

# 日本郵政グループの理論株価と 実際株価の差異分析

March 2016



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

監修 藤井 秀樹



## はしがき

史上最後の大型民営化株と言われた郵政3社株が、昨年（2015年）11月4日に同時上場されました。この5年余り郵政事業の研究を手掛けてきた私たちにも、国内外の報道機関から取材の申し込みがありました。この問題に対する社会的な関心の高さを改めて実感した次第です。

上場以前は、3社の公表財務情報にもとづいて各社の企業価値を理論的に推定するという形で、私たちは研究を進めてきました。それ以外に各社の企業価値を知るすべがなかったからです。上場後は、市場で株価の実際値が決まることから、この実際値と、私たちが推定した理論値を照合することが出来るようになりました。

実際値がたんに高いか低いかということではなく、実際値が理論値よりも高い（または低い）のは、どの変数がどのように効いているからか、実際値を理論値の水準で維持するためには何をどうすればよいかということが、企業評価モデルを使った分析では可能です。本年度は、モデル分析の利点を生かして、このような切り口で3社の企業価値分析を行っています。この点が、本年度の研究の1つの新しさになっています。

3社株が上場されたとはいえ、あるいはむしろ上場されたからこそ、上場のスキームから取り残された郵便事業の分析は、重要な研究課題であり続けています。とくに、郵便事業のユニバーサル・サービスはどのようにあるべきかという問題は、今後も絶えず問われなくてはならない問題です。本年度の研究でも、新しい環境要因と財務情報をもとに、この問題について検討を行っています。

この研究は、一般社団法人通信研究会からの寄付金にもとづく研究として手掛けられたもので、今年度で5年目を迎えました。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せん。

平成28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. 日本郵政グループの上場経緯	
1.1 これまでの流れ	P. 4
1.2 1年の動き	P. 4
1.3 郵政3社株式売出の概要	P. 6
2. 日本郵政を取り巻く環境	
2.1 日本郵政グループの戦略	P. 7
2.2 ゆうちょ銀行の現状	P. 8
2.3 かんぽ生命の現状	P. 8
2.4 日本郵便の現状	P. 10
2.5 日本郵政グループの課題	P. 11
第2章：日本郵政の経営分析	
1. 経営分析の方法	
1.1 分析の対象	P. 13
1.2 分析内容	P. 14
2. ゆうちょ銀行の経営分析	
2.1 収益性分析	P. 15
2.2 生産性分析	P. 17
2.3 安全性分析	P. 19
3. かんぽ生命の経営分析	
3.1 収益性分析	P. 20
3.2 安全性分析	P. 26
3.3 かんぽ生命の新たな取り組み	P. 28

4. 日本郵便の経営分析	
4.1 収益性分析	P. 29
4.2 生産性分析	P. 33
4.3 安全性分析	P. 35
4.4 Toll 社買収のもたらす影響	P. 37

### 第3章：日本郵政企業価値推定

1. 企業価値推定の方法	
1.1 企業価値推定の手法	P. 40
1.2 残余利益モデルによる企業価値推定	P. 43
1.3 乗数法による企業価値推定	P. 43
2. ゆうちょ銀行の推定企業価値	
2.1 市場価格による企業価値	P. 44
2.2 残余利益モデルを用いた市場評価の分析	P. 44
2.3 ゆうちょ銀行、今後の動向に対する考察	P. 47
3. かんぽ生命の推定企業価値	
3.1 市場価格による企業価値	P. 49
3.2 残余利益モデルを用いた市場評価の分析	P. 49
3.3 かんぽ生命、今後の動向に対する考察	P. 52
4. 日本郵便の推定企業価値	
4.1 日本郵政の企業価値	P. 54
4.2 市場価格による企業価値	P. 55
4.3 日本郵便の市場評価	P. 56

### 第4章：郵政事業の役割

1. 郵政事業とユニバーサル・サービス	
1.1 ユニバーサル・サービスの定義	P. 60
1.2 ユニバーサル・サービスの概要	P. 61
1.3 日本郵便の現状	P. 62
2. ユニバーサル・サービスの確保策	
2.1 独占範囲の確保	P. 65
2.2 ユニバーサル・サービス基金	P. 65
2.3 補助金・税制優遇	P. 66
2.4 拠点としての郵便局活用	P. 67

2.5 世界の郵便事業の現状	P. 65
3. 日本郵便のユニバーサル・サービス維持	P. 68
おわりに	P. 69
Appendix I : 主な財務諸表分析の指標	P. 70
Appendix II : 日本郵政をめぐる1年の動き	P. 72
Appendix III : エクイティ DCF 法	P. 73
Appendix IV : Ohlson[1995]のモデルによる企業価値推定	P. 74

## はじめに

2015年11月4日、日本郵政株式会社、およびその子会社であるゆうちょ銀行、かんぽ生命保険の郵政3社の株式が東京証券取引所一部に上場を果たした。3社とも、初値は公開価格を上回るものであり、好調な滑り出しを見せた。バブル期の1987年に上場を果たしたNTT以来の大型案件に対して、3社の知名度と政府が保有していたことへの安心感によるものか、株式を購入しようと口座を開設し、多くの投資家が誕生したことは、今回の上場に対して政府が意図していたことの一つでもあろう。

この上場に伴う郵政フィーバーも、2005年の小泉政権下における郵政民営化関連法案の成立以後、政権交代などに伴う紆余曲折を経て、従来国営で行われてきた郵政事業が、我々の国民生活の発展に寄与し続けてきた結果であろう。東日本大震災から5年が経過する2016年、この国民財産の売却益は、東日本大震災の復興財源として充てられることが決まっており、よりその売却額は大きな注目を集めていた。

2016年1月29日、日本銀行はマイナス金利政策の導入を決定した。アベノミクスに陰りが見え始めた中、日本郵政グループ各社は、上場以前より競合との激しい競争に晒されることは必至であり、企業価値評価をする上で、新規事業も含めた将来見通しは重要な意味を持つ。

本報告書では以上のような問題意識にもとづき、上場後日本郵政グループが置かれていく環境について考察し、財務諸表から読み取れる業績と問題点を考察した。そして、本年の研究においては、従来の推定企業価値の分析ではなく、上場によって値付けがなされた郵政3社の株価をもとに、市場はこの郵政3社の価値、将来性をいかに評価しているか、分析を行っている。また、上場によって、市場における効率性の追求の声はさらに強くなる中で、これまで果たしてきたユニバーサル・サービス義務をいかに維持していくか、について今後の日本郵政グループ、とりわけ日本郵便株式会社の社会的役割についても考察を行った。





## 第1章

---

<2015年の施策(まとめ)>

# 日本郵政の現状

## 株式上場を迎えた日本郵政グループの動き

---

[要旨]

### 1. 株式上場と中期経営計画

- ◆ 日本郵政グループは上場を控える中、豪州物流大手の買収や、中期経営計画の策定、IBM および Apple との業務連携、東京 2020 オリンピックのオフィシャルパートナー契約の締結などを取り込んだ。
- ◆ 上場に伴う決算情報、売出株式関連情報を公表し、東京証券取引所市場第一部に上場した。
- ◆ 資本効率の向上などのため、自己株式の取得が行われた。

### 2. 日本郵政を取り巻く環境

- ◆ 日本郵政グループとその各社は、上場企業として、経営戦略がより一層着目されることとなる。
- ◆ ゆうちょ銀行は、戦略的な業務提携が求められる。
- ◆ かんぽ生命は、資産運用体制の整備が課題である。
- ◆ 日本郵便は、ネットワーク機能の進化に向けた施策を着実にすすめることが必須である。
- ◆ 日本郵政グループ全体では、特にヨコの進化に向けた人材育成が課題の一つと考えられる。

# 1. 日本郵政グループの上場経緯

## 1.1 これまでの流れ

郵政3社株式上場の実現

2007年10月、郵政民営化関連法により、持株会社である日本郵政公社は日本郵政株式会社と4つの事業会社に分かれ、民営化された。その後、2012年4月に郵政民営化法等の一部を改正する等の法律案が公布され、同年10月から郵便事業株式会社と郵便局株式会社が統合され、日本郵便株式会社となった。これにより、日本郵政グループは5社体制から4社体制へと再編された。同時に、ユニバーサル・サービスの範囲が拡張され、郵便サービスのみならず、貯金・保険の基本的なサービスが含まれるようになり、ゆうちょ銀行とかんぽ生命保険の株式は、その全部を早期に処分する努力義務が課せられることとなった。2014年末に日本郵政株式会社は、郵政3社の株式上場スキームが公表された後、郵政3社は、東京証券取引所に対し、2015年3月に上場の予備申請、同年6月に本申請を行い、同年9月10日、東証から株式上場の承認を受けた。

## 1.2 1年の動き

株式処分の基本方針の公表

この1年の間、郵政グループは株式上場の実現に加え、今後アジア市場での確固たる地位を確立しながら更なるグローバル展開を進めていくことを目指し、主に以下四つの取組みが行われた。

1. 豪州物流大手である Toll Holdings Limited の完全子会社化
2. 「日本郵政グループ中期経営計画 ～新郵政ネットワーク創造プラン2017～」の策定
3. IBM および Apple との高齢者向け新サービスの業務提携に関する合意
4. 東京2020オリンピック・パラリンピック競技大会オフィシャルパートナー契約の締結

次に、郵政 3 社の東京証券取引所市場第一部への上場に伴う決算情報、投資者の関心を寄せている売出株式の種類及び数、仮条件、日程などが公表された。売出価格の決定にあたって、需要の申告を受け付けた結果について、以下の 3 点があげられている。

- ①申告された総需要株式数は、売出株式数を十分に上回る状況であった。
- ②申告された総需要件数が多数にわたっていた。
- ③申告された需要の相当数が仮条件の上限価格であった。

このように、郵政 3 社とも上限で売出価格が決定され、11 日 4 日に 15%以上の初値騰落率で上場を果たした。それによる“郵政効果”で一時は低迷していた日経平均株価も上昇トレンドを描いた。また、郵政 3 社が TOPIX に、ゆうちょ銀行が国際的な投資指標である MSCI 指数に組み入れられることとなった。

## 1.3 郵政3社株式売出の概要

ゆうちょ、かんぽ  
の株式売出は日本  
郵政が行う

### ① 売出株式の種類及び数

種類	総売出株式数	うち国内売出し	うち海外売出し
日本郵政普通株式	495,000,000株	396,000,000株	99,000,000株
ゆうちょ銀行普通株式	412,442,300株	329,953,800株	82,488,500株
かんぽ生命保険普通株式	660,000,00株	552,800,000株	13,200,000株

### ② 売出人

日本郵政株式会社については財務大臣、ゆうちょ銀行株式・かんぽ生命保険株式会社については日本郵政株式会社

### ③ 売出価格および初値

種類	売出価格	初値	初値騰落率
日本郵政普通株式	1,400円	1,631円	16.50%
ゆうちょ銀行普通株式	1,450円	1,680円	15.86%
かんぽ生命保険普通株式	2,200円	2929円	33.14%

### ④ 日程

9月10日（木）日本郵政グループ3社が有価証券届出書等を提出

10月7日（水）仮条件の決定日

8日（木）ブックビルディング開始日（日本郵政、ゆうちょ銀行、かんぽ生命）

16日（金）ブックビルディング最終日（ゆうちょ銀行、かんぽ生命）

20日（火）申込期間（ゆうちょ銀行、かんぽ生命）（23日まで）

23日（金）ブックビルディング最終日（日本郵政）

26日（月）売出価格の決定日（日本郵政）

27日（火）申込期間（日本郵政）（30日まで）

11月4日（水）受渡期日（東京証券取引所一部上場）

### ⑤ 資金使途及び当社自己株式取得の方針

ゆうちょ銀行株式の売出しおよびかんぽ生命保険株式の売出しによる売却手取金については、自己株式の取得資金に充てることとし、東京証券取引所の自己株式立会外買付取引の方法により自己株式の買付けの委託を行う方針である。また、この委託を行った場合には、財務大臣は、政府が保有する当社普通株式につき、日本郵政が行う自己株式の買付数量と同数の売付注文を行う意向である。

## 2. 日本郵政を取り巻く環境

### 2.1 日本郵政グループの戦略

上場企業として

2015年は、上場を見据えた、業務提携・事業買収が見られる1年であった。郵政グループの強みに、サービス拠点としての郵便局が、全国に圧倒的な数存在する。このインフラは、全国すみずみまでサービスを提供できる環境が整っていることを意味し、他社にとっても、業務提携を模索する際の魅力的な材料である。今後の課題としては「更なる収益性の追求」「生産性の向上」「上場企業としての企業統治と利益還元」がある。それらに対応するために他企業との連携も進めており、豪州物流大手である Toll Holdings Limited の完全子会社化もそのうちの一つである。他社との業務提携などを通じて、新たなグループの強みを形成していく必要がある。これまでユニバーサル・サービスを提供してきたことによる強みを生かしつつ、業務提携などによって新たな強みが培われていく中で、サービスは多様化し、複雑化していく。外部との連携のみならず、内部の組織づくりも着実に進んでいかなければならない。とりわけ、人材育成は大変重要である。郵政グループの人材・人的資源が、上場後の環境変化のスピードに追いついていけるかが懸念される場所である。投資家にとって魅力的な組織となるために、組織文化の見直しや改善等にも目を向け、サービスの質を向上させていくことが求められる。

これらを踏まえ、以下の節で、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便株式会社の現状と、郵政グループの上場後の取り組みの見通しを概観していく。

## 2.2 ゆうちょ銀行の現状

業務提携に伴う  
課題へどう対処  
するか

ゆうちょ銀行の主な動き（2015年）

7月22日 三井住友信託銀行株式会社および野村ホールディングス株式会社との業務提携

9月29日 金融庁が方針 --- ゆうちょ銀行の投資基金への出資を解禁

11月8日 郵便局専用投信、5000局で --- 運用会社「JP投信」に

12月31日 地方銀行、郵便局を窓口 --- 横浜銀行、日本郵政と協議

ゆうちょ銀行に関する2015年の主な動きから、中期経営計画における事業の成長と発展（タテの成長）のための戦略と、ネットワークの拡大、機能の進化（ヨコの進化）を支えるグループ戦略の各々が同時に展開されてゆくスタートラインに立ったと言えるであろう。しかし、同時に展開してゆくとはいえ、タテの成長とされている「収益増強」と「収益拡大を目指した資金運用の高度化」のためには、ヨコの進化に向けた各々の施策にいかに取り組み、実績につなげてゆくかが目下、大きな課題になると考えられる。特に業務提携にともなって、「IT戦略」と「効率化・コストコントロール戦略」で複雑な問題に直面することが予想される。業務提携によって得られるノウハウを有意に活かし、それぞれの施策項目について具体的な行動指針を現場に反映させ、ネットワーク全体に浸透させる姿勢が必須となるであろう。

## 2.3 かんぽ生命の現状

資産運用体制をい  
かに整備していく  
か

かんぽ生命の主な動き（2015年）

2月23日 保険金審査に人工知能 --- コンピューター「ワトソン」を  
保険金の支払業務に導入（2月23日付 日本経済新聞朝刊）

4月15日 短期払養老保険に係る認可取得

6月8日 がん保険 販路拡大 --- アフラック 郵便局、倍の2万局に

9月30日 法人向け商品の受託販売の認可取得

かんぽ生命に関する 2015 年の主な動きから、中期経営計画における、特にヨコの進化に向けた施策が具体的にすすんでいると見受けられる。4 月には短期払養老保険、9 月には法人向け商品の受託販売に係る認可をそれぞれ受け、「営業・サービス戦略」の施策のための踏み台は準備された。また、人工知能の保険金の支払業務の導入も進んでおり、今後さらなる「IT 戦略」の施策実施後における確実な対応が迫られることになるであろう。タテの成長については、「販売チャネル強化」に重点を置いている。かんぽ生命は、「郵便局ネットワークを通じて簡易で小口な保険商品を約 100 年間にわたり提供してきた。上場後もこのビジネスモデルに大きな変化はない（2015.12.14 金融財政事情）」ことから、「今後もこのビジネスモデルを大きく変化させることなく、郵便局チャネルの徹底強化により成長させていく（同）」とのこと。そして、「高齢者が増えていくことは、かんぽ生命にとって追い風ともなる（同）」との見方である。かんぽ生命は、郵政民営化法上、保険会社の子会社化が禁止されており、生命保険のユニバーサル・サービスの義務（養老保険と終身保険）を負っている。経営戦略の策定上制約がある状況ではあるが、いずれ株式が完全に売却される際に健全な資産運用体制が整っているかどうかは経営戦略策定の鍵となる。

