

【特別招聘論文】

格付の視点からの電力業界の現状

—関西電力の事例—

Current Situation of Japanese Electric Power Companies from the Standpoint of Credit Rating -
Case Study of the Kansai Electric Power -

垣口 裕則(関西電力 経理室 経理部長)

Hironori Kakiguchi (General Manager
Office of Accounting and Finance
The Kansai Electric Power Co.,Inc.)

【要旨】

東日本大震災までは、大手電力会社は、同一のものとして捉えられ、格付け上も大きな差異はないものとされていた。震災以降、徐々にレーティングに差が出てくるようになったが、今後、その傾向がさらに強まると考える。

原子力発電所の再稼働状況は、信用力の源泉ともいえるフリーキャッシュフローの創出力に大きく影響する。また CO2削減量にも関係する。再稼働の状況が大きく異なる中、信用格付けにおいては、個社ごとに評価する必要性がより高まってきている。発行体と格付会社との綿密なコミュニケーションを通じて、それぞれの電力会社に適正な格付けが付与されることが、多様な投資家が参加し、健全かつ活性化した資本市場の形成に資する。

キーワード:信用格付、電力会社、原子力発電、再稼働、電力債

はじめに

まず、信用格付けを主体的に利用する発行体に属する実務家の一人として、特別寄稿をさせていただく機会を与えられたことに感謝を述べたい。格付けは、情報の非対称性の緩和に寄与し、投資家、発行体の双方にとって、必要不可欠なものであり、資金が血液ともいえる発行体にとっては、その調達における生命線である。電力債は、昨今、ベンチマーク性が低下しているとはいえ、我が国の社債市場において大きな比重を占めている。格付けという視点から、電力

会社の現状を述べることにより、信用格付けの学術的研究の進展に少しでも寄与ができれば幸いである。

旧一般電気事業者、所謂、大手電力会社は、従前は、格付けに大きな格差がつく要素はないとされており、各社の財務体質の詳細に違いはあれ、一律的な格付けが付与されていたといえる。東日本大震災と東京電力福島第一原子力発電所事故をきっかけに、徐々に会社間の差異が生じてきているが、その背景には、原子力発電所の稼働状況がある。至近において、その差異

がより明確になってきていると考える。筆者が所属する関西電力を事例として、その状況を考察し、発行体の立場から、電力会社の格付けについて見解を示し、社債市場における実態にも触れさせていただきたい。

1. 電力会社の格付け

(1) 東日本大震災前

2011年に発生した東京電力福島第一原子力発電所事故以前は、日本の電力会社の格付けは、自由化がまだ進展途上であったこともあり、財務体質(ファイナンシャル・クッション)が悪くても、事業リスクが低いものとみなされ、高い格付けを得ていた。また、会社間においても、基本的に大きな格差がつく要素はなく、いわば「横並び」とされていた。

(2) 現在

現在においては、新規事業者の参入といった自由化の進展、規制分野の割合の低下、昨今の燃料価格の変動等による収支影響の増大等により、震災前と比べ、財務体質が大幅に毀損し、電力会社間においても大きな差異が生じている。また、格付けの重要な要素となる将来の

キャッシュフロー創出力にも違いがみられ、格付けも徐々に異なったものとなっている。(東京電力については、福島第一原子力発電所事故といった特殊事情があるため、除いて考える。また、沖縄電力についても、本稿のトピックとする原子力発電所を保有しないことから除外する。)

図1は R&I の格付けを示したものであるが、各格付け会社とも電力間に差異をつけてきており、その根拠として、「財務基盤(財務バッファ)」、「収益力」について着目している。

例えば、JCR は直近のレポートにおいて、「ここ数年間で、定量指標を中心に業界内で差異が広がりつつあることは否めない。長期的な視点に立つと、トラジションの進捗次第であるが、収益力や財務基盤の強弱が投資余力や経営対応力で業界格差を促し、個社レベルでの信用力評価での考慮が強まる可能性もありうる」として、「横並び」からの決別を示唆している。

この「財務基盤」および「収益力」は、言い換えれば、キャッシュフローの創出力であり、その源泉として、原子力発電所の再稼働状況が大きく影響している。

【図1】発行体格付(R&I)

