

2016年2月

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

弁護士 岡 知敬

2015年6月に電気事業法等の改正法(以下、「本改正法」という。)が成立した。これは2013年以降の電力システム改革の仕上げとして、2020年4月以降の電力会社の送配電事業の法的分離等について規定するものである。

本ニュースレターでは、本改正法のうち、特に資本市場に与える影響が大きいと思われる、電力会社の送配電事業の法的分離および一般担保付社債の発行特例の廃止ならびにこれらに伴う社債権者保護の方策について概説する。

1 法的分離および一般担保付社債の発行特例の廃止

(1) 法的分離

我が国では、各地域の10電力会社(電気事業法に定める一般電気事業者)が自ら発電、送配電および小売の全事業を行ってきた。電力会社の送配電事業の法的分離とは、そのうちの送配電事業を分社化する(ただし、電力会社との資本関係は認める)ことをいう。その目的は、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る。2013年以降段階的に進められてきた電力システム改革により、2016年4月からは電力の小売参入が全面自由化されるところであるが、法的分離は、これと車の両輪と位置付けられる電力システム改革の仕上げとして、本改正法で実現することとなった。

具体的には、2020年4月1日より、経済産業大臣の認可を受けた場合を除き、一般送配電事業者等が小売電気事業や発電事業を行うことが禁止されるという兼業規制の形で規定されている。法的分離の実現方法としては、持株会社方式(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がぶらさがる方式)や、事業親会社方式(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方式)といった形が考えられる。なお、東京電力株式会社(以下、「東京電力」という。)は、法的分離の施行に先行して、2016年4月1日より持株会社化することを公表している。

(2) 一般担保付社債発行の特例廃止

一般担保とは、設立に関する特別法を有する一定の発行体の社債について、当該発行体の総財産の上に一般の

債権者に対する優先権を認める制度であり、電力会社に対しても、電気事業法上かかる一般担保付社債の発行が認められてきた。これは、大規模な設備を維持・管理する電力会社の長期資金調達の円滑化を図るためのものである。(なお、一般担保については、2011年8月の当事務所のニュースレター「一般担保付社債の概要」(https://www.amt-law.com/pdf/bulletins10_pdf/CMG_201108.pdf)を参照されたい。)

しかし、電力システム改革による電力自由化を踏まえ、自由化される発電・小売部門における対等な競争条件(イコールフットイング)を確保する観点から、本改正法により、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。ただし、電力の安定供給を確保するために必要な資金の調達に支障を生じさせないようにするため、激変緩和措置として、現在の電力会社、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ている。

なお、あわせて株式会社日本政策投資銀行による電力会社に対する一般担保付貸付金の特例も廃止されることとなる。こちらには上記のような経過措置は存在しない。

2 既存の社債権者保護の方策

(1) 構造劣後とその補完方法

一般担保付社債発行の特例の廃止によっても、既存の社債に係る一般担保が消滅するわけではない。しかしながら、送配電事業の法的分離が行われる場合、各電力会社において、会社分割等を行い、子会社に送配電事業に係る資産等が承継されることが想定される。その結果、当該送配電事業子会社から見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り、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が、送配電事業に関しては、同事業に係る資産そのものから、当該送配電事業子会社の株式に変更されることとなる。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引当てとなる財産の価値が減少することとなる(いわゆる構造劣後)。

したがって、社債の発行会社たる各電力会社としては、会社分割等による分社化前に発行された一般担保付社債(以下、「既発債」という。)について、かかる構造劣後による不利益を補完し、社債権者の権利に実質的な影響を与えない方策を講じることが考えられる。

