

日本郵政の経営分析と企業価値評価 [2018年]

価値創造にむけた 新規事業のゆくえ

No.7

March 2018



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

2017年9月に日本郵政株の2次売却が実施されました。その結果、日本郵政株の政府保有割合は6割まで低下するとともに、同社株の1次・2次を合わせた売却収入は約2.8兆円となり、当初目標の4兆円の達成に向けて民営化のスケジュールは大きく前進しました。

日本郵政株の売却は、日本郵政グループの国有状態の要である政府保有の解消を意味します。したがって、それは郵政改革の進展を名実ともに体現するイベントとなりますが、同時にまた、それまで潜在していた諸課題が顕在化する契機にもなります。

株式売却が進めば、それだけ日本郵政グループに経済的な利害を持つ国内外の投資家が増えることとなります。それは、日本郵政グループの効率的経営に対する直接的な不断の要求を醸成することとなります。とりわけユニバーサル・サービスの提供義務を課された日本郵政と日本郵便には、効率性と公共性のバランスという困難な課題を、抽象論においてではなく、日々の具体的な事業のなかで達成していくことが、今まで以上に求められることとなります。

ところが他方で、日本郵政グループは、現在なお民営化の完遂途上にあることから、単純な効率性の追求は、民業圧迫という別のさらに悩ましい問題を生み出すこととなります。この問題は、たとえばTPPの内部補助規制に見るように、国際的なマクロ経済政策とも絡んでいるために、対応を誤ると国際的な非難と軋轢を引き起こすことにもなりかねません。

日本郵政株の2次売却という大きなイベントを受け、わたしたちは、以上のような問題意識と現状認識にもとづき、本年度の研究に取り組みました。この小冊子は、その成果を取りまとめたものです。

こここれまでも繰り返しお断りしてきたことですが、わたしたちの報告書を初めてご覧になる方のために、本研究に取り組むに当たってのわたしたちの基本的なスタンスを改めて簡単に紹介しておきたいと思います。本研究においてわたしたちは、公表された財務情報等に依拠して可能な限り客観的に論点整理と分析を行うことに努めています。利用している分析手法は、定評あるテキストではよく目にする財務

諸表分析と企業価値評価のごく標準的な手法です。したがって、効率性と公共性の間のどこに支点をおいて両者のバランスをとるべきかといった価値判断に踏み込んだ議論は、明示的には行っていません。理論負荷性の問題は意識しながらも、そのような議論のための正確かつ信頼性ある基礎資料を提供することが、わたしたちに与えられたミッションであると受けとめています。

本研究は、一般社団法人通信研究会からの寄附金によるものです。わたしたちの研究に絶えず励ましの声を送ってくださった同研究会の関係各位、とりわけ亀井久興会長、島崎忠宏事務局長に、改めて謝意を表したいと思います。

平成 30 年 3 月 16 日
京都大学大学院経済学研究科教授
藤井 秀樹

目 次

序章：はじめに

1 節 本報告書の目的	1
2 節 分析の手法	
2. 1 財務諸表分析	3
2. 2 企業価値評価および差異分析	7

第1章：ゆうちょ銀行の現状と課題

1 節 ゆうちょ銀行の基本データ	9
2 節 ゆうちょ銀行の経営分析	
2. 1 収益性分析	10
2. 2 生産性分析	15
2. 3 安全性分析	17
3 節 ゆうちょ銀行の企業価値分析	
3. 1 理論株価推定のためのシナリオ	18
3. 2 実際株価と理論株価の差異分析	19
4 節 ゆうちょ銀行の新規事業のゆくえ	20

第2章：かんぽ生命の現状と課題

1節	かんぽ生命の基本データ	23
2節	かんぽ生命の経営分析	
2.1	収益性分析	25
2.2	生産性分析	30
2.3	安全性分析	31
3節	かんぽ生命の企業価値分析	
3.1	理論株価推定のもととなるシナリオ	33
3.2	実際株価と理論株価の差異分析	36
4節	かんぽ生命の新規事業のゆくえ	
4.1	標準利率の変更	38
4.2	新商品の発売	39
4.3	資産運用体制の変化	41

第3章：日本郵便の現状と課題

1節	日本郵便の基本データ	43
2節	日本郵便の経営分析	
2.1	収益性分析	45
2.2	生産性分析	49
2.3	安全性分析	51
2.4	セグメント分析	53
3節	日本郵便の企業価値分析	55
4節	日本郵便の新規事業のゆくえ	57

第4章：ユニバーサル・サービスのゆくえ

1節 ユニバーサル・サービスの定義	59
2節 ユニバーサル・サービス維持策	61
3節 わが国におけるユニバーサル・サービス	
3. 1 ユニバーサル・サービス維持の方策	64
3. 2 郵便局網維持のための新制度案についての考察	67

はじめに

～分析の目的と手法～

1 節 本報告書の目的

2017年9月、日本郵政株式会社(以下、日本郵政)の株式の2次売却が行われた。売り出し価格は1次売却の1,400円を下回る1,322円となったが、市中売却に先駆けて行われた約1,000億円分の自社株買いをあわせると1次売却とほぼ同規模の約1.4兆円規模となった。

復興財源の原資として期待されている日本郵政株式売却は1次売却、2次売却を合わせ総額約2.8兆円となり、当初の想定4兆円に向けて順調に売却が進んでいるといえるであろう。

一方、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保険(以下、かんぽ生命)の株式売却ははまだ具体的なスケジュールが決まっておらず、この点が新規事業の認可に対して(少なくとも同業他社の懸念を増幅させるという点においては)障害となっている。

また、今回の2次売却によって日本郵政の株式の約40%は政府以外の保有となり、傘下の日本郵便株式会社(以下、日本郵便)、ゆうちょ銀行、かんぽ生命も含め、さらなる企業価値評価への市場の圧力にさらされることになる。

このような、規制による新規事業参入の難しさと市場からの圧力、さらにはユニバーサル・サービス提供義務を課されているという複雑な経営環境の下で、現在進められている日本郵政グループの施策は、日本郵政グループの将来にどのような影響があるのだろうか。

本報告書の第1章～第3章ではこのような問題意識にもとづき、日本郵政グループ3社(日本郵便、ゆうちょ銀行、かんぽ生命)の財務諸表から読み取れる経営状態とその問題点、さらには各社の将来像を想定するうえで重要になる新規事業のゆくえについて考察を加えている。その上で、現在の経営状態から理論的に導かれる企業価値と、実際に資本市場で評価された企業価値の差異を分析することにより、今後の日本郵政グループ各社の未来の展望について、いくつかの示唆を与えることができると考える。

またさらに、山間へき地を含む日本の隅々に及ぶ物流、金融、保険のサービス、いわゆるユニバーサル・サービスを提供している、公益性の高い事業を営む日本郵政グループ(特に日本郵政および日本郵便)において不可避免的に生じる非効率性は、誰が、どのように負担するものであるのかについて、与党がまとめた郵便局網維持のための新制度案も踏まえながら、第4章で検討を行った。

2 節 分析の方法

第1章～第3章においては、財務諸表分析（ファンダメンタル分析）に依拠して推定した理論株価と実際株価の差異を、上場3社に対する資本市場の付加的期待として読み取り、その感応度分析を通じて各社の将来像を展望している。本報告の分析対象は、ゆうちょ銀行(第1章)、かんぽ生命(第2章)、日本郵便(第3章)であり、それぞれが営むビジネスモデルや企業規模などを勘案した比較対象企業を選定したうえで、その比較を通じて企業の分析を行う。

なお、特にことわりのない場合、文中の数値および図表は、各企業の有価証券報告書またはディスクロージャー誌によって公表されたデータにより本分析チームが計算したものを使用し、作成している。

2.1 経営分析（財務諸表分析）

経営分析では、収益性、生産性、安全性の3つの観点から計算される指標を用いて財務諸表分析を行う。それぞれの指標の計算方法とその含意は次のとおりである。

（1）収益性指標

・ ROA(総資本事業利益率)

総資本に対してどの程度利益をあげているかを表したものの。総資本の収益性を表す。

$$\begin{aligned} \text{ROA} &= \frac{\text{営業利益} + \text{持分法利益} + \text{受取利息} \cdot \text{配当}}{\text{総資産}} \\ &= \frac{\text{事業利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} = \text{売上高事業利益率} \times \text{総資本回転率} \end{aligned}$$

ただし

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

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

・ROE(自己資本純利益率)

自己資本に対してどの程度利益をあげているかを表したものの。自己資本の収益性を表す。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}} \\ &= \text{売上高純利益率} \times \text{総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ}^1 \end{aligned}$$

ただし

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

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

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

・有形固定資産回転率

売上高が有形固定資産の何倍かを表したものの。有形固定資産の効率性を表す。

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

(2) 生産性指標

・付加価値額

企業が新たに生み出した価値を表す。

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

¹ 米国・デュポン社がこの式の分解を利用して財務管理を行っていたことから、この分解をデュポン・システムと呼ぶこともある。

- ・労働生産性

従業員 1 人当たりの付加価値額。人的資本から見た生産性を表す。

$$\begin{aligned}\text{労働生産性} &= \frac{\text{付加価値額}}{\text{従業員数}} = \frac{\text{人件費}}{\text{従業員数}} \times \frac{\text{付加価値額}}{\text{人件費}} \\ &= 1 \text{人あたり人件費} \div \text{労働分配率}\end{aligned}$$

- ・設備生産性

有形固定資産 1 単位当たりの付加価値額。物的資本から見た生産性を表す。

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

- ・労働分配率

付加価値額に占める人件費の割合。

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

(3) 安全性指標

- ・流動比率

流動負債に対する流動資産の割合。短期的な安全性（支払能力）を表す。200%を超えることが望ましいとされる。

$$\text{流動比率} = \frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}}$$

・当座比率

流動資産に対する当座資産の割合。支払手段を当座資産に限定した場合の短期的な安全性を表す。100%を超えることが望ましいとされる。

$$\text{当座比率} = \frac{\text{当座資産}}{\text{流動負債}}$$

・自己資本比率

総資産に対する自己資本の割合。長期的な安全性（支払能力）を表す。この比率が大きいほど安全性が高いとされる。

$$\text{自己資本比率} = \frac{\text{自己資本}}{\text{総資産}}$$

・固定比率

自己資本に対する固定資産の割合。長期にわたって使用する固定資産が、返済義務のない自己資本でどの程度カバーされているかを表す。100%を下回ることが理想とされる。

$$\text{固定比率} = \frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本}}$$

・長期固定適合率

自己資本比率、少数株主持分、固定負債の合計額に対する固定資産の割合。長期にわたって使用する固定資産が、長期にわたって利用可能な長期資金によってどの程度カバーされているかを表す。固定比率を100%以下にすることができない場合は、この比率を100%以下にすることが次善の目標とされる。

$$\text{長期固定適合率} = \frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本} + \text{少数株主持分} + \text{固定負債}}$$

2.2 企業価値評価および差異分析

財務諸表分析の結果から、郵政3社の今後の業績について一定の妥当性を持ったシナリオを描くことができる。そのシナリオに沿って、将来業績を予測したうえで、残余利益モデルを用いることにより、理論的な株価の算出が可能となる。

(1) シナリオ（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（またはキャッシュフロー）を予測することである。単純に言えば企業価値とは将来の利益（またはキャッシュフロー）の流列の現在割引価値の総和と考えられるからである。したがって、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、各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あたって、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（残余利益）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。したがって、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推定できるとされている²。しかしながら、非上場企業である郵政グループの各企業については、そうした方法では資本コストが計算できない。そこで、本報告では、2012年に実施された調査³において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が平均6%台⁴と答えていることに着目し、理論株価の

² 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がもいわれている。

³ 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。

⁴ その回答では、最小2%、最大9%、最頻値8%となっている。

推定に用いる資本コストを6%とすることにした。

(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残余利益の割引現在価値の総和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。

以上の手順で計算された理論株価と実際株価との間には通常、差異が生じる。その差異は、ファンダメンタル分析に依拠したシナリオと市場の将来予測とが異なっていることから生じると考えられる。したがって、この差異を分析することによって、市場の期待を知る手掛かりを得ることができる。本報告書ではこの分析を「差異分析」と呼ぶ。

第1章

ゆうちょ銀行の現状と課題

～収益性改善への準備段階としての新規事業～

1節 ゆうちょ銀行の基本データ

ゆうちょ銀行の経営分析を行うにあたり、基本的な財務数値の経年変化をみる。

総資産額の拡大と収益、利益額の縮小

図表 1-1 の主要な単体財務数値をみると、多少の変動はあるものの、総資産額、純資産額ともに緩やかな増加傾向にある。これは主に、貯金額の伸びにより負債の額が増加しているためである。しかし、収益および利益の額は近年減少傾向にある。これは低金利政策の影響が今なお大きく、貯金として受け入れた資産の運用に問題がある可能性を示唆しているといえる。

図表 1-1 主要な単体財務数値

(単位：百万円)	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
総資産	202,512,882	208,179,309	207,056,039	209,568,820
負債	191,048,358	196,549,097	195,547,888	197,788,782
純資産	11,464,524	11,630,212	11,508,150	11,780,037
経常収益	2,076,397	2,078,179	1,968,987	1,897,281
経常利益	565,095	569,489	481,998	442,085
純利益	354,664	369,434	325,069	312,264

2節 ゆうちょ銀行の経営分析

ゆうちょ銀行の経営分析は、3メガバンクグループの中核たる3行、三井住友銀行、三菱東京UFJ銀行、みずほ銀行との比較を通して行う。ゆうちょ銀行は貸出業務を制限されていることや、主な営業が郵便局で行われ地域に密着しているなど、3行との比較可能性については問題がないわけではない。しかし、地方銀行等と較べるとゆうちょ銀行の経営規模は圧倒的に大きく、3メガバンク以外の銀行は比較の対象となりえない。3メガバンクを比較対象とするのは、以上のような理由による。ただし、会計数値の比較可能性を考慮して、経営指標はすべて単体財務諸表上の数値により算出している。

2.1 収益性分析

収益性は、収益性分析の指標として一般的に用いられる ROE、ROA に加え、その分解の要素となる売上高純利益率、売上高事業利益率や、有形固定資産回転率を検討する。

