

電力自由化と電力ファイナンスの課題

酒巻 雅純（東京証券取引所）

電力の自由化は、電気事業法（1964 年施行）のもとでの電力会社の「地域独占」、「総括原価方式による料金規制」という制度の転換を進めるものである。2018～20 年にかけて発電と送配電の分離（unbundling）も予定されている（ただし、送配電部門の独占・料金規制は残る）。その目的は、発電や小売り分野に市場原理を導入し、業界の垣根を越えた競争促進による料金値下げや新しいサービスの提供にあると考えられる。

松永安左衛門は、「電力事業とは、ファイナンスなり」と喝破したが、電力の自由化がファイナンスの問題にどのように影響するのか十分に検証されていない。本報告では、まず、①電力会社の収支・財務状況の考察から始め、次に、②ファイナンス上の論点（電力会社の一般担保付社債の取り扱い）を検討する。そして、最後に、③再生可能エネルギー等のインフラファンドの新たな動向について考えたい。

①震災前から、電力会社の自己資本比率は低く、負債比率、レバレッジ比率とも高いことが特徴であった。電力会社の独占的地位や総括原価方式の料金規制が、その現金生成力や収益性を下支えしていた。しかし、震災後、民間企業体である東京電力（以下、東電）では負担しきれない巨額の賠償、除染、廃炉費用が見込まれ、株価が下落し、信用力（格付け）が低下した。コスト・環境負荷で相対的に優位とされた原発への国民の信頼が揺らぐ中、財務的に追いつめられた東電は、国（原子力損害賠償支援機構）から資本注入（1 兆円）を受けた。廃炉費用は、会計制度が変更（10 年間の定額償却）され、減価償却を通じて料金原価に算入可能となった。これらの不確定要素が多い費用が、電力会社の収支・財務にどう影響するのかを考えたい。

②製造業では、生産と流通が分離している。一方で、日本の電力会社は、発電、送配電、小売の 3 部門をもつ垂直統合型の地域独占である。この特殊な体制のもとで電力会社は、一般担保付社債（電気事業法 37 条に規定する社債デフォルト時の社債権者の先取特権）を中心に長期資金を低コストで調達することができた。震災後、東電が経営破綻すれば、社債権者等の一般担保（約 5 兆円）に損害賠償債権が劣後することが問題とされた。そのため東電の破綻は回避され、一般担保は維持された。今後、アンバンドリングによる分社化が予定されているが、一般担保付の既存債権者の保護等が問題となるように思える。しかし、その取り扱いの詳細は、未だ明らかでない。したがって、一般担保の取り扱いを巡る論点の整理・検証が必要である。

③インフラ資産は、大きく「経済インフラ（道路、鉄道、空港、港湾、送配電、発電、再生可能エネルギーなど）」と「社会インフラ（教育、病院、介護施設など）」に分けられる。ファイナンスの観点では、インフラ資産は、広範囲にわたり恒久的な使用に供され、維持・管理運営を必要とする実物資産を伴い、規模が相当大きく、多額の資金を要することから、投資家の投資対象（ファンド）となる。このうち、再生可能エネルギーを対象とするファンドは、いわゆる市民ファンドが各地で組成されているが、ここでは上場ファンドの動向を中心に考えたい。