

米電力業界でまたもや大型破綻!

カルバイン破産法適用申請の深層

スタンダム・アドバイザー社長

天野 太球磨

米エネルギー業界で昨年末、負債総額二兆円超の大型破綻があった。独立発電会社カルバインが連邦破産法一条の適用を申請、会社更生手続きに入ったのだ。不正経理操作で行き詰まったエンロンとは異なり、経営戦略上のミスが原因とされる、破綻劇の背景をたどると、電力自由化議論に揺れる日本への教訓も見えてくる。

「やはりカルバインは破綻しましたか?」そのニュースを聞いた日系電力会社の幹部は訝えない表情で呟いた。「想定どおりだが」、日本の電力自由化議論はこれで迷走しかねない」。複雑な気持ちを代弁すれば、そうしたところだろう。カルバインといっても、なじみの薄い読者が多いかもしれない。米同への出張者の多くは、ニューヨークのジョン・F・ケネディ空港に降り立つ。その空港に必要な電力を供給している会社が、カリフォルニア州に本社を置く独立発電会社（IPP）、カルバインだ。

詳しくは後述するが、全米二一州で発電所を運営している同社は、四年前に破綻したエンロンと並び、

まず米電力自由化を象徴する存在だったといっている。その企業が昨年末、米連邦破産法一条の適用を申請し、事実上破綻した。負債総額は日本円にして二兆三〇〇億円。日本のメデアであまり大きく取り沙汰されていないのが、不思議なくらいの大型倒産である。

ふくれ上がつた借金は自己資本の四倍!

電力会社の破産といえは、すぐさま思い浮かぶのは、前述したエンロンだろう。同社は戦略の失敗というより、きわめて泥臭い理由で「損失を飛ばす」という経理操作で破綻した。倒産時の負債総額は一

兆二〇〇億円と、一見カルバインを下回るが、「飛ばし」を計上すれば、この何割増しかだろう。

しかし、カルバインについては、今のところ、経理操作

や損失飛ばしの疑いは出ていない。約二カ月前、担保に入っている発電設備を売却しながら、担保権者に優先的に返済せずに、会社の一般的な支払いに充当するという、大企業にあるまじき経理処理が露見し、CEO、CFOが解雇されるという失態はあったが、現時点では、大きな経理操作があったということはなさそうだ。

破綻の主因は明確だ。それはひとえに、拡大戦略の失敗である。そもそもエンロンとカルバイン

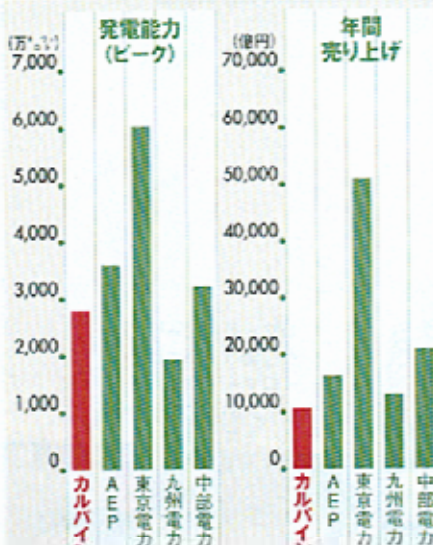
では、経営戦略が異なる。前者は、電力設備をあまり所有せずに、もっぱら電力取引市場での新商品の供給に主力を置く、いわゆる資産軽量型（アセットライト）ビジネスモデルの先駆者。一方、後者は一九七〇年代後半の米国エネルギー政策により誕生した、従来規制された電力会社とは異なるIPP



環境に優しい天然ガス焚き火力発電が自慢のカルバインは天然ガス価格高騰で力尽きたようだ



創業20年で九電を凌ぐ



ビジネスモデル

カルバイン	▶ 発電のみ、米国の発電、送電分離方針に基づく
AEP (米国最大)	▶ 米国の発電、送電分離方針に基づいているが、経営は一貫電力会社
東京電力 九州電力 中部電力	▶ 発電から送電、配電まで一貫電力会社

Pを発祥とする、重厚な、しかし最も効率の高い発電設備に積極的

に投資してきた企業である。

財務に明るい人なら、カルバインの財務指標を見れば、いずれキヤッシュフローで問題が生ずる危険性は推察できるはずだ。破産一年前の財務状況を見ると、デット

・エクイティ（借り入れ/自己資本）比率はなんと四三三%だった。

同社の事業拡大のベースは、日本の電力業界の経験則から見れば、常軌を逸していた。所有する発電設備のピーク（最大）発電能力は、九州電力を抜き、中部電力に匹敵するほどだった。

つまり、八四年創業のカルバインは、日本の電力会社が五〇年かけて、設備投資してきた発電設備を、わずか二〇年間で、やり遂げようとしたのである。

過剰債務企業を襲った天然ガス高騰の誤算

カルバインの急拡大戦略のすさまじさ。それは、日米の電力業界事情の違いを加味すると、さらにはつきりと浮き彫りになる。

米国の電力会社はごく最近まで各州で規制されていた企業だったため、寄って立つ経済規模が日本の二倍あるにもかかわらず、日本の電力会社より小さいのが実態だ。世界で最大の民間電力会社は東京電力である。一方、米国で最大の電力会社はアメリカ電力（AEP）だが、東電と比べて、ピーク発電能力は六割程度、売り上げも三分の一にすぎない。

