

電気の規制料金の審査を踏まえた対応について② (事業報酬の算定における自己資本比率に係る確認)

2024年11月27日（水）

第63回 料金制度専門会合事務局提出資料

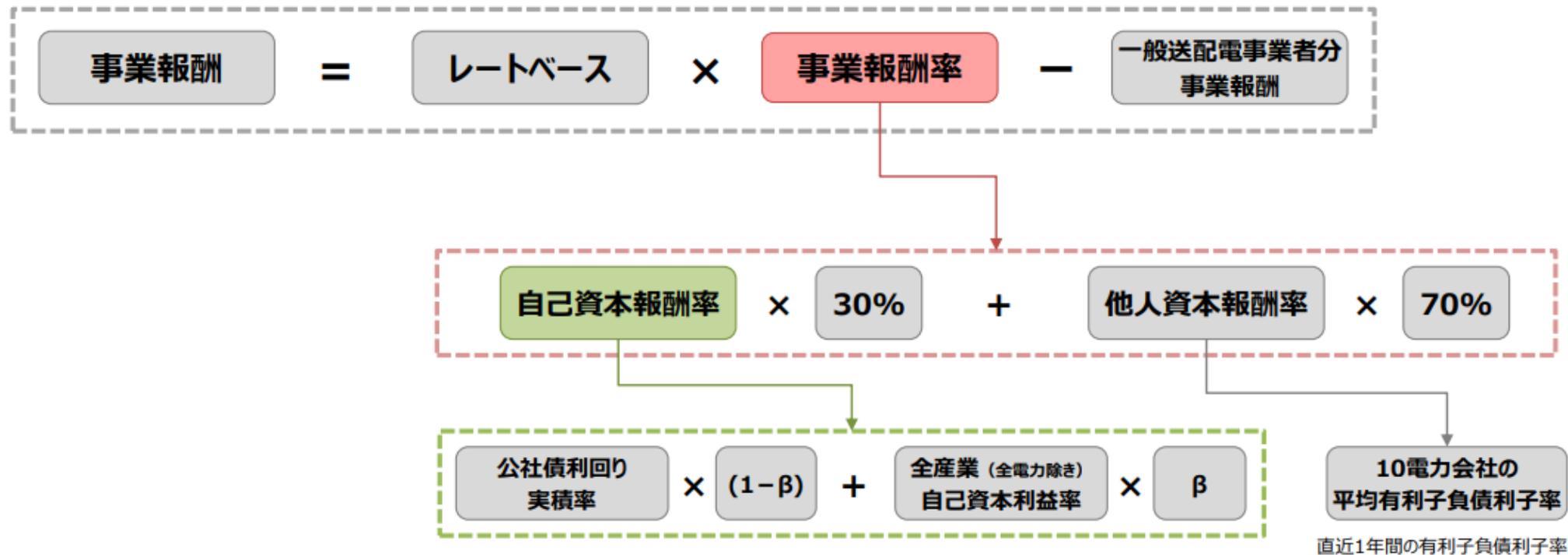
本日の御議論

- 第57回料金制度専門会合（2024年6月14日開催）では、**事業報酬の算定に用いる自己資本比率について**、現行の算定式に当てはめた結果（約35%）や、類似の公益事業の自己資本比率（30~40%）、諸外国の電力会社の自己資本比率（約30%）等を踏まえ、**現状は30%を用いることとし、資金調達環境などに大きな変化が確認された場合は柔軟に見直すことと整理された。**
- 他方で、「**現状より高い自己資本比率を使用することで、事業者が自己資本比率を高めるインセンティブになるとはどのような理屈か**」等の御指摘があり、**事務局として論理の組み立て方が不十分だった点について改めて整理**するように求められたところ。
- 上記を踏まえ、第521回電力・ガス取引監視等委員会（2024年6月26日開催）では、今後の進め方について、**事後評価のタイミングに合わせて、各社の内部留保や株主配当の推移、自己資本比率に対する考え方等をヒアリングし、事務局として改めて自己資本比率の考え方をとりまとめて料金制度専門会合で説明すると整理された。**
- 本日は、**上記に関する検討結果**を報告するとともに、**資金調達環境の変化についても確認**をしたので併せて報告する。

【参考】 事業報酬率の概要

特定小売供給約款の変更認可申請に係る
査定方針より抜粋

- 事業報酬は、下記の計算式に基づいて算定される。
- その上で、**事業報酬率**（債権者や株主が期待するリターン）は、**自己資本報酬率**と**他人資本報酬率**を加重平均することで算定する。



公社債：国債、地方債等

β：事業者の事業経営リスク（市場全体の株価が1%上昇するときの当該事業者の株価の平均上昇率）

1. 前回会合（第57回）の振り返り

2. 自己資本比率の考え方の整理

2-1. 現状よりも高い自己資本比率30%を用い

2-2. 自己資本比率の積み増しに対するインセンティブ

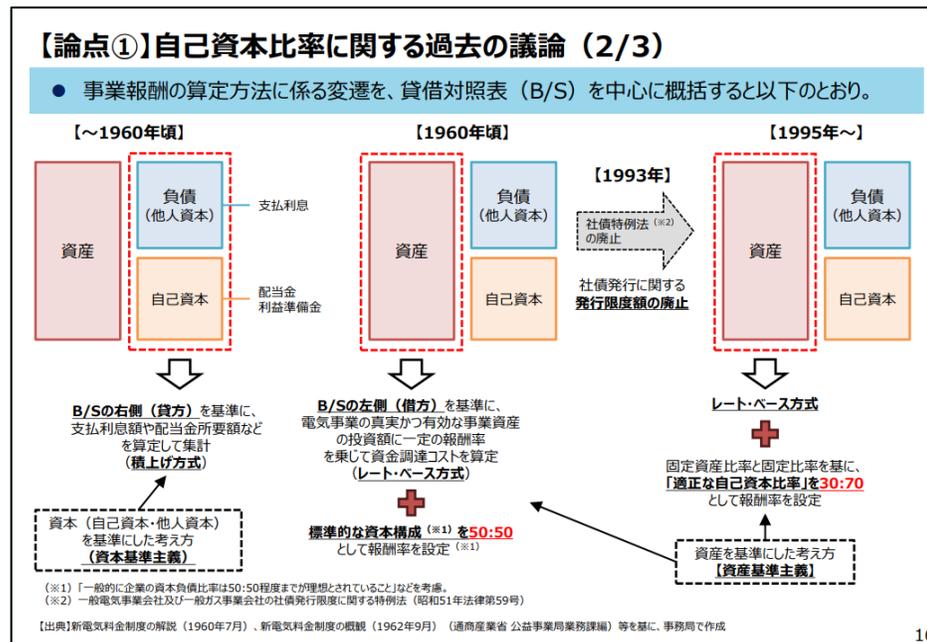
3. モニタリングの結果

4. 資金調達環境の変化

5. まとめ

1. 前回会合（第57回）で事務局が提示した内容

- 前回会合では、以下の考え方から、（自己資本：他人資本＝）「30:70」を用いることとし、資金調達環境などに大きな変化があった場合には柔軟に見直すことを事務局から提示した。
 - 事業報酬の算定に当たり、1960年頃に導入された「（電気事業の真実かつ有効な事業資産の投資額に債権者や株主からの期待リターンを示す事業報酬率を乗じる）レートベース方式」を現在まで踏襲しているが、導入当時から事業報酬率の算定に用いる自己資本比率は資本構成の改善を促すことを考慮し目標水準を使用しており、この考え方は現在も引き続き意義があると考えられること。
 - 現状で目安とすべき具体的な自己資本比率に関しては、1995年に整理された他の公益事業の固定比率を用いて電気事業における「適正な自己資本比率」（上記の目安値）を算定するという考え方に基づき、直近10年間の実績値を用いて「適正な自己資本比率」を試算したところ約35%であったことや、諸外国の電力会社の自己資本比率や、各社の自己資本比率の目標値等を総合的に踏まえて30%とすること。



