

キャピタル・アイ特別企画：財務担当に聞く

関電、規律ある投資でしっかり稼ぐ

関西電力は、2025年度に総額1674億円の社債を発行し、今年度は5月25日に7年債（100億円、2.706%、国債+39bp、ブックランナー：野村）を起債した。同社の取り組みについて、経理室財務グループチーフマネジャーの吉川竜介氏と財務グループの藤原惇一氏に話を聞いた。

■原発再稼働で高収益

決算の概要について、経常収支が高収益となったのが2023年度（売上高：4兆593億円、経常利益：7659億円）から。2022年度（同：3兆9518億円、同：-66億円）はウクライナ危機で燃料価格が非常に上がった。2021年度（同：2兆8518億円、同：1359億円）の後半から収支が少々悪化し、2022年度は連結ベースで赤字となった。

ウクライナ危機を乗り越えて、2023年度は燃料費調整制度の関係で、2022年度に調整できなかった部分の料金が2023年度に入ってきて非常に高い収益となった。2024年度（売上高：4兆3371億円、経常利益：5316億円）については、原子力発電所が7基全て再稼働を果たしたことで、火力燃料の燃料費を節減し、高い収益力を維持できるようになった。2025年度（同：4兆566億円、同：5185億円）も同じような収支をたどってきた。この3年間の収支を踏まえ、今年4月に新しい経営計画を発表した。



美浜発電所



関西電力 経理室財務
グループチーフマネジャー
吉川 竜介 氏

2025年度の決算を掘り下げると、2024年度から減収減益とはなっているが、大幅な減収減益ではない。2025年度は2024年度と同じような環境で経営活動ができた。その結果としてのバランスシート（BS）を見ると、有利子負債は2026年3月末時点で4兆2666億円（前年同期比2051億円減）。一時期は5兆円を超える水準まで上がったが、原子力再稼働の工事が終わり、原子炉が稼働したところから有利子負債が減少フェーズに入ってきた。

3カ年の高収益に加え、2024年度に増資を行ったことで、自己資本比率は35.1%（前年同期比3.3%増、ハイブリッド社債考慮後は36.2%）に高まり、財務体質はよい形となってきている。

総販売電力量を見ると、2025年度（1522億 kWh）は2024年度（1560億 kWh）と大きく変わっていない。他社販売電力量（359億 kWh、前年同期比 88.6%）は少し減ったものの、小売販売電力量（1163億 kWh、同 100.7%）は、気温の影響もあって少々のプラスとなった。販売ボリュームは堅調に推移している。



黒部ダム

■ 安定供給に向けて設備更新

原子力利用率については、2024年度が 88.5%、2025年度が 84.1%と高い利用率を達成しており、これが2024年度と2025年度における5000億円超の経常利益の大きな要素だった。

4つあるセグメントのうち、発電事業などを含むエネルギー事業セグメント（経常利益：3773億円、前年同期比 339億円減）について、原子力利用率が4ポイントほど落ちたことに伴う火力燃料費の増大によって、収支は悪化している。一方、燃料価格は、特に2025年度上期に下落した影響で燃料費節減となり、収支は上向いた。「その他」という項目に諸経費や、発電所の定期点検を目的とした修繕費などがあり、2024年度から500億円ほど増えた。これには、修繕工事をする対象の範囲を増やしたことのほか、労務費単価や資材費単価の上昇といったインフレの影響がじわじわと決算の実績に出た。

2026年度の業績について、経常利益は2900億円（前年同期比 2285億円減）と2000億円超の減益見通しとなっている。インフレの影響がかなり大きいことと、原子力利用率がさらに低下するとの見込みを織り込んでいるためだ。原子力利用率は、2025年度の84.1%に対し、2026年度の見通しは70%程度。これは計画的なもので、定期検査を13カ月に1回行わなければならない。定期検査で稼働を止めるタイミングで、高浜発電所で大がかりな工事を行う。今後の安定供給を実現するために、古くなった蒸気発生器を取り替える。こうした工事を含めると、通常は定期検査で3カ月ほどの停止となるが、半年以上止めてしっかりと設備更新を行う計画。それに伴って原子力利用率が低下し、収支も悪化するというものだ。

<業績予想>

(億円)	2025実績	2026予想	増減	増減率
売上高	40,566	45,000	+4,433	+10.9%
営業利益	4,375	2,500	△1,875	△42.9%
経常利益	5,185	2,900	△2,285	△44.1%
当期純利益*	3,800	3,100	△700	△18.4%

