

「日本郵政」株式上場の課題と企業価値の向上について

立原 繁*

1. はじめに 日本郵政株式上場の位置付け

日本郵政の株式上場は、一連の規制緩和路線から見て、民営化の最終局面であり、同時に純粋な民営化の始まりである。日本郵政グループは、持株会社の日本郵政と傘下の金融2社（ゆうちょ銀行、かんぽ生命）が2015年9月をメドに同時上場することを発表している。

郵政事業は、その経営形態を郵政省から郵政事業庁、日本郵政公社、そして日本郵政㈱と進化させて来た。しかし、日本郵政㈱が民営化したと言っても、その株式の所有者は財務大臣であり、100%所有していた。会社の所有者は株主である。社長のものでもなければ、経営者や従業員のものでもない。株主が会社の所有者である。その意味からすれば、今回の株式上場は、新たな株主が出現することから、純粋な民営化の始まりである。

日本郵政の株式上場に向けた制度改革は、2012年の一部改正法により行われた。その内容は、①会社体制の再編（5社から4社体制）、②新規業務規制の変更、③郵政民営化法の定義・目的の変更、④金融2社の株式処分の無期限化、⑤金融のユニバーサルサービス化、であった。

改正郵政民営化法の成立を受け、「政府が有する日本郵政株式会社の株式がその発行株式の総数に占める割合は、できる限り早期に減ずるものとする」とし、「日本郵政株式会社が保有する郵便貯金銀行及び郵便保険会社の株式は、その全部を処分することを目指し、できる限り早期に、処分するものとする」とした。

その後、東日本大震災復興措置法により、復興の財源確保の観点から、「財源を確保するため、日本郵政の株式について、できる限り早期に処分するものとする」との目的条件が付き、復興推進会議において、「震災復興財源のうち、4兆円を日本郵政の株式の売却収入により充てる」ことが検討・決定された。

これらの状況を受け、2013年10月に公表された「郵政グループビジョン2021」においても、日本郵政株式会社の早期の株式上場を目指すことが記載された。

その内容は、

①日本郵政株式会社の株式について、東日本大震災に係わる復興債の償還財源に充てることが定められており、「早期の上場」、「株式価値の最大化」が求められている。

②コンプライアンス水準の向上、経営管理の高度化等ガバナンスの強化を図るとともに、既

* 東海大学観光学部観光学科

投稿日2014年9月30日 受理日2014年12月10日

存3事業の改革、戦略的な投資、新規事業への進出等により新たな成長戦略を描くことにより、投資家に評価される魅力的な企業グループになることが必要。

③日本郵政株式会社の「早期の上場」、「株式価値の最大化」を実現することは当グループの責務、
などであった。

2014年3月には、日本郵政より中期経営計画が策定され、事業の成長戦略が発表されると同時に、日本郵政の早期株式上場が打ち出された。同4月には、財務省財政制度等審議会国有財産分科会で、具体的な日本郵政の株式上場についての議論がスタートしていたところである。

日本郵政としては、2015年9月を目途として、株式市場及び業務の状況等を踏まえつつの上場を目指し、日本郵政の株式の上場が成功する体制の整備が求められている。西室社長のコメントからも、「2015年9月の上場」を目指し、上場会社としての体制造りを急いでいる。

2. 日本郵政と上場基準

株式の上場とは、証券取引所において株式を自由に売買されるようになることであるが、投資家保護の観点から「上場基準」をクリアする必要がある。

東京証券取引所における上場審査基準は、主な形式要件として、①株主数 2200人以上、②流通株式数 2万単位以上、③時価総額 250億円以上、④連結純資産の額が10億円以上、⑤最近2年間の利益の額の総額が5億円以上であること、⑥時価総額が500億円以上、⑦最近2年間の財務諸表等に「虚偽記載」がないこと、などである。また、主な実質要件としては、①継続的な事業を営み、かつ、安定的な収益基盤を有していること、②事業を公正かつ忠実に遂行していること、③コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され、機能していること、④企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること、などである。

日本郵政においては、上記の基準を概ねクリアしている状況である。しかし、上場企業として、増益基調である必要はないが、安定した収益を確保できる企業である必要がある。また、上場企業としての適切なコーポレート・ガバナンス及び内部統制推進体制の強化を行うことが必要となる。

