表3-1のようになる。経常収益成長率は上昇基調にあり、純利益率はほぼ横ばい（微増）となっている。

図表3-1 ゆうちょ銀行の経営状態

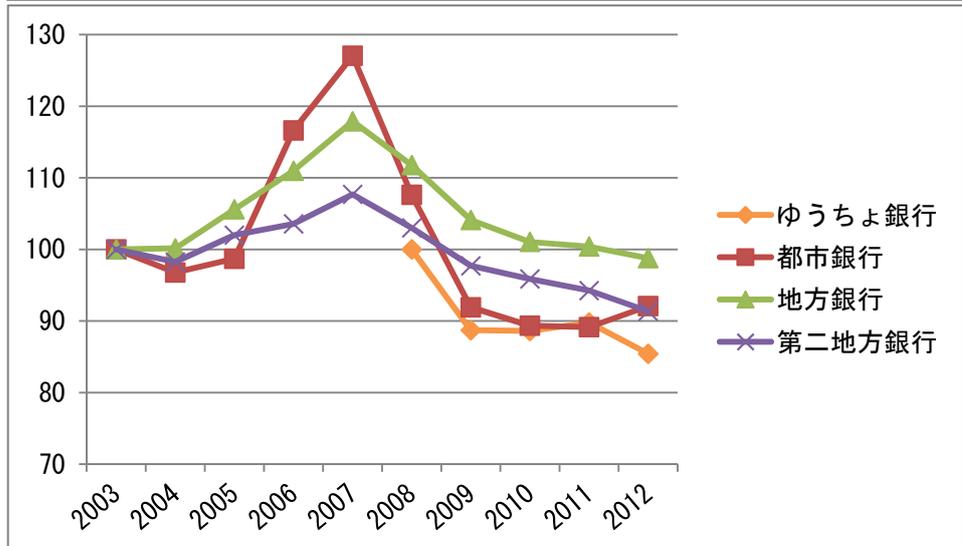
年度	経常収益成長率	純利益率
2009	-11.28%	13.44%
2010	-0.12%	14.34%
2011	1.33%	14.98%
2012	-4.86%	17.59%

続いて、銀行業界の経常収益成長率と純利益率から、今後のゆうちょ銀行の経営状態について予測を行い、シナリオを立てる。銀行業界については、新規業務の競合相手という面から地方銀行及び第二地方銀行（以下両者を纏めて地方銀行とする）を中心に考察する。（なお、以下に示すデータには、参考までに都市銀行のデータも含めるものとする）

近年の経常収益の減少傾向

図表3-2は、ゆうちょ銀行・都市銀行・地方銀行・第二地方銀行の経常収益についての、ゆうちょ銀行は2008年度、その他は2003年度を100とした場合の各年の推移である。これからもわかるようにゆうちょ銀行の経常収益は民営化後減少し続けている。また地方銀行は10年前と同水準、第二地方銀行は10年前から若干減少している。

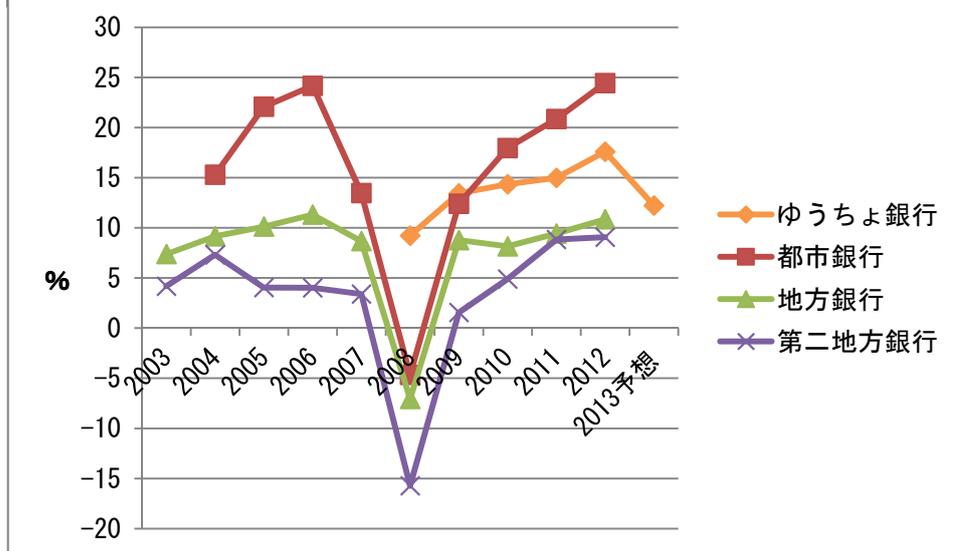
図表 3-2 経常収益の推移



純利益率の上昇傾向の一方、2013年度予想の悪化

図表 3-3 は、ゆうちょ銀行と都市銀行・地方銀行・第二地方銀行の利益率を比較したものである。ゆうちょ銀行の利益率は、地方銀行に比べて高い水準になっている。また、利益率は経常収益が減少する中でも向上している。しかし一方で2013年度の利益予想は2012年度に比べ約30%減少するとされており、ここまで続けてきた利益率の上昇が不安視されている。

図表 3-3 利益率の推移



(2) シナリオの作成

2009 年度～2012 年度の経常収益成長率、純利益率の平均はそれぞれ -3.73%、15.09%である。また 2012 年度の地方銀行の平均利益率が 10.28% である。

以上の分析から以下のようなシナリオを考える。

ゼロ成長のもとでのシナリオの設定

・ 経常収益成長率

現在、銀行業界の経常収益は、2003 年時と比較してほぼ同水準である。(図表 3-2 参照) 人口減少段階に移行したこともあり、我が国の経済成長は低水準が続くことが見込まれ、それゆえ銀行業の業界規模は、今後も長期的には変わらないものと仮定し、ゆうちょ銀行の成長率も 0%とする。

・ 純利益率

ゆうちょ銀行は地方銀行と比べると高い利益率を誇っている。現状の利益率を維持する場合(15%)と、競合の中で地方銀行と同水準(10%)になる場合、またその中間の 12.5%の場合を想定する。

(3) ゆうちょ銀行の企業価値評価

シナリオ 1 : 経常収益成長率は 0%になり、利益率は 15%となる場合

シナリオ 2 : 経常収益成長率は 0%になり、利益率は 12.5%となる場合

シナリオ 3 : 経常収益成長率は 0%になり、利益率は 10%となる場合

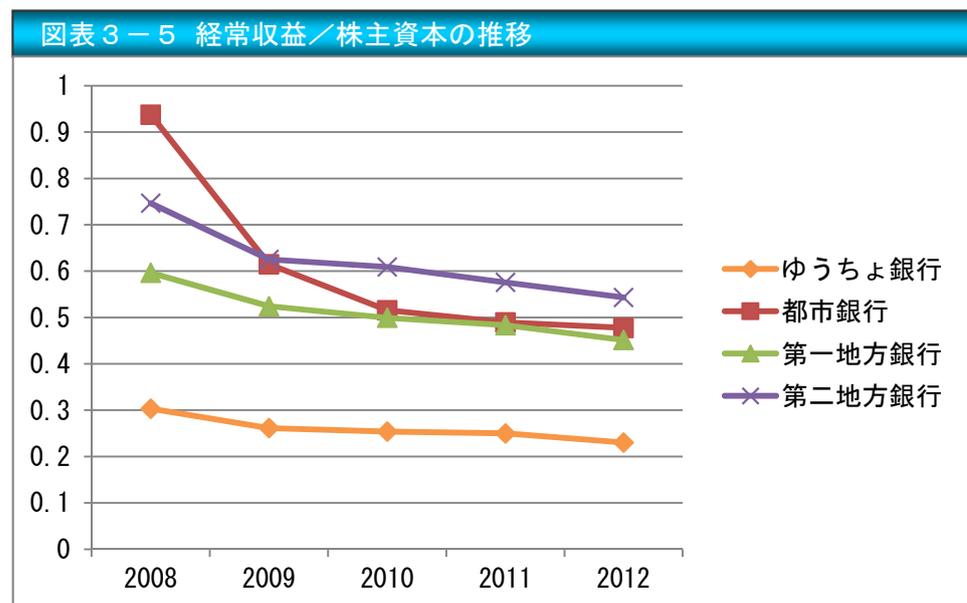
以上のシナリオのもと、企業価値を資本コスト 4%～8%で推定すると図表 3-4 のようになる。

