

電力の自由化時代にみる 電力会社経営の構造的転換

～問われるコーポレートガバナンス～

三 浦 后 美

目 次

- (1) 電力会社経営が問われるコーポレートガバナンス
- (2) 電力債の一般担保付制度の歴史的終焉
- (3) 東京電力の既発行社債償還の処理方法
- (4) 格付けをだれがどのように利用するか
- (5) 格付けはどのような要因を重視して決定されるか
- (6) 格付会社間における格付記号の定義の違い
- (7) 格付けプロセスはどのような手順で進むのか
- (8) 格付委員会の構成はどのようにして決まられているか
- (9) 格付会社はデフォルトの概念をどのように位置づけているか
- (10) 格付けのケーススタディー（東京電力株）
- (11) 電力会社経営の構造的転換期に当たって

(1) 電力会社経営が問われるコーポレートガバナンス⁽¹⁾

1995年に大幅な電気事業法の改正を伴う第1次電力制度改革が実施され、現在まで第4次にわたる電力制度改革を行っている。電力卸売事業の自由化、大口需要家を対象とした小売の部分自由化などが行われた。2016年には小口・家庭用の電力小売りの完全自由化が実施された。これまでの電力制度改革の成果は一定の評価を得ているものの、市場での競争性という視点から見ると、新電力の市場シェアの低迷など、十分な効果をあげたとは言えない。2011年3月11日に発生した東日本大震災と東京電力福島原発事故後の電力需給ひっ迫などを理由に、その後の日本電力業の経営体制のあり方が問われることとなった。経済産業省の「電力システム改革専門委員会」において検討が進められ、2013年2月に『電力システム改革専門委員会報告書』がとりまとめられた。同報告書では、電力小売りの全面自由化、総括原価方式に基づく料金規制の段階的廃止、卸電力市場の活性化、卸規制撤廃による発電分野の市場活性化、広域系統運用

機関の設立、法的分離による発送電分離の推進などが提言された。2018年現在まで、これらの改革は段階的に実施されてきた。

小口・家庭用の電力小売分野の完全自由化をはじめとした電力システム改革が進行する中で、本当に低廉で安定的な電気供給という電力会社の本来の使命を果たしていけるのか、これまでの一連の経営行動をみるに、はなはだ懐疑的である。また、今後予想される電力会社間競争、電力会社と異業種からの新規参入事業者との熾烈な競争などから見えて来るものは、電力市場、エネルギー市場の活性化に繋がるとする意見とは逆に、東京電力(株)を筆頭とした巨大な電力会社の誕生、あるいは電力会社とガス会社との結合体のような総合エネルギー会社の誕生などの組織による消費者不在の議論が見え隠れしている現状である。戦後日本の電力会社経営は、垂直一貫体制と総括原価による料金規制を前提とした一般電気事業者(電力会社)の資金調達環境が大きく変化することとなる。巨額な設備投資を必要とする電気事業の特性に加え、一般電気事業者(電力会社)が発行する電力債の一般担保条項が見直しされ、いま電力会社経営は電力の自由化時代の中、構造的な転換期をむかえている。

一方、東電刑事裁判の公判が進行中である。2002年7月に政府の地震調査研究推進本部は長期評価の中で、福島県沖含む日本海溝沿いで30年以内にM8クラスの地震が20%程度の確立で発生する可能性がある」と公表した。東京電力(株)の旧経営陣の3被告人(勝俣恒久氏、武黒一郎氏、武藤栄氏)は、それを受けて2008年東京電力内部では福島第一原発の敷地に最大で15.7メートルの津波が押し寄せるという試算を取りまとめていたにもかかわらず、その後、何の対策もとらなかった。福島第一原発の事故を防げなかったとして2015年7月、検察審査会の議決によって強制的に起訴されたのが東電刑事裁判である。

勝俣恒久は2008年当時、社長や会長として経営の最高責任者であったが、国会事故調査会のヒヤリングで「津波の試算についての報告は受けていなかった」と述べ、これに対して検察委員会は、「地震対応の打ち合わせに出席できなかったときも、関連資料には目を通していた」と主張する。東京電力の社内会議では津波対策には数百億円規模の費用がかかる可能性が議論され、担当者がその内容を最高責任者に説明しないことは考えられないと指摘を受け、双方は争っている。武黒一郎は元副社長で、原子力部門の責任者(原子力・立地本部の本部長)として勝俣元会長を補佐していた。検察委員会は、「担当者から2008年8月までに報告を受けていたが、特段の指示を出すこともなかった」とされる。同じく元副社長で同副本部長の武藤栄は、原発の安全対策を担当していたが2008年6月の社内会議で最大15.7メートルとする津波の試算報告を受けた際に、新しい防潮堤を建設するのに必要な手続きなどを調べるように指示をしている。その結果、同年7月には新しい防潮堤の建設費用数百億円とおおよそ4年の建設期間が必要とすると試算の説明を受けていた。そこで、武藤元副社長は、津波の試算を仮定に基づく議論とし、実際にはこうした津波は来ないと考え、それまでの最大5.7メートルとしていた従来の津波の想定を当面は変えない方針と決め、事実上先送りとしたのである。3被告人は、「前提となる地震の長期予測は信頼性に疑問があり、直ちに対策するのは不可能であった。」「試算を前

提にしても敷地東側に防潮堤が造られず、地震事故は防げなかった。」と主張する。これに対して、検察委員会の指定弁護士は、「社内会議で最大15.7メートルとする津波の試算報告では、衝撃的な内容で対策の必要性が述べられ、その折、海拔20メートルの防潮堤を検討する図面まで作成されていた。」「3被告人は地震対策を先送りし、漫然と運転を継続していた。」「費用と労力を惜しまず、義務と責任をはたしていれば、2011年3月11日の東日本大震災での東電福島第一原発事故はおきなかった。」と主張した。東電刑事裁判の公判での最大の争点は、「巨大津波を予測できたか(具体的予見可能性)」と「有効な対策は可能だったか(結果回避可能性)」にあるとされる⁽²⁾。3被告人は、原発事故をめぐって業務上過失致死傷の罪で強制的に起訴されているが、公判ではいずれも無罪を主張する。

ここでは、原発事故が起きる前の東京電力(株)は経営のコストを優先する反面、当時の3被告人を中心とした経営陣は、検察委員会から原発事業者としての経営責任を果たしていなかったと結論付けられた。まさに、裁判の公判が進むにつけ、本質的に問われているのが経営組織体としてのコーポレートガバナンスの欠如、経営陣の無責任体制の顕在化そのものである。日本の電力会社経営は、歴史的には政府とのもたれあい構造のなかで発展してきたが、今日的には、その効用と限界を露呈する。戦後日本の電力会社経営は構造的転換期を向かえ、強く従来のコーポレートガバナンスが問われている。本論文の立場は、これらの課題を解決しながら、新たな均衡がとれた電力・エネルギー会社経営の可能性と地域特性を生かした本格的な市場競争を期待するものである。

(2) 電力債の一般担保付制度の歴史的終焉

日本の電力会社は、電力債に一般担保付社債制度が認められ、資金調達面で長く優遇策に守られてきた。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っ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⁽³⁾。

たとえば、銀行からの借入金⁽⁴⁾が民法上の一般先取特権にあたり、一般担保付社債である電力債を所有する社債権者はこれに次ぐ権利が保障されている債権である。まさに、銀行の借入金

には劣後するものの、それ以外の民間の債権にはすべて優先する。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⁽⁴⁾。

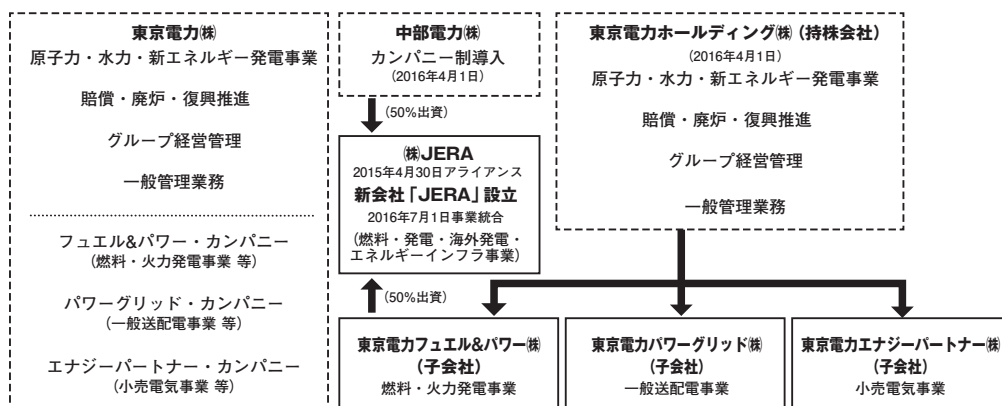
2015年6月の改正電気事業法では、適正な競争関係を確保する観点から、一般担保付社債の発行規定が本則から削除された。電力システム改革による自由化を踏まえて、発電、小売事業部門との対等な競争条件⁽⁵⁾を確保する観点から、2020年4月1日をもって、一般担保付社債発行の特例が廃止されることとなった。但し、電力の安定供給を確保するために必要な資金の調達に困難をきたさないために、激変緩和措置として、現在の大手電力会社での送配電事業子会社および発電事業子会社については、経済産業大臣の認定を受けた上で、2025年3月31日までの5年間は一般担保付社債の発行を可能とする経過措置があわせて規定された（同法附則第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。2020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⁽⁶⁾。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。