ROEは、メガバンク3社に比べて低水準での推移

図表 1-2、1-3 から、収益性は4行とも低下傾向にあることがわかる。これは、低金利の影響が原因と考えられるが、なかでもゆうちょ銀行（特に ROE）は他3行に比べ低水準であることが分かる。

図表 1-2 ROE の推移

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京UFJ	みずほ
2012年度	3.59	10.07	6.96	7.87
2013年度	3.16	8.88	7.10	8.54
2014年度	3.20	8.53	5.75	6.23
2015年度	2.81	7.73	5.55	6.69
2016年度	2.68	8.99	4.64	4.70

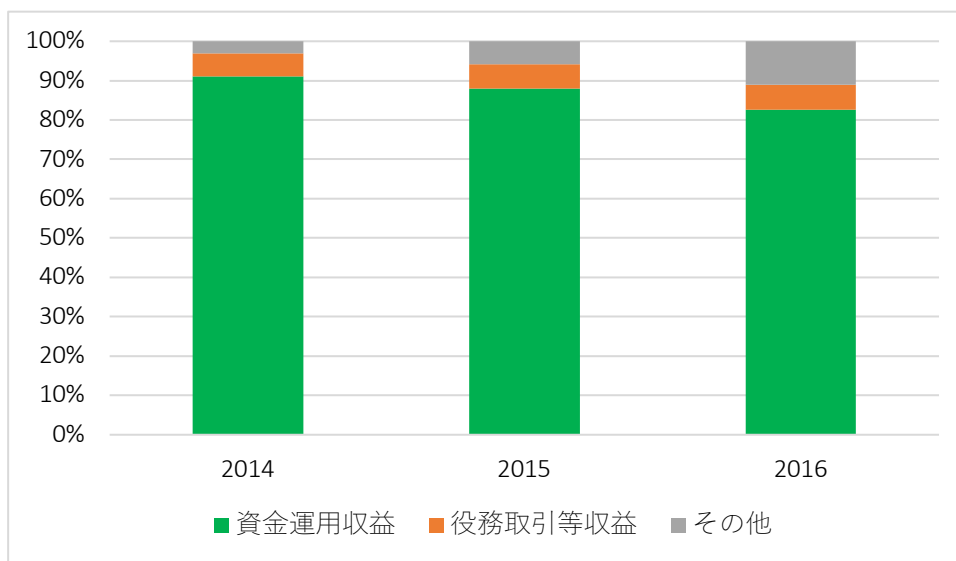
図表 1-3 ROA の推移

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京 UFJ	みずほ
2012 年度	0.30	0.55	0.52	0.33
2013 年度	0.28	0.73	0.57	0.57
2014 年度	0.28	0.66	0.48	0.44
2015 年度	0.23	0.49	0.44	0.44
2016 年度	0.21	0.55	0.31	0.28

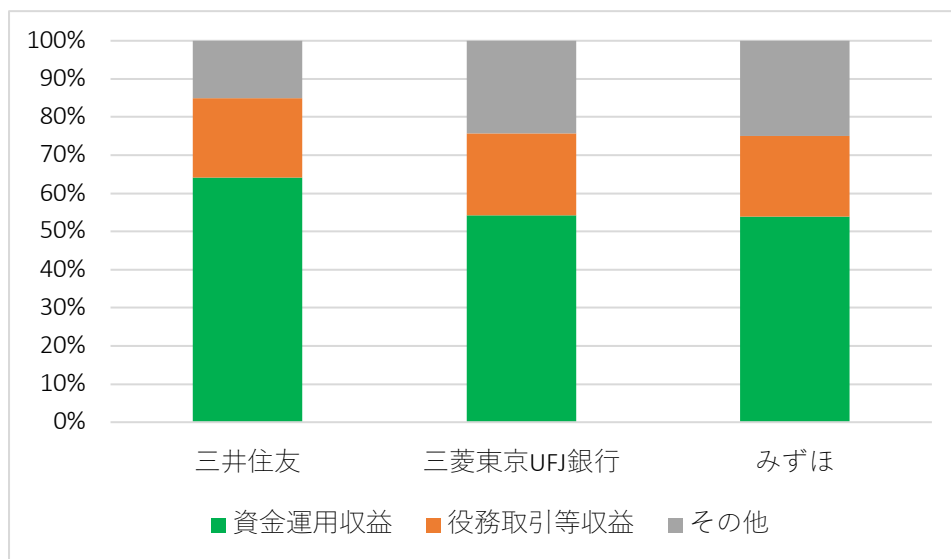
資金運用収益が大部分を占めるゆうちょ銀行の収益構造

ゆうちょ銀行の収益性の低さは、どのような理由によるものだろうか。図表 1-4、1-5 より、ゆうちょ銀行は資金運用収益への依存度が他に比べ高いことがわかる。さらに図表 1-6 から、他 3 行では比較的利率の高い貸出金利息が収益の大部分を占めているのに対し、ゆうちょ銀行では依然としてリターンの低い有価証券利息配当金が収益の大部分を占めていることが見てとれる。これらが、ゆうちょ銀行の低収益性の原因となっていると考えられる。

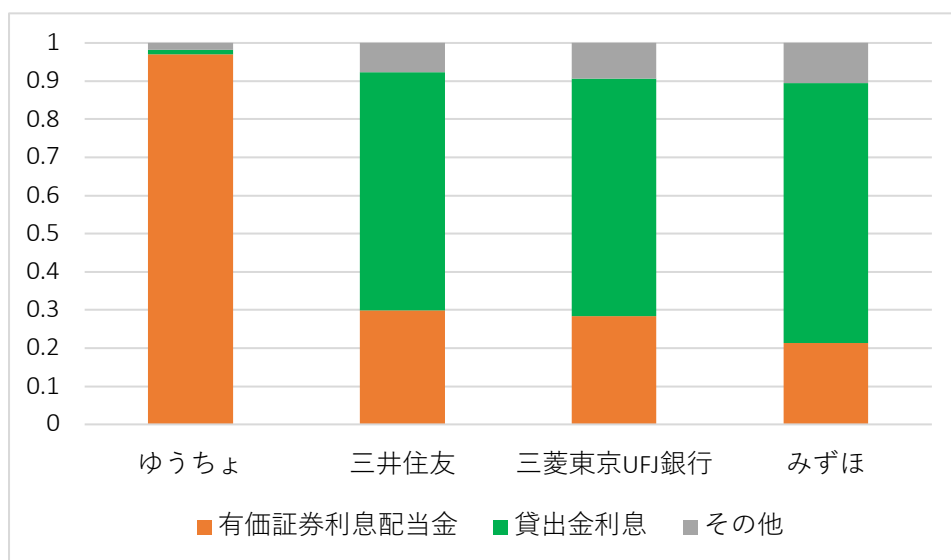
図表 1-4 ゆうちょ銀行収益構造の推移



図表 1-5 比較3行収益構造 (2016年度)



図表 1-6 資金運用収益の構造の比較 (2016年度)



国債中心の運用からの
脱却へ

次に、ゆうちょ銀行の総資産に占める国債の割合の推移を図表 1-7 にみる。国債の総資産に占める割合は年々下がっており、2016 年度には約 3 割にまで低下している。しかしこれは他 3 行に比べると依然高く、収益性の低さの一因になっているといえる。とはいえ総資産の額は増加傾向にあることから、国債の利回り低下に伴い、国債中心の運用から、資産運用の高度化・多様化に取り組んでいることは評価できるであろう。

図表 1-7 国債保有割合の推移

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京 UFJ	みずほ
2012 年度	69.2	18.9	23.0	31.5
2013 年度	62.4	9.1	16.8	16.8
2014 年度	51.3	8.0	13.2	12.8
2015 年度	39.7	5.7	9.9	11.7
2016 年度	32.8	4.7	9.2	7.5

次に、図表 1-8、1-9、1-10 により売上高純利益率、売上高事業利益率、有形固定資産回転率をみていく。これらの指標により、収益がどれだけ効率よく利益に結びつけられているか、あるいは経営資本がどれだけ効果的に用いられているかがわかる。

高い有形固定資産回転
率も、利益には結びつ
かず

図表 1-8、1-9 より、売上高純利益率、売上高事業利益率は、他 3 行に比べて同水準もしくはわずかに低いということが分かる。他方、図表 1-10 より、ゆうちょ銀行の有形固定資産回転率は、他 3 行と比較して約 3 倍とかなり高い水準にあることが分かる。これは、他 3 行が大規模な自社ビルを通して営業を行うのに対し、ゆうちょ銀行は基本的に全国の郵便局の一角で営業を行い、また簡易郵便局制度によって金融インフラを獲得してきたことに起因するものであると思われる。これがうまく利益に結びついていない理由の一つに、ゆうちょ銀行が郵便局を利用していることの対価として日本郵便株式会社へ支払っている、銀行代理業務に係る委託手数料の存在が挙げられる。年間 6,000 億円ほどが支払われており、営業経費のうちの約 6 割を占めている。その額は年々増加傾向にあり、このことは、ゆうちょ銀行が日本郵便株式会社のユニバーサル・サービス・コストを間接的に負担している可能性を示唆している。

図表 1-8 売上高純利益率の推移

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京 UFJ	みずほ
2012 年度	17.6	29.1	20.9	21.6
2013 年度	17.1	25.8	22.3	23.7
2014 年度	17.8	27.1	20.0	18.9
2015 年度	16.5	26.7	20.0	21.8
2016 年度	16.5	26.7	15.8	15.3

図表 1-9 売上高事業利益率の推移

(単位：%)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京 UFJ	みずほ
2012 年度	27.9	31.6	30.8	22.4
2013 年度	27.2	40.7	34.3	35.1
2014 年度	27.4	40.3	31.6	30.7
2015 年度	24.5	32.8	29.5	31.3
2016 年度	23.3	33.9	20.6	20.6

図表 1-10 有形固定資産回転率の推移

(単位：回転)	ゆうちょ銀行	三井住友	三菱東京 UFJ	みずほ
2012 年度	13.7	2.9	3.2	12.1
2013 年度	14.4	3.1	3.4	2.3
2014 年度	11.5	2.9	3.3	2.7
2015 年度	10.8	2.7	3.4	2.7
2016 年度	10.8	3.1	3.5	2.7

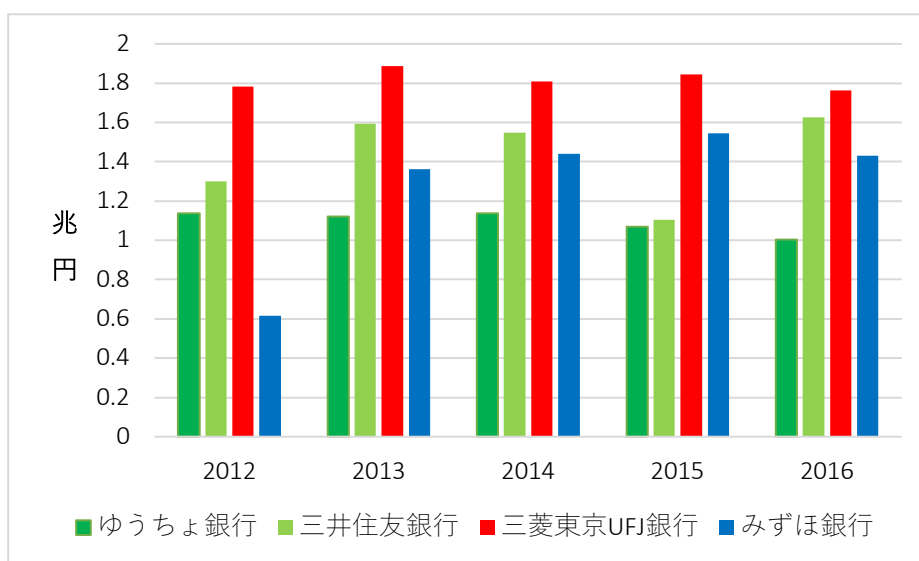
2.2 生産性分析

生産性分析は、付加価値額、設備生産性、労働生産性の分析により行う。

低い付加価値に対し高い生産性

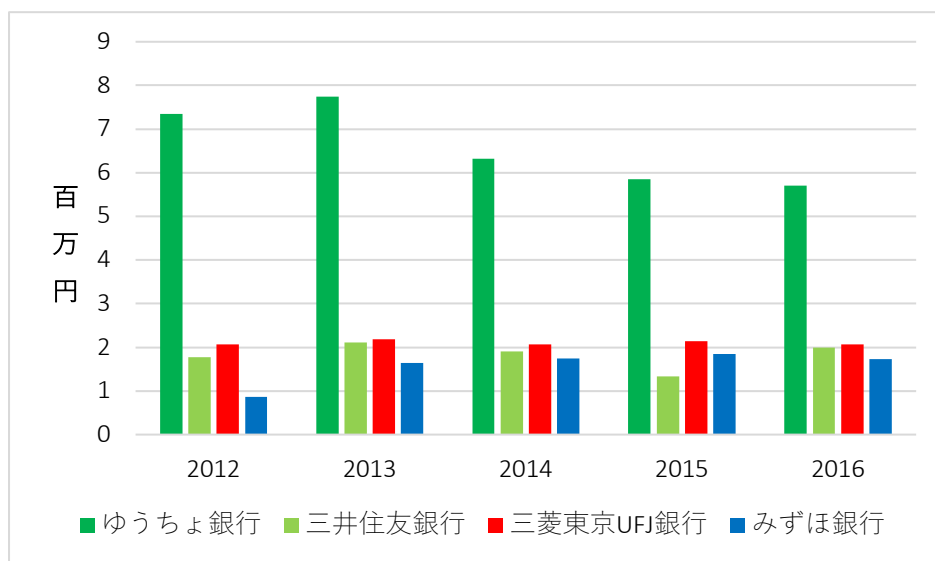
図表 1-11 より、ゆうちょ銀行の付加価値額は他3行に比べ値が小さいことがわかる。これは、ゆうちょ銀行の人件費が他3行に比べ抑えられていることや、純利益額が低いことなどが原因である。