【参考】諸外国の電力会社の自己資本比率

第57回料金制度専門会合資料3を抜粋

- 諸外国の電力会社の自己資本比率についても、参考情報として調査した。
- その結果、我が国の旧一電と事業形態が比較的類似した事業者※1では、自己資本比率は概ね30%であった。

諸外国の電力会社の自己資本比率

企業名	国	自己資本比率
NextEra Energy	アメリカ（フロリダ）	27%
Duke Energy	アメリカ（ノースカロライナ）	28%
Exelon	アメリカ（イリノイ）	25%
SSE※2	イギリス	32%
Iberdrola	スペイン	29%

※1: 発電・送配電の施設を保持する民間の垂直統合型事業者という観点で、サンプル企業を抽出。
 ※2: 小売事業は、産業用需要家のみが対象。
 【出典】各社のAnnual Reportより事務局で作成（SSEは2024年3月期、それ以外は2023年12月期）

1. 前回会合（第57回）で頂いた御意見

- 1995年以降、事業報酬の算定に当たって「30:70」が用いられているにもかかわらず、**長年、自己資本比率30%を達成できていないこと、2022年度の自己資本比率は約17%（連結・10社平均）にまで落ち込んでいること等を踏まえ、現状より高い自己資本比率を用いることが事業者が自己資本比率を高めるようなインセンティブになっていないのではないか、との問題提起を頂いた。**
- これに対し、「**国としての考え方を示して自己資本比率のモニタリングを行うのであれば、事業者が自己資本比率を高めることにつながるのではないか**」「**資本政策、配当政策などを総合的に考えて、どのように自己資本比率が動いているかという過程が大事**」等の御意見を頂いたが、「**30:70**」とする考え方について**共通の理解には至っていないことから、理論の組み立てが不十分なところは事務局として受け止め、改めて事務局から説明することとなった。**
- 上記を踏まえ、今回、改めて事務局の検討結果を報告する。

【参考】第57回会合での御意見（1/2）

- 料金はフォワードルッキングなので、理想的なものが仮にあったとして、その理想的なものをベースにして数字を作るのが正しいというのは、私は100%間違っている。（中略）理想を言うの良いが、料金は保守的に見積もるという大原則が全く分かっていないのではないかという疑念を聞いている人に与えかねない。【松村委員】
- ヒアリングをして25~30%に上げたいと思っている、今後努力していくという事業者からの回答もあったとの説明は、一体何を考えているのか。もし25~30という回答が出てきたとすれば、料金は基本的に保守的に決めるものなので、（中略）それで正当化できるとしたら25%ではないのでしょうか。【松村委員】
- この制度自体がインセンティブを高める、インセンティブを与えるものだなどと言ったとすれば、どうかしている。【松村委員】
- 一定の努力をした、達成に近づいた時期もあるとのことだが、30年にもわたって達成できていない。（中略）それぞれ理由があるから仕方ないというのは、ある種の目標値あるいはコミットメントといういい加減な運用を30年も続けて、なおまだ続けるつもりであると言っているということを見習うべき。監視等委がモニタリングするとのことだが、元々しなければならぬという部分は制度になく、達成しなくても何もできない。それでも見るのはよっぽどの覚悟があるのか。【松村委員】
- 30対70という安易な解決法というのを取って、そもそも事業報酬制度はどうあるべきなのか、とりわけ事業報酬率というのがどうあるべきなのかという議論を避けてきたんじゃないか。【安念委員】

【参考】第57回会合での御意見（2/2）

- インセンティブは単体でインセンティブが働くものではないと思うが、国としての考え方を示してモニタリングをしていくということであれば、十分に事業者に自己資本比率を高めることを促すということにつながるのではないかと。【華表委員】
- ここで低い自己資本比率を適用するということは、短期的には需要家の負担を軽減することにはなると思うが、あまりに低い数字を適用すると、資金調達が困難になって借入金利が上がり、結果的に需要家の負担が大きくなるというようなシナリオも十分に考えられる。中長期的な目線で言えば、適正な自己資本比率を適用するということは需要家にとっても理にかなうもの。【華表委員】
- **肌感覚は大事**。適正な自己資本比率が何%かは、電力業界に限らず経営者が考えているものであるが、理論的な正解はない。（中略）どのあたりが自分たちの事業リスクに見合った適正なBSなのか、他人資本と自己資本のバランスが取れるポイントなのかというのを考える。【圓尾委員】
- 東日本大震災後、電気事業のシステム改革が進み、（事業リスクが高まる中で）3対7が資本市場の関係者としても適正と思っている。【圓尾委員】
- **利益をどう配分するかの問題**にもなっているので、その過程をウォッチしていくということで、（中略）**事業環境や資本政策、配当政策等**を含めて総合的に見て、現状の数値から目標に対してどのような過程で動いているかを慎重に検討していく方が意味はある。【梶川委員】