発行体	震災前(2010年)	現在(2023年)
中部電力	AA+	AA-
関西電力	AA+	A+
中国電力	AA+	A+
北陸電力	AA+	A+
東北電力	AA+	A+
四国電力	AA+	A
九州電力	AA+	A
北海道電力	AA+	A

2. 原子力発電所の再稼働状況

図2は、2023年12月時点の原子力発電所の状況を示したものであるが、震災後に再稼働している電力会社は3社、12基に留まっている。その内訳は、関西電力(7基)、九州電力(4基)、四国電力(1基)であり、3社とも廃炉を決定したユニット以外は全て再稼働を果たしている。

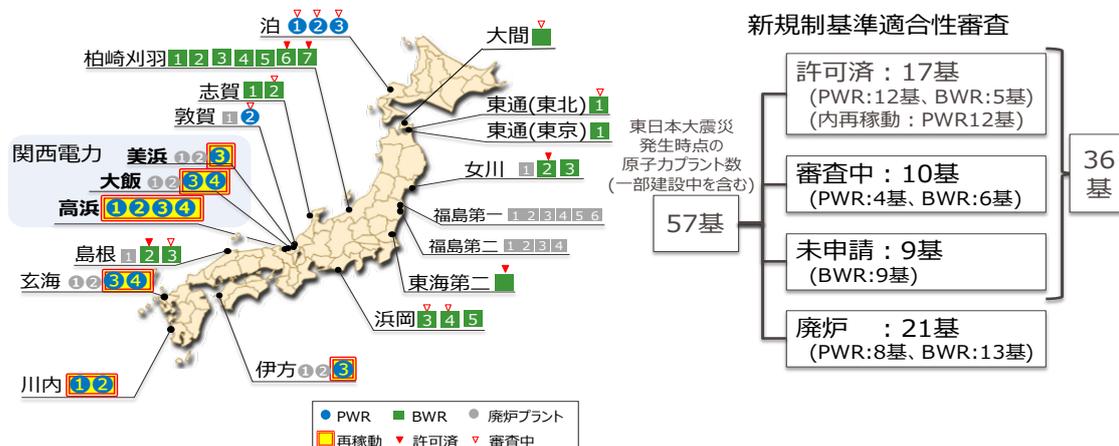
この再稼働には、キャッシュフローの創出力という観点で大きな意味がある。

まず投資キャッシュフローの面では、安全対

策や特重大事故等対策設備(特重施設)の投資負担がほぼ終了したこととなる。関西電力でいえば、この安全対策に対する投資は、総額1兆1,900億円にもものぼるものであり、再稼働により、設備投資がピークアウトしたことになる。

また、原子力発電の利用率が向上することにより、高コストである火力発電の燃料費を削減することができ、より競争力のある電気を供給することにもつながり、営業キャッシュフローを改善させることになる。

【図2】原子力発電所の稼働状況(2023年12月時点)

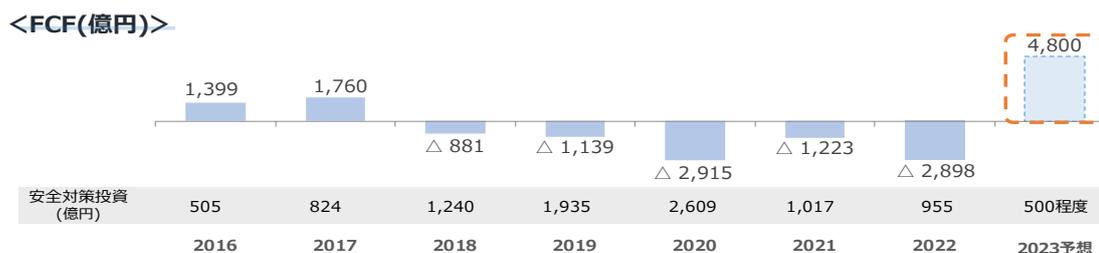


(関西電力作成)

図3は、関西電力のフリーキャッシュフローの推移(2023年度は予想値)を示したものである。2022年度までマイナスであったものが、2023年度は大幅なプラスに転じ、大きく改善する見込