(3) 東京電力の既発行社債償還の処理方法

2016年4月1日、東京電力はホールディングカンパニー制に移行した。東京電力本体は、東京電力ホールディングス(株)に商号変更し、傘下に燃料・火力発電事業を行う東京電力フュエル&パワー(株)、一般配送電事業を行う東京電力パワーグリッド(株)、小売事業を行う東京電力エナジーパートナー(株)を100%子会社として東京電力グループ形態に変更した。東京電力ホールディングス(株)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うこととなった(図表1)。

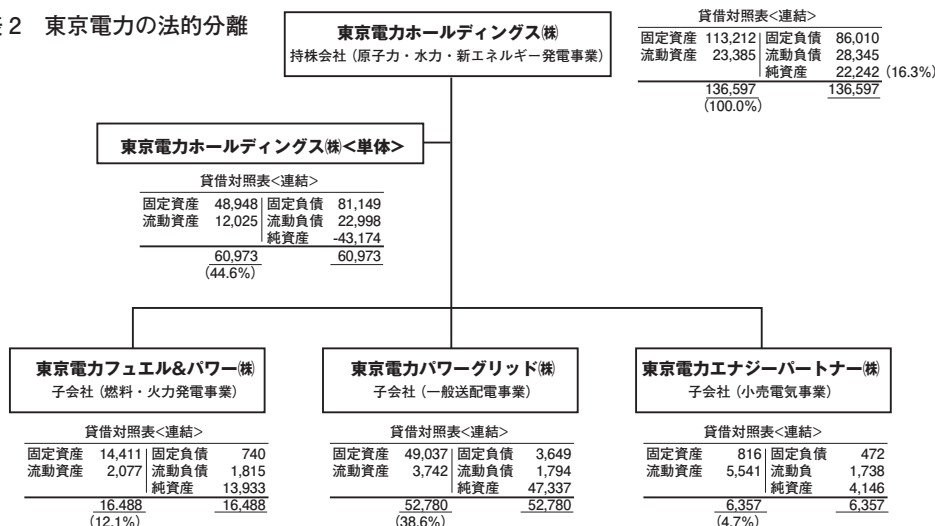
図表1 カンパニー制からホールディングカンパニー制への移行



出所) 東京電力パワーグリッド(株)「東京電力パワーグリッド株式会社の現状と今後について」(2016年6月)2ページ、並びに、東京電力改革・1F問題委員会「東電改革提言(案)」第2回配布資料、ご説明資料(株)JERA」(2016年10月25日)をもとに著者作成。

2016年4月1日現在、東京電力ホールディングス(株)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、東京電力フュエル&パワー(株)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(株)が総資産5兆2,780億円(グループ全体の38.6%を引き継ぐ)、東京電力エナジーパートナー(株)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(株)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6兆0,973億円(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(株)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(図表2)⁽⁷⁾。

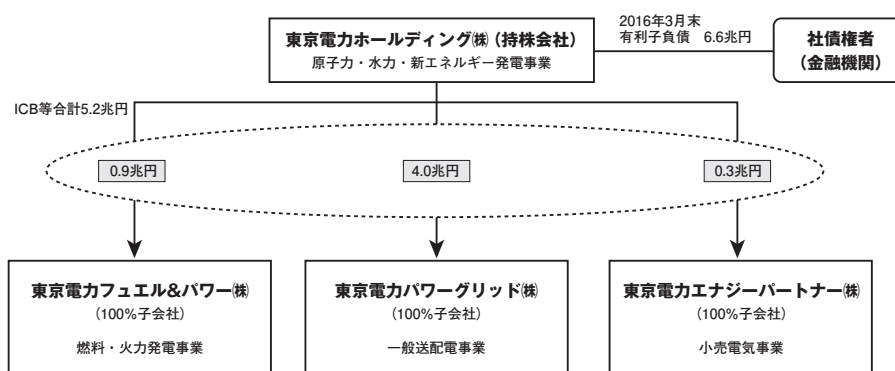
図表2 東京電力の法的分離



出所) 東京電力ホールディングス(株)、有価証券報告書をもとに著者作成。

東電グループのグループ形態が変更するに伴い、東京電力ホールディングス(株)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(株)が発行体としての地位に留まっているが、送配電事業を行う100%子会社の東京電力パワーグリッド(株)が親会社の東京電力ホールディングス(株)に対して金額、利率、満期日が同一条件となるインターカンパニー債券(ICB)と呼ぶ一般担保付社債を私募債で発行する(図表3)。

図表3 HDカンパニー導入(1) 分割時点の有利子負債の取扱い



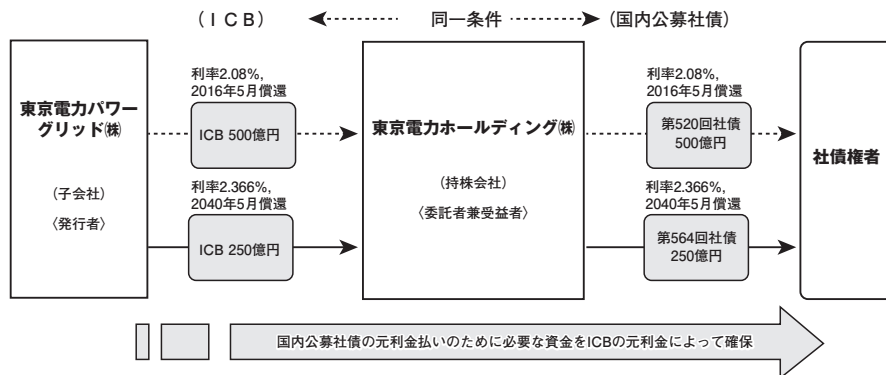
注) ICB(インターカンパニー債券)は、会社分割後、子会社が持株会社にそれぞれの有利子負債を負担させるかわりに、子会社が発行する社内債券で、私募発行の一般担保付社債のことである。

出所) 東京電力(株)「東京電力の現状と今後について」(2016年2月)をもとに著者作成。

その社債を東京電力ホールディングス(株)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(株)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(株)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。インターカンパニー債券(ICB)という一般担保付社債を私募で親会社の東京電力ホールディングス(株)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債券(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(株)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。⁽⁸⁾

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(株)がほぼ同額の円建てのインターカンパニー債券(ICB)を発行し、その社債を東京電力ホールディングス(株)が取得し、東京電力パワーグリッド(株)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(株)が行う。東京電力ホールディングス(株)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債券(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債券(ICB)と信託銀行の信託契約と同様のやり方で行われる(図表4)。

図表4 HDカンパニー導入(2) ICB発行条件

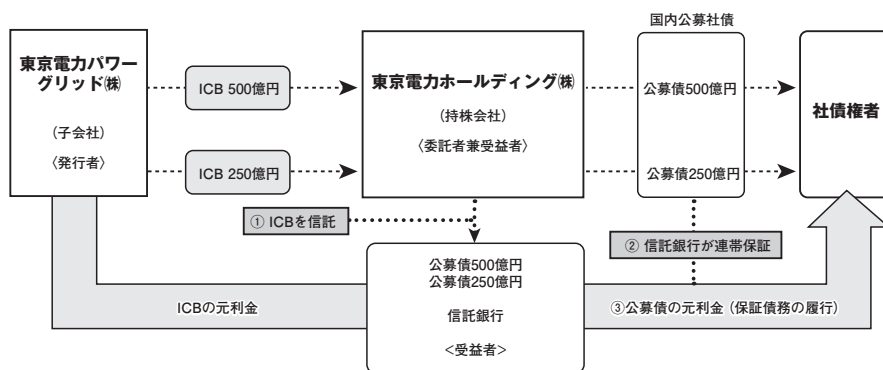


出所) 東京電力株「東京電力の現状と今後について」(2016年2月)をもとに著者作成。

1997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。⁽⁹⁾ 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(株)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。⁽¹⁰⁾