1. 前回会合（第57回）の振り返り

2. 自己資本比率の考え方の整理

2-1. 現状よりも高い自己資本比率30%を用いる妥当性

2-2. 自己資本比率の積み増しに対するインセンティブ

3. モニタリングの結果

4. 資金調達環境の変化

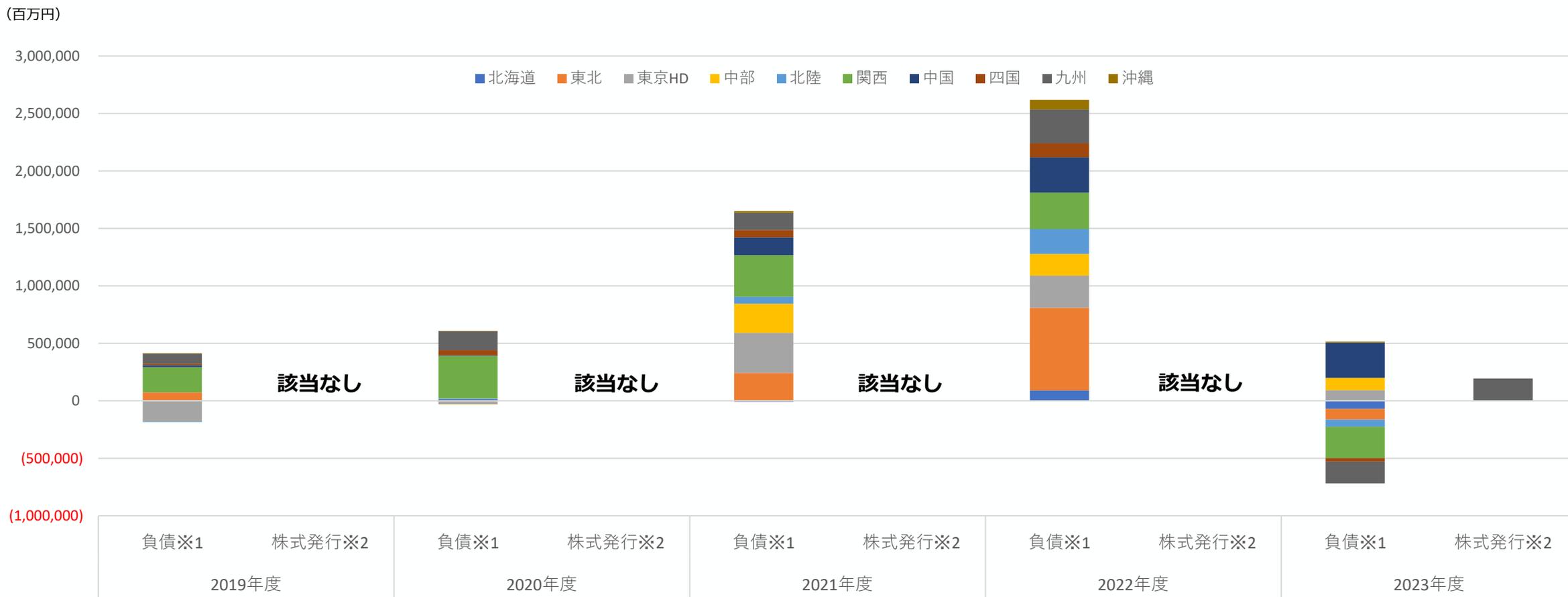
5. まとめ

2-1.現状よりも高い自己資本比率30%を用いる妥当性

- 一般的には、自己資本比率は、事業リスクを踏まえ適切な水準を目指すべきであると考えられるところ、小売事業者を取り巻く事業環境は自由化に伴う競争により、総括原価方式・地域独占体制時代と比較して厳しくなっていることに加え、近年は資源価格の大きな変動などもあり、こうした事業リスクに備えるために、財務バッファの役割を果たす自己資本を厚くする必要性は一層高まっている。
- 加えて、旧一電各社の資金調達手段は、自己資金での不足分については、負債（金融機関からの借入・社債発行）での調達に偏っている状況である。このとき、資金の貸し手（金融機関・社債権者等）は、融資条件・スプレッド等の決定に際して、企業の財務健全性を示す指標である自己資本比率を重視することから、事業継続性の観点からもある程度高い水準の自己資本比率が求められていると考えられる。
- こうした状況を踏まえると、事業報酬の計算に使用する自己資本比率についても、旧一電各社が事業を安定的に継続していくための自己資本比率を目安として設定すべきであり、旧一電各社が経過措置料金を担っていることも踏まえると、旧一電各社が事業を安定的に継続していくという点で中長期的な需要家保護にも繋がるものであると考えられる。
- この点、前回会合（第57回）において5頁でお示しした考え方により、30%を当該目安として設定したが、今回、事務局で当該目安の妥当性について、負債投資家に対して情報提供を行うクレジットアナリストにヒアリングしたところ、肯定的な反応であった。この点も踏まえると、30%という水準は実務的にも合理的な水準であり、事業報酬の算定に使用する自己資本比率として妥当ではないか。

【参考】各社の資金調達状況

- 旧一般電気事業者各社の過去5年間の中長期的な資金調達状況を確認したところ、（23年度に九州電力が実施した優先株式のリファイナンスを除き）すべての事業者が必要な資金を原則として負債（借入金・社債）で調達していた。



(出典) 有価証券報告書より事務局作成

※1:連結キャッシュフロー計算書「社債の発行による収入」「社債の償還による支出」「長期借入れによる収入」「長期借入金の返済による支出」の総額。

※2:連結キャッシュフロー計算書「株式の発行による収入」の総額。

【参考】ヒアリング結果（電力事業者に望む自己資本比率）

【R&I 西村氏】

- **財務バッファは格付への影響が大きい。自己資本比率が悪いと格付も悪くなる。**我々は、あくまでも借金返済の確実性を重視。しかも長期的なスパンを重視。昔は「電力会社＝安定」というイメージがあったが、様々な市場が導入された結果、収益が市場に左右されるようになり、貸手目線では、貸したお金がきちんと返済されるか心配は残る。その結果、**最後に頼れるのは財務バッファ**となっている。これらは、一朝一夕ではなく、利益の蓄積で生じるもの。
- **値上げできない間に事業者の自己資本比率は食いつぶされている。**ウクライナの後も料金がすぐに上がらなかったが、電力会社が身を削っていた時代がある。**直近の電力会社の自己資本比率の低さは、エクイティアナリストですら心配するレベル。**
- **自己資本比率30%という水準は一般的などんな業界でも欲しい水準。**電力会社は比較的保守的に目標を出す感覚がある。まずは自己資本比率20%を目指すとやっている会社もいるが、業界水準として30%を目指したいと思っていないのか。ウクライナ危機に伴う資源価格高騰は一度落ち着いたが、これから何が起こるか分からない。

【JCR 殿村氏】

- 今後投資需要が膨らむと予想される中、エクイティ側からの調達が見込めず負債調達が増えることになるだろうが、**最適資本構成を超えると信用力が低下**する。他人資本が8～9割になり信用力が低下しているとレンダー側が判断しお金を貸せませんとなってしまえば、**サステナビリティが低下**する。**事業者には資本を厚くすることが求められる。**
- どこまで自己資本を厚くするべきかと問われれば、どのような事業を展開するか、電気事業以外も含めたトータルの事業リスクから検討すべき。昔は国内電気事業単体だったが、既にそれ以外の事業リスクも増えてきている。リスクが相対的に高い状況であると考えた際の財務バランス考えると、**リスクに見合った資本、要はロスが出たときに吸収できるだけの程度高い水準が求められる**と考えられる。**自由化前の総括原価方式・地域独占時代に自己資本比率3割というのがある意味高すぎた**とも言え、逆に**今後の電力セクターには自己資本比率3割は欲しい**と考えている。

1. 前回会合（第57回）の振り返り

2. 自己資本比率の考え方の整理

2-1. 現状よりも高い自己資本比率30%を用い

2-2. 自己資本比率の積み増しに対するインセンティブ

3. モニタリングの結果

4. 資金調達環境の変化

5. まとめ

2-2.自己資本比率の積み増しに対するインセンティブ

- また、前回会合（第57回）において、**事業報酬の算定に使用する自己資本比率について、現状よりも高い水準を使用することについて、旧一電各社の自己資本比率を引き上げるインセンティブになっているのか、御指摘を頂いた。**
- 通常、自己資本報酬率は他人資本報酬率を上回るため、**理論的には、自己資本比率が30%に届いていない事業者は、規制料金の事業報酬により差益を得ていることになるが、この差益部分は利益（剰余金）の積み増し効果をもつため、自己資本比率を直接的に引き上げ、自己資本比率30%に近づくよう資本構成の改善を促す効果があると考えられる。**
- **ただし、過剰な株主還元方針や自己資本比率を意図的に引き下げるような資本政策を採用している場合には、この改善効果が発揮できないと考えられる。**
- この点、前回会合（第57回）でも、「**インセンティブは単体でインセンティブが働くものではないが、国としての考えを示してモニタリングをしていくということなら、事業者が自己資本比率を高めることにつながるのではないか**」という御意見を頂いた。
- 事務局による継続的なモニタリングを通じて、**上記の趣旨に明らかに反するような行動等が確認された場合には、事業報酬の算定に使用する自己資本比率の目標水準を見直すことを検討してはどうか。**これは、自己資本比率が30%に届いていない事業者に対して、自己資本比率の向上を促すインセンティブとして機能すると考えられる。
- 上記を踏まえ、今回、**事務局においてモニタリングを実施したため、その結果等を御確認いただきたい。**
(詳細は次章参照)