また、上場審査基準には親子上場関連の基準もある。それらによると、「東京証券取引所の審査基準において、子会社の上場においては、親会社からの独立性の確保、親会社の開示の適正性(親会社の上場等)」が求められているところである。また、中核的な子会社の上場に当たっては、株式の新規公開による利益を二重に得ようとする事例等があることから、東京証券取引所は慎重な考え方を発表していた。これらは、日本郵政の場合、金融2社の株式売却の「時期」の問題と係わって来たためである。日本郵政のほとんどの部分の資産を持つ金融2社を傘下に持ったまま、日本郵政の株式売却を行うことになると、様々な問題点を持つことになっていた。つまり、最初に日本郵政の上場、その後に金融2社の株式売却を行うことになると、日本郵政の株式売却を行う時には、すでに金融2社の株式売却の情報を投資家に知らさなければならなかった。そうしなければ、日本郵政の株式を購入した投資家が後々、大きな損失を被る恐れが

あるからである。日本郵政が、金融2社の同時上場に傾いたのは、この観点からであると思われる。

事実、東京証券取引所は、「中核的な子会社の上場についての通知」として、以下のコメントを出していた。「中核的な子会社の子会社上場は、証券市場において実質的には新し投資物件であるとは言えず、また、上場している親会社が企業グループの中核事業を担う子会社を上場させて新規公開に伴う利益を二重に得ようとしているものではないかと考えます。このような状況から、例えば、事業ドメイン（事業目的・内容・地域等）が極めて類似している子会社や、親会社グループのビジネスモデルにおいて、非常に重要な役割を果たしている子会社、親会社グループの収益、経営資源の概ね半分以上を超える子会社などのいわゆる中核的な子会社の上場については各企業グループ、子会社の事業の特性、事業規模、過去の業績の状況、将来の収益見通し等を総合的に勘案しながら、慎重に判断していくことといたします。」

日本郵政の株式上場のメリットとしては、①今後の資金調達の円滑化・多様化、②企業としての社会的信用力の知名度の向上、③社内管理体制の充実と従業員の指揮の向上、④政府による日本郵政株式売却の円滑化・手段提供、⑤規制緩和により新規事業進出が容易になること、などである。一方、デメリットとしては、①有価証券報告書の提出や適時開示の体制が求められる、②株式事務、上場経費、情報公開などのかかるコストの発生、③買収のリスク、などである。

3. 日本郵政の企業価値

株式を上場と言うことは、上場時点で市場が決めた株価が決まることであり、その時点で企業価値が決まることを意味する。では、日本郵政の企業価値はどのくらいなのであろうか？

（1）企業価値の測定方法

企業価値とは、企業が持つ事業の価値を金額で表したものを言う。企業の事業実体がつかみにくく、営む事業の特性に応じた評価が必要となることから、企業価値を一義的に決めるところは非常に難しいことである。

一般的に企業価値の計算方法としては、過年度の蓄積を基礎とする①コスト・アプローチ、将来の収益性を基礎とする②インカム・アプローチ、実際の売買市場で成立している類似企業の株価を基礎とするマーケット・アプローチの3種類が挙げられる。

①コスト・アプローチ

企業が持っている資産価値を基礎とする計算方法である。例えば、当該企業を精算して持っている資産を売却したらいくらになるかと言う考え方である。これは、貸借対照表の資産合計に近い考え方である。しかし、実際の資産の売却価値とは大きく異なることもあり、売却時の市場状況によって差異が見られることもある。

②インカム・アプローチ

企業の本来の使命は、保有している資産を活用して、そこから新たな価値（付加価値）を生

み出すことである。この観点から企業を「継続的に価値を生み出すプロセス」と定義づけ、今後当該企業が生み出すであろう付加価値を基礎とする計算方法である。

具体的には将来の業績を予測し、毎年生み出される新たなキャッシュ（フリーキャッシュフロー）を現在価値に引き戻しその総額を企業価値とするものである。

③マーケット・アプローチ

既に証券市場で売買されている企業の株式について、それが当該企業の価値を体現していると考え、株式の時価総額と負債の金額を合わせて企業価値とするものである。上場されていない企業については、同業種の上場企業を参照して、その指標（ROA、ROE、純資産キャッシュフロー倍率、EV／EBITDA 倍率等）を参考にして企業価値を類推する方法がとられる。

