

●政府保有株式の最大の上場 日本郵政グループが東証へ

今期 IPO の最大目玉となるであろう、日本郵政グループ 3 社が 9/10 に承認され、11/4 に東証 1 部へ上場する。日本郵政グループといえば、政府保有株式の最後にして最大の上場とも言われている。下記、財務省の平成 25 年度、政府保有株式の一覧を見る限り、日本郵政株式の政府保有総額は、13 兆 3,886 億円に上り、政府による株式保有他社と比較しても日本郵政の株式保有額が最も多いことがわかる。

また、現行法上、日本郵政の政府による株式保有義務は、1/3 超となっており、過去における政府の保有株式売出による上場といえば、9432 NTT、2914 JT 等が挙げられる。直近の各社の株主構成を見る限り、9432 NTT、2914 JT の政府保有割合は 33%前後であり、今回の新規株式上場（IPO）以降も、株式市場の影響を鑑みながら、数回に分けて日本郵政の政府保有分の株式が市場へ放出されるものと推察する。日本郵政は財務省が 100%の保有株主であり、今回の日本郵政の株式売却収入は、復興財源に充てるとしている。ゆうちょ銀行、かんぽ生命の上場は、郵政民営化の推進とグループ各社の経営の自由度を確保するための株式上場となる。

特殊会社名		総 額					(億円)
		現行法上の 政府保有義務	政府保有義務分等を除く				
				うち一般会計	うち特別会計		
東京メトロ	(注 3)	2,380	-	2,380	-	2,380	国債整理基金
日本郵政	(注 3)	133,886	1／3超	89,257	3,570	85,687	国債整理基金
中部国際空港		333	-	333	-	333	社会資本整備
成田国際空港		2,423	-	2,423	242	2,181	社会資本整備
商工中金	(注 4)	1,542	-	-	-	-	
日本政策投資銀行	(注 4)	26,100	-	-	-	-	
高速道路6社		5,058	1／3以上	3,249	2	3,247	社会資本整備
JT	(注 3)	21,600	1／3超	-	-	-	
NTT		22,760	1／3以上	2,031	-	2,031	財政投融资
日本政策金融公庫		45,077	総数	-	-	-	
国際協力銀行		23,413	総数	-	-	-	
新関西国際空港		5,604	総数	-	-	-	
産業革新機構		8,064	1／2以上	3,834	-	3,834	財政投融资
農林漁業成長産業化支援機構		292	1／2以上	137	-	137	財政投融资
海外需要開拓支援機構		295	1／2以上	105	-	105	財政投融资
その他(4社)		240		116	116	-	
合 計		299,073		103,870	3,931	99,939	

(注1)単位未満を切り捨てているため、計において一致しない場合がある。

(注2)総額については、平成25年度末台帳価格。

(注3)東京メトロ株式、日本郵政株式及びJT株式については、復興財源確保法において、その売却収入を復興財源に充てるとされている。なお、JT株式については、平成25年2月・3月に売却を実施。

(注4)株式会社日本政策投資銀行法及び株式会社商工組合中央金庫法により、平成26年度末を目途として、政府保有株式の保有・処分の方針を検討し、必要な措置を講ずるまで、株式を売却しないとされている。

※ 上記のほか、エネルギー対策特別会計において旧石油公団から承継した株式6,702億円を保有（INPEX株式：3,707億円、JAPEX株式：667億円、その他非上場株式：2,327億円）。

出所：財務省 政府保有株式

日本郵政グループ 3 社、同時の株式上場

今回上場の日本郵政グループには、3 つのグループ会社が存在する。

日本郵便、ゆうちょ銀行、かんぽ生命である。日本郵政は持株会社としての機能を有し、傘下に郵便、物流事業、金融窓口事業を担う「日本郵便」、次に、貯蓄額では国内最大の銀行である「ゆうちょ銀行」。最後に、生命保険業務に従事する「かんぽ生命保険」で構成される。うち、「日本郵政」、「ゆうちょ銀行」、

