

郵政民営化委員会第49回会議御参考資料

株式上場、国債市場、金融コングロマリットについて

2008年11月26日

野村資本市場研究所

淵田 康之

株式上場関連(1)

- 一般企業の上場と共通の留意点
 - ゴーイングコンサーンとして万民に認知されなければ上場のステイタスは得られない
 - 将来にわたる収益の安定性ないし成長性
 - それを実現する経営管理体制＝内部統制、ガバナンス
 - 以上を踏まえた社会的存在意義
- 一般企業の上場との重要な相違点
 - 内外からの高い関心＝ビッグイベント
 - 巨額の規模＝将来の資本市場、国民の資産形成に大きな影響
 - 国と多くの国民が短期的には利益相反関係
 - 国の資本市場に対する基本姿勢が問われる機会

株式上場関連(2)

- どういう上場が「成功なのか」
 - 国として高く売却できること？
 - 多くの国民が安く買えること？
 - 市場の評価に晒され、多数の外部株主のガバナンスが発揮される会社形態に円滑に移行すること
- 実態を正確に開示し、コミュニケーションし、実態を正確に反映する株価での上場
 - ビッグイベント→過大評価や過小評価にふれかねない
 - 夢や期待、魅力を強調するよりも、現実を晒し、冷静な投資判断がなされる環境を
 - 郵政民営化という国家百年の計の締め括りのあり方(上場への基本スタンス、タイミング、手法等々)が、巷の相場観で左右されることなく、投資家による企業価値への正当な評価に則した上場となるかどうかにより最も重きを置くべき
 - 短期の需給インバランスへの配慮は当然必要であるが、これは「執行」の問題

株式上場関連(3)

- 上場に向けて「実態」を良くしていくことは当然
 - ゴーイングコンサーンとしての評価の確立
 - 実態を正確に開示、コミュニケーションできる企業体となる
- 大きなポイントは、内部統制・ガバナンス、IR
 - 市場、外部株主を十分意識した経営への移行
 - 上場企業としての透明性、コンプライアンス
 - 例えば、グループ内企業とのアームスレングスな関係の確立等
 - 国有企業だったからこそ、一般民間企業の模範であるべき
 - 国際的にも関心を集めるイベント＝日本国の資本市場への哲学が問われる
 - 現状の日本企業のガバナンスのあり方には、内外の投資家より依然として批判の声＝今後、自主規制の強化や法改正も展望されていることを念頭に入れる必要
 - 現行規制をいかにクリアするかというより、ベストプラクティスは何かを追求する姿勢を

国債市場関連

- これまでのところ、大きな影響はないとの声
 - しかし大きな影響がないことは良いことなのか？良い意味で影響力のある存在となるべきではないか？
- 目指すべき方向性＝高度に洗練された運用を行なう国債市場の主要参加者
- そもそも洗練された投資家は、不用意にマーケットにインパクトを与えるような運用はしない
- 一方、マーケットの重要な参加者として、市場における正当な価格発見や市場機能の向上に寄与する役割を果たして行くのは当然
 - 例えば、日本の財政規律が緩み安易な国債増発に傾くような時には、それに見合うシグナルをきちんと発する役割を担うべき
- なお、現下の金融情勢の下で、資本市場全体からみた、ゆうちょ銀、かんぽ生命の投資家としての存在感は高まっている
 - 多様な投資家の存在が、資本市場には不可欠
 - 負債特性、顧客特性を踏まえた、堅実な運用姿勢を貫く投資家の存在は貴重

金融コングロマリット関連(1)

ビジネスの観点から見た金融コングロマリットのメリット、デメリット

メリット	デメリット
顧客のニーズの多様化、高度化への対応（ワンストップ・ショッピングの実現など） 収益力の強化（商品の多様化、業務範囲の拡大によるコスト削減、クロスセリング効果） 業務範囲の拡大によるリスクの分散・削減効果 情報通信金融技術の発達之恩恵を享受（経営管理コストの低下、金融機能のアンバンドリング、リスク管理手法の高度化・統合化） 経済のグローバル化への対応 ブランド戦略の展開	全ての取引を一つの金融サービス・グループに集約する場合、利用者はより有利な取引機会を喪失 業務の複雑化、巨大化による経営管理効率の低下 非上場子会社化により、個々の業務に対する株主や市場による外部からの経営チェック機能が低下 リスクの集中（グループ全体ではエクスポージャーが巨額となり、市場流動性が損なわれる事態となる場合等）、リスクの伝播の問題

- コングロマリットのメリットとされる点の幾つかについては、必ずしも資本関係を築くのではなく、業務提携をしていくことによっても享受できるとの指摘もある

金融コングロマリット関連(2)