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(株)が引き受けるという点で社債権者保護につながる。② 100%子会社の東京電力パワーグリッド(株)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(株)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(図表5)。

図表5 HDカンパニー導入(3) ICB信託イメージ



出所) 東京電力(株)「東京電力の現状と今後について」(2016年2月)をもとに著者作成。

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る。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(株)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。

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力(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。

2017年1月18日、東電グループは、2011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(株)(東電HD)の傘下の送配電子会社の東京電力パワーグリッド(株)(東電PG)が今年の3月にも一般担保付社債を発行するという内容である。東京電力は2016年3月末で3兆4,556億円の社債発行残高があり、2017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、巨額の借換え資金の必要性があった。一方、機関投資家は、福島第1原子力発電所事故後も電力会社を最大の運用先と位置づけていた。

電気事業法第37条1項で、“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てて自己の債権の弁済を受ける権利を有する”とある。同条2項で、さらに、“前項の先取特権の順位は、民法の規定の一般の先取特権に次ぐものとする”と規定されている。民法の規定の一般の先取特権とは、たとえば、銀行からの借入金がこれにあたり、一般担保付社債である電力債を所有する社債権者はこれに次ぐ権利が保障されている債権である。まさに、銀行の借入金には劣後するものの、それ以外の民間の債権にはすべて優先する。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1990年代から電力債の信用力を高めたことで、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。

電力業界のリーディング・グループカンパニーである東電グループの信用力回復条件を総論的な曖昧な内容のままに、いまだ十分に原発事業リスクが公募電力債発行条件に反映しておらず、本来の社債権者保護の観点とはほど遠い。国の一時的支援が恒常的支援に変化している現状である。この影響から原発事業リスクを持った大手電力会社の起債条件も特別扱いの信用力とも取れる実態で、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。

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(2011年4月)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(MDY)、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格付けであったが、直近の2017年1月では、日系2社の社債格付けは、R&IがBBB、JCRがAで、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社の社債格付けは、MDYがBa3、S&PがBB+で投機的等級にまで下げている(図表6)。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性(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。一般担保の有無による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。2016年7月現在、ムーディーズ(MDY)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、とも東京電力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。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。

図表6 電力会社発行・債券(社債)格付けの推移

格付け	東京	北海道	東北	中部	関西	北陸	中国	四国	九州	沖縄	電源	原電	東ガス	東邦	大ガス
Moody's	Aa2	Aa2		Aa2	Aa2	Aa2	Aa2		Aa2	Aa2	Aa2		Aa1		Aa2
3月14日	↓														
3月18日	A1↓														
3月28日		↓		↓	↓	↓	↓		↓	↓	↓		↓		N
3月31日	Baa1↓														
5月16日	Baa2/Baa3↓														
S&P	AA-			AA-				AA-		AA-	AA-		AA-		AA-
3月15日	↓														
3月18日	A+↓														
4月1日	BBB+↓														
4月25日				N				N			N				
4月27日										N			N		N
5月12日				A+↓											
JCR	AAA	AAA	AAA		AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AAA	AAA	AAA
3月18日	↓														
4月1日	AA↓														
5月13日	A+↓														
R&I	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA-	AA+	AA	AA+
3月15日	AA+↓														
3月25日	AA-↓														
4月7日	A↓														
5月13日		N	N	N	N	N	N	N	N		N	N			

↓=格下げ方向での見直し N=格付けの見直しをネガティブに変更
上記のあと、格付けが変更された。Moody's 6月20日東京電力Ba2/B1↓、 S&P7月11日B+↓、 R&I 6月1日A- ↓

出所) 各社ホームページより作成

東電グループの公募電力債発行の再開は、2016年10月に発足した経済産業省の有識者会議の議論を契機にはじまる。経済産業省の有識者会議「東京電力改革・1F問題委員会」は、東京電力ホールディング(東電HD)の改革と福島第1原子力発電所(1F)事故対応を議論し、同年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。その前提である東電HD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、2016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。

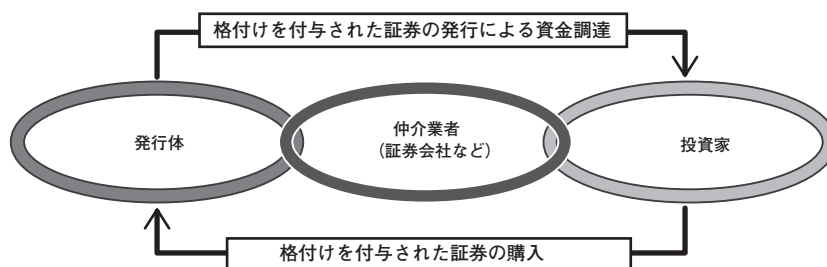
電力会社の経営戦略は一般の事業会社とは大いに異なっている。たとえば、電力料金の改定、将来の設備投資計画、電力産業の経営計画に関連するエネルギー政策など、重要な経営戦略のほとんどは政府の了承、承認を必要とする。日本固有の民営公益事業方式に極度の競争論理を意図的に排除した場合、組織はネガティブな経営行動を取る。現在の東電グループの経営危機

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という「東電の精神文化的要素」だけが際立っている点にある。

(4) 格付けをだれがどのように利用するか

格付け(Rating)は、企業や政府・地方自治体による資本市場での資金調達を可能にするという役割を担っている。企業は資金調達の優位性を求め、銀行から融資を受ける代わりに、社債を発行して投資家から資金を直接借りる場合がある。投資家は満期日や定期的な利払い時に、元本と利息を受け取ることを見越して、その企業が元利支払いを約束する社債(債務証券)を購入する。格付けはその社債の相対的な信用リスク(支払い能力)の評価を、格付会社が格付記号という形で表したものである。格付けは、効率的に、そして長い間投資情報を提供してきたことから、証券市場に広く認知されており、社債など債券の発行や購入をスムーズにしている。証券会社などの市場仲介業者、格付けを付与された証券の購入を望む投資家、高い格付けが付与された証券の発行による資金調達を望む発行体などによって、格付けは重要な役割を担う(図表7)。

図表7 格付けの役割



出所) STANDARD&POOR'S RATINGS SERVICES 「信用格付けの手引き」P4.

投資家をはじめとする市場参加者は、投資や事業上の意思決定をするときに、発行体や個別債務の相対的な信用リスクが自分たちのリスク許容度に合っているか、また信用リスクに関する運用ガイドラインの範囲内かどうかをチェックするツールとして、格付けを利用することがある。地方債の購入を検討している場合、投資家は地方債の格付けが想定している信用リスクの水準に見合っているかどうかを確認することができる。同時に、事業会社による事業拡大や研究開発のための資金調達、また政府や地方自治体による公共事業のための資金調達の際にも、格付けが利用される⁽¹⁾。

投資信託や年金基金、銀行、保険会社などの機関投資家は、投資判断やポートフォリオ管理の際に、信用リスク評価や異なる発行体や債務間の比較のために格付けを最もよく利用するとされる。さらに、機関投資家は信用リスクや運用ガイドラインの基値を設定するために、信用格付けを利用することがある。また、個人投資家も、地方債や社債の購入をリスク許容度の点

から評価するときに、格付けを利用する。格付けは、信用力の指標として利用することができるものの、投資家は常に自らが行った分析結果を含め、さまざまな要因を総合的に検討すべきものである⁽¹²⁾。

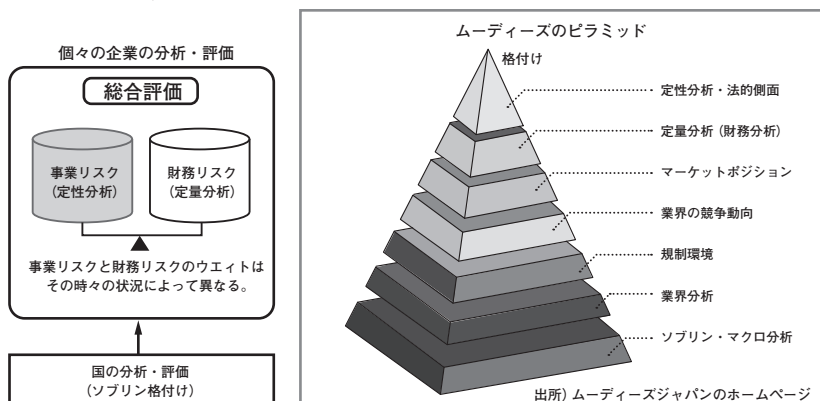
投資家から発行体への資金の流れを仲介する証券会社等は、組成した個別債務の発行価格や債務の利率を決めるため、異なる債務間の相対的信用リスクのベンチマークとして格付けを利用することがあるとされる。市場仲介業者の証券会社等は、格付会社が種類や優先順位の異なる債務の格付けを付与するための手法を理解するために、格付会社の格付け規準を参考にする。証券会社等は債務発行の組成者になることもある。個人向け住宅ローンや学生ローンなどの資産をまとめて証券化商品として組成するために特別目的会社を設立し、その事業体が発行した証券を投資家に販売するというものである⁽¹³⁾。