図表 1-11 付加価値額の推移

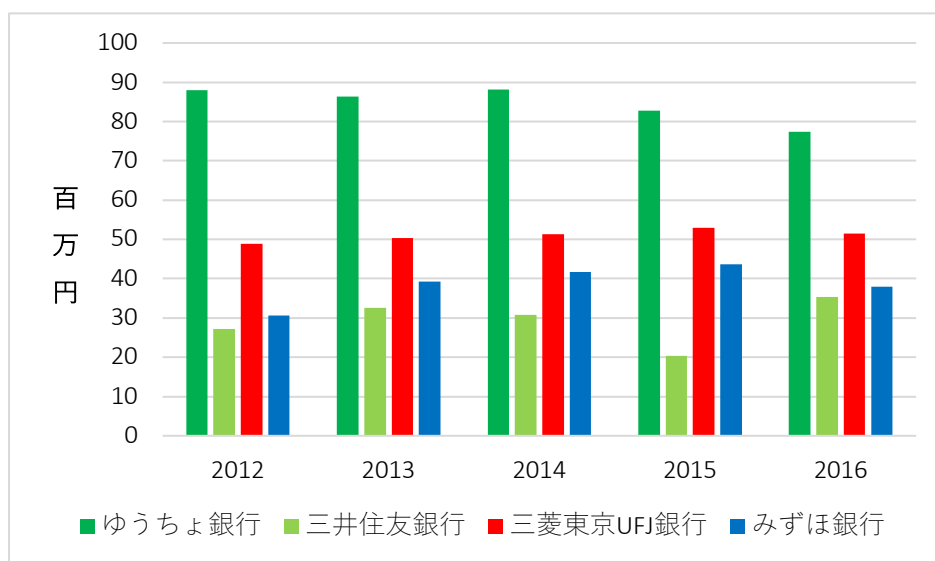


次に、図表 1-12、1-13 に示した設備生産性と労働生産性をみると、ともに他3行よりも高い値となっている。この理由として、ゆうちょ銀行が日本郵政の行う他事業と設備や従業員を共有できることが考えられる。今後、窓口での投資信託の販売や、資産運用の高度化・多様化に向けた取り組みにより、専門的知識や運用ノウハウを伴った人材の育成、採用がさらに必要になると、人件費がかさむ可能性がある。

図表 1-12 設備生産性の推移



図表 1-13 労働生産性の推移



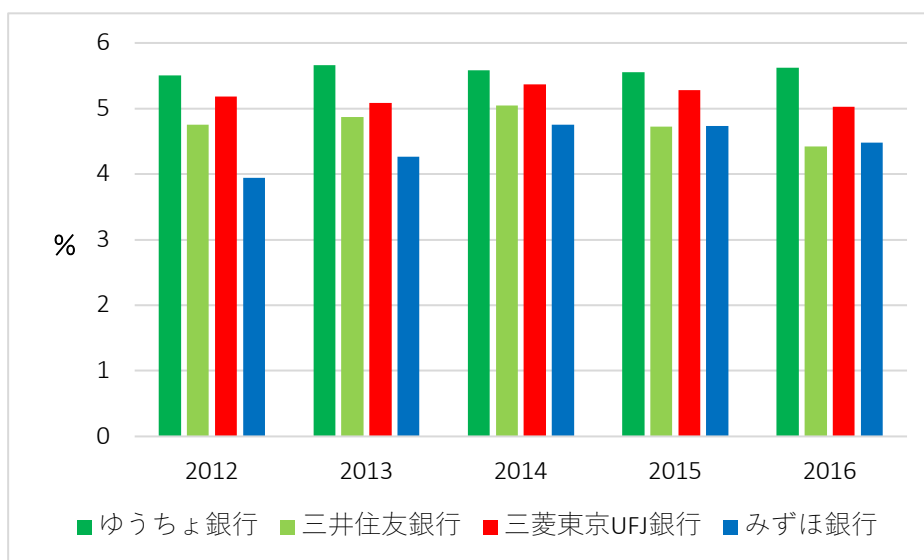
2.3 安全性分析

安全性・リスクの分析を、自己資本比率を用いて行う。

安定した自己資本比率

図表 1-14 より、ゆうちょ銀行の自己資本比率は安定しており、また他 3 行に比べ同水準かもしくは高い、ということが分かる。さらに、ゆうちょ銀行は他 3 行に比べリスク回避型の収益構造を有しており、とりわけ国債等の公社債は景気変動の影響を受けにくいとされていることから、ゆうちょ銀行の安全性は比較的高いと考えられる。しかし、今後資産運用の高度化・多様化に伴い、リスクが高まっていくことが見込まれる。

図表 1-14 自己資本比率の推移



3節 ゆうちょ銀行の企業価値分析

本節の目的は、ゆうちょ銀行の実際の株価と、理論上の株価とを比較し、その際の原因を探ることでゆうちょ銀行の現状と今後を検討することである。

3.1 理論株価推定のためのシナリオ

ゆうちょ銀行の理論上の企業価値は、約7兆3000億円

ここまでの分析結果から、ゆうちょ銀行は他のメガバンクと比較して安全性の高い企業であるといえる。また、ゆうちょ銀行は資金運用収益が収益の大半を占めており急激に収益が悪化することは考えにくい。しかし、長く続く超低金利状態、また2016年2月に導入されたマイナス金利政策は資金運用収益が大半を占めるゆうちょ銀行に他のメガバンク同様、大きな悪影響を与えており減収減益の状態が続いている。

ゆうちょ銀行は増収策として国債保有率を下げ資金運用を高度化するとともに、2017年3月31日3つの新規業務の認可申請を行った。

以上を踏まえ、次のようなシナリオを設定し、理論株価を推定する。

- ゆうちょ銀行の経常収益成長率は過去5年の平均である-2.8%とする。
- ここではマイナス成長を10年続くと仮定し10年目以降一定の値で推移すると仮定する。
- 純利益率を同様に過去5年の平均である17%とする。

配当性向は、ゆうちょ銀行が50%以上を維持すると発表していることから、50%とし、資本コストは6%とする。

以上の条件から残余利益モデルを用いてゆうちょ銀行の理論上の企業価値を求めると、その推定値は約7兆2797億円となった。

3.2 実際株価と理論株価の差異分析

理論株価よりも低い評価を受けるゆうちょ銀行

ゆうちょ銀行の上場から2年を経た2017年11月6日の株価は1428円、発行済み株式数は約37億5000万株(自己株式を除く)であり、時価総額は約5兆3000億円となる。

理論上の株価から計算した企業価値と比較すると、実際株価が約2兆円小さくなっている。これは、市場の将来予測が、ファンダメンタル分析に依拠して作成したシナリオとは異なっていることを反映したものである。この差異を分析することにより、ゆうちょ銀行に対する市場の期待を数量的に推定することができる。

ここで市場はわれわれのシナリオより悲観的なシナリオを描いていると考えられ、ここでは2つのパターンを想定する。

- ① 底打ちのタイミング（マイナス成長が続く期間）の変更
- ② 配当性向の変更

①について、底打ちのタイミングを20年にすると理論株価は約5,000億円小さくなり、約6兆8000億円と市場の予測にやや近づく。つまり市場は、ゆうちょ銀行の経常収益成長率が20年以上にわたってマイナス成長するという厳しい見方をしていることが分かる。

②について、配当性向をシナリオより10%小さくし40%に変更すると、理論株価は約1兆円小さくなり、約6兆2000億円となる。つまり市場は、現在のような高配当が今後も長く維持されるとは受け止めていないことを、それは示唆している。換言すれば、ゆうちょ銀行の現在の株価は、配当性向に比して割安感があるということである。

これらの分析より、市場はゆうちょ銀行の将来業績について、また配当政策についてかなり悲観的な予測をしていることが推測される。

4節 ゆうちょ銀行の新規事業のゆくえ

ここではゆうちょ銀行の新規業務が企業価値に与える影響について考察する。

より高収益な体制を構築するための準備としての新規事業

ゆうちょ銀行は2017年3月31日に3つ新規業務について申請を行った。ゆうちょ銀行は2012年にも新規業務の申請を行っているが、そちらの申請を引き下げる代わりに今回の申請を行うに至った。今回申請し、認可された新規業務は、

- ① 口座貸越業務
- ② 地域ファンドへの出資
- ③ 運用の高度化

で3つあり、前回の申請の

- ① 個人向けローン
- ② 損害保険募集業務
- ③ 法人向け相対ローン

と比べると影響する金額の規模は小さいのではないかとの見方もある。

しかし、資金運用収益、特に有価証券利息等が収益の大半を占めるゆうちょ銀行にとっては、マイナス金利という厳しい環境下で、前回申請時の新規業務の認可が下りない状況では、規模は小さいとはいえ資金の運用先を増やすということは重要な意味があるのだと考えられる。

また、前回の申請時に指摘された、審査能力などの貸出業務に関するノウハウについても、認可された新規業務を通じて、与信審査や運用の経験を積みノウハウを蓄積することで改善される可能性も考えられる。これによって、再度貸出業務等を新規業務として認可申請する、あるいは株式の売却を進めることで認可制から届出制へと移行した後の貸出業務開始に向けた準備を行うことが可能になるともいえる。

以上の観点から、今回新規業務は直接的に今のゆうちょ銀行の収益に好影響を与えるものではないと考えられるが将来的に行う業務の基礎となり今後の成長戦略には不可欠なものであると考えることができる。

いずれにせよ、認可された新規業務が即座に将来業績に大きな改善に結び付くとは考えにくい。新規業務の認可前後で株価に大きな変化がないことから、市場はこれらの業務を将来の収益向上につながるとは思っていないといえる。

ゆうちょ銀行にとって、企業価値向上という観点からは、道半ばといえるだろう。

かんぽ生命の現状と課題

～株式売却の進捗が企業価値に大きく影響～

1 節 かんぽ生命の基本データ

図表 2-1 のかんぽ生命の連結財務諸表を概観する。

貸借対照表の項目では、事業規模を表す総資産が減少しており、同様に負債・純資産もここ数年微減傾向にあることが分かる。総資産の減少には、負債の項目に含まれる責任準備金の減少との関係が見える。

次に損益計算書関連の項目を見ると、経常収益は減少傾向にあることが分かる。経常収益の減少にも責任準備金関わっていることが読み取れる。他方、経常利益は減少しているが、純利益は増加傾向にあることから、純利益の増加は特別損失の傾向的な減少によって起きていることが読み取れ、健全な純利益の増加とは言い難い。

かんぽ生命保険の分析において注目したいのは、純利益を支えている旧制度の名残ともいえる簡易生命保険とそれに係る責任準備金の推移である。負債の約9割を責任準備金が占め、経常収益の約2.5割を責任準備金戻入が占めている。簡易生命保険者数は漸減し、やがてゼロとなることは既知なので、旧制度に依拠した損益構造からいかに脱却するかが、かんぽ生命の経営分析および企業価値評価において重要なポイントになる。

図表 2-1 かんぽ生命の基礎財務データ（連結）

第2章 かんぽ生命の現状と課題

(単位：百万円)
2013年度 2014年度 2015年度 2016年度

総資産	87,092,800	84,911,946	81,545,182	80,336,760
負債	85,554,663	82,939,284	79,662,200	78,483,557
内、責任準備金	77,745,490	75,112,677	72,362,503	70,175,234
純資産	1,538,136	1,975,727	1,882,982	1,853,203
経常収益	11,234,114	10,169,241	9,605,743	8,659,444
内、責任準備金戻入額	3,656,490	2,632,889	2,750,098	2,187,268
経常費用	10,771,365	9,676,616	9,194,239	8,379,689
経常利益	462,748	492,625	411,504	279,755
純利益	62,802	81,323	84,897	88,596

〔参考〕 第一生命の基礎財務データ（連結）

(単位：百万 円)	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
総資産	37,705,176	49,837,202	49,924,922	51,985,850
負債	35,757,563	46,247,274	46,991,963	48,848,583
内、責任準備金	32,574,923	41,634,712	42,922,534	43,740,238
純資産	1,947,613	3,589,927	2,932,959	3,137,266
経常収益	6,044,955	7,252,242	7,333,947	6,456,796
内、責任準備金戻入額	1,329	460	844	— ⁵
純利益	77,931	142,476	178,515	231,286

⁵ 第一生命の責任準備金戻入額は、利益への影響が小さいため独立した項目として公表されていないため不明。

2 節 かんぽ生命の経営分析

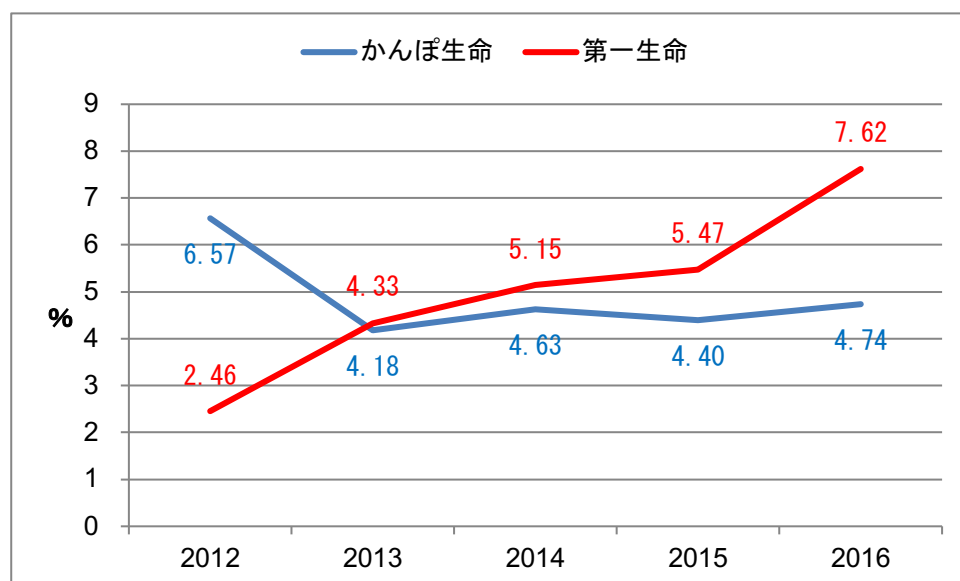
かんぽ生命の経営分析においては、第一生命(連結)との比較を行う。これは、主として生命保険業を営む企業の多くが株式会社の形態をとっておらず、特に上場企業としては第一生命しか存在していないことによる。

2.1 収益性分析

民間と比較して伸び悩む ROE

図表 2-2 は、かんぽ生命と第一生命の ROE の比較図である。かんぽ生命の ROE は 2013 年度に第一生命に逆転されて以降横ばいのままあるが、第一生命は右肩上がりである。ここから、かんぽ生命固有の問題があることが推察される。この ROE をデュポン・システムで分解してみると、総資産回転率に差はないものの、売上高純利益率と財務レバレッジに差異がみられた（図表 2-3、2-4、2-5 を参照）。