## 2.4 日本郵便の現状

ネットワーク機能  
の進化が課題

日本郵便の主な動き（2015年）

- 1月15日 受取ロッカーサービスの実施 ～ゆうパックの受取利便性の向上に向けて～
- 2月23日 日本郵便株式会社と株式会社ココカラファインの連携による医薬品等の通販事業の開始
- 3月31日 JP損保サービス株式会社の営業開始
- 4月30日 高齢者向け新サービス実施に向けた業務提携について ～IBM、Apple との実証実験の実施～
- 5月28日 日本郵便による豪州物流企業 Toll Holdings Limited の株式の取得（子会社化）完了
- 7月8日 代金引換サービスの改善に関する認可取得
- 10月26日 アフラックと日本郵便との協業による新たなお客さまサービスの取り組みについて
- 11月10日 「JPタワー名古屋」11月11日竣工

日本郵便に関する2015年の主な動きから、中期経営計画におけるタテの成長のための施策項目については概ね実施されている。したがって次は、目標数値の実現が課題となる。日本郵便においても、ゆうちょ銀行と同様、業務提携にともない、ヨコの進化に向けた施策の中で複雑な業務上の問題に直面することが考えられる。圧倒的な拠点数を持つ郵便局のネットワークを利用して全国すみずみまでサービスが提供できる環境に期待する企業と提携して業務を行っていくのだが、その業務提携で得られる業務上のノウハウをグループ全体の今後の発展にいかにして活かしてゆけるかどうか、上場後の課題であると言える。現場において提携業務にイニシアチブを取られてしまうことにもなりかねない。これからの様々な課題に対して、ヨコの進化のための各々の施策 --- 特に、「IT戦略」と「効率化・コストコントロールの戦略」 --- について、丁寧に着実にすすめることが必須となる。



## 2.5 日本郵政グループの課題

ヨコの進化に  
向けて

2015年は、上場を見据えた業務提携や事業買収が見られる1年であった。業務提携では、相互の強みを相互に活かし、相互で成長することが期待できる。しかし、業務提携により多種多様な業務が入り込んでくる上に、社外のメンバーと同じ目的で協力して業務を行う新しい環境で、それに適宜に対応できる柔軟性が必要となってくる。上場後の環境変化のスピードに人材・人的資源が追いついていないのが懸念される場所である。潜在する投資家たちに魅力ある組織となるためには、規模・範囲の拡大が独り歩きしてしまう前に、今一度、組織文化の見直し・改善に目を向け、投資家たちにとって魅力あるグループへと成長し続けたいところである。そして、ガバナンスや事業の体制を明確にし、投資家たちに分かりやすい経営計画を提示することが必要となってくるであろう。上場を機に事業発展のチャンスが増加傾向にあるが、足元をしっかりと見直しながら、外向きには拡大、内向きには風通しのよい組織作りに注力し、ひいてはユニバーサル・サービスの向上につながるよう、ヨコの進化に向けた「人材育成戦略」を丁寧に確実に策定・実行することが大きな課題の一つであるとも考えられる。

## 第2章

### <財務諸表分析>

# 日本郵政の経営分析

## 日本郵政グループの収益性・生産性・安全性

〔要旨〕

1. 財務諸表分析の方法
2. ゆうちょ銀行の経営分析
  - ◆ リスク資産の運用には高度なノウハウが必要となる。
  - ◆ 郵便事業への赤字補てん額の合理的算定が求められる。
3. かんぽ生命の経営分析
  - ◆ 長期の負債としての責任準備金の取り崩しにより、収益と利益の逆相関が起こっている。
  - ◆ 適切なリスクテイクと魅力的な保険商品の開発が求められる。
4. 日本郵便の経営分析
  - ◆ 財務レバレッジの高さに起因する ROE の上昇が見られる。
  - ◆ ゆうちょ銀行、かんぽ生命からの手数料収入による収益補填モデルからの脱却ができるか。
  - ◆ ユニバーサル・サービス業務の維持と収益性の改善の両立が求められている。
  - ◆ Toll 社の買収による期待利益の達成には疑問が残る。
5. 第2章 まとめ
  - ◆ 従来の日本郵政グループ内における内部補助モデルからの脱却ができるか。
  - ◆ 市場のニーズをつかみ、サービスの収益性を高める必要がある。

# 1. 経営分析の方法

## 1.1 分析の対象

本報告の分析対象は株式会社ゆうちょ銀行（以下、ゆうちょ銀行）、株式会社かんぽ生命（以下、かんぽ生命）、日本郵便株式会社（以下、日本郵便）、及びそれらの総体として捉える日本郵政グループ全体である。それぞれの企業の公表財務諸表のデータを用いて、財務諸表分析を行った。各企業の財務データはディスクロージャー誌からハンドコレクトした。

また、各社の分析には、比較対象企業を選定し、これらの企業との比較を通して日本郵政グループ各社の特徴を明確にする。各社の比較対象企業は以下の通りである。

### 〔ゆうちょ銀行〕

- 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
- 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〕

- 第一生命保険株式会社

### 〔日本郵便〕

- ヤマトホールディングス
- セイノーホールディングス
- SG ホールディングス（非上場）

なお、これらの比較企業の選定には、営むビジネスモデルの特徴、及び上場の有無等を勘案している。

## 1.2 分析内容

本報告では財務諸表分析を大きく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<sup>1</sup>は以下の通りである。

### 1. 収益性分析

- ROA、ROE
  - ◇ 高いほど、企業が持つ資産（資本）を利益へと効率的に結び付けることができていることを表す。
- 売上高純（事業）利益率
  - ◇ 高いほど、本業の売上高を利益へと効率的に結びつけることができていることを示す。
- 有形固定資産回転率
  - ◇ 高いほど、有形固定資産を用いて効率的に売り上げに結び付けることができていることを示す。

### 2. 生産性分析

- 付加価値額
  - ◇ 大きいほど企業が新たに生み出した価値が大きいことを示す。
- 労働分配率
  - ◇ 高いほど、企業が生み出した額のうち労働者の分配される割合が高いことを示す。
- 労働生産性
  - ◇ 高いほど、1人当たりが新たに生み出す価値が大きいことを示す。
- 設備生産性
  - ◇ 高いほど、有形固定資産を用いて効率的に新たな価値を生み出していることを示す。
- 労働装備率
  - ◇ 高いほど、資本集約的な、低いほど労働集約的な生産が行われていることを示す。

### 3. 安全性・リスク分析

- 流動性比率
  - ◇ 高いほど短期的な債務返済能力が高いとされ、基準値は100%を上回ることとされる。
- 自己資本比率
  - ◇ 高いほど安全性が高いことを示す。

<sup>1</sup> 各指標の計算方法については Appendix I を参照。

## 2. ゆうちょ銀行の経営分析

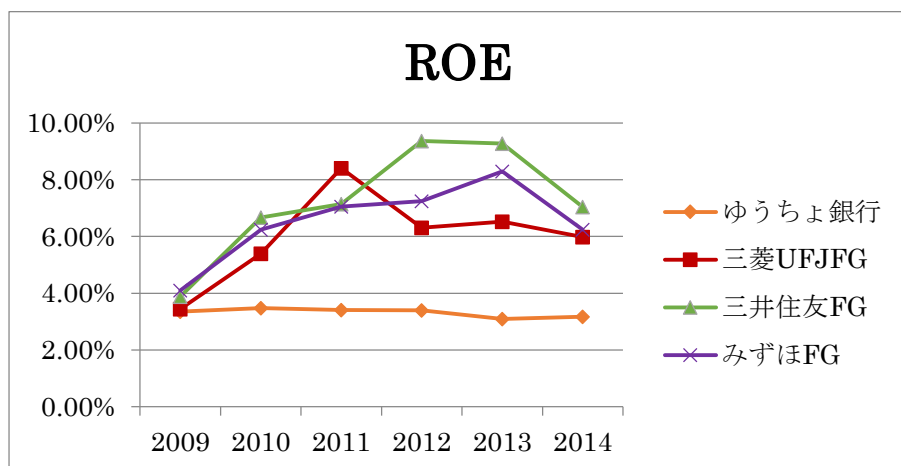
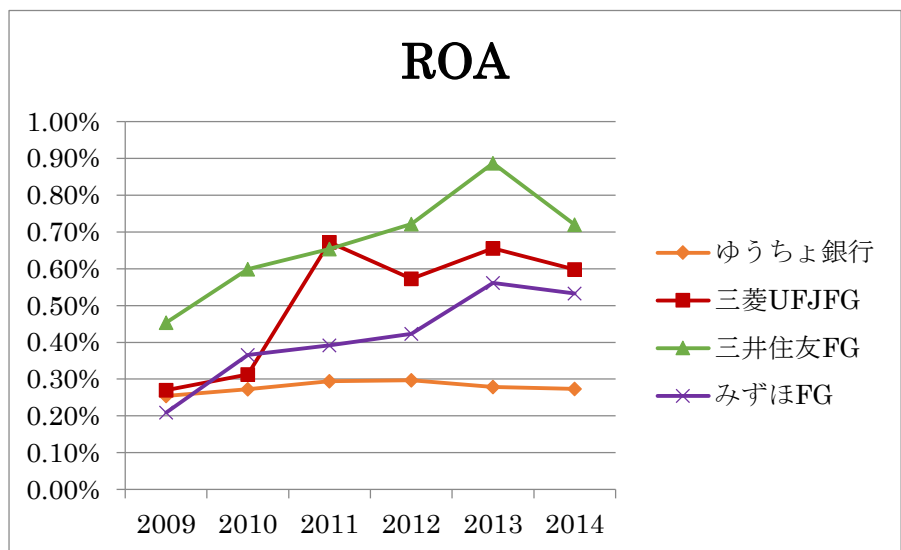
ゆうちょ銀行について分析するにあたり、昨年度の分析と同様にメガバンク3社との比較を行う。ゆうちょ銀行は経営規模が大きく、地方銀行等と比較することは難しい。よって、経営規模の大きなメガバンクとの比較によって、ゆうちょ銀行の特徴が明らかになるであろう。

### 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。

メガバンクと比べると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、低水準で推移している。2014年のROEが改善しているのは、2014年9月下旬に行われたゆうちょ銀行の大規模な自社株買いが影響している。

図表2-1 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ているか、あるいは経営資本をどれだけ効率的に収益に結び付けることができているかを表す指標となっている。

図表2-2 収益性指標

売上高純利益率(%)

	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
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	18.3	19.2
2013	17.1	19.0	18.0	23.5
2014	17.8	18.3	15.5	19.2

売上高事業利益率(%)

	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
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
2013	27.2	32.7	30.9	33.7
2014	27.4	30.4	27.2	31.8

有形固定資産回転率(回転)

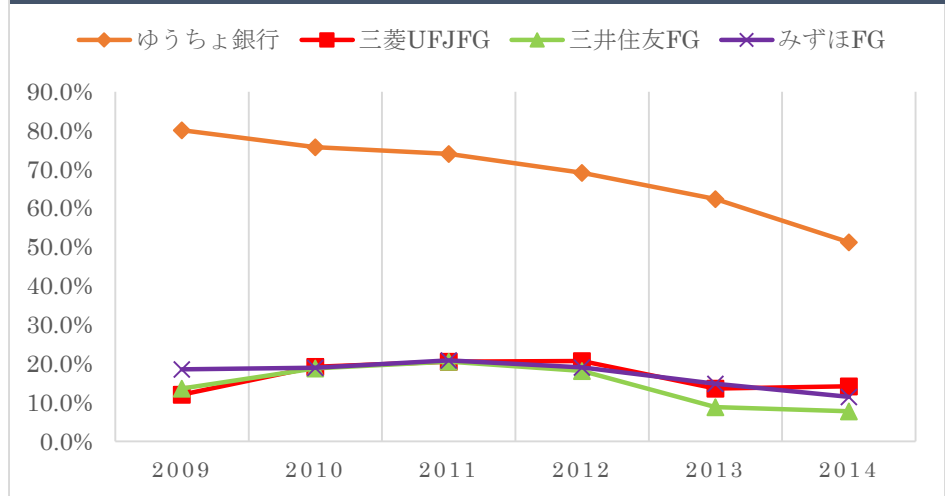
	ゆうちょ銀行	三菱UFJFG	三井住友FG	みずほFG
2009	22.4	10.8	17.6	11.6
2010	23.9	14.3	21.5	21.7
2011	25.8	29.7	23.7	23.9
2012	27.9	28.2	24.8	25.8
2013	27.2	32.7	30.9	33.7
2014	27.4	30.4	27.2	31.8

求められる高度な  
運用ノウハウ

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た。しかしながら、2014年度には大きくその割合を減らし、約5割となった。理由は、よりリスクの高い外国債や民間の企業の株式を買うようになったためである。国債が多くを占めていた時よりも大きな利益が得られる可能性がある。

しかしながら、国債に比べ、株式などは価格変動の幅が大きく、運用には高度なノウハウが要求される。重点を置きすぎると、それらの株価等が下落した場合、含み損が発生するというリスク(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 2-3 国債の総資産に占める割合の推移



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

金融業の性質として高い有形固定資産回転率というのがあるが、ゆうちょ銀行の有形固定資産回転率は、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。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。民営化に際して、さらなる有形固定資産回転率を向上させるためには、不採算店舗の取り扱いが重要になってくる。

## 2.2 生産性分析

続いて、生産性分析を行うが、現行会計制度においては、生産性分析の基礎的指標となる付加価値額の計算に必要な人件費に関する情報開示が不十分であり、少なくとも連結ベースでの生産性分析は困難となる。そこで、ゆうちょ銀行の比較対象を、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、みずほ銀行としそれぞれの単体財務諸表を用いた分析となる。

図表 2-4 生産性指標

付加価値額(百万円)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ	三井住友	みずほ
2010	1,000,283	1,412,857	1,130,276	464,963
2011	1,023,509	1,461,862	1,234,441	435,611
2012	1,060,332	1,666,877	1,234,969	530,103
2013	1,048,519	1,773,808	1,532,415	1,191,691
2014	1,027,776	1,503,051	1,514,540	1,187,311

設備生産性(倍)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ	三井住友	みずほ
2010	6.61	1.62	1.58	464,963
2011	6.39	1.69	1.69	435,611
2012	6.85	1.93	1.68	530,103
2013	7.25	2.05	2.03	1,191,691
2014	5.71	1.72	1.86	1,187,311

労働生産性(百万円/人)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ	三井住友	みずほ
2010	80.99	40.60	50.18	24.51
2011	79.99	41.20	54.41	22.74
2012	82.06	45.67	54.72	28.97
2013	80.89	47.27	66.87	45.40
2014	79.74	42.68	57.33	44.70

労働分配率(%)				
年度	ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ	三井住友	みずほ
2010	0.11	0.26	0.22	0.4
2011	0.11	0.25	0.21	0.44
2012	0.11	0.25	0.22	0.34
2013	0.11	0.25	0.18	0.2
2014	0.12	0.19	0.15	0.17

各種資産の有効活  
用の必要性

労働分配率は付加価値に占める人件費の割合であるが、ゆうちょ銀行の労働分配率は他のメガバンクと比較すると特に低い。これは同程度の付加価値をもつ三菱東京UFJ銀行や三井住友銀行と比較して、人件費が半分以下であるためだ。この背景に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あげられる。ゆうちょ銀行は他行と比較して設備生産性、労働生産性ともに高い水準を示している。これらの数値はゆうちょ銀行の高い生産効率を表しており、ゆうちょ銀行が日本郵政の行う他事業と施設や従業員を共同利用できることがこれらの指標の背景にあると考えられる。今後、高度な金融商品の取り扱いが進められていくと、運用ノウハウを持つ人材の育成・採用が必要になってくる。人件費の占める割合はこれまでと比べると、高くなることも見込まれる。人的資産も含めたゆうちょ銀行の持つ資産の今後の適切な割合を検討する必要がある。



