

東京電力改革と東京電力債の格付け動向

三 浦 后 美

要 旨

2017年1月18日、東電グループは、11年3月に発生した福島第1原子力発電所事故以降、中断していた公募電力債発行を6年半ぶりに再開すると報道された。調達額は1,000億円程度で、東京電力ホールディングスの傘下の送配電子会社の東京電力パワーグリッドが17年3月にも一般担保付社債を発行するという内容である。東電グループの公募電力債発行の再開は、16年10月に発足した経済産業省の有識者会議「東京電力改革・1F問題委員会」の議論を契機にはじまる。経済産業省の有識者会議は、東京電力ホールディングスの改革と福島第1原子力発電所（1F）事故対応を議論し、16年12月20日に提言をまとめた。その前提にある新・総合特別事業計画では、すでに長期の設備投資資金の安定的、自律的調達の観点から、16年度中に公募電力債市場に復帰することが予定されていた。公募電力債市場に東京電力が復帰するという事は、原子力事業リスクを正常に織り込んだ状態にないなかで、東電グループの信用力が新たな意味で大きく問われることとなった。

第二次世界大戦後の経済復興期、それに続く高度成長期・安定成長期には、一般担保付社債制度は導入当初の意図の通りに機能し、設備拡充によって増加する電力需要を満たし、経済成長を支えてきたという。しかしながら、いま、仮に、発行体が倒産した場合の一般担保付社債について利息の支払いが遅延するなどの事由が生じた場合には、当該社債権者は発行体の財産に成立した一般担保を実行できると解するのが一般的である。一般担保付社債がデフォルトした事例はないものの安心できない。

投資家保護の観点から、原発事業を持つ電力会社で新たに発行する新発電力債は、劣後債の形で発行できるよう、制度設計を検討することが考えられる。現状、新規発行の社債の扱いが大幅に条件を落とす際は、既存の発行分についても金利などの発行条件を変更する必要がある。東京電力などの電力債は発行残高が

大きく、変更は難しいとされる。しかし、原発事業などの産業リスクが顕在化した以上、投資家保護の趣旨からすると、その制度設計について議論する余地がある。現在の東電グループの経営危機は、電力生産の安全を担保して国民の命を守ることの公益性よりも、むしろ政府の支援を傘に、組織の利益だけを優先する私企業性のエゴイズムだけが際立っていることを理解するべきである。

目次

はじめに

- I. 東京電力改革・1F問題委員会と新・総合特別事業計画
- II. 東京電力の法的分離と一般担保付社債制度の歴

史的終焉

- III. 東京電力の既発行社債償還の処理方法
- IV. 東京電力の格付けと社債権者保護
- おわりに

はじめに

2017年1月18日、東電グループは、11年3月に発生した福島第1原子力発電所事故以降、中断していた公募電力債発行を6年半ぶりに再開すると報道された。調達額は1,000億円程度で、東京電力ホールディングスの傘下の送配電子会社の東京電力パワーグリッドが17年3月にも一般担保付社債を発行するという内容である。

持株会社である東京電力ホールディングスは東電グループの残存する社債、借入金といった有利子負債を引き受けた。代わりに吸収分割の継承会社となった3事業会社（東京電力フュエル & パワー<発電事業>、東京電力パワーグリッド<送配電事業>、東京電力エナジーパートナー<小売事業>）は、16年4月1日に親会社の東京電力ホールディングスに対して、それぞれインターカンパニーボンド（Inter Company Bond, ICB）という一般担保付社債を発行した。東京電力パワーグリッドの場合は、一部

の資金をインターカンパニーローン（Inter Company Loan, ICL）で担保する¹⁾。

東京電力は16年3月末で3兆4,556億円の社債発行残高があり、17年度だけで6,500億円（発行額ベース）の公募債の償還が控えており、その社債償還の資金確保に迫られていた。

東電グループの公募電力債発行の再開は、16年10月に発足した経済産業省の有識者会議「東京電力改革・1F問題委員会」の議論を契機にはじまる。有識者会議は、東京電力ホールディングスの改革と福島第1原子力発電所（1F）事故対応を議論し、16年12月20日に原子力発電や送配電事業を他社と再編・統合すべきだと提言をまとめた。その前提である東京電力ホールディングスの新・総合特別事業計画では、すでに長期の設備投資資金の安定的、自律的調達の観点から、16年度中に公募電力債市場に復帰することが予定されていた。公募電力債市場に東京電力債が復帰するという事は、原子力事業リスクが正常に織り込んだ状態にないなかで、東電グループの信用力が新たな意味で大きく問われることとなった。

I. 東京電力改革・1F問題委員会と新・総合特別事業計画

1. 東京電力改革・1F問題委員会

2016年12月20日経済産業省の有識者会議（東京電力改革・1F問題委員会）は、「東電改革提言」をまとめた。現在、東京電力福島第一原発事故処理費用が底なしに膨張を続けている。13年12月の時点で見積もった事故処理費用11兆円のほぼ2倍となる21兆5,000億円がかかるとの試算を公表した。内訳は廃炉8兆円（13年見積り2兆円）、賠償7兆9,000億円（13年見積り5兆4,000億円）、除染4兆円（13年見積り2兆5,000億円）、中間貯蔵1兆6,000億円（13年見積り1兆1,000億円）で、東電グループによる費用負担が可能な額をはるかに超えた内容である。政府は新たに国民に負担を求めた東電改革を提言した。ここでの考え方は国民全体で福島を支え、電力を利用する人々での公平性を確保しながら、電力料金の託送制度を活用して広く負担させるというものである。なかでも、経済産業省は、賠償7兆9,000億円のうち2兆4,000億円を「原発を所有している電力会社が万が一の事故に備えて積み立てておくべきだ」とし、20年から40年間、大手電力会社だけではなく、電力の自由化で新規参入してきた新電力を含めた上乗せ負担を求めている。具体的には消費者が支払う託送料に上乗せするやり方である。託送料制度とは、電力会社が所有する送配電網を発電事業者や他の電力小売り業者が利用するさへの利用料のことである。現在、経済産業省の試算では、一キロワット当たり0.07円で、標準家庭で月18円の上乗せの計算になると

いう²⁾。

11年、東京電力は国の一時的支援を得て、福島への責任を果たすためにその存続が許された。当時も、東京電力を破たん処理すべしという議論もあったが、賠償や廃炉事業、そして電力の安定供給が損なわれることのないよう、あくまで福島への責任は東京電力が負うことを基本とし、国は原子力損害賠償支援機構（現原子力損害賠償・廃炉等支援機構）を設立、東京電力に出資（1兆円）と賠償の一時的援助（5兆円）を行うこととした。国は、実施した一時的支援をある程度時間をかけて回収する中で、東京電力は廃炉や負担金の納付について、自らの経営改革で資金を捻出し、その責任を全うする。東京電力は、経営陣を交代し、給与をカットし、不要な資産を売却するなどの事業変革を実行した。13年、福島原発の事故収束を進める中で国と東京電力の役割を再定義している。13年の段階では、除染が本格化し、中間貯蔵事業も具体化、廃炉事業も抜本的な汚染水対策を講ずることとした。賠償・除染に関する原賠機構による一時的支援総額は5兆円から9兆円に拡大し、廃炉・汚染水対策に要する資金見込みも1兆円から2兆円にその規模が拡大したのである。