それぞれの計算方法には長所・短所があり、一つの方法で企業価値を測ることは現実的ではない。目的により各方式を組み合わせる算出することが多く、複数の評価手法をブレンドして企業価値を算出することが一般的である。

（２）日本郵政グループの企業価値

では、日本郵政グループの企業価値はそれぞれのくらいなのであろうか？

日本郵政グループ（連結）での財務内容を見ると、経常収益：16兆6614億円、当期純利益：4689億円、総資産：292兆1265億円、純資産：10兆9353億円である。コスト・アプローチ的に純資産でみると、およそ11兆円である。

また、2012年3月末時点での各社の純資産でみると、（旧）郵便事業会社が1870億円、（旧）郵便局会社が3007億円、ゆうちょ銀行が9兆8181億円、かんぽ生命が1兆2920億円である。

インカム・アプローチ的な視点でみると、各事業とも縮小傾向にあるため、その評価はコスト・アプローチでみるよりも評価は下がるものと思われる。また、マーケット・アプローチは、日本郵政が他に類例を見ない3事業（物流・金融・保険）を傘下に持っているため、導入して評価するには困難性がみられる。

このような中、2012年2月に京都大学経済学部の藤井教授のグループが、「郵政事業の財務分析と企業価値評価」をまとめ、公表した。この研究の分析対象は、日本郵政グループ（連結）、ゆうちょ銀行、かんぽ生命で、それぞれの企業価値推定をモデル分析により行ったものである。ゆうちょ銀行の比較対象として、三井住友フィナンシャルグループとみずほフィナンシャルグループ、三菱UFJフィナンシャルグループ、かんぽ生命の比較対象として第一生命株式会社であった。このリサーチは、財務諸表分析を、収益性分析、生産性分析、安全性・リスク分析の3つに分類して実施された。

その結果、

①企業価値は、日本郵政グループ（連結）が6～8兆円、ゆうちょ銀行が3～6兆円、かんぽ生命が1.2兆円～1.8兆円と推定された。

②かんぽ生命以外の推定値は純資産を下回る金額であり、当該各事業が資本コストに見合った利益を獲得できていないことを示唆した。

③ユニバーサル・サービスの維持と株式上場の両立を図る上で、ガバナンスの強化が避けて

通れない課題，などとした。

現在の我が国の主な企業の企業価値（時価発行総額：2015年1月20日現在）の上位10のランキングは，1位 トヨタ自動車20.5兆円，2位 ソフトバンク9.1兆円，3位三菱 UFJ フィナンシャルグループ 8.8兆円，4位 NTT ドコモ 7.8兆円，5位 JT 7.4兆円，6位 NTT 7.1兆円，7位 ホンダ 6.4兆円，8位 三井住友フィナンシャルグループ 6.1兆円，9位 KDDI 5.3兆円，10位 みずほフィナンシャルグループ 5.0兆円である。

すでに民営化を果たした JR 東日本は3.1兆円の22位，生命保険会社で株式会社化した第一生命が1.5兆円の62位，日本郵便のライバル会社であるヤマトホールディングスは0.96兆円の99位である。

前記の研究報告の結果を上記のランキングに当てはめると，日本郵政の企業価値は，日本で3位から8位前後に位置し，ゆうちょ銀行はメガバンクである三菱 UFJ フィナンシャルグループや三井住友フィナンシャルグループとほぼ同ランクに位置するものと思われる。かんぽ生命も同業種の第一生命とほぼ同じにランキングされる。

4. 欧州3カ国（イギリス，ベルギー，オランダ）の株式上場の事例

（1）イギリス・ロイヤルメールの事例

ロイヤルメールはイギリス国内におけるユニバーサルサービスを提供しており，配達日は曜日と祝日を除く毎日，ファーストクラスメールは翌日配達を行っている。2013年時点で，ロイヤルメールは，年間181億通の郵便を運び，全土に11780の郵便局を持ち，営業収入は7400億円（1ユーロ＝130円として），当期利益880億円に達している。従業員は17万5000人である。