「かんぽ生命保険」の3社が同時に株式市場に上場する。これは親子関係にある3社を同時に上場させるという我が国ではこれまで一度も採られたことがないスキームである。

東証の上場規則には、発行済株式総数の35%以上の流通が求められている。しかし、今回の株式の売出に関しては、市場の混乱を生じさせないための特例措置がとられる。郵政民営化の流れにおいて、日本郵便、ゆうちょ銀行、かんぽ生命保険は、日本郵政の株式保有比率を下げることで、名実ともに経営の自由度の拡大とグループの一体性や総合力の発揮等を視野に入れ、時期はまだ明確ではないものの、保有割合が50%程度になるまで段階的に株式が売却される予定である。日本郵政が全株式を保有する場合、金融2社が新規事業へ参入するためには政府の認可が必要である。しかし、日本郵政による保有比率を50%以下まで下げれば、届出制に緩和され、今後の事業展開が加速される。また、金融2社（ゆうちょ銀行、かんぽ生命保険）の株式売却による日本郵政の収入については、日本郵政グループの企業価値および株式価値の維持・向上のため、政府からの自己株式取得のための資金に充てるとしている。

政府は、保有する日本郵政株の売却と日本郵政からの自社株買いにより、復興財源を確保する。

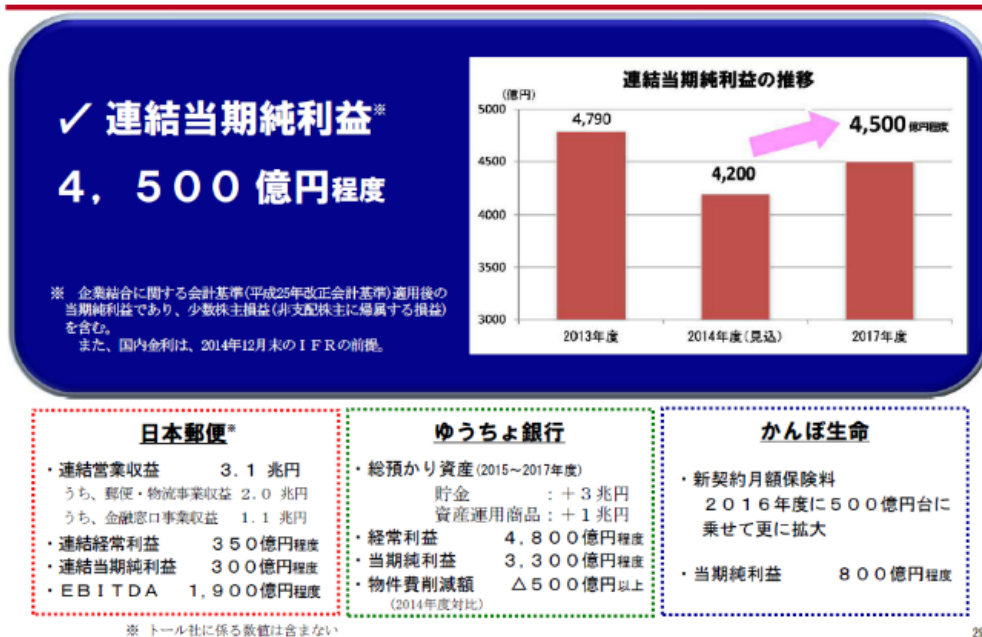
●中期的なグループ経営方針

本年4月に公表された日本郵政グループの中期経営計画である、「～新郵政ネットワーク創造プラン2017～」には、下記の3点をグループの経営方針としている。

1. 更なる収益性の追求。トータル生活サポートサービスの充実。
2. 生産性の向上。グループの持続的な成長・発展を目指した経営体力の強化。
3. 上場企業としての企業統治と利益還元。ステークホルダーとのパートナーシップの醸成。