これに呼応し、東京電力は、経営改革を加速、14年1月にはホールディング制への移行を表明、14年10月には、燃料・火力事業の再編・統合について中部電力との協議を開始、15年4月にはJERAが誕生し、16年4月にホールディング制に移行した。

16年4月から全面自由化が始まる中で、東京電力は電力市場の構造的な変化に直面しており、現状のままでは福島復興や事故収束への歩みが滞りかねない状況にある。東京電力グルー

ブはこれまで、「新・総合特別事業計画」の達成に向けて、「福島原子力事故の責任を全うし、世界最高水準の安全確保と競争の下での安定供給をやり抜く」ことを企業の使命と位置づけ、円滑かつ早期の賠償、復興の加速化、安全・着実な廃炉事業、ホールディングカンパニー制への移行、JERA への段階的な事業統合、計画を上回るコスト削減などの経営改革に懸命に取り組んでいる³⁾。

2. 新・総合特別事業計画（17年1月31日、変更認定）

新・総合特別事業計画は、14年1月に原子力損害賠償・廃炉等支援機構法第46条第1項に基づく認定を受けた。その後、14年8月、15年4月、15年7月及び16年3月に同法第41条第2項第2号（要賠償額の見通し及び損害賠償の迅速かつ適切な実施のための方策）等に係る内容の変更について認定を受けた。また、17年1月にも損害賠償に万全を期すため、同法第41条第2項第2号等に係る内容変更について主務大臣への認定を申請した。東京電力は、16年3月に変更認定を受けた時点で可能な範囲で合理性をもって確実に見込まれる賠償見積額を7兆6,585億1,300万円に見直した。しかしながら、17年1月以降の農林業に係る新たな賠償の実施などにより、賠償見積額を見直す必要が生じた。これらを踏まえ、賠償見積額を見直した結果、原賠・廃炉等支援機構資金交付金の見通しは、16年12月27日現在、8兆3,664億500万円となった。なお、実際の賠償支払の実績である原子力損害賠償金は、16年12月累計額で6兆9,397億円に上っている。東電グループは、時間の経過とともに要賠償額が更に増加せざるを得ないような場合には、今後とも賠償の支払に支障が

生じることのないよう、所要の資金援助を求めていくという⁴⁾。

II. 東京電力の法的分離と一般担保付社債制度の歴史的終焉

1. 東京電力の法的分離

2015年6月17日に改正電気事業法（「電気事業法等の一部を改正する等の法律」）が成立した。同改正法は13年以降の電力システム改革⁵⁾の工程として、20年4月以降の電力会社の一般送配電事業の法的分離等を規定したものである。電力会社の一般送配電事業の法的分離とは、電力事業（発電、送配電、小売）のうちの送配電事業だけを分社化することを指す。改正の目的は、電力市場における活発な競争を実現するため、送配電ネットワーク部門の一層の中立化を進めることにあるとされた。発電した電気を送り届けるためには、送配電ネットワークは欠かせない。電力、ガスなど基幹ネットワークを利用しながらサービス提供を行う業態では、競争になじまない送配電ネットワーク部分を切り離し、競争が可能な部分において市場メカニズムを導入する政策がとられてきた。電力事業においても公正な競争環境を整備するためには、送配電ネットワーク部分を中立的な共通インフラとして開放する必要がある、そのために送配電事業の中立性を確保することが重要となる⁶⁾。

改正電気事業法では、20年4月1日より、経済産業大臣の許可を受けた場合（同法第3条）を除き、一般送配電事業者などが小売電気事業や発電事業を行うことが禁止するという兼業規制の形で規定されている。電力会社における法

的分離の実現方法としては、持株会社の下に発電事業子会社、送配電事業子会社および小売事業子会社を傘下にする持株会社方式や、発電事業および小売事業を行う親会社の下に送配電事業子会社がぶらさがる事業親会社方式といった形が考えられる。すでに、東京電力は、法的分離の施行に先行して、16年4月1日より事業持株会社化を実行し、ホールディングカンパニー制を導入している。

東京電力は15年5月1日の取締役会で、16年4月1日を目途にすでに設立済の分割準備会社3社（東京電力燃料・火力発電事業分割準備株式会社、東京電力送配電事業分割準備会社、東京電力小売事業分割準備会社）に対して、東京電力の燃料・火力発電事業部門（FPC）、送配電事業部門（PGC）、小売事業部門（CSC）を各々会社分割の方法により承継させ、各承継会社との間で吸収分割契約の締結を決議した。東京電力は本体を東京電力ホールディングスと商号変更し、傘下に燃料・火力発電事業を行う東京電力フエエル&パワー、一般配電事業を行う東京電力パワーグリッド、小売事業を行う東京電力エナジーパートナーを100%子会社として東京電力グループ形態に変更した。親会社でかつ事業持株会社である東京電力ホールディングスは、原子力・水力・新エネルギー発電事業を引き継ぎ、その他、賠償・廃炉・復興推進、技術開発・知的財産管理、一般管理業務、グループ経営管理を担っている。

2. 電力債の一般担保付制度の歴史的終焉

一般担保付社債とは、社債の発行会社の全財産によって優先的に弁済される権利が付されている債券、担保付社債の一種で、特別法に基づいて発行される債券である。改正電気事業法第

27条の30で、“一般電気事業者たる会社の社債権者は、その会社の財産について他の債権者に先だつて自己の債権の弁済を受ける権利を有する”とある。同条4項で、さらに、“前項の先取特権の順位は、民法の規定による一般の先取特権に次ぐものとする”と規定されている。ここでの民法の規定による一般の先取特権とは、会社の従業員の給料債権その他所定の債権に関して債務者の総財産の上に生じるものであるが、一般担保はかかる民法上の一般先取特権より後順位となる。また、租税債権や各種社会保険料の請求権等にも一般先取特権が付されていると解されているが、一般担保はかかる一般先取特権よりも後順位になる。主な一般先取特権の優劣をまとめると、原則として、第1位租税債権、第2位各種社会保険料、第3位民法上の一般先取特権、第4位一般担保付社債、という順位である⁷⁾。

一般担保付社債である電力債を所有する社債権者は民法上の一般先取特権に次ぐ権利が保障されている債権である。民法上の一般先取特権の内容は民法第306条に指定されており、それ以外の民間の債権にはすべて一般担保付社債は優先する。この制度は電力産業に固有なものではないが、歴史的には普通社債発行市場のほとんどを占めていた80～90年代に電力債の発行割合が高まったことで、地域独占された大手電力会社により有利な資金調達手段と恒常的な設備投資の確保に貢献してきたものである。第二次世界大戦後の経済復興期、それに続く高度成長期・安定成長期には、一般担保付社債制度は導入当初の意図の通りに機能し、設備拡充によって増加する電力需要を満たし、経済成長を支えてきた。今後は国内の電力需要に大きな拡大は見込まれず、供給設備への投資は維持更新投資

が中心となっていく。ここでの設備投資は原則として減価償却費を含めた自己資金により賄うことが可能になってくるだろうと予測されている⁸⁾。

15年6月の改正電気事業法では、適正な競争関係を確保する観点から、一般担保付社債の発行規定が本則から削除された。電力システム改革による自由化を踏まえて、発電、小売事業部門との対等な競争条件⁹⁾を確保する観点から、20年4月1日をもって、一般担保付社債発行の特例が廃止されることとなった。但し、電力の安定供給を確保するために必要な資金の調達に困難をきたさないために、激変緩和措置として、現在の大手電力会社での送配電事業子会社および発電事業子会社については、経済産業大臣の認定を受けた上で、25年3月31日までの5年間は一般担保付社債の発行を可能とする経過措置があわせて規定された（同法附則第14条、第41条）。改正のねらいの一つは、電力システム改革に伴う大手電力会社の組織再編成への配慮と考えられる。今後、国内の電力需要の長期予測は大きな拡大を見込まれず、供給設備投資は維持更新投資が中心になっていくといわれる。その先に見えてくるものは、設備投資資金は原則として減価償却費を含む自己金融で賄い、1993年に廃止された電力債発行の優遇策であった『一般電気事業会社の社債発行限度に関する特例法』と同様に、いずれ一般担保付社債制度の歴史的使命を終えていくものとも考えられる。