1. 前回会合（第57回）の振り返り

2. 自己資本比率の考え方の整理

2-1. 現状よりも高い自己資本比率30%を用い

2-2. 自己資本比率の積み増しに対するインセンティブ

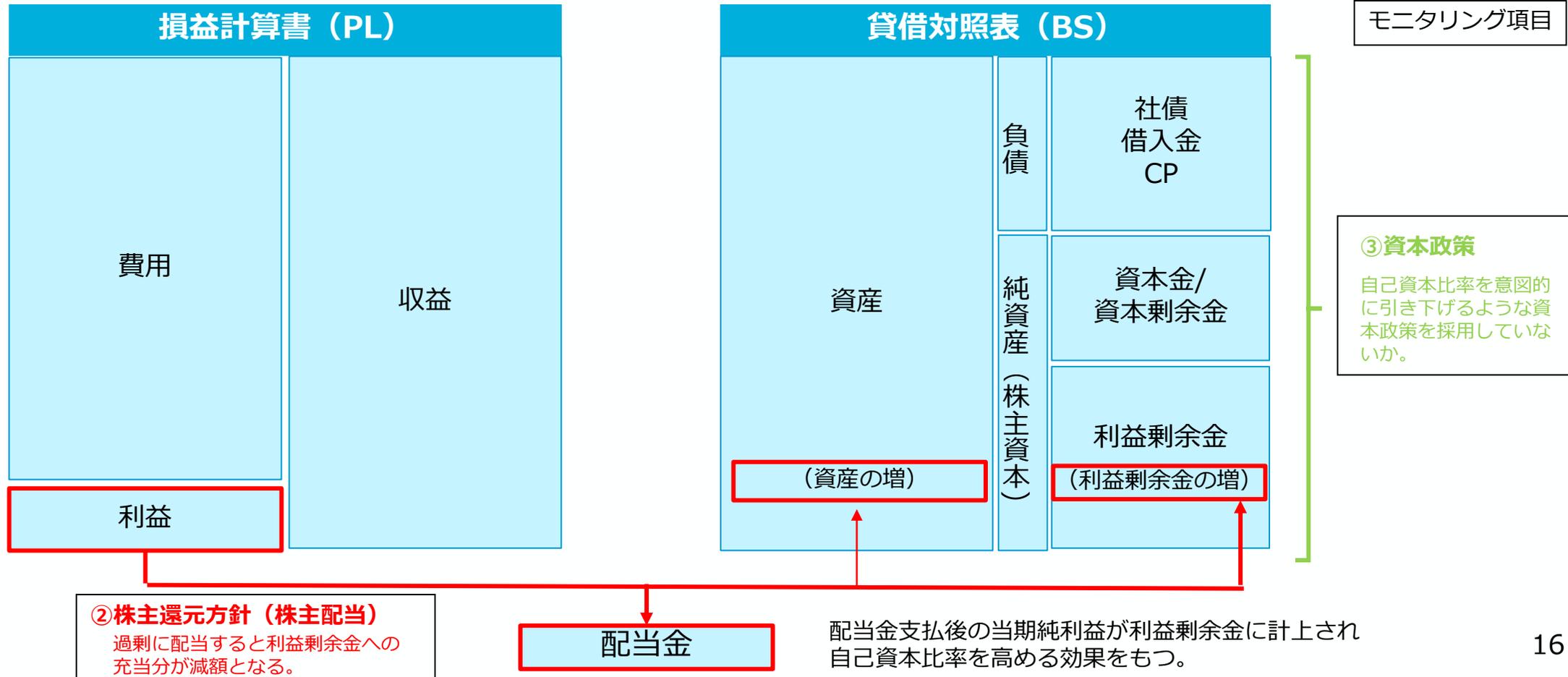
3. モニタリングの結果

4. 資金調達環境の変化

5. まとめ

3.モニタリングの観点

- 今回のモニタリングでは、各社の①**自己資本比率の目標値**（自己資本比率の引上げを目指しているか）、②**株主還元方針**（過剰な株主還元を行っていないか）、③**資本政策**（自己資本比率を意図的に引き下げるような資本政策を採用していないか）を確認した。



3.モニタリングの結果

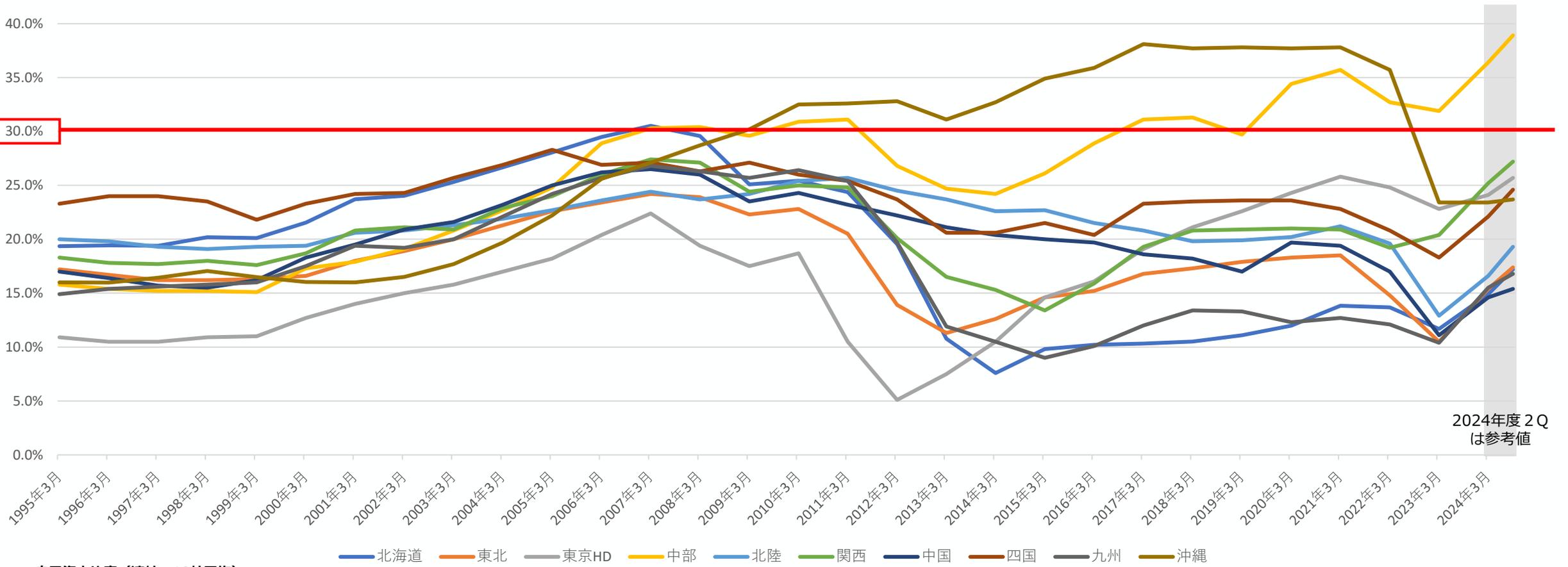
- 各社の**自己資本比率の目標値**は、次頁にまとめたとおり、経営計画等において、**直近数年では20~25%以上、中長期的には25~30%以上を目標として掲げている事業者が大半**となっている。
- この点、第57回会合において、**一部の事業者は経営計画等において掲げている自己資本比率の目標値が30%を下回っていたことから、事業報酬の算定に用いる自己資本比率は事業者の目標値の水準に抑えるべき等**の御指摘も頂いた。
- 今回、目標値が30%を下回っている事業者に対して、追加的にヒアリングを行ったところ、**中長期的には現在掲げている目標値を超える水準で引上げを目指したいが、経営計画等の期間中に自己資本比率を急激に引き上げることはできないため、ステークホルダーにコミットできる水準として現在の目標値を設定している**との回答があった。
- 自己資本比率の目標値は、**株式投資家を含むステークホルダーとの対話を通じ、最終的には経営者の経営判断によって設定されるものであるところ、国として自己資本比率の急激な引き上げを求めることは適切ではない。**
- 現時点では（すでに自己資本比率が30%超となっている中部電力を除く）**全ての事業者が自己資本比率を引き上げることをステークホルダーにコミットしており、また過剰な株主還元方針など資本構成の改善効果を薄める行動を行っていないこと確認したため、次年度以降もアップデート状況を確認していきたい。**