事業会社や金融機関、政府、地方自治体などの発行体は、自らの信用力および自らが発行する債務の信用力に関する第三者の見解を市場に提供するために格付けを利用する。こうした発行体は格付けを利用して発行する債務の相対的な信用力を伝えることによって、より多くの投資家からの資金調達を図ることができる。さらに、格付けは、発行体が発行する債務の利率の予想の参考になる。一般的に、発行体や債務の信用力が高いほど、発行体が投資家に支払う利率は低くなるからである。一方、信用力の低い発行体には、投資家が取ると高い信用リスクを補うため、通常は利率が高く設定されるのである。特に信用リスクを受け入れながら取引を行っている金融機関や事業会社は、カウンターパーティ・リスク（契約を結んでいる取引相手が金銭債務を履行しない潜在的なリスク）を評価するために、格付けを利用する。たとえば、ある企業に融資するかどうかを決定するときや、債務不履行（デフォルト）となった場合に支払いを保証してくれる企業を選ぶとき、カウンターパーティ・リスクを検討する必要がある。カウンターパーティ・リスクに関する格付会社の意見は、取引金融機関に対する信用リスク管理、業務提携や企業間取引を判断する際の参考になるとされている⁽¹⁴⁾。

(5) 格付けはどのような要因を重視して決定されるか

社債などの債券の契約書（信託証書など）には、元本や金利の支払の時期、金額が明記されている。その元本と金利の支払いが契約とおりに行われるか、言い換えるならば、債務不履行（デフォルト）の可能性の程度を示しているものである。ムーディーズ（Moody's）の「格付けのピラミッド」をみると、まずはじめにソブリン・マクロ経済分析を基本において格付けが行われる。つづいて、業界分析、規制環境、業界の競争動向、マーケットポジションとそれぞれの要因を積み上げて、その上で、定量分析（財務分析）、定性分析・法的側面を総合評価して、最終的に格付けが決定されている（図表8）。

図表8 格付け決定における定性分析と定量分析との関係



ある時点の個々の事業体の財務指標が良好であっても、将来にわたって健全性を維持できるかを見極めるためには、その発行体の現状を踏まえつつ、将来、キャッシュフローを生み出す力や資産価値がどのように変化するかを様々な角度から分析する必要がある。事業リスクは、事業から生み出されるキャッシュフローや資産価値の予測の不確実性のことである。事業リスクは、経済・金融などのマクロ認識をベースに(1)発行体の属する業界の標準的なリスク(2)発行体に固有のリスクを評価する。格付投資情報センター(R&I)では、(1)を「産業リスク」(2)を「個別企業リスク」と呼ぶ。事業リスクは定性的な評価が主となるが、収益や資産価値の変動性など、定量面の評価もある。財務リスクとは、利益やキャッシュフローの水準、債務や自己資本の多寡など、収支・財務の状況によって債務償還が阻害されるリスクのことである。同じ産業に属する事業リスクが同程度の発行体でも、債務とキャッシュフローとのバランスが異なれば、債務返済能力は異なる。財務リスクは、財務指標の分析を中心に評価するが、財務運営方針、流動性リスクに対する管理方針など、定性的な要素も評価している。

事業リスクと財務リスクの関係も相関関係を持っている。事業リスクは、事業から生み出されるキャッシュフローや資産価値の予測の不確実性のことである。事業リスクは、経済・金融などのマクロ認識をベースに(1)発行体の属する業界の標準的なリスク(2)発行体に固有のリスクを評価する。財務リスクは、財務指標の分析を中心に評価するが、財務運営方針、流動性リスクに対する管理方針など、定性的な要素も評価している。例えばA格を取得するのに必要な財務指標の目安は、すべての企業で同じわけではない。事業リスクが大きい企業は、将来の収益や財務を見通すのが難しく、収益やキャッシュフロー、資産価値が大きく変動する可能性がある。このため、特に下方に変動する場合においても耐えられるだけの資本負債構成が必要となる。一方、事業リスクが小さい企業は将来の収益や財務の見通しをたてやすく、収益や資産の変動もさほど大きくない。このため、資本負債構成は、事業リスクが大きい企業ほどには良好でなくても良い。このように、事業リスクの大きさによって、ある格付水準において必要な財務指標の目安は異なる。デフォルトリスクの分析において、事業リスクと財務リスクは密

接に関連している⁽¹⁵⁾。

格付けアナリストは格付け対象企業について過去のデータ分析を行った後、定性要因を加味して今後3～5年の償還力予想を行う。実績数値に基づく定量分析は過去および現在の状況を伝える情報であるが、現在生じている変化や今後生じる変化によって償還力が変化する可能性がある。償還力予想に織り込むべき定性要因には、分析対象企業そのものに関する内部要因(indigenous factors)と、企業を取り巻く外部要因(exogenous factors)とがある⁽¹⁶⁾。総合化のルールはないが、定量要因格付けと定性要因格付けが異なる場合には、定量要因と定性要因の間をとる、今後5年間の業界環境に変化がないと予想されれば定量格付けを優先する、分析者の力量に重点を置いて定性要因格付けを優先する、などの方法がある⁽¹⁷⁾。

格付けの対象となる債券は、国が発行する国債、地方自治体が発行する地方債、企業が発行する社債、銀行が発行する金融債、そのほか金融証券化商品などである。債券は一般に、公募債と私募債に分けられる。公募債は金融商品取引法などの規制を受けるが、転々と流通することができる。一方、私募債(買い手が50人以下)の場合は法律的制限が少ない代わりに、流通(転売)に制限がある。この点、債券発行と銀行借り入れは、大きく異なっている。銀行からの借り入れは、銀行法などの法的制約の下での証書借入(金銭消費貸借契約など)であり、銀行と借り手の2者間の金銭貸借であるため、原則として流通はしない。株式の場合は、払込金(元本)を返済しないし、配当も利益の状況などに応じて支払うので、そもそも債務不履行(デフォルト)に該当するものがない。そのため、株式は格付けの対象にはならない。但し、一定の配当率を約束している優先株式や、株式に転換される前の転換社債型新株予約権付社債には、支払いスケジュールが明記されているので格付けの対象となる。

(6) 格付会社間における格付記号の定義の違い

格付記号は、本来あくまでも長期債、つまり返済期間が1年以上の債券に関する定義であり、返済期間が1年以内のコマーシャルペーパー(CP)などには別の格付記号と定義が用意されている。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性(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⁽¹⁸⁾。

また、累積デフォルト率にみるように、格付けの「予想の精度」が読み取れる。たとえば、AAA(Aaa)～BBB(Baa)までの投資適格等級では全体のデフォルト率が低いのに対して、BB(Ba)以下の投機的等級ではデフォルト率が非常に高くなる。各格付会社は累積デフォルト率を公表してきている(図表9)。そのことが歴史的に「格付けへの信頼」を支えてきた理由である。「投資適格」という用語は歴史的に銀行の規制当局と市場参加者が金融機関に適した投資と

見なした債券やその他の債務証券に対して使われていた。今日では、信用力が相対的に高い水準にある発行体や債務のことを意味する広い意味の用語として使われている。

図表9 格付けと累積デフォルト率

長期格付	短期CP	累積デフォルト率 (%)				
Aaa	Prime-1	格付け	1年	3年	5年	10年
Aa1 Aa2 Aa3		AAA (Aaa)	0	0	0	0
A1 A2 A3		AA (Aa)	0	0	0	1.5
Baa1 Baa2 Baa3	Prime-2	A (A)	0	0	1.5	2.0
	Prime-3	BBB (Baa)	0	0.5	4.0	5.0
Ba1 Ba2 Ba3	Not Prime	BB (Ba)	1.0	2.0	20.0	30.0
B1 B2 B3		B (B)	2.0	10.0	40.0	50.0
Caa1 Caa2 Caa3						
Ca						
C						

