

最後の大型民営化案件としての 日本郵政グループIPO

平成27年10月5日

株式会社資本市場研究所きずな



IPOの目的と概要

日本郵政グループ3社(日本郵政株式会社、株式会社ゆうちょ銀行、株式会社かんぽ生命保険)の東証1部への上場が9月10日に承認された。政府保有の日本郵政株及び日本郵政が保有するゆうちょ銀行株及びかんぽ生命株が売り出され、最後の大型民営化案件IPOとなる。本稿公開時の9月末時点では、多くのリテール証券会社がブックビルディング及び募集に向け、準備を進めている段階ではないかと思われるが、この民営化案件を投資家視点からのIPOとして取り上げたい。

まずこのIPOの目的だが、3社の株式売却資金は、復興財源確保法(2011年11月成立)によって東日本大震災の復興財源に充当される。また、3社の在り方も改正郵政民営化法案(2012年4月成立、同年10月施行)によって以下の様に変更されている。

◇日本郵政株式会社＝政府保有株に関して、出来るだけ早期に三分の一まで処分することについて、努力目標

から義務へと変更された。また、100%子会社だった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ている。なお、当社を含めこれらの組織は、特殊会社(特定の法律によって設立された公共性の高い事業を行う株式会社)とされている。

◇株式会社ゆうちょ銀行＝旧法では2017年9月末までに全株処分義務があったが、改正法では目標となり、経営状況や郵政事業に係る基本的な役務の確保への影響等を勘案して処分を進めるとされている。当面は日本郵政株式会社の連結対象の子会社(持ち株50%保有)を維持する予定。

◇株式会社かんぽ生命＝上記ゆうちょ銀行と同様。

上記の前提で今回は3社分のIPOが実施されるが、規模としては1.5兆円程度・発行済みの10%程度の株式が売り出される予定で、民営化案件としては1987年のNTTに次ぐものになる。つまり、市場からこの分の投資資金が吸収される訳だが、ここ数年のIPOを含む上場企業による新株発行等や売出しで市場から吸収された資金状況を下の右図に示した様に、市場の投資資金需給に今回のIPOが