上場以前、郵便事業に対する手数料が、6210億円ほど計上された。独立した企業として上場した現在、これまで郵便事業の赤字補てんに用いられてきた手数料収入の内訳に関して、合理的な説明が株主に求められることが予想される。

## 2.3 安全性分析

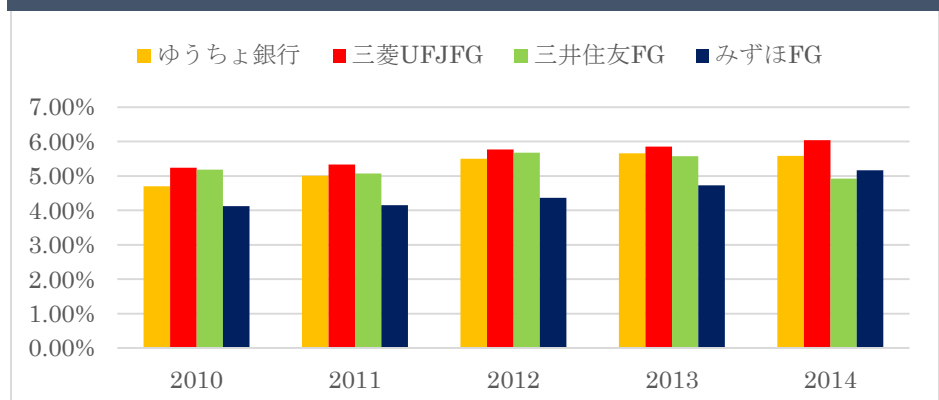
高い流動性比率

安全性・リスクの分析は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、割愛することとする。

自己資本比率の分析を行う（自己資本／総資産）ゆうちょ銀行は、保有資産の5割超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、3%から6%弱の間で推移している。2009年度以来メガバンク3行の自己資本比率が安定しているのに対し、ゆうちょ銀行では利益剰余金及びその他有価証券評価差額の増加に伴い、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と同水準に到達しつつある。

図表2-5 自己資本比率



### 3. かんぽ生命の経営分析

かんぽ生命について分析するにあたり、昨年度まで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生保業界上位が揃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することにより、同じく株式上場を果たしたかんぽ生命の経営分析を行っていく。

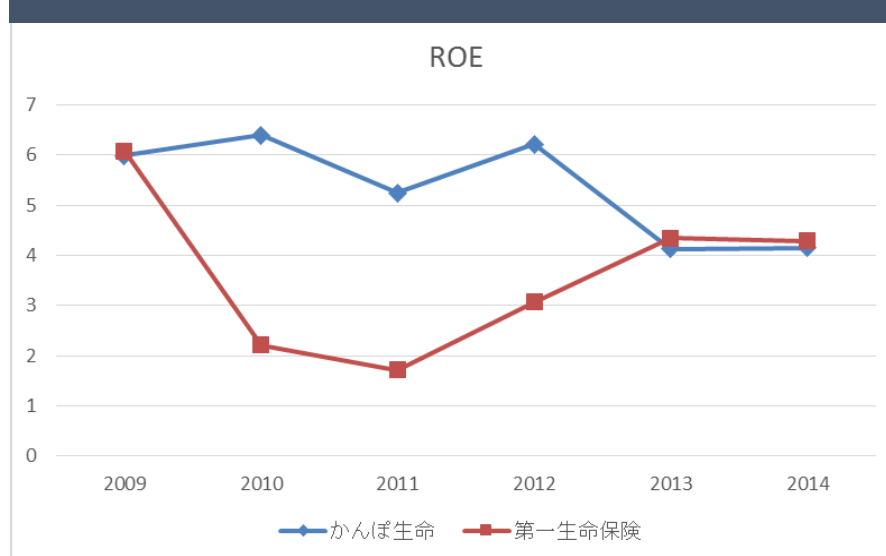
#### 3.1 収益性分析

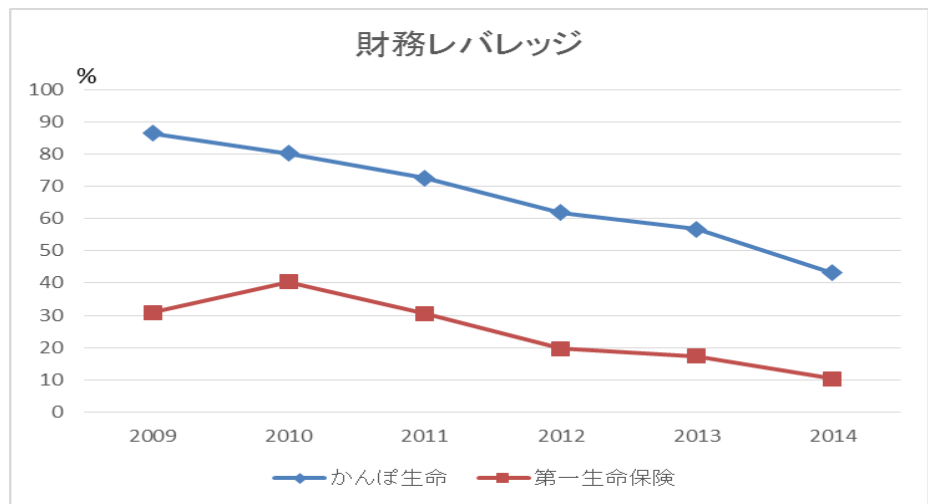
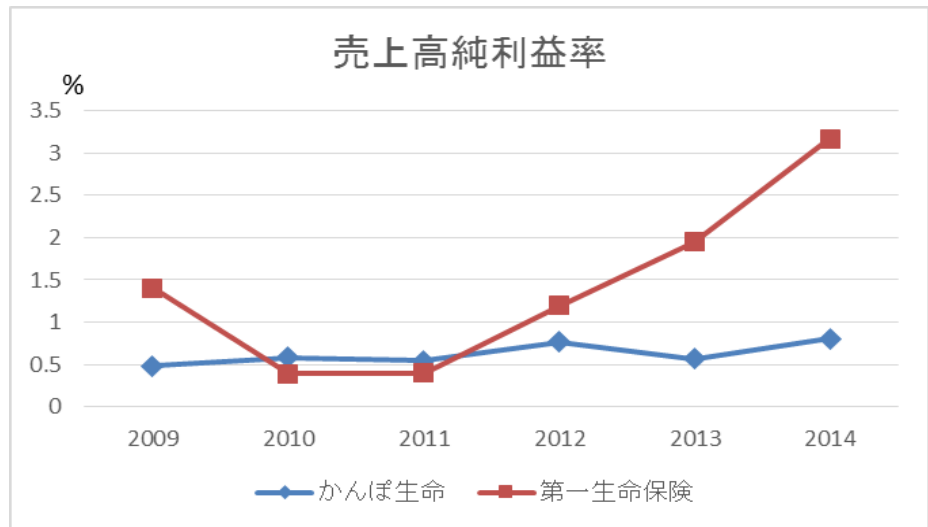
長期の負債としての多額の責任準備金の存在

かんぽ生命の収益性と財務構造について分析する。

ROE に関しては 2013 年度に第一生命に逆転され、2014 年度も横ばいで推移している。この収益性の源泉についてはデュポンシステムで分解すると、総資産回転率に差はない。そして、財務レバレッジに関しては、どの年度を見てもかんぽ生命のほうが高い。これは、極めて長期の負債としてみなされる多額の責任準備金が存在するためである。この点については後述する。かんぽ生命と第一生命の財務レバレッジの値はともに近い割合で減少傾向を示しているのに対し、第一生命の売上高純利益率はここ 2、3 年横ばいのかんぽ生命に対して続伸しており、このような ROE の値が逆転したと考えられる。そこから第一生命の販売する保険商品の利益率の高さが推測できる。

図表 2 - 6 ROE の推移と分解





次に収益性指標を分析する。かんぽ生命の経常収益の減少傾向が見られる中、かんぽ生命は経常収益の前年比増加を記録している。保険料等収入に関しても、かんぽ生命に比べ第一生命の伸びは小さい。予定利率が実際の利回りを上回ることによって生じる逆ざやに関しては、前年度より、かんぽ生命も第一生命と同様に順ざやに転じている。

図表 2-7 収益性指標

経常収益(単位:十億円)

	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	14,592		4,332	
2010	13,375	-8.3%	4,308	-0.6%
2011	12,539	-6.3%	4,398	2.1%
2012	11,835	-5.6%	4,316	-1.9%
2013	11,234	-5.1%	4,385	1.6%
2014	10,169	-9.5%	4,798	9.4%

保険料等収入(単位:十億円)

	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	7,506		2,837	
2010	7,342	-2.2%	3,057	7.8%
2011	6,857	-6.6%	3,056	0.0%
2012	6,482	-5.5%	2,922	-4.4%
2013	5,912	-8.8%	2,868	-1.8%
2014	5,957	0.8%	3,266	13.9%

基礎利益(単位:十億円)

	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	427		330	
2010	484	13.3%	276	-16.4%
2011	572	18.2%	302	9.4%
2012	570	-0.3%	315	4.3%
2013	482	-15.4%	400	27.0%
2014	515	6.8%	458	14.5%

逆ざや(利差損)(単位:十億円)

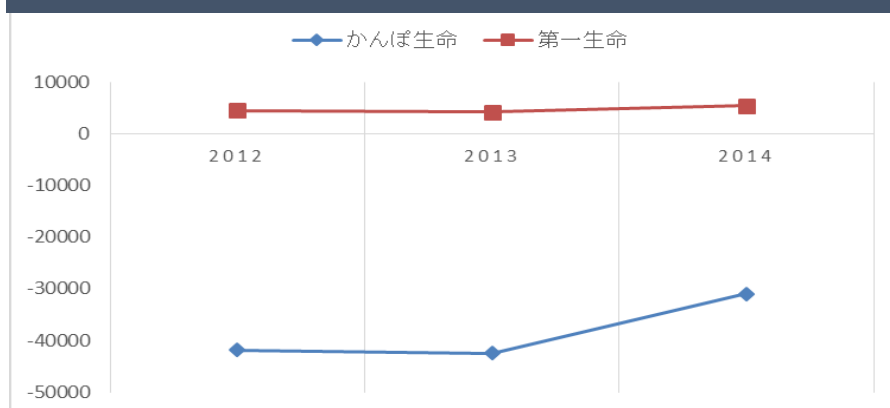
	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	-236		-83	
2010	-139	97	-90	-7
2011	-62	77	-91	-1
2012	-5	57	-61	30
2013	54	59	28	89
2014	67	13	69	41

経常費用(単位:十億円)

	かんぽ生命	前年比	第一生命保険	前年比
2009	14,212		4,138	
2010	12,953	-1,259	4,230	92
2011	12,007	-946	4,154	-76
2012	11,306	-701	4,142	-12
2013	10,770	-536	4,077	-65
2014	9,676	-1,094	4,390	313

保険業界において本業のもうけを示す際に用いられる基礎利益の数値を見ると、第一生命に比べると増加幅は小さいが、前年度に比べると増加に転じている。ここで、本業の状況を分析するために、保険料等収入－保険金等支払金の推移を見てみる。

図表 2-8 保険料等収入ー保険金等支払金の推移



図表より、かんぽ生命は保険金等支払金が保険料等収入を大幅に上回っている。つまり、かんぽ生命が本業の保険の販売で利益を上げることができていないとわかる。

これまでの収益性指標よりまとめると、

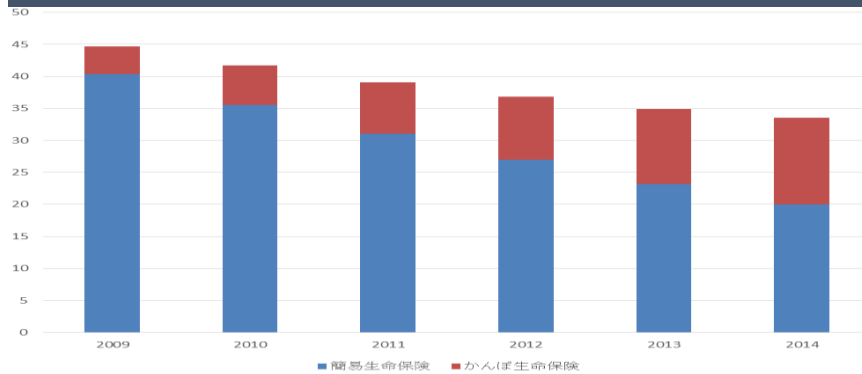
- ① 本業の伸び悩みによる収益の減少傾向
- ② 収益指標の減少傾向に対する、利益指標の増加傾向

が見られる。以降さらに詳細な分析を進める。

① 本業の伸び悩みによる収益の減少傾向

経常収益の減少に加え、経常費用の減少も見られることから、本業の規模の縮小傾向が見られる。ここで、かんぽ生命の保有件数の推移を見ていく。かんぽ生命は、全体として契約件数の減少傾向を示している。このうち簡易生命保険は、新規契約の勧誘が終了しているため、その性質上保有契約件数において自然減が見られるものである。しかし、その簡易生命保険の契約件数の自然減を、かんぽ生命保険の新規契約件数の増加によって補えていないことは問題である。その要因について、分析を加えていく。

図表 2-9 かんぽ生命の保有契約件数の推移



保有契約減少の  
要因

- ① 販売チャネルの喪失
- ② 市場ニーズと商品ラインナップの乖離

かんぽ生命保険の新規契約数の伸び悩みの要因としては、初期費用の少ない掛け捨て型の保険が人気であることが関係すると考えられる。景気の先行きが不透明である現在、各家計において、終身型のような貯蓄性の高い商品よりも、月々の保険料による家計への負担がより小さい保険のニーズが高まりが見える。結果的に、初期費用のかかるかんぽ生命保険は敬遠されがちになっている。さらには、販売チャネルの多様化も、要因として考えられる。全国に郵便局という販売拠点を持っていることが強みであったが、インターネットでの生命保険のサービスの購入も一般的になり、多くの事業者の参入が見られ、競争は激化している。顧客の多様なニーズを満たした柔軟な保険商品の開発が求められているのと同時に、かんぽ生命の課題となっていると考えられる。

保有契約件数の減少に伴う収益の低下

② 収益指標の減少傾向に対する、利益指標の増加傾向

かんぽ生命の収益の減少は今年度も大幅な減少が見られる。しかし、基礎利益は昨年度からの上昇に転じている。この原因は責任準備金の取り崩しにあると考えられる。

責任準備金は、生命保険会社が将来の保険料などの支払いを確実にを行うために、保険料や運用収益などを財源として積み立てる準備金であり、引当金のような性質を持っている。かんぽ生命の責任準備金の額は非常に大きく、保有契約件数に減少傾向が見られる中で、責任準備金を取り崩すことによって利益の下支えを行っている。

図表2-10 かんぽ生命の責任準備金の推移（十億円）

	責任準備金	責任準備金繰入額	責任準備金戻入額
2009	93,417	21	5,384
2010	89,165	18	4,252
2011	85,144	13	4,021
2012	81,402	9	3,742
2013	77,745	5	3,656
2014	75,113	1	2,633

責任準備金の  
戻入に起因す  
る収益と利益  
の逆相関

責任準備金の額が他の保険会社と比べ大きくなっている原因として2つある。1つは民営化前の簡易保険の時代から、民間他社と比べ契約件数が多かったことの名残である。契約件数に減少傾向が見える現在、かつての積立金を取り崩しているのが現状である。

2つ目は、かんぽ生命の保険商品の性質にある。かんぽ生命の保険商品は、貯蓄性の高い養老保険や終身保険が中心である。満期保険金のある保険商品であるので、将来に払う保険金が大きくなる。そのため、責任準備金として積み立てなければならない金額も大きくなる。