図表 2-2 ROE の推移



図表 2-3 売上高純利益率の推移

(単位：%)	かんぽ生命	第一生命
2012年度	0.77	0.61
2013年度	0.56	1.29
2014年度	0.80	1.96
2015年度	0.88	2.43
2016年度	1.02	3.58

図表 2-4 総資産回転率の推移

(単位：回転)	かんぽ生命	第一生命
2012年度	0.13	0.15
2013年度	0.13	0.16
2014年度	0.12	0.17
2015年度	0.12	0.15
2016年度	0.11	0.13

図表 2-5 財務レバレッジの推移

(単位：倍)	かんぽ生命	第一生命
2012年度	66.7	26.2
2013年度	59.1	20.4
2014年度	49.0	15.8
2015年度	43.1	15.3
2016年度	43.3	16.8

保険料支払いが高い割合を占めるかんぽ生命

図表 2-3 を見ると、かんぽ生命の売上高純利益率は、ほぼ横ばいではあるが微増傾向にある。第一生命の売上高純利益率は、2012 年度以来右肩上がりの伸びをみせている。この理由として考えられるのは、保険料収入の堅調と経常費用の内訳の違いである。図表 2-6 を見ると、第一生命は保険金等支払いを相対的に低く抑える一方、それによって捻出した資金を高いリターンが期待される投資に回してさらなる収益を生み出すという好循環状態にあることが推察される。財務レバレッジ（図表 2-5）はどの年度をみてもかんぽ生命の方が上回っており、2015 年度に関しては両社ともに前年比で横ばいである。

図表 2-6 経常費用と保険金等支払いの推移

	かんぽ生命		第一生命	
	経常費用	保険金等支払	経常費用	保険金等支払
2012 年度	11,305,998	10,673,000	5,126,695	2,795,355
2013 年度	10,771,365	10,160,877	5,740,205	2,903,587
2014 年度	9,676,616	9,059,549	6,845,400	3,380,827
2015 年度	9,194,239	8,550,474	6,915,780	3,830,941
2016 年度	8,379,689	7,550,323	6,031,476	3,618,385

保険業界の ROE の高さは収益性の高さを意味していない

以上の分析から、かんぽ生命の ROE は、財務レバレッジの高さによって一定の水準を保っていることがわかる。そして図表 2-7 を見ると財務レバレッジが高い原因は責任準備金⁶が不相応に大きいことがわかる。また、図表 2-8 より責任準備金の戻入れが収益に多大な影響を及ぼしていることや、経常収益は落ちているのに ROE が保たれていることを踏まえると、かんぽ生命の ROE は必ずしも収益性の高さを表しているとは言えない。

図表 2-7 純資産に対する責任準備金の割合の推移

(単位：%)	かんぽ生命	第一生命
2012 年度	55.5	18.8
2013 年度	50.5	16.7
2014 年度	38.0	11.6
2015 年度	38.4	14.6
2016 年度	37.9	13.9

⁶ 責任準備金とは、将来の保険金・年金・給付金の支払いに備え、保険業法で保険種類ごとに積み立てが義務付けられている準備金である。

図表 2-8 経常収益に占める責任準備金戻入額の割合の推移

(単位：%)	かんぽ生命	第一生命 ⁷
2012年度	31.62	0.02
2013年度	32.55	0.02
2014年度	25.89	0.01
2015年度	28.63	0.01
2016年度	25.26	—

責任準備金は過去の遺産である

ここで責任準備金とは、将来の保険金、年金、給付金の支払いに備え保険業法で保険種類ごとに積み立てが義務づけられている準備金をいう。責任準備金は顧客が多いほど増え、またその保険金額が多いほど増える。かんぽ生命は従来、国の簡易保険制度を担っていたことや、養老保険のシェア率が高いことを考えると、責任準備金が多いことは自然なことである。しかし、問題は責任準備金の戻入が大量に発生しており、かつこれが収益を支えている点である。図表 2-8 を再び見ると、この状況がよくわかる。なお、第一生命の戻入額は僅少であるが、責任準備金の繰入れは大きい。この点からしても、かんぽ生命の巨額の責任準備金戻入は異常といえるだろう。

⁷ 「—」は「責任準備金戻入額」が「その他の収益」に含まれるため計算ができない。

現在の責任準備金の戻入は、旧制度である簡易生命保険の減少に起因する。これは法制度上、不可避免的に発生するものであり、かんぽ生命の努力でどうにかできるものではない。しかしこの責任準備金の戻入を差し引くと、純利益は赤字になる。現行の新制度であるかんぽ生命保険による収益のみでは利益を生み出せていない。つまり過去の遺産を取り崩すことで利益水準を維持している状態である。図表 2-9 は新旧保険の契約数の推移である。保険契約の新旧総数が減少していることが確認できる。新保険は増加しているが、旧保険の減少を補えるほどでないことがわかる。しかし旧制度の契約者数の減少数は漸減の傾向にあり、旧契約の契約者数の減少に起因する契約者数の減少は数年後に底を打つと見込まれる。それに対し新制度の契約者数は安定して増加しており、どこかのタイミングで新旧の契約数が逆転することが予測される。さらに一部保険のシェア率を高く保持しているため成長の余地を残しており、また新制度の客単価を高めれば（契約者の数が減る可能性もあるが）旧制度の減少を補える収益を出せる可能性もある。

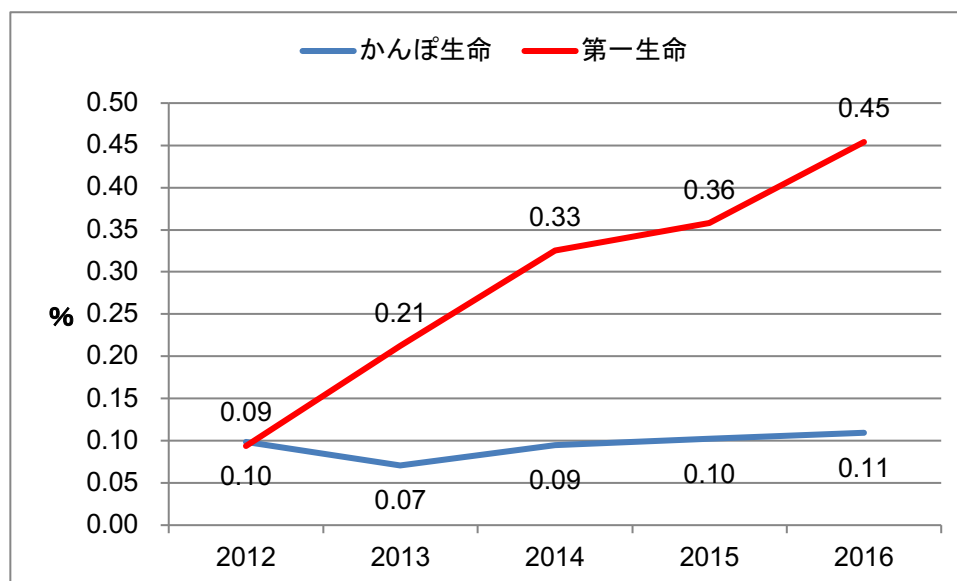
図表 2-9 新旧保険の契約数の推移

(単位：万件)	新制度	旧制度	合計
2012 年度	987	2,693	3,680
2013 年度	1,167	2,320	3,487
2014 年度	1,354	1,995	3,349
2015 年度	1,535	1,697	3,232
2016 年度	1,715	1,441	3,156

保険業界特有の低い
ROA のため、分析は困
難

また別角度から収益性を分析するため ROA を比較する。ROA は 2%以上が標準とされることを考えると、両社ともその比率が非常に低いのがわかる。これは図表 2-7 で述べた責任準備金の大きさことに起因していると考えられ、保険業界の収益性分析に ROA を使うのは不適當と考えられる。

図表 2-10 ROA の推移



2.2 生産性分析

生産性分析は困難であ
る

かんぽ生命の生産性分析は、今年度も行わないことにした。その理由としては、生産性分析の中心となる付加価値額がデータの制約で算定できないことや、保険業の特質を考えると、生産性分析によって得られる成果が分かりにくいことがあげられる。生産性分析をあえて行った場合、他の分析結果から得られる考察の方向性を不明瞭なものとしてしまう可能性もあると考えた。

2.3 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・マージン比率に注目する。

かんぽ生命の安全性は
極めて高い

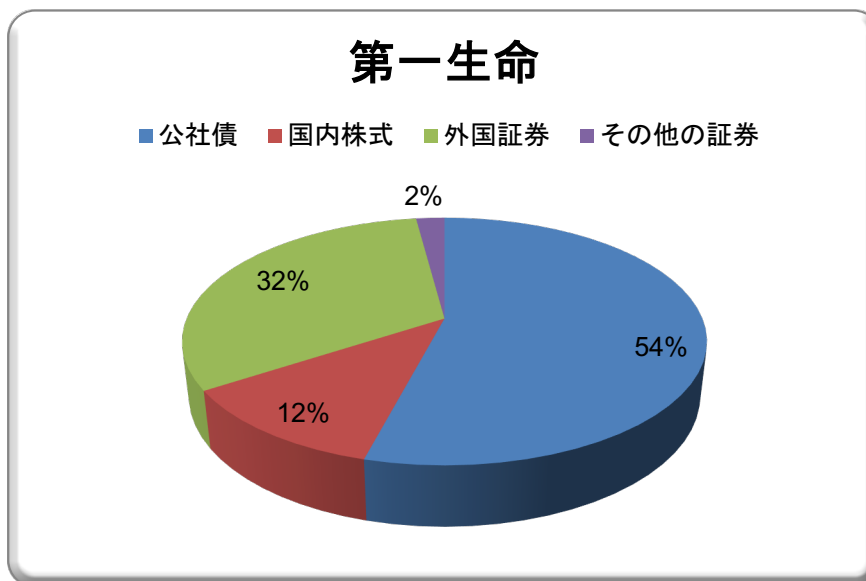
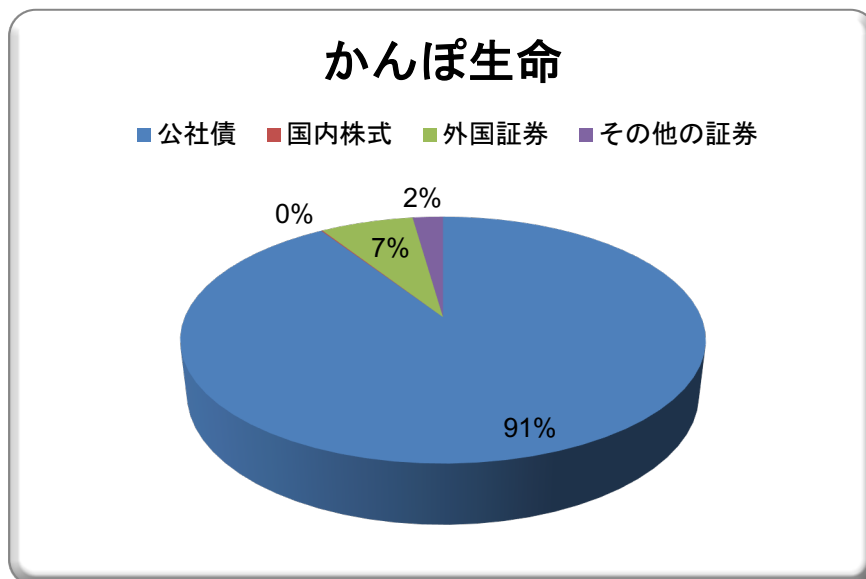
図表 2-11 より、かんぽ生命のソルベンシー・マージン比率は行政指導の対象となる 200%や、比較対象の第一生命を大きく上回っており、突発的なリスクに対して、かんぽ生命は高い安全性を誇っているといえる。

図表 2-11 ソルベンシー・マージン比率の推移

(単位：%)	かんぽ生命	第一生命
2012 年度	1,468	715
2013 年度	1,625	772
2014 年度	1,644	913
2015 年度	1,568	900
2016 年度	1,289	851

次に両社のポートフォリオを比較する。両社の資産運用の状況を比較すると、2016 年度は総資産に占める有価証券の割合は、かんぽ生命は約 80%、第一生命は約 85%と大きな差はない。しかしその有価証券の内訳は大きく異なる。図表 2-12 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 50%である。それに対し、かんぽ生命の公社債の割合は約 91%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、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。

図表 2-12 保有有価証券の内訳



安全であるがゆえにリターンが少ない

かんぽ生命の安全性が高いことがわかったが、このことは必ずしも高く評価できない。投資の安全性が高いということは、ローリスク・ローリターンということであり投資が収益性に大きく貢献することが見込めないからである。株式上場を契機に、投資家からかんぽ生命に対して収益拡大を望む声が大きくなるだろう。実際、かんぽ生命は資産運用に力を入れる姿勢を見せており、2015年と比較した保有割合では、公社債の減少がみられる。

3節 かんぽ生命の企業価値分析

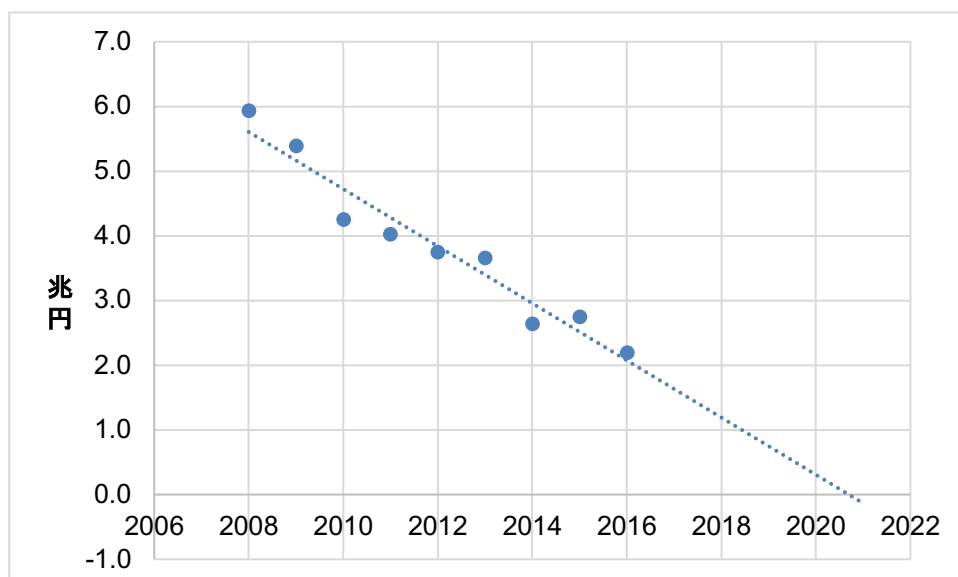
この節では、以上で行ってきたかんぽ生命の経営分析の結果を踏まえ、かんぽ生命の企業価値評価を行う。本節の目的はかんぽ生命の実際の株価と、理論上の株価とを比較し、その差異の原因を探ることで、かんぽ生命の現状と今後を検討することである。