3.①各社の自己資本比率の目標値

事業者	自己資本比率の目標値	参照先（公表日）
北海道	<ul style="list-style-type: none"> 現行の経営ビジョンでは、2030年度までに連結自己資本比率を15%以上とし、更なる向上を目指すとしている。 現在、次期経営ビジョンの検討を行っており、自己資本比率についても新たな目標を検討中。東日本大震災の前には自己資本比率は30%程度あったこともあり、少しでも高い水準を目指すべく、今後検討を深めていく。【ヒアリング】 	ほくでんグループ経営ビジョン2030（2020年4月30日）
東北	<ul style="list-style-type: none"> 2026年度までに連結自己資本比率を20%程度、2030年度には連結自己資本比率を25%以上とする。 2023年度決算説明会において、適正な連結自己資本比率の水準感について「燃料価格の変動や自然災害リスクを踏まえると、25～30%が適切な水準と考えている」旨を回答。 	①東北電力グループ中長期ビジョンにおける今後の経営展開「よりso+next+PLUS」の策定について（2024年4月30日） ②2023年度決算説明会における主な質疑応答（2024年5月10日）
東京HD	<ul style="list-style-type: none"> 2030年度までに29% ※HD・FP・PG・EP及びRPの5社連結ベース 	第四次総合特別事業計画（2021年8月4日）
中部	<ul style="list-style-type: none"> 2025年度：30%以上 	中部電力グループ中期経営計画達成に向けた取り組みと経営目標の見直し（2024年4月26日）
北陸	<ul style="list-style-type: none"> 2027年度末までに20%以上（2019年4月公表の長期ビジョンでは、2030年度までに30%以上を目標設定） 	会社説明会（2024年5月1日）
関西	<ul style="list-style-type: none"> 2025年度に連結自己資本比率28%以上、中長期的に連結自己資本比率30%以上 	関西電力グループ中期経営計画（2021-2025）のアップデート（2024年4月30日）
中国	<ul style="list-style-type: none"> 2024～2025年度中期経営計画において、連結自己資本比率を2025年度に15%以上とする。 2020年に策定したグループ経営ビジョンにおいて、連結自己資本比率を2030年度に25%とすることを公表。 従来から全産業平均並みの30%を意識しており、それに向けてグループ経営ビジョンや中期経営計画の策定の時点に応じて具体的な目標を設定している。【ヒアリング】 	①2023年度決算について（2024年5月13日） ②2023年度第2四半期決算 会社説明会における質疑応答（2023年11月10日）
四国	<ul style="list-style-type: none"> 2025年度目標（連結）：25%、2030年度長期目標（連結）：30% 	よんでんグループ中期経営計画2025～持続的な成長・発展に向けた変革と挑戦～（2021年3月）
九州	<ul style="list-style-type: none"> 2025年度末までに20%程度 上記目標に向けて自己資本比率の改善に取り組んできており、達成も視野に入っている状況。また、現在、次期経営ビジョンの検討を行っているところであり、経営ビジョンに掲げる財務面の目標は実現可能性等を踏まえて設定するが、現在の水準を引き上げていくことも視野に検討をしている。【ヒアリング】 	九電グループ経営ビジョン2030の実現に向けた財務目標および2021年度中期経営計画の概要（2021年4月）
沖縄	<ul style="list-style-type: none"> 2025年度：25%以上 将来的には、引き続き自己資本比率30%を目指していく。 	経営の概況（2024年5月）

【参考】 過去30カ年の自己資本比率の推移

- 2023年度の自己資本比率（連結・10社平均）は、2022年度と比較して、約4%（17%→21%）高くなった。



1995年度	1996年度	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
17%	17%	17%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	24%	26%	27%	26%	25%	26%
2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	【参考】 2024年度2Q
24%	21%	18%	18%	19%	19%	21%	21%	21%	22%	23%	21%	17%	21%	23%

3.②株主還元方針（各社の方針）

- 各社とも、財務状況等を勘案しながら配当を実施する方針となっている。

事業者	株主還元方針
北海道	<ul style="list-style-type: none"> ● 自己資本の回復を図りつつ、株主の期待に応えるべく、さらなる還元を行っていく。
東北	<ul style="list-style-type: none"> ● 安定的な配当を行うことを基本に、当年度の業績や中長期的な収支見通しなどを総合的に勘案し決定することが基本的な方針。当面の配当については、財務基盤の回復とのバランスを考慮しながら、DOE 2%を目安として安定的な株主還元を実現していく。
東京HD	<ul style="list-style-type: none"> ● 2011年3月期末以降の配当（中間配当を含む）を実施しておらず、引き続き、株主に対しては、無配の継続を容認していただくことを要請する。今後の配当については、収益・債務の状況、賠償・廃炉に係る東電の支払いの実績及び見通しを踏まえながら、公的資本の回収手法と併せて検討していく。
中部	<ul style="list-style-type: none"> ● 株主還元については、重要な使命と認識し、安定的な配当の継続を基本としながら、利益の成長を踏まえた還元を努め、連結配当性向30%以上を目指す。
北陸	<ul style="list-style-type: none"> ● 配当方針については、経営基盤の安定・強化に資する内部留保の充実を図っていくとともに、株主の皆さまの期待にお応えし続けていくことを基本とする。
関西	<ul style="list-style-type: none"> ● 関西電力グループとして企業価値の向上を図り、株主のみなさまに対して経営の成果を適切に配分することを基本とし、財務体質の健全性を確保したうえで、安定的に配当を実施することを株主還元方針とする。
中国	<ul style="list-style-type: none"> ● 連結自己資本比率15%に回復するまでは、財務基盤の回復・強化を最優先に行い、配当性向10%で配当を行う。連結自己資本比率15%を超えた以降は、将来の業績見通し等を踏まえて、配当性向を引き上げることとする。
四国	<ul style="list-style-type: none"> ● 安定的な配当の実施を株主還元の基本とし、業績水準や財務状況、中長期的な事業環境などを総合的に勘案して判断する。
九州	<ul style="list-style-type: none"> ● 安定配当の維持を基本に、当年度の業績に加え、中長期的な収支・財務状況等を総合的に勘案して決定する。また、株主還元目標として、財務目標を設定している2025年度までの可能な限り早期の50円配当を目指す。
沖縄	<ul style="list-style-type: none"> ● 「安定的に継続した配当」を基本とし、「連結純資産配当率（DOE）2.0%以上」を維持。 ● 2025年度までの3年間を、財務基盤の回復に注力するリカバリー期間として設定し、リカバリー期間終了後に、従来配当水準に戻すことを目指すとともに、各年度の配当額については、毀損した財務基盤の回復と株主還元のバランスを考慮して、配当額を決定する。