* 親会社株主に帰属する当期純利益

減益の要因を分解したのを見ると、原子力利用率の低下で550億円、燃料価格の高騰などで660億円のほか、送配電事業で320億円となっており、これと「その他」（511億円の減益）にはインフレなどの影響も織り込んでいる。原子力利用率の低下と燃料価格の変動、インフレという3つの大きな要素によって、これまでの3カ年のような高い利益を上げにくくなる。

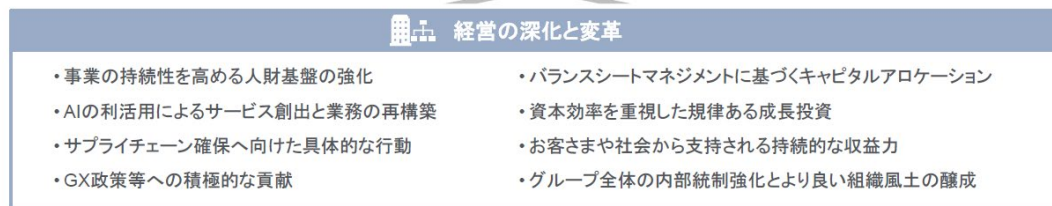
■3年間で2.5兆円

新しい経営計画「Kanden Transformation toward 2040」は、関西電力グループの2040年の目指す姿を示している。それに向けて、足元の3年間（2026～2028年度）に具体的に何を行うかを記している。エネルギーと送配電、情報通信、不動産という4つの柱はこれまでと変わらない。エネルギー事業については、発電設備容量3割増を目指していて、データセンターやAIの進展による電力需要増を見込む。こうしたところで、今ある設備だけでは供給が足りないとの観点で、新しい設備を作って供給を賄っていく。

送配電事業は、高度経済成長期に作った送配電設備が50年を経過して老朽化しているため、供給支障がないように新たな設備に更新することが中心となる。加えて、再生可能エネルギーで発電を行っており、電力ネットワーク全体を強化する必要があることから、設備投資に資金を投じる。

情報通信事業はデータセンター事業がメインとなる。不動産事業については、マンション販売といった分譲事業のほか、賃貸物件への投資で資産の回転率を上げ、そこから収益を得ていく。

KX Kanden Transformation toward 2040



財務目標 (26-28年度平均)

資本効率	ROIC	ROE
	3.3%以上	8.0%以上

資本構成	Net Debt/EBITDA	自己資本比率
	5倍程度	30%台半ば

収益性	EBITDA	純利益
	8,000億円以上	2,700億円以上

2040年に向けては積極的な投資が必要。足元の3年間で、安全・安定供給のための維持投資が1.5兆円、成長投資が1兆円、累計2.5兆円とする。このため、これまでの3年に比べて今後3年は収支が少し下がり、フリーキャッシュフロー（FCF）もマイナスとなるものの、関電グループの成長に向けては投資が大事になる。

■ ROIC-WACC スプレッド 100～150bp

投資を行うに当たって、2040年度には、ROIC-WACC スプレッドで100～150bpをしっかりと稼げるものを見極めて、投資を進めていく。15年後に企業が成長しているためのもので、規律ある投資を前提とした1兆円の成長投資だ。

財務目標（2026～2028 年度平均）を定めており、Net Debt/EBITDA 倍率を今回の経営計画で初めて織り込み、5 倍程度とした。これを目安として投資を行う。これも規律ある投資における 1 つの重要な財務指標だ。自己資本比率については、すでに 2026 年 3 月期で 35%超となっているが、現状の 30%台半ばを維持しながら投資を進めていく。

■トランジションで投資家増

以下は質疑応答。

—成長投資について、しっかり稼げる投資を行うことがポイントということか。また、ROIC-WACC スプレッドが 100～150bp であることについて教えてほしい

そうだ。ROIC-WACC スプレッドで 100～150bp としているが、社内で投資案件を見極める際にこの指標を目安とする。現状で金利が上がっていることに加えて、配当についても 2026～2028 年度で累計 2700 億円以上、連結配当性向 25～35%を目安とした株主還元を行う方針。ちなみに、2026 年度の配当は 1 株 80 円に増配する。これから WACC が上がっていくなかでもしっかりとリターンを得られる投資を行ううえでの水準として 100～150bp のスプレッドという規律を持つという考え方だ。

—社債はトランジションボンドとして起債している。関電債は全てトランジション債という理解でよいか

そうだ。トランジション債のフレームワークは、原子力にも送配電にも資金を充当することが認められている。最も維持・更新に費用がかかるのが原子力と送配電であるため、今後もトランジション債として発行する。