キャメロン政権は2011年に「郵便サービス法」を成立させた。この法律が現在のロイヤルメールの経営基盤の基本となっている。その様相は以下の通りである。

- ①ロイヤルメールを完全民営化する。ロイヤルメールに最大90%までの民間資本の導入を可能とする。
- ②ロイヤルメールの民営化の際には，10%の株式を従業員に与える。
- ③ロイヤルメールの年金における負債および資産はすべて政府に移管する。
- ④ポストオフィス（郵便局ネットワーク）は，政府が全株式を保有し国営のままとする。10年間はポストオフィスにユニバーサルサービス事業者であることを保証する。
- ⑤ポストオフィスは政府の管理下のもと，将来，協同組合を目指す。
- ⑥新たな規制体として，監督官庁をポストコムからオフコムへ変更する。ポストコムは廃止する。ユニバーサルサービスの提供に関する許認可をオフコムが負うこととする。

この法律を受け，2012年3月にオフコムが新しい規制の枠組みを導入した。これにより，ロイヤルメールが持続的なユニバーサルサービスが出来るように，郵便料金の価格設定に際して，

ロイヤルメールに価格決定（インフレや需要動向の指数による決定方法）の柔軟性を与えるに至った。

新しいオフコムの規制の結果、ロイヤルメールの信書便の価格は2012年に引き上げられ、40ペンスであった第一種郵便は60ペンスになり、2014年3月末にはさらに2ペンス値上げされる予定である。36ペンスであった第二種郵便は50ペンスに引き上げられ、さらに2014年3月末に53ペンスとなった。

2011年の郵便サービス法の改正により、ユニバーサルサービスの確保を競争促進に優先することに決定した。同時にオフコムはロイヤルメールに対して規制緩和（料金、業務等）を実施し、規制対象サービスはセカンド書状（営業日3日以内の遅い配達）と小包郵便のみ（収益ベースでは規制対象サービスが従来の80%から5%に）とした。また、この法律により、英国政府がロイヤルメールの株式の売却が可能となった。2013年5月に、ロイヤルメールは2013年3月期決算を発表（営業利益率1.7%→4.4%）時に、モヤ・グリーン最高経営責任者（CEO）は「信書の量が減少する中、ネット販売に支えられた小包事業に経営資源を再配分するため、外部からの資本の調達が必要不可欠である」との表明を行った。その後、7月に英国政府はロイヤルメールの株式売却計画を下院に報告し、2013年10月15日にロンドン証券取引所への上場が決定した。

ロイヤルメールは、このIPOに関する「投資家への訴求ポイント」として、①ユニークなネットワーク、強いブランド、優位な市場地位、②明快な成長戦略（小包、イーコマース）、③オペレーションの改革による利益率の向上、④ユニバーサルサービスの持続可能な規制の枠組み、⑤社員との協力的な関係、⑥顧客重視のビジネス戦略とオペレーション、⑦現経営陣による重点的でコミットした経営、を表明した。

上場による新規公開の具体的内容を決定するブックビルディング（期間9月27日～10月8日）は、①仮条件レンジは、2.6～3.3ポンド、②売出時の株主資本の40.1～52.2%に相当する4億1百万～5億22百万株を売出、③売出株数の15%までがオーバーアロットメントの対象、④総株数の10%を従業員に無償交付、とした。

ブックビルディング終了後の10月10日にIPOの条件が決定（政府発表）し、①売出価格は3.3ポンドに決定（売出価格ベースの時価総額は33億ポンド）、②発行株数の52.2%を売り出すことに決定、③売却額は19億80百万ポンドの見込み、④売出株数の67%を機関投資家、33%を個人投資家に割当、とした。

機関投資家の申込倍率は20倍以上、個人投資家の申込倍率は約7倍であった。個人投資家の95%（69万人）に株式を割当（1人あたり227株、749.1ポンド）た。このIPOは、2013年の世界のIPOの中で3番目に大きな規模であった。欧州のIPOとしては最大規模で、英国の個人投資家向け販売では1996年以来最大規模であった。

2013年10月15日、ロイヤルメールはロンドン証券取引所に株式を上場した。上場初日の終値は「4.8900ポンド」であった。この価格での時価総額は48.9億ポンド（約777億円）で、売価「3.3000ポンド」（時価総額33億ポンド）を大きく上回るものであった。その後、現時点（2015年1月7日）の終値が「5.9000ポンド」であり、株価は上昇を続けている。