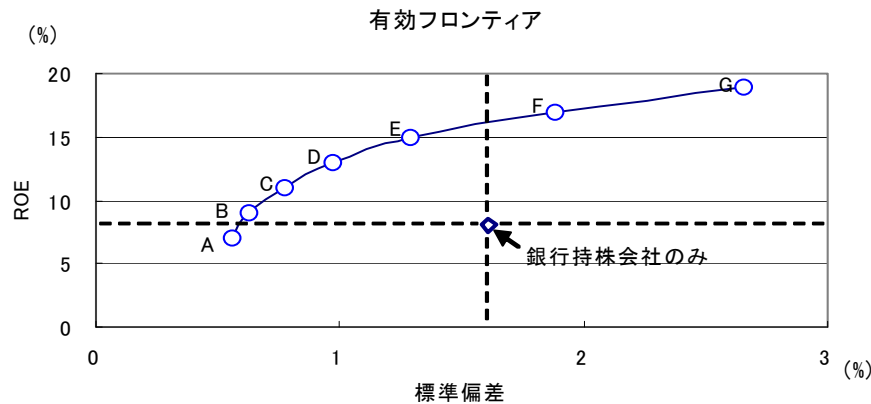
公共政策の観点から見た金融コングロマリットの留意点

健全性	複雑なガバナンス構造等を背景として、リスク管理が不十分となる恐れ 巨大であること、様々な分野・市場に参加していることから、システム全体に及ぼす影響が大きい リスク遮断が不十分であれば。例えば預金に対するセイフティーネットの効果が他の業務にも及ぶ 同一の資本が複数の異なるリスクへのバッファーとして使われる問題（ダブルギアリング、マルチプル・ギアリング）が生じたり、子会社の資本が親会社の負債発行により調達されている場合など、自己資本の過大評価となる可能性
投資家保護、利益相反、市場機能への影響	子会社の情報開示が限定的となる 融資回収に有利となるよう、融資先の証券発行を支援するといった利益相反の可能性 各種金融取引の内部化により、市場取引が減少し市場機能が低下しないか
顧客情報保護	業者間での情報共有の進展は、顧客の個人情報の流出やプライバシー侵害の恐れ
公正競争	市場支配力、企業支配力が過度に集中しないか、優越的な地位の濫用による不公正取引が行われないか（抱き合わせ販売など） 規制のアービトラージが生じないか
以上に関する監督体制、クロスボーダーの課題等	金融コングロマリットに対応した監督体制が導入されているか。各国間で監督・制度の整合性や協調が実現しているか

金融コングロマリット関連(3)

非金融ビジネスも含めた分散効果＝米国の1994～2004年のデータを用いた機械的計算例

- 目標ROE: 7%(ポートフォリオA)、9%(ポートフォリオB)、11%(ポートフォリオC)・・・、19%(ポートフォリオG)の場合の業種ミックス
- 銀行持株会社単独の場合 ROE: 8.1、標準偏差: 1.6



	A	B	C	D	E	F	G
農林水産業	4.16	2.84	1.66	0.21	0	0	0
鉱業	5.01	3.26	1.70	0.00	0	0	0
建設業	2.96	7.58	11.71	16.07	30.28	54.33	81.12
製造業	2.04	2.83	3.53	4.21	1.82	0	0
運輸業	0.97	0.76	0.57	0.32	0	0	0
卸売業	10.25	16.36	21.82	27.32	26.25	8.13	0
小売業	11.41	19.79	27.26	34.91	41.67	37.53	18.88
ノンバンク	50.11	31.94	15.75	0	0	0	0
銀行持株会社	12.11	13.85	15.40	16.59	0	0	0
非金融サービス	0.99	0.79	0.61	0.38	0	0	0

銀行業＋他業態の組み合わせの効果

	各業態との結合比率(%)						
	0	10	25	50	75	90	100
機械製造							
平均ROE(%)	8.14	8.47	8.97	9.81	10.65	11.15	11.49
標準偏差(%)	1.61	2.03	2.84	4.33	5.90	6.85	7.48
変動係数 (標準偏差/平均)(%)	19.73	24.01	31.62	44.16	55.35	61.38	65.13
自動車製造業							
平均ROE(%)	8.14	7.95	7.66	7.19	6.72	6.44	6.25
標準偏差(%)	1.61	1.82	2.31	3.34	4.47	5.17	5.65
変動係数 (標準偏差/平均)(%)	19.73	22.94	30.19	46.46	66.58	80.40	90.41
総合小売業							
平均ROE(%)	8.14	8.82	9.85	11.57	13.29	14.32	15.01
標準偏差(%)	1.61	1.25	0.99	1.62	2.74	3.46	3.95
変動係数 (標準偏差/平均)(%)	19.73	14.11	10.05	13.97	20.58	24.14	26.30
不動産管理・賃貸業							
平均ROE(%)	8.14	7.80	7.30	6.46	5.62	5.12	4.79
標準偏差(%)	1.61	1.25	0.82	0.89	1.71	2.28	2.66
変動係数 (標準偏差/平均)(%)	19.73	16.08	11.27	13.81	30.47	44.49	55.66
ホテル業							
平均ROE(%)	8.14	7.78	7.23	6.33	5.42	4.88	4.52
標準偏差(%)	1.61	1.60	1.64	1.86	2.19	2.44	2.61
変動係数 (標準偏差/平均)(%)	19.73	20.54	22.71	29.33	40.46	49.93	57.77