中期経営計画からみる上場3社の成長戦略

3 - (1) 連結経営目標（2017年度）



日本郵政 2017 年度 連結当期純利益 4,500 億円、配当性向 50%以上を目指す。

日本郵政グループの持株会社。子会社に日本郵便と金融子会社である、ゆうちょ銀行、かんぽ生命保険を持つ。ゆうちょ銀行、かんぽ生命は国内最大の銀行、生保となる。国内 1,741 すべての市町村に計 24,167 カ所（2015/6 末時点）の郵便局を有し、全国に郵便・貯金・保険の販売網を持つことが強み。日本郵政グループとして、2017 年度連結当期純利益 4,500 億円程度、50%以上の配当性向を目指す。

日本郵便 M&A による成長戦略。

主に、郵便・物流事業と金融窓口事業の 2 つの事業セグメントに分かれる。2015/3 期の営業収益は 2 兆 8191 億円。郵便物の減少傾向が続く中、中小口営業の拡大、EMS（国際スピード郵便）などの取扱物数の増加、不動産事業（東京駅前に建設した JP タワーをはじめとする賃貸ビル事業等）の推進、提携金融サービスの拡充により、前期比 451 億円増。

一方、営業費用にかかる人件費と設備投資が負担となり、ゆうパック、EMS 等の取扱物数の増加に伴う人件費増、集配運送委託費増、次世代情報端末の全国展開等の投資に伴う経費増により、営業損益は前期比 363 億円マイナスの 106 億円。経常利益 220 億円、当期純利益は 154 億円。

本年 2 月には、国際物流事業における海外販路拡大のため、世界に拠点を有し、特にアジアでのプレゼンスが高い、オーストラリアの総合物流企業であるトール社を 65 億オーストラリアドル、日本円にして約 6,093 億円で買収を行った。中計によると、これをベースにグローバルでトップ 5 を目指すとのこと。トール社の買収に伴い、2016/3 期第 1 四半期連結貸借対照表においては、532,102 百万円ののれんを計上しており、今後 20 年間にわたり均等に償却することとしているが、事業環境や競合状況の変化等により、収益性が低下し、投資額の回収が見込めない場合は当該のれんについて現存損失を計上することである。

本年 4 月に公表された「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～」によるところ、2015～2017 年度の投資に関する基本的な考え方として、グループ投資予定額として、1 兆 9,600 億円を予定している。

金融窓口事業では、ゆうちょ銀行、かんぽ生命との一体運営による収益向上、サービス提供体制の強化、不動産、物販事業および提携金融サービス等による収益拡大を図る。2014 年 10 月以降、がん保険の取扱局は 3.3 倍に拡大し、販売額を底上げするとしている。

2017 年度の連結営業収益は 3.1 兆円うち、郵便・物流事業収益を 2.0 兆円、金融窓口事業収益を 1.1 兆円、連結経常利益 350 億円、連結当期純利益で 300 億円、EBITDA(税引前当期純利益+支払利息+減価償却費)1,900 億円を目指す。（トール社に係る数値は含まず。）

2-(3) ネットワークの拡大、機能の進化を支えるグループ戦略③ ～投資戦略～

2015～2017年度の投資の基本的考え方

- お客さま満足向上、営業力向上、業務効率化等の経営基盤強化に資するインフラ整備を推進
- 不動産開発プロジェクト（名古屋、博多）の推進
- 金融2社の株式売却収入を活用し、グループの成長に資する戦略的投資を実施

○ 2015～2017年度グループ投資予定額

2014年度 投資見込	施設・設備投資	システム投資	不動産開発投資	成長に資する 戦略的投資*	2015～2017年度 総額
3,900億円	6,700億円	4,200億円	700億円	8,000億円	1兆9,600億円