今回の IPO に際して、特徴的な現象は「従業員株式保有制度」が実施された点である。その様相は以下の通りである。

①発行済株式数の10%を従業員に無償で割り当てる。役職や給与水準にかかわらず均等に割り当てる。パートタイム勤務者には勤務時間に比例した配分を行う。

②この割当を受けるのは、英国内のユニバーサルサービス提供企業の従業員15万人が対象である。物流子会社 GLS（本社アムステルダム）の従業員は対象外とする。

③上場時の時価総額は48.9億ポンドで単純計算すると1人当たり3.2千ポンド（約51万円）相当である。

④上場時から3年間は売却不可とする。5年以上の保有者又は適格な退職者には課税上の優遇措置がある。

⑤対象株式は、他の株式と同様の議決権を持ち、同等の配当を受領できる。

ロイヤルメールの15万人のフルタイム又はパートタイムの従業員が株式を受け取る資格があったが、受け取りを拒否した従業員は372人で全従業員の0.5%であった。2013年度、受け取る資格のある従業員に対してそれぞれ613株（3000ポンド相当）づつが無償提供された。元々の計画では従業員1人あたり725株を提供する予定であったが、株価の上昇のため税務局が許容している1会計年度に与えられる許容を超えたため、残りの112株は2014年度に提供された。

無償提供された株式は、「ロイヤルメール・シェア・インセンティブプラン」で信託されている。その他に、一般公開された株式を優先的に購入する権利も与えられており、1人当たり1万ポンドまでこの権利を行使して購入可能である。

これらの株式には当然のことであるが配当金を受け取る権利があり、ロイヤルメールは前会計年度の配当として1億3300万ポンドを支払うこととなっている。ロイヤルメールとしてはブロードな配当性向を目指していることから、今後この配当性向が上昇する事が見込まれている。

ロンドン証券取引所では、民間もしくは機関投資家はその対象企業の発行済株式の4%以上を取得した場合には、それを開示しなければならないことになっている。ロイヤルメールの場合、その域を超えた投資家は2つの機関である。

一つが「チルドレン・インベスト・ファンド」（英国）で、現在4.85%の株式を所有している。最大5.8%まで所有していたが、2014年1月に4.85%まで減らしている。「物言う投資家」としてロンドンではその名が知られており、「今後、効率性を上げたり、事業の一部の売却するように圧力がかけられる可能性がある」と、ロイヤルメールの会長のドナルド・オブライアンがインタビューで答えている。

もう一つは「GIC プライベート・リミテッド」で、シンガポール政府投資会社である。現段階で4.1%の株式を所有している。

(2) ベルギー・bPost

欧州郵便指令を基にベルギー政府は、2011年1月にベルギー郵便市場の完全自由化を実施した。同国最大の郵便事業者であるベルギーポストは社名を「bPost」に変更し、ユニバーサルサービス提供者の位置付けである。

2000年に公法上の有限責任会社化し、2006年にベルギー政府がベルギーポストの段階的・部分的民営化を決めた。その際の株式の所有者となったのが、CVC というプライベート・エクイティの会社と、当時欧州で最優良郵便事業体と言われていたデンマークポストとのコンソーシアム（共同）であり、ベルギーポストの援助者的存在であったと言われている。

その過程で、ベルギー政府と投資家の間での合意として、一つは個人投資家と政府、両方の取締役が取締役会のメンバーになるという明確なガバナンス体制と、もう一つは、当時としては最善の選択肢と考えられた個人投資家のエジェクト、IPO という選択肢であった。

実際に IPO は2013年に実施されることになるが、それはすでに2006年に決定された合意を実施したものであった。そのため、bPost の上場の際にはベルギー政府の持株は売却されず個人投資家の持ち分のみが公開されたものであった。

bPost は、2013年6月21日、ブリュッセル証券取引所に上場した。bPost の株式上場は、ベルギーにおいて2007年以来最大規模の上場であり、2011年以降で、ブリュッセル証券取引所で最初の上場でもあった。

上場前の bPost の株式の株主構成は、ベルギー政府が50% + 1 株、CVC ファンドが50% - 1 株であった。これは、法的に「ベルギー政府は、直接的又は間接的に50% + 1 株の保有割合の維持義務」があるからである。したがって、今回の IPO は、CVC ファンドの持ち分のうちの32.20%を市場において公開する形で行われたものである。上場後の株主構成は、ベルギー政府50% + 1 株（SFPI・ベルギー政府投資会社25.87%、ベルギー政府24.13%）、一般投資家32.20%、CVC ファンド17.80%となっている。