- (1) Moody'sの格付記号、Aa~Caaに1<上位>,2<中位>,3<下位>の付加記号をつける。
- (2) S&Pなどの格付記号、AA~CCCにプラス(+)<上位格>,マイナス(-)<下位格>の付加記号をつける。
- (3) AAA (Aaa)~BBB (Baa) 投資適格証券、BBB (Baa)~C 投機 (投資不適格) 証券

一方、「非投資適格」もしくは「投機的」は、発行体は現時点で債務返済能力を有するものの、事業環境や財務状況の悪化といった信用リスクに影響を及ぼし得る大きな不確実性に直面している債務や債務者のことを意味している⁽¹⁹⁾。

スタンダード&プアーズ(S&P)の長期格付けの尺度では、「BBB⁻」以上の格付けを付与された発行体と個別債務は、規制当局や市場参加者から通常「投資適格」と見なされる。これに対し、「BB⁺」以下は一般的に「投機的」と呼ばれている。ムーディーズ(Moody's)の格付記号にはAa~Caaに1<上位>,2<中位>,3<下位>の付加記号をつける。スタンダード&プアーズ(S&P)の格付記号にはAA~CCCに対してプラス(+)<上位格>,マイナス(-)<下位格>の付加記号をつける。格付投資情報センター(R&I)の格付記号には、AA~CCCにプラス(+)<上位格>,マイナス(-)<下位格>の付加記号をつける。日本格付研究所(JCR)の格付記号にはAA~Bにプラス(+)<上位格>,マイナス(-)<下位格>の付加記号をつける。さらに、いずれの格付会社もAAA(Aaa)~BBB(Baa)までの格付けを投資適格等級(投資適格水準)と、BB(Ba)以下の格付けを投機的等級(投機的水準)と位置づけている。

格付会社は、事業会社や政府、地方自治体といった発行体と、債券やその他の債務証券などの個別債務に格付けを付与している。発行体格付けは、発行体の信用力の評価に際して債務を条件に従って期日通りに履行する債務者の能力と意思を評価するものである。格付けの過程で、アナリストは発行体の期日通りの返済に影響を与える可能性のある財務および事業の特性などを幅広く調査するとされる。分析対象となるリスク要因は、発行体の種類によっても異なる。たとえば、事業会社の信用分析の場合、主要な業績指標、経済、規制および地政学的な影響、

経営とコーポレートガバナンス、競争力など、多くの財務および非財務的要素を考慮される。ソブリン格付けの場合、財政・経済状況や金融政策の安定性、政府機関の実効性といった項目に分析の焦点が当てられる。高い格付けについて、スタンダード&プアーズ(S&P)は、業界固有、あるいはより広い意味での景気循環を含め、予見できるビジネスサイクルを勘案しているという。しかし、事業をとりまく需給環境の長さや影響は都度大きく変わるため、信用力への影響を正確に予測するのは困難な作業でもある。スタンダード&プアーズ(S&P)は、リスクが高く、変動性も高い「投機的」格付け(「BB+」以下の格付け)に、ビジネスの下降局面での脆弱性をより多く織り込んで⁽²⁰⁾いる。

短期格付けは、満期1年未満の債務に対する発行体の相対的な返済能力を表す。債務不履行(デフォルト)の可能性のみが評価の対象である。短期の債券市場には投機的等級を対象とする投資家は基本的には存在しない。そのため、短期格付けが低下した発行体は実質的に市場から退場させられる。短期の格付記号は各格付会社ごとに違う。たとえば、スタンダード&プアーズ(S&P)の場合は、A-1+,A-1,A-2,A-3までが投資適格等級で、B、C、Dが投機的等級と位置づけられている。発行体が取得できる短期信用格付は、長期格付けの水準に制限される。現実の短期資金の確保は銀行からのバックアップライン(Backup Line, 予備的融資枠)などで確保している。短期債務のデフォルトを決定する最大の要因は、緊急時に発行体が金融機関から返済資金の融資を受けられるかにかかっている。A-3までが投資適格等級で、B、C、Dが投機的等級と位置づけられている。

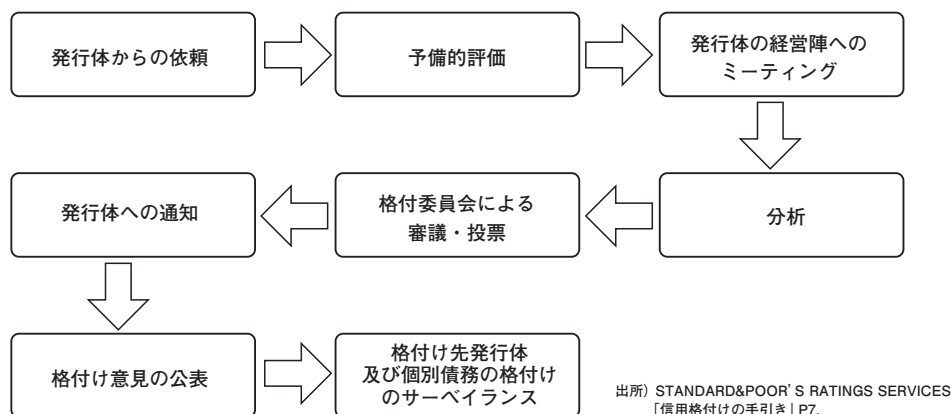
(7) 格付けプロセスはどのような手順で進むのか

スタンダード&プアーズ(S&P)におけるアナリスト主体の格付けプロセスは、通常、企業や地方自治体に格付けを付与するときに、1名のアナリストを選び出す。このアナリストは、格付け対象の事業体の信用力を評価する過程で主担当となり、多くの場合、他のアナリストと共同で分析作業を行う。担当アナリストは公開されたレポートや発行体の経営陣へのインタビューや議論から情報を収集し、当該事業体の財務状況や業績、経営方針、リスク管理戦略などの評価に活用し、最終の格付けの判断を下すのである。その格付けプロセスは、①発行者からの格付依頼⇒②予備的評価⇒③発行体の経営陣とのミーティング⇒④分析⇒⑤格付委員会による審議・投票⇒⑥発行体への通知⇒⑦格付意見の公表⇒⑧格付け先発行体および個別債務の格付けのサーベイランス、という流れ図(図表10)である。⁽²¹⁾

一方、ムーディーズ(Moody's)の格付けプロセスは、①発行体による格付け取得の検討⇒②格付会社による格付けプロセスの説明⇒③発行体からの格付けの依頼、および経営陣とのミーティングの日程調整⇒④発行体からの基礎資料の提供【ここまでの段階で、発行体は格付会社に対する基礎資料およびプレゼンテーションの準備を完了する】⇒⑤経営陣とのミーティング(プレゼンテーション、質疑応答)⇒⑥経営陣とのミーティング終了後、通常6～8週間程度で

格付会社の格付委員会が格付けを決定する。但し、債券発行のスケジュールに応じて決定期間を短縮する場合もある【経営陣とのミーティングに入ると同時に、格付会社の信用分析は開始されている】⇒⑦格付委員会の開催および格付けの決定⇒⑧発行体への格付け決定の通知、および格付けの公表(プレスリリースを行う)という工程である⁽²²⁾。

図表 10 S&P のアナリスト主体の格付けプロセス



日本格付研究所(JCR)のコーポレート等に係る信用格付について、依頼から公表、見直しまでのプロセスは、初めての信用格付の場合、格付作業には通常2ヵ月程度を要する。①格付の依頼【格付作業は原則として、格付対象債券等の発行体(債務者)(または発行体の同意を得た第三者)から依頼を受けることで開始される】⇒②担当格付アナリストの決定【信用格付の依頼を受けると、業種や対象債務の種類などを考慮して担当格付アナリストは複数名(通常2名)選定される】⇒③採りあげの判断⇒④資料提出の依頼【依頼する資料内容は、業態や企業特性により一律ではありませんが、一般的には、会社概要、経営組織、生産、販売、損益財務、事業計画、子会社・関連会社、訴訟などの重要情報、起債関係、など多岐にわたる】⇒⑤利用する情報【担当格付アナリストは、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用する。なお、十分な品質が確保されないと判断される場合には、格付けの付与作業を中止する⁽²³⁾】などで決定する。

企業の信用力評価は、企業固有のリスクの把握とそれに対応する事業基盤(事業リスク)と財務基盤(財務リスク)の分析との対比に基づいて行われる。標準的には、たとえば、日本格付研究所(JCR)の例にみる図表11「企業の信用力評価の視点」の資料が必要である。