3.1 理論株価推定のもととなるシナリオ

・減収、増益のトレンドは維持
・5年程度で収益低下の底打ちを予想

目下安全性に問題がないことを考えると、収益・利益のトレンドが短期的に維持されることと仮定できる。具体的に見ていくと、かんぽ生命の収益は減少傾向にあった。これは旧契約である簡易生命保険の減少にともない、責任準備金戻入額が減少しているためである。そしてこの戻入額は簡易生命保険が既に募集を停止しているため、確実にゼロに近づいていく。この額は現状の傾向が維持されるならば5年程度でゼロに近くなると思われる（図表 2-13）。他方、新契約であるかんぽ生命保険は、契約数および単価が増加傾向にあることがみと取れる。収益構造の変化の結果として多少の変動はあるが、利益は増加傾向にある。現在の利益率水準が、他の生命保険大手のそれと比較しても低い水準にあるため、伸びしろはあると思われる。

図表 2-13 責任準備金戻入額の推移



以上の考察を踏まえ、企業価値評価のベースとなる仮定を設定する。

- かんぽ生命は今後数年の間に企業のスリム化が進み、収益減・利益増の傾向が続く。
- 新契約増加の影響が旧契約減少の影響を上回ったとき、収益減の傾向は底打ちして、成長軌道に乗る。

収益減の底打ちのタイミングは一概に判断できないことから、底打ちまでの期間を変数として評価結果のレンジを取る。

かんぽ生命の理論上の
企業価値は約 2.0 兆円
～3.2 兆円

今回の企業価値評価の重要なスタンスとして、かんぽ生命が一貫して民間企業に変化していくことを想定している。これは予想の単純化のためである。まず収益を予測し、そこに予想純利益率を掛け合わせることで純利益を計算している。ここで、最終的に収束していく経常収益の成長率および純利益率のことを恒常経常収益成長率、恒常純利益率と呼称する。これは民間の生命保険大手の水準と同程度としており、かんぽ生命が取りうる最高の水準と位置づけている。具体的には次の2つのシナリオを想定する。

- 現状の経常収益成長率が、収益減の底打ちの年度に向けてゼロに近づき、底打ち後は民間企業並みの2%を達成する。
- 純利益率は現状の値から10年かけて民間並みの水準(2%)に向上する。

資本コストは6%、配当性向はかんぽ生命発表の配当性向目標値の中間である40%を使用した。

以上のシナリオによって計算した結果が図表 2-14 である。

図表 2-14 理論上の企業価値

底打ちまでの期間	1年	⇔	5年
理論上の企業価値	3兆2182億円	⇔	1兆9859億円

3.2 実際株価と理論株価の差異分析

割安なかんぽ生命の企業価値

理論株価と実際株価を比較すると、理論株価のレンジが実際株価の上方に外れている。収益減の底打ちが発生するタイミングは5年後程度だと述べた。よって現実的な値は2兆円ほどと見込まれる。それでも現在の株価は割安であるといえる。

これについて、第一生命とかんぽ生命の比較を今一度行くと、収益規模はかんぽ生命の方が大きい、逆に時価総額はかんぽ生命の方がかなり小さいことが分かる(図表 2-15)。しかし、かんぽ生命の収益のかなりの部分が、過去の遺産であるところの責任準備金の取崩しから来ていることを踏まえると、第一生命の時価総額との間に差があることは自然なことだと思われる。

図表 2-15 経常収益・純利益・総資産・時価総額の比較

項目	かんぽ生命	第一生命
経常収益	8兆6594億円	6兆4568億円
純利益	885億円	2313億円
総資産	80兆3364億円	51兆9859億円
時価総額	1兆5804億円	2兆7698億円

以上の分析により、今回提起したい論点は、「かんぽ生命の未知の実力」である。

かんぽ生命は良くも悪くも国からの影響を受けやすい企業である

かんぽ生命の理論株価は、先述のとおり、かんぽ生命が民間企業並みの収益成長率、利益率を獲得することを前提としている。そして実際株価は理論株価から大きくかい離しており、他の民間企業と比較しても、時価総額に差がみられる。この原因として考えられるのは、そもそもの前提が異なっているということ、つまり市場はかんぽ生命が民間企業化することを見込んでいないという可能性である。市場はかんぽ生命の潜在的収益力を無視しているのかもしれない。そこでかんぽ生命の潜在的な収益力について考えていく。

まず、かんぽ生命には大きな優位性がある。それは郵便局ネットワークを基礎とした販売網であり、ブランド力である。多くの企業がネットワーク構築に尽力していることを考えると、この事実は、かんぽ生命がすでにかなりの優位性を持っていることを物語っている。この優位性の大きさは、民業圧迫の懸念がいまだに強くあることからもうかがえる。競合他社はかんぽ生命がこのネットワークを有効活用した場合に、顧客を奪取されることを恐れているのであり、それだけの効果があると考えているともいえるだろう。

また保険商品の認可が下りづらいという現状も、かんぽ生命の経営を縛り付けている。かんぽ生命はその優位性の十分な発現を封じられているといえるのではないだろうか。

現在の株価は、こうした多くの制約を持つかんぽ生命の現状を反映しており、必ずしもかんぽ生命という企業の潜在的収益力を反映していない可能性がある。とすれば、企業としての収益力は未知数であり、かんぽ生命と政府の今後の動向によっては、市場の評価は変化し得ると考えられる。

ここまでの分析により、民営化の程度が企業価値評価に大きく影響していることが示唆された。かんぽ生命の民営化が逆行ないし現状維持された場合、かんぽ生命の企業価値は逡減することが予想される。しかし逆に民営化が進行することで、企業価値の上昇の可能性は大きくなると考えられる。

本節の1つの結論は、「民営化の進展は、かんぽ生命の企業価値にプラスの影響を与える」ということである。ただし、ここまで見てきたように、かんぽ生命を取り巻く状況は、一般企業と比較してかなり複雑である。このことを踏まえると、かんぽ生命の今後を考える上で重要なことは、民営化がどこまで徹底して行われるかという点である。政府の動向や日本国内外の大手保険会社の動向など、外部環境を正確に把握することが、かんぽ生命の今後を考えるうえで重要な点となるであろう。

4節 かんぽ生命の新規事業のゆくえ

2017年におけるかんぽ生命の新たな動きを概観

前節における企業価値評価において、かんぽ生命は市場から割安の評価を受けていることが分かった。では、市場はかんぽ生命の可能性をどう評価しているのだろうか。本節では、2017年の出来事から、かんぽ生命の今後の行方を探っていききたい。まず、かんぽ生命に関連する2017年の出来事を以下に列挙する。

- ・ 標準利率の変更
- ・ 電話相談の充実
- ・ 日本IBMのwatsonを保険金支払い審査業務の判断支援に利用開始
- ・ 第一生命の経営者向け介護保障定期保険「TOP PLAN エクシードU」取り扱い開始
- ・ 新商品の発売

本節では、これらの出来事の中からかんぽ生命にとって重要度が大きいと思われる「標準利率の変更」と「新商品の販売」を取り上げる。また、近年継続的に変化がみられる資産運用体制の変化についても考察することで、今後のかんぽ生命の可能性を探っていききたい。

なおデータは前節までより新しい2017年第2四半期決算までのものを参照している。

2017年4月、標準利率が0.25%に

4.1 標準利率の変更

2017年4月、標準利率が改定され、1%から0.25%へと引き下げられた。標準利率とは、将来保険金を払うために積立てる責任準備金の運用利回りのことで、金融庁が決定する。そして、この値を参考に保険会社はそれぞれ独自の予定利率を算出し、その数字を基に保険料を決定している。一般的に、標準利率が下がる経済状況では運用利回りが小さくなるため、保険会社も予定利率を引き下げ、保険料を引き上げる。実際、かんぽ生命も2017年4月から予定利率を1%から0.5%（一部は1.15%から0.55%）へ引き下げるとともに、保険料の見直しを行った。

強みである貯蓄性商品の値上げを強いられる

標準利率改定に伴う保険料見直しの結果、貯蓄性商品と言われる普通養老保険や学資保険、普通終身保険が値上がりした。その一方で、保障性商品と言われる定期保険や、養老保険であっても特別養老保険と呼ばれる掛け捨てに比較的近い商品においては値下げが行われている点は、かんぽ生命の企業努力と考えられる。しかし、今回おもに値上げの対象となった貯蓄性商品（特に養老保険と学資保険）は、かんぽ生命が業界内で大きなシェアを持っているため、かんぽ生命が受ける影響は他社よりも大きいと考えられる。昨年まで過去5年間増え続けていた新契約件数が2017年度の第2四半期決算においては、昨年比で30%減少しているのもこの影響と言えるだろう。

4.2 新商品の発売

3つの新商品発売、共通点は低廉化

2017年10月に、かんぽ生命は「医療特約“その日からプラス”」「新ながいきくん 低解約返戻金プラン」「長寿のしあわせ」の3種類の商品の発売を開始した。この3種類の商品に共通するのは、解約返戻金（満期前に保険を解約した際に戻ってくるお金）を抑えることなくすることによって保険料を安くするというプランが提供されている点だ。先ほど述べたように、標準利率の改定により保険料が上がってしまったことから、利用者に少しでも安く感じてもらうという意図が読み取れる。

新商品にみるかんぽ生命の不安と期待

3種類の新商品が発売されたのは2017年の10月であり、実際にどれほどの契約件数や保険料収入が得られているかというデータは今現在入手できていないため、今後の発表に注目したい。ここでは、新商品の発売を通して見受けられるかんぽ生命の不安材料と今後期待が持てる点について紹介する。

不安に感じられるのは、発売のタイミングだ。今回の新商品が発売されたのは2017年10月2日であるが、かんぽ生命はこの日を迎えるまでに長い時間を要している。郵政民営化法により新規事業を行う際には郵政民営化委員会の意見聴取を経て、主務大臣の認可を得ることが義務づけられているためである。今回の新商品も、認可の申請をしたのが2017年3月末で、認可を取得したのが2017年6月となっている。10月に発売したことも踏まえると認可申請から実際の発売まで約半年のタイムロスが生じているのである。この半年の間に、他社が競合商品が発売してしまうことはかんぽ生命にとって大きな打撃であろう。例えば、第一生命はかんぽ生命の「長寿のしあわせ」と同様にトンチン性を高め、解約返戻金を低く抑えた「ながいき物語」を2017年3月17日に発売されている。これは、かんぽ生命が認可申請したのとほぼ同時であるこ

とから、仮にこの商品開発が同時期であったとしても、新商品に認可が必要となるかんぽ生命には、商品化に半年の遅れが生まれてしまっていることになる。このような郵政民営化法による「足かせ」は、かんぽ生命にとって大きな問題だと考えられる。

この規制は、日本郵政が保有するかんぽ生命の株式の2分の1以上を処分することによって図表 2-16 のように緩和されることになっている。しかし、現状かんぽ生命の株式は 89%を日本郵政が所有しており、緩和への道のりは険しいと考えられる。このような点からも、前節で述べたとおり「民営化はかんぽ生命にとってプラスの影響がある」と言えるだろう。

図表 2-16 郵政民営化法による新規事業に係る規制

現状	日本郵政が株式を 1/2 以上処分後
主務大臣の 認可 が必要 郵政民営化委員会への 意見聴取 が必要	主務大臣への 事前届け出 が必要 郵政民営化委員会への 通知 が必要 (※ 同業他社への配慮義務有り)

期待できる点は、新商品の1つである「長寿のしあわせ」である。先ほど、規制の結果、後発商品になってしまったと述べたが、それでもこの商品が発売される意義はあると考える。その理由は、この商品が2016年の6月に低金利の影響で販売停止した定期年金保険の代替品と考えられる点にある。この商品は貯蓄性商品ではないが、長生きの時代に備えるというコンセプトは、貯蓄型商品に強いかんぽ生命のイメージに合致していると思われる。また、商品ラインナップを増やすことで、前節で挙げられていたかんぽ生命の強みである広大なネットワークを活かすことも可能である。主にこの2点から、今回、そして今後の新商品には期待できる点もあると思われるので、今後の動向に注目したい。

4.3 資産運用体制の変化

リスク性資産増加へ

2節で述べたように、かんぽ生命の運用資産のほとんどが公社債である。しかし、近年この構成に変化がみられており、リスク性資産（国内株式、外国株式、外国債券等）を増加させ、資産運用によって収益を生み出そうしている姿勢がうかがえる。実際の割合の推移は図表 2-17 のとおりである。2節で比較した第一生命と比較するとその規模はまだ小さいが、今後もリスク性資産の拡大や業務提携、人材確保によって、資産運用力を向上させていくとしている。この動きも、かんぽ生命が一般の保険企業に近づくための取り組みと言える。

図表 2-17 かんぽ生命の運用資産に占めるリスク性資産の割合⁸

年	2016年3月	2017年3月	2017年9月
リスク性資産 (%)	6.6%	9.9%	11.5%

2017年度第2四半期は、資産運用の効果あり

最新の2017年度第2四半期、かんぽ生命は経常利益1,688億円をあげている。この額は、先に述べた標準利率の低下を考慮して予測した2017年度の経常利益予測を大きく上回っている（図 2-18 参照）。この理由として、マーケットの安定推移によるキャピタル損益の改善が前年同期比 543 億円あったことがあげられている。また、中間決算説明会においても、経常利益が予測以上の進捗であることに対し「中間期の経常利益の上振れは、主に運用収支の上振れが要因となっており、通期見通しについては、今後の市場環境に左右されるため、現時点で業績予想の修正はない」とコメントしている。この点から、2017年度の資産運用はある程度成功していると考えられる。