図表 3-4 ゆうちょ銀行の企業価値①			
資本コスト	シナリオ1	シナリオ2	シナリオ3
4%	5兆6531億円	4兆5682億円	3兆5906億円
5%	4兆2356億円	3兆4947億円	2兆7975億円
6%	3兆4045億円	2兆8419億円	2兆3042億円
7%	2兆8527億円	2兆4021億円	1兆9669億円
8%	2兆4591億円	2兆0850億円	1兆7211億円

収益性が低く、PBR はほぼすべてのシナリオで1未満

ゆうちょ銀行は、収益性の低さからこれらのシナリオのもとでは資本コスト4%でも残余利益がマイナスの値をとりうる。つまり、時価が簿価を下回るのである。収益性の低さの主な原因は規模に対する経常収益の低さ、及び経常収益の増加を見込むことが難しいことの二点挙げられる。すなわち、ゆうちょ銀行は内部留保を有効に活用できる投資先が見つかっていないのが現状である。

図表 3-5 は経常収益を株主資本簿価で割った値である。ゆうちょ銀行の値は都市銀行や地方銀行の値を大きく下回って推移している。



したがって、上場後の利益剰余金の使い道について、有望な投資先が見られない現状では再投資のために使うことよりも配当として分配することを、株主から要求される可能性がある。

では、こうした配当への圧力と企業価値はどのような関係があるのか。配当性向に幅を持たせた場合の企業価値について、以下示すことにする。

約 20%の配当性向の上昇
で約 1 兆円の企業価値が
向上

資本コストを 5%とし、配当性向を 40%、60%、80%と変化させたときの
ゆうちょ銀行の企業価値を図表 3-6 に示す。依然として企業価値が株主資
本簿価を下回るものの、配当性向を 20%高めることで、企業価値は約 1 兆円
増加する。

これらの分析より、上場を果たしたのち、配当性向を高める方向への資本
市場からの強い圧力が予想される。

図表 3-6 ゆうちょ銀行の企業価値と配当性向①

配当性向	シナリオ1	シナリオ2	シナリオ3
40%	3兆1637億円	2兆5609億円	2兆0132億円
60%	4兆2356億円	3兆4947億円	2兆7975億円
80%	5兆1374億円	4兆3096億円	3兆5056億円

(4) 企業価値の頑健性の確認

残余利益モデルとほぼ同
じ値となり頑健性が確認
された

残余利益モデルとは異なる方法から企業価値評価を行うことで、これまで
に求めた数値の頑健性を確かめる。ここでは銀行業の価値評価に適している
とされるエクイティ DCF 法³²を採用する。

エクイティ DCF 法で用いる推定式は以下の通りである。

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCF_n/(r_e - g)}{(1+r_e)^n}$$

PV : 企業価値 (現在価値)

FCF_t : t 期の純資産簿価

r_e : 資本コスト

g : サステイナブル成長率

この推定式を用いた際の各シナリオの企業価値は図表 3-7 のようにな
る。

³² 詳しい方法は Appendix C-1 を参照されたい。

資本コスト	シナリオ1	シナリオ2	シナリオ3
4%	5兆5272億円	4兆4833億円	3兆5263億円
5%	4兆1445億円	3兆4219億円	2兆7417億円
6%	3兆3253億円	2兆7782億円	2兆2550億円
7%	2兆7829億円	2兆3456億円	1兆9230億円
8%	2兆3970億円	2兆0345億円	1兆6817億円

また資本コストを5%とし、配当性向に幅を持たせると図表3-8のようになる。

配当性向	シナリオ1	シナリオ2	シナリオ3
40%	3兆0086億円	2兆4399億円	1兆9225億円
60%	4兆1445億円	3兆4219億円	2兆7417億円
80%	5兆0972億円	4兆2768億円	3兆4799億円

(5) まとめ

業界平均程度の配当性向、現状の収益性を仮定すると、資本コストを低めに設定しても、ゆうちょ銀行の企業価値は株主資本簿価（約9.2兆円）を大きく下回る。現在のところ、上場を行ったとしても株主が要求するだけの利益を満たすことは難しいと考えられる。企業価値を高めて上場することを考えると、株主が要求するだけの利益を挙げられるようにする必要がある。

一方で、ゆうちょ銀行は第2章で示したように自己資本比率、Tier 1比率ともに高く、十分な安全性を有しており、ゆえに配当の財源が比較的潤沢であると言える。今回の研究では、配当性向を20%高めると企業価値が約1兆円増加するという計算結果を得た。大量に保有する内部留保を有効に活用できる投資先の発見が難しい場合は、収益性の維持・向上だけでなく配当性向を高く設定することが、株主から求められると考えられる。

1-3. かんぽ生命の企業価値推定

(1) かんぽ生命の現状分析と生保業界分析

一貫したマイナスと比較
的安定した純利益率成長

まず、現状のかんぽ生命の経営を分析すると、図表3-9のようになる。経常収益は年々減少しているものの、民営化後で過去最高益を出し、利益率は大きく向上している。一方かんぽ生命の2013年度予想利益は2012年度に比べ36%減少するとされており、予想通りだと2010年度、2011年度と同程度の利益水準である。

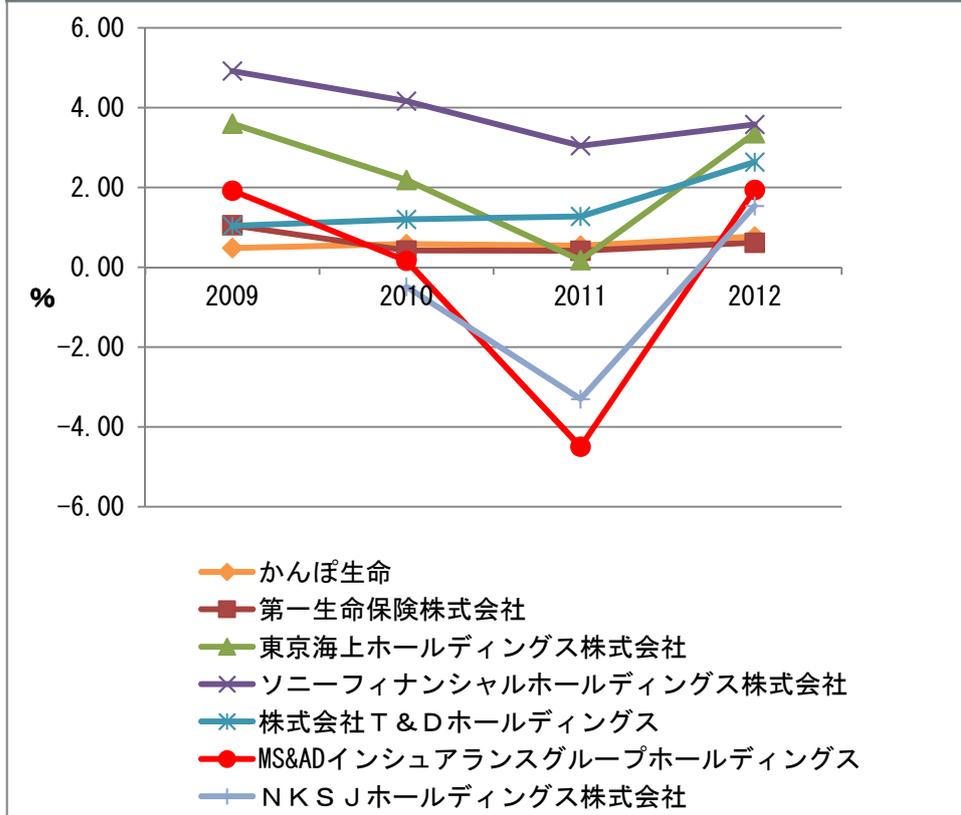
図表3-9 かんぽ生命の経営状態

年度	経常収益成長率	純利益率
2009	-6.06%	0.48%
2010	-8.23%	0.58%
2011	-6.23%	0.54%
2012	-5.61%	0.77%
2013予想	-6.46%	0.51%

続いて、保険業界の経常収益成長率と純利益率から、今後のかんぽ生命の経営状態について予測を行い、シナリオを立てる。東証一部に上場している保険業6社を参考に考察する。