格付投資情報センター(R&I)の「信用格付業務基本方針」は、5つのポイントからなる。①R&Iは、事業会社、金融機関、政府系機関、地方自治体、ソブリン、ストラクチャードファイナンス商品など幅広い分野において、格付けを行っている。その格付はR&Iの意見であるが、発行者をはじめとする格付関係者のみならず、投資者など広く市場参加者からも、「最も信頼され、最も使われる」ことで、金融・資本市場における適切かつ円滑な資金の調達・運用に貢

献することがR&Iの目標としている。②R&Iは、経済・金融・産業の動向など、発行者を取り巻く環境を的確に見通すとともに、発行者の属する国・地域の独自の構造や、商取引・与信などの慣行に十分目配りした国際的に整合性のある高品質の格付を実施する。その格付が、多角的かつ深い精緻な分析により、格付対象の長期的な信用力を見通した、先見性のある安定性の高いものであるように心がける。ただ、R&Iの想定を超える変化が生じた場合は、迅速に格付を見直す。③R&Iは、R&Iが正確と考える情報の入手に努め、厳格かつ体系的な格付付与方針等に則って格付を行う。格付及びその根拠については、発行者及び投資者にわかりやすい説明を心がける。格付公表後、信用力に大きく影響する事象が発生したにもかかわらず、その情報収集に発行者等から十分な協力が得られない場合には、それを評価に反映させる。④R&Iは、格付が投資判断の有用な情報であるとの認識に立ち、迅速かつタイムリーに格付する。格付結果に至る根拠のみならず、その他投資判断に有用な情報を積極的に発信していく。投資者が投資判断にあたって適切に格付を利用できるよう格付付与方針等についても適宜公表する。また、信用格付業務の状況について定期的に情報を開示していく。⑤R&Iは、独立の立場から公正かつ的確な格付を提供するべく、格付プロセスの品質維持に努める。そのために、格付方針等について継続的にモニタリングするほか、専門的知識及び技能を有する格付アナリストの採用・配置・研修や、格付の基礎となる情報の十分な品質確保など、様々な措置を講じているのである。⁽²⁴⁾

図表 11 企業の信用力評価の視点
事業基盤（事業リスク）

(1) 所属産業の特性（業界動向）

- ・ マーケットの規模。国内市場かグローバル市場か。
- ・ 特定業種への依存度。需要産業の動向。
- ・ 業界構造はどうか。寡占的か競争が激しい産業か。
- ・ 規制型の産業か。将来の自由化の見通し。
- ・ 市況型の産業か。安定型の産業か。
- ・ 技術革新の動向。スピードが速いと事業リスクが高くなる。

(2) 業界における地位と競争力

- ・ 業界におけるシェア。独占的地位を占めているか。
- ・ シェアは拡大傾向か、縮小傾向か。
- ・ 業界における特色、強み・弱みとは何か。

(3) 対象企業の特性

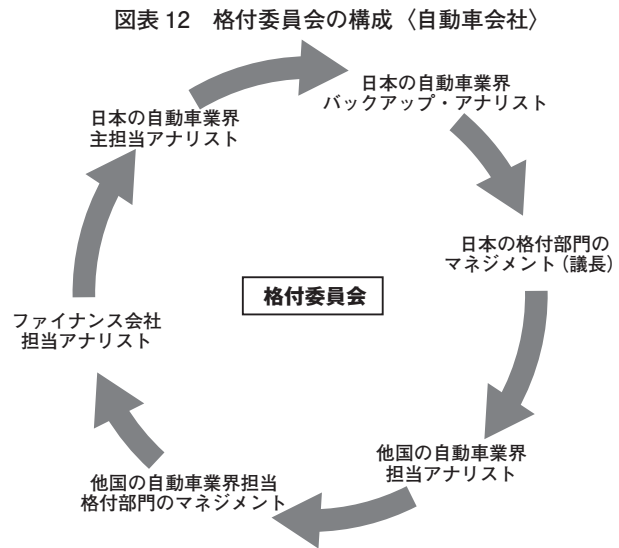
- ① 会社の沿革（企業の基本的な性格、社風の形成）
- ② 経営者の特徴（経営能力、実績、経営姿勢など）
- ③ 組織（組織構成、人員配置、経営理念）
- ④ 株主および系列関係（主要株主とその持株数など）
- ⑤ 従業員（人数、年齢構成、平均勤続年数、給与水準など）
- ⑥ 売上構成（企業経営の多角化）
- ⑦ 生産・販売状況（製品販売先および原材料仕入れ先の状況、販売方法が直販か、特約店経由か）
- ⑧ 設備投資状況（・生産設備や技術の優劣、独自性の有無、・海外進出 [生産、販売拠点の海外設置] の現状と今後の動向、・設備投資動向 [内容、金額、投資効果]、・部門別の生産販売実績の把握）
- ⑨ 技術水準、研究開発能力（過去の開発実績、製法の独自性や特許権の有無、研究開発体制の研究開発人員の増減など）
- ⑩ 子会社・関連会社など（グループ企業全体としての事業基盤を評価）
- ⑪ 経営計画（経営陣からのインタビューで経営理念や中長期計画に対する方針の確認、経営計画に関する各種の資料〈生産販売計画、設備投資計画、予想損益計算書、予想貸借対照表、予想キャッシュフロー計算書など〉の分析）

出所) 日本格付研究所 (JCR) ホームページより

(8) 格付委員会の構成はどのようにして決まられているか

たとえば、日本の自動車会社を格付けする格付委員会の構成メンバーは、主担当アナリスト、発行体とのミーティングに参加した他のアナリスト、議長となるシニアメンバー、その他発行体の信用力についての建設的な議論に貢献できる人によって構成される。日本の自動車会社は欧米のメーカーと激しく競争しているため、格付委員会に競合相手の格付けを担当する海外の自動車アナリストが参加することは有意義である。米国市場で競争するには、魅力のあるオートローンやリースプログラムを提供することが必要である。ほとんどの自動車会社は大規模なファイナンス子会社を持っている。ファイナンス子会社のリスク分析に詳しいアナリストの参加は、発行体の信用力を判断する上で必要である。日本の自動車会社の競争力の源泉の1つは、部品メーカーとの密接な協力関係にある。自動車部品業界を担当するアナリストの参加は、格付委員会の議論の質を高めることができる(図表12)。

一般的に格付委員会は4～5人程度で構成されるが、信用分析の難易度、業界に対する精通度、他の格付けや市場に対する影響度、ソブリンリスクとの関連性などを考慮して、参加者が10名以上になるケースもある。格付委員会は構成メンバーが固定されている常設委員会ではなく、必要な時に発行体ごとに編成されるものである。ただし、日系格付会社の場合、各格付委員会の構成員を固定したシニアメンバーが占める比率が高いと言われている⁽²⁵⁾。



出所) 森田隆大[2011]「格付け深層」日本経済新聞出版社、p2.をもとに加筆修正して作成。

(9) 格付会社はデフォルトの概念をどのように位置づけているか

ところで、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ばと考えられる場合、(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。⁽²⁶⁾

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⁽²⁷⁾の観点)。

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以下の通りとなった。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。

(10) 格付けのケーススタディー (東京電力株)

電力会社の財務状況は、総括原価主義の適用結果である要素が強く、必ずしも経営成果を表している訳ではない。総括原価＝適正費用＋事業報酬＝電気料金収入で構成されている。大規模建設期間中は財務体質が悪化する。建設後は財務体質が改善される。したがって、ここでの財務体質の差は必ずしも信用力の差を意味しない。財務体質は事業リスクと対比して初めて意味を持つものと考えられている。ムーディーズ(Moody's)とスタンダード&プアーズ(S&P)との現状の評価は、東京電力独自の問題と公益事業の問題とを併せてとらえている。格付投資情報センター(R&I)の評価は、東京電力固有の問題プラス原子力発電保有電力会社の問題と考えている。日本格付研究所(JCR)の評価は、東京電力固有の問題ととらえている。ここでは、2011年3月11日に発生した東日本大震災・原発事故後の東京電力に対するムーディーズ(Moody's)と格付投資情報センター(R&I)との格付け評価を比較してみる。