* トータル社買収に係る投資(6,200億円)を含む

【参考：2014～2016年度グループ投資予定額】

施設・設備投資	システム投資	不動産開発投資	ネットワークの高度化等に 資する投資	総額
5,500億円	4,900億円	1,000億円	1,600億円	1兆3,000億円

○ 2014年度の投資の取組状況

- 郵便局舎等改修、業務基幹系システムの刷新等、お客さまサービスと従業員満足の向上や業務効率化に資する経営基盤強化のための投資を順調に実施
- 大規模プロジェクトである札幌三井JPビルディング、大宮JPビルディングが8月に竣工し、営業開始
- 新たな物流拠点、コンセプトを明確化した郵便局オープン等、ネットワーク高度化を推進

出所：日本郵政グループ中期経営計画 2015/4/1 資料より抜粋

ゆうちょ銀行 2017年度 配当性向の目安 50%以上を目指す。

貯蓄残高 177.7 兆円で国内最大の銀行となる。郵政グループの金融子会社 2 社のうちの一つ。かんぽ生命と並び、日本郵政グループでの重要な収益源であり、最も身近で信頼される銀行として、総預かり資産の拡大、運用の多様化を推進し、安定的収益の確保を掲げる。

（参考：現時点で株式上場をしている銀行のうち、国内最大手の 8306 MUFG の預金残高は 124 兆円）

一方、ゆうちょ銀行の業務粗利益（銀行本来の業務から得られた粗利益）については、2015/3 期で 1 兆 6,347 億円。経常利益では 5,694 億円。ゆうちょ銀行は、2012 年 9 月に住宅ローンや貸し付け業務等、新規業務の申請を金融庁および総務大臣に対し提出。条件付きでの認可を得てはいるが、無担保、あるいは不動産を担保とした貸出業務は認められていない。よって、銀行との単純な比較はできものの、あくまでも銀行という立ち位置で比較をするならば、8306 MUFG の傘下である、三菱東京 UFJ 銀行単体では、2 兆 1,070 億円の業務粗利益、9,026 億円の経常利益（いずれも 2015/3 期単体ベース。会社開示のファクトブックより東京 IPO 調べ）を比較すると、収益性においては見劣りする。しかし、安定的な顧客基盤の構築による総預かり資産の拡大、役務手数料の拡大、本邦最大級の機関投資家として、適切なリスク管理の元で、運用の多様化を推進することで、ゆうちょ銀行は、2017 年度の配当性向の目安を 50%以上、（8306 MUFG は 2016/3 期会社予想での配当性向は、26.6%。但し、連結ベース。）とし、株主還元を重視した配当政策に注目をしたい。（参考：配当性向 50%以上の上場企業は 3,600 社中わずか 17.2% 程度。東京 IPO 調べ）

ゆうちょ銀行は、銀行業務のもう一つの収益の柱である資産運用において、国債が 52%を占める現在の安定的な債券運用から、国債をベースとしつつも一層の運用収益を確保するため、運用戦略を高度化

することを中期経営計画で触れている。ほかに、資産運用商品、ATM 提携、クレジットカード等の成長分野の役務手数料の拡大、コスト削減を中長期的な成長戦略の柱としている。現在、ゆうちょ銀行への預金制限は、一人 1,000 万までと定められているが、この制度の緩和次第ではゆうちょ銀行のみならず、銀行業界の流れが大きく変わる可能性があると思われる。

2017 年度経営目標：総預かり資産（2015 年度～2017 年度）貯蓄をプラス 3 兆円、資産運用商品プラス 1 兆円、経常利益 4,800 億円、当期純利益 3,300 億円、2014 年度対比で物件費削減額▲500 億円以上を掲げている。