3.②株式還元方針（23年度の配当の状況）

- 2023年度は、旧一電全社で黒字となったが、そのような状況下においても財務基盤の回復を優先した結果、**配当性向（旧一電平均）は8.1%**であった。
- 優先株式**へ配当を実施したのは、**2事業者（北海道・九州）**であり、いずれも**定款で定められている配当額**であった。

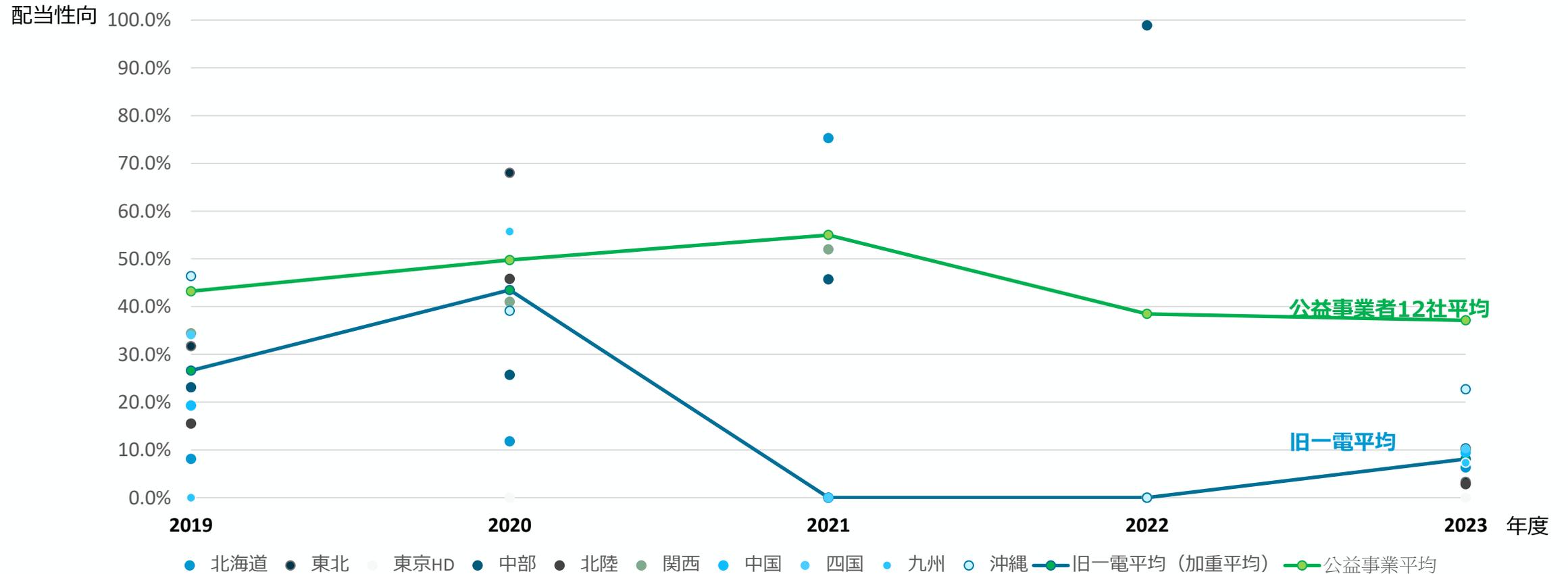
23年度	北海道	東北	東京HD	中部	北陸	関西	中国	四国	九州	沖縄
配当性向【%】※1	6%	3%	0%	10%	3%	10%	9%	10%	7%	23%
親会社株主に帰属する 当期純利益【百万円】	66,201	226,102	267,850	403,140	56,811	441,870	133,501	60,515	166,444	2,391
配当金の総額 （普通株式） 【百万円】	4,112	7,516	0	41,612	1,565	44,658	12,617	6,224	11,847	544
配当金の総額 （優先株式）※2 【百万円】	2,848	-	0	-	-	-	-	-	3,866	-

※1：配当金の総額（普通株式）÷親会社株主に帰属する当期純利益×100

※2：北海道電力・東京電力HD・九州電力で発行。

【参考】 配当性向の推移

- 過去5年間の旧一電の配当性向について確認をしたところ、最終利益が僅少な場合等に極めて大きな値になることがあるが、他の公益事業者と比較しても高い値とはなっていない。



(出典) 有価証券報告書より事務局作成

※ 平均値は、対象事業者の配当額の和÷連結当期純利益(親会社帰属)の和により算出している。

※ 公益事業者12社：ガス(東京ガス・大阪ガス・東邦ガス・西部ガス)、航空(JAL・ANA)、通信(NTT・KDDI・ソフトバンク)、鉄道(JR東日本・JR東海・JR西日本)

3.③資本政策（各社の方針）（1/2）

- 各社とも、設備投資等に要する資金の調達に当たって、**自己資金で不足する分については、主に負債（金融機関からの借入・社債発行）による調達を行う方針**としているが、負債・資本金等の動向を踏まえても、自己資本比率を意図的に引き下げようとする行動は確認されなかった。

事業者	資金調達方針
北海道	<ul style="list-style-type: none"> ● ほくでんグループの資金需要は、主に電気事業に係る設備投資や債務償還に必要な資金であり、自己資金のほか、社債の発行及び金融機関からの借入により調達を行っており、短期的な資金需要にはコマーシャル・ペーパーを活用している。
東北	<ul style="list-style-type: none"> ● 電気事業における安定供給に必要な設備投資、社債などの償還資金への充当及び東北電力グループ中長期ビジョンに掲げた戦略投資などの資金需要に対し、資金調達環境の動向や有利子負債、現金及び現金同等物の適正な保有額を総合的に勘案し、社債の発行及び、金融機関からの借入金等を組み合わせて安定的に資金を調達している。なお、短期的な資金需要に対しては、機動的なつなぎ資金調達の手段としてコマーシャル・ペーパーなどを活用している。
東京HD	<ul style="list-style-type: none"> ● 電力の安定供給を実現しながら、賠償・廃炉や将来の企業価値向上に必要な資金を長期にわたり捻出可能な収益基盤を確立するべく、従来の取組に留まることなくカイゼン活動を推進するなど、引き続き経営合理化の取組を行い、新々・総特と同水準である、10年間で3.7兆円の効率化を推進する。 ● また、資金規模、経済性、迅速性、そして事業性を鑑みながら、事業や資産等の入替に加え、資本市場を通じた外部資金調達、プロジェクトファイナンスや資産流動化・債権の流動化などを行い、資金効率の向上に取り組む。
中部	<ul style="list-style-type: none"> ● 主に電気事業の運営上必要な資金を、社債発行や銀行借入等により調達し、短期的な運転資金は、主に短期社債により調達することを基本としている。
北陸	<ul style="list-style-type: none"> ● 主として電気事業固定資産に係る設備投資及び修繕費、社債の償還及び借入金の返済、火力燃料の購入などに必要な資金を可能な限り自己資金にて賄い、不足する資金については主に社債や借入金によって資金調達を行っている。 ● 短期社債発行枠の設定及びコミットメントライン契約により、不測の事態に備えている。