みである。再稼働を果たした電力会社は、安全投資の回収局面に入ったといえ、生み出されたフリーキャッシュフローを有利子負債の削減と成長投資、株主還元に充てることができる。

【図3】関西電力のFCFの推移(連結)



(関西電力作成)

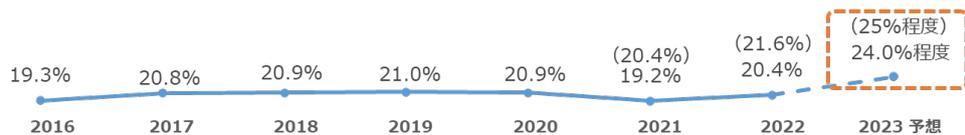
図4は、関西電力の自己資本比率の推移であるが、財務体質の改善が進むと想定される。原子力発電の貢献により創出されたフリーキャッシュフローをどのように配分するかについては、現在、社内で議論をしているところであるが、一時は5兆円を超えた有利子負債残高を重くとらえており、当面は「有利子負債4兆円以下、自己資本比率30%」を目指して取り組むこととし、その達成の時間軸を検討している。無論、キャッシュフローの配分については、様々なステークホ

ルダーを勘案しながら、慎重に考える必要がある。

一方で、再稼動に向けた道のりの途上にある電力会社は、今後も安全対策に多額の資金を投じる必要があり、財務体質の改善に資金を振り向けることが困難であると考えられる。このように、原子力発電所の再稼動の状態は、財務体質改善の進捗に大きな影響を与えることから、信用力を考える上での要素として、その状況を個社ごとに詳細に見ていかなければならない。

【図4】関西電力の自己資本比率の推移(連結・ハイブリッド社債考慮後)

<自己資本比率(%)> (ハイブリッド社債考慮後)



(関西電力作成)

3. 電源構成から見た原子力発電の意味

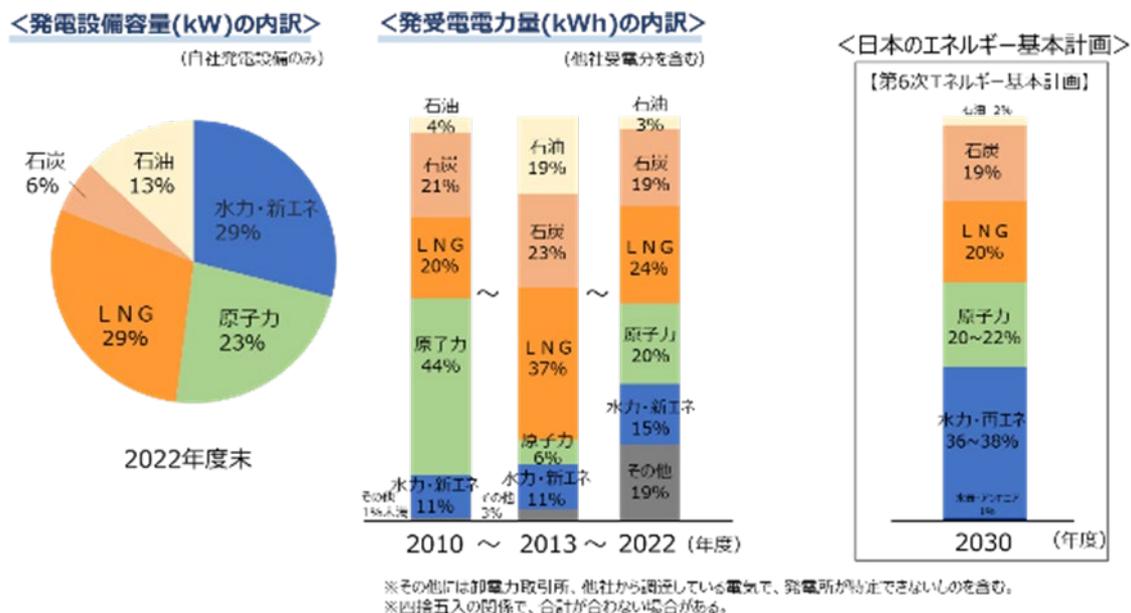
2050年をターゲットとしたゼロカーボン社会の実現に向けては、日本全体で力を合わせて取り組んでいく必要があるが、電気事業者は特に重要な役割を担っている。関西電力は、電源ポートフォリオの構築にあたって、S(安全保障)+3E(安定供給を含めたエネルギーセキュリティの確保、経済性、環境性)の同時達成が重要であり、我が国のエネルギー自給率が極めて低いことから、エネルギー源の多様性確保が基本であると考えている。具体的には、出力安定性に優れエネルギー密度の高い原子力エネルギーの安全最優先を前提とした最大活用、再エネの主力電源化、再エネ大量導入に必要な調整力等に優れた火力のゼロカーボン化に取り組むこととしている。