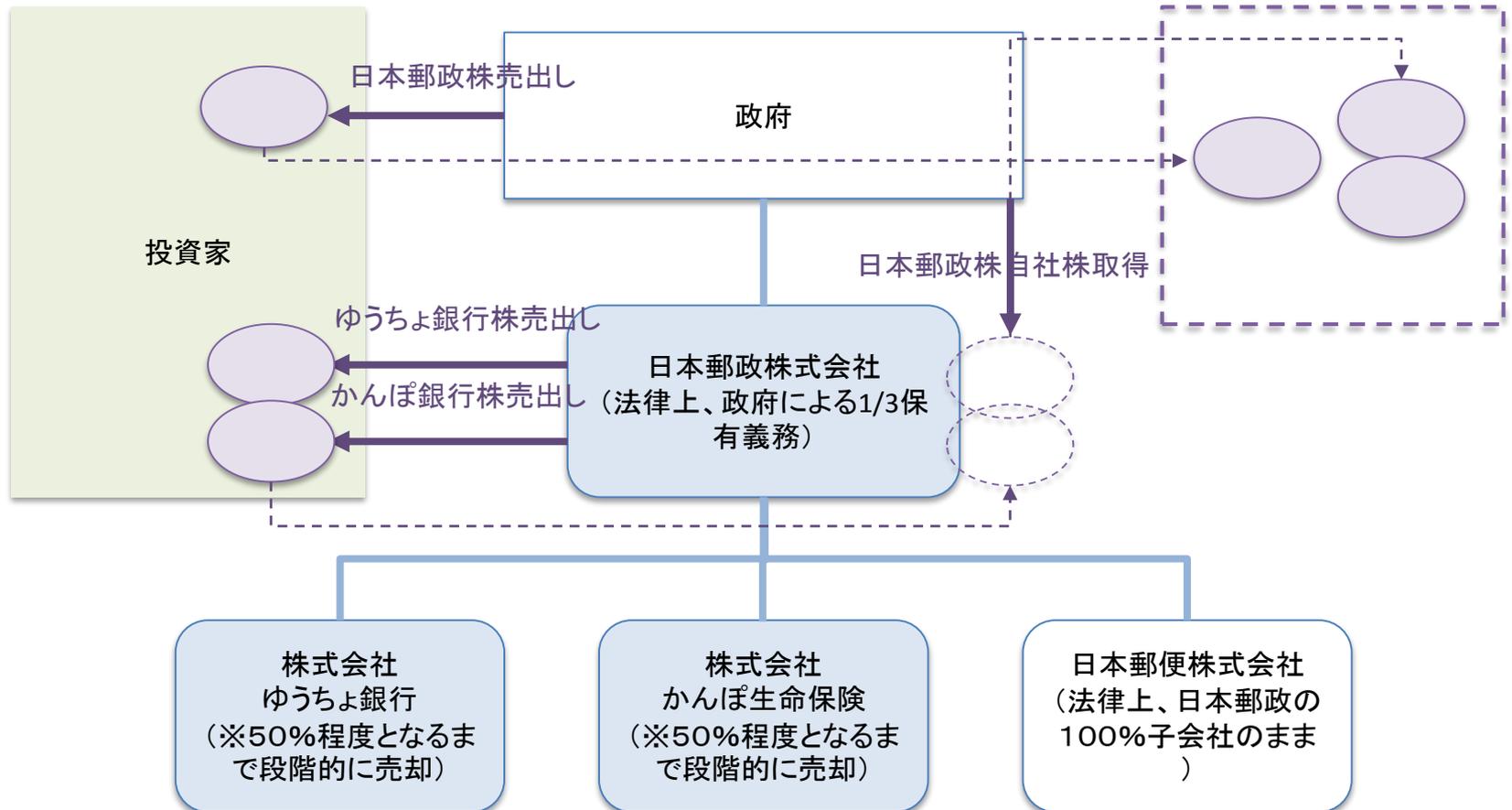
大きな影響を与えることが予想される。但し、個人投資家に限っては日本株売り越しが今年に入って7月まで3.5兆円、2014年も3.6兆円、2013年は8.5兆円と続いており、待機資金であるMRFも11.9兆円(7月末)まで増加しているため個人の投資余力は大きいと見られている。

なお、今回のIPOは親会社と子会社が同時に上場される初めてのケースとなるが、東証の親子上場する場合の上場審査に関するガイドラインでは、子会社2社が親会社である日本郵政からの独立性の確保(事業内容の独立性・取引の独立性・過度に親会社に依存しない出向者の受入れ状況)すること、また親会社としての日本郵政が子会社2社の経営に重大な影響を与える会社情報を把握し、かつ適切な開示を行うことに同意することが求められている。また、東証の上場規定において、日本郵政は発行済みの50%以上が上場株数となる見込みがあること、ゆうちょ銀行とかんぽ生命に関しては、東証1部への直接上場の場合の流動株式比率に関する基準(35%以上)それぞれに関して、適用しない特例措置を5月に制定している。この大規模で異例な最後の民営化案件に、市場の注目が