図表3-10は、かんぽ生命と東証一部保険業6社との利益率の比較である。

図表 3-10 保険業利益率の推移



以上の分析より現状からは以下のようなシナリオを考える。

(2) シナリオの作成

ゼロ成長のもとでのシナリオの設定

2009 年度～2012 年度の上場保険業 6 社の平均成長率は 3.07%、平均利益率は 1.39%である。かんぽ生命の保有契約件数は減少の一途である一方で、今年度 4 月から新規事業として新学資保険の販売が開始し、またアフラックとの業務提携も行われた。

・ 経常収益成長率

現状マイナス成長が続いているが、最終的に減少をとめるものとし 0%とする。

・ 純利益率

現状維持で 0.5%、又は同業民間並みの 1%、あるいはその中間の 0.75%になるというシナリオを想定する。

配当性向は東証一部保険業の 2012 年度平均値である 82%とする。

(3) かんぽ生命の企業価値評価

現状の利益率では PBR は 1 を下回る一方、利益率を上昇させれば 1 を上回る可能性あり

シナリオ 1：経常収益成長率は 0% になり、利益率は 0.5% となる場合
 シナリオ 2：経常収益成長率は 0% になり、利益率は 0.75% となる場合
 シナリオ 3：経常収益成長率は 0% になり、利益率は 1% となる場合
 以上のシナリオのもと、企業価値を資本コスト 4%～8% で推定すると図表 3-11 のようになる。

資本コスト	シナリオ 1	シナリオ 2	シナリオ 3
4%	1兆2648億円	1兆9162億円	2兆7685億円
5%	9881億円	1兆4870億円	2兆0397億円
6%	8141億円	1兆1998億円	1兆6159億円
7%	6945億円	1兆0071億円	1兆3385億円
8%	6070億円	8687億円	1兆1427億円

現状維持仮定のシナリオ 1 においては、資本コストが 4% のとき、企業価値と株主資本簿価がほぼ同額となった。これに対し、利益率を向上させたシナリオ 2 では資本コスト 5% 以下で、シナリオ 3 では資本コスト 7% 以下で、企業価値が株主資本簿価を上回る。

(4) EEV から推定したかんぽ生命企業価値

EEV をもとにした企業価値は約 1.2 兆円

ここではエンベディッド・バリュー（以下 EV）を用いての企業価値評価を行う。

EV とは、貸借対照表などから計算される修正純資産に、保有契約に基づき計算される保有契約価値を加えたものである。一般に生命保険契約においては、契約の販売時に多くのコストがかかるため、費用と収益の認識に時間差が生まれる。これに対し、EV は全保険期間を通じた損益を現在価値で評価するため、会計データだけでは得られない重要な情報を含む指標として注目されている。本稿では EV の中でも、かんぽ生命が数値を開示している EEV（European Embedded Value）を使用する。

図表 3-12 は、第一生命と T & D の 2 社について直近 3 年の時価総額を EEV で割った値の推移である。

図表 3-12 直近3年の時価総額/EEV			
配当性向	2010	2011	2012
第一生命	0.514	0.429	0.379
T&D	0.510	0.443	0.473

この2社の平均値にかんぽ生命のEEVをかけることによって求めたかんぽ生命の時価総額の予想値を図表3-13に示す。

図表 3-13 かんぽ生命企業価値②	
年度	企業価値
2011	1兆2267億円
2012	1兆2198億円

よってEEVにより推定されるかんぽ生命の企業価値は約1兆2000億円であり、株主資本簿価と大差ない。また、これらの値はシナリオ1の資本コスト4%と、シナリオ2の資本コストの6%、シナリオ3の資本コスト8%とほぼ同値であり、残余利益モデルの数値の妥当性が示されたものといえる。

(5) まとめ

かんぽ生命の企業価値はゆうちょ銀行に比べると、資本コストを高くしても株主資本簿価を上回りやすい傾向にある。今回の残余利益モデル及びEEVの分析では、かんぽ生命の企業価値は株主資本簿価とほぼ同額か少し下回るかという結果になったが、利益率を現状(0.5%)より0.25%又は0.5%高めると企業価値はそれぞれ約5000億円、約1兆円増加する。(この増加額は資本コスト5%のケースのもの)学資保険や損害保険保証業務などの新規事業への参入により保有契約数を維持・増加させていくことに加えて、利益率の向上を図っていくことが重要になるだろう。

1-4. 日本郵便の企業価値推定

(1) 日本郵便の現状分析と陸運業界分析

一貫したマイナス成長と不安定な純利益率

日本郵便の経営状態を示すと、図表3-14のようになる。(2009~2011年度は郵便局・郵便事業の2社を合わせたもの) 営業収益が減少し続けているものの、利益率は改善されており、特に第2章でも述べたように、郵便局・郵便事業の2社の統合効果で人件費をはじめとする営業費用が削減されており、利益率の上昇につながっている。しかし日本郵便の2013年度の予想利益は2012年度に比べ、80%減少するとされており、利益率は大きく低下する見込みである。

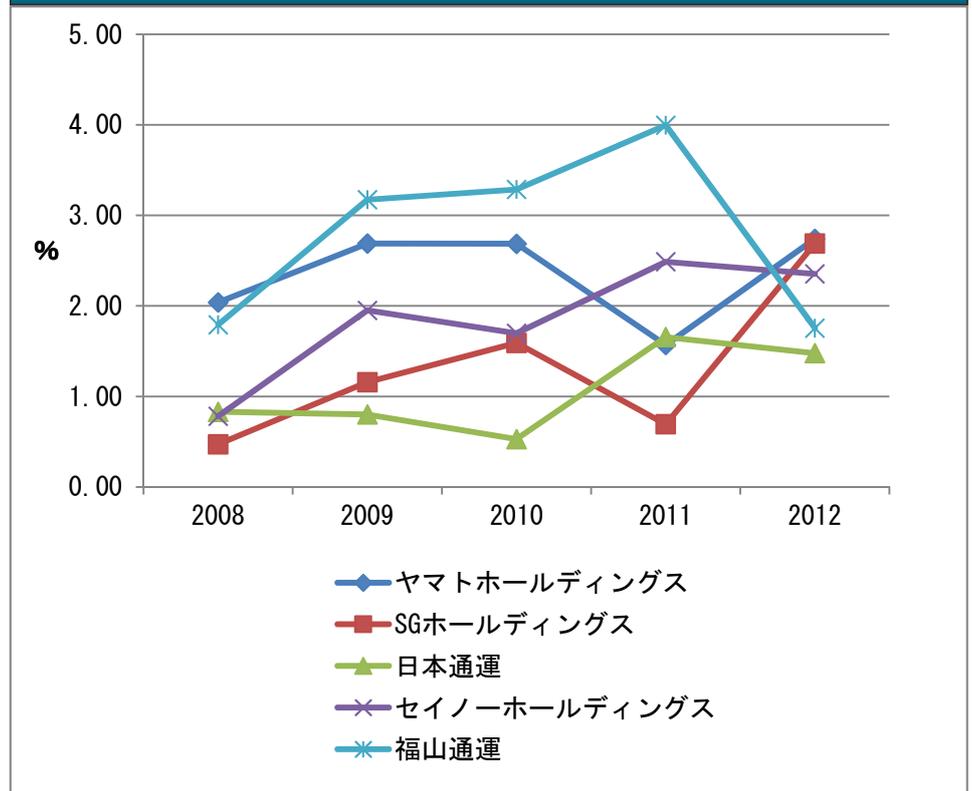
図表3-14 日本郵便の経営状態³³

年度	経常収益成長率	純利益率
2009	-2.50%	-0.50%
2010	-1.33%	-0.17%
2011	-2.07%	0.51%
2012	-1.04%	2.18%
2013予想	-0.91%	0.40%

次に図表3-15は、民間大手運輸業5社の利益率である。現在、運輸業5社の利益率は2%程度である。

³³ 2009年度~2011年度の経常収益および純利益は、2012年度のデータをもとに内部取引率を算定し、同水準の内部取引があったと仮定した推定値である。

図表 3-15 運輸業 5 社の利益率の推移



(2) シナリオの作成

ゼロ成長のもとでのシナリオの設定

2009 年度～2012 年度の営業収益成長率、純利益率の平均はそれぞれ -1.76%、0.505% (2013 年度予想 0.40%) である。一方 2009 年度～2012 年度の上場運輸業 5 社の平均成長率が 1.15%、平均利益率が 2.05% である。また 2012 年度中に郵便局と郵便事業が合併したことにより、コスト面で一定の効果が期待される。また厳しい郵便事業の見通しの一方、ゆうパック、ゆうメールは今後も成長の可能性を秘めている。