政府の原子力政策においても、2023年5月

31日、GX脱炭素電源法が成立し、安全最優先の原則に加え、エネルギーの安定供給や脱炭素化への貢献といった原子力利用の価値を国として明確化するなど、持続的な活用方策が示されたものと認識している。

図5は、関西電力の2022年度における電源構成を示したものである。発電電力量に占める原子力の割合は20%となり、既に第6次エネルギー基本計画における2030年目標に近い水準となっており、2023年度においては、廃炉を決定したプラントを除く全基が稼働状態となる「7基体制」が確立できたことから、原子力の割合がさらに向上することが見込まれている。この電源構成の面においても、再稼動を果たした会社とその途上にある会社に差異が生じていることになる。

【図4】関西電力の電源構成



(関西電力作成)

電源構成における原子力発電の割合に関して、財務の観点からは大きく2つの意味があると考えている。

まず、資金の出し手となる金融機関および投資家の間で、CO2排出量に対する関心は従前に増して高まっており、原子力発電の比重が高いことは排出量の観点から評価を得られるものである。原子力発電は、様々な議論を生じやすい電源であることは事実であるが、先般フレームワークが公表されたGX 経済移行債でも、高速炉や高温ガス炉の実証炉開発事業が資金の充当先候補とされており、サステナブル・ファイナンスの対象として、原子力が受け入れられていることを示している。

次に、今後のゼロカーボン化に向けた投資余力の観点である。前述の通り、原子力発電所が再稼動しているということは、安全対策のための投資キャッシュフローの支出が一段落し、燃料費の低減により営業キャッシュフローが改善しているため、フリーキャッシュフローの創出力が高

まることになる。中長期的にCO2排出量削減を進めていくためには、再生可能エネルギーの主力電源化や火力のゼロカーボン化、ゼロカーボン水素の活用、これらの取組みを支えるための最適な電力系統の実現が必要となる。このような施策を行うためには多額の投資が必要となり、そのためには借入余力(デッドキャパシティ)を蓄えておかなければならない。その意味でも、原子力発電所が再稼動できている電力会社は、ゼロカーボン化のための大規模投資に備えて、今のうちに財務体質の改善をすることができる素地が整っているといえる。

手前味噌となるが、関西電力においては、原子力7基体制が確立できたことにより、CO2排出量の削減およびゼロカーボン化に向けた大型投資に備えたキャッシュフローの創出力向上の二つの観点から、一歩先んじることができた状態にある。ムーディーズも「日本政府が掲げるカーボンニュートラル実現に向けた目標を考慮すると、電力各社は脱炭素化の取り組みと再生

エネルギーに投資を行う必要は高まっている。関西電力は2025年度までに総額2.5兆円の投資を見込んでおり、そのうち3,400億円を再生可能エネルギーに振り向ける。このような投資が行われても、関西電力は格付けが想定する範囲で信用指標を維持することができるというムーディーズはみている。一方で、原発の安全対策工事はピークを越え、また、原発は脱炭素の目標達成にもつながる。」とコメントしている。

4. 資金調達実務における実態と格付

現状、関西電力においては、支障なく資金調達ができているといえる。しかしながら、例えば、社債の個々の起債においては、タイミングによって、従前ほどの需要を集められないこともある。これは2021年2月のウクライナ侵攻の影響もあり、世界的な資源価格高騰と円安進行等により、電力会社の資金需要が増大したことから、社債発行額が増え、需給のバランスが崩れたことが背景にあるとされている。加えて、利上げ観測等の金融政策の不透明感もあり、多くの投資家が様子見をしたことも要因にあると思われる。