⁸ ここでの割合は、運用資産全体のうちのリスク性資産の割合を示している。2節における分析（図表 2-12）で示した図は有価証券全体に対する各資産の割合を示したものであり、数値の整合性はないが、ここでは資産運用体制の議論をするためこの数値を用いている。

図表 2-18 かんぽ生命の経常利益、純利益（中間）

（億円）	2016 年度中間	2017 年度中間	2017 年度期末(予測)
経常利益	1,078	1,688 (進捗率：67.5%)	2,500
純利益	425	512 (進捗率：59.6%)	860

以上、近年かんぽ生命を取り巻く環境に生じたかんぽ生命の将来に大きな影響を与えられる3つの出来事を考察した。本章での考察から、かんぽ生命の成長には、民間の保険会社との差を埋めることができるかどうか重要な意味を持つことがわかる。ここで言う「差」とは、規制の影響を受けて商品開発、発売の迅速さが失われてしまう可能性があることや、資産構成が他と比べて公社債に偏っており資産運用が保険料収入に続く、「第2の収益の柱」になりきれていないことなどをいう。スピード感ある商品開発などは民間の保険会社にとってはごく当たり前の経営活動であるが、当たり前を当たり前にこなすことが難しい外生的、内生的要因をかんぽ生命は抱えている。経営活動を制約する諸要因を1つ1つ解消することが、かんぽ生命のよりよい未来を創ることにつながるであろう。

第3章

日本郵便の現状と課題

～いまだ収益の柱が見いだせず～

1 節 日本郵便の基本データ

日本郵便株式会社（以下、日本郵便）の企業分析、企業価値評価を行うにあたり、まずは基本的な財務データの経年変化をみる。

トール社株式の減損大きな影響

図表 3-1 の単体財務データを概観すると、事業規模を表す総資産額や純資産額は、2015 年度から 2016 年度にかけて大きく減少している。これはトール社の減損により、関係会社株式の価値が大きく減少したことが原因である。総資産はトール社買収以前の 2013 年度の水準に戻ったに過ぎないとも見えるが、実際にはトール社買収に向け、2014 年 9 月にグループ内の資本組み換えにより約 6,000 億円の資本増強をしており、資本増強後の 2014 年度に比べ約 8,000 億円の規模の減少を引き起こしていることになる。

また、純利益額では減損に伴う特別損失（一時的な損失）の影響で、今年度は大きく赤字となっているが、経常利益ベースではトール社買収以降伸びているといえる。営業利益および経常利益が堅調に推移しているのに対し、純利益額が大きく上下する状況は、特別損失の影響と考えられ、恒常的な利益を増加させる手立てに加え、偶発的なリスクに対する備えが必要であることを意味する。

図表 3-1 主要な単体財務数値

(単位：百万円)	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度
総資産	4,801,764	5,441,962	5,293,145	4,651,536
負債	4,240,791	4,463,251	4,260,217	4,108,913
純資産	560,972	978,711	1,032,927	542,553
営業収益	2,773,958	2,819,144	2,935,101	2,968,578
営業利益	46,999	10,650	37,773	68,641
経常利益	52,532	22,010	49,641	71,937
純利益	32,911	15,423	47,174	△478,557

続いて、図表 3-2 の日本郵便連結財務データを概観すると、資産規模、純資産規模は単体と同じくトール社の減損により 2016 年度に大きく減少している。また、経常利益の堅調な動きに対する純利益の大きなばらつきも単体財務データと同じ意味を持つと考えられる。トール社の減損により膿を出し切った後の次年度の利益額が今後の日本郵便を読み解くうえで重要な意味を持つことになるだろう。

図表 3-2 主要な連結財務数値

(単位：百万円)	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度
総資産	4,864,433	5,525,467	5,651,387	5,091,375
負債	4,163,243	4,238,266	4,406,403	4,297,130
純資産	701,189	1,287,101	1,244,984	794,244
営業収益	2,869,945	2,940,971	3,627,005	3,758,970
営業利益	50,760	12,586	32,611	53,430
経常利益	56,555	22,871	42,336	52,221
純利益	36,081	22,006	47,782	△384,551

2 節 日本郵便の経営分析

本節では、のちに行う企業価値評価に必要な将来予測を行う基礎となる日本郵便の現状分析のための財務諸表分析を行う。分析対象は、子会社を含む企業グループとしての日本郵便とするため、財務データは連結財務データを用いることとする。ただし、一部指標（特に生産性分析に関するもの）は単体財務データからのみ計算可能となるため、その場合に限り単体財務データを用いる。

また、日本郵便の特徴を明らかにするため、一部業務で競合していると考えられる、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（佐川）の3社を比較企業として用いる。ただし、SGホールディングスのみ非上場企業のデータ⁹である点には注意が必要である。

分析期間は、日本郵便の連結財務データが取得可能な、2013年度(2014年3月決算)～2016年度(2017年3月決算)の4年間とするが、比較企業の財務データは参考のため5年間表示している。

2.1 収益性分析

利益率、資本回転率ともに低く、低いROA

図表 3-3 より、ROA は過去と同様 2016 年度においても同業他社と比べ低い水準となっている。ROA は企業の総資産をどれだけ収益に結びつけられているかを表すものであり、日本郵便の現状は総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、ともに増加傾向にはあるものの、比較企業に比べ大きく劣っている。

⁹ 2017年12月に東証1部に上場しているが、本分析で用いる2017年3月期決算までのデータに関しては非上場時のものとなる。

図表 3-3 収益性指標 (ROA 関連)

ROA

(単位：%)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2012 年度	—	7.15	2.98	5.54
2013 年度	1.08	6.43	4.02	7.69
2014 年度	0.27	6.58	4.10	7.98
2015 年度	0.62	6.39	4.87	9.29
2016 年度	1.06	3.18	4.90	8.52

売上高事業利益率

(単位：%)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2012 年度	—	5.21	2.92	3.59
2013 年度	1.83	4.64	3.89	5.23
2014 年度	0.46	4.99	4.13	5.33
2015 年度	0.98	4.90	4.94	5.76
2016 年度	1.49	2.38	4.94	5.66

総資本回転率

(単位：回転)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2012 年度	—	1.37	1.02	1.55
2013 年度	0.59	1.39	1.03	1.50
2014 年度	0.57	1.32	0.99	1.50
2015 年度	0.69	1.30	0.99	1.65
2016 年度	0.71	1.34	0.99	1.51

大きな財務レバレッジ
に起因する、大きな
ROE の変動

図表 3-4 に見るように ROE についても、トール社の減損の影響で大きなマイナスとなっているため、単純な経年比較が難しい。しかし、例年と変わらず財務レバレッジが他社よりも大きくなっていることが分かる。

財務レバレッジが大きくなることで、正常時の ROE の値は大きくなるが、売上高利益率等のわずかな変動によって ROE の変動が大きくなってしまいう危険もある。今年度はそのレバレッジにより、マイナスの値も大きくなっている。

図表 3-4 収益性指標 (ROE 関連)

ROE

(単位：%)	日本郵便	ヤマトHD	セイノーHD	SGHD
2012年度	—	6.70	3.83	15.20
2013年度	5.16	6.41	4.69	9.71
2014年度	2.24	6.72	4.18	13.08
2015年度	4.87	7.15	5.37	16.63
2016年度	△37.06	3.33	5.02	13.33

売上高純利益率

(単位：%)	日本郵便	ヤマトHD	セイノーHD	SGHD
2012年度	—	2.74	2.35	2.69
2013年度	1.26	2.53	2.85	1.99
2014年度	0.75	2.69	2.66	2.89
2015年度	1.30	2.78	3.40	3.60
2016年度	△10.23	1.25	3.23	3.49

総資本回転率

(単位：回転)	日本郵便	ヤマトHD	セイノーHD	SGHD
2012年度	—	1.37	1.02	1.55
2013年度	0.59	1.39	1.03	1.50
2014年度	0.57	1.32	0.99	1.50
2015年度	0.69	1.34	0.99	1.65
2016年度	0.71	1.34	0.99	1.51

財務レバレッジ

(単位：倍)	日本郵便	ヤマトHD	セイノーHD	SGHD
2012年度	—	1.78	1.60	3.65
2013年度	7.98	1.83	1.59	3.26
2014年度	5.24	1.89	1.58	3.02
2015年度	5.42	1.95	1.60	2.80
2016年度	5.12	1.99	1.57	2.54

日本郵便の収益性向上
に向けての2つの足かせ

日本郵便の収益性改善を拒む要因として以下の2点があげられる。

1つ目の要因は、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づけるものとして、図表 3-5 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みて取れる。これが前述した要因によるものであれば、資産利用の効率性の改善は難しいとはいえ、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。

さらに、ユニバーサル・サービス提供義務による非効率、いわゆるユニバーサル・サービス・コストが発生しており、これによって収益性が低下していると考えられる。

一方で、国際的には郵便事業は高い利益率を堅持しているとされており¹⁰、ユニバーサル・サービス提供義務による料金や配達日数などに関する制約はあるものの、改善の可能性は十分にあるともいえる。

図表 3-5 有形固定資産回転率

(単位：回転)	日本郵便	ヤマトHD	セイノーHD	SGHD
2012年度	—	3.38	1.90	3.45
2013年度	1.72	3.44	2.01	3.73
2014年度	1.28	3.34	1.99	3.81
2015年度	1.47	3.44	1.96	4.41
2016年度	1.49	3.56	2.01	4.12

¹⁰ アクセンチュア株式会社「次世代郵便局について」（第178回郵政民営化委員会 資料178-4）より

純利益額に与える手数料収入の影響は大きい

日本郵便の収益の約4分の1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を迫られる可能性は十分にある。

2015年度、2016年度に日本郵便が金融2社から得た手数料収入はそれぞれ9,878億円、10,052億円であり、各年度の経常利益の20倍前後に達する金額となっている。このことから、手数料収入の数%の変動が、利益の大きな変動をもたらすことがわかる。

2.2 生産性分析

生産性に関する指標は、人件費の開示方法ならびに従業員数の開示方針が異なるため、競合他社の数値の比較は難しい。よって、企業間比較は行わず、生産性指標に関しては図表3-6のように、時系列比較を行う。また、生産性指標に関しては、人件費データが取得可能な単体データを用いて計算を行っている。

図表 3-6 生産性指標

指標	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
付加価値額 (円)	2兆0020億 円	2兆0022億 円	2兆0890億 円	1兆5565億 円
労働生産性 (百万円/人)	6.21	6.17	6.23	4.62
人件費 (百万円/人)	6.06	6.10	6.08	6.03
労働分配率 (%)	97.5	98.8	97.5	130.4

付加価値額の大きい日本郵便も、そのほとんどを人件費が占めています。

2016 年度の分析においては、トール社の減損の影響が大きく、付加価値額が大きく棄損されていることがわかる。また、労働分配率も 2016 年度の純損失（純利益ベースでの赤字）の影響を受け、通常では想定されない 100% 超の値となっており、意味ある分析が不可能な状態にある。

そこで、今年度の分析には減損損失の影響を除外した（減損損失がなかったものとした）図表 3-7 の値を用いて分析を進める。

図表 3-7 減損損失を除外した生産性指標

指標	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度
付加価値額 (円)	2 兆 0020 億 円	2 兆 0022 億 円	2 兆 0890 億 円	2 兆 0994 億 円
労働生産性 (百万円/人)	6.21	6.17	6.23	6.27
人件費 (百万円/人)	6.06	6.10	6.08	6.03
労働分配率 (%)	97.5	98.8	97.5	96.7

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。日本郵便は付加価値額が 2 兆円を超える巨大企業であり、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。

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 96% 以上を人件費が占めており、労働生産性と 1 人当たりの人件費もほぼ差がない。物流事業が労働集約的な産業であることから、労働分配率が大きな値となること自体は半ば当然とも言えるが、人件費が固定費化しているならば（従業員数と人事考課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ことから、収益の状況を鑑みた人件費の管理を行っていく必要がある。

2.3 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 3-8 および図表 3-9 がそれぞれ短期的安全性、長期的安全性の結果である。

短期的安全性には大きな問題ないが、投資の失敗が顕著に表れる。

短期的な債務返済能力をタイトに示す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いえる。

しかし、2015 年のトール社買収によって流動比率と当座比率はともに低下し、さらに 2016 年度にはトール社関連資産の減損処理も実施されたことから、今後の投資戦略次第では短期的安全性指標に重篤な問題が生じる可能性もあるといえる。

図表 3-8 短期的安全性指標

流動比率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマトHD	セイノーHD	SGHD
2012 年度	—	1.62	1.84	1.55
2013 年度	1.18	1.52	1.97	1.55
2014 年度	1.44	1.59	2.17	1.51
2015 年度	1.13	1.68	2.12	1.83
2016 年度	1.09	1.58	2.19	1.57

当座比率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマトHD	セイノーHD	SGHD
2012 年度	—	1.39	1.68	1.25
2013 年度	1.13	1.29	1.82	1.11
2014 年度	1.39	1.34	1.94	1.04
2015 年度	1.07	1.41	1.93	1.42
2016 年度	1.09	1.30	1.98	1.22

長期的安全性にも大きな問題はないも、増加する有利子負債には注意が必要。

長期的な債務返済能力を示す自己資本比率および固定比率は、2014 年 9 月の資本増強によって改善はしたものの、トール社の減損の影響で資本増強前の水準まで低下した。特に、一般的な基準として 1 以下であることが望ましいとされている固定比率は、その基準値を上回っている。

固定長期適合率は 1 を下回っており、すぐに長期的な安全性指標に問題が生じてくるとは言えないものの、2014 年度では約 30 億円程度であった有利子負債が 2016 年度では約 2,000 億円と増加している点などを考慮しても、長期安全性についてこれまで以上に慎重に見ていく必要があるだろう。

図表 3-9 長期的安全指標

自己資本比率

(単位：%)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2012 年度	—	0.56	0.63	0.30
2013 年度	0.14	0.53	0.62	0.32
2014 年度	0.23	0.52	0.65	0.34
2015 年度	0.22	0.49	0.63	0.40
2016 年度	0.16	0.48	0.63	0.44