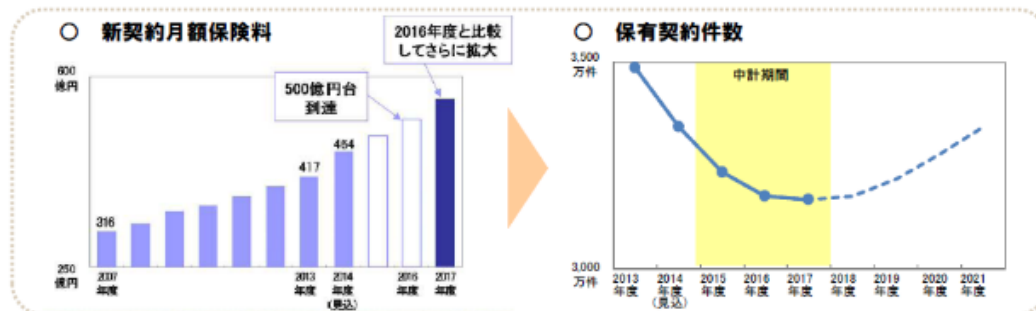
かんぽ生命 2017 年度 配当性向の目安 30~50%を目指す。

ゆうちょ銀行同様、日本郵政の 100%子会社。生命保険業を生業とする。簡保は 1916 年に当時の通信省において創設され、現在のかんぽ生命は、2006 年 9 月の郵政民営化法に基づき設立され、2007 年に簡易生命保険管理業務を開始した。2016 年度には簡易保創業 100 周年を迎える。全国の郵便局のネットワークのうち、20,076 局の窓口、簡易郵便局 624 局、かんぽ生命 82 支社で保険販売を行う。2015/3 期において、総資産 84 兆 9,119 億円。保険契約件数 3,348 万件、ソルベンシー・マージン比率（保険業法で定められた保険会社の健全性を示す指標）1641.4%。資産規模では、日本生命、8750 第一生命を上回る国内最大手の生命保険会社といえる。

2-(2) 事業の成長・発展のための戦略④ ～かんぽの保有契約底打ち・反転～

新契約の獲得により、保有契約を底打ち・反転

○ 2016 年度に新契約 500 億円台に乗せて更に拡大させることで 2017 年度以降の底打ち・反転を目指す



出所：日本郵政グループ中期経営計画 2015/4/1 資料より抜粋

販売チャネルの強化と保険の新商品開発、高齢者サービスの充実を戦略として打ち出しており、貯蓄性の高い養老保険が全体の多くを占めるなか、2013 年 7 月には日本郵政とアフラックの業務提携により、がん保険の販売や短期養老保険の開発（認可申請中）、養老・終身保険の加入年齢引上げ等により、減少傾向にある保険の契約件数を 2017 年度以降には底打ち、反転を目指す。また、資産運用業務においては、許容可能な範囲での運用資産の多様化を推進し、運用収益力を向上させる。2016 年度には、新規契約保

陰料を 500 億円台に乗せ、拡大する。当期純利益 800 億円、配当性向 30~50%を目指す。

生・損保業界が、少子高齢化の流れや外資、銀行などの異業種からの新規参入等の業界再編の脅威、そして、国内最大のかんぽ生命の民営化による動きにより、生・損保各社は、海外での M&A を積極化している。生保業界の M&A の例では、2014 年 6 月に、第一生命によるアメリカのプロテクティブの M&A、買収金額は 5,800 億円、2015 年 7 月には、明治安田生命により、米スタンコープ・ファイナンシャル・グループが 6,250 億円で買収され、同 8 月には、住友生命による米シメトラ・ファイナンシャルの M&A が 4,650 億円で実施されている。

●過去における政府保有株式の売出事例

1987 年 2 月の政府保有株式である 9432 NTT の上場をはじめ、過去において政府保有株式が市場で売出が行われた例を下記にまとめた。初値が公募価格を割り込んだ例として、2914 JT（日本たばこ産業）がある。但し、2914 JT は、IPO 時の初値は公募価格を割り込んだものの、2006 年 4 月に 1:5、2012 年 7 月に 1:200 の株式分割を行っており、この株式分割を考慮し、現在の株価を比較すると IPO 当時の株価の約 4 倍近く（9/14 株価終値ベースで試算）になる。また、直近は PBR で 2.5 倍、配当利回り 2.73%、配当性向 50.1%であり、資産株として、長期投資に適切な企業といえるのではないだろうか。2914 JT は、2013 年 3 月までに 4 度の売出を行っており、9432 NTT は 1987 年 2 月上場以降、2000 年 11 月 10 日までに 6 度の売出を行っている。