・ 営業収益成長率

現状マイナス成長が続いているが、最終的に減少をとめるものとし 0% とする。

・ 純利益率

現状維持で 0.5%、又は運輸業民間企業並みの 2%、あるいはその中間の 1.25% になるというようなシナリオを想定する。

配当性向は運輸業 5 社の 2012 年度平均値である 60%。

(3) 日本郵便の企業価値評価

シナリオに従えば、日本郵便の企業価値は1500億～1兆円

シナリオ1：経常収益成長率は0%になり、利益率は0.5%となる場合
 シナリオ2：経常収益成長率は0%になり、利益率は1.25%となる場合
 シナリオ3：経常収益成長率は0%になり、利益率は2%となる場合
 以上のシナリオのもと、企業価値を資本コスト4%～8%で推定すると図表3-16のようになる。

図表3-16 日本郵便の企業価値			
資本コスト	シナリオ1	シナリオ2	シナリオ3
4%	2947億円	8706億円	2兆1827億円
5%	2361億円	6023億円	1兆2009億円
6%	1998億円	4650億円	8365億円
7%	1750億円	3814億円	6458億円
8%	1568億円	3248億円	5281億円

(4) 日本郵便まとめ

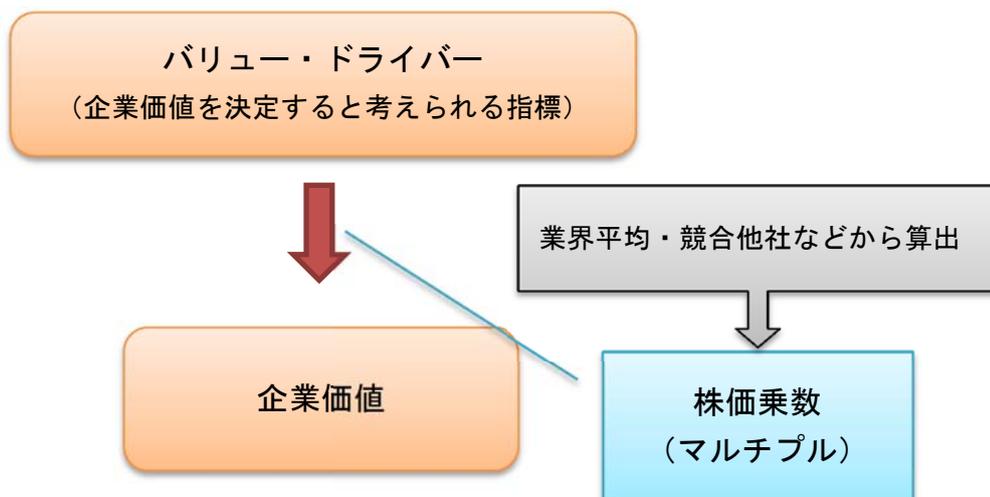
現状通りであれば簿価を割り込む可能性大

利益率が現状の0.5%の仮定の下では、日本郵便の企業価値はその株主資本簿価を下回った。しかしながら、2012年度水準の利益率(2%)を維持できれば、ゼロ成長であったとしても企業価値が株主資本簿価を十分に上回ると期待される。

収益性を高く保つこととユニバーサルサービスの維持との両立は容易ではないものの、旧郵便2社の統合効果を発揮し、さらなる営業費用の効率化につなぐことができれば、株主からの要求を満たしうるだろう。

2. 乗数法を用いた企業価値推定

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、一般的な企業価値評価手法であり、実務的、あるいはアカデミックな企業価値評価に用いられている。



2-1. 単純な乗数法モデル

まずは、2013年度に東証一部に上場しているメガバンク3行、第一地方銀行47行、保険業6社、及び運輸業3社の財務・株価データをもとに、株価乗数（マルチプル）を推定し、それをもとに日本郵便、かんぽ生命、ゆうちょ銀行の企業価値を推定する。

① 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、それから選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。本稿では伊藤（2007）³⁴で紹介されているPER（株価純利益倍率）、PBR（株価簿価倍率）、PSR（株価売上高倍率）、PCFR（株価キャッシュフロー倍率）のうち、変動の大きいPCFRを除く3種類（純利益・株主資本・経常収益）をドライバーとして選択する。

³⁴ 伊藤邦雄(2007)『ゼミナール 企業価値評価』日本経済新聞出版社

② 株価倍率の推定

メガバンク 3 行、第一地方銀行 47 行、保険業 6 社、及び運輸業 3 社の株価倍率は図表 3-17 の通りである。

株価倍率	メガバンク	第一地方銀行	保険業	運輸業
PER	8.13	14.71	22.31	13.50
PBR	0.86	0.60	1.79	0.72
PSR	1.50	1.31	0.42	0.30

以上の値より、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便の企業価値を推定する。

株価倍率	ゆうちょ銀行 (メガバンク)	ゆうちょ銀行 (第一地方銀行)	かんぽ生命	日本郵便
PER	3兆0402億円	5兆5008億円	1兆4652億円	8108億円
PBR	7兆9349億円	5兆5423億円	2兆3410億円	3910億円
PSR	3兆1888億円	2兆7849億円	4兆9926億円	8262億円

ゆうちょ銀行 3兆～5.5兆円、かんぽ生命 1.5兆円～2.3兆円、日本郵便 4000億円～8000億円

ドライバーによって企業価値の推定値は少なからず異なっている。しかし、ゆうちょ銀行の業務内容や収益構造を分析した結果、決してメガバンクを競合他社と考えることが適切でないという点、およびかんぽ生命の経常収益の相当部分を責任準備金が占めているという状況を勘案すると、メガバンクの株価倍率をもとにした推定値およびPSRをもとにしたかんぽ生命の推定値には蓋然性が疑われる。

それらを除いて考えると、乗数アプローチにより推定されるゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便の企業価値はそれぞれ約3兆円～約5.5兆円、約1.5兆円～2.3兆円、4000億円～8000億円となる。

2-2. 簡易オールソンモデル

ゆうちょ銀行は約 6.7 兆円前後、かんぽ生命は約 2.1 兆円、日本郵便は 5000 億円前後の企業価値と推定

企業価値評価のモデルとして用いられるオールソンモデル (Ohlson[1995]) を援用し、企業価値を推定する。このモデルは、多数の学術論文で用いられているモデル³⁵であり、純資産の簿価と純利益額から企業価値を推定するものである。

ゆうちょ銀行の企業価値推定には 2012 年度の第一地方銀行 47 行、かんぽ生命の企業価値推定には 2010 年度～2012 年度の東証一部上場の保険業 6 社のデータ、日本郵便の企業価値推定には 2010 年度～2012 年度の東証一部上場の運輸業 3 社のデータを用いる。

結果は図表 3 - 19 のとおりである。

図表 3 - 19 簡易オールソンモデルによる推定価値

	ゆうちょ銀行	かんぽ生命	日本郵便
企業価値	6兆7068億円	2兆1363億円	5434億円

しかしながら、ゆうちょ銀行は比較企業と比べて株主資本に対する利益率が低い点、かんぽ生命については責任準備金の戻入額が収益の大きな部分を占めているという特異な収益構造である点から、これらの数値よりもややディスカウントした値を企業価値として推定した方が良いとも考えられる。

³⁵ 詳しい内容は Appendix C-2 を参照。

3. 第3章 まとめ

競争力の向上とそのシグナリングが企業価値向上の鍵

現状が続くという仮定を置いた場合、資本コストを5%とするならば、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便の企業価値はそれぞれ約4兆2000億円、約1兆円、約2400億円と推定され、これらはいずれも株主資本簿価を下回る。しかしながら、かんぽ生命と日本郵便については、同業大手民間企業の水準まで利益率を向上させることができれば企業価値が株主資本簿価を十分に上回ると期待され、またゆうちょ銀行に関しても配当性向を高く設定することで企業価値の増加を見込むことができる。

市場が企業価値を推定する場合、今後の業績に対してシナリオを設定することが考えられ、それは市場参加者の主観に委ねられる。ゆえに、新規事業や今後3年間に渡る投資のもたらす効果等、市場に対してよりよい評価を可能にする具体的なメッセージを発信していくことが重要である。