集まっている。

IPOスキーム

東日本大震災復興財源

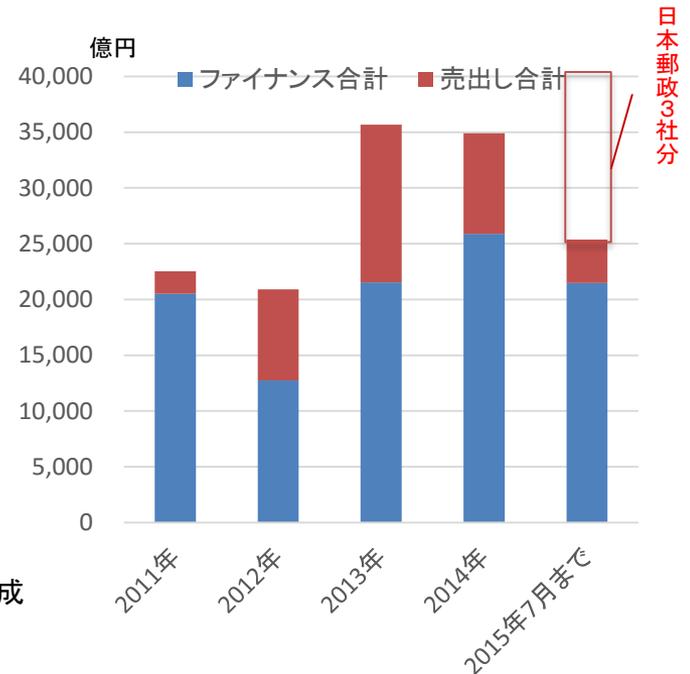


大型民営化案件IPO(新規株式公開)

上場時期	民営化企業	売却割合	売却金額
1987年2月	N T T	12.50%	2兆3,746億円
1993年10月	J R東日本	62.50%	1兆759億円
1994年10月	J T	19.70%	5,670億円
1996年10月	J R西日本	68.30%	4,878億円
1997年10月	J R東海	60.40%	4,859億円
2015年11月	日本郵政、 ゆうちょ銀行、 かんぽ生命	10%程度	1.3～1.6兆円程度

※日本郵政上場準備参考資料より作成

市場からの全資金調達額



※日本証券業協会統計資料より作成

3社の成長戦略について

現段階(9月上旬)において、敢えて3社の成長戦略を探ってみたいが、4月に公表された「日本郵政グループ中期経営計画」及び「郵政民営化の進捗状況についての総合的な検証に関する郵政民営化委員会の意見」からは、次の様な姿が浮かび上がる。

【日本郵政】

郵便・物流ネットワークの再構築と郵便局ネットワークの活用が大きなテーマだ。先ず、郵便・物流ネットワークについては全国9カ所(2,014年度中に3カ所稼働)の物流センターが整備され集配力が強化されているが、Eコマース用の物流ソリューションセンターも全国13カ所でオープンさせている。これによってゆうパックの拡大(2,014年度約4.9億個→2017年度約4.9億個)と黒字化、ゆうメール等の拡大(2,014年度約33.8億個→2017年度約41億個)を目前論んでいる。また、国際物流網の整備に為にオーストラリアの物流会社のトール社を子会社化(2月)しており、昨年10月には国際宅配サービスも開始している。次に、24,470局ある郵便局のネットワーク活用だが、中心となるのは

金融子会社2社の取扱商品拡充による窓口業務の収益性向上だ。加えて、アフラックとの提携(がん保険の取扱い拡大)など他社の商品取扱い拡大による委託業務収益の拡大も見込まれる。一方、郵便局の社会的命題としては地元地域社会への貢献が挙げられているが、地方公共団体の行政サービスを一部代行するサービスも始まっている。また、大都会の郵便局跡地においては商業施設やマンション開発など不動産事業の展開も進んでいる(稼働施設3カ所、開業予定8カ所)。以上を踏まえて、2017年度の経営目標として、郵便・物流事業収益2兆円、金融窓口事業収益1.1兆円の合計3.1兆円に達する連結営業収益と配当性向50%以上を目指している。

【ゆうちょ銀行】

預貯金額で見れば、2015年3月末で177.7兆円の預金量を誇る日本1位の銀行で、三菱東京UFJ銀行の124兆円、みずほ銀行の93兆円を大きく引き離しているが、預金者や取引先が殆ど個人となっているのも特徴だ。また利益の9割以上をこの巨大な預貯金資金の運用益に依存していて、今までは国債中心の運用だったので、長期金利低下の影響を大きく受けていたが、2014年度より外国証券や

株式等リスク資産への運用枠を増加させている。これは、通常の運用とは別枠のサテライト・ポートフォリオと呼ばれ、2017年度末までには60兆円まで増加させる計画だ。また、利用頻度の高い顧客（年2回以上の窓口利用）は1,200万人いると推計されるが、決済口座利用のみならず投資信託などの運用商品販売やクレジットカードやローンの仲介などクロスセルを促進することで役務手数料拡大を狙っていく。その為に、預金で3兆円、資産運用商品で1兆円の増加を2017年度までに目指していく。結果、経営目標として2017年度には経常利益で4,800億円程度、配当性向50%以上を目指している。