Source: IRS: SOL Tax States—Corporate Data by Sector or Industry: Returns of Active Corporation, General(selected years, 1994–2004); authors's calculations

(出所) Reichert, Alan, Larry Wall and Hsin-Yu Liang, “The Final Frontier: The Integration of Banking and Commerce Part2,” *Economic Review*, Number 2, 2008, Federal Reserve Bank of Atlanta

金融コングロマリット関連(4)

ー最近の注目される動き①ー

- 銀行と保険の結合の見直し

- ー シティグループはトラベラーズを売却(損保部門2002年、生保部門2005年)
- ー 2006年、クレディスイスはウィンターツール保険をAXAに売却
- ー 2008年、アリアンツはドレスナー銀をコメルツに売却(ただし新コメルツに3割出資)

“巨大金融グループを形成するバンカシュアランス戦略は過去の遺物となりつつある。短期的アプローチの銀行と30年のタイムスパンの保険会社とでは、経営戦略の違いは明確である。…とはいうものの、…両者の業務提携関係は消滅することはないだろう。” FT.com、2008年10月30日

- 銀行と証券会社、ノンバンクの「結合」

- ー 2008年、ベアスターンズがJPモルガン・グループ、メリルリンチがバンクオブアメリカ・グループのそれぞれ傘下に
- ー モルガンスタンレー、ゴールドマンサックス、AMEXが銀行持株会社形態へ
 - かねてよりコングロマリット化によるリスク伝播、銀行セイフティネットの他業態への波及が懸念されていたが、むしろ積極的に銀行セイフティネットを他業態が享受しようという展開。gaming the systemとも指摘される
 - システミックリスクの再定義、金融規制構造の再設計が必要に。その検討の一環として金融コングロマリットへの規制のあり方も改めて論じられていく可能性

金融コングロマリット関連(5)

ー最近の注目される動き②ー

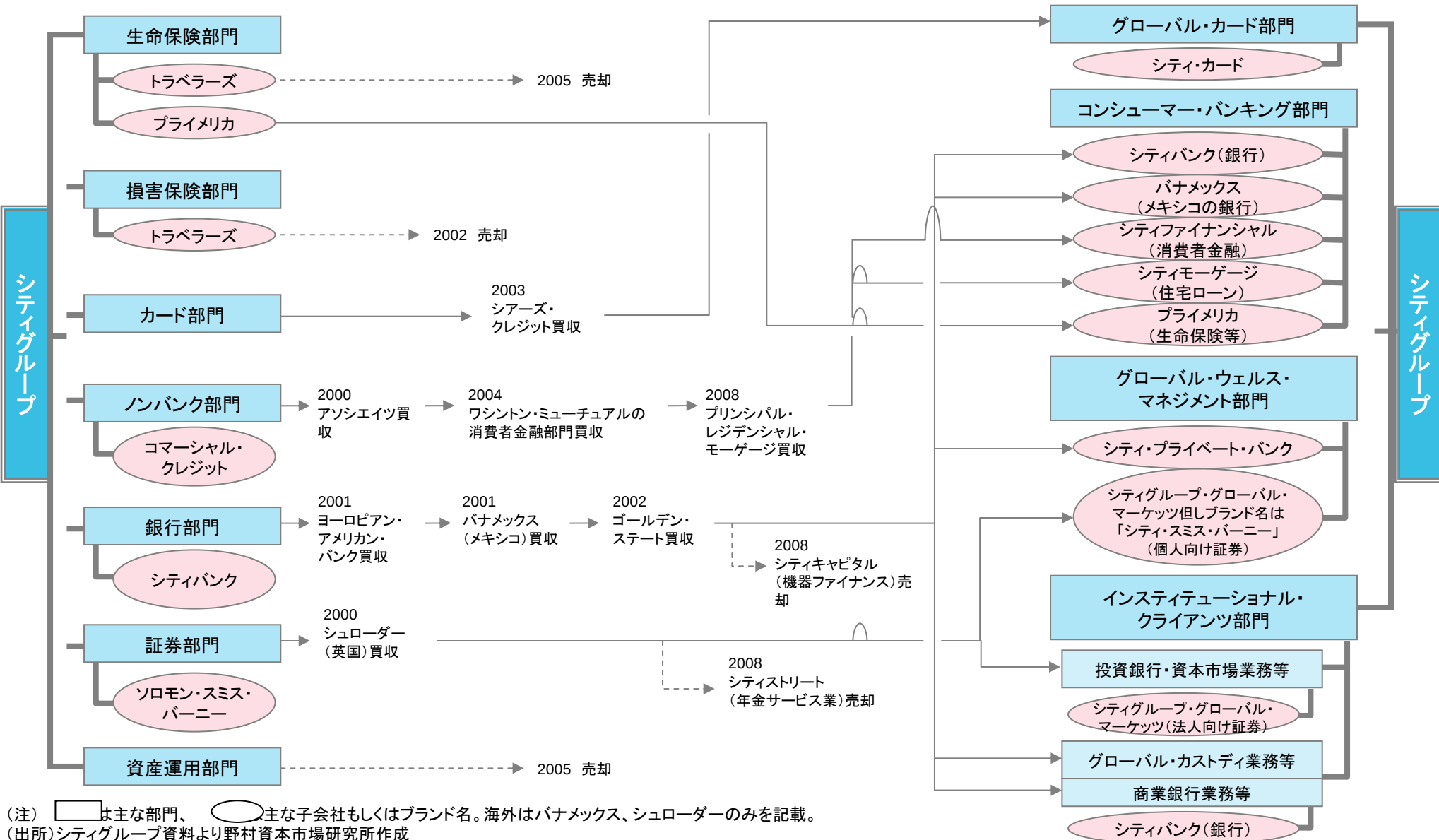
- 銀行と証券会社の結合見直し
 - ー 2008年、UBSはウェルスマネジメント部門と投資銀行部門をそれぞれ独立した組織として運営する方針を発表。前者で集めた資金が後者に流れ、ハイリスクのトレーディングに利用された結果、大きな損失を被ったことへの反省
- 銀行と事業会社の結合を巡る動き
 - ー 米国財務省は、2008年に発表した米国金融規制改革提言において、最適な規制構造が採用される場合、預金取扱金融機関と事業会社の結合が許容されるとした。過去、そうした結合によってリスクが大きくなったということは示されていないと指摘
 - ー 日本においては、セブン銀行、ソニー銀行に続き、2007年、イオン銀行が開業
 - ー フランスのカルフル、イギリスのTesco、ドイツのフォルクスワーゲン、メルセデスベンツ、BMW、アルカンドール(小売)など、欧州でも異業種からの銀行業参入がみられる
 - ー 2008年、ドイツポストは、ポストバンクの株式の一部(29.75%)をドイツ銀行に売却。ドイツ銀行は追加的に18%取得するオプションも得る