東京電力は、ムーディーズ(Moody's)からの格付け(2011年8月8日)、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を評価されている。格付の見直しはネガティブとする。格付理由は以下のような内容である。格付の確認は、2012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。原子力損害賠償支援機構(ムーディーズの格付なし、政府50%出資)は、2012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%を保有する予定とした。これにより、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。この結果として、完全に民営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)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(Moody's)は、東京電力と原子力損害賠償支援機構が策定し2012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。但し、東京電力の格付には、政府が提供する直接・間接のサポートが既に織り込まれているので、今回政府が東京電力の株式を所有することになることだけを理由として、格付を変更することはない。2011年3月11日の地震発生以後、政府の東京電力に対する支援は広範囲に及んでおり、日本政策投資銀行(Aa3)を通じた流動性支援、損害賠償支援の枠組みの確立、総合特別事業計画の認定、等を含んでいる。このような支援は、最終的な納税者の経済的負担を最小化させつつ、電力の安定供給と損害賠償を確保するために、東京電力を財務的に継続させる必要があるという政治的な合意に基づいたものであるとムーディーズ(Moody's)は考えている。当時、2.5兆円と推定されている損害賠償額に対して、2012年3月末の純資産が8,124億円であることを考慮すれば、政府からの支援なしには、東京電力は実質的に破綻する可能性がある。これがベースライン信用リスク評価(BCA)を18(Caa2に相当)と評価する理由である。一方、国内市場に対する依存が大きいことから、東京電力と政府との相互連関は「非常に高位」と評価している。また、2011年3月11日以後の事態の進展から、サポートの可能性は「高位」と評価している。ムーディーズ(Moody's)の複合デフォルト分析(JDA)では、サポートの可能性とは、GRIのデフォルトを回避するために、財務サポート等の特別なサポートを提供する可能性を評価するものである。東京電力の総合特別事業計画には廃炉費用や損害賠償金の増高の場合の対応についても記載されており、政府による追加的な支援の可能性は高いとムーディーズ(Moody's)は考えている。格付見直しは引き続きネガティブである。これは、総合特別事業計画の適時な遂行に関して不確定な要因が幾らか残っているというムーディーズ(Moody's)の懸念を反映するものである。

一方、2012年5月10日格付投資情報センター(R&I)は、東京電力の発行体格付：「BBB」、長期個別債務格付「BBB」、コマーシャルペーパー「a-2」と全体を格下げした。レーティング・モニターは、格下げの方向で継続するという。格付けの理由は以下の内容になっている。政府は同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」を認定した。機構による1兆円の資本注入・過半の議決権取得に加え、規制分野の料金引き上げなどが盛り込まれた。実現すれば収支・財務は一定程度改善する。だが柏崎刈羽原発の再稼働時期が見通しにくいほか、廃炉など巨額の潜在費用も抱え、再び資本不足に陥る懸念を払拭できていない。信用力への下押し圧力は収まっておらず、格下げ方向のレーティング・モニターを継続した。計画の進捗状況を注視していく。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。とはいえ、先行きの事業環境は、柏崎刈羽原発の再稼働時期をはじめ不確実性に満ちている。こうした中で、再び資本不足に陥る懸念が生じた場合の措置が現時点では明確になっておらず、廃炉など潜在費用が膨らむリスクを十分吸収できるか不透明である。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。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。同4月以降、需要家と相対で料金改定交渉を進めている自由化

分野でも、遅滞なく十分な幅で浸透するか、注視を怠れない。料金に関しては、有識者会議の報告書に基づき、原子力の再稼働時期が後ろ倒しになった場合に料金改定を申請できる旨が明記された点は評価できる。ただし、実際の制度運用を見極める必要があると、格付投資情報センター（R&I）は判断している。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2013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。料金改定が難航したり、原発再稼働が遅れたりして、実際の収支改善効果が計画を下回り、これらの実現性に懸念が増してきた場合は、現在の格付を維持できなくなる可能性が強まってこよう。柏崎刈羽原発再稼働の成否は、関西電力大飯原発をはじめ他電力の原発再稼働が、いつ、どのような形で実現するかにも影響を受けるとみられ、その動向を見守っていく。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という。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。

ムーディーズ(Moody's)は2011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、ジャンクボンド債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、2012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(株)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、2012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、完全に民営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2012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(株)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2011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」とした。やはり、ジャンクボンド債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2012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)、コマーシャルペーパーa-2(8,000億円)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(株)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。機構による1兆円の資本注入・過半の議決権取得に加え、規制分野の料金引き上げなどが盛り込まれた。(2)実現すれば収支・財務は一定程度改善する。だが柏崎刈羽原発の再稼働時期が見通しにくいほか、廃炉など巨額の潜在費用も抱え、再び資本不足に陥る懸念を払拭できていない。信用力への下押し圧力は収まっておらず、格下げ方向のレーティング・モニターを継続した。計画の進捗状況を注視していく。(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とはいえ、先行きの事業環境は、柏崎刈羽原発の再稼働時期をはじめ不確実性に満ちている。こうした中で、再び資本不足に陥る懸念が生じた場合の措置が現時点では明確になっておらず、廃炉など潜在費用が膨らむリスクを十分吸収できるか不透明である。(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。4月以降、需要家と相対で料金改定交渉を進めている自由化分野でも、遅滞なく十分な幅で浸透するか、注視を怠れない。料金に関しては、有識者会議の報告書に基づき、原子力の再稼働時期が後ろ倒しになった場合に料金改定を申請できる旨が明記された点は評価できる。ただし、実際の制度運用を見極める必要があると、格付投資情報センター(R&I)では判断している。(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2013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。料金改定が難航したり、原発再稼働が遅れたりして、実際の収支改善効果が計画を下回り、これらの実現性に懸念が増してきた場合は、現在の格付を維持できなくなる可能性が強まっよう。(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とった。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⁽²⁹⁾。2017年の東京原発裁判で東京電力経営陣への刑事責任を問う初公判がはじまったと同時に、そこで明らかになってきたデータと証拠から、あらためて3被告人たちの主張の「政府に責任を転嫁した無責任体制」が浮き彫りになった⁽³⁰⁾。

(11) 電力会社経営の構造的転換期に当たって

2002年7月に、政府の地震調査研究推進本部(地震本部)は、大きな津波をもたらすマグニチュード(M) 8.2前後の地震を福島県沖で発生する可能性を公表した。2008年3月、東京電力(株)の子会社「東電設計」は、この地震が福島第一原発に15.7メートルの津波をもたらす計算結果を、東京電力(株)側に伝えた⁽³¹⁾。東電側の担当者は、「東電設計」の想定した計算を元に海拔20メートルの防潮堤建設案など、具体的な津波対策計画を策定し、武藤元副社長に2008年6月に報告したとされる。ところが原発の安全対策を担当していた武藤元副社長はこの津波対策計画を採用せず当面先送りすることを同年7月に決定した。同様に、原子力部門の責任者(原子力・立地本部の本部長)であった武黒副社長も担当者から同年8月には、その決定を聞いていたという⁽³²⁾。また、勝俣元会長が福島第一原発の津波対策について報告を受けていたという。このよう