固定比率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2012 年度	—	0.87	0.97	1.86
2013 年度	3.44	0.92	0.95	1.58
2014 年度	1.91	0.91	0.93	1.54
2015 年度	2.63	0.94	0.98	1.28
2016 年度	3.62	0.98	0.96	1.33

固定長期適合率

(単位：倍)	日本郵便	ヤマト HD	セイノーHD	SGHD
2012 年度	—	0.71	0.78	0.78
2013 年度	0.87	0.74	0.75	0.74
2014 年度	0.73	0.71	0.73	0.77
2015 年度	0.92	0.68	0.75	0.69
2016 年度	0.94	0.71	0.74	0.79

2.4 セグメント分析

ここまで、日本郵便の収益性については他社と比べ低い水準にあること、またその低さの根源にはユニバーサル・サービス義務がある可能性を指摘した。しかしながら、日本郵政株式が上場され、将来的には傘下のゆうちょ銀行、およびかんぽ生命の株式の100%売却が予定¹¹されていることから、日本郵便はこれまで以上に収益性向上を求める市場の圧力にさらされることが容易に想像できる。そこで次に、日本郵便の収益性向上の可能性を探るため、セグメント別の収益性を検証することとする。

郵便・物流セグメントは低水準
国際物流、金融窓口セグメントも決して高くはない水準

図表 3-10 は、2016 年度のセグメント別の総資産・収益・利益(営業利益)および、それらから計算される営業利益ベースの ROA を示したものである。ユニバーサル・サービス義務を課された業務を含む郵便・物流セグメントの ROA は、国際物流、金融窓口業務に比べ低い水準となっているが、最も高い ROA を示している国際物流セグメントの ROA も図表 3-3 で示した他社の ROA よりも低く、収益性の低さの原因をすべてユニバーサル・サービス義務に求めることはできないことが示唆されている。

図表 3-10 セグメント別 ROA(2016 年度)

	郵便・物流	国際物流	金融窓口	合計
セグメント収益 (百万円)	1,929,928	644,416	1,386,456	3,960,800
セグメント利益 (百万円)	12,053	5,642	63,334	81,030
セグメント総資産 (百万円)	1,967,968	421,513	2,709,552	5,099,034
ROA ¹² (%)	0.61	1.34	2.34	1.59
売上高利益率 (%)	0.62	0.88	4.57	2.05
総資本回転率 (回転)	0.98	1.53	0.51	0.78

¹¹ 当面は50%点度までの売却を段階的に進める方針とされている（第175回 郵政民営化委員会 議事録より）

¹² ここでの ROA は営業利益ベースでの算出。

昨年度、セグメント ROA が最も高かった国際物流セグメント（2015 年度：1.95%）は、今年度において 1.34%に低下¹³している。今年度のセグメント別の収益性においては、金融 2 社からの窓口業務手数料に頼る構図がとりわけ色濃く表れたといえる。

¹³ 本分析では営業利益ベースの ROA を用いており、減損による特別損失の影響を受けない数値であることに注意されたい。むしろ、本分析であらわれた収益性の低さこそが減損が必要となった証左ともいえる。

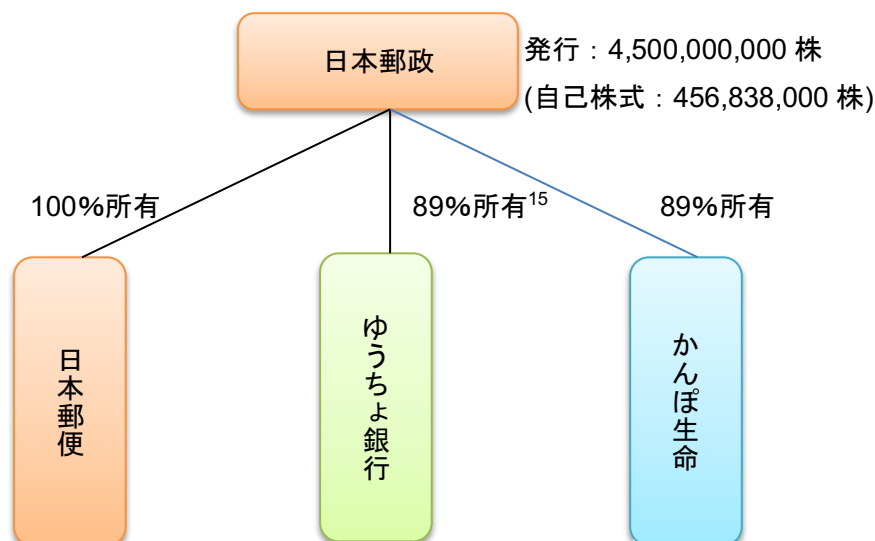
3節 日本郵便の企業価値分析

本節では、以上で行ってきた日本郵便の経営分析の結果を踏まえながら、日本郵便の企業価値について考察する。

ここで問題になるのが、日本郵政株式会社は上場企業である一方、その100%子会社である日本郵便は上場していないため、株価は存在しないということである。そこで、資本市場における株価が存在するゆうちょ銀行やかんぽ生命の分析とは異なり、実際株価に推定が必要となる。

以下に日本郵便の実際株価の推定方法について簡単に述べる。図表 3-11 は株価推定の基礎となる株式の保有状況をまとめたものである。

図表 3-11 日本郵政グループの株式持ち分¹⁴



日本郵政の企業価値は、日本郵便の企業価値に、ゆうちょ銀行の企業価値の89%、かんぽ生命の企業価値の89%を加え、これらの企業のシナジー効果を加味したものと考えられる。このことから、日本郵便の実際株価の推定は次のように計算する。つまり、ここでいう実際株価は、上場3社の企業価値（実際株価）に依拠して推定された株価を意味する。

¹⁴ 2017年12月31日時点。

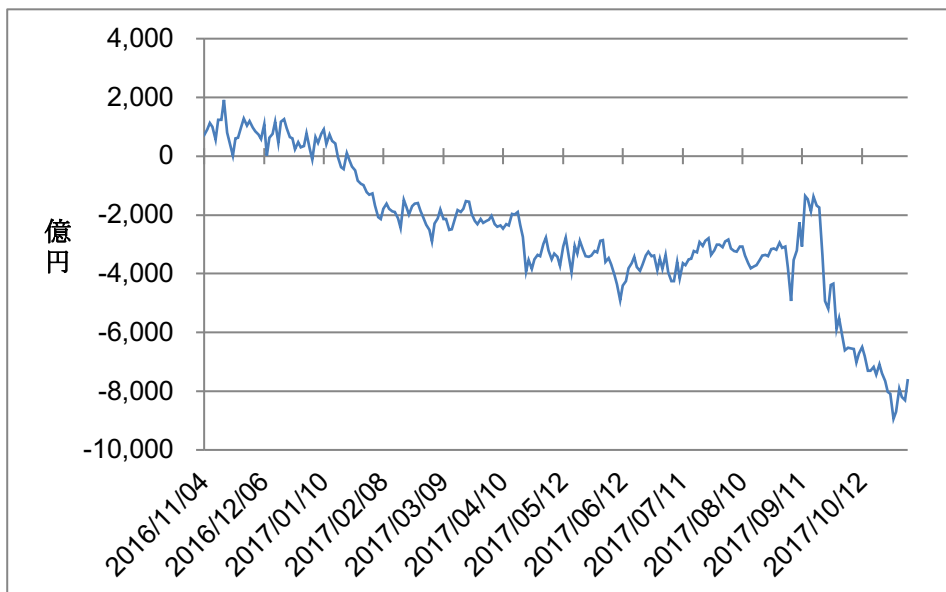
¹⁵ 自己株式を除いた所有割合。

$$\text{日本郵便の実際株価} = \frac{\text{日本郵政企業価値} - \text{ゆうちょ銀行企業価値} \times 89\% - \text{かんぽ生命企業価値} \times 89\%}{\text{日本郵便の発行株式数}}$$

マイナスとなる日本郵便の企業価値

図表 3-12 は日本郵政グループ上場 1 年後の 2016 年 11 月 4 日から 1 年間の日本郵便の推定実際企業価値を表したものである。2017 年 9 月 13 日に自己株式約 7,300 万株を取得しており、それともなう企業価値の落ち込みはあるが、自己株式取得以前に既に日本郵便の企業価値はマイナスになっていることがわかる。

図表 3-12 日本郵便の推定企業価値



4 節 日本郵便の新規事業のゆくえ

ここでは、日本郵便が新規事業として展開していくことを考えている施策について、概観したうえで、その行方について簡単に考察したい。

新規事業が、新たな収益の柱を作り出すには至っていない

日本郵便は、ゆうちょ銀行およびかんぽ生命とは異なり、新規事業に認可は必要とされていないため、新規事業の定義づけが外形的には難しい。そこで、日本郵政ディスクロージャー誌、日本郵便株式会社法第13条に基づく書類、および日本郵政株式会社・日本郵便株式会社プレスリリースから、現在の主力事業と考えられる郵便・物流事業、国際物流事業、銀行窓口事業、保険窓口業務を除いた業務を新規事業¹⁶として、議論を進める。

【主な新規事業】

- ・不動産開発事業
- ・物販事業
- ・みまもりサービス
- ・協業関係の構築
 - －ベトナム郵便とのコンサルティング契約
 - －イオングループ店舗への出店
 - －ファミリーマートとの業務提携
 - －Honda との社会インフラ整備に向けた協業の検討

2013年東京・丸の内にグランドオープンしたJPタワーをはじめとした、不動産事業の推進は、郵便物の減少などに苦しむ日本郵便の新たな収益の柱として注目を集めた。その後、名古屋、大宮、博多など大都市圏の一等地に次々と貸しビルをオープンさせ、さらには分譲マンションや賃貸マンション等も展開した。しかし、これらの事業は、いまだ既存の事業に続く収益の柱となったとはいえない。

また、様々な企業との提携事業についても、現在のところ、収益性の抜本的な向上を期待することは難しいといえよう。

¹⁶ 物販事業や不動産事業など、事業としては従来からすすめられているものも本報告書では新規事業に含むことになるが新たな収益の柱として展開を考えているという意味において新規事業に含めることとする。

大都市への人口集中や地域住民間の関係性の希薄化が進む現代において、郵便局が長い時間かけて構築したネットワークは貴重な財産となる。しかし、この郵便局ネットワークの価値についてはあいまいな議論が多い。ネットワークを生かした施策としては、みまもりサービスや住民票等の受け取りに代表される行政サービスの代行などに限られており、収益性の抜本的な向上を意図したものについては具体策がないのが現状である。

日本郵便のネットワーク利用の一例としては、ゆうちょ銀行が参加を表明している地域活性化ファンドにおけるコンサルティングがあげられる。郵便局を中心とする地域のネットワークを利用することで、真の地域活性化に貢献できる投資先はどういったものであるかなどの情報を地域から吸い上げ、日本郵便がコンサルタントあるいはアドバイザーとして参画できれば、新規事業のシーズの発見のみならず従来の事業の収益性の向上といった副産物も期待できるのではないか。

第4章

ユニバーサル・サービスのゆくえ

～コスト負担制度の経済学的考察～

1 節 ユニバーサル・サービスの定義

現在、日本郵政および日本郵便には郵便の役務に加え、金融・保険の役務を含むユニバーサル・サービスの提供が義務づけられている。これは、郵便局以外に金融機関がない24市町村（2016年3月末時点）をはじめとする過疎地域の生活に必要なサービスを提供するという理念のもとに進められている施策の一環といえる。

しかし一方で、郵便役務については約8割の集配郵便局エリアで赤字であることや、郵便局での銀行窓口業務・保険窓口業務についてもそれぞれ約6割、約4割の集配郵便局エリアで赤字であるなど、ユニバーサル・サービス義務を課されている業務では経営の非効率性が大きな問題となっている。

上場直前の2015年9月に比べ、2017年12月時点で直営郵便局、簡易郵便局合わせて107局の純減となっている。2015年度のデータによると、全国の直営郵便局の閉鎖のうち、65%が過疎地域¹⁷に集中しており、過疎地域での閉局が進んでいることが窺える。

本章では、非常に複雑な様相を呈している以上のような現状を踏まえつつ、

- i) ユニバーサル・サービス提供の維持にはどのような方策があるか
- ii) わが国の現在のユニバーサル・サービスの維持策はどのようなものであるか
- iii) 現在検討されているユニバーサル・サービスの維持策から何が見えてくるか

という3点について論点を整理し、検討を加える。

¹⁷ ここでの過疎地とは、離島振興法等、関係7法令に指定された地域を指す。

ユニバーサル・サービスについてはいくつかの定義が存在するが、本報告書では、多くの文献等で引用されている2000年の電気通信審議会答申¹⁸の次のような定義に依拠して分析・検討を進める。

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。

¹⁸ 電気通信審議会『「IT革命を推進するための電気通信事業における競争政策の在り方について」の第一次答申』2000年12月21日。

2 節 ユニバーサル・サービス維持策

前述のユニバーサル・サービスの定義から、その提供には非効率性が伴うことが示唆される。「誰もが利用可能な料金」で「あまねく全国において公平かつ安定的な提供」を行うことから、サービス利用の頻度が高くない過疎地域や、サービス提供に特別なコストが生じる遠隔地などでは、通常の競争的かつ自由な意思決定ができる場合に比べ、より多くのコストが発生することになる。

したがって、ユニバーサル・サービスを維持するためには、そのコストを直接的なサービス利用者以外の誰かが負担する枠組みを構築することが必要になる。本節では海外の事例を参考に、ユニバーサル・サービス維持のための一般的な枠組みを提示したうえで、日本郵政および日本郵便がどの枠組みを利用してユニバーサル・サービスを提供しているのかについて検討するための準備を行う。

3つのユニバーサル・サービス維持策

- (1) 独占範囲の確保
- (2) ユニバーサル・サービス基金
- (3) 補助金・税制優遇

(1) 独占業務範囲の設定

第1の枠組みは、事業の独占範囲を設定したうえで、ユニバーサル・サービス事業者に独占価格の設定を認めることにより独占利潤を得させ、それをユニバーサル・サービス・コストの補填財源にするというものである。

例えば、EUでは、「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と料金を基準に独占範囲を設定し、数年をかけて徐々にその独占範囲を縮小していった。また米国の 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定している。