【かんぽ生命】

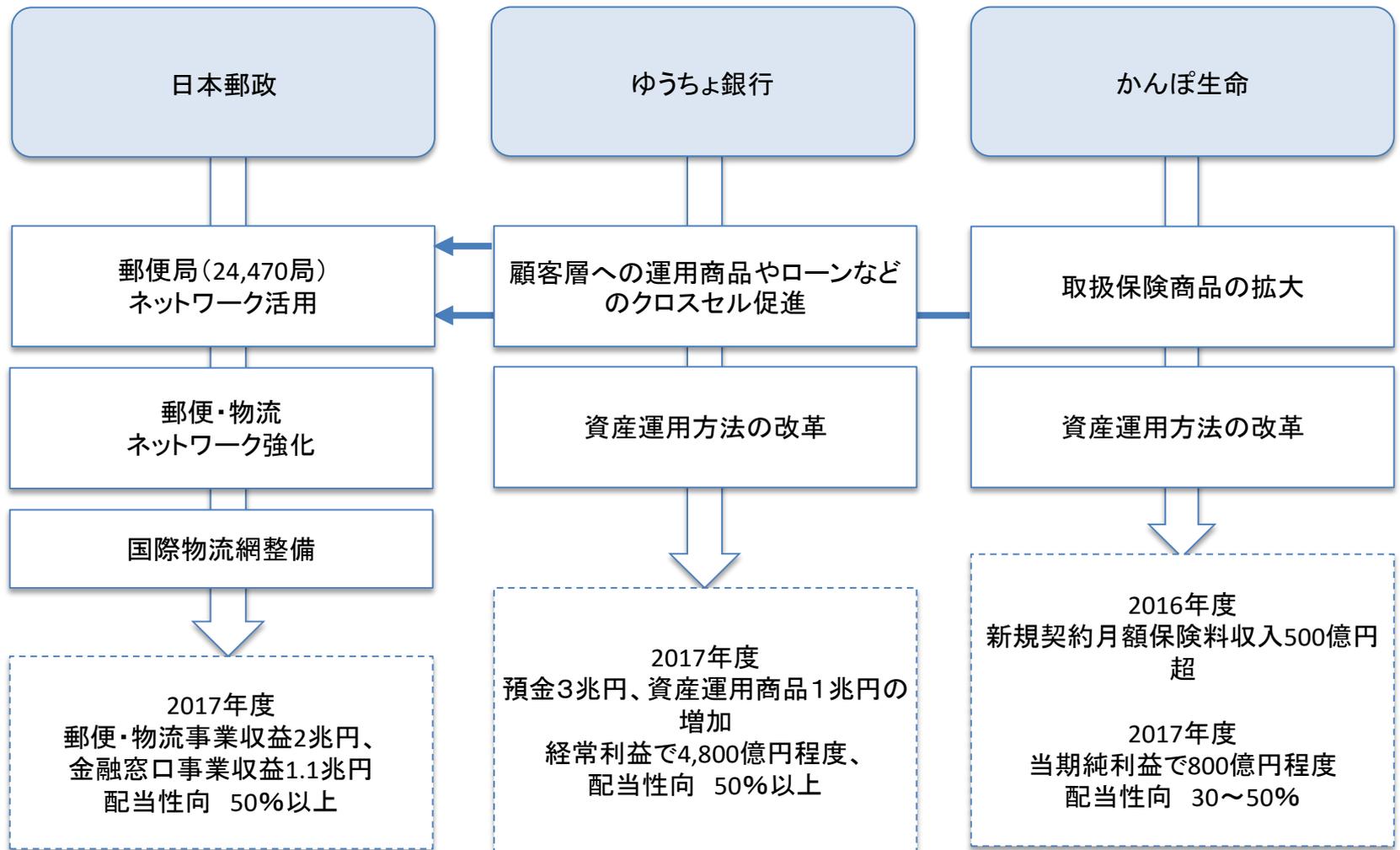
総資産が2014年度末で84.9兆円（保険会社間のシェアで23%以上）と業界で突出した存在となっているが、2位の日本生命62.2兆円（シェア17%）以下との差は縮小しつつある。保険料収入でもトップ（同、5.9兆円）だが、新規契約高では日本生命とは差のついた2位に甘んじている。これは郵政民営化法上取り扱う保険商品が限られているためだ。しかし、2500万人（中高年層中心）の顧客層を深耕する為にがん保険取扱いを強化したり養老保険や