ところで、一般担保付社債の優遇策が廃止になっても、既発行債の一般担保が消滅するわけではない。20年4月に送配電事業の法的分離が実行された場合、すでに分社化を行っている東京電力を除いた大手電力会社において、会社分

割などを行い、子会社に送配電事業に係る資産等が承継されることになる。その結果、送配電事業子会社からみて親会社の債権者である既存の社債権者にとっては、自らが保有する社債の引当てになる。また一般担保により他の債権者に優先して弁済を受けることができる財産の種類は、送配電事業の場合、同事業に係る資産そのものから、送配電事業子会社の株式に変更されることになる。送配電事業子会社の株主としての地位は、当然ながら同社の一般債権者に劣後するため、会社分割等の実施前と比較して、親会社の既存の社債権者にとって資産の価値が減少することになる¹⁰⁾。このような権利状態を構造劣後という。会社分割等による分社化前に発行した既発行債にかかる構造劣後による不利益を補完するため、社債権者の権利に実質的な影響を与えない方策が考えられた。

Ⅲ. 東京電力の既発行社債償還の処理方法

16年4月1日現在、東京電力ホールディングスの連結ベースでの貸借対照表に見る資本構成は、借方、固定資産11兆3,212億円（82.9%）、流動資産2兆3,385億円（17.1%）、総資産13兆6,597億円（100.0%）で、他方、貸方、固定負債8兆6,010億円（62.9%）、流動負債2兆8,345億円（20.8%）、純資産2兆2,242億円（16.3%）、総資本13兆6,597億円（100.0%）である。100%子会社の3社のそれぞれの資本構成を見ると、東京電力フェエル & パワーが総資産1兆6,488億円（グループ全体の12.1%を引き継ぐ）、東京電力パワーグリッドが総資産5兆2,780億円（グループ全体の38.6%を引き継ぐ）、東京電力エネルギーパートナーが総資産

6,357億円（グループ全体の4.7%を引き継ぐ）という形で分割された。親会社である東京電力ホールディングスの単体ベースでの貸借対照表に見る資本構成は、借方、固定資産4兆8,948億円、流動資産1兆2,025億円、総資産6兆973億円（グループ全体の38.6%を引き継ぐ）で、他方、貸方、固定負債8兆1,149億円、流動負債2兆2,998億円、純資産マイナス4兆3,174億円である。東京電力ホールディングスは、16年3月末で東電グループの有利子負債6兆6,000億円を移管しているので、当然のことながら、計算上は単体ベースでは債務超過の状態である¹¹⁾。

東電グループがグループ形態を変更するに伴い、東京電力ホールディングスに移管され、残存する既発行債の償還の処理方法も変更となる。改正電気事業法第27条の30、同条4項の規定により、ここでの既発行債は一般担保付社債のままである。円建ての既発行の国内公募社債の債務については、東京電力ホールディングスが発行体としての地位に留まっている。送配電事業を行う100%子会社の東京電力パワーグリッドは親会社の東京電力ホールディングスに対して金額、利率、満期日が同一条件のインターカンパニー債券（ICB）と呼ぶ一般担保付社債を東京電力ホールディングスの単独引受けにもかかわらず公募と私募にわけて発行する。その社債を東京電力ホールディングスは、自ら委託者兼受益者になって、信託銀行を受託者とした信託契約を結び、受託者となった信託銀行が信託財産を責任財産にして東京電力ホールディングスの償還予定の既発行債の元利払いを連帯保証し、保証の履行を行うというものである。但し、受託者となった信託銀行は、東京電力パワーグリッドの発行したインターカンパニー債券（ICB）の元利金が支払われている

範囲でのみ保証債務をする契約である。

具体的には、子会社の東京電力パワーグリッドが親会社の東京電力ホールディングスに発行するインターカンパニー債券（ICB）取引の仕訳は複雑である。発行時には、東京電力パワーグリッド側は16年4月1日に、インターカンパニー債券（ICB）発行の仕訳を【(借方)未収入金×××／(貸方)社債（ICB）×××】とし、東京電力ホールディングス側は、購入した社債（ICB）を長期所有扱いで、【(借方)投資有価証券（ICB）×××／(貸方)未払金×××】と処理する。同時日の16年4月1日に、東京電力パワーグリッドは東京電力ホールディングスに対して、新たな取引を行う。つまり、子会社の東京電力パワーグリッドは、親会社の東京電力ホールディングスに「特別配当金」を出すというものである。東京電力パワーグリッド側は、【(借方)資本剰余金×××／(貸方)未払金×××】並びに、発行時の東京電力ホールディングスから未収入金（資産）と特別配当金で支払う未払金（負債）とを相殺し、【(借方)未払金×××／(貸方)未収入金×××】という仕訳を行って、この時点では現金の出し入れをまったく行わない。他方、東京電力ホールディングス側は、所有する子会社の株式を減額する形で、【(借方)投資有価証券評価損×××／(貸方)投資有価証券×××】という仕訳を行っている。したがって、発行時では、まったくキャッシュフローを発生させないやり方である。

つぎに、最終的な段階で、はじめて現金が動く。東京電力パワーグリッドの発行した社債（ICB）と東京電力ホールディングスの所有する東京電力時代の既発行分の社債との双方の社債償還時において、はじめて現金取引が発生さ

せるというものである。東京電力パワーグリッド側は、【(借方) 社債 (ICB) ××× / (貸方) 現金×××】という仕訳を行う。東京電力ホールディングス側は、【(借方) 未払金××× / (貸方) 社債 (ICB) ×××】並びに【(借方) 社債 (既発行) ××× / (貸方) 現金×××】という仕訳を行っている。まさに、発行時の東京電力パワーグリッドが東京電力ホールディングスに実施した特別配当金を元手に、東京電力ホールディングスは、東京電力から引き継いだ社債 (既発行分) と法定分離後に取得した東京電力パワーグリッド発行の社債 (ICB) との、それぞれの社債償還資金を同一条件で相殺してしまうというやり方である。実質的な現金である東京電力パワーグリッドから入金になる社債 (ICB) の元利金は、東京電力ホールディングスを通さずに、信託銀行と信託契約を結び、信託銀行に直接、入金になる。その元利金入金の範囲で信託銀行は受託者として連帯保証を行って、社債償還 (既発行分) を実行する。

インターカンパニーボンド (ICB) という一般担保付社債をすべて親会社の東京電力ホールディングスに対して発行することにより、親会社が所有する既発行債の社債権者は、インターカンパニーボンド (ICB) に付与された一般担保を通じて、東京電力パワーグリッドの総資産を担保とした優先弁済権を得ることが可能となるのである¹²⁾。