（↓次ページに続く）

3.③資本政策（各社の方針）（2/2）

事業者	資金調達方針
関西	<ul style="list-style-type: none"> エネルギー事業等を行うための設備投資や債務償還などに必要な資金を可能な限り自己資金にて賄い、不足する資金については主に社債や借入金によって資金調達を行い、コマーシャル・ペーパー等により短期的な運転資金を調達することにより、流動性を確保しております。
中国	<ul style="list-style-type: none"> 原子力の稼働等のカーボンニュートラルに向けた取り組みに高水準の投資資金を必要としており、これに対し、自己資金で不足する資金を主に社債や長期借入金による資金調達で賄っております。
四国	<ul style="list-style-type: none"> 主な資金需要は設備資金であり、自己資金及び社債・長期借入金により調達している。なお、季節要因などによる短期的な資金需給の調整には、コマーシャルペーパーを活用している。
九州	<ul style="list-style-type: none"> 燃料代などの支払いや設備投資及び投融資、並びに借入金の返済及び社債の償還などに資金を充当している。 これらの資金需要に対して、自己資金に加え、社債や借入金により資金調達を行うとともに、一時的な資金需要の変動に対しては、コマーシャル・ペーパーなどにより機動的な対応を行っている。
沖縄	<ul style="list-style-type: none"> 電気事業等を行うための設備投資と債務償還などに必要な資金を、自己資金に加えて、金融機関からの長期借入や社債発行により調達している。また、短期的な運転資金を銀行借入やコマーシャル・ペーパー発行により調達している。資金の流動性については、各種計画に基づき、適時に資金繰計画を作成・更新するほか、当座借越枠の設定やコミットメントラインの取得により確保している。

3.③資本政策（2023年度の有利子負債の推移）

- 2023年度の負債残高の増減を確認したが、特異な動きはなかった。

23年度（単位：百万円）		北海道	東北	東京HD ^{※1}	中部 ^{※2}	北陸	関西	中国	四国	九州	沖縄 ^{※3}
期首	①短期借入金	44,500	2,363	2,183,111	280,276	4,009	155,520	97,395	-	124,530	2,220
	②長期借入金	597,953	1,637,593	150,905	1,683,008	546,558	2,901,867	1,444,815	486,300	2,166,976	147,007
	③社債	833,500	1,735,700	3,400,412	942,960	704,900	1,790,020	1,151,013	461,992	1,659,999	135,000
	④CP	-	-	22,000	-	30,000	162,000	301,000	-	40,000	-
	合計	1,475,953	3,375,656	5,756,428	2,906,244	1,285,467	5,009,407	2,994,223	948,292	3,991,505	284,227
期中 増減	①短期借入金	0	8,037	453,105	39,258	78	1,461	▲27,050	-	▲1,120	3,001
	②長期借入金	▲35,013	▲27,717	▲56,192	174,407	▲47,719	▲205,787	231,144	▲1,000	▲109,959	▲1,349
	③社債	▲35,000	▲65,000	149,230	▲54,907	▲15,000	▲62,600	76,772	▲29,998	▲74,999	10,000
	④CP	0	0	▲2,000	-	▲30,000	▲162,000	▲301,000	-	▲40,000	-
期末	①短期借入金	44,500	10,400	2,636,216	319,534	4,087	156,981	70,345	-	123,410	5,221
	②長期借入金	562,940	1,609,876	94,713	1,857,415	498,839	2,696,080	1,675,959	485,300	2,057,017	145,658
	③社債	798,500	1,670,700	3,549,642	888,053	689,900	1,727,420	1,227,785	431,994	1,585,000	145,000
	④CP	-	-	20,000	-	-	-	-	-	-	-
	合計	1,405,940	3,290,976	6,300,571	3,065,002	1,192,827	4,580,481	2,974,089	917,294	3,765,427	295,879
純増減	金額	▲70,013	▲84,680	544,143	158,758	▲92,641	▲428,926	▲20,134	▲30,998	▲226,078	11,652
	%	▲5%	▲3%	9%	5%	▲7%	▲9%	▲1%	▲3%	▲6%	4%
格付(24年3月末時点) 勝手格付け含む											
R&I	A	A+	A-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A	AA
JCR	AA-	AA	A	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	

※1:主に、燃料価格や卸電力市場価格の高騰を受け、資金繰りに万全を期すべく、2023年4月に取引金融機関より約4,000億円の資金調達を行ったことによるもの。

※2:中部電力パワーグリッドの送配電設備の高経年化に対応する工事や、再生可能エネルギーの維持・拡大に伴う工事などの必要資金を適時適切に調達してきた結果。

※3:利益が低水準だったことなどにより、フリーキャッシュフローがマイナスになったことから、2023年6月に100億の社債調達を実施したことによるもの。

(出典) 有価証券報告書より事務局作成（連結ベース、会社によっては非連結子会社や関連会社からの借入金を異なる科目で表示している場合もあるが表中では考慮していない、期中（増減）は期首－期末で算定）

短期借入金は連結附属明細表（借入金等明細表）の「短期借入金」の金額を参照

長期借入金・社債は「金融商品関係」注記「2 金融商品の時価等に関する事項」の連結貸借対照表計上額を参照し1年以内に期限到来のものも含めて記載

3.③資本政策（2023年度の資本金等の推移）

- 2023年度に資本金等が大きく変動したのは、**第三者割当増資を実施した九州電力のみ**。（詳細は次頁参照）

23年度（単位：百万円）		北海道	東北	東京HD	中部	北陸	関西	中国	四国	九州	沖縄
資本金	期首	114,291	251,441	1,400,975	430,777	117,641	489,320	197,024	145,551	237,304	7,586
	期中（+）	0	0	0	0	0	0	0	0	100,000 (B種優先株式発行)	0
	期中（-）	0	0	0	0	0	0	0	0	100,000 (資本剰余金へ振替)	0
	期末	114,291	251,441	1,400,975	430,777	117,641	489,320	197,024	145,551	237,304	7,586
資本剰余金	期首	47,348	22,250	756,221	70,571	33,987	66,854	28,585	3,598	120,006	7,278
	期中（+）	0	1,040	97	0	0	147	0	0	200,000 (B種優先株式発行 および資本金からの振替)	0
	期中（-）	0	0	1	49	0	0	51	0	126,485 (A種優先株式の消却 および欠損填補等)	0
	期末	47,348	23,291	756,317	70,522	33,987	67,002	28,534	3,598	193,520	7,278
増資		無	無	無	無	無	無	無	無	有	無

3.③資本政策（2023年度の九州電力の第三者割当増資）

【(出典：適時開示資料より抜粋(2023年4月28日))】

■ B種優先株式の主な目的

当社グループは、「ずっと先まで、明るくしたい。」をブランドメッセージとする「九電グループの思い」のもと、「九電グループ経営ビジョン2030」や「九電グループカーボンニュートラルビジョン2050」を策定し、「低廉で良質なエネルギーをお客さまにお届けすることを通じて、お客さまや地域社会の生活や経済活動を支える」ことを使命に事業活動を行ってまいりました。

昨今、電気事業を取り巻く経営環境は、一般送配電事業の分社化や小売競争の激化などの電力システム改革の進展に加え、デジタルトランスフォーメーション(DX)の加速などの社会構造の変容も相まって、大きな転換期を迎えておりますが、当社グループは、今後もビジョンの実現に向け、カーボンニュートラルへの取組みや成長事業の拡大を図ってまいります。