終身

保険の加入年齢を引き上げたり、また若年層を開拓する為には学士保険に注力しており、2014年度には新規契約月額保険料収入が464億円だったものを、2016年度には500億円超を経営目標としている。また、資産運用においても外国証券や金銭の信託を合わせたリスク資産での運用シェアを高めており（2013年度2%→2014年度4%）、2017年度当期純利益で800億円程度の確保、配当性向30~50%を経営目標として目指している。

この中期経営計画の課題としては、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を行っていくことで、長期的な目標であるトータル生活サポート企業を目指していくとしている。

3社の成長戦略



IPOストーリーにおける留意点について

今回の3社IPOについては、3社包括して持続的な成長戦略を描くのは難しいかもしれない。例えば、金融子会社2社は、いずれ親会社保有株式が全株売却されることが郵政民営化法案で決まっている。そうなった場合、当然金融子会社2社は親会社である日本郵政の連結対象から当然外れるとともに、独立性が強まって窓口業務取扱手数料など利益相反する部分が増える懸念もある。ただし、今回の民営化IPOに関しては、当面、日本郵政は金融子会社株式を50%保有することを表明している。

また、3社とも組織や規模としては巨大で、日本社会のインフラ的機能を果たしている為に、次の様な社会の変化に伴うような構造的問題を抱えている。

【日本郵便】

電子メール普及などITC社会の進展で郵便物が減っていて、2008年度から直近まで年2.5%の割合で減少(2014年度182億通)している。この郵便事業の減少を、ゆうパックやゆうメールなどの物流事業で埋めようとして、

更にトール社を利用した国際物流事業への期待も高い。その為にも、物流拠点の整備や同システム・人員の確保とその効率的活用が課題となっている。また、窓口業務においても取り扱う金融商品が増加すれば、その為に必要な個人の販売上のライセンスも増えていくので同じく人員確保・社員教育の重要度も増す。

【ゆうちょ銀行】

日本最大の銀行であると共に日本最大の機関投資家であるが、郵政民営化法によってその業務に制約が課せられている。例えば、1顧客から受けられる預金等の額が制限されていて、通常貯金・定額貯金・定期貯金は、あわせて1,000万円。財形定額貯金・財形年金定額貯金・財形住宅定額貯金は、あわせて550万円。其々が上限となっている。また、民営化後の新規事業に対して、政府による認可制となっていて、収益性の期待できるローン事業も制限されている。例えば、相対による法人向け貸付や個人向け住宅ローンなどは、2012年9月に認可申請を行っているものの、まだ認可されていない。その為、業務収益に占める資産運用の比率が高いことも前章で触れたが、運用そのものも国債に偏ったもので国債金利が0.1%低下すれば、

650億円の減収要因となっていた。これを改善すべくリスク資産運用を強化していくのは、アベノミクスに沿った投資戦略かもしれないが、実際の運用者の確保やリアルタイムなリスク管理能力も課題となりそうだ。