第4章



すでに起こった未来 ～海外事例の示唆～



要旨

- ・ロイヤルメールは、年金負債の政府への移管や、政府から郵便局会社への補助金といったユニバーサルサービス義務に対する外部補助によってサービスを維持している。
- ・ドイツポストは、海外急送便企業をはじめとする積極的なM&Aによって事業を拡大することによるシナジー効果によってユニバーサルサービスに伴う非効率性を緩和している。
- ・日本の郵便においても、費用削減やM&A等からのシナジー効果によって自助努力を進める一方で、複数事業者へユニバーサルサービス義務を課すなど、制度面からの補助の必要があるかもしれない。

1. 本章の目的

第4章の内容

1 本章の目的

1-1. すでに起こった未来

2 統計的手法を用いた

企業価値推定

3 第4章 まとめ

「すでに起こった未来」とは、アメリカの経営学者P.F. ドラッカーの著書のタイトルにもなっている言葉である。自然科学においては、現象の予測には、実験とその結果の積み重ねから導き出される理論が用いられる。しかしながら、社会科学においては実験を行うことは不可能であり、自然科学と同様の方法で未来を予測することは難しい。そこで重要なのが、過去の事象の観察から未来の現象減少を予測することである。つまり、過去の現象は「すでに起こった未来」を表しているのだ。この考えに基づき、我々は海外における事例を分析し、日本郵政が上場後に歩むであろう未来を考える。

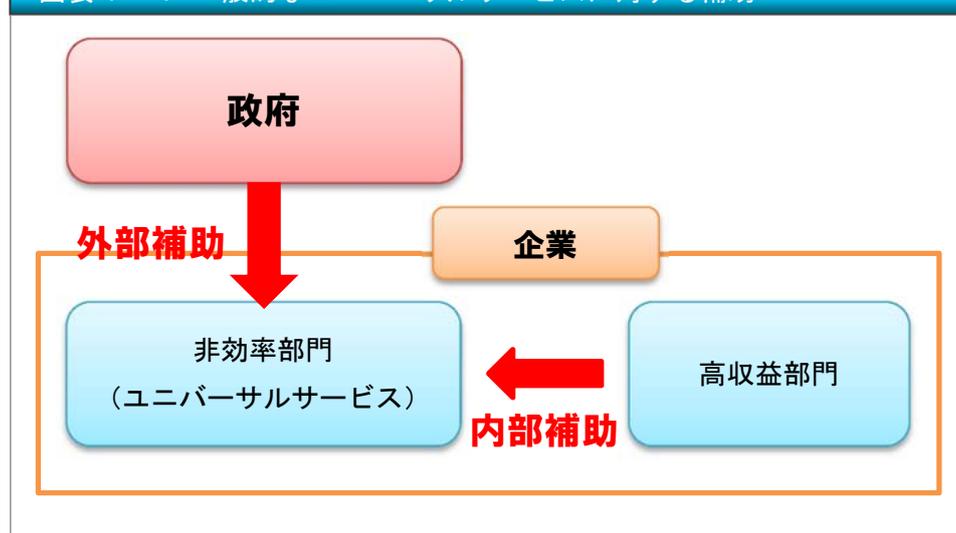
1-2. ユニバーサルサービス

ユニバーサルサービスには非効率性が伴う

現在大きな流れとして諸外国では、インターネットの発達により郵便物数は減少傾向にあり、また郵便市場の自由化が進み民間事業者との競争が激しくなるなど郵便分野の厳しい経営状況を背景に、郵政事業体の事業展開については「経営の多角化、特定分野への経営資源の集中」が行われている。

またもう一つの大きなテーマとして「ユニバーサルサービスの維持」がある。ユニバーサルサービスとは、① エリアの包括性（過疎地、山岳部、離島を含め全国展開していること）② 均一料金（相対的に安く）という性質を持つものであり、基本的には非効率性を伴う。そこで、このユニバーサルサービスをいかにして維持しつつ効率性を追求していくかという点が重要となる。一般論としては非効率部門に対しては、他の高収益事業から非効率部門に対して補てんを行う内部補助と、政府の補助金などによって補てんを行う外部補助という2つの手法が存在するとされている。日本の郵便事業が今後どのような形でユニバーサルサービスを維持していくことが可能であるのかを、ここではすでに株式上場を果たしているドイツポストとロイヤルメールの事例から学び、日本郵政が株式上場した後に起こり得る未来について考える。

図表 4-1 一般的なユニバーサルサービスに対する補助



2. 海外事例

2-1. ロイヤルメール

政府の補助によるロイヤルメールのユニバーサルサービス維持

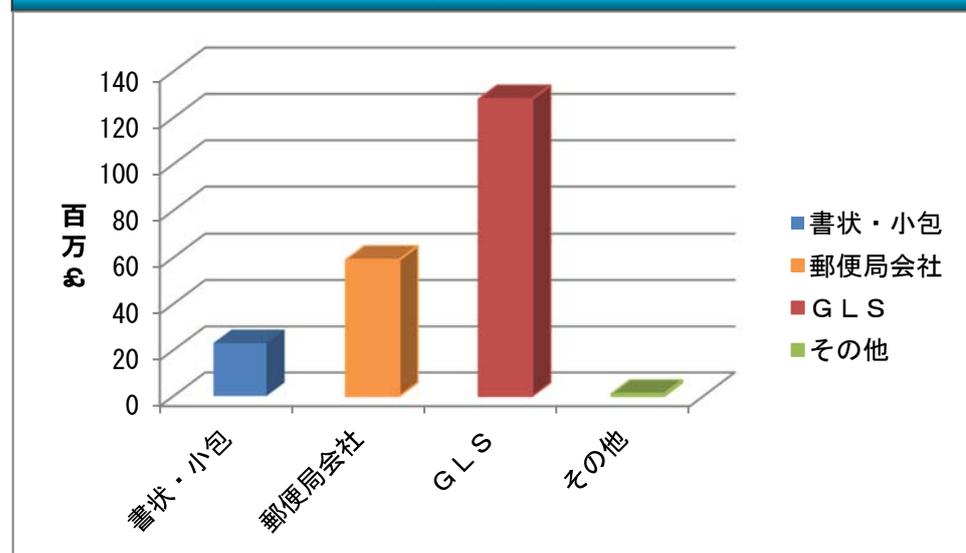
イギリスのロイヤルメールは2013年7月に株式上場したが、その目的は、株式上場での調達資金による機械化、現代化などへの投資、経営への規律の持ち込み、政治の介入（時の政権の意向）の防止であった。これらによって郵便市場の自由化以降激しさを増す民間事業者との競争に勝つための体制を強化しつつ、ユニバーサルサービスも維持していく狙いがあった。イギリスでは2011年郵便サービス法で、

- ① 郵便会社の多額の年金負債を政府に移管
- ② 郵便会社に最大90%まで民間資本を導入すること
- ③ 複数事業者がユニバーサルサービス事業者となること

を可能にし、またユニバーサルサービス事業者が債務超過に陥った場合の処置（政府による財政支援等）が決定され、郵便事業者の財務負担軽減のための制度が整備されたことや、2012年4月の郵便料金の大幅値上げによりユニバーサルサービスが維持されている。

しかし、イギリスの郵便局ネットワークの観点では、郵便局数はピーク時に比べ半減しており、直営郵便局（3%）、委託局（97%）でほとんど個人（サブポストオフィス）への委託である。さらに、2004年から1日1回の配達に切り替えコスト削減を進めている一方で、郵便局数維持のために2015年までの4年間で総額13億4000ポンド（約2300億円）の補助金が交付されている。