付属参考資料

シティグループの変遷

シティグループ誕生時(98)

現在のシティグループ
(2008年第3四半期)



アリアンツ・グループの事業ポートフォリオ

バンカシュアランス戦略スタート

(ドレスナー銀行買収 2001.4.1発表～)

バンカシュアランス戦略の見直し

(ドレスナー銀行をコメルツ銀行へ売却
及び 新コメルツ銀行へ30%出資、
2008.8.31発表、2009年末統合完了予定)

持株会社 Allianz AG

保険^(注1)

- (独)
 - ・アリアンツ保険株式会社
 - ・アリアンツ生命保険、等
- (仏)
 - ・AGF
 - ・ユーラー
- (伊)
 - ・RAS(出資比率51.5%)
(2006年にアリアンツに統合)
 - ・ロイド・アドリアティコ
- (英)
 - ・コーンヒル保険株式会社
- (米)
 - ・ファイヤマンズ・ファンド保険会社
- (韓国)
 - ・第一生命
- その他(50%未満出資)
 - (ロ)
 - ・Ronso (Russian People's Insurance Society, 出資比率45.3%)
 - (中)
 - ・アリアンツ大中生命保険 (JV)

資産運用^(注2)

アリアンツ・ドレスナー・
アセットマネジメント

(2001～)

統合

ドレスナーの資産運用部門

dit (独、ミューチュアルファンド・マネージャー)
dbi (独、機関投資家向けファンド・マネージャー)

米国(運用会社)

- ・ピムコ(出資比率97%)
- ・オープンハイマー・キャピタル(旧ピムコ)
- ・ニコラス・アップルゲート(2001～)
- ・NFJ(旧ピムコ)
- ・Cadence (旧ピムコ)
- ・RCM (旧ドレスナー銀行)

銀行

ドレスナー銀行
(2001～)

持株会社 Allianz SE

(2006～)

保険^(注1)

- (独)
 - アリアンツ・ドイツ株式会社 (2007～)
 - ・アリアンツ保険株式会社
 - ・アリアンツ生命保険株式会社
 - ・アリアンツ個人健康保険株式会社
- (仏)
 - AGF
 - ユーラー・ヘルメスSA(2002～)
- (米)
 - ファイヤマンズ・ファンド保険
- (伊)
 - ロイド・アドリアティコ(出資比率99.9%)
- (ロ)
 - Ronso (出資比率97.5%)
- その他
 - (印)
 - Bajaji Allianz (出資比率26%)等

資産運用 アリアンツ・グローバル・ インベスターズ(AGI)

(2007～)

米国(運用会社)

- ・ピムコ(出資比率85%)
- ・RCM
- ・ニコラス・アップルゲート
- ・オープンハイマー・キャピタル
- ・NFJ
- ・Cadence

統合(2008～)

コムインベスト(Cominvest)
(コメルツ銀行資産運用会社)

その他

- (中)
 - 国泰君安基金有限公司
(出資比率30%)等

銀行

ドレスナー銀行

買収

コメルツ銀行

2009年末
統合完了予定

新コメルツ銀行

- ・アリアンツが30%未
満出資
- ・アリアンツの保険商
品のみ販売及び投信
を優先的に販売

オルデンプルク
州立銀行(OLB)
(旧ドレスナー
子会社)