上場日	証券コード	社名	上場市場	公募価格	初値	騰落率(%)	調達金額（億円）
1987年2月	9432	NTT	東証1部	1,190,000	1,600,000	34.45	23,342
1993年10月	9020	JR東日本	東証1部	380,000	600,000	57.89	7,323
1994年10月	2914	JT	東証1部	1,430,000	1,190,000	-16.78	5,670
1996年10月	9021	JR西日本	東証1部	357,000	360,000	0.84	4,878
1997年10月	9022	JR東海	東証1部	380,000	385,000	1.32	4,859
1998年10月	9437	NTTドコモ	東証1部	3,900,000	4,600,000	17.95	21,255
2004年10月	9513	J-POWER	東証1部	2,700	2,795	3.52	3,748

郵政グループ 3 社の上場スケジュール

上場スケジュール

証券コード	社名	承認日	仮条件提示日	条件決定日	上場予定日	ブックビルディング 需要期間（日）
6178	日本郵政	2015/9/10	2015/10/7	2015/10/26	2015/11/4	15
7182	ゆうちょ銀行	2015/9/10	2015/10/7	2015/10/19	2015/11/4	8
7181	かんぽ生命	2015/9/10	2015/10/7	2015/10/19	2015/11/4	8

日本郵政の需要期間（ブックビルディング期間）は、他 2 社と比較して、7 日程度長い。
10/7 の仮条件提示日に、国内、海外の需要状況を鑑みて、株数に変更される可能性がある。

グローバルオフリング概要

今回の国内・海外、同時のグローバルオフリングの概要を下記にまとめた。

グローバルオフリング概要

証券コード	社名	発行済株式数	オフリング レシオ	総売出株式数	うち国内売出	うち海外売出	想定売価格	国内調達金額 (億円)	海外調達金額 (億円)	内外調達金額 合計 (億円)	時価総額 (億円)
6178	日本郵政	4,500,000,000	11.0%	495,000,000	396,000,000	99,000,000	1,350	5,346	1,337	6,683	60,750
7182	ゆうちょ銀行	4,500,000,000	9.2%	412,442,300	329,953,800	82,488,500	1,400	4,619	1,155	5,774	63,000
7181	かんぽ生命	600,000,000	11.0%	66,000,000	52,800,000	13,200,000	2,150	1,135	284	1,419	12,900
								11,101	2,775	13,876	136,650

オフリングレシオ 31.2%

内外比率 80.00% 20.00%

※価格および株数は、目論見書価格の推定ベースで試算。国内外での売出株数は、各社の価格決定日に決定される。

※内外比率＝国内、海外での資金調達比率

国内 80%、海外で 20%の資金調達（目論見書ベース推定）を予定しており、海外は適格機関投資家のみに販売される（144A ルールに基づく）。

オフリングレシオ（発行済株式数のうち、市場へ放出される割合）は、9.2～11%、3 社合計では 31.2%となる。郵政グループ 3 社の同時上場が与えるマーケットへのインパクトを鑑みたくえでの判断と考えられる。資金調達額は 1 兆 3,876 億円となり、過去には 9432 NTT、9432 NTT ドコモの 2 兆円を超える調達に次ぐ、大規模なファイナンスとなる。9437 NTT の上場は 1980 年代後半、バブルの絶頂期。当時の東証での 1 日当たりの売買代金と現在を比較すると、直近の東証 1 部における 1 日当たりの売買代金は 3 兆 4,000 億円程度（東証データより）であり、今回のファイナンスがいかに大きなものであるか、ということが想像できる。