さらに、スイスフラン建ての既発行債については、国内公募の既発行債とは異なり、信託銀行への信託は行わず、東京電力パワーグリッドがほぼ同額の円建てのインターカンパニーボンド (ICB) を発行し、その社債を東京電力ホールディングスが取得し、東京電力パワーグリッドが連帯保証するというやり方である。した

がって、社債の元利払いは東京電力ホールディングスが行う。東京電力ホールディングスは、通貨ならびに金利スワップの交換を用いて、円建てのインターカンパニーボンド (ICB) と既発行債のスイスフラン建て普通社債とのキャッシュフローをマッチングさせて為替ヘッジするやり方である。金融債務については、円建てのインターカンパニーボンド (ICB) と信託銀行の信託契約と同様のやり方で行われる。

97年に NTT 法 (日本電信電話株式会社等に関する法律) の改正では、NTT の分割による影響から既存の社債権者を保護するために、既発行債に係る全債務について、法律上関係会社が連帯債務を負い、かつ社債権者は関係会社の財産に対して一般担保を有するというやり方が採られた¹³⁾。今回の電力会社での改正電気事業法に基づくやり方は、NTT 法と比較して、一般担保による100%子会社の東京電力パワーグリッドの財産から優先弁済の効果が間接的になる反面、子会社自らの資産を超えて親会社の債務を連帯して負わせないように工夫することで、法的分離後の経営の自由度を確保したといわれている¹⁴⁾。

改めて、既発行債の社債権者の権利保護は、①既発行債に係る債務は、持株会社で親会社である東京電力ホールディングスが引き受けるという点で社債権者保護につながる。②100%子会社の東京電力パワーグリッドが残存する既発行債の償還資金の担保として、新規にインターカンパニーボンド (ICB) という一般担保付社債を発行し、キャッシュフローを裏付けている点で社債権者保護につながる。③東京電力ホールディングスは、東京電力を委託者兼受益者、信託銀行を受託者にして、実質的に、キャッシュフローが東京電力を経由しない形で、既発

行債の社債償還資金の管理機能を確認なものにしている点で社債権者保護につながるとするものである。

しかしながら、現在、東電グループの財務内容は実質的には債務超過に陥った破綻企業のような状態であり、常に強力な政府の関与のもとで、信用力回復が強く求められてきた。福島原発事故発生当初、政府による東電救済スキームやそこでの問題意識は、国が公募社債市場での社債権者保護を理由に、巨大な大規模株式会社である東京電力の破たん処理を会社の自己責任に委ね、経営者責任を問うことなくそのまま先送る考え方であった。経済産業省の有識者会議「東京電力改革・1F問題委員会」の議論並びに東京電力ホールディングスの新・総合特別事業計画の見直しでは、電力業界のリーディング・カンパニーである東電グループの原発事業リスク評価は曖昧な内容で論点整理し、実態的には先送りそのものの議論である。まさに、東京電力改革は、ここでは純粋なエネルギー産業政策を超えた国家的な政策の一環として位置づけているために、問題の本質をあいまいのままにとどめざるを得ない。

さらには、一般担保付社債は過去にデフォルトした事例はないし、またあり得ないという前提に立って考えているようである。同様に、大手電力会社経営のおかれた劣後するマネジメントリスクは公募電力債発行条件にはまったく反映されていないと考えられる。本来、国が喚起すべき公募電力債市場の健全な育成政策はほとんど触れておらず、今回の東電グループの起債情報の開示について、社債権者保護という意識は乏しく、国も会社も皆無に近い。当初の国による一時的に限定した支援からなし崩し的に恒常的な支援に変化している現状である。国の施

策は、東京電力改革を特別扱いの信用補完とも取れる展開で、その結果、異常な公募電力債市場が進行しつつあるといっても過言ではない。

IV. 東京電力の格付けと社債権者保護

1. デフォルト概念

格付会社は、自らの格付けの実績とその有効性を示すことによって、毎年格付け等級別の累積デフォルト率を公開してきている。いわば、格付会社の信頼性の根拠はここにある。デフォルトの定義と認定は、格付会社によって違う。当然のことながら、各格付会社の格付記号は同じように比較されているが、それぞれどのぐらいの信用力の差があるかは明らかではない。改めて、ここで、それぞれの定義と認定を比較することが大切である。

ムーディーズ (Moody's) のデフォルトの定義は、証券もしくは証券に類似する債務 (スワップ契約等) のみに適用されている。次の4種類の事由がデフォルトを構成する。(1) 関連契約が定めるところに従い、契約上義務となっている利払いまたは元本返済の不履行または遅延 (支払の不履行が、契約上許される猶予期間中に解消された場合を除く)、(2) 破産法の適用申請、あるいは管財人による発行体または債務者の法的管理により、契約上義務となっている債務の支払に関して、今後不履行または遅延が起これると考えられる場合、(3) 救済目的の債務交換 (ディストレストド・エクステンジ)、たとえば、(a) 債務者が、当初の債務よりも負担を軽減した新たな証券、リストラクチャリングされた証券、又は証券/現金もしくは

は資産からなる新たなパッケージを債権者に提供し、且つ、(b)債務交換が、債務者による将来の倒産もしくは支払不履行の回避につながる場合などである。最後は(4)国が関連契約に定める支払条件を変更することにより、金銭債務負担が軽減される場合を指している。たとえば、(a)債務者自身、または債務者の主権国による強制的な通貨デノミ政策を取ったとき、あるいは(b)インデックス化や償還期限など、当初の約束を強制的に変更した場合などがそれにあたる¹⁵⁾。

また、格付投資情報センター(R&I)は、以下にあげる事象をデフォルトと定義している。「(1)法的破綻、(2)金融債務の支払不履行、(3)債権者に著しく不利益となるような債務の条件変更の要請もしくは実施、」である。ただし、原則として全国紙による新聞報道、本決算の決算短信または決算書でその事実が確認できることを条件にしている。デフォルトの定義は、発行体の金融債務に関して、債権者と債務者の約束が守られない事態を念頭に置いている。法的破綻とは、自らまたは第三者が破産法等の倒産法制の適用を申し立てることをさす。債務の条件変更には債権放棄、債務の株式化、金利の減免、元本または金利の支払い期限の延長を含む。持株会社の債務の株式化は、個別に判断したうえで事業子会社のデフォルトと見なすことがある。上記のうち(1)「法的破綻」および(2)「金融債務の支払不履行」は客観的な情報に基づき形式的に判定できる。(3)の債務の条件変更は形式的な判定だけでは、実態と乖離する可能性があるため、「債権者に著しく不利益となる」を加えることで総合的に判定をしている。判定の客観性を担保すべく、以下の特徴がある場合、「債権者に著しく

不利益となる」と判定する。①当該条件に変更がなければ、遠くない将来に、法的破綻や金融債務の支払不履行が現実のものとなる可能性が高いと判断できるからである(倒産回避の観点)。②債権者が、債務者の再建支援、または債権者のより大きな損失の回避のため、やむなく応じていると判断できる(非任意性の観点)ことである。③条件変更後の金融商品の経済的価値が当初の契約を下回り、債権者が経済的な損失を被ると判断できる(経済的損失の観点)状態を含む。持株会社の債務の株式化は、個別に判断したうえで事業子会社のデフォルトと見なすことがある。上記のうち(1)「法的破綻」および(2)「金融債務の支払不履行」は客観的な情報に基づき形式的に判定できる。(3)の債務の条件変更は形式的な判定だけでは、実態と乖離する可能性があるため、「債権者に著しく不利益となる」を加えることで総合的に判定をしている。判定の客観性を担保すべく、以下の特徴がある場合、「債権者に著しく不利益となる」と判定する。当該条件変更がなければ、遠くない将来に、法的破綻や金融債務の支払不履行が現実のものとなる可能性が高いと判断できる(倒産回避の観点)。債権者が、債務者の再建支援、または債権者のより大きな損失の回避のため、やむなく応じていると判断できる(非任意性の観点)。条件変更後の金融商品の経済的価値が当初の契約を下回り、債権者が経済的な損失を被ると判断できる(経済的損失の観点)¹⁶⁾。