図表4-2 ロイヤルメールの部門別利益³⁶



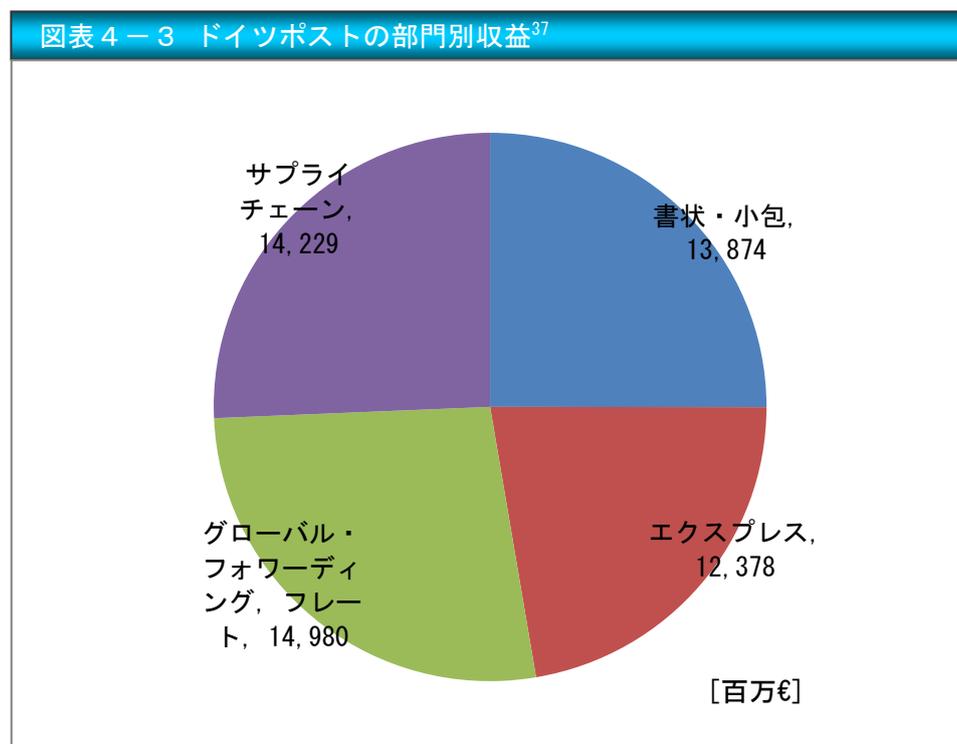
³⁶ ロイヤルメール持株会社 2011-2012 アニュアルレポート より作成

2-2. ドイツポスト

積極的なM&Aによるドイツポストのユニバーサルサービスの維持

ドイツのドイツポストは2000年に株式上場を果たしているが、1990年代から、数々の海外の急送便企業を買収することで事業を拡大してきた。Danzas（スイスのロジスティクス企業）やDHL、AirBorne Express（アメリカの国際急送便企業）との度重なるM&Aにより海外進出を成功させ、かつ総合物流企業へと転身した。2012年の部門別収益ではDHLブランド（エクスプレス、グローバル・フォワーディング、フレート、サプライチェーン）の物流事業が全体の収益の75%を占めており、郵便事業を支える形となっている。

図表4-3 ドイツポストの部門別収益³⁷

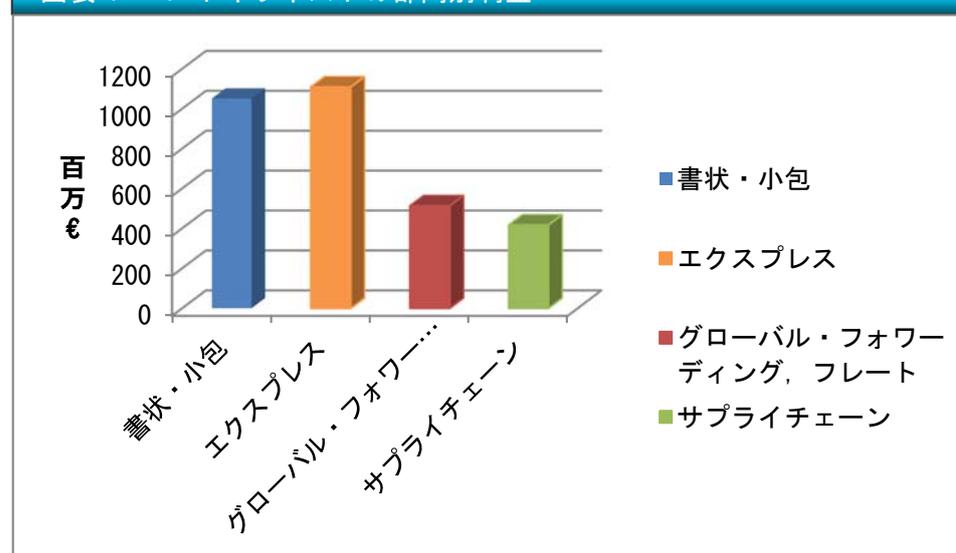


³⁷ ドイツポスト DHL アニュアルレポート 2012 より作成

ドイツの郵便局ネットワークという観点では、イギリス同様郵便局数はピーク時に比べ半減しており、さらに 2014 年までに直営郵便局を全廃し委託局へと切り替える計画を打ち出している。さらに、郵便局数の削減や、外部委託だけではなく、無人郵便物引受機 Packstation（駅などにある機械化されたセルフサービスの拠点で、土日を含めて 24 時間無料で荷物の発送、受取が可能で、荷物の引き受けに必要な人件費が削減できるうえ、受取人不在による再配達の手間も省ける）というシステムを導入しており、コスト削減を図る中にも新しい付加価値も生み出している。

このようにドイツポストはコスト削減に加え、国際的なM&Aを通じ、郵政事業のなかでも物流事業の経営に特化した事業展開を進めていき、そのシナジー効果で郵便事業の経営、ユニバーサルサービスを支えている。

図表 4-4 ドイツポストの部門別利益³⁸



³⁸ ドイツポスト DHL アニュアルレポート 2012 より作成

3. 海外事例の示唆

自助努力を前提とした内部補助あるいは部補助によるユニバーサルサービス維持

ドイツポスト、ロイヤルメールの海外事例から、日本郵政がいかにしてユニバーサルサービスを維持していくかということに関して示唆が与えられる。

ロイヤルメールの例では、年金負債の政府への移管、4年総額約2300億円の補助金など、一般的に考えられるユニバーサルサービスに対する外部補助の形をとっている。

これに対し、ドイツポストでは補助金の支給は実質的に無く、郵便・小包事業自体も利益をあげている。もちろん、ユニバーサルサービス義務からは非効率性が生まれることは間違いないであろうが、その環境を所与とし、積極的なM&Aによるシナジー効果やコスト削減によって効率性の追求を行っていると考えられる。つまり、一般的な内部補助（高収益部門からの補てん）ではなく、高収益部門とのシナジー効果による、非効率部門の効率化に対する補助（支援）という新たな形が取られているのである。

費用面（コスト削減）、収益面（事業拡大等による収益性の向上）の両面からの自助努力

これらの事例から、日本郵政の未来に関して以下のような示唆が与えられる。

まずは日本郵政の中の非効率部門である郵便事業自体がユニバーサルサービスを維持していくための自助努力を行うことが前提であろう。その方法としてまずは郵便事業のコスト削減を進めていくことが考えられる。これは費用面からのアプローチで、ドイツポストの例よりPackstationのような無人郵便引受機は特に都市部の鉄道ネットワークが発達している日本では有効であると考えられる。また両国の例より、直営の郵便局から委託局へと切り替えることも考えられる。例えばコンビニエンスストアや個人商店、ガソリンスタンドのような小売店に窓口業務を委託することで、少ない費用で郵便局ネットワークを維持していくという手法でもある。

もう1つの方法は郵便事業の事業拡大を進めていくことである。これは収益面からのアプローチである。前述のとおり、ドイツポストは海外の様々な急送便企業を買収することで国際的な物流企業へと成長していった。陸続きのヨーロッパと島国である日本ではかなり地理的条件が異なるが、国際的なM&Aなどを通じて海外進出を進め、アジアの総合物流に進出するという道も考えられる。