2023年度に入り、電力債発行市場の状況は、比較的落ち着いてきたが、円滑な資金調達のために努力を継続していく必要があり、その一要素として、格付が非常に大切なものとなっている。

投資家、金融機関は、電力債購入をはじめ、電力会社に資金を供給するにあたって、格付けを重視するのは言うまでもない。格付けを向上し、引き続き、投資家の投資意欲を増すことに努めていかなければならない。また、投資家層の裾野を広げていくことも重要である。日本の債券市場は、国債の存在感が大きく、成熟してきたとはいえ、事業債市場にはまだまだ拡大余地があると考えられる。投資家も様々であり、巨額の受託資金を運用する大手機関投資家、地方を基盤とする系統金融機関、余資を運用する事業法人、学

校法人、共済組合など、規模や運用スタイルも多様である。投資家の属性や規模によって、その調査能力に差異があり、特に信用力を調査する専門家を有しない小規模な投資家にとっては、信用格付けは、投資判断の大きな材料となる。債券投資に格付け基準を導入している投資家も数多く存在する。

原子力再稼働状況等の要因により、電力会社間に差異が生じている中、格付けの重要性は増しているといえ、適正なレーティングを付与してもらえよう、発行体の側においても、格付会社と綿密なコミュニケーションを行い、タイムリーに情報を提供する努力をしていかなければならない。

格付会社と発行体は年次ミーティングを行い、今後の経営戦略、財務方針、業績のアップデートおよび非開示情報の確認等を行っている。関西電力では、年次ミーティングに加えて、四半期決算ごとにフォローアップのミーティングも行っている。また、クレジット・イベントが発生した際には、速やかに臨時のミーティングを開催するようにしている。発行体の側でも努力を怠らず、きめ細やかなコミュニケーションをすることが、適正な格付の付与につながり、資本市場の健全な発展に資するものと考えている。

おわりに

原子力発電所の再稼働の状況は、信用力の源泉ともいえるフリーキャッシュフロー(FCF)の創出力に大きく影響している。また、投資家が脱炭素化への関心を高める中、CO2排出量の観点からも、原子力稼働はプラスである。加えて、再エネ電源の拡充、火力のゼロカーボン化等のCO2削減を進めるにあたっては、将来的に多額の投資が必要となるが、そのための投資余力を蓄えることにおいても、原子力稼働によるフリーキャッシュフローの創出、それによる財務

体質の改善には大きな意味がある。

信用格付けにおいては、電力会社間で、原子力発電の状況が大きく異なる中、より個社の状況を評価する必要性が高まってきている。政策の動向には、引き続き注視が必要であるが、横並び的な要素は小さくなってきており、電力会社それぞれに適正な格付けを付与されることが、多様な投資家が参加する資本市場の健全性の向上に資するものと考ええる。また、より多様な投資家の参加を促すためには、その投資判断の大きな要素として、格付けの重要性は増すものと考ええる。

これは格付会社だけの問題ではなく、発行体である電力会社も、タイムリーに情報を提供し、綿密なコミュニケーションを行うことが必要であり、実務家として、その努力を怠ってはならないと考えている。

格付けは、投資家と発行体をつなぎ、資本市場の健全化・活性化になくてはならないものである。実務家として、日々、適正な格付けが付与されるように努めるとともに、その学術研究の更なる進展、日本信用格付学会の発展を祈念している。

参考文献

森田隆大、橋本尚人、圓尾雅則、木下雄治『資本市場と電力』電気新聞 2001年

日本格付研究所「News Release 電力各社の格付け見直し結果」, 2023年7月27日

ムーディーズ・ジャパン株式会社「関西電力の発行体格付A3を確認 格付見直しをネガティブから安定的に変更」, 2023年10月2日

格付投資情報センター「NEWS RELEASE 電力各社9社の格付見直し—中部電力をAA-に格上げ」, 2023年8月2日

久保田謙『格付分析の教科書』日本橋出版 2021年

大橋俊安「電力債:『本格的』発行再開にはこぎつけたものの」『月刊資本市場』2012年12月

山内隆弘、伊藤敏憲、廣瀬和貞、巽直樹「大手電力の財務問題を徹底討論 制度改革の影響と対策」『エネルギーフォーラム』2022年10月