そのひとつとして、インターカンパニーボンド(以下、「ICB」という。)を用いることが検討されている。具体的には、電力システム改革のための一連の電気事業法改正の結果、各電力会社が自主的に分社化した場合、2016年4月以降は分社後の各社が一般担保付社債を発行できるとされているところ、送配電事業子会社を含む各子会社が、(各社の有する資産規模等に応じた金額の)一般担保付社債(ICB)を親会社に対して発行することにより、既発債の社債権者は、親会社が保有するICBに付与される一般担保を通じて、各子会社の総財産を担保とした優先弁済権を得ることが可能となる。1997年にNTT法が改正された際には、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する方策が採用されたが、電気事業法に基づく方策は、これと比較して、一般担保による子会社の財産からの優先弁済の効果が間接的になる反面、各子会社が自らの資産を超えて親会社の債務を連帯して負わないよう工夫することで、法的分離後のアライアンス等による経営の自由度を確保し、企業価値の向上を図ることができると説明されている。

(2)東京電力の事例

2015年5月11日、東京電力は、会社分割によりホールディングカンパニー制へ移行する計画を公表した。2016年4月1日付で東京電力が持株会社となり、燃料・火力発電事業、一般送配電事業および小売電気事業がそれぞれ別子会社において行われることに加え、当該移行に伴う既存の一般担保付社債の取扱い等を公表しているため、概要を紹介する。

既存の国内公募社債については、以下の方法で社債権者の権利保護を図るとしている。

- ① 当該社債に係る債務は、(持株会社となる)東京電力が引き続き負担する。
- ② 東京電力の送配電事業子会社が、会社分割効力発生日において、その前日に残存する国内公募社債の各号と残存金額、満期および利率が同等の一般担保付社債(ICB)を、東京電力に対し発行する。
- ③ さらに、東京電力は、信託銀行との間で、東京電力を委託者兼受益者、信託銀行を受託者、ICB および金銭を信託財産とする信託を設定する。受託者は、国内公募社債について連帯保証し、国内公募社債の元利金支払いは、ICB の元利金支払いがなされる限り受託者により行われる。

②により、国内公募社債の元利金支払いに必要な資金は、ICB の元利金によって確保されるため、国内公募社債の元利金支払いの確実性は維持されるとする。また、③により、ICB およびその元利金は、基本的に東京電力の固有財産から隔離されると考えられ、また持株会社たる東京電力を経由しない形で、国内公募社債に係る元利金支払いを行うこととなる。

これに対し、東京電力が発行している外債であるスイス・フラン債については、準拠法等の違いにより国内公募社債とは異なる対応となるとされ、上記③のようなICBの信託は行われず、送配電事業子会社が、親会社である東京電力のスイス・フラン債に係る債務について直接連帯保証する、また元利金支払いは、引き続き東京電力が行うこととなるなどとしている。

3 今後の展望

以上、電力会社の送配電事業の法的分離および一般担保付社債発行の特例の廃止について概観するとともに、既発債の社債権者の権利に実質的に影響を与えないための方策の前例として東京電力の事例を紹介した。他の各電力会社においても、かかる方策についての検討が進められていると思われるが、先行する東京電力の事例は、ひとつのモデルケースになるものと思われる。もっとも、東京電力の事例においても、すべての社債について画一的な対応がとられているわけではなく、社債の種類ごとに異なった取扱いが採用されているのは上記のとおりである。他の各電力会社においても、それぞれの社債の内容を踏まえ、構造劣後を補完する方策の要否や、当該方策の具体的内容としてICB方式によるべきかどうかも含めて、各社債ごとの固有の事情と状況に応じた方策が講じられることとなろう。電力会社の社債市場における存在感の大きさに鑑みると、一連の方策がわが国の社債市場に与える実務的影響には小さからぬものがあり、今後の各社の対応が注目される場所である。

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
弁護士 岡 知敬(tomoyuki.oka@amt-law.com)
 - 本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.comまでご連絡下さいますようお願いいたします。
 - 本ニュースレターのバックナンバーは、<http://www.amt-law.com/bulletins10.html>にてご覧いただけます。
 - Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦

**ANDERSON
MŌRI &
TOMOTSUNE**

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

〒107-0051 東京都港区元赤坂一丁目2番7号 赤坂Kタワー

TEL:03-6888-1000(代表)

E-mail:inquiry@amt-law.com