(注1) 保険事業は世界70カ国以上で展開。ドイツ以外の地域は、上述した子会社を除き、すべてアリアンツの支店展開である。

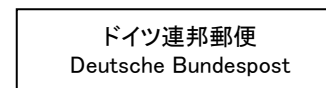
(注2) アリアンツは1998年に資産運用ビジネスをアリアンツ・アセット・マネジメント(Allianz Asset Management)に統合した。

(出所) 2001年度及び2007年度アリアンツSEアニュアルレポート等より野村資本市場研究所作成

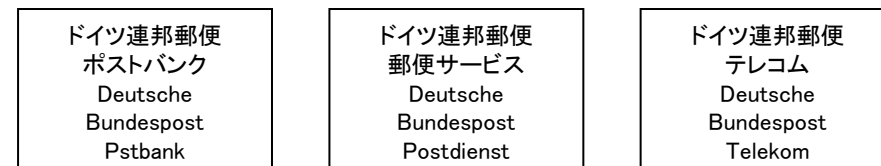
ドイツにおける郵政民営化の経緯

年 月		ドイツの郵便3事業の変遷
1989.		第一次郵便改革 郵便組織法施行(ドイツ連邦郵便(Deutsche Bundespost)の3分割) ドイツ連邦郵便郵便サービス(Deutsche Bundespost Postdienst) DBP ポストバンク(DBP Postbank) DBPテレコム(DBP Telekom)
1995.		第二次郵便改革 郵便再編法施行(民営化と郵便市場自由化準備) ・3事業の株式会社化 ・民間投資家の株式保有を原則認めつつ、当面は政府が100%保有、少なくとも5年間は政府が過半数を保有 ・連邦郵便通信後者設立(政府保有分の管理及び政府の意思伝達機関)
1996. 11	通信	ドイツテレコム株式会社IPO(7.13億株新規発行、国内個人投資家に「国民株」として販売)
1997.	郵便	新郵便法施行 欧州各国に先駆け、郵便市場を自由化 連邦郵便通信省を閉鎖し、3事業の監督業務を通信郵便監督局に移管
1998.	通信 郵便	国内通信市場自由化 郵便ユニバーサルサービス令施行 ドイツポストのグローバル化 ・書簡郵便部門が米国最大の民間国債書簡郵便サービス会社、グローバル・メール(Global Mail)買収 ・ユーロ・エクスプレス(Euro Express)設立。エクスプレス便事業を欧州全域で展開(数年後、欧州最大の法人顧客向けエクスプレスサービス会社に成長) ・米DHLインターナショナルに約25%出資
12	郵便・銀行	ドイツポストが連邦政府からポストバンク株式を取得