さらに、日本格付研究所(JCR)のデフォルトの定義は以下の通りである。デフォルトとは、債務不履行に陥っている状態にあるもので、格付対象債務の元利金が当初約定通りに履行されない状態のものを指す。これには債務者

について、破産、会社更生、民事再生、特別清算、旧商法に基づく会社整理といった法的手続きが申し立てられるなど、元利金支払が当初約定通りに履行されることが不可能と判断される状況も含んでいる。つぎに、広義のデフォルト定義に基づく累積デフォルト率は他社と同様に公表している。ここでの、広義デフォルトとは、日本格付研究所 (JCR) が格付を行った企業で、主力銀行などによる債権の放棄や債務の株式化などを行った企業もデフォルト企業として追加し、広義デフォルトとした¹⁷⁾。

2. 東京電力(株)の格付け<原発事故当初>

ムーディーズ (Moody's) は11年3月14日に「↓=格下げ方向での見直し」を発表した。同3月18日には従来のAa2からA1↓に格下げを行う。さらに、同6月20日にはBa2↓に格下げられ、投機的格付けまで格下げされてしまった。同8月8日には、東京電力の格付けをシニア有担保格付Ba2、長期発行体格付B1、コーポレートファミリーレーティングBa3と評価し、その今後の格付の見通しはネガティブであるとした。格付見直しの主な理由は、(1) 今回の格付の確認は、12年6月27日の東京電力の定時株主総会において、政府からの大規模な資本注入に関する議案が特別決議により承認され、東京電力の株主構成が変更されることを受けたものである。(2) 原子力損害賠償支援機構 (ムーディーズの格付は取得していない。この機構は政府が50%出資している組織) は、12年7月25日までに資本注入により東京電力の議決権の約50%を保有する予定である[現在、実施された]。政府は東京電力の議決権の約25%を間接的に保有することになる。(3) この結果として、完全に民間企業であった東京

電力が、ムーディーズ (Moody's) の定義する政府系発行体 (以後、GRI, Government-Related Issuers) となり、GRIに対する格付手法を適用して分析することとなる。なお、ムーディーズは、東京電力と原子力損害賠償支援機構が策定し12年5月9日に政府が認定した総合特別事業計画によれば、将来的には東京電力が民間企業に復帰する予定であることを認識しているという内容である。

スタンダード&プアーズ (S&P) は11年3月15日に「↓=格下げ方向での見直し」を発表した。やはり、同7月11日にはB+↓と格下げを行う。ムーディーズ (Moody's) とスタンダード&プアーズ (S&P) はそれと並行して、他の電力会社発行の社債格付けも格下げ方向に見直した。ムーディーズ (Moody's) は同3月28日に、北海道電力・中部電力・関西電力・北陸電力・中国電力・九州電力を「↓=格下げ方向での見直し」と発表した。スタンダード&プアーズ (S&P) は同4月25日に、中部電力・四国電力を「N=格付けの見通しをネガティブに変更」するとした。やはり、投機的格付けまで格下げしてしまった。

格付投資情報センター (R&I) は12年5月10日にレーティング・モニターを継続し、格下げの方向と位置づけた。発行体格付BBB、長期個別債務格付BBB (82本) と評価し、なお、格下げの方向と位置づけた。格付の主な理由は、(1) 政府は5月9日、東京電力と原子力損害賠償支援機構が申請した「総合特別事業計画」を査定した。(2) 実現すれば収支・財務は一定程度改善する。格下げ方向はレーティング・モニターを継続した。(3) 1兆円の自己資本拡充による資本負債構成の改善は評価でき、国の関与が深まる意義も相応に重い。(4)

国が議決権の過半を取得することが、電気事業制度改革の動きとも絡んで事業運営にどう影響するかも、慎重に見守る必要がある。(5) 家庭用など規制分野における10.28%の料金引き上げは別途認可手続きが必要で、今回の計画に盛り込まれた改定幅や実施時期で実現するとは限らない。(6) 東京電力が一定水準以上の信用力を維持していくには、計画通りに13年度の黒字転換を果たすことが欠かせない。さらに、機構法の再建スキームが機能し、資本市場での資金調達を再開できるようになるには、事業計画に示されたレベルの特別負担金を支払えるだけの収益力を取り戻す必要がある。(7) このほか、エネルギー政策や電気事業制度改革の影響、国や東電、金融機関など利害関係者の責任分担のあり方など、中長期的な不透明要因の行方にも目配りし、信用力に響く事象が発生した場合には、格付に織り込んでいく方針であるという。

日系格付会社の格付投資情報センター(R&I)ならびに日本格付研究所(JCR)とも格下げの方向に向かったが、その評価は大きく違った対応であった。ムーディーズ(Moody's)とスタンダード&プアーズ(S&P)は東日本大震災・原発事故を「東電問題と公益事業の問題」、格付投資情報センター(R&I)は「東電と原子力発電保有電力会社の問題」、日本格付研究所(JCR)は「東電の問題」と、それぞれ評価のポイントを異にした。併せて、今後、福島第1原発廃炉費用の資金は、数兆から数十兆円の費用がかかるとも予想され、とても東京電力だけの自力で捻出できるものではない。その結果、東京電力の経営陣は、責任回避から自力での再建をあきらめ、公的資金導入を余儀なくされ、いち早く国有化の道を辿った。東日本大震災は

発生当初、想像を超えた自然災害であり、東京電力の原発事故は想定外であると位置づける意見が多かった¹⁸⁾。

東京電力は、東日本大震災・原発事故後、当面する賠償費用、被災地の除染費用等で発生した資金不足によって、株式会社としての財務体質を急激に悪化させていった。格付会社による東京電力の社債格付けは、原発事故のリスクを受け、一気に格下げ方向での見直しへとむかった。東京電力の社債格付けは、米系格付会社では投機的債券の範疇まで格下げされた。一方、日系格付会社の格付けはギリギリ投資適格債券に留めた。

3. 東京電力ホールディングスの格付け ＜持株会社導入後＞

格付投資情報センター(R&I)は、東京電力が持株会社の東京電力ホールディングスに商号変更した16年4月1日に発行体格付けをBBB-からBBBに格上げし、格付けの方向を安定的とした。東京電力ホールディングスは同4月1日に発足した東京電力グループの事業持株会社で、本社機能のほか原子力事業や水力発電事業などを担うこととなった。傘下に燃料・火力、送配電、小売りを手掛ける100%出資子会社を抱える。既存する有利子負債は本体に残り、3子会社が親会社向けに一般担保付社債を発行することなどで原債務の元利払いを確保する。13年度以降、新鋭火力発電の運転を順次始め、火力電源の質が向上したことで、燃料費負担の軽減効果が高まっている。それ以外の費用削減も大きい。現行料金を維持すれば原発が停止中でも一定の利益を稼げると見込める。原油価格の低迷を追い風に利益蓄積が進んでおり、今後も財務の改善が進むとみている。巨額の潜在債務