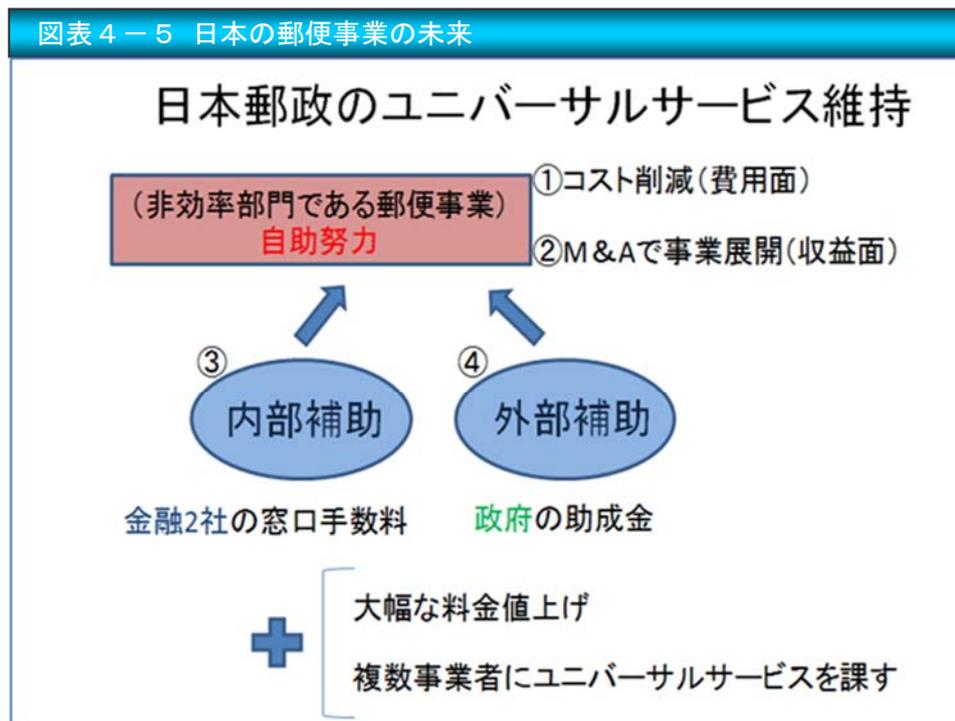
上場後の金融 2 社による内部補助は難しく、政府による補助等の外部補助が現実的か

これら郵便事業の自助努力が行われたとしても、ユニバーサルサービスには非効率な部分が残るのこる。これがユニバーサルサービスの維持を妨げるなら、内部補助、外部補助という手法で郵便事業を支えていく仕組みが考えられる。

内部補助とは、例えば日本郵政の中で収益の大部分を占める金融 2 社により非効率部門の郵便事業を支えることをいうということ。具体的には、ゆうちょ銀行とかんぽ生命からの窓口手数料という形で郵便事業を支える構図である。しかしながら、現実には金融 2 社の上場が予定されており、上場後にこれらの補助を行うことは市場が許さないであろうことから、現実的ではない。

外部補助とは、政府からの補助金、支援によってユニバーサルサービスを支えることをいうということ。イギリスの例では、政府はロイヤルメールに対し 2003 年から毎年 1.5 億ポンド（約 300 億円）の助成を行い、2012 年には多額の年金負債を政府に移管しているさせている。

図表 4-5 日本の郵便事業の未来



料金の大幅な値下げ、ユニバーサルサービスの複数事業者への義務化などの制度面の整備も必要か

また、これらの内部補助、外部補助という手法だけでなく、郵便料金の大幅な値上げ、「ユニバーサルサービス受益者からの負担を増やす」という方法も考えられる。2012年4月、ロイヤルメールは大幅な郵便料金の値上げ（ファーストクラス郵便 27 ペンス→60 ペンス、セカンドクラス郵便 19 ペンス→50 ペンス）に踏み切った。

さらに、複数事業者に対しユニバーサルサービスを課す制度を整備することで、ユニバーサルサービス義務を負っている企業とそうでない企業との間で市場競争に不公平が生じないようにする仕組みを整えていくことも考えられる。

以上より、「すでに起こった未来」ということで、厳密には各国の郵政事業体の構造は異なるが、すでに株式上場を果たしている海外の郵政事業から日本郵政が学ぶものは多いと思われる。

おわりに

本年度の報告書では、昨年度と同様の日本郵政グループの財務諸表分析と企業価値推定といった分析に加え、海外の郵政事業の現状の分析から、日本における郵政事業の未来への示唆を導き出すことにも挑戦した。

第1章ではここ1年の日本郵政グループに関する動きをまとめた。この中で、日本郵政グループから公表された、上場に向けた中長期的なビジョンを示した上で、さらに第2章においては、眼前に迫る株式上場に揺れる日本郵政の現状の定量定性的分析を行った。さらに、上場に向けて、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便の3社の企業価値も推定した。

また、郵政グループは国民経済に与える影響が大きく、さらにユニバーサルサービスの担い手としての機能も担っていることから、国策事業としての性質をなお色濃く残している。よって、第4章ではそのユニバーサルサービスが上場後どのように維持されていくべきかという問題意識のもと、すでに上場を果たしているドイツ・イギリスの事例を分析することによって、日本の郵便ユニバーサルサービスの未来を考察した。

特殊法人企業である日本郵政の分析に、市場経済的なロジックを単純に適用できるかどうかについては、若干の疑問が残るところであるが、この報告書では、郵政グループが置かれている特殊な状況を加味しつつも、企業分析の領域で広く用いられている標準的な財務諸表分析と企業価値推定の手法に依拠した分析を行っている。そのような手法を郵政事業の分析に当てはめたときに、どのような姿が浮かび上がってくるかを示したいと考えたからである。そのような分析を行うことは、さらにまた、国内外の証券アナリスト等にも理解可能な情報を提供することにも繋がるであろう。