—以前の通常債からトランジション債に変わったことによる違いについて

これは投資家による。ラベルを意識しない投資家は引き続きいる。一方、我々のフレームワークを見て、昨年度には「こういった資金使途で発行できないか」と相談を受け、それを踏まえて使途をカスタマイズ（8 月の 7 年・10 年・20 年債における送配電のレジリエンス強化）して発行したケースもあった。こうした点を含め、関電トランジション債に興味を持ち、購入してもらえる投資家もいるのではないかと見ている。

—トランジション債としたことで新たに関電債を買うという投資家もいるのか

しばらく電力債を買っていなかった先が、投資家の ESG ニーズに合致する債券を購入したいとしてトランジション債に取り組むというケースが見られた。フレームワークを作って発行した効果はあった。

—トランジション債としたことでスプレッドに好影響は出たのか

実際のところ、スプレッドに好影響が出たとは感じていないし、どの程度の効果があったのかの検証もしにくい。一方、我々の社債に興味を持ってもらえる投資家が増えたという点での効果はあったし、安定調達に資するものになった。トランジション債だからこそ買えるという投資家はいる。

■“両足”ダブル A 効果も

—東日本大震災以降、原発比率の高い関電には厳しい見方があり、社債の発行が多いことでより厚いスプレッドが求められたが、今は“両足”ダブル A 格に信用力が向上した。投資家の評価が大きく変わったことへの感想は我々のクレジットを評価して購入してくれる投資家が増えた。感触としては、両足ダブル A 格であることを好感してもらっている。

—今年度は 5 月に 7 年債を起債した

7 年ゾーンで投資を行いたい先が存在したことで実現した。100 億円をしっかりと調達し、シングル A プラス (R&I) 銘柄とのスプレッド差も維持できたという点で満足している。

—第 1 四半期は積極的に起債するというスタンスではなかったのか

電力セクターの発行が混み合う時期であることと、イラン戦争の影響で金利が動いていて、様子見していた。そのなかで投資家側から 7 年債への引き合いがあったことで起債に至った。

—2025 年度は 20 年債も発行したが、今の環境でこの年限は厳しいとの認識か

(ボラティリティによって) ボリュームが集まりにくいと見ている。我々は設備産業なので 20 年など長めの年限で調達したいが、起債をアナウンスしても 50 億円が集まるかどうかという規模では厳しい。昨年度も 100 億円規模には届かなかった。

—2026 年度の社債発行額について

2025 年度の実績は総額 1674 億円で、今年度も同程度の規模は調達したい。投資が増えていくなかでローンだけでは厳しく、調達の多様化を図る。リテール債を続け、外債も検討する。直近の外債は、2025 年 2 月に 5 年ユーロドル債 (A3 : ムーディーズ、5 億ドル、5.037%、米国債+67bp、ブックランナー : 野村/シティ/みずほ) を起債したため、昨年度は発行がなかった。今年度はドル債とユーロ建て債を比較しながら検討する。実際にどの通貨になるか分からないが、ユーロ建て債とすれば調達手段が広がる。



関西電力
経理室 財務グループ
藤原 惇一 氏

<2025 年度の社債>

条件決定日	回号	年限	発行額	償還日	表面利率	対国債	主幹事
2月13日	581	10	200	36/2/20	2.571%	+38bp	三菱/野村/みずほ/大和
1月20日	580	14	76	40/1/25	3.159%	+36bp	みずほ
1月14日	579	4	300	30/1/25	1.840%	+33.4bp#	大和
8月8日	578	20	100	45/8/25	2.887%	+37bp	みずほ/日興/野村/三菱
8月8日	577	10	250	35/8/24	1.990%	+49bp	三菱/大和/みずほ/しんきん
8月8日	576	7	100	32/8/25	1.591%	+39bp	みずほ/野村/大和/三菱
5月20日	575	8	115	33/5/25	1.780%	+54bp	日興
5月16日	574	20	66	45/5/25	2.775%	+35bp	大和/日興/みずほ/三菱
5月16日	573	10	160	35/5/25	2.025%	+56bp	みずほ/野村/日興/三菱
4月4日	572	20	57	45/4/25	2.367%	+35bp	野村/大和/みずほ/日興
4月4日	571	10	250	35/4/25	1.766%	+49bp	大和/野村/三菱/東海東京

発行額：億円、第 579 回債は個人向け、#はキャピタルアイ・ニュース算出

一意識する電力会社はあるのか

両足ダブル A 格の発行体の動向は見ている。極力同じ時期の条件決定とならないことは意識している。投資家と我々のニーズが合致するタイミングで適切に調達を行いたい。

資料の出典：関西電力（2026 年 4 月）

[2026/6/1 聞き手：キャピタルアイ・ニュース 比後 樹宏]