この上場に際して、2010年にはIPO プロセスが開始されている。グローバルコーディネーターの選出などが行われ、投資家への訴求ポイントとしては、①手紙と小包事業への重点化による利益成長（特に2009年からの営業収益は毎年二桁成長を達成）、②適切な規制の下で安定した郵便市場での主要な地位、③優れた経営実績を誇る経営陣、④継続的なコスト削減の余地（2003年社員数40024人→2012年社員数25705人へ）、⑤潤沢なキャッシュフロー、等であった。

bPost の上場時の売出価格は1株当たり14.50ユーロ（約2030円）で、IPO 時の募集総額は812万ユーロ（約1136億円）、IPO 時予想時価総額2900万ユーロ（約4060億円）であった。

この IPO において、特徴的だったことは、「従業員向け株式割当購入制度」（総株式の0.5%を限定。売出人が割引額の費用を負担。購入株式は2年間の譲渡制限。）があった点である。これは、bPostの全従業員に対するもので、売出価格の16.67%割引で株式の購入が出来るものであった。

英国のロイヤルメールでは従業員に対して無償提供分があったが、ベルギーでは、すでに「プロフィット・シェアリング」と言う制度が確立されており、1会計期間の利益の5%を従業員に還元することになっており、無償の提供は実施されなかった。

この割引購入の制度は、会社の職位によって購入額を制限した。上級経営者層が購入出来る最高限度額は10万ユーロ、中堅の経営者が2万5000ユーロ、一般社員が5000ユーロまでであった。

株式の配当金に関しては、2006年～2013年までの間は利益の100%を配当金としていた。持ち株の割合に応じてそれぞれベルギー政府と個人株主が受け取っていた。2013年の IPO の直前に例外的にベルギー政府と CVC に配当金が支払われ、bPost は株式公開に際して、毎年純利益の85%を配当金として株主に還元することを約束している。

（3）オランダ・PostNL

オランダ郵政は、1989年に当時の通信省が「KPN」として民営化したことから、郵政の自由化路線を歩むことになる。1994年に第1回目の株式上場が行われ、30%の株式を売却し上場が行われた。続いて1995年に第2回株式上場スケジュールが挙行され、加えて25%の株式が売却された。この資金を基に、1996年に TNT を買収し、1998年には郵便事業が TNT グループから TGP として KPN から分離（政府保有約44%）された。2006年にはオランダ政府が残りの保有株式を売却、2009年オランダ郵便事業は完全自由化となった。2011年に TNT が分離、PostNL が誕生した。現時点で、PostNL の株式は政府保有はゼロである。これは2006年に政府による特別優先株式の保有が違法であるとされたことから、政府が全株式を放出したからである。

PostNL の2012年の連結収益は5558億円（1ユーロ＝130円）、営業利益は169億円で前年比40.9%の減益である。郵便部門の収益は2996億円（5.1%減）、営業利益は111億円（63%減）で、減収の主因は郵便物数の急激な減少である。

オランダの郵便市場占有率は、宛名郵便の約90%弱のシェアを PostNL、残りの10%弱を「サンド」、残りの2%程を中小で分け合っている。PostNL とサンドは両社との全国ネットワークを持ち、そのネットワークを使って PostNL は週5日配達、サンドはダイレクトメール専門業者として、定期刊行物の配達を主に週2日の配達を行っている。サンドの郵便市場への参入は、所謂「クリームスキミング」的参入である。

ユニバーサルサービスの義務は、PostNLのみが負っている。郵便物の取り集めは最低1週間5日、例えば弔電や医療的な記録は1週間6日配達しなければならない義務がある。また、サービスの質の義務もあり、全郵便物のうち平均95%の信書は翌日に配達されなければならないことになっている。また、サービスポイント、ポストとしては最低でも2000ならなければならないことになっている。

また、事業者同士の相互的義務も負っている。週5日配達のネットワークにアクセスを提供しなければならない。郵便番号や宛名のデータ、郵便受けなどにアクセスを許容しなければならないことにもなっている。

オランダの郵便市場で最重要課題は、郵便物数の急激な減少である。一般的な予想では毎年10%~20%ずつ減少していくと言われている。

そのため、郵便価格についての許容幅が大きくとられている。ユニバーサルサービスを提供するPostNLは、ユニバーサルサービス全体の価格として、最大前年度比11.1%までの利益を得られるように価格の上限が認められている。そしてまたこれは、インフレ率や郵便物数の減少、利益が多大の場合などによって毎年調整されることになっている。