図表 13 東京電力(株)・歴代の会長・社長

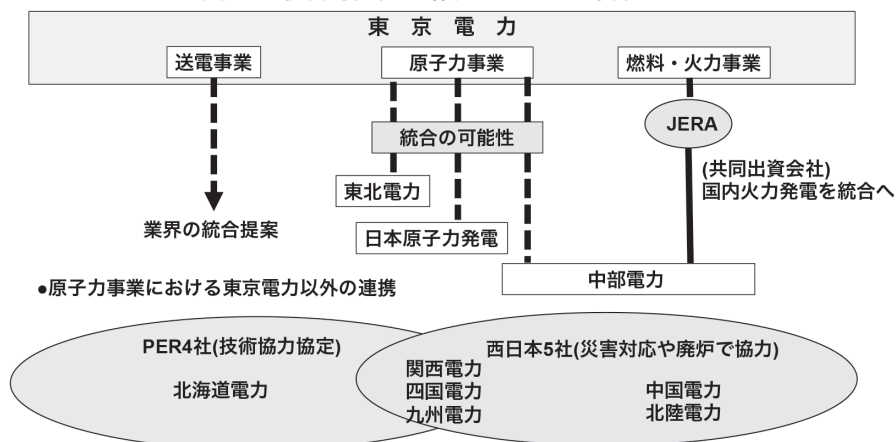
社長	会長	木川田一隆社長時代
初代 安藏 弥輔 (1951/5~52/9)	新木 栄吉 (元日銀総裁)	<社長1961 (s.36) ~ 71 (s.46) / 会長1971 (s.46) ~ 76 (s.51) >
2代 高井亮太郎 (1952/9~58/12)	安藏 弥輔	●火力発電(汽力)中心<公害問題の深刻化> [71 (s.46)]
3代 青木 均一 (1958/12~61/7)	空 席	●キーワード(質的経営の時代)(社会的経営の時代)
<1958年石油納入による汚職事件、国家公安委員長がなる>		●経営刷新三大方針
4代 木川田一隆 (1961/7~71)		(①企業の体質改革、②投資効率・資金効率の向上、③サービスの向上)
5代 水野 久男 (1971~76/10)	木川田一隆	●経済同友会代表幹事という産業界のリーダーとして、企業の社会的責任を強く主張した。
6代 平岩 外四 (1976/10~84/6)		平岩外四社長時代
7代 那須 翔 (1984/6~93/6)	平岩 外四	<社長1976 (s.51 ~ 84 (s.59) / 会長1984 (s.59) ~ 93 (h.5) >
8代 荒木 浩 (1993/6~99/6)	那須 翔	●第一次石油危機発生1973 (s.48) 年、危機への対応に終われる。「経営の非常事態に際して」(告示)を出す。
9代 南 直哉 (1999/6~02/10)	荒木 浩	●「難局に処する経営の基本方針」(1976 (s.51) を出す。①合理化の見直し、②エネルギー情勢の激変を踏まえ、原子力やLNG火力の重点化を進める。③社会の理解と信頼を高めること、である。
10代 勝俣 恒久 (2002/10~08/6)	田村 滋美	●第二次石油危機発生1979 (s.54) 年、「石油不足に対処する総合対策について」[「石油消費節減対策の徹底について」(通達)を出す。
<2002年、原発データ改竄事件で、民間から会長をよぶ>		●経団連会長に就任[1984 (s.59)]する。脱石油化、原子力中心の新エネルギー戦略に重心をおいた。
11代 清水 正孝 (2008/6~11/6)	勝俣 恒久	
<2011年3月の福島原発事故で、辞任する>		
12代 西澤 俊夫 (2011/6~12/6)	〃	
13代 廣瀬 直己 (2012/6~17/6)	下河邊和彦	
14代 小早川智明 (2017/6~現在)	川村 隆	

出所) 有価証券報告書並びにホームページより作成。

に、3被告人は、この時点で、福島第一原発の敷地高さを超える津波が襲来し、これによって全電源を失って炉心損傷など深刻な原発事故が発生することを予見できた。彼らが福島第一原発の安全性を損なうと経営判断を下し、防潮堤の建設など適切な対策をとれば、このような深刻な原発事故は起きなかった。まさに、3被告人は、原発の安全を確保する義務と責任を負っていたのである。⁽³³⁾とりわけ、勝俣恒久は、2002年10月から2008年6月までの10代の社長として、ひきつづき2008年6月から2011年6月までの会長として、これらの在任期間を顧みるに、東京電力(株)の最高経営責任者として重要な意思決定責任者そのものであったと考えられる。図表13にみる東京電力(株)・歴代の会長・社長で、木川田一隆氏の時代(社長在職期間<1961年から1971年まで>・会長在職期間<1971年から1976年まで>)と平岩外四氏の時代(社長在職期間<1976年から1984年まで>・会長在職期間<1984年から1993年まで>)との「中興の祖」コンビ時代は別格としても、歴代の会長・社長として別格の存在と考えるべきである(図表13)。

21世紀のリーダー(信用・信頼の関係)は、次のことが強く求められている(大竹美樹氏語録:アメリカンファミリー生命保険(AFLAC)日本支社設立者、最高顧問)。
 ① リーダーは、他人からの尊敬の念、信頼の念を受けていること。
 ② その前提の上に、リーダーは他人の自発的な意欲を引き出すことができる。
 ③ リーダーの地位につきものなのは、特権ではなく責任である。
 ④ リーダーには常に責任がつきまといえ、その責任をとるからこそ、特権がついて、尊敬されるのである。今後、東電刑事裁判が3被告人たちの望む方向に進展していったとしても、東京電力(株)(経営組織)を取り巻く利害関係者(ステークホルダー)との信用・信頼の関係はすでに崩壊していることを忘れてはいけぬ。この点が日本の電力会社経営が現代社会の利害関係者(ステークホルダー)から大きく問われているコーポレートガバナンスそのものである。はじめに述べたように、これらの課題を克服した上で、新たな均衡がとれた電力・エネルギー会社経営の可能性と地域特性を生かした本格的な市場競争を期待できるものと考えられるのである。すでに、現場サイドから統合可能性が指摘される電力業界の動きが見られるところである(図表14)。

図表14 統合可能性が指摘される電力業界



出所)武田純次「シナリオ描く経産省と東電 業界大手との思惑に温度差」週刊エコノミスト、2017.2.7

(注)

- (1) 日本経済研究所日経研月報9月号第447号(会員対象月報、平成27年8月30日発行)に掲載した論文「格付制度・手法の研究(3)格付けの手法とケーススタディー」の原稿をベースに、大幅に加筆修正したものである。
- (2) 福島原発刑事訴訟支援団人見やよい「東電刑事裁判傍聴handbook」第1版<2018年6月6日>。
- (3) 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。
- (4) 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。
- (5) 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。
- (6) 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。
- (7) 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。
- (8) 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。
- (9) 白川もえぎ「マイナス金利と社債」CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE 2016年10月。
- (10) 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。
- (11) STANDARD&POOR'S RATINGS SERVICES「信用格付けの手引き」P4。
- (12) 同上レポート、P5。
- (13) 同上。
- (14) 同上。
- (15) R&I「事業法人等の信用格付の基本的な考え方」2015年5月1日。
- (16) 黒沢義孝(2007)『格付け講義』文眞堂、p127。
- (17) 黒沢義孝(2007)『格付け講義』文眞堂、pp128-129。
- (18) 森田隆大(2011)『格付け深層』日本経済新聞出版社、p2。
- (19) STANDARD&POOR'S RATINGS SERVICES「信用格付けの手引き」P5。
- (20) 同上レポート、P4。
- (21) 同上レポート、P7。
- (22) Moody'sのホームページ「格付けの取得」を参考に作成した。
- (23) JCRのホームページ「コーポレート等の格付プロセス」を参考に作成する。
- (24) R&I「R&Iの「信用格付業務基本方針」」より引用。
- (25) 森田隆大[2011]『格付け深層』日本経済新聞出版社、p2。
- (26) 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』Moody'sのホームページ。
- (27) 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。
- (28) 格付投資情報センター(R&I)の東京電力(株)に対する信用格付(2012年5月10日)、ホームページより部分的に引用する。
- (29) 以下の論文を参照。三浦后美(2013)「東京電力(株)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。三浦后美(2017)「東京電力改革と東京電力債の格付け動向」『証券経済研究第97号』公益財団法人日本証券経済研究所。

(30) 添田孝史『東電原発裁判-福島原発事故の責任を問う』岩波新書2017年11月21日。

(31) 同上、7ページ。

(32) 同上、7～8ページ。

(33) 同上、8ページ。

参考文献

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。

三浦后美『現代社債財務論』税務経理協会、1992年。

橋川武郎『日本電力業発展のダイナミズム』名古屋大学出版会、2004年。

橋川武郎『東京電力 失敗の本質』東洋経済新報社、2011年。

松永安左エ門『電力の鬼松永安左エ門自伝』毎日ワNZ、2011年。

奥村宏『東電解体』東洋経済新報社、2011年。

鎌田慧『日本の原発危険地帯』青志社、2011年。

谷口和弘『日本資本主義とフクシマ』慶應義塾大学出版会、2012年。

町田 徹『東電国有化の罨』ちくま新書、2012年。

恩田勝亘『東京電力帝国の暗黒』七つ森書館、2007年。

黒沢義孝『格付け講義』文眞堂、2007年。

植草益『講座・公的規制と産業 電力』NTT出版、1994年。

水越 潔編『会社財務制度の史的展開』税務経理協会、1989年。

箕輪徳二『戦後日本の株式会社財務論』泉文堂、1997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。

森田隆大『格付け深層』日本経済新聞出版社、2010年。

山岡淳一郎『日本電力戦争』草思社、2015年。

伊藤邦雄他「特集コーポレートガバナンス」『DIAMONDハーバード・ビジネス・レビュー』第41巻第3号、ダイヤモンド社、2016年。

添田孝史『東電原発裁判-福島原発事故の責任を問う』岩波新書2017年。

謝牧謙・石門環編『福島事故後台日エネルギー政策の変換と原子力協力』国立台湾大学出版中心、2017年。

蓮池透『告発～日本で原発を再稼働してはいけない三つの理由』ビジネス社、2018年。

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。

(2018.10.10 受理)