

一般担保後の資金調達機会：関西電力

Rose Choy [(*)]

関西電力（ティッカー：KANSEL）が 2 月に発行した 5 億米ドルの社債は、11.5 倍という驚異的なブックカバー倍率を得た。[1] 同社は、「一般担保」（法定優先権）付きの米ドル建て担保付社債を発行する最後の電力会社の一つになるかもしれない。これら社債の発行は 3 月 31 日に終了する。[2] これまで、日本の電力会社は、公募債の発行の 90%以上[3] を、こうした法定優先権付きで行ってきた。こうした社債は電気事業法の特別規定に基づいて発行され、すべての資産により担保されており、他の無担保債権者よりも先に返済される権利がある。2020 年には、競争を促進し公平性を高めるための電力市場の広範な改革の一環として、この特別条項は削除された。2025 年 3 月まで 5 年間の猶予期間が設けられた。この変更は、関西電力をはじめとする日本の電力会社の資金調達戦略に影響を与える可能性がある。

これにより、資金調達源が従来の国内市場から離れて多様化する可能性がある。電力部門が新たに発行するシニア無担保債務は、既存の担保債務に劣後し、格付けが下がって、将来の資金調達コストに影響を及ぼす可能性がある。S&P は、担保付債務が発行体の未払い債務全体の 50%以上を占める場合、新規のシニア無担保債務の格付けを担保付債務より 1 段階低くすることを検討するであろう。[4]

---

[1] “Kansai Electric: rare USD issuer with focus on nuclear（関西電力：原子力に重点を置く希少な米ドル建て発行体）”, AFII, 17 Feb 2025. ブックカバー参照: Bloomberg, アクセス 3