郵便市場の自由化および郵便物数の減少の中、雇用条件が急激に悪化している。2005年にフルタイムの従業員が約20000人いたのが、2015年には3000人まで減少すると予想されている。それに反して、パートタイムの従業員数が2005年に6000人だったのが2015年には25000人にまで達すると言われている。2012年4月には会社側から全従業員の完全パートタイム化まで提案されている。

「自由化と郵便物数の減少」からの教訓は、ラストワンマイルに配達に関しては労働条件などが等しいということが担保されない限り競争モデルを導入してはいけないということである。そうしないと底辺での競争をし続けることになってしまうということである。

郵便物数が減少している中、人件費や高価なポストや郵便局などのインフラを抱えていることが出来なくなって来ている。ACMの見解によると、このままの状態では、近々にサービスポイントを半減しなければならず、現在2000のサービスポイントは先1000くらいにまで減らされるであろうし、ポストは現在16000~17000あるが、半分の8000位まで減らされる予定である。また、週5日の配達義務が、この先はおそらく3日になるだろうと考えられている。ユニバーサルサービスの定義が今よりも低いものになろうとしている。

5. 企業価値の向上と上場に向けての政策課題

現在、日本郵政グループを取り巻く経営環境は極めて厳しい。三事業の経営規模は縮小傾向（郵便物数：平成15年度から23%減、貯金残高：平成15年度から24%減、保険保有契約：平成15年度から43%減など）は止まらない。なお、低金利政策は継続中であり、新規事業の規制も緩和されないままである。

しかし、日本郵政グループは企業価値を向上できる大きな潜在能力を持っている。各業界トップクラスの企業規模（貯金残高：177兆円、かんぽ生命総資産：94兆円、不動産資産：簿価で2.4兆円、郵便物数191億通）とリアル全国ネットワーク（24500局の地域に根ざした郵便局、戸別配達ネットワーク、地域密着型のサービス、など）である。

このような中、日本郵政の上場は震災復興財源に充てられるなど社会的に意義のあることであり、政府が可能な限り高い価格で株式を売却できるように、日本郵政グループの企業価値の最大化を図っていくことが必要である。そのためには、日本郵政グループのそれぞれの会社が、株式を購入する投資家に高く評価される魅力的な会社にならなければならない。

そのためには、

- ①上場企業としての経営管理の高度化等のガバナンスの強化
 - ②内部統制上の問題点を改善し、コンプライアンス水準の向上
 - ③戦略的な投資、新規事業への進出等により新たな成長シナリオを描く
 - ④経営の効率化の推進や統合効果の具現化により、既存三事業の経営基盤の強化
 - ⑤金融2社の株式処分方針の明確化（処分の時期、日本郵政の株価への影響、ユニバーサルサービスの維持の手法、など）
 - ⑥金融2社に代わる収益源の確保の具現化・明確化・早急化
- などが求められるところである。

上場を目前に控え、日本郵政グループは、証券会社等と密接な情報交換を行いながら、上場審査上の課題の洗い直し、上述の課題の改善およびその運用を行って来ている。また、市場で高く評価していただくための経営努力を行っていくことで、少しでも高く日本郵政の株式を売却できりように努力しているところである。

金融2社についても、日本郵政上場後、すみやかに株式の売却を予定している。

今回の日本郵政の上場は、東京証券取引所にとって最も大型の上場である。最近の大型上場は、数年前に相互会社から株式会社化した第一生命であったが、その時の資金調達は約9000億円であった。日本郵政はその数倍の規模である。証券市場に与える影響も極めて大きいものと思われる。

また、金融2社についても、たいへん大型のファイナンスになる模様であり、金融市場や国債市場に与える影響も大きいものと考ええる。

日本郵政グループが魅力ある企業になることが最も重要であることは当然であるが、それぞれのの上場の時期、タイミング等、細心の決断が求められる。

参考文献

- 藤井秀樹、渡邊誠士、横山夏子（2014）「日本郵政の株式上場と企業価値推定」『公益事業研究』第66巻第1号、p1-p10。
- 日本郵政グループ（2014）『日本郵政グループ ディスクロージャー誌 2014』2014。
- 上野雄史（2014）「生命保険事業における企業価値、株式価値とは」『JP 総研 Research』第21号、

立原 繁

2014.

JP 総合研究所（2014）『日本郵便の「新たな価値」創造へ』2014.