が信用力の制約になっているが、賠償・除染は国の資金支援の枠組みが十分に機能している。事故炉の廃炉を抱え、原子力の事業環境整備は東電グループの信用力に特にプラスに働く。廃炉会計制度の整備に続き、再処理等拠出金法案が16年2月に閣議決定されるなど、今後も進展が見込める。送配電会社に関しては、中立性確保のための行為規制の詳細など未確定の要素が残り、グループ内での独立性の強弱を判断する材料が十分でない。金融面・事業面の関係などから、持株会社の格付けには、ひとまずグループ全体の信用力を反映させており、今後、新材料が出れば必要に応じグループ各社の信用力に反映させるとした¹⁹⁾。

つづいて、17年2月1日にも同様の評価をしながらも、小売全面自由化で電気料金の低減は従来以上に重要であるとし、原発事故に由来する費用の負担力を高めつつ競争力を強化するには柏崎刈羽原発の再稼働が欠かせないという。今後は適合性審査の進捗などを注視していくとした²⁰⁾。

日本格付研究所 (JCR) は、東京電力が持株会社の東京電力ホールディングスに商号変更した16年4月1日に長期発行体格付けをAに据え置き、格付けの見通しをネガティブから安定的とした。今後の注目点としては、全面自由化後の競争状況の変化を見定めつつ、①持株会社体制移行後の新規資金調達動向、②柏崎刈羽原発の再稼働、③東京電力と中部電力、JERAとの燃料・火力発電事業の展開、④機構による「責任と競争に関する経営評価」の影響などが挙げられる²¹⁾。

16年12月に政府の有識者会議が公表した東電改革提言、また電力システム改革貫徹に向けた政策中間とりまとめ案での廃炉関連措置の内容

を勘案すれば、東京電力の持続性を直接的・間接的に担保していく国の姿勢は引き続き維持されている。グループのガバナンス、収支構造などを勘案すれば、持株会社として全体を統括する東京電力ホールディングスの格付にはグループの信用力を反映することが可能である。実質的な収益力や財務構成に大きな変動が見込まれないことも踏まえて、格付を据え置き、見通しを安定的とした²²⁾。

ムーディーズ (Moody's) は、16年3月18日現在、東京電力のコーポレート・ファミリー・レーティング Ba3、シニア有担保債務格付 Ba2を確認し、格付見通しをネガティブから安定的に変更した。また、投機的等級の他の発行体と同様の取り扱いとするため、同社のB1の発行体格付を取り下げたことを公表した。格付見通しの変更は、11年3月の福島第一原子力発電所の事故に係る費用の見通しが従前よりついてきたこと、同費用に関する政府支援の枠組み、および東京電力(株)に対する取引銀行の姿勢を考慮すると、現在の東京電力のクレジット・プロファイルの安定性は以前より改善してきたとのムーディーズ (Moody's) の見方を反映している。さらに、東京電力の原子力発電所は依然として運転停止状態にあるが、同社の事業面の基本的な評価は政府からのサポートを除いても、やや向上していると判断できる状況にある。ムーディーズ (Moody's) は、東京電力が11年3月の東日本大震災で発生した原発事故に関して支払う賠償額は、今後一定程度増加する可能性もあるとみているが、その増加ペースは減速していることも認識している。また、今後の賠償金負担も対応可能な状態になっているとみている。政府支援の枠組みのなかで、賠償金は、政府から交付された資金を元

東京電力改革と東京電力債の格付け動向

に、原子力損害賠償・廃炉等支援機構から資金交付を受けて東京電力が被害者に支払っているが、同機構は東京電力が納付する特別負担金と原発を保有する電力会社が納付する一般負担金により、複数年にわたって支払いを受ける仕組みとなっているためである。

16年4月1日の電力小売市場の全面自由化に伴う競争激化も、今後の電力料金の圧力となるとみている。政府系発行体である東京電力のコーポレート・ファミリー・レーティング Ba3 は、同社のベースライン信用リスク評価（以下、BCA）「caa1」に基づいている。今回コーポレート・ファミリー・レーティングは Ba3 で確認しているが、BCA の水準は東京電力の事業改善により重きを置く形で caa2 から 1 ノッチ格上げしている。最終的な格付水準に反映される政府サポートについては、ムーディーズの複合デフォルト分析（JDA）の枠組みに基づき、東京電力と日本政府（A1、安定的）とのデフォルト相互連関が「非常に高位」という評価と、日本政府からの継続したサポートの可能性が「高位」との評価が反映されている。状況は改善しているものの、東京電力の単独での財務プロファイルは、caa1 の BCA に示される通り弱い状況にあり、東京電力に対する政府の支援は、格付にとって依然非常に重要な状況にある²³⁾。

16年4月1日、ムーディーズは、東京電力の組織再編は、同社の格付に影響を与えるものではないとコメントした。東京電力は2016年4月1日、商号変更し、今後持株会社として機能する東京電力ホールディングス（Ba3 コーポレート・ファミリー・レーティング、安定的）と、東京電力フュエル&パワー、東京電力パワーグリッド、東京電力エナジーパートナーの事業子

会社3社に事業を分割する。この4社への分社化後、持株会社は、原子力、水力、再生可能エネルギーの各発電事業に関わる資産を保有し、福島第一原発事故に関連する責任は持株会社が引き続き担う。

既存の公募債は持株会社が承継するが、財務体質が相対的に強い送配電事業会社が発行する一般担保付のインターカンパニーボンド（ICB）によって裏付けられる。送配電事業会社は引き続き規制環境下で事業を行い、信用力に資するコスト回収制度を有する。インターカンパニーボンドは信託銀行によって保有され、それにより持株会社倒産時の資金の混在リスクを回避する。当該スキームにより、同社は既存の一般担保付社債のデフォルト確率と回収率を再編前と同様の水準に維持することが可能である。インターカンパニーボンドは約定上、送配電事業会社が将来発行しうる新規社債と同順位（パリパス）として取り扱われると理解している。スイスフラン建公募社債（償還期限17年3月）は、既存の円建社債より小額だが（3億スイスフラン・約250億円相当）、これも、送配電事業会社の東京電力パワーグリッドが持株会社に対して発行し、持株会社にて自己信託されるインターカンパニーボンド、さらに直接保証によって裏付けられる。ムーディーズ（Moody's）は、16年4月1日の組織再編後の同グループの変遷、さらにグループ全体またはグループ内の格付対象子会社や債務の信用力の上昇または低下につながる信用動向を、引き続き注視していく²⁴⁾。

4. 東京電力債の社債格付けと発行体格付けとの乖離

2011年4月現在、福島第1原子力発電所事故直後の東京電力の社債格付けは、格付会社4社

(格付投資情報センター (R&I), 日本格付研究所 (JCR), ムーディーズ (Moody's), スタンダード & プアーズ (S&P)) とも AA (Aa2) 以上のきわめて高い投資適格等級の格付けであった。直近の17年1月では、日系2社は低い水準ながら投資適格等級に留まっているものの、米系2社は投機的等級にまで下げている。信用力指標として、国内投資家が最も重視している格付投資情報センター (R&I) の格付けも BBB と比較的低い水準である。16年3月までの新規社債発行に当たり、外資系の格付けは投資適格等級に、R&I は A 格以上に高めることが目標とされている。なお、16年4月1日に東京電力が持株会社制に移行したことで、東京電力の既発債は東京電力ホールディングスに引き継がれたが、実質的には子会社の東京電力パワーグリッドの信用力で東京電力の既発行債が返済される仕組みが導入された。この仕組みを評価した格付各社は、東京電力の既発行債の格付け水準を維持しているという²⁵⁾。