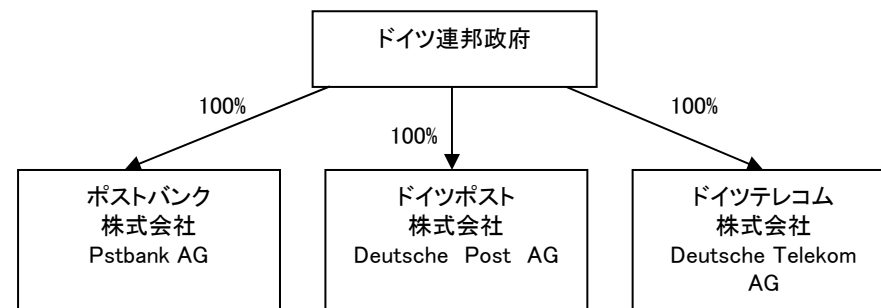
～1989年



1989年 郵便事業の3分割

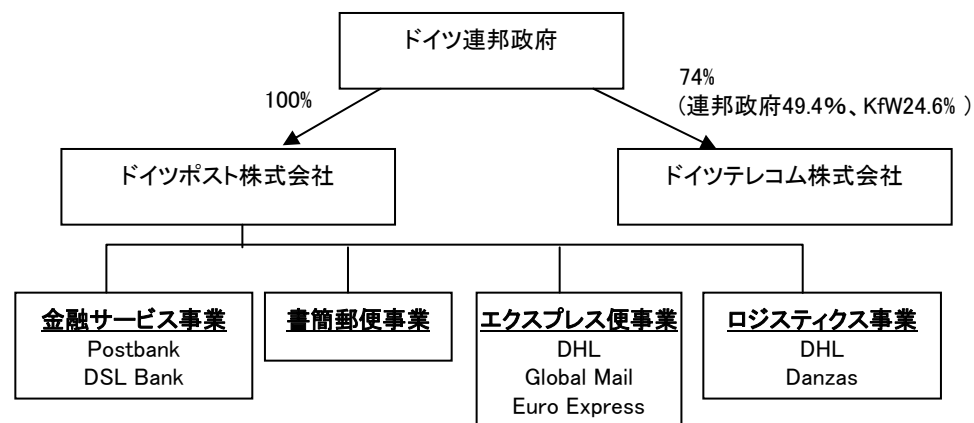


1995年 3事業の株式会社化



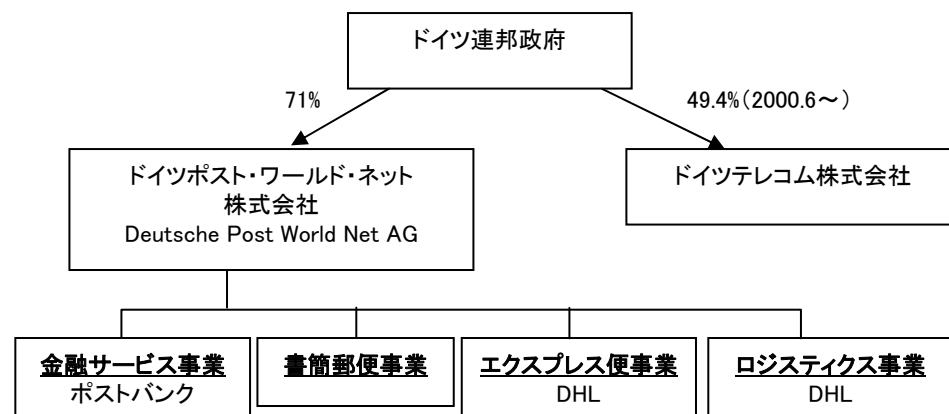
1999. 1	郵便・銀行	ドイツポストがポストバンク完全子会社化(99年1月1日付で根拠法施行)。子会社化の目的は窓口共有化。
	郵便	スイスのロジスティクス会社、ダンザス(Danzas)及び米国最大の国債航空貨物便会社、エア・エクスプレス(Air Express、AE)を買収。物流ネットワークのグローバル化。AEはダンザス傘下のインターコンチネンタル(Intercontinental)に統合
6	通信	ドイツテレコムの子会社公開。欧州投資家向けに新株2.86億株発行
2000. 6	通信	ドイツテレコムの子会社公開。政府保有株式2億株売却
	郵便	郵便組織変更法施行(郵便法および郵便ユニバーサルサービス令施行により、ドイツポストによるドイツ全土を網羅する郵便サービス維持(郵便局の最低数に関する規定等)の法的基盤が整ったのを受け、同法律には、政府によるポスト株売却を認める内容が盛り込まれた)
12	郵便	ドイツポストのIPO。連邦政府が保有株式29%を売却。29%のうち、6%強(約4億ユーロ)の株式を国内従業員約14.5万人に割当
	銀行	IPOに先立ち、社名をドイツポスト(Deutsche Post AG)からドイツポスト・ワールド・ネット(Deutsche Post World Net AG)に変更
	銀行	連邦政府が不動産融資及び有価証券発行に特化したDSLバンクをドイツポストに売却。DSLバンクはポストバンクに統合。ポストバンクは顧客数(1,000万人)及び支店網で国内最大手のリテール・バンクになる
2002. 1	郵便	ドイツポストがルフトハンザ・カーゴ(Lufthansa Cargo)、日本航空及び投資会社2社からDHLの株式を段階的に取得し、DHL Worldwide Expressを完全子会社化
2003.	郵便	ドイツポストがエクスプレス及びロジスティクス事業(DHL、ユーロ・エクスプレス、ダンザス)をDHLブランドに統合