この報告書が、読者の方々の郵政グループに対する興味や意見を構成するための一助となれば幸甚である。

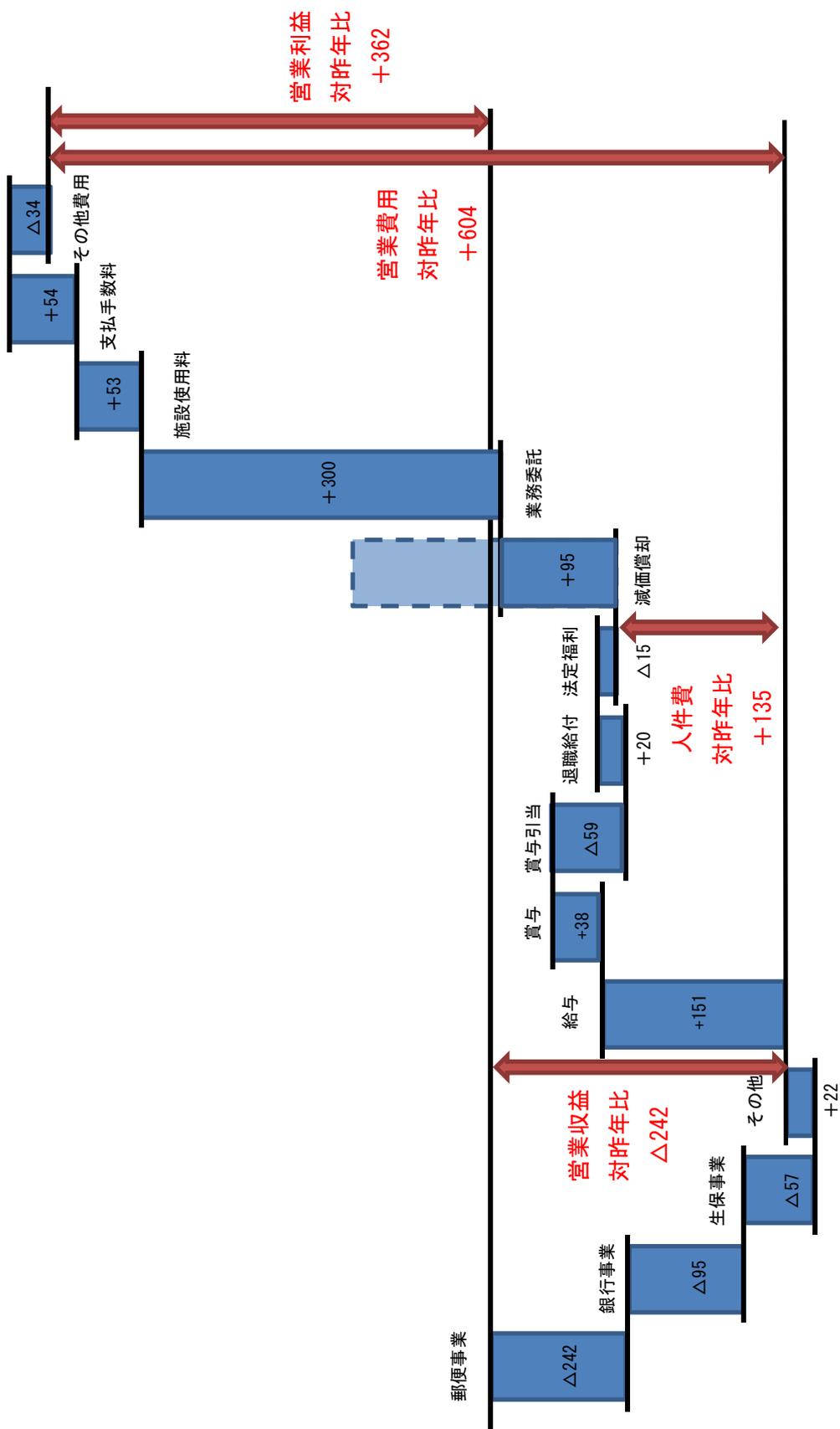
2014年3月

Appendix A. 日本郵政をめぐる動き

年	月	日本郵政	ゆうちょ	かんぽ	日本郵便		
					郵便事業	不動産事業	
2003	4	日本郵政公社発足(簡易保険福祉事業団を統合)			信書の送達に関して民間業者の参入が可能となる		
2004	11				ローソン店舗におけるゆうパックの取扱いを開始		
2006	1	日本郵政株式会社発足(民営化の準備を行う準備企画会社の設立)					
		民営化の準備を行う準備企画会社として、日本郵政株式会社が発足					
	9		株式会社ゆうちょ設立(株式会社ゆうちょ銀行となる準備会社)	株式会社かんぽ設立(株式会社かんぽ生命保険となる準備会社)			
	10				株式会社ローソンと日本郵政公社の共同配送の実施を開始		
2007	8				全国で初めてローソン店舗敷地内に「郵便局」がオープン		
	10	日本郵政グループの発足	株式会社ゆうちょ銀行へ商号変更	株式会社かんぽ生命保険へ商号変更			
2008	2	日本郵政株式会社と株式会社ローソンの総合的提携			「株式会社かんぽ生命保険と日本生命保険相互会社との業務提携に関する合意について」を発表		
	6					「東京中央郵便局の再整備計画について」を発表	
2009	4				日本通運と郵便事業株式会社がJPエクスプレス株式会社を設立。ペリカン便、JPエクスプレス株式会社へ移管。		
	12	郵政株売却凍結法案が成立			郵便事業株式会社と日本通運株式会社の宅配便事業統合計画の見直し		
2010	2		「「郵政改革に関する私どもの考え方」の公表について」を、一般社団法人全国銀行協会が発表				
	3				株式会社ニッセンと郵便事業株式会社の包括提携		
	7					JPエクスプレス株式会社の宅配便事業が郵便事業株式会社のゆうパック事業に引き継がれた。	
						JPエクスプレス株式会社の「ペリカン便」を事業承継	
	11		「郵政改革に関する地銀界の考え方」を、一般社団法人全国地方銀行協会が発表。				

年	月	日本郵政	ゆうちょ	かんぽ	日本郵便		
					郵便事業	不動産事業	
2012	5					JPタワー竣工	
	9		新規業務の認可申請を行う				
	10	グループが5社から4社体制へ。 「郵政グループビジョン2021」の発表		「日本郵政グループの株式上場等」について、を生命保険協会が発表 「日本郵政グループの株式上場等」および「学資保険改定の認可申請に対する生保労連の見解」を、生保労連が発表	日本郵便株式会社の発足		
2013	1				2013年8月に三越伊勢丹HDとの共同出資会社を設立し、カタログ販売で提携を発表		
	2				「ローソンストア100」で郵便サービス開始	JR大宮駅西口におけるオフィスビル建設計画(大宮桜木町一丁目計画(仮))を発表	
	3					JPタワー内の商業施設、KITTEがグランドオープン	
	4	沖縄県と日本郵政グループによる連携協定書調印式の開催	政府、住宅ローンへの新規参入を凍結発表	政府、がん保険などへの新規参入を凍結発表	谷口農場、日本航空と提携し、台湾・シンガポールなどに小口宅配開始を検討	大宮桜木町一丁目計画(仮)着工 博多郵便局に再開発ビル建設を発表。	
	5		電通と提携し、金融機関向けに金融商品の営業支援サービスを開始				
	7			アフラックとの提携を発表		博多駅中央街南西街区の開発に伴う博多郵便局・ゆうちょ銀行博多店等の移転	
	8					KITTEの総来館者数1,000万人を突破	
	10	上海に現地法人設立		かんぽの宿、通信病院の売却を発表			
	2014	1			政府、かんぽの新学資保険を認可		
		2	日本郵政G中期経営計画発表				「博多駅中央街SW計画(仮称)」の新築工事着工
3		郵政博物館が東京ソラマチに開館					

Appendix B. 日本郵便の営業利益分析



Appendix C. 企業価値評価について

C-1. エクイティ DCF 法

第3章の1-2、ゆうちょ銀行の企業価値推定のところで用いたエクイティ DCF 法について説明する。エクイティ DCF 法とは、株主に帰属する将来フリー・キャッシュフロー（以下 FCF と表記）から企業価値を推定する手法であり、事業戦略と資金調達との独立性や、資本構成（他人資本と自己資本の構成比率）の安定性を前提とするエンタプライズ DCF 法の適用が難しい銀行業の評価に適しているとされる¹。

株主に帰属する将来 FCF は次のように求められる。

$$FCF = NI - \Delta BV$$

NI：当期純利益

BV：株主資本簿価

当期純利益は、債権者に対するものも含め全ての費用を差し引いた後に株主が得る利益であるが、それ自体は CF ではない。利益の内部留保や株式の新規発行などにより株主資本を増加させた分だけ株主に帰属する CF は減少するのである。

そして、この FCF を用いた企業価値の推定式は以下の通りである。

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCF_n/(r_e-g)}{(1+r_e)^n}$$

PV：企業価値（現在価値）

FCF_t ：t 期の株主に帰属する FCF

r_e ：資本コスト

g ：サステイナブル成長率

C-2. 簡易オールソンモデル

企業価値評価のモデルとして用いられるオールソンモデル(Ohlson[1995])を援用し、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の企業価値を推定する。

i) ゆうちょ銀行の企業価値推定

以下の回帰式によって係数 α 、 β 、 γ を推定する。

$$MV = \alpha + \beta BV + \gamma NI + \varepsilon$$

MV : 企業価値 (時価総額)

BV : 純資産簿価

NI : 純利益

ε : 誤差項

回帰結果は図表D-1に示す。

この結果(回帰関数)に2012年度のゆうちょ銀行のデータを代入し、図表3-19の結果が得られた。

ii) かんぽ生命、日本郵便の企業価値推定

以下の回帰式によって係数 α 、 β 、 γ 、 δ を推定する。

$$MV = \alpha + \beta BV + \gamma NI + \delta \sum Y_t + \varepsilon$$

MV : 企業価値 (時価総額)

BV : 純資産簿価

NI : 純利益

Y_t : 年度ダミー

ε : 誤差項

回帰結果は図表D-1に示す。

この結果(回帰関数)に2012年度のかんぽ生命、日本郵便のデータを代入し、図表3-19の結果が得られた。

図表D-1 回帰結果

	ゆうちょ銀行	かんぽ生命	日本郵便
BV	0.603 (5.62)	1.325 (6.23)	1.926 (3.94)
NI	3.108 (1.93)	3.191 (2.36)	0.223 (0.05)
定数項	-21,442 (-2.61)	110,990 (0.50)	-515,682 (-3.29)
補正R ²	0.951	0.738	0.816

京都大学経済学部 藤井ゼミナール
2014年度 日本郵政企業分析チーム

チームリーダー	渡邊 誠士 (博士後期課程1年)			
事務局	横山 夏子 (博士後期課程1年)			
メンバー	林 真幸 (4年)	姫野 裕太 (4年)		
	松下 拓矢 (4年)	清水 貴大 (3年)		
	鈴木 智也 (3年)	竹内 悠 (3年)		
	酒元 拓也 (2回)	菅野 裕紀 (2回)		
	森田 遙平 (2回)	張 碩 (研究生)		
	陳 家斉 (研究生)	山村 真里 (科目等履修生)		

日本郵政の経営分析と企業価値評価[2014年度]

2014年3月12日 第1版

2014年3月20日 第2版

京都大学経済学部 藤井ゼミナール
著者 2014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
京都府京都市左京区吉田本町