しかし、じつはカルバインは曲がりなりにもそのAEPに伍する

勢いを見せていた。二〇〇四年一

二月時点での建設中の発電設備は、一カ所、五八〇万キロワットに達し、設備完成時点での発電能力合計は、AEPに匹敵する三三〇〇万キロワットにまで増大するはずだった。

つまるところ、日本の電力産業が戦後の重工業育成策の下で資金調達面でも優遇されるなか、五〇年をかけて達成した発電規模を、

いくら金融資本市場が充実しているとはいえず、一介の新興企業が二〇年の短期間で構築しようとしたことには、無理があった。

その歪みは四年前にすでに見えていた。〇一年のカルバインの財務諸表を見ると、デット・エクイティ比率は五〇〇%を超えている。同年は米国カリフォルニア州の電力危機が発生し、電力価格が暴騰した時期だから、金融機関も資本市場も、このような過剰債務会社の資金調達を受容したのだろう。その後、自己資本の充実に向けて努力した形跡が認められるが、電力市場も落ち着きを取り戻すにつれ、金融資本市場はこのような過剰債務企業を拒絶したものと推定される。

さらに、カルバインが「IPPの経営の根幹にかかわる経営戦略で、抜本的なエラーを犯したのではないか」という憶測も伝わって

きている。ここ数年の原油価格高騰はよく知られていることだが、

じつは原油価格以上に暴騰したのが米国の天然ガスだ。

規制電力産業では、燃料価格調整条項と称される契約の下に、燃料費の変動分は電力消費者の負担となつていく。しかし、電力市場が自由化されると、燃料価格調整条項を契約に入れるか否かは、契約当事者の決定で、規制当局が介入すべき事項ではない。カルバインは、当然、燃料価格調整条項のない電力販売契約を結んだ場合

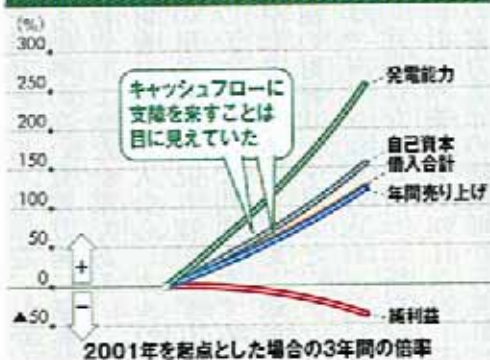
には、燃料（カルバインの場合、ほぼ全量が天然ガス）価格のヘッジのため、燃料の長期購入契約、先物市場での購入、そして、スバークスプレッド（電力価格と燃料価格との差）の購入などを行っていたと推定されるが、当然のことながら、一〇〇%のヘッジは、

実質不可能である。したがって、燃料価格調整条項のない電力販売契約を結びながら、天然ガスの価格が暴騰しないという楽観論の下に、燃料価格をオープン（ヘッジしていない）にしている電力販売契約がかなりの量に達していたのではないかと思われる。

現時点では、米国の産業界、金融界、政界の反応は、きわめて冷静である。「自由化市場」での企業



急激過ぎたカルバインの成長



は、たとえ公益事業に類する企業でも一民間企業にすぎず、ゆえに過剰債務を抱え必要なコストヘッジをしない企業が倒産するのは、当然だという考えが背景にはあるのだろう。シユワルツエネッガー州知事の下で、現在第二次のカリ

フォルニア州電力市場の制度設計が行なわれていたが、カルバイン破綻で自由化を見直すという意見は聞こえてこない。

しかし、巨大な発電会社で、かつクリーンな発電設備——同社は環境に優しい電力会社として全米で表彰されていた——を所有するカルバインの操業を止めるわけにはいかないのだ。裁判所管轄の下での更生手続きをいかに迅速に進めるかという点での議論は百出すると予想される。固定価格での電力販売を長期に結んでいる契約が、当面の争点になろう。

二社の破綻から
学び取れること

翻って、日本の電力産業の自由

化を考える場合、完全に自由化した場合には、発電会社も通常の企業と同じ扱いとなり、規制を受けない代わりに、政府による保護もない企業となる。その結果、「破産」もありうることになる。

しかし、「破産」の危険があるから、自由化を促進しないという論理は、共産主義の論理であり、もはや通用しない。その意味において、日本でも今後電力産業の自由化が進むにつれて、新規に参入する事業者がカルバインやエンロンの破綻から学ぶべき教訓は多いと判断される。

カ

ルバインの場合、現時点では、「開示上の問題」は指摘されていないので、「経営戦略上の間違い」がどこにあったのかを学ぶ取るべきだろう。一方、エンロ

あまの・たくま／一九六〇年大阪大学経済学部卒業、ハーバード大学MBA。国内外の投資銀行、サウディ・アラビア中央銀行のオイルドライバー運用の責任者を経て、現在の会社を設立。電力自由化のコンサルティングを行なっている。

ンの場合は、「自由な資本主義の基礎である財務開示」に関し、会社幹部も、公認会計士も、弁護士も、その暴走を止められなかった点に問題があった。

今回のライブドア疑義では、外部の特別目的ファンドを利用して、不規則な取引を行なったといわれている。エンロン事件を機に、財務開示が、米国ではサーベインズ・オックスレー法で強化されたことと、日本でも、会社幹部の責任とともに、監査法人の責任も追究されることになる。

ムラタセイサク君は、いるよ



Innovator in Electronics

muRata

村田製作所

ムラタセイサク君に、キミはどうして障害物にぶつからないの？と聞いたら、それは超音波センサーの力だよ、と教えてくれた。

www.murataboy.com

新卒エントリー受付中

<http://www.murata.co.jp/>