以上2つの要因によって、不可避免的に大きく膨らんだ責任準備金が、民営化後の急激な顧客離れにより、大量に取り崩されているのが現状である。これは言い換えると、過去に積み立てた遺産を取り崩すことで、現在の利益水準が保たれているということになる。言うまでもなく、このような形での利益の発生は好ましくない。これはかんぽ生命が抱える大きな問題の1つであろう。株式売却が進んでいけば、新商品開発のスピードも加速する。掛け捨て型保険の充実も含めた多様なニーズへの対応が今後求められていくと考える。

利差益の増加と費  
差益、危険差益の  
減少

今年度の基礎利益は、昨年度に比べ増加している。この要因を利差・危険差・費差の三利源に分解して考察する。まず利差については、先述のとおり逆ざやが解消したため利差益に転じている。一方で契約件数の減少による影響は、費差益の減少に見られる。危険差益に関して、昨年度は特に減少幅が大きかったことに伴い、基礎利益は減少に転じたのだが、今年度は危険差益の増加が見られたことから、結果的に基礎利益も増加している。

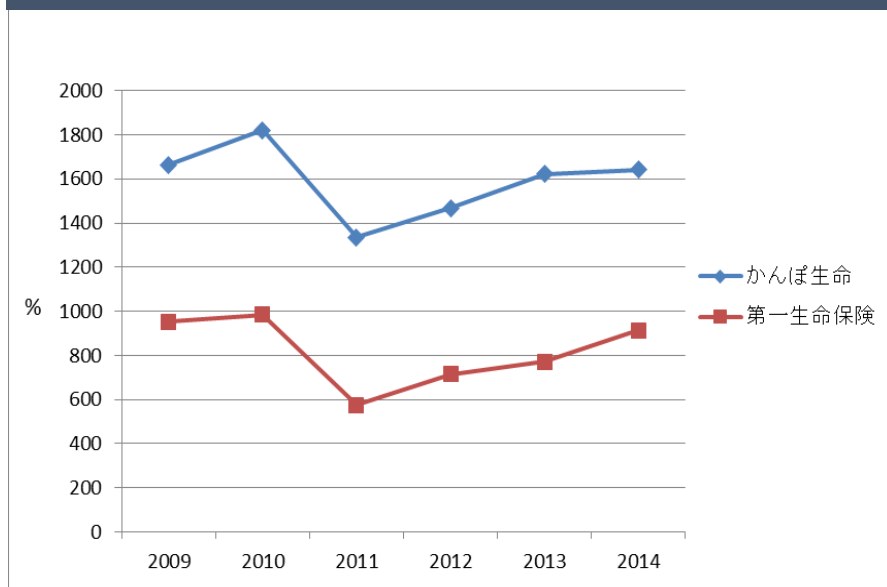
図表 2-11 3利源の推移（十億円）

年度	基礎利益	利差	危険差	費差
2009	4,324	-3,537	3,545	4,316
2010	4,271	-2,362	3,247	3,386
2011	5,716	-615	3,819	2,512
2012	5,700	-47	3,852	1,895
2013	4,820	542	2,904	1,373
2014	5,154	669	3,420	1,063

### 3.2 安全性分析

安全性の分析として、まず大災害や株の大暴落など、通常の予測を超えて発生するリスクに対応できる「支払余力」を有しているかどうかを判断するための保険業界の行政監督上の指標の1つであるソルベンシー・マージン比率を比較する。

図表 2-12 ソルベンシー・マージン比率



十分な支払余力

図表 2-12 より、かんぽ生命のソルベンシー・マージン比率は行政指導の対象となる 200%を大きく上回っており、第一生命と比較してもその差は広がっており、突発的なリスクに対して、かんぽ生命は高い安全性を誇るといえる。但し、今回の株式上場により、投資家からこの極めて高い安全性に指標に対して、リスクテイクを伴った収益拡大を望む声が増えることも考えられる。この点を資産運用の観点から考察する

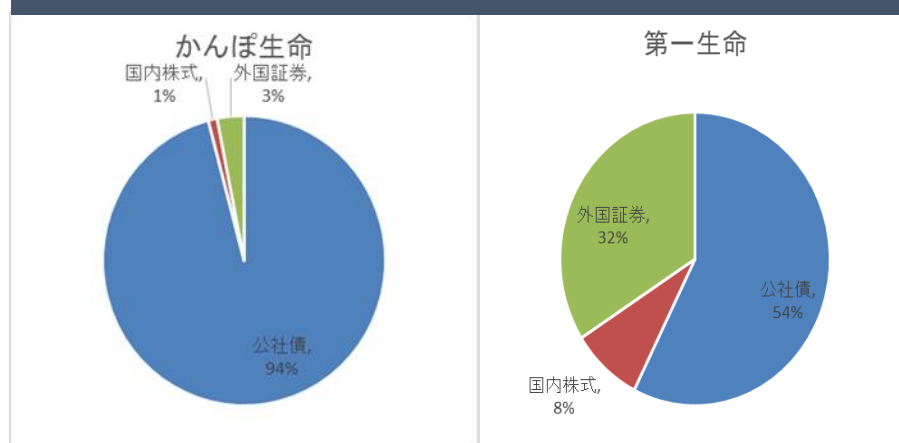


高い国債依存と  
低い収益性

次に両社の資産運用の状況を比較する。2014年度は総資産を100%と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。図表2-13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約54%であり、前年度の60%に比べても小さくなっている。それに対し、かんぽ生命の公社債の割合は約94%もある。公社債は外国証券や国内株式に比べ収益性は低いが、低リスクである。資産運用の大半を公社債で行っているかんぽ生命は、第一生命と比較して資産運用の点からも安全性が高いといえる。

この点は、かんぽ生命がリスクテイクを行わない収益性の低い企業であるとの解釈もできる。日銀は2016年1月29日、マイナス金利の導入を発表した。これを受けてかんぽ生命は、外債の取扱比率の上昇を含めたポートフォリオの見直しも検討している。

図表2-13 保有有価証券の内訳



生命保険業界のマ  
クロ環境分析

生命保険業界において日本は世界第二の市場であり、生命保険加入率は85パーセント以上ととても高い加入率である。しかし、少子高齢化人口減などの影響により今後市場は縮小していくことが見込まれる。また外資系保険会社や損害保険会社の生命保険への参入などによりシェア争いが激化していくと見込まれる。そこで、M&Aによりシェアを増やしていこうとする動きもみられる。需要動向の変化に関しては、平均寿命の延伸により死亡保障商品から医療保険及び終身保険へ需要がシフトしてきている。販売チャネルもネットなど多様になっている。資産運用の面においては安全資産の公社債への投資からハイリスクハイリターンの外債投資による資産運用が行われるようになってきている。

TPP 参加によって日本の保険商品と比べて圧倒的にコストパフォーマンスの良い海外の保険商品が日本に入ってくることになるのだが、かんぽ生命の株がすべて市場で売却されるまでは政府が間接的にかんぽ生命の株を保有していることになるため、海外の生命保険会社から、かんぽ生命は政府の後ろ盾があると考えられ、かんぽ生命は当分の間新商品が認可されないとされている。そこで、かんぽ生命はアフラックの保険商品を販売することで手数料収入を得ている。

### 3.3 かんぽ生命の新たな取り組み

上記を踏まえ、かんぽ生命の今後の方針を考察する。2014 年に新学資保険のリニューアルが認可されたとはいえ新商品が認可される可能性が低いということを考えると、現行の事業を成長させること、つまり、積立型の生命保険の魅力のアピールし契約件数を伸ばすことが考えられる。また、全国各地に販売拠点がある強みを生かして、アフラックの保険商品のみならず、他の外資系保険の商品を売ることによる手数料収入を伸ばすことや、M&A によってシェアを増やすことが考えられる。

## 4. 日本郵便の経営分析

日本郵便の企業分析を行うに当たり、セイノーホールディングス、ヤマトホールディングス、SGホールディングス3社を比較企業とした。本節では、日本郵便（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2-14 収益性指標①（ROA 関連）

ROA（%）

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	2.627	5.477	7.297
2011年	—	2.937	5.303	7.396
2012年	1.484	2.979	5.544	7.153
2013年	1.074	4.019	7.694	6.429
2014年	0.259	4.103	7.984	6.584

売上高事業利益率（%）

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	2.58	3.41	5.25
2011年	—	2.88	3.38	5.33
2012年	2.59	2.92	3.59	5.21
2013年	1.82	3.89	5.23	4.64
2014年	0.49	4.13	5.33	4.99

総資本回転率（回転）

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	1.02	1.61	1.39
2011年	—	1.02	1.57	1.39
2012年	0.57	1.02	1.55	1.37
2013年	0.59	1.03	1.50	1.39
2014年	0.53	0.99	1.50	1.32

低いROA  
資産の効率的利用  
が課題

図表2-14より、ROAは同業他社と比べかなり低い水準となっている。ROAは企業の資産をどれだけ効率的に利用して利益を上げているかを表すものであり、日本郵便の現状は資産の効率的利用に大きな問題を抱えているといえる。

また ROA は売上高事業利益率と総資本回転率の積に分解できるがともに比較企業に比べ低い。とりわけ、総資本回転率は他社の半分以下の水準であり、利益だけでなく収益面から見ても資産が過大であるといえる。

しかし、のちに詳しく述べるが、2015年に子会社とした Toll 社の ROA (2014年6月期) は約5%であり、今後国際物流事業によって利益率の上昇を見込むことは可能であろう。

図表 2-15 収益性指標② (ROE 関連)

ROE (%)

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	2.81	7.04	6.44
2011年	—	4.04	2.87	3.87
2012年	11.06	3.76	9.90	6.58
2013年	5.16	4.59	6.39	6.31
2014年	1.73	4.23	8.55	6.65

売上高純利益率 (%)

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	1.70	1.59	2.69
2011年	—	2.49	0.69	1.57
2012年	2.18	2.35	2.69	2.74
2013年	1.26	2.85	1.99	2.53
2014年	0.75	2.76	2.89	2.69

総資本回転率 (回転)

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	1.02	1.61	1.38
2011年	—	1.01	1.55	1.37
2012年	0.57	1.01	1.56	1.35
2013年	0.59	1.00	1.49	1.33
2014年	0.53	0.99	1.47	1.29

財務レバレッジ (倍)

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	1.62	2.74	1.74
2011年	—	1.61	2.68	1.79
2012年	8.85	1.58	2.36	1.78
2013年	6.95	1.61	2.15	1.87
2014年	4.30	1.55	2.02	1.91

財務レバレッジ  
の高さによる大  
きな ROE 変動

図表 2-15 より、ROE に関して、昨年は同業他社と比べ遜色ない水準にあったが、2014 年度は大きく下がっている。これは、2014 年度の利益が大きく落ち込んでいることが第 1 の理由であることが売上高純利益率の変動から見て取れる。

しかし、同業他社に比べ ROE の変動が大きくなっている原因は財務レバレッジの高さであろう。日本郵便の財務レバレッジは、2014 年 9 月のグループ内の資本の再構成によって大きく引き下げられたものの、同業他社と比べ依然高い水準にあるといえる。財務レバレッジの高さは、安定した収益をあげられている間は ROE の引き上げ要因となるが、収益が安定しない場合には ROE の変動を大きくする作用を持つことになる。

日本郵便の収益  
性向上への 2 つ  
の障害: グループ  
全体の窓口業務  
とユニバーサル・  
サービス

以上のように、日本郵便の収益性の向上にむけては、資産の効率的な利用という大きな問題点があるという点を指摘したが、この要因としては日本郵便に課された 2 つの足かせがあげられるだろう。

1 つ目の負担は、日本郵政グループにおける日本郵便がおかれている位置づけの問題である。日本郵便、特に旧郵便局会社には、ゆうちょ銀行、かんぽ生命における顧客の窓口としての役割を担っている。これによって、日本郵便の収益力、とりわけ利益率に対しては過剰ともいえる資産を持たざるを得ない状況である可能性がある。

また、もう 1 つの要因としてユニバーサル・サービス義務の影響も考えられる。日本郵便には、郵便事業のみならず、金融サービス、保険サービスに関するユニバーサル・サービス義務（いわゆる「あまねく規定」）が課されている。このようなユニバーサル・サービス提供のためには、全国津々浦々に郵便局を構えることを義務付けられることで過大な資産を持たざるを得ない可能性がある。

これらの可能性を裏付けるものとして、図表 2-16 で表した有形固定資産回転率がある。この指標が他社に比べ、低い水準となっていることから、やはり建物等の有形固定資産が過大であることが見て取れる。これが前述した要因によるものであれば、資産の効率的利用という意味における収益性の改善は難しいといえ、上場に伴って市場の圧力によってビジネスモデルに対しても大きな変革を求められる可能性もあるだろう。

図表 2-16 有形固定資産回転率（回転）

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	1.81	3.87	3.42
2011年	—	1.83	3.47	3.39
2012年	1.22	1.90	3.45	3.38
2013年	1.26	2.01	3.73	3.44
2014年	1.27	1.99	3.81	3.34

日本郵便のゆうちょ銀行、かんぽ生命からの手数料収入への依存

日本郵便の収益の約 1/3 は銀行代理業務手数料および生命保険代理業務手数料が占めている。現時点においては、この手数料の算定基準が外部からは明らかになっておらず、その妥当性についての判断は難しい。しかし、今後ゆうちょ銀行、かんぽ生命の株式売却により、両社の株主からの圧力によってこれらの手数料の見直しが図られる可能性は十分にある。2013 年度、2014 年度の純利益は金融 2 社からの手数料収入のそれぞれ 3.7%、2.3%であり、日本郵便にとって、手数料の 1%変動が大きな利益の変動をもたらすというリスクを負っているといえる

## 4.2 生産性分析

生産性に関する指標は、人件費の開示方法が異なるため、同業他社3社との数値の比較は難しい。以下の表では、収益性で用いた企業である清野—HD、ヤマトHDの数値を併記する<sup>2</sup>が、参考程度の意味しか持たないということにご留意いただきたい。

図表2-17 生産性指標

付加価値額（百万円）

年度	日本郵便	セイノーHD	ヤマトHD
2010年	—	34,587	80,312
2011年	—	39,546	64,718
2012年	2,095,850	38,291	87,240
2013年	2,836,613	44,753	88,867
2014年	2,081,735	34,344	59,507

労働生産性（百万円/人）

年度	日本郵便	セイノーHD	ヤマトHD
2010年	—	1.309	0.474
2011年	—	1.505	0.371
2012年	10.448	1.464	0.492
2013年	10.702	1.713	0.48
2014年	10.734	1.315	0.305

労働装備率（百万円/人）

年度	日本郵便	セイノーHD	ヤマトHD
2010年	—	10.415	2.133
2011年	—	10.483	2.13
2012年	11.294	10.417	2.14
2013年	11.423	10.361	2.161
2014年	11.633	10.452	2.146

労働分配率（倍）

<sup>2</sup> SGHD は従業員数の開示がないため、一部指標が計算不可能である。

2兆円を超える付  
加価値を生み出す  
巨大企業, 日本郵便

年度	日本郵便	セイノーHD	ヤマトHD
2010年	—	0.552	0.208
2011年	—	0.488	0.286
2012年	0.964	0.511	0.232
2013年	0.98	0.426	0.237
2014年	0.993	0.564	0.368

日本郵便の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、他社と比べて数倍にもなる差異は、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ない。

大きな労働装  
備率も, ユニバ  
ーサル・サービ  
ス義務の影響  
か

とはいえ、日本郵便は付加価値額が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  
率による利益  
変動リスクの  
高さ

2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と考えられる。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。さらに、全国規模で郵便のみならず、貯金や保険の窓口としてのユニバーサル・サービスを提供するためには、かなりの有形固定資産は必要となるとも考えることができ、この数値の高さは不可避なものである可能性もある。

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）事業環境の変化によって利益の変動が大きくなる原因ともなる。



### 4.3 安全性分析

日本郵便の安全性・リスクの分析を、流動比率、当座比率、自己資本比率固定比率、長期固定適合率を用いて行う。図表2-18 および図表2-19 がそれらの結果である。

図表2-18 短期的な安全性指標

流動比率（倍）

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	1.708	1.649	1.703
2011年	—	1.721	1.47	1.645
2012年	1.157	1.836	1.546	1.624
2013年	1.178	1.974	1.552	1.518
2014年	1.435	2.174	1.513	1.586