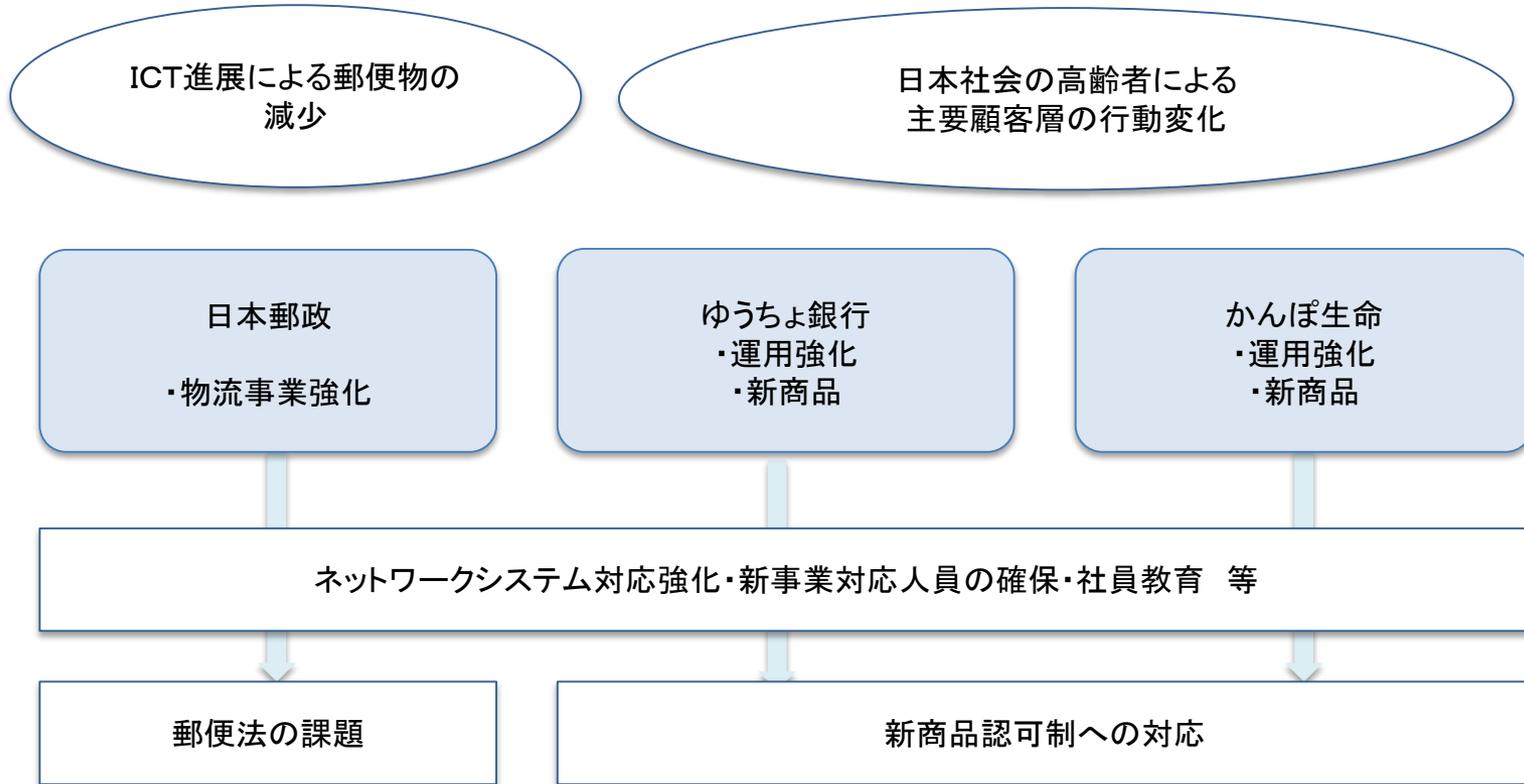
【かんぽ生命】

同じく郵政民営化法案によって業務上の制約が課せられており、1顧客あたりの基本契約の加入限度額（郵政民営化後）は、被保険者が満15歳以下のとき700万円、それ以上の年齢であれば1000万円（他に特例枠あり）、年金額の加入限度額年額90万円、特約保険金額の加入限度額1000万円等の上限が設けられている。また、2013年度に3500万件あった保険契約数は、顧客層の高齢化などから2017年度に向けては1割程度漸減していくことが想定されており、学士保険販売に注力することで比較的若い層の開拓を課題としている。加えて、機関投資家としては、ゆうちょ銀行と同様の課題を抱える。

3社に共通していえることは、日本社会における高齢化の進展による顧客層高齢化の影響が大きく影響していることだが、一方では郵便事業においては業法に守られ、銀行・保険業においては民業圧迫を理由に金融サービスを