1999年 ドイツポストによるポストバンク子会社化



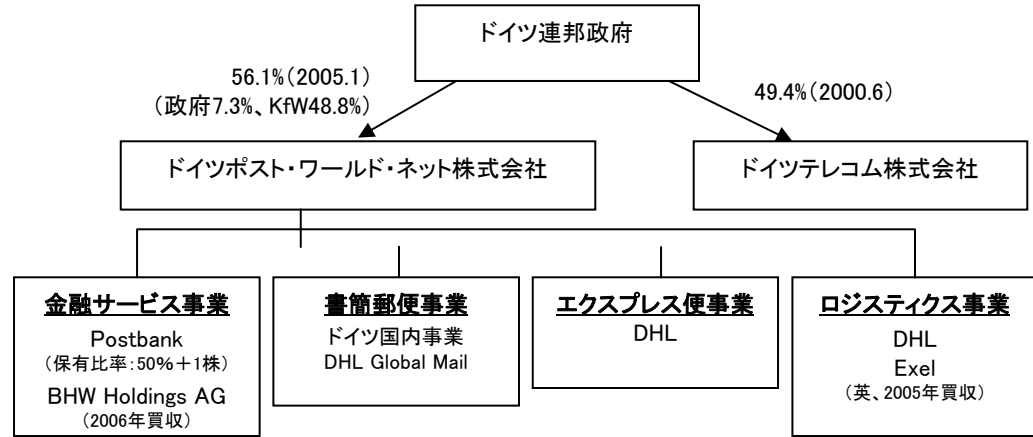
2000年12月 ドイツポストIPO

2002年 6月 DHL完全子会社化

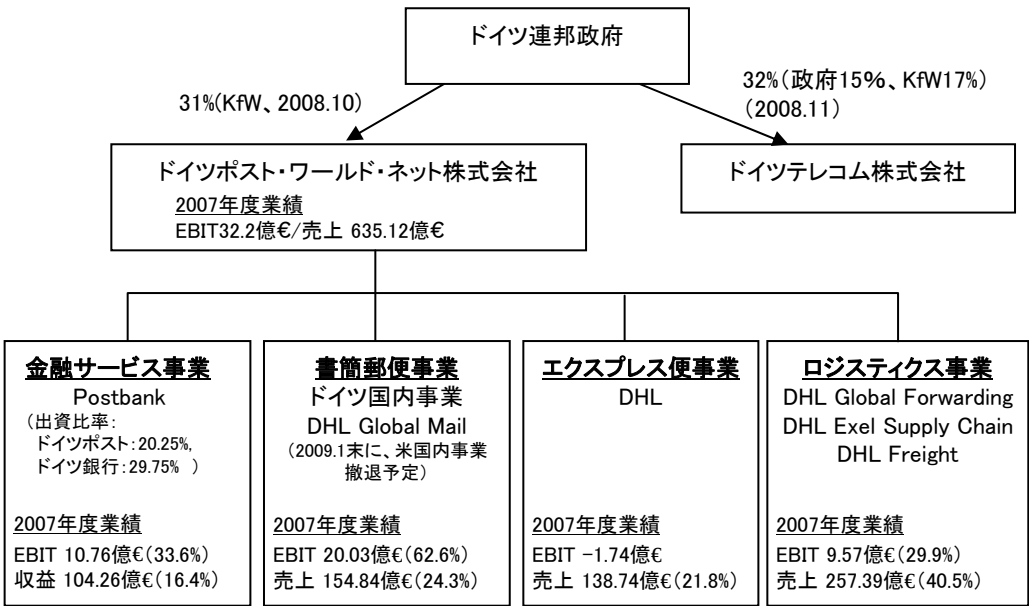


2004.	郵便・銀行	ポストバンク株式のIPO。国内外の投資家向けに、ドイツポストの保有株式50%(マイナス1株)を売り出す
	郵便	ドイツ国外の書簡郵便事業をDHLグローバル・メール(DHL Global Mail)に統合
2005. 12	郵便	英国のロジスティクス会社Exel(大口顧客向け輸送及びロジスティクス)を55億ユーロで買収
2006. 1	銀行	建築貯蓄・融資及び不動産金融専門銀行BHWホールディングス株式会社を買収。同時にポストバンクがドイツポストから850店舗を取得。
2007. 7	銀行	ポストバンクが保険事業をTalanx AGに5.5億ユーロで売却し、Talanxと保険商品の窓口販売で長期契約を締結
2008. 9	銀行	ドイツポストがポストバンク株式29.75%を27.9億ユーロでドイツ銀行に売却を決定。ドイツ銀行は追加的に18%を取得するオプションも得る
11	郵便	ドイツポストは、DHLが米国内事業から2009年1月末で撤退し、グローバル・ビジネスのみにフォーカスすることを決定。同時に、米国事業不振や世界経済の減速を受け、2008年度は純損失との見通しを発表

2004年 ポストバンクIPO

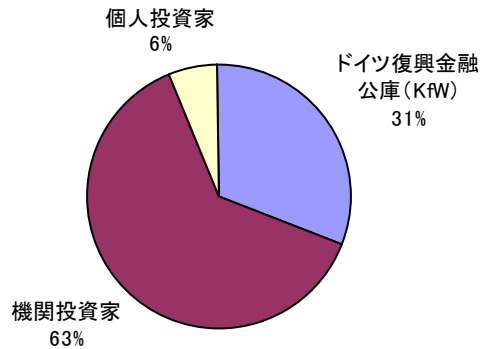


2008年 9月 ドイツポストがポストバンク株式29.75%をドイツ銀に売却決定
 2008年11月 ドイツポストがDHLの米国内事業からの撤退を決定

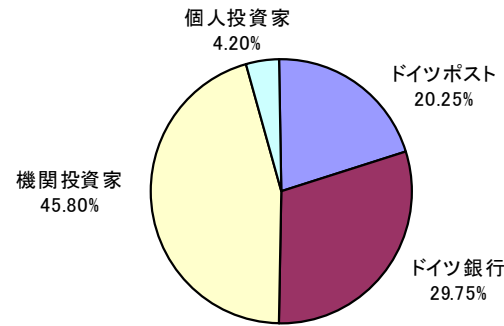


ドイツの旧郵便3事業(ドイツポスト、ポストバンク及びドイツテレコム) の株主構成(2008年時点)

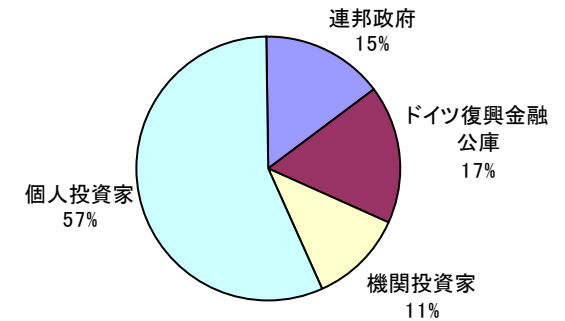
ドイツポスト(2008.10末)