当座比率（倍）

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	1.539	1.457	1.485
2011年	—	1.542	1.345	1.427
2012年	1.121	1.675	1.245	1.385
2013年	1.131	1.82	1.11	1.289
2014年	1.386	1.937	1.037	1.337

短期的安全性の確保と資金の運用への意識

短期的な債務返済能力を示す流動比率および当座比率は基準値である1を上回っており、短期的な安全性に問題はないと言える。

また、昨年指摘した現金保有の多さも、Toll社買収などにより、2014年3月末に2.5兆円近かった現金及び預金が、2015年9月末1.7兆円余りにまで減少している。Toll社の買収が今後の収益性にどのような影響を及ぼすのかという点については次節で議論するが、資金運用の効率性に意識が払われている点は評価できるだろう。

図表 2-19 長期的な安全性指標

自己資本比率（倍）

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	0.616	0.25	0.573
2011年	—	0.62	0.252	0.56
2012年	0.113	0.634	0.296	0.562
2013年	0.144	0.622	0.318	0.534
2014年	0.232	0.645	0.344	0.522

固定比率（倍）

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	1.069	2.35	0.871
2011年	—	1.013	2.476	0.883
2012年	4.413	0.97	1.861	0.868
2013年	3.438	0.95	1.584	0.915
2014年	1.909	0.925	1.539	0.913

固定長期適合率（倍）

年度	日本郵便	セイノーHD	SGHD	ヤマトHD
2010年	—	0.823	0.784	0.707
2011年	—	0.801	0.838	0.714
2012年	0.88	0.778	0.777	0.713
2013年	0.866	0.745	0.74	0.737
2014年	0.725	0.732	0.768	0.712

自己資本、固定比率の改善と長期的な安全性の確

長期的な債務返済能力を示す自己資本比率及び固定比率であるが、2014年9月の資本増強によって改善はしているものの、未だ良好な値とは言えない。特に、固定比率については、一般的な基準値として1以下であることが求められており、この基準を大きく上回ってしまっている。

しかし、固定長期適合率が1を下回っている点や、日本郵便は有利子負債を一切持たず、負債のほとんどが経過勘定や前述した預り金、または退職給付関係の引当金が占めているという点から見ても、安全性にそれほど大きな問題を抱えているとは考えにくい。

## 4.4 Toll 社買収のもたらす影響

市場が期待する Toll 社の純利益額は 140~340 億

2015 年 5 月、日本郵便はオーストラリア物流企業である Toll Holding Limited（以下 Toll 社）の株式を 100%取得し、完全子会社とした。日本郵便はこの株式取得の目的として、今後国際物流事業を手掛ける総合物流企業を目指すうえで、重点エリアともいえるアジアパシフィック地域における Toll 社の高いプレゼンスの活用を挙げている。

しかし、この Toll 社株式の取得の際には取得開始表明時の時価総額から約 2000 億円以上のプレミアムを支払っており、そののれん額は約 4500~5000 億円にもものぼる。日本会計基準においてはのれんは最長 20 年にわたって定期的に償却することとなっており、単純計算で年額約 230 億円ののれん償却費が計上されることになり、それ以上の収益の増加がない限りは Toll 社株式取得による利益への貢献はないものとなる。

図表 2-20 資本市場の Toll 社への期待

配当性向	資本コスト4%		資本コスト6%		資本コスト8%	
0.6	5.09%	136.5億円	7.64%	204.8億円	10.18%	273.1億円
0.8	5.60%	150.2億円	8.40%	225.3億円	11.20%	300.6億円
1	6.22%	166.9億円	9.33%	250.3億円	12.44%	333.7億円

日本郵便が期待する Toll 社の純利益額は 160~490 億円

続いて、日本郵便が取得した価格をもとにした Toll 社に対する日本郵便の期待 ROE および期待利益は図表 2-21 のようになる。ここから、日本郵便が期待する純利益額は 160 億円~490 億円となる。図表 2-22 は図表 2-21 と図表 2-20 の差額、つまり市場による期待利益と日本郵便の期待利益との差を表したものであり、日本郵便が期待するシナジー効果ということもできる。この差は 25 億円~160 億円にもものぼることがみとれる。

図表 2-21 日本郵便の Toll 社への期待

配当性向	資本コスト4%		資本コスト6%		資本コスト8%	
0.6	6.05%	162.3億円	9.08%	243.4億円	12.10%	324.5億円
0.8	7.30%	196.7億円	10.85%	293.5億円	14.59%	391.4億円
1	9.19%	246.5億円	13.79%	369.7億円	18.38%	492.9億円

左:期待ROE, 右:期待純利益

図表 2-22 日本郵便と資本市場の Toll 社への期待の差

配当性向	資本コスト4%	資本コスト6%	資本コスト8%
0.6	25.7億円	38.6億円	51.5億円
0.8	45.5億円	68.3億円	91.0億円
1	79.6億円	119.4億円	159.2億円

日本郵便の期待の実現可能性には疑問がある。

ではこの期待利益の達成可能性はどうであろうか。2012年度～2014年度の Toll 社の純利益は約 67 億円, 約 87 億円, 206 億円となっている。市場の期待, 日本郵便の期待の分布の中央の値(資本コスト 6%, 配当性向 0.8) はそれぞれ 225.3 億円, 293.5 億円となっており, Toll 社の純利益が 2014 年の水準となれば市場の期待に近い値が実現することは可能であるといえる。しかし, 日本郵便の期待を実現するためには 2014 年度の水準から約 40%にあたる 80 億円以上の増益が必要となり, その実現可能性については疑問が生じる。

以上の分析から, 日本郵便の Toll 社買収は「高い買い物」であった可能性が高い一方で, 現時点における日本郵便の収益性に比べ, Toll 社の収益性が高いことの実事である。日本郵便には, 早急に Toll 社とのシナジー効果を見出し, 実現させる必要がある。

## 第3章

### <企業価値評価>

# 日本郵政の企業価値推定

## 株式上場を控えた日本郵政グループの動き

### [要旨]

1. 企業価値推定の方法
2. ゆうちょ銀行の推定企業価値
  - ◆ 資本市場はゆうちょ銀行を約 6 兆 3000 億円～6 兆 6000 億円と評価しており、この評価は、市場はゆうちょ銀行に対して、将来的に資本コストを上回る利益を上げることは難しいと考えていえるといえる。
  - ◆ TPP や米国利上げなど外部環境への対応が必要である。
3. かんぽ生命の推定企業価値
  - ◆ 資本市場はかんぽ生命を 1 兆 8000 億円～2 兆円と評価しており、この評価は、市場はかんぽ生命に対して、将来的に資本コストを上回る利益を上げていこうと考えていえるといえる
  - ◆ TPP や米国利上げなど外部環境への対応が必要である。
4. 日本郵便の推定企業価値
  - ◆ 資本市場は日本郵便を約 2,000 億～4,000 億円と評価しており、この評価は、市場は日本郵便に対して、将来的にも資本コストを上回る利益を上げることは難しいと考えているといえる。
5. まとめ
  - ◆ 上場後、外部環境への変動に対応したサービスを提供し、市場期待を上回るべく企業価値向上を目指す必要がある。

# 1. 企業価値推定の方法

## 1.1 企業価値推定の手法

株式評価の3つのアプローチ  
① コスト・アプローチ  
② マーケット・アプローチ  
③ インカム・アプローチ

株式評価は、一般に大きく次の3つの方法に大別される<sup>3</sup>。

### ① コスト・アプローチ

株式は、取得に要した付随費用も含めて、過去の取得時の支出額で評価する。

### ② マーケット・アプローチ

現在の株式市場で成立している実際株価こそが、その株式の価値であると考え

### ③ インカム・アプローチ

保有株式が生み出す将来の一連の配当額を基礎とし、これを市場で投資者たちが報酬として要求する資本コストを割引率として適用することによって算定した現在価値が、株式の評価額であると考え

3つの方法のうち、①、②は評価対象の株式が市場に流通していることが前提となっており、日本郵政グループ各社のような非上場企業には適用が難しい。そこで、本報告では③のインカム・アプローチを主分析に採用し、頑健性のチェックとして株価乗数を用いた②のマーケット・アプローチを用いる。

また、インカム・アプローチには配当割引モデルや割引キャッシュフローモデル、残余利益モデルなどがあるが、過去の研究の蓄積<sup>4</sup>から、より予測精度が高いと考えられる残余利益モデルを採用した。

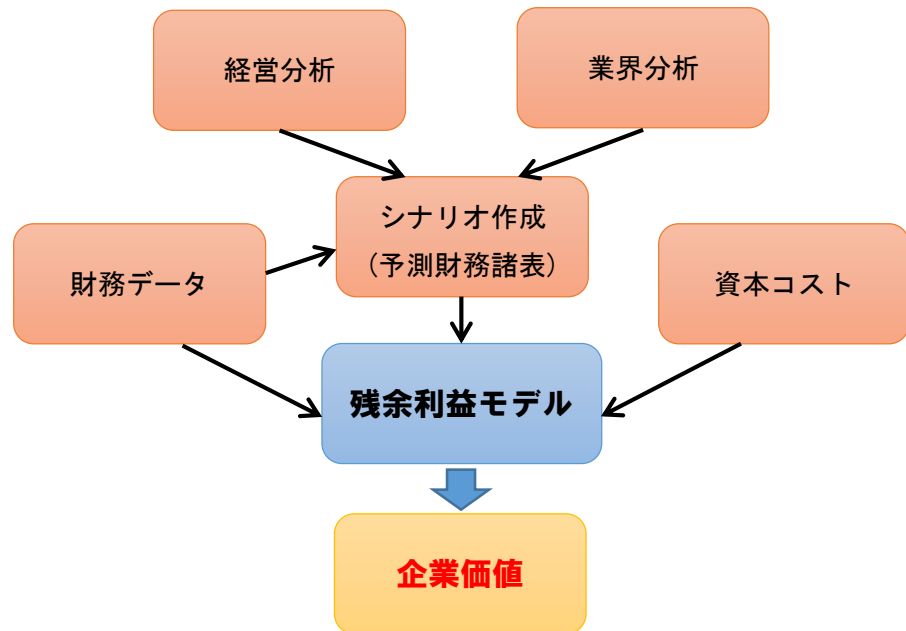
<sup>3</sup> 桜井久勝(2008)「残余利益モデルによる株式評価—非上場株式への適用をめぐる—」『税大論叢 40周年記念論文集』pp. 171-200。

<sup>4</sup> 藤井秀樹、山本利章「会計情報とキャッシュフロー情報の株価説明力に関する比較研究—Ohlsonモデルの適用と改善の試み」『會計』156巻2号、pp. 170-185 をはじめとして多くの研究があり、残余利益の推定精度の高さを支持している。

## 1.2 残余利益モデルによる企業価値推定

残余利益モデルによる企業価値推定は図表3-1に表された手順で行う。この手順の中で特に重要な3点について説明する。

図表3-1 残余利益モデルの企業価値推定手順



### (1) シナリオ（予測財務諸表）の作成

経営分析・業界分析からのシナリオ設定

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。

現在の財務データをもとに、第2章で行った各企業の経営分析や業界動向を加味した上で、将来業績のシナリオを作成することによってこの予測財務諸表を作成する。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

非上場企業に対する資本コスト推定は難しく、本報告書では4～

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<sup>5</sup>。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。

2012年の調査<sup>6</sup>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<sup>7</sup>、海外投資家は平均7%台<sup>8</sup>となっていることから、本報告では4%～8%の間で変動させて企業価値を推定する。

## (3) 残余利益モデルへのインプット

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

このモデルでは、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2項は予測可能期間における残余利益の現在価値、第3項は予測不能期間における終末価値を表している。

企業価値は、現在の株主資本簿価に将来の超過利益の流列の現在価値を加えたもの

<sup>5</sup> 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とも言われている。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 最小2%、最大9%、最頻値8%

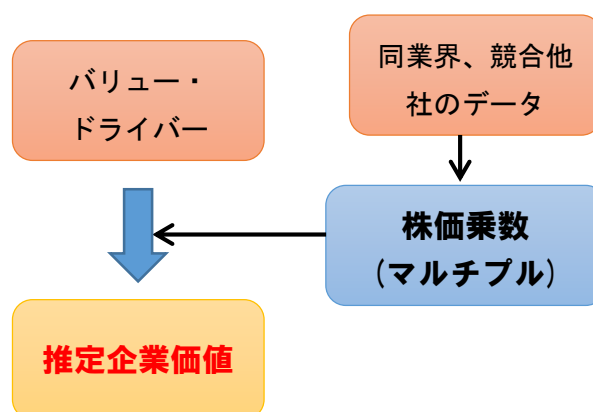
<sup>8</sup> 最小3%、最大10%、最頻値8%



### 1.3 乗数法による企業価値推定

乗数法とは企業価値を写像すると思われる財務指標（バリュース・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、主に実務での企業価値評価に用いられている。

図表3-2 乗数法の企業価値推定手順



バリュース・ドライバーとして、純利益と株主資本を採

これまでの、2014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45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、それをもとにゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便の企業価値の推定を行っていた。

企業価値を乗数モデルによって推定する際、最も重要ともいえるのが、バリュース・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、それから算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)<sup>9</sup>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PSR、PCFRを除く2種類(純利益・株主資本)を選択する。

今年度は、株式上場が実際に行われた。実際の株価を用いて、資本コストと配当性向の仮定の下、収益指標に関して、期待ROEと期待純利益を算出し、市場の評価の分析を試みた。

<sup>9</sup> 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. ゆうちょ銀行の企業価値分析

### 2.1 市場価格による企業価値

市場はゆうちょ銀行に対してやや悲観的

#### (1) 初値による企業価値

・初値から推定するゆうちょ銀行の企業価値は6兆2991億円

ゆうちょ銀行の初値は1680円(売出価格1450円)であった。発行済み株式総数は3,749,475千株(自己株式を除く)なので、企業価値は約6兆3000億円となっている。

#### (2) 上場から1ヵ月後(2015年12月4日)の株価による企業価値

・12月4日の株価から推定するゆうちょ銀行の企業価値は6兆6328億円

ゆうちょ銀行の上場から1ヵ月後(2015年12月4日)の株価は1769円であった。発行済み株式総数は3,749,475千株なので、企業価値は約6兆6000億円となっている。

資本市場はゆうちょ銀行を約6兆3000億円~6兆6000億円と評価している。これは2015年9月時点での株主資本の約8兆5000億円を下回る評価である。つまり、市場はゆうちょ銀行に対して、将来的に資本コストを上回る利益を上げることは難しいと考えていえるといえる。

### 2.2 残余利益モデルを用いた市場評価の分析

現状のゆうちょ銀行の経営を分析すると、図表3-3のようになる。直近5年の平均は経常収益成長率が約-1.18%、純利益率が約16.35%となっている。一方で都市銀行5社の平均は、経常収益成長率が約3.49%、純利益率が約18.94%である。また、地方銀行の平均は、経常収益成長率が-0.69%、純利益率が約10.96%である。

ゆうちょ銀行、他の銀行業の平均の経常収益成長率、純利益率を参考に、ゆうちょ銀行の市場評価はどの程度の経常収益成長率、純利益率を想定しているのかを考察する。

図表 3-3 ゆうちょ銀行の経営状態

年度	経常収益成長率	純利益率
2010	-0.12	14.34
2011	1.33	14.98
2012	-4.86	17.59
2013	-2.33	17.08
2014	0.09	17.78
平均	-1.18	16.35

配当性向を他の銀行業の平均の 60%、資本コストを 6%として、残余利益モデルに当てはめる。

市場は高い成長率と利益率を想定

(1) 初値の企業価値約 6 兆 3000 億円を用いた分析

初値での企業価値から推定される、市場の純利益率、経常収益成長率の想定は、図表 2 のようになる。ここでは、「市場競争に晒されたゆうちょ銀行の純利益率が 15%に下がる場合」、「現状を維持する場合」、「業務委託手数料などのコスト削減により都市銀行の水準まで上昇する場合」を考えて純利益率の幅をとっている。