制限されている現状が浮かび上がる。その様な現状の課題を解消していく方法として、日本郵政グループの目標であるトータル生活サポート企業があるのだろうが、実現のためには、政策的支援策も必要だろう。

3社の当面の留意点



それぞれの期待

今後の日本郵政グループの成長に関して、それぞれの立場から考えてみたい。

先ず、政府だが東日本大震災の復興財源確保と郵政民営化の進展という異なる政治目標の達成の為、国民・投資家・地方行政・経済界それぞれが納得する3社の成長ストーリーを描いていくことが求められている。

復興財源確保法では、4兆円程度の財源確保が目標とされているので、上場後の早い段階で3社の再売出しが後1~2回想定される。その為に必要なことは、3社の企業価値を早期に向上させることだが、現状の市場の注目点は次の様なものではないだろうか。

【日本郵政】

約2万4千の郵便局、約13万人(豪ツール社含む)の郵便・物流事業従事者、約10万人の金融窓口従事者などネットワークや社内資源を利用して国民の生活をサポート

するトータル生活サポート企業を目指すとしているが、そのビジネスモデル確立までの間、先ず減少する郵便の代替として物流事業を内外で強化し、郵便便局窓口で扱う金融サービス(商品)の増加を目指す。また、金融子会社2社は当面子会社状態を維持し、IPO時の企業グループの形が大きく変わらないことが前提だ。その中で、業法上で求められるユニバーサルサービスの責務をどの様に果たして行くか注目され、地方行政事務の受託や「みまもり」サービスなど地域社会でニーズの高い業務への取組みを、どの様に企業価値向上に繋げていくかのストーリー展開力も必要だ。

【ゆうちょ銀行】

巨大な運用資産を保有するだけに、現在の運用方針からの転換(リスク投資増加)のスピートが市場の注目となっている。これは、日本最大の機関投資家としての側面なので、本来は銀行業としての成長力が市場では問われるべきだが、現状は民業圧迫を避ける為に多くの業務が規制されている。この業規制の今後の緩和は同社の業務収益に大きな変化をもたらす可能性が高い。今年6月・7月に与党は預金限度額の引上げや住宅ローン等の新規業務の

認可に関する提言を政府に行っているが、現在は郵政民営化委員会において調査・審議中である。なお、日本郵政が1/2以上を処分した場合、新規事業に関する認可制が届出制に替わり、全株を処分した場合は、これらの規制（郵政民営化法8条、所謂上乗せ規制）は適用されない。

【かんぽ生命】

年々低下しているとはいえ保険会社としての総資産シェアは2014年度で23%もあり、ゆうちょ銀行と同じように巨大な機関投資家としての印象が市場では強い。但し、取扱い保険商品が限定されていることもあり保険契約高では、4.4%で5位（民営化前の簡易保険契約は、独立行政法人郵便・簡易保険管理機構で管理するが、その分を含めても9%強で4位）に留まっている。この為、現在の主力商品である終身保険の加入年齢枠の拡大や新たな保険商品の投入（要認可）などが必要となる一方、販売力強化の為に法人や職域などをターゲットにした直営店チャネルの整備や郵便局での販売支援の高度化が必要となっている。なお、日本郵政の保有比率に関する規制はゆうちょ銀行と同様。

一方、市場の期待は、巨大な時価総額の民営化企業3社が上場する為、インデックス運用を行う機関投資家にとって、インデックス運用への組み入れ・同業種間での他社株式との入れ替えなど予想され、これに沿った裁定取引なども発生する可能性がある。

また、アフラックとのがん保険販売強化の様に他の金融業から郵便局の金融窓口業務を販売チャネル強化の為に利用したいとのニーズも今後強まっていくことが予想され、郵便局ネットワーク全体の利用も他業種との提携が進んでいく中で進化していくのだろう。

今回の日本郵政グループ親子3社の同時上場は、日本市場にとっての初めての試みとなるが、この3社が現在果たしている社会的インフラ的機能を考えると、今後の同社グループの成長は、日本株式会社としての壮大な実験なのかも知れない。

日本郵政グループに対する期待

