

資本市場からみた郵政民営化

(株)野村資本市場研究所 研究主幹

大崎 貞和

2006年 10月

株式市場における価格形成と民営化

- 株式市場における価格は、発行企業が生み出す将来キャッシュフローに対する期待に基づいて形成される。
- 民営化にあたっては、①国民共有の財産である民営化企業の株式を正当な価格で売却する、②市場が消化不良に陥らないよう一回の売却規模を調整する、③二回目以降の株式売却を円滑に進めるために市場が過熱化しないよう配慮する、といった点について考慮が必要。
- なお、価格を調整しさえすれば、売却そのものは不可能ではないことに注意。
 - 経営不振企業や将来の見通しが明るくない企業でも株式発行による資金調達が不可能ではないのは、価格で調整されているから。

将来の不透明性はディスカウント要因

- 株式市場は、将来に対する期待を織り込むが、その期待は、過去の実績と将来の計画によって形成される。
 - 将来に対する期待が不確実であれば、バラ色の事業計画が提示されても、株価はディスカウントされることになる。
- 新規事業や新商品に関するある程度の実績がなければ、将来計画だけで市場を納得させるのは難しい。
 - 実際に株式が上場される前に、ある程度、事業の変化が進んでいることが望ましい。
- とりわけ100%民間資本になっていない民営化の初期段階では、法制度や政治動向の不透明感が、将来計画に対する信頼性を低下させる恐れが強い。

(参考)“ゆうちょ銀行”業務等の承継に関する実施計画の骨格

	(億円)				
年度(平成)	19	20	21	22	23
経常収益	13,070	25,190	24,650	24,430	23,610
経常費用	10,040	18,060	16,200	15,480	15,470
経常利益	3,030	7,130	8,450	8,950	8,140
税引前利益	3,030	7,130	8,450	8,950	8,140
純利益	1,820	4,280	5,070	5,370	4,880

	(兆円)				
年度(平成)	19	20	21	22	23
資金量	188.0	188.3	187.0	185.7	172.4

(金利が上昇した場合)					
	(億円)				
年度(平成)	19	20	21	22	23
経常収益	14,480	29,680	31,530	34,370	37,510
経常費用	11,640	24,950	27,640	31,550	36,540
経常利益	2,840	4,740	3,890	2,810	980
税引前利益	2,840	4,740	3,890	2,810	980
純利益	1,700	2,840	2,340	1,690	590

	(兆円)				
年度(平成)	19	20	21	22	23
資金量	188.0	182.0	173.2	166.9	153.5

(億円)			
(資産の部)		(負債の部)	
現金及び預金	54,770	預金	496,820
コールローン	14,000	借入金	248,100
買現先勘定	1,600	退職給付引当金	1,150
金銭の信託	20,760	その他負債	1,455,840
有価証券	1,735,980	負債合計	2,201,910
預託金	388,590		
貸付金	43,160		
動産不動産	2,070	(純資産の部)	
その他資産	9,100		
貸倒引当金	-120	純資産合計	68,000
資産合計	2,269,910	負債・純資産合計	2,269,910

(注)その他負債には、機構からの特別預金137兆6280億円が含まれる

(ROE予想推移)					
年度(平成)	19	20	21	22	23
純利益	1,820	4,280	5,070	5,370	4,880
純資産	68,000	72,280	77,350	82,720	87,600
ROE		5.9	6.6	6.5	5.6

(注)

*純利益は実施計画の数値

*純資産は前期純資産+当期純利益で計算

*ROEは当期利益/純資産で単純計算

「民業圧迫論」をめぐって

- 政府保証が排され、民間金融機関と共通の業規制、検査・監督体制の下に置かれていれば、政府による出資があっても「官業」とみる必要はないのではないのか。
- 郵貯、簡保の現在の事業形態は、「官業」としての歴史の中で形成されてきたものであり、そのままの形で民間企業として成功を収められるものではないのではないのか。
- 株式を取得する投資家の目的は、民営化された郵貯、簡保の事業の成長によって利益を得ることであり、そうした期待が形成されるような事業の姿を株式売却前にある程度具体化しておかなければ円滑な売却はおぼつかない。
- 海外の事例でも、100%政府保有の株式会社という段階で、事業の拡大や既存金融機関との合併などを行っている。

【参考】ドイツ・ポストバンクの事例

✓ ドイツ・ポストバンクの歴史

- ✓ 1990年1月 旧郵政省の現業部門が3分割されてポストバンク(貯金、独立組織)設立
- ✓ 1995年1月 独立組織から株式会社形態に変更、業務範囲の拡大が可能となる
- ✓ 1998年 郵便窓口での投資信託販売開始(99年のポストバンク100%子会社化後、本格化)
- ✓ 1999年 業績不振からドイツ・ポストの100%子会社となる(再統合)
- ✓ 1999年 建築貯蓄金庫のDSLバンク買収
- ✓ 2000年11月 ドイツ・ポスト、IPOを実施
- ✓ 2002年 クレディ・スイスからクレディ・スイス・アセット・アドバイザーを買収
- ✓ 2004年6月 ポストバンク、IPOを実施

- ✓ ポストバンクは95年に株式会社形態になったものの、99年には業績不振のため、再度ドイツ・ポストの100%子会社となった。ドイツ・ポストの郵便局店舗網を活用することによって、金融商品のクロスセルを拡大、2003年には約3.6億ユーロの黒字となった。

- ✓ ポストバンクでは、IPO前に、投信の販売、建築貯蓄金庫やアドバイザー会社の買収など、IPOを円滑にするための手当てがなされた。

- ✓ モルガン・スタンレーとともに共同主幹事を務めたドイツ銀行が、ポストバンクを買収する可能性がIPO直前に取り沙汰されたこともあって、当初のIPO予定を変更せざるを得なくなった。

- ✓ 公募価格のレンジ 1株31.50～36.50€ → 同28～32株に引き下げ
- ✓ 規模 発行済み株式数の50%マイナス1株 → 同33%相当

【参考】オランダ・ポストバンクの事例

✓ オランダ・ポストバンクの歴史

- ✓ 1986年 王立郵便貯金銀行と郵便小切手・ジャイロサービス機構とが合併しポストバンク設立(民営化)
- ✓ 1989年10月 ポストバンクとNMBバンクとが合併し、NMBポストバンク・グループが誕生
- ✓ 1991年3月 NMBポストバンク(銀行)とナショナーレ・ネーデルランデン(保険会社)とが合併し、ING誕生

- ✓ ポストバンクは、前身が政府系機能であったことから、業務範囲の制約があった(例;証券ブローカレッジ・サービスなどは×)。1986年の民営化によって、他の民間銀行と同等の扱いを受けることになり、税制優遇措置は廃止された(民営化時点では100%政府出資の株式会社。NMBバンクと合併後政府保有は50%に低下)。
- ✓ オランダの場合、100%政府が株式を保有する株式会社になってから3年で、NMBバンクと対等合併した。NMBバンクは、国内の中小企業向け銀行業務が中心であったのに対し、ポストバンクは国内のリテール中心であったことから、両者にとって弱い点を補強する対等合併となった(→オランダ国内第3位の銀行に)。それから1年5ヶ月後、今度は保険会社と合併し、バンカシュアラーの道を目差すこととなった。