長期債務格付記号は、AAA (Aaa) ~ BBB (Baa) までの格付けを投資適格等級 (投資適格水準)、BB (Ba) 以下の格付けを投機的等級 (投機的水準) と呼んでいる。長期信用格付は、満期1年以上の金融債務のデフォルトする可能 (PD = Probability of Default) と、デフォルトが発生した場合に予想される損失規模 (LGD = Loss Given Default) の両方を考慮した信用損失 (EL = Expected Loss) に対する相対的な評価を AAA (Aaa) から D までの格付記号で表す²⁶⁾。一般担保の有無により予想される損失規模 (LGD) の差は、信用損失 (EL) の数値に、格付け水準に差を付けるほどの影響はないといわれる。これに対して、デフォルトする可能性 (PD) が高いと見られる場合には、

一般担保の有無が相対的に大きな意味を持ち、結論として、社債格付け (一般担保付) と発行体格付け (無担保) との格付け水準に格差が生じる。

ムーディーズ (Moody's) によれば、東京電力が収益性と財務指標を適切な水準まで改善し、維持できると判断すれば、格付けへの上方圧力の可能性が高まるという。これに影響する要因として、政府および債権者からの継続的な関与と支援、自由化された国内電力市場における収益性見通しの向上、柏崎刈羽原発の再稼働後のコスト基盤の改善、等が挙げられる。格付けへの下方圧力は、自由化された電力市場における競争、政府支援水準の低下、原発再稼働のさらなる遅延により東京電力の利益率やキャッシュフロー・カバレッジが悪化すれば、高まる可能性がある。また日本政府の格付および見通しの変更や、政府系発行体の格付要因がネガティブな方向に変更されることで、ムーディーズ (Moody's) の評価が変化すれば、東京電力の格付けも影響を受ける可能性がある²⁷⁾。

現状では、収益性の改善により利益額が増加した場合、値下げによる顧客への還元を強いられずに、どれだけ賠償・廃炉費用の支払いに充てられるのか、結果としてどれだけ債務の返済に充てられるのかという、定量分析に必要な要素が明らかでない。従って、開示情報から算出した利益率や財務レバレッジなどの財務指標は明らかな改善を示しているものの、それだけで東電グループの信用力を測ることはできない。東京電力が負担する費用の上限が不明なのであれば、その負担方法 (年間の支払額) を確定することが、信用力を測る定量分析の出発点となる²⁸⁾。16年7月現在、ムーディーズ (Moody's) は社債格付け (Ba2) と発行体格付 (B1)

に、スタンダード & プアーズ (S&P) は社債格付け (BB +) と発行体格付け (BB -) に、とも東電グループに対する格付けに2ノッチの格差をつけている。一方、格付投資情報センター (R&I) と日本格付研究所 (JCR) は他の大手電力会社と同様に、いずれの格付けも投資適格等級に位置づけ、担保の有無で格付け水準に格差をつけていない。無担保の場合の格付けを落としているのは、債務不履行の可能性と、損失規模がより大きいと見ているためと考えられる。これはまさに、原発事業の信用力リスク格差である。日米の格付会社の格付け方針が大きく異なった対応になっている。

おわりに

経済産業省の認可法人である電力広域的運営推進機構によると、16年4月電力小売り自由化が始まって以降、電力契約を乗り換えた件数は12月末時点で257万4,500件にのぼっている。大手電力会社からの乗り換え件数は、北海道電力12万9,200件、東北電力8万4,700件、東京電力144万3,800件、中部電力20万2,800件、北陸電力1万2,300件、関西電力51万7,900件、中国電力1万6,600件、四国電力2万1,000件、九州電力14万6,200件、沖縄電力0件で、都市圏に集中している²⁹⁾。ただ、電力小売りに370社が新規参入したものの大手電力会社からの切り替え比率は16年12月末4.1%で低調な推移にとどまっている。一方、経済産業省の電力調査統計をもとに、16年4月から10月までの家庭向けなどの低圧電力需要実績を日本経済新聞が集計した数値で、大手電力会社から新電力に移った販売電力量26万6,400キロワット時のうち70%は上位5社 (東京ガス32%、大阪ガス14%、JX

エネルギー9%、KDDI9%、ジュピターテレコム6%) に集中していた³⁰⁾。17年4月に始まる都市ガスの自由化で、電力とガスとのセット販売がスタートすると、さきの切り替え比率は上昇する可能性を含む。電力・ガス自由化に伴う顧客獲得競争は、結果的に、経済産業省の有識者会議「東京電力改革・1F問題委員会」の議論を形骸化させる要因となるものと考えられる。

改めて、電力会社の倒産時の社債の取り扱いを考えておくことは重要である。発行体が倒産した場合の一般担保付社債について利息の支払いが遅延するなどの事由が生じた場合には、当該社債権者は発行体の財産に成立した一般担保を実行できると解するのが一般的である。発行体が倒産した場合においても、一般担保権者は一般の民法上の債権者に優先する。すなわち、発行体に対して破産手続きが開始された場合においては、一般担保付社債は優先的破産債権に該当すると解されるため、破産手続き内で他の破産債権を有する一般の民法上の債権者に優先して配当を受けることができる。発行体に対して会社更生手続きが開始された場合には、一般担保付社債は、優先的更正債権として、会社更生手続き内で他の更正債権と比較して優先的な取り扱いを受けると解されている。しかし、会社更生手続きにおいて更正担保権とされる抵当権等の被担保債権には劣後することになる。発行体に対して民事再生手続きが開始された場合には、一般担保付社債は一般優先債権に該当し、再生手続き外で随時全額の弁済を請求することができるかと解されている。しかし、再生手続き外で一般担保を実行した場合には、前述のとおり抵当権等の担保権等の優先する担保権に劣後するとされる³¹⁾。

投資家保護の観点から、原発事業を持つ電力

会社で新たに発行する新発電力債は、劣後債の形で発行できるよう、制度設計を検討することが考えられる。現状、新規発行の社債の扱いを大幅に条件を落とす際は、既存の発行分についても金利などの発行条件を変更する必要があるが、東京電力などの電力債は発行残高が大きく、変更は難しい。しかし、原発事業などの産業リスクが顕在化した以上、投資家保護の趣旨からすると、その制度設計について議論する余地がある³²⁾。

東電グループの公募電力債発行の再開は、企業財務論的には株式会社としての本来の資金調達手段が復活することを意味する。一方、機関投資家としての金融機関は、貸付形態の相対取引で企業の信用リスクを担うよりも、当面、一般担保付社債の所有がより安全な資産運用であると考えている。電力会社の経営戦略は一般の事業会社とは大いに異なっている。たとえば、電力料金の改定、将来の設備投資計画、電力産業の経営計画に関連するエネルギー政策など、重要な経営戦略のほとんどは政府の了承、承認を必要とする。日本固有の民営公益事業方式に極度の競争論理を意図的に排除した場合、組織はネガティブな経営行動を取る。現在の東電グループの経営危機は、電力生産の安全を担保して国民の命を守ることの公益性よりも、むしろ組織の利益だけを優先する私企業性のエゴイズムだけが際立っていることを理解するべきである³³⁾。