海外では、郵便物数は減少傾向にあるものの、郵便事業は依然として高い収益性を維持しているとされている¹⁹。そうした条件が揃っていれば、独占利潤によってユニバーサル・サービス・コストを吸収することは可能となろう。

しかし、独占範囲の設定は競争の阻害要因となり、経済全体の効率性を損なう可能性もあるうえに、安易な独占範囲の設定は低収益部門の業務改善へのインセンティブを減殺するという懸念もある。また、都市部の収益で過疎地の赤字を補填すること（内部補助）について、都市部の利用者の合意がどこまで得られるかという点も課題として残る。

¹⁹ アクセンチュア株式会社「次世代郵便局について」（第 178 回郵政民営化委員会 資料 178-4）より

(2) ユニバーサル・サービス基金の創設

第2の枠組みは、ユニバーサル・サービス提供を義務づけられた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。これは、独占企業の内部で行われる補助（内部補助）を外部化したものであり、コスト負担関係の透明性を高めるというメリットがある。ドイツポストは、ユニバーサル・サービス・コストを収益で十分に賄えない場合、他事業者が拠出した基金から補助金の交付を受けることができる（ただしこれまで交付の実績なし）。また、フランスでは、ラ・ポストおよ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（ただしこれまで交付の実績なし）。イタリアでも、ポステ・イタリアーネのユニバーサル・サービス・コストを補助することを目的として、他事業者が売上高の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、基金の拠出者となる他事業者の範囲、他事業者からの拠出金額などを、明確な根拠をもって正確に示す必要がある。しかし、明確なユニバーサル・サービス・コストの算定方法がなく、算定する主体によってその額が異なる現状も存在することから、実際に基金が稼働しているイタリアでも、基金の規模は小さく、国からの補助金等による部分が大きいとされている。また、ユニバーサル・サービス事業者が要求するコスト補填の金額と国が算出した補助対象コストの金額が食い違い、事業者の求めた基金からの補填が認められなかった例もある。また、補助対象コストの算定が適切に行われなかった場合、事業体内部に事業の非効率性を温存する可能性が生じる。

(3) 補助金・税優遇

第3の枠組みは、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優遇を受けるというものである。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2014年の4年間にわたって合計約13億ポンドの補助金を受領している。フランスのラ・ポストは、郵便局設置に要する費用の一部として、2008年から2012年の5年間にわたって合計約20億ユーロの補助金を受領している。

またイタリアのポステ・イタリアーネも、2009年から2011年の3年間にわたって合計11億ユーロの補助金を受領している。

補助金や税優遇については、それらが郵政民営化の理念と両立するのかという問題がある。さらに、国の税金を投入する際には当然のことながら、ユニバーサル・サービスの透明性・効率性に対する政府の厳しいチェックが実施され、それがユニバーサル・サービス事業者の自主性を制約する要因になりかねないということも指摘しておく必要がある。

図表 4-1 各国の郵政事業²⁰

	米国	英国	ドイツ	フランス	イタリア	日本
提供主体	米国郵便庁	ロイヤルメール	ドイツポスト	ラ・ポスト	ポステ・イタリアーネ	日本郵便
経営形態	国営独立機関	株式会社	株式会社	株式会社(政府保有)	株式会社(政府保有)	株式会社
USの範囲	郵便	郵便	郵便	郵便	郵便	郵便・金融・生保
独占範囲(参入規制)	有り(無し)	無し(無し)	無し(免許制)	無し(免許制)	無し(免許制)	無し(許可制)
US基金	無し	無し	有り(実績なし)	有り	有り	無し
補助金	無し	有り	無し	有り	有り	無し
税制優遇	無し	有り	有り	有り	有り	無し
その他	借入・債券発行の許可				サービスレベルの見直し	

²⁰ 総務省 情報通信審議会 郵政作業部会 第14回(2015年5月29日)資料14-1『郵政事業のユニバーサルサービスの確保策の検討の視点』をもとに本分析チームが作成。

3節 わが国におけるユニバーサル・サービス

3.1 ユニバーサル・サービス維持の方策

わが国のユニバーサル・サービス維持策は

- ・実質的独占
- ・準内部補助

と考えられる

日本郵便のユニバーサル・サービス維持の方策については、次の2つの特徴を指摘することができる。

(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、ヤマト運輸は自社の提供するサービス「クロネコメール便」を、同年3月31日受付分をもって廃止すると発表した。

クリームスキミングを防ぐための参入障壁は、理論的には日本郵便が独占利潤を得ることを可能にしており、その結果、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・赤字部門の赤字補填に充て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否かは不透明である。サービス提供に関する制約がなく、信書部門に競合他社が参入する場合、収益性の高い地域に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、不採算地域における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することは難しくなる。

(2) グループ内からの補助（「準内部補助」）

金融2社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」になっていると考えられる²¹。

しかし、金融2社株の売却が進むにつれて、金融2社の経営に市場圧力がより強く作用することになり、窓口業務委託料は委託業務量に見合った「適正」水準に落ち着くと考えられる。内部取引の額は、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

²¹ 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。

か、関連情報の開示が適切に行われているかに、投資家の注目が集まることになろう。

独占利潤は獲得できて
いるとはいえない

ここでは、(1)、(2)をふまえ、ユニバーサル・サービス提供が義務づけられている実質独占部門（信書部門）の事業区分別の収支を分析する。図表 4-4 は、信書部門のセグメント別の営業収支の推移を示したものである。この表からわかる通り、実質独占部門では、第 1 種（封書）の黒字額の 2 倍以上の赤字額を、第 2 種（はがき）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。採算部門である封書の収支も上場前の水準からみると低い水準で推移しており、独占利潤を十分に獲得しているとは言えない。

2017 年 6 月から、はがき、定形外郵便等の値上げがなされている。これによる収支改善がどの程度進むかについて、今後注視していく必要がある。

図表 4-4 独占部門の営業収支の状況

(単位：億円)	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)
2012 年度	458	83	△61	△11
2013 年度	273	△4	△63	△12
2014 年度	123	△215	△66	△13
2015 年度	119	△294	△67	△11
2016 年度	126	△298	△65	△12

次に、他社との競争的部門である国際郵便・荷物部門の事業別の収支を分析する。図表 4-5 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。赤字が続いていた荷物が黒字に転換するなど、独占部門よりもむしろ競争的部門の業績が高いことが見て取れる。

図表 4-5 競争的部門の営業収支の状況

(単位：億円)	特殊取扱 (速達・書留等)	国際郵便	荷物 (ゆうパック等)
2012年度	145	153	△415
2013年度	59	157	△332
2014年度	162	122	△208
2015年度	258	117	8
2016年度	235	143	28

以上の分析から、日本郵便は、封書・はがき部門について実質的な独占状態に置かれているものの、価格設定の自由が制限されるなどのために、十分な独占利潤を得ていないことが明らかになった。

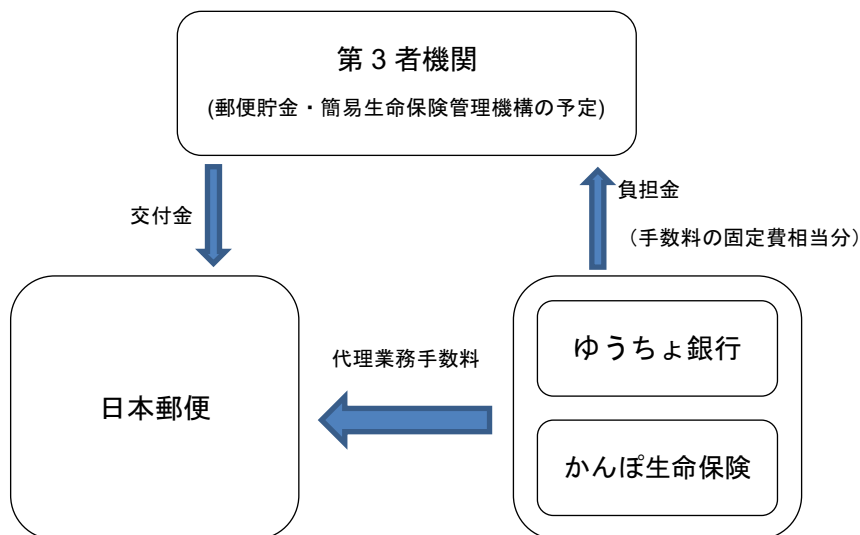
「準内部補助」といえるものが実際に存在するか否かは、公表された情報からは明らかではない。しかし、既述のように、金融2社株の売却が進むにつれて、窓口業務委託料の金額の合理性に対しては市場の厳しいチェックがなされるようになるであろう。そのような意味で、日本郵便のユニバーサル・サービスを取り巻く環境は今後、厳しさを増していくものと予想される。

3.2 郵便局網維持のための新制度案についての考察

以上の議論をもとに、2017年11月に与党がまとめた郵便局網維持のための新制度案（以下、たんに「新制度案」）について考察を行う。

新制度案の内容について概観する。図表4-6で示すように、現在はゆうちょ銀行およびかんぽ生命より窓口代理業務手数料という形で年間約1兆円が、日本郵便に支払われている。新制度案においては、代理業務手数料の一部（固定費相当分として数百億円を想定）を金融2社が第三者機関に負担金として支払い、これを日本郵便に交付するというスキームが示されている。

図表4-6 郵便局網維持のための新制度案



このスキームの特徴として、次の3点を指摘できる。

① 郵便局の窓口業務に関するユニバーサル・サービス料金

一般にユニバーサル・サービス基金のもとでは、ユニバーサル・サービス事業者に対して、サービスの一部を利用している他事業者が拠出した基金からユニバーサル・サービス・コストに見合う額を交付するというスキームが用いられている。しかし、新制度案では基金という形はとられておらず、単年度での負担金の拠出および交付というスキームが採用されている。これは、電気通信分野で用いられているユニバーサル・サービス料金のスキームに近いものと考えられる。

このスキームでは、郵便局の窓口サービスをユニバーサル・サービスと見なしたうえで、窓口サービスを利用しているゆうちょ銀行、かんぽ生命が、いわばユニバーサル・サービス料金を日本郵便に支払うという建付けになっている。

② 準内部補助の存在の明示化

新制度案では、日本郵便による窓口サービスを維持するためには、ゆうちょ銀行、かんぽ生命からの代理業務手数料という形での準内部補助が必要であることが暗に示されているといえる。特に、郵便局の建物などの固定資産を使用している部分について負担金という形で支払いを行うということから、少なくとも日本郵便の固定資産の使用効率に関する分析が可能になるなど、今後の日本郵便を分析するうえで有用な情報が提供される可能性が見込まれる。

一方で、固定費部分以外の代理業務手数料については従来通りのスキームが継承されており、その金額の算定については依然としてブラックボックスのままとなっている。さらに、郵便事業に係るユニバーサル・サービス・コストについては新制度案のスキームでは説明できず、このコストも含めて金融2社が負担するとすれば、それに関する論理的な説明が必要となるであろう。

③ 追加的な負担者の存在

現行制度から新制度案に移行することによるメリットは、負担金・交付金という形をとることにより、現在の代理業務手数料にかかる消費税を軽減することが可能になるという点にある。これは、本章2節で考察した補助金・税優遇を使ったユニバーサル・サービス・コスト負担策に該当するため、納税者全体にとっては追加的なコスト負担となる。

おわりに

2017年9月に日本郵政株の2次売却が実施された。その結果、日本郵政株の政府保有割合は6割まで低下するとともに、同社株の1次・2次を合わせた売却収入は約2.8兆円となり、当初目標の4兆円の達成に向けて民営化のスケジュールは大きく前進した。今後さらなる日本郵政株の売却が予定されているほか、金融2社株についても日本郵政の保有比率が50%に達するまで早急に段階的に進めていくとされている。

郵政民営化のこうした新たな局面を迎え、日本郵政グループは、収益性の不断の向上を求める市場圧力への対応、ユニバーサル・サービスの確保、さらには民間企業との健全な競争の推進といった複雑で困難な課題を、抽象論においてではなく、日々の具体的な事業活動のなかで達成していくことが、今まで以上に求められるようになった。今年度の報告書では、こうした新しい局面における日本郵政子会社3社の経営状態を、「価値創造に向けた新規事業のゆくえ」というテーマのもとに分析した。

融資業務などの新規事業が認められない現状を抱えるゆうちょ銀行の経営にとって、低金利が続く現在の環境はとくに大きな足かせになっていることが示唆された。かんぽ生命も、資金運用の面では低金利の影響を大きく受けており、また規制によってタイムリーな商品開発が難しい同社の企業価値を市場はかなり低く評価していることが明らかになった。日本郵便においては、効果的な新規事業の展望が依然として拓けず、ユニバーサル・サービス提供義務を課された同社の経営は、市場から非常に厳しい評価を受けていることが明らかになった。

しかしながら、政府の関与が薄れていく今後において、経営のカギを握るのはやはり新規事業の成否である。規制のあり方や市場ニーズの動向を見ずえながら、グループの強みを生かした新規事業を立ち上げることが、日本郵政グループの未来を創り上げるうえで不可欠の課題となるであろう。

本報告書では、公表された財務情報等に依拠して可能な限り客観的に論点整理と分析を行うことに努めてきた。そのために、効率性と公共性の間のどこに支点を置いて両者のバランスをとるべきかといった価値判断に踏み込んだ議論は、明示的には行っていない。しかし、本報告書での論点整理と分析が、そうした議論を行う際の一助ともなれば、本分析チーム一同の望外の喜びである。

京都大学経済学部 藤井ゼミナール

2017年度 日本郵政企業分析チーム

監修	藤井 秀樹 (京都大学大学院 教授)
アドバイザー	奥村 陽一 (立命館大学大学院 教授)
チームリーダー	渡邊 誠士 (日本経済大学 准教授)
事務局	山村 真理 (経済学研究科 修士課程)
メンバー	仮屋 裕一 (4年) 金岡 祐太 (4年)
	安藝 徳之 (4年) 内藤 進 (3年)
	桑形 裕斗 (2年) 藤岡 和明 (2年)

日本郵政の経営分析と企業価値評価 [2018年] 第7号

日本郵政グループ上場後の現状と課題

2018年3月7日 第1版

2018年3月18日 第2版

著者 京都大学経済学部 藤井ゼミナール
2017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
京都市左京区吉田本町