図表 3-4 初値に見られる期待利益率と期待成長率

	低利益率 高利益率	←————→	高利益率 低利益率
利益率	15%	17.5%	20%
成長率	6.5%	4.3%	2.5%

以上からわかるように、利益率が高くても低くても初値の時価総額から逆算される成長率は、現状の成長率を大きく上回った値となっており、市場はゆうちょ銀行の成長性に大きく期待していると考えられる。

(2) 上場から 1 ヶ月後 (2015 年 12 月 4 日) の企業価値約 6 兆 6000 億円を用いた分析

上場から 1 ヶ月後の企業価値から推定される、市場の経常収益成長率、純利益率の想定は、図表 3-5 のようになる。

図表 3-5 一か月後の株価に見られる期待利益率と期待成長率

	低利益率 高利益率	←—————→	高利益率 低利益率
利益率	15%	17.5%	20%
成長率	7%	4.8%	3%

前節において、市場での高い評価の要因は、高い成長率の期待であると述べた。しかし、これまでの成長率を考慮するとやや高すぎる期待であるように思われる。このことから、株価には成長率とは別に大きな影響を与えた点があると考え、以下のように考察した。

配当利回りの高さや知名度の高さが市場の評価

ゆうちょ銀行の上場にあたり、図表 3-6 にあるように、メガバンクと比べて高い配当利回りを得られるということが注目された。加えて、ゆうちょ銀行の非常に高い知名度が投資家に安心感を与えていたと考えられる。これらのことから、需要は高まり市場の評価を高くした可能性がある。加えて、今回の売り出された株の多くが個人投資家の手に渡り、また個人投資家に適した銘柄であるとして大きな注目を浴びたことがあり、前述の効果がより大きく現れたと考えられる。

そして、今回売り出し株数の数量も株価が高くなった要因の1つであるだろう。売り出し株数の少なさから、売り出しの事前の調査で売り出し株数に対して5倍以上の需要があったという。この需要の高さが、株価を高めた要因の1つといえるだろう。

図表 3-6 配当利回り

	配当利回り
ゆうちょ銀行	3.4%
三菱UFJフィナンシャルグループ	2.4%
三井住友フィナンシャルグループ	3.2%
みずほフィナンシャルグループ	3.2%
東証1部平均	1.9%

## 2.3 ゆうちょ銀行、今後の動向に対する考察

ゆうちょ銀行は、25年ぶりに預金限度額を1000万円から1300万円へ引き上げる。増田委員長は「民間から資金移動する懸念ある場合は目標額を抑える」と述べており、過疎地域における地域活性化ファンドへの出資が期待される一方で、住宅ローン、法人向け融資は依然認可されていない。

運用面について、2015年4月1日の中期経営計画では、17年度に外債・株投資を3割増やし60兆円にすると発表した。東洋経済オンラインで長門社長は「分散投資を進める（運用部隊を90人から120人を目標に）」「おもに先進国の投資適格債である」と発言している。

他の成長戦略としては、三井住友信託銀行、野村HDと投資信託の開発販売会社の設立しており、投資信託の販売委託料収入の増加を見込める。また、年間6000億円以上の業務委託料を減らすとしている。

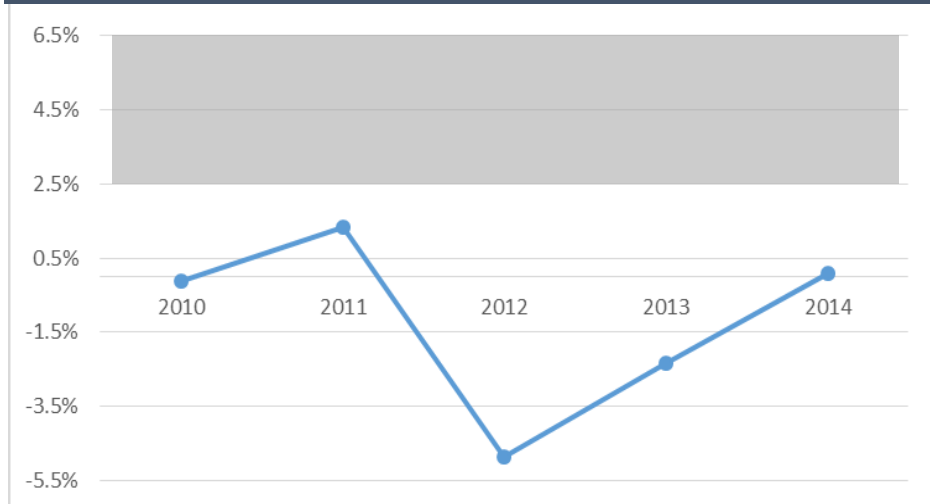
運用の技術が上がれば収益性は上がり、また投資信託の新会社設立についても商品が妥当であれば収益性は上がるといえる。一方で、委託手数料が適正化できるかは疑問が残る。

また、ゆうちょ銀行への影響となりうる今後の外部環境の変化として、アメリカの利上げやTPPが考えられる。アメリカの利上げについて、円安ドル高になるという議論や、その逆の円高ドル安になるという議論があるが、今後の為替の変化を確実に予測することは困難である。米ドル債を保有している場合、円安なら為替差益を得ることができ、円高なら為替差損を被ることになる。このように円安になるか円高になるかは、ゆうちょ銀行の収益に与える影響が間逆となる。しかし、現在のゆうちょ銀行の保有する有価証券の多くが国内公社債であるため、影響がごく限られたものとなると考えられる。今後、外国債券への投資を増やしていくとするなら、アメリカの利上げによる為替の影響は注意する必要がある。

TPPは2015年に大筋合意に達したが、米国政府はゆうちょ銀行の住宅ローンなど業務拡大に米国が民業圧迫に懸念を示している。これらのことから、TPPはゆうちょ銀行にとって逆風となり得るものであり、今後の業績に大きな影響を与える可能性がある。

図表3-7は直近5年のゆうちょ銀行の経常収益成長率の推移である。色塗りの部分が、市場が求める成長率の水準である。市場の期待している成長率に対して、直近5年のものは低い値にとどまっていることがわかる。

図表 3-7 ゆうちょ銀行の経常収益成長率（％）と市場期待の範囲



このように近年ゆうちょ銀行の成長率は伸びているものの、市場の期待している水準を満たしてはいない現状である。今後の変化する外部環境やゆうちょ銀行の成長戦略によっては、市場の期待する成長率を満たす可能性はある。これらの今後の動向に注目したい。

## 3. かんぽ生命の企業価値評価

### 3.1 市場価格による企業価値

市場はかんぽ生命に対して高い評価

#### (1) 初値による企業価値

・初値から推定するかんぽ生命の企業価値は1兆7574億円  
かんぽ生命の初値は2929円（売出価格2200円）であった。発行済み株式総数は600,000千株なので、企業価値は約1兆8000億円となっている。

#### (2) 上場から1ヵ月後（2015年12月4日）の株価による企業価値

・12月4日の株価から推定するかんぽ生命の企業価値は2兆250億円  
かんぽ生命の上場から1ヵ月後（2015年12月4日）の株価は3375円であった。発行済み株式総数は600,000千株なので、企業価値は約2兆円となっている。

資本市場はかんぽ生命を1兆8000億円～2兆円と評価している。これは2015年9月時点での株主資本の約1兆4000億円を上回る評価である。つまり、市場はかんぽ生命に対して、将来的に資本コストを上回る利益を上げていこうと考えていえるといえる。

### 3.2 残余利益モデルを用いた市場評価の分析

現状のかんぽ生命の経営を分析すると、図表3-8のようになる。直近5年の平均は経常収益成長率が約-7.0%、純利益率が約0.7%となっている。一方で東証一部に上場している他の保険業6社の平均は、経常収益成長率が約7.7%、純利益率が約1.8%である。

かんぽ生命、他の保険業の純利益率を参考に、かんぽ生命の市場評価はどの程度の純利益率、経常収益成長率を想定しているのかを考察する。

図表 3-8 かんぽ生命の経営状態

年度	経常収益成長率	純利益率
2010	0.58	-8.34
2011	0.54	-6.26
2012	0.77	-5.61
2013	0.56	-5.08
2014	0.80	-9.48
平均	0.65	-6.95

配当性向を他の保険業の平均の 70%、資本コストを 6%として、残余利益モデルに当てはめる。

利益率についてかんぽ生命の直近 5 年の平均値である 0.7%、業界平均に近い 1.4%、その中間の 1.0%を設定し、成長率を算出する。

(1) 初値の企業価値約 1 兆 8000 億円を用いた分析

初値での企業価値から推定される、市場の経常収益成長率、純利益率の想定は、図表 3-9 のようになる。

図表 3-9 初値に見られる期待利益率と期待成長率

	低利益率 高成長率	← 1.0% →	高利益率 低成長率
利益率	0.7%	1.0%	1.4%
成長率	9.9%	4.7%	0.2%

かんぽ生命の直近 5 年の平均成長率が約-7.0%、純利益率が約 0.7%であるので、市場の想定している成長率、利益率は現状より高い。

(2) 上場から 1 ヶ月後 (2015 年 12 月 4 日) の企業価値約 2 兆円を用いた分析

上場から 1 ヶ月後の企業価値から推定される、市場の経常収益成長率、純利益率の想定は、図表 3-10 のようになる。

図表 3-10 一か月後の株価に見られる期待利益率と期待成長率

	低利益率 高成長率	← 7.2% →	高利益率 低成長率
利益率	0.7%	1.0%	1.4%
成長率	12.2%	7.2%	2.7%



市場はかんぽ生命の高い成長率と利益率を想定

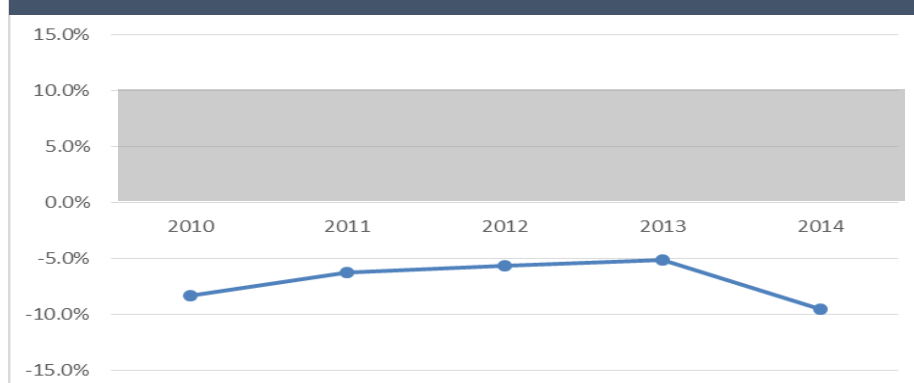
上場から1か月後の企業価値で見ても、やはり市場の想定している成長率、利益率は現状より高い。

したがって、市場は今後成長率、利益率が高くなっていくと想定していると考えられる。

図表3-11は直近5年のかんぽ生命の経常収益成長率の推移である。網掛けの部分、利益率を0.7%~1.4%とした場合の市場が求める成長率の水準（初値時点）である。市場の期待している成長率に対して、直近5年のものは低い値にとどまっていることがわかる。成長率は常にマイナスであるため、プラスへ向上させていくことは必須である。

今後、市場の期待する成長率、利益率へ高めていくことは困難

図表3-11 かんぽ生命の経常収益成長率（%）と市場期待の範囲



石井社長は、「株式や外国債券への投資比率を現在の4%から10%まで高める」と述べている。現在の国債偏重の投資から、株式や外国債券のような高いリターンを得られる金融商品へ投資をシフトすることは、今後の利益の増加要因となる。しかし、市場の想定は現在の成長率、利益率に比べ非常に高いものであるため、市場の期待する水準を達成できるほどに利益を上げられるかは疑問である。

また、2章の経営分析にもあるように、保険契約件数減少による保険料等収入は減少している。今後利益を増やし、市場の期待に応えるためには、更なる取り組みが必要だと思われる。

このように、かんぽ生命は今後業績が向上する可能性も持ち合わせてはいるものの、市場の期待するような高い成長率、利益率を達成することはやはり困難だと考えられる。

前節において、市場で高い評価をされていることの要因として、高い成長率、利益率を期待していると述べた。しかし、現状、そして今後の成長率、利益率を考慮するとやはり高すぎる期待である。このことから、株価には成長率、利益率とは別に大きな影響を与えた点があると考えられる。

かんぽ生命の上場にあたり、図表 3-12 にあるように、他の上場保険会社と比べて高い配当利回りを得られるということが注目された。加えて、かんぽ生命の非常に高い知名度が投資家に安心感を与えていたと考えられる。これらのことから、需要は高まり市場の評価を高くした可能性がある。加えて、今回の売り出された株の多くが個人投資家の手に渡り、また個人投資家に適した銘柄であるとして大きな注目を浴びたことがあり、前述の効果がより大きく現れたと考えられる。

そして、今回売り出し株数の数量も株価が高くなった要因の1つであるだろう。売り出し株数の少なさから、売り出しの事前の調査で売り出し株数に対して10倍以上の需要があったという。この需要の高さが、株価を高めた要因の1つといえるだろう。

図表 3-12 各社配当利回り	
	配当利回り
かんぽ生命	2.5%
第一生命	1.7%
T&D	1.6%
東証1部平均	1.9%

### 3.3 かんぽ生命、今後の動向に対する考察

配当利回りの高さや知名度の高さが市場の評価を高くした

かんぽ生命への影響となりうる今後の外部環境の変化として、アメリカの利上げや TPP が考えられるだろう。

アメリカの利上げについて、円安ドル高になるという議論や、その逆の円高ドル安になるという議論があり、今後の為替の変化を確実に予測することは困難である。米ドル債を保有している場合、円安なら為替差益を得ることができ、円高なら為替差損を被ることになる。このように円安になるか円高になるかは、かんぽ生命の収益に与える影響が間逆となる。しかし、現在のかんぽ生命の保有する有価証券の多くが国内公社債であるため、影響がごく限られたものとなると考えられる。今後、外国債券への投

今後はJR東やJT  
のように株価の  
上昇には苦戦す  
る可能性

資を増やしていくとするなら、アメリカの利上げによる為替の影響は注意  
する必要がある。

TPPは2015年に大筋合意に達し、今後は海外の保険会社が日本市場に積  
極的に参入すると考えられる。加えて、米国政府は、かんぽ生命が日本の  
保険市場の競争に与える負の影響に懸念を示している。これらのことから、  
TPPはかんぽ生命にとって逆風となり得るものであり、今後の業績に  
大きな影響を与える可能性がある。

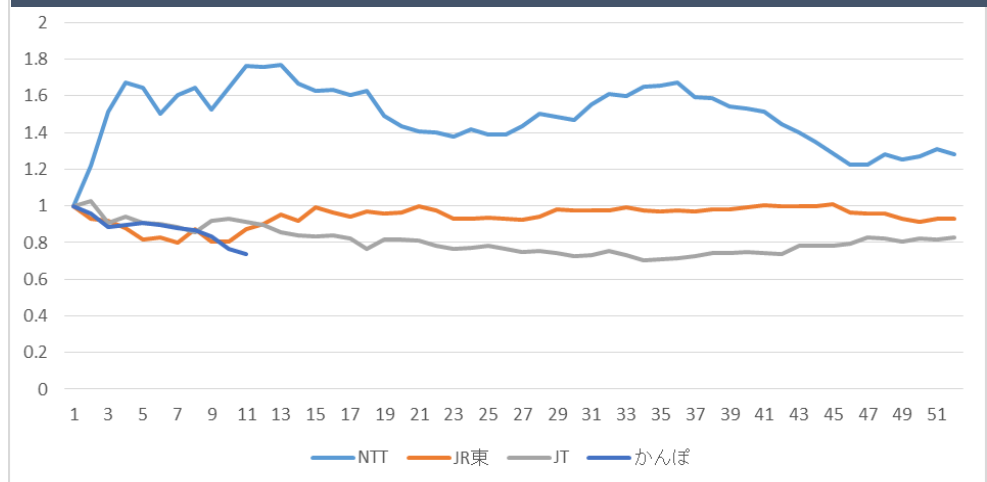
以上のように将来的に株価へ影響を与える可能性を持つ要因があるた  
め、かんぽ生命の経営のうえでこれらの点に注意していく必要があると思  
われる。