社会全体のカーボンニュートラル実現に向けては、エネルギー事業者に期待される役割と責任は大きく、当社グループは業界トップランナーとして、「電源の低・脱炭素化」と「電化の推進」を軸としたエネルギー需給両面からの取組みを推進することで脱炭素社会を牽引するとともに、脱炭素化に向けた世界的な潮流を変革のチャンスととらえ、今後更なる企業成長・企業価値向上に努めてまいります。

また、成長事業においては、再生可能エネルギー事業、海外事業、ICTサービス事業、都市開発事業などの収益性向上に努め、電気事業とあわせて、2030年の財務目標である経常利益1,500億円の達成に向け、今後も積極的に事業を展開してまいります。

こうしたカーボンニュートラルへの取組みや成長事業の拡大のためには、継続的な設備投資や新規案件投資が必要であり、それを支える安定した財務基盤の確立は当社の最重要課題の一つとなっております。

当社の財務基盤においては、東日本大震災以降の原子力発電所の稼働停止により大きく毀損した後、近年はその回復途上でありましたが、昨年度の燃料価格の高騰や急速な円安の進行などの影響により、その回復が遅れております。2023年度の収支は昨年度に比べ大幅に改善することを見込んでいるものの、外部環境が不透明であることなどを勘案すると、長期的に安定した資金調達を行うための財務基盤の強化が急務であると当社は考えております。

現在、当社が発行しているA種優先株式については、A種優先株主による金銭対価の取得請求権が行使可能となる2024年度まで1年間の期間はありますが、金融市場における金利の不確実性を踏まえ、カーボンニュートラルへの取組みや成長事業の拡大に向けた早期の資金確保と財務基盤の強化を目的に、B種優先株式を2,000億円発行いたします。

なお、B種優先株式の発行に伴い、現行A種優先株式は、取得・消却いたします。

■ B種優先株式により資金調達を実施する理由

当社は、**安定した財務基盤の確保に向けて、様々な資本性のある資金調達手法を検討してまいりました。**資本性のある資金調達手法のうち、当社普通株式による公募増資や第三者割当の実施については、当社を取り巻く経営環境や当社の財務状況等を勘案すると、調達予定額の確保に不確実性があることや、普通株式の大規模な希薄化により株主価値を損ないかねないこと等から、適切でないと判断いたしました。当社としては、**普通株式の希薄化を回避しつつ、必要な資金を確実に調達し、財務体質の安定化を図るため、当社の事業内容を深く理解し、リスク判断能力の高い投資家からの資金調達を検討した結果、当社の主要取引金融機関であるみずほ銀行、日本政策投資銀行、三菱UFJ銀行に対して「社債型」*B種優先株式を第三者割当方式で割り当てるのが最善の選択であると判断いたしました。**

*普通株式を対価とする取得条項又は取得請求権は付与されず、株主総会における議決権も付与されない。

1. 前回会合（第57回）の振り返り

2. 自己資本比率の考え方の整理

2-1. 現状よりも高い自己資本比率30%を用い

2-2. 自己資本比率の積み増しに対するインセンティブ

3. モニタリングの結果

4. 資金調達環境の変化

5. まとめ

4. 資金調達環境の変化

- 前回会合（第57回）では、規制料金の事業報酬の算定に使用する自己資本比率は30%を用いるとしたものの、**資金調達環境などに大きな変化が確認された場合は、柔軟に見直すこと**もお示したところ。
- 上記を踏まえ、今回、事務局において、**事業者各社・アナリスト（クレジット・エクイティ）に電力業界を取り巻く資金調達環境の変化についてヒアリングを実施**した。（詳細は次頁参照）
- ヒアリングの結果、過去著しく事業環境が悪化した東日本大震災後の状況からは回復しつつあり、**直近複数社で格上げになった例もある一方、直近の金利上昇や一般担保付社債が2024年度末をもって廃止となる影響や、金融機関のCO2多排出企業への融資の厳格化等、特に負債調達に対して懸念要素もある**ことが確認された。
- 現時点では、資金調達環境に大きな影響を与えるほどの変化は確認されなかったため、**30%から見直す必要性は乏しい**と考えられるものの、**引き続き注視していきたい**。

【参考】ヒアリング結果（資金調達環境の変化）

【旧一般電気事業者】

- 社債の起債環境は悪化しており、スプレッドも拡大している。財務安定性の高い発行体を選好されている。
- CO2排出量の多い電力業界への融資が厳しくなっており、今後さらに厳しい融資姿勢になる可能性もある。
- 2025年3月末に一般担保付社債の経過措置期間が終了するため、その影響も見極める必要。

【クレジットアナリスト・エクイティアナリスト】

- 格付を評価する際の時間軸は3年と短いですが、直近の3年だけみれば、久しぶりに良い状態。ただし、より長い時間を取ると、問題は山積しておりクレジット下がる可能性も否定できない。有利子負債の水準が高まっていることに対し、銀行サイドのクレジットラインは上昇しているのではないかと。容易に10-20年債を出せた時代と明らかに変わってきている。（JCR 殿村氏）
- 昔は総括原価方式100%で地域独占であり、産業リスクが極めて小さく、国と同じくらいの評価をしていた。ところが、2011年の福島第一原発事故を契機に電力事業者を取り巻く環境が大きく変化した。原子力の安全規制の強化による財務悪化、電力システム改革による競争活性化で、2013年に全社格下となった。直近はウクライナの問題もあったが、安定供給重視で投資環境の整備も進んでおり、産業リスクという土台も良くなってきている中で、個社でも財務の改善や料金値上げ等プラス要素があったので個社別に見れば直近格上げとなった会社もいる。（R&I 西村氏）
- 今年の春先、電力需要増加への期待で株価のポジティブな反応があったのは事実。ただし、日本の電力需要が増えるから、それで電力会社は儲かるのかは別の話だろう。電力が利益成長するイメージを描けないので、期待が出てきても反映しきれないのが株式市場の状況。現状の旧一電型ビジネスはコングロマリットディスカウントの問題があり、株式資金調達は容易でない。（大和証券 西川氏）

1. 前回会合（第57回）の振り返り

2. 自己資本比率の考え方の整理

2-1. 現状よりも高い自己資本比率30%を用い

2-2. 自己資本比率の積み増しに対するインセンティブ

3. モニタリングの結果

4. 資金調達環境の変化

5. まとめ

5.まとめ

【自己資本比率の考え方の整理】

- 前回会合（第57回）で事業報酬の算定に用いる自己資本比率については、（大半の社の）現状より高い30%を維持することとしたが、**現行の事業リスクや資金調達手段の観点からも自己資本を厚くする必要性がある**ことから、**妥当な水準ではないか。**
- また、現状より高い自己資本比率を使用することについて、理論的には、自己資本比率が30%に届いていない事業者ほど規制料金の事業報酬により差益を得ていることになるが、この**差益部分は利益（剰余金）の積み増し効果をもつため、自己資本比率を引き上げ、自己資本比率30%に近づくよう資本構成の改善を促す効果がある。**
- 他方、**過剰な株主配当や自己資本比率を意図的に引き下げるような資本政策を採用している場合には改善効果を薄めるため、継続的にモニタリングを実施することとし、趣旨に明らかに反するような行動等が確認された場合には、事業報酬の算定に使用する自己資本比率の目標水準を見直すことを検討することとしたい。**

【今後の予定】

- **3章・4章でお示しした内容については、次年度以降も、引き続き確認することとしたい。具体的には、次回は、来年の同時期の料金制度専門会合で同内容を確認し報告することとしたい。**