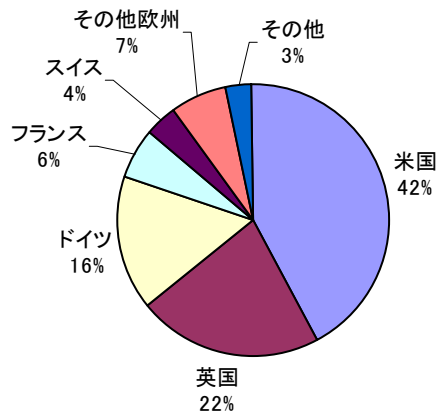
ポストバンク(2008.9末)



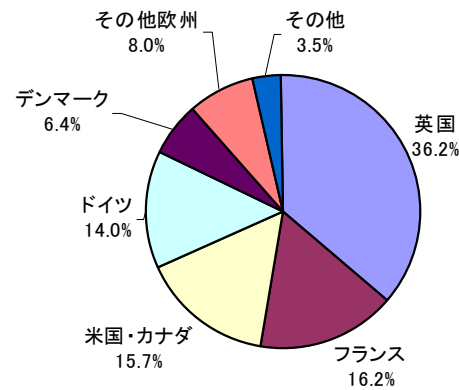
ドイツテレコム(2008.11末)



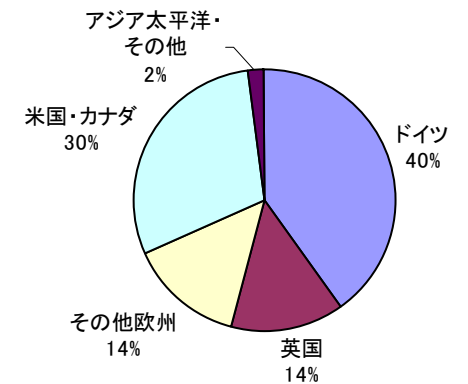
ドイツポスト:機関投資家の国別構成



ポストバンク:機関投資家の国別構成



ドイツテレコム:機関投資家の国別構成



わが国における異業種による銀行業参入の事例

	セブン銀行	ソニー銀行	イオン銀行
事業概要	● 流通・小売業グループ(セブンアイホールディングス)傘下の銀行で、コンビニエンスストア(セブンイレブン)の店舗網を中心に全国1万箇所の拠点ネットワーク内のATMを主たるチャネルとする銀行。2008年2月にジャスダック証券取引所に上場。 ● 個人向け金融に特化。原則24時間365日稼働の利便性の高いATMネットワークを介して入出金サービスを提供するほか、ATMおよびインターネットバンキングが一体となった預金口座を提供。 ● ATM利用手数料を主な収益源としており、資産運用は国債とコールローン中心で、貸出はない。	● 総合電機(ソニー)の金融部門持株会社であるソニーフィナンシャルホールディングス傘下の銀行で、インターネットをチャネルとするインターネット専業銀行。2007年10月に持株会社が東京証券取引所に上場。 ● 個人向け金融に特化。円預金、外貨預金、投資信託、保険、カードローン、住宅ローンなどの金融商品を提供し、また、グループ内の生命保険会社、損害保険会社、証券会社などとの連携を図りながらインターネットチャネルを通じてワンストップサービスを提供。 ● 個人預金等の資金調達を有価証券と住宅ローンなどの個人向け貸出で運用。	● 流通・小売業グループ(イオン)傘下の銀行で、大型商業施設内にインストアブランチとして有人店舗を設置。 ● 個人向け金融に特化。円預金、投資信託、保険、カードローン、住宅ローンなどの金融商品を提供し、また、小売店舗内にATMを設置することで利便性の高い決済サービスを提供。 ● 個人預金等の資金調達を有価証券と住宅ローンなどの個人向け貸出で運用する方針(ただし、現在はコールローンの運用が中心)。
事業戦略	● 既存顧客層への金融サービスを通じた利便性の提供、全国の店舗網を利用したATMネットワークの展開を基盤として業務を展開。 ● 小売店舗と銀行の融合や一般の銀行店舗における時間的な制約を取り除くことで顧客の利便性を追求。 ● 流通・小売サービスと金融サービスのシナジー効果の発揮を企図。	● 従来から取り組んできた金融事業(保険、クレジット、リース)に対して中核の事業となり得る銀行業を加え、個人顧客に対してグループとして総合的な金融サービスを提供。 ● インターネットチャネルによる銀行店舗に比べた顧客利便性の向上。 ● 高いソニーのブランド力を金融商品・サービスに適用し、ブランド価値の最大化の実現を企図。	● インストアブランチによる小売店舗と銀行の融合や銀行店舗の時間的制約を取り除くことで、顧客の利便性を追求。 ● 有人店舗は夜間および土日祝日も営業しており、顧客との対面によるサービスの提供を重視。 ● 流通・小売サービスと金融サービスのシナジー効果の発揮を企図。