図表3-13は、NTT、JR東、JT、かんぽ生命の上場後の株価動向であ  
る。NTTの上場当時は、NTTの人气が非常に高く株価も高く推移してい  
た。一方で、JR東、JTはバブル崩壊後であったこと、NTTの株価の低調  
により生まれた民営化企業への投資の警戒感があったことにより、上場後  
の株価は大きく伸びることはなかった。

かんぽ生命上場当時の状況は、アベノミクスへの期待がある一方で、中国  
を中心とした世界経済の停滞への不安感があり、先の経済動向には不確実  
性が伴うものであった。また、上場後の株価動向を見る限り、JR東、JT  
と近い動きと見ることができる。

これらのことから、今後はJR東やJTのように株価の上昇には苦戦する  
と考えられる。また、前述の株価の過大評価の可能性を考慮すると、幾分  
の株価下落の可能性もあると思われる。

図表3-13 上場後の週次株価動向



## 4. 日本郵便の企業価値評価

### 4.1 日本郵政の企業価値

日本郵政の株式価値

=ゆうちょ×91%

+かんぽ×89%

+日本郵便

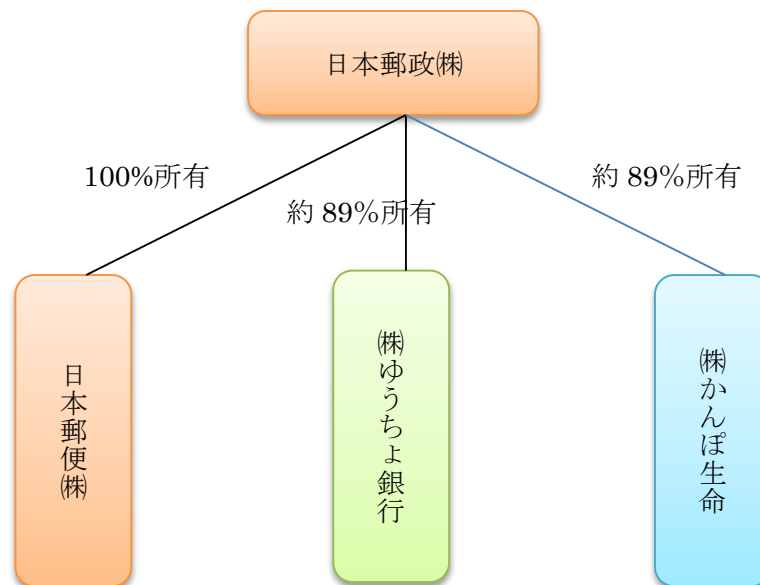
+シナジー効果

2015年11月4日、日本郵政株式が上場され、売出価格1400円に対して、1631円の初値がつけられた。日本郵政株式の値付けの際、理論的には市場が日本郵政株式を次のように評価したと考えられる。

図表3-14のように、日本郵政は傘下に日本郵便、ゆうちょ銀行、かんぽ生命などを持つ持株会社であり、日本郵政自体が事業を行っているわけではない。よって理論的には、日本郵政株式の価値とは、傘下の企業の企業価値の和に、シナジー効果を加えたものということになる。つまり、ゆうちょ銀行の企業価値の89%とかんぽ生命の企業価値の89%に、日本郵便の企業価値を足し合わせて、それら3社のシナジー効果を上乗せしたものが日本郵政株の価値であると考えることができる。

図表 3-14 日本郵政の各社所有状況

図表 1 日本郵政グループの主要各社と株式持分



## 4.2 市場価格による企業価値

初値から推定する日本郵便の企業価値は1383億円

### (1) 初値による企業価値

日本郵政、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の初値はそれぞれ1631円（売出価格1400円）、1680円（売出価格1450円）、2929円（売出価格2200円）であった。図表3-15に示した通り、企業価値はそれぞれ約7兆300億円、6兆3000億円、1兆8000億円となっている。

この結果からは、シナジー効果を見放すと日本郵便の企業価値は約1692億円となる。

図表3-15 初値による企業価値

	日本郵政	ゆうちょ銀行	かんぽ生命	
初値	1,631円	1,680円	2,929円	…①
発行済み株式総数	4,500,000千株	3,749,475千株 (自己株式除く)	600,000千株	…②
企業価値 (①×②)	7兆3395億円	6兆2991億円	1兆7574億円	
日本郵政 持株数	—	3,337,032千株	534,000千株	…③
日本郵政 持分 (①×③)	—	5兆6062億円	1兆5641億円	

初値から推定する日本郵便の企業価値は1744億円

### (2) 上場1か月後（2015年12月4日）時点の株価による企業価値

日本郵政、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の12月末時点の株価はそれぞれ1972円、1769円、3115円であった。図表3-16に示した通り、企業価値はそれぞれ約7兆300億円、6兆3000億円、1兆8000億円となっている。

この結果からは、シナジー効果を見放すと日本郵便の企業価値は約4126億円となる。

図表3-16 上場1か月後（2015年12月4日）時点の株価による企業価値

	日本郵政	ゆうちょ銀行	かんぽ生命	
株価	1,972円	1,769円	3,375円	…①
発行済み株式総数	4,116,694千株	3,749,475千株 (自己株式除く)	600,000千株	…②
企業価値 (①×②)	8兆1181億円	6兆6328億円	2兆0250億円	
日本郵政 持株数	—	3,337,032千株	534,000千株	…③
日本郵政 持分 (①×③)	—	5兆9032億円	1兆8023億円	

### 4.3 市場価格による企業価値

前節の分析から、シナジー効果を0とした場合、資本市場は日本郵便を約2,000億~4,000億円と評価しているこれは2015年9月時点での株主資本の約1兆円をはるかに下回る評価である。つまり、市場は日本郵便に対して、将来的にも資本コストを上回る利益を上げることは難しいと考えているといえる。

日本郵政は持ち株会社であり、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の全株式の売却を前提とすると、その傘下に存在する主要な事業会社は日本郵便ということになる。その日本郵便に対する評価が低い状況では、今後の日本郵政の株式上場のスケジュールや上場維持の判断にも影響が及ぼされる可能性があるだろう。

## 第4章

<定性分析>

# 郵政事業の役割

## 日本郵便とユニバーサル・サービス

〔要旨〕

### 1. 郵政事業とユニバーサル・サービス

- ◆ 現状の日本郵便のユニバーサル・サービス維持の方策は①実質的な独占、②グループ内からの補助（「準内部補助」）からなる。
- ◆ 封書、はがきに関する、内部補助によるユニバーサル・サービス・コストの負担の状況から脱却する必要がある。
- ◆ 第3種郵便、第4種郵便の政策的料金減免というさらなる足かせが収益性を圧迫している。
- ◆ ユニバーサル・サービスを課されていない、ゆうパック等の荷物事業は恒常的な赤字に苦しんでおり、ToI社買収を足掛かりに、海外展開を加速させていく必要がある。

### 2. ユニバーサル・サービスの確保策

- ◆ 独占範囲を確保することによって内部補助を可能にする。
- ◆ 新規参入者を確保し、ユニバーサル・サービス基金を設定することによって外部補助を行う。
- ◆ 補助金や税制優遇といった形をとる税金投入によって外部補助を行う。
- ◆ 郵便局の拠点としての有効活用を進めつつ、効率的な郵便事業の発展を目指す必要がある。

### 3. 日本郵便のユニバーサル・サービス維持

- ◆ 内部、外部を問わず、補助を行う際には①独占価格設定局面、②ユニバーサル・サービス・コスト算定局面、③外部補助の使用局面においてモラル・ハザードが起こる可能性がある。

# 1. 郵政事業とユニバーサル・サービス

## 1.1 ユニバーサル・サービスの定義

ユニバーサル・サービスとは  
① サービスの必要性  
② サービスの利用可能性  
③ サービスの公平性  
によって定義づけられる

2012年4月に可決・成立した改正郵政民営化法によって、日本郵便に対し、それまでの郵便事業に加え、金融・保険サービスをも含むユニバーサル・サービスの提供が義務づけられた。本章では、このユニバーサル・サービスを持続的に維持していくにはどういったことが必要であるかという点に主眼を置き、郵政事業の社会的な役割について考察する。

この議論にあたり、まずユニバーサル・サービスの定義を行う必要がある。定義は数多くの文献で様々に論じられているが、本報告書においては多くの文献等で用いられている電気通信審議会が行った2000年の答申にて示された、次の定義を採用する。

ユニバーサル・サービスとは

- ① 国民生活にとって不可欠なサービスであって
- ② 誰もが利用可能な料金で
- ③ あまねく日本全国において公平かつ安定的な提供の確保が図られるべきサービス

である。

以上の定義にもとづき、本章の分析を行う。



## 1.2 ユニバーサル・サービスの概要

2012年4月に可決・成立した改正郵政民営化法において、信書を含む郵便サービスは基本的な通信手段であり、加えて、簡易な貯蓄、送金及び債権債務の決済サービス並びに簡易に利用できる生命保険のサービスは、国民生活に必要不可欠なサービスとの理由で、ユニバーサル・サービスを郵便局において提供するように規定された。少子高齢化、人口減少等が進展していく中で、全国に張り巡らされたその郵便局のネットワークとそこで提供されるサービスによって、国民生活に資する、地域社会のインフラの役割を果たしてきた。

しかしながら、郵便役務の現状として、約8割の集配郵便局エリアが赤字であり、そのコストを約2割の黒字の集配郵便局エリアの利益で賄っている。また、郵便局窓口業務についても、約4割の赤字の集配郵便局エリアのコストを約6割の黒字の集配郵便局エリアの利益で賄っている。

これまで日本郵便は、ユニバーサル・サービス維持のため①信書便事業の実質的な独占、と②日本郵政グループ内からの補助（準内部補助）、で対応してきた。

今回の上場は、これらの方策に影響を与えるものであり、今後郵便事業において、利潤の追求と、ユニバーサル・サービスの維持をいかに両立させていくか、今後の展望について考察を進めていく。

## 1.3 日本郵便の現状

日本郵便は

① 実質独占

② グループ内

補助

によって、ユニ

バーサル・サー

ビスを維持して

いる。

これまでの日本郵便のユニバーサル・サービス維持の方策は次の2つのポイントで表すことができる。

### ① 実質的な独占

現在、信書部門にはポストの設置数や集配の頻度など、厳しいユニバーサル・サービス提供義務が課されており、民間の陸運業等が参入する障壁は高く、実質的な独占状態にある。2015年には、郵便法の規定を勘案し、ヤマト運輸の提供するサービス「クロネコメール便」が同年3月31日受付分をもって廃止する、と発表された。

こうした参入障壁は、日本郵便が独占利潤を得ることを可能にしており、都市部等の高収益部門における利潤を、過疎地の低収益部門、赤字部門に補填することが可能となっている。

しかし、完全民営化が行われた後、信書部門におけるユニバーサル・サービス提供義務が維持されるかは不透明である。信書部門に競合他社が参入する場合、収益性の高い地域への参入が集中すると考えられる。価格競争が進み、サービスの価格は押し下げられ、不採算地域での同一価格でのサービス提供が困難になると、郵便事業をユニバーサル・サービスとして維持できなくなる。

### ② グループ内からの補助（「準内部補助」）

郵便事業に比べ、高収益とされるゆうちょ銀行、かんぽ生命からの窓口業務委託料は、日本郵便にとって収益の大きな部分を占めており、グループ内での「準内部補助」となっていたと考えることもできる<sup>10</sup>。

しかし、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の100%売却がなされた後には、これらの企業との窓口業務委託料は市場からの圧力のもと、何らかの「適正」水準に落ち着くと考えられる。内部取引の額は、上場すると、企業価値を算定する上で重要な意味を持つ。合理的な窓口手数料の算定がなされているか、その開示が適切に行われるか注目していく必要がある。ここからは、実質的な独占が認められている信書部門を含む郵便事業についてみていくことにする。

<sup>10</sup> ただし、窓口業務委託料が著しく低水準である場合には、逆に日本郵便からゆうちょ銀行、かんぽ生命への「準内部補助」と考えられる。窓口業務委託料の水準の高低については今回の分析において、明確な検証はできていない。

収益性の高い国際郵便事業と、赤字から脱却できない荷物事業

ここでは、ユニバーサル・サービス提供が義務付けられている、実質独占部門（信書部門）の細かい区分における収支を分析する。図表4-2は信書部門を4つの区分にわけて報告された営業収支の推移である。この表からわかる通り、実質独占分野において第1種（封書）の黒字額を上回る赤字額を、第2種（はがき）の部門が計上している。第3種（雑誌等）、第4種（通信教育等）においては、いわゆる政策的料金減免によってさらなる赤字を重ねている。100%完全上場に向けて、採算部門である封書の収益も減少傾向にあるため、信書部門の収益改善が課題となっている。

図表4-1 独占部門の営業収支の状況（単位：億円）

年度	第1種 (封書)	第2種 (はがき)	第3種 (雑誌等)	第4種 (通信教育等)
2009	688 -9.2	△73 (△1.8)	△89 (△51.4)	△21 (△233.3)
2010	366 -5.2	△199 (△4.9)	△89 (△61.4)	△14 (△155.6)
2011	548 -8.1	△8 (△0.2)	△67 (△51.1)	△11 (△138.0)
2012	458 -6.9	83 -2.1	△61 (△52.1)	△11 (△138.0)
2013	273 -4.2	△3.9 (△1.0)	△63 (△56.8)	△12 (△150.0)
2014	123 -1.9	△215 (△5.7)	△66 (△62.9)	△13 (△185.7)

上段：営業利益(単位：億円)

下段：営業利益/営業収益(単位：%)

ユニバーサル・サービス義務に対する実質独占の内部補助は機能する一方、政策的料金減免による足かせも存在

さらに、日本郵便が持つ、他社との競争的分野である、国際郵便・荷物部門のより細かい区分における収支を分析する。図表4-3は郵便事業の競争分野に関して報告された営業収支の推移である。日本郵便は、国際郵便・荷物の部門の強化を目的に、2015年5月、オーストラリア物流企業であるToll Holding Limited（以下Toll社）の株式を100%取得し、完全子会社とした。Toll社の買収により発生した多額ののれんの償却は今後の課題である。アジアパシフィック地域における物流の展開を通じて、更なる収益向上が求められる。

荷物（ゆうパック）は常に赤字となっている。ヤマト運輸や佐川急便との競争が激しく、人手不足によるコスト増は赤字を恒常化させている。

図表4-2 競争部門の営業収支の状況（単位：億円）

年度	特殊取扱 (速達・書留等)	国際郵便	荷物 (ゆうパック等)
2009	29 (1.6)	54 (7.1)	△127 (△4.2)
2010	108 (5.9)	116 (16.4)	△1185 (△35.0)
2011	85 (4.7)	130 (19.0)	△774 (△20.8)
2012	145 (8.2)	153 (21.9)	△415 (△10.9)
2013	59 (3.4)	157 (19.6)	△332 (△8.0)
2014	162 (9.0)	122 (13.4)	△208 (△4.7)

上段：営業利益（単位：億円）

下段営業利益/営業収益（単位：%）

独占範囲の明確化

以上より、これまで日本郵便は、ユニバーサル・サービスの提供が義務付けられていたことにより、封書事業の実質的な独占状況を実現していた。しかし、郵便事業は縮小傾向にあり、これまでは内部補助によりユニバーサル・サービス提供に必要なコストが賄えていたといえるだろう。しかし、100%上場後に向けて、内部補助額の合理的算定に関して、市場の目は厳しくなると予想される。はがき部門などの収益改善に加えて、ゆうちょ銀行やかんぽ生命が行っていたように、全国に存在する郵便局をサービス拠点として有効活用していくことが求められる。また、Toll社の買収にもみられるように、国際郵便など海外展開も進めていく中で、新たな収益の柱を作っていく必要がある。

次節では具体的に海外の郵便事業で実施されているユニバーサル・サービス維持の確保策をみていく。

## 2. ユニバーサル・サービスの確保策

### 2.1 独占範囲の確保

競争の導入とユニ  
バーサル・サービ  
ス基金を利用した  
外部補助

第1の方法は、事業の独占範囲を確保し、ユニバーサル・サービス事業者は高収益の独占分野から低収益の競争分野への内部補助を行うというものである。特にEUにおいては「重量350g未満かつ基本料金の5倍未満」というように郵便物の重量や料金の基準で独占範囲を設定していて、年月をかけて徐々にその独占範囲を縮小していった。またアメリカのUSPSは現在「重量350g未満かつ基本料金の6倍」という独占範囲を設けている。

この独占範囲の確保であるが、日本郵便は前述のとおり独占範囲を設けていないが一般信書部門にはユニバーサル・サービス義務が課されているのですでに実質独占状態になっている。

しかし、ヤマト運輸は、メール便の廃止に際して、信書のこの実質独占状態に対して不快感を表明している。民間事業者の参入の機運が高まり、他事業者のユニバーサル・サービス義務を緩和する（高収益の部門だけで事業を行うことができるようにする）流れが生じれば、日本郵便の、より具体的な独占範囲を設定することが必要になってくるかもしれない。

### 2.2 ユニバーサル・サービス基金

第2の方法は、ユニバーサル・サービス提供の義務がある事業者が負担しているユニバーサル・サービス・コストを他事業者から拠出された基金によって賄うというものである。ドイツのドイツポストはユニバーサル・サービスが十分に提供されていない場合各事業者に拠出させた基金から交付を受けることができる。（交付された実績はなし）また、フランスのラ・ポストは自社及び新規参入業者が売上高に応じてユニバーサル・サービス基金に拠出している。（交付された実績はなし）イタリアのポステ・イタリアーネでは各事業者が売上高の3%を基金に拠出している。

ユニバーサル・サービス基金を創設する場合、ユニバーサル・サービスの維持に必要な金額、基金の拠出対象となる事業者の範囲、対象事業者からの拠出金額などについて明確な根拠をもって正確に示す必要がある。

また、日本郵便に関してユニバーサル・サービス基金制度を用いるなら、参入事業者があるのかどうかという問題や、基金への参加を必要とする事業をどこまで広げるのかという問題が存在する。

## 2.3 補助金・税制優遇

補助金、税制優遇  
というかたち  
での外部補助

第3の方法は、ユニバーサル・サービス維持のために国から補助金の交付や税制優遇を受けるといったものである。イギリスのロイヤルメールは郵便局ネットワークの維持、高度化を継続するために、2011年度から4年間にわたって合計約13億ポンドを補助金として交付されている。ラ・ポストは郵便局設置に対する費用のために2008年から2012年の5年間にわたって合計約20億ユーロを補助金として交付されている。またポステ・イタリアーネも2009年から2011年の3年間にわたって合計11億ユーロを補助金として交付されている。

国からの補助金は、他の事業者から拠出された基金とは違い競争中立的であることがメリットだが、果たして郵政民営化と国からの補助金、あるいは税制優遇というのは両立するのかということや、国の税金を投入するとなると当然日本郵便に対する事業の透明性、効率性のチェックはかなり厳しくなる。

図表4-3 ユニバーサル・サービスの確保策

	独占	US基金	補助金・税制優遇
コスト負担者	当該事業者を利用するサービス利用者	他事業者を含む、サービス利用者	納税者全体
海外の事例	USPS(アメリカ)	ドイツ・ポスト ラ・ポスト(フランス) ポステ・イタリアーネ(イタリア)	ロイヤルメール(イギリス) ラ・ポスト(フランス) ポステ・イタリアーネ(イタリア)
メリット	・サービス利用者とコスト負担者の一致度が高い。	・競争によるサービス向上が可能。	・政府の後ろ盾があり、サービスの継続が容易。 ・競争的中立性が高い。
デメリット	・競争によるサービス向上が難しい。	・参入者が必要。 ・競争的中立性が低い	・サービス利用者とコスト負担者の一致の程度が相対的に低い。

## 2.4 拠点としての郵便局活用

より広い意味でのサービス拠点としての郵便局の価値向上

英国における郵政改革として、Post Office の存続の事例は参考になる。2007 年、Post Office は郵便事業の収益性の低さにより、郵便局数の削減が、政府から命じられた。ユニバーサル・サービスを維持するために、郵便局の維持が課題となっていたのだが、その際に、「相互扶助」をキーワードとして、地域コミュニティによる自主的な運営の体制が構築された。さらには、住民が集う場所である教会の中に店舗を設置する動きも見られた。郵便サービスのみならず、カフェは併設され、小売りも行われている。ユニバーサル・サービス維持のための、全国津々浦々に店舗を構えることは、経営の上では負担となる。しかし、そのスペースの有効活用の方策を考えることにより、各局の収益性は向上し、住民のサービスに対する満足も向上すると考えられる。その際に、営業時間の見直しも検討すべきかもしれない。上場後は、従来の郵便拠点としての役割にとらわれない、スペースの有効活用も検討し、郵便局の生み出す価値を向上させることも必要になるであろう。

## 2.5 世界の郵便事業の現状

配送コスト、郵便物取扱量双方に対策を打つ必要がある。

ドイツポストのパックステーションの事例を取り上げる。ドイツの国際物流会社である DHL のサービスとして、パックステーションというものが存在する。これは、24 時間利用可能な宅配ロッカーである。受け取り主は、再配達的时间指定をする必要もなく、いつでも好きな時間にそのロッカーに荷物を受け取りに行くことができる。配送の面でも、コストが削減できるサービスである。現在、ドイツ全土に 2,650 箇所設置されている。

郵便事業における取組としては、配送コスト削減だけではない。インターネットの普及に伴う郵便物の取扱量の減少は世界的に発生している。そこで、取扱量を増やす取組も進んでいる。e コマースの発展により、発送元に出向き、荷物を受け取る「クリック&コレクト」が主流になってきた。オランダ TNT などが B2B でポストを介さない集配を行うようになってきている。日本郵便も、郵便物取扱量の減少に対して、強力な対策を打つことが求められる。



### 3. 日本郵便のユニバーサル・サービス維持

① 価格設定

② 補助額設定

③ 補助の使用

各局面におけるモラル・ハザードの恐れ

日本郵便がユニバーサル・サービス維持のためにどのような方法をとるのであれ、以下の局面で“モラル・ハザード”の可能性が存在する。

① 独占価格設定局面

② ユニバーサル・サービス・コストの算定局面

③ 外部補助の使用局面

ユニバーサル・サービスのコストが正確に把握できていない状況では、独占価格の設定局面においてユニバーサル・サービス・コストを賄うのに十分すぎる価格を設定したり、そもそもユニバーサル・サービスの定義に反する高料金を設定することも可能になってしまう。また、仮に基金や補助金からの外部補助によってユニバーサル・サービス・コストを賄おうとする局面では、実際にかかったコストよりも多くのコストがかかったと虚偽の報告をすることも可能になってしまう。さらに、外部補助が恒常化する場合には、外部補助ありきの経営になってしまう可能性もある。

これらの日本郵便の“モラル・ハザード”が起きないようにするために、日本郵便には以下の3点が求められるだろう。

① ユニバーサル・サービス・コストをコスト負担者や投資家などが把握可能な情報を提供すること。

② ユニバーサル・サービス・コストを明確な根拠のもとで一定程度の精度・信頼性をもって算定すること。

③ ユニバーサル・サービス維持に対する内外からの補助を効果的に利用可能なガバナンスを強化すること。

これらの点について、今回の上場によって市場から常に日本郵便の事業の透明性や効率性のチェックを受ける環境を作るとするのは上場のメリットとして挙げられるだろう。



## おわりに

本年度の報告書では、郵政3社の上場に即して、理論価格と実際価格の差異分析をテーマに、昨年まで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、実際価格から、市場の期待を明らかにした。企業価値向上と日本郵政の社会的役割（ユニバーサル・サービス）の両立についても考察を行った

第1章では上場に向けての郵政グループの取組みを定性的に考察した。また、第2章では、収益性や安全性を中心に時系列分析を行った上で、経営状況を定量的に考察し、上場後のグローバル競争に晒される中での今後の展望を示した。さらに、第3章では、初値、1か月後の実際株価をもとに、いくつかのシナリオを策定し、市場の期待を明らかにした。

日本郵政グループは上場後、収益性の向上に対するプレッシャーが大きくなると同時に、国民生活に大きな影響を与えるユニバーサル・サービスの担い手としての役割も担っている。本年も第4章において、この問題意識のもと、ユニバーサル・サービス維持の方策について、海外事例を参照しつつ、考察を行った。

2015年は、郵政3社上場元年であり、上場後のより激しい市場競争に晒された結果を踏まえた評価は、織り込まれていない。この報告書では、郵政グループが置かれているこれまでの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。そのような手法を日本郵政グループの分析に当てはめたときに、郵政3社はどのような経営状況であるか、そして、市場の期待はどの程度であるか、浮かび上がらせることを目指した。こ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、読者の方々の上場後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望外の喜びである。

2016年3月

## Appendix I 主な財務諸表分析の指標

### ● 収益性指標

$$\text{ROA} = \frac{\text{営業利益} + \text{持分法利益} + \text{受取利息} \cdot \text{配当}}{\text{総資産}} = \frac{\text{事業利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$$

$$\text{売上高事業利益率} = \frac{\text{事業利益}}{\text{売上高}}$$

$$\text{総資本回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

$$\text{売上高純利益率} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}}$$

$$\text{総資本回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$$

$$\text{財務レバレッジ} = \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

$$\text{有形固定資産回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{有形固定資産}}$$

### ● 生産性指標

$$\text{付加価値額} = \text{人件費} + \text{賃貸料} + \text{税金} + \text{他人資本利子} + \text{税引後利益}$$

$$\text{労働生産性} = \frac{\text{付加価値額}}{\text{従業員数}} = \frac{\text{有形固定資産}}{\text{従業員数}} \times \frac{\text{付加価値額}}{\text{有形固定資産}}$$

$$\text{労働装備率} = \frac{\text{有形固定資産}}{\text{従業員数}}$$

$$\text{設備生産性} = \frac{\text{付加価値額}}{\text{有形固定資産}}$$

$$\text{労働分配率} = \frac{\text{人件費}}{\text{付加価値額}}$$

● 安全性指標

- 手元流動性比率 =  $\frac{\text{現金預金} + \text{売買目的有価証券}}{\text{売上高}/12}$
- 当座比率 =  $\frac{\text{当座資産}}{\text{流動負債}}$
- 流動比率 =  $\frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}}$
- 固定比率 =  $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本}}$
- 長期固定適合率 =  $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本} + \text{少数株主持分} + \text{固定負債}}$
- 自己資本比率 =  $\frac{\text{自己資本}}{\text{総資産}}$
- Tier 1 比率 =  $\frac{\text{自己資本}}{\sum(\text{リスク資産額} \times \text{リスクウェイト})}$

## Appendix II 日本郵政をめぐる1年の動き

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
2015	1	上場計画の概要が発表			中国人訪日客に対する物販サービスの拡大	
	2		株式投資拡大、専門部署新設	IBM Watsonを活用した保険金支払業務のさらなる高度化	豪物流トール社買収を発表	
	3	3通信会社を売却、上場にらみ事業整理	住宅ローン参入		郵便・物流ネットワーク再編に伴う新たな地域区分郵便局の設置(広島エリア)	「グランドメゾン浄水ガーデンシティサウスフォレスト」1期が引渡
	4	中間経営計画が発表 上場にらみ収益改善急ぐ、成長投資1.9兆円、配当性向背伸び 民営化委が郵政3社上場意見書を公表	上場へ運用力課題が発表 17年度外債・株投資3割増を計画 14年度決算公告が発表	短期払い養老保険、かんぽ生命の取扱い認可	ゆうパック競争激化で収益低下 メガ物流局が始動、ゆうパック黒字化狙う	
	5	日本郵政・アップル・IBM、提携発表 外債や国内株で運用益、郵便・物流、3期ぶり赤字イオンと提携			豪物流大手の買収完了 ゆうパック基本運賃の改定と割引額の拡大	「JP noie 旗の台」が竣工
	6	郵政3社が上場申請	個人資産運用で三井住友信託・野村と提携 民間銀と協力、地域貢献 ゆうちょ限度額拡大の提言決定		米国宛ゆうグローバルエクスプレス(UGX)の実施 郵便局のみまもりサービスの試行拡大	
	7	政府委員会が郵政民営化で意見募集	投資信託商品の店頭ラインアップ拡充	保険の受託販売拡大へ認可申請	代金引換サービスの改善に関する認可取得	
	8	金融で苦戦、上場目前2%増益確保、郵便・物流事業なお赤字 五輪スポンサーとして契約を締結		10月1日以降に適用する契約者貸付利率の改定		「グランドメゾン浄水ガーデンシティサウスフォレスト」2期が引渡
	9	東京証券取引所は1郵政3社の上場を承認	外貨宅配サービスが開始			「ザ・パークハウス 中野弥生町テラス」が引渡
	10	売り出し価格の発表	ゆうちょ銀の出資解禁、地銀などと共同ファンド、中小企業に成長資金	契約拡大へ新商品投入	全国のファミリーマートで日本郵便の取扱荷物が受け取れるコンビニ受取サービスを開始	
	11	11月4日に3社が新規上場、初値が公開価格を上回る 東証は郵政3社を制度信用銘柄に選定				JPタワー名古屋が竣工
	12	自社株買い	郵貯限度額1300万円決定	「平成27年度東京都スポンズ推進企業」認定の取得	自動車アフターマーケット向け物流事業における業務受託	

## Appendix III エクイティ DCF 法

第3章の2.2節、ゆうちょ銀行の企業価値推定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。

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 FCF 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 FCF 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

## Appendix IV Ohlson[1995]のモデルによる企業価値推定

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、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

2012年度～2014年度の第一地方銀行45行<sup>11</sup>のデータを用いて次の回帰式によって係数 $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ 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

$\varepsilon$  : 誤差項

回帰結果は図表IV-1に示す。

この結果（回帰関数）に2014年度のゆうちょ銀行のデータを代入し、第3章2.3節の結果が得られた。

### ii) かんぽ生命、日本郵便の企業価値推定

かんぽ生命の推定には2012年度～2014年度の東証一部上場企業の保険業6社のデータ、日本郵便の企業価値推定には2012年度～2014年度の東証一部上場の運輸業3社のデータを用いて、次の回帰式によって係数 $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ 、 $\delta$ 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

$\varepsilon$  : 誤差項

---

<sup>11</sup> 一般社団法人全国地方銀行協会に属する銀行64行のうち、2006年3月決算期から2015年3月決算期までの財務データ、及び2013年、2014年、2015年のそれぞれにおける6月末の株価が、すべて入手可能な45行である。

回帰結果は図表Ⅳ－１に示す。

この結果（回帰関数）にそれぞれ 2014 年度のかんぽ生命、日本郵便のデータを代入し、第 3 章 3.3 節、4.2 節の結果が得られた。

図表Ⅳ－１ 回帰結果

	ゆうちょ銀行	かんぽ生命	日本郵便
$\alpha$	-6,314 (-1.52)	122,394 (-0.71)	-125,918 (-1.16)
$\beta$ (BV)	0.258 (1.83)	0.752 (8.76)	0.334 (0.51)
$\gamma$ (NI)	7.847 (3.20)	0.581 (0.57)	21.510 (2.28)
補正R <sup>2</sup>	0.904	0.847	0.798





京都大学経済学部 藤井ゼミナール  
2015年度 日本郵政企業分析チーム

監修	藤井 秀樹		
チームリーダー	栄留 豊	(経営管理教育部修士課程1年)	
事務局	山村 真里	(修士課程1年)	
メンバー	渡邊 誠士	(博士後期課程3年)	
	ハク ヨウ	(修士課程1年)	
	菅野 裕紀	(4年)	田中 大貴 (4年)
	森田 遥平	(4年)	
	木下 和樹	(3年)	亀井 勇樹 (3年)
	田中 広志	(3年)	寺田 洋介 (3年)
	柳原 礼佳	(2年)	仮屋 裕一 (2年)

## 日本郵政の経営分析と企業価値評価[2016年度]

---

2016年3月1日 第1版

京都大学経済学部 藤井ゼミナール  
著者 2015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

---