注

- 1) インターカンパニーボンドはひとつの企業グループに属する企業間（たとえば親子関係会社など）で行われる社債発行取引である。一方、インターカンパニーローンもひとつの企業グループに属する企業間取引に変わりないが、その企業間取引が貸付形態で行われる場合である。東電グループの事例は、インターカンパニーボンドとインターカンパニーローンを同時並行して行った親子関係企業の取引である。
- 2) 毎日新聞出版『週刊エコノミスト』18～19ページ、17年2月7日特大号。
- 3) 東京電力改革・1F問題委員会「東電改革提言（案）」16年12月20日。
- 4) 原子力損害賠償・廃炉等支援機構、東京電力ホールディングス「新・総合特別事業計画」（17年1月31日、変更認定）
- 5) 電力システム改革は、2013年以降の法改正により、第1段階15年電力広域的運営推進機関設立、第2段階16年小売全面自由化、第3段階20年送配電部門の法的分離、という工程で進捗してきた。
- 6) 関西電力HP「送配電部門の中立性確保の重要性」より引用する。
- 7) 多賀大輔・石井淳「一般担保付社債の概要」CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE 2011年8月。
- 8) 廣瀬和貞「電力システム改革と一般担保付社債」Nikkei Energy Next 2016-4
- 9) イコールフットング（equal footing）と呼ばれ、商品・サービスの販売で、双方が対等の立場で競争が行えるように、基盤・条件を同一にすることを指している。
- 10) 岡知敬「電力システム改革 法的分離と一般担保付社債発行特例の廃止」CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE 2016年2月。
- 11) 東京電力ホールディングスの有価証券報告書での数値をもとに整理、集計した。
- 12) 岡知敬「電力システム改革 法的分離と一般担保付社債発行特例の廃止」CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE 2016年2月。
- 13) 1997年のNTT法の改正は、純粹持株会社であるNTTおよびNTT東西地域会社への移行に備えてのもので、地域会社の株式を100%保有する持株会社、都道府県内電気通信業務を担う地域会社の立場を規定した。その後、1999年7月に従来のNTTは持株会社、地域会社2社と長距離通信・国際通信を主に手がけるNTTコミュニケーションズの4社に分離分割された。地域会社は国内における通信網の確保を担う責務から持株会社と同様、従来通りNTT法の規制下に置かれる特殊会社の扱いを受けることになる。
- 14) 岡知敬「電力システム改革 法的分離と一般担保付社債発行特例の廃止」CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE 2016年2月。
- 15) スペシャル・コメント『日本の発行体におけるデフォルト率と格付遷移1990-2013年』ムーディーズ（Moody's）。
- 16) 格付投資情報センター（R&I）、Rating Performance Report「日本企業のデフォルト率・格付推移行列（1978年度～2014年度）」公表日：2015年6月30日。
- 17) 格付投資情報センター（R&I）、Rating Performance Report「日本企業のデフォルト率・格付推移行列（1978年度～2014年度）」公表日：2015年6月30日。
- 18) 以下の論文を参照。三浦后美（2013）「東京電力㈱における信用力低下とその構造的危機」『証券経済研究第81号』公益財団法人日本証券経済研究所。三浦后美（2015）「電力の自由化と電力会社経営の構造的転換—その歴史的経緯と今後の展望—」『証券経済研究第89号』公益財団法人日本証券経済研究所。

東京電力改革と東京電力債の格付け動向

- 19) R&I「NEWS RELEASE」2016年4月1日。
- 20) R&I「NEWS RELEASE」2017年2月1日。
- 21) JCR「News Release」2016年4月1日。
- 22) JCR「News Release」2017年2月1日。
- 23) Moody's「NEWS」16年3月18日。
- 24) Moody's「NEWS」16年4月1日。
- 25) 広瀬和貞「東電グループ、信用力回復の条件」Nikkei Energy Next 2017-1。
- 26) 森田隆大「格付けの深層」2ページ、日本経済新聞出版社、2010年。
- 27) Moody's「NEWS」16年4月1日
- 28) 広瀬和貞「東電グループ、信用力回復の条件」Nikkei Energy Next 2017-1。
- 29) 日経産業新聞、11ページ、17年1月20日。
- 30) 日本経済新聞朝刊、11ページ、17年1月28日。
- 31) 多賀大輔・石井淳「一般担保付社債の概要」CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE 2011年8月。
- 32) 東京電力パワーグリッドは17年2月15日に新規に機関投資家向けに公募で一般担保付社債（普通社債）を発行することで発行届出書が提出する。全体の発行額は未定ながら、「3年もの300億円」と「5年もの500億円」だけは確定している。社債発行条件（社債利息等）は17年2月20日～3月17日の市場環境で決定する。募集期間は17年3月9日～3月24日である。
- 33) 三浦后美「あいまいなままのリスク評価 社債市場保護には格下げ必要」『週刊エコノミスト』17年2月7日特大号、毎日新聞出版、84～85ページ。

参 考 文 献

- 植草益『講座・公的規制と産業 電力』NTT出版、1994年。
- 大田珠美「わが国社債市場の位置づけと活性化策 [1] ～日本社債市場の構造的な問題～」大和総研調査季報、2015年秋季号 Vol 20。
- 岡知敬「電力システム改革 法的分離と一般担保付社債発行特例の廃止」CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE 2016年2月。
- 奥村宏『東電解体』東洋経済新報社、2011年。
- 恩田勝亘『東京電力帝国の暗黒』七つ森書館、2007年。
- 鎌田慧『日本の原発危険地帯』青志社、2011年。
- 橘川武郎『東京電力 失敗の本質』東洋経済新報社、2011年。
- 原子力損害賠償・廃炉等支援機構、東京電力ホールディングス「新・総合特別事業計画」（17年1月

- 31日、変更認定）
- 公社債市場研究会『戦後公社債市場の歴史を語る』公益財団法人日本証券経済研究所、2011年。
- 公社債引受協会編纂室『社団法人公社債引受協会史』日本証券業協会気付、2001年。
- 白川もえぎ「マイナス金利と社債」CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE 2016年10月。
- 新生証券「東京電力の社債発行スキームと信用リスクの考え方」新生ストラテジーノート第221号、2016年3月10日更新。
- 多賀大輔・石井淳「一般担保付社債の概要」CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE 2011年8月。
- 東京電力「ホールディングカンパニー制の概要と一般担保付社債の取り扱いについて」2015年5月1日、2015年7月13日更新。
- 東京電力ホールディングス「再編・統合に向けた経営改革～廃炉事業、原子力発電事業、送配電事業～」2016年12月9日。
- 東京電力改革・1F問題委員会「東電改革提言（案）」2016年12月20日。
- 廣瀬和貞「電力システム改革と一般担保付社債」Nikkei Energy Next 2016-4
- 廣瀬和貞「電力システム改革で揺れる信用力」Nikkei Energy Next 2016-6
- 廣瀬和貞「東電グループ、信用力回復の条件」Nikkei Energy Next 2017-1。
- 毎日新聞出版「週刊エコノミスト」17年2月7日特大号。
- 森田隆大『格付けの深層』日本経済新聞出版社、2010年。
- 橘川武郎「発電設備すべて売却し、送配電・小売会社で存続させる」経済教室、日本経済新聞朝刊、16年12月2日。
- 遠藤典子「事故処理と電力部門分離、事業統合で企業価値向上」経済教室、日本経済新聞朝刊、16年12月2日。
- 財務データは東京電力の各年度「有価証券報告書」をもとに集計した。
- （文京学院大学大学院経営学研究科教授）