郵政グループ 3 社の 2015/3 期実績と来期予想

2016/3期予想

証券コード	社名	経常収益(億円)	経常利益 (億円)	当期(四半期純利益) (億円)	EPS	1株当たり配当金	PER	PBR	配当利回り
6178	日本郵政	142,100	8,600	3,700	85.20	23.00	15.85	NA	1.70%
7182	ゆうちょ銀行	NA	4,600	3,200	85.34	25.00	16.40	NA	1.79%
7181	かんぽ生命	95,500	3,500	840	140.00	56.00	15.36	NA	2.60%

2015/3期実績

証券コード	社名	経常収益(億円)	経常利益 (億円)	当期(四半期純利益) (億円)	EPS	1株当たり配当金	PER	PBR	配当利回り
6178	日本郵政	142,588	11,158	4,827	107.26	11.13	12.59	0.40	0.82%
7182	ゆうちょ銀行	NA	5,695	3,694	89.58	49.26	15.63	0.45	3.52%
7181	かんぽ生命	101,692	4,926	813	135.54	40.88	15.86	0.65	1.90%

上場後の配当性向について、2018 年 3 月期末までの間は中間配当及び期末配当の合計額は年間の純利益の 50%以上を目安とする方針であるが、2016 年 3 月期については、期末配当のみを行うこととし、上場後期末配当基準日までの期間が 6 か月未満であることを考慮し、期末配当金額は 2016 年 3 月期の純利益の 25%以上を目安とする方針。

郵政グループ 3 社の 2015/3 期実績と来期予想

2016/3期予想 対前年比伸び率

証券コード	社名	経常収益(億円)	経常利益 (億円)	当期(四半期純利益) (億円)
6178	日本郵政	-0.34%	-22.93%	-23.34%
7182	ゆうちょ銀行	NA	-19.23%	-13.38%
7181	かんぽ生命	-6.09%	-28.95%	3.29%

郵政グループ 3 社より、9/10 に公表された来期の業績予想をみるところ、成長性には乏しいが、来期は

成長よりも中期経営計画を見据えた将来への投資の時期、変革の時期であると考える。成長が乏しい理由としては、日本郵政では、郵便局等の設備修繕費とは別に、これまでの投資不足による設備等の老朽化の改善、ゆうちょ銀行では、預金保険料の引き下げに伴う、預金保険料の減少が見込まれている。また、日本郵便へ支払う委託手数料が貯金残高の増加、投信販売額の増加等の影響により増えると想定されている。かんぽ生命では、保険契約の満期に伴う保有契約件数が減少することにより、保険料等収入が減少、資産運用収益の減少を予想しているとのことである。

銀行他社比

証券コード	社名	時価総額(兆円)	PER	PBR	配当利回り	配当性向
7182	ゆうちょ銀行	6	16.40	0.45	1.79%	50.0%
8306	MUFG	10.5	8.9	0.61	2.40%	26.6%
8316	三井住友FG	6.5	7.9	0.61	3.30%	26.2%
8411	みずほFG	5.8	9.0	0.53	3.20%	30.1%

生・損保他社比

証券コード	社名	時価総額(兆円)	PER	PBR	配当利回り	配当性向
7181	かんぽ生命	1.2	15.36	0.65	2.60%	50.0%
8750	第一生命	2.5	13.2	0.68	1.72%	25.9%
8725	MS&AD	2.3	14.2	0.74	1.94%	27.1%
8795	T&D	1.0	12.4	0.75	1.61%	21.3%

(注)PERは2016/3期会社予想、PBRは2015/3期実績で試算。

今回の郵政グループ 3 社同時の株式上場は、親会社の子会社上場のファイナンス事例として、我が国では例をみないうえに、あらゆる観点からみても話題性がある IPO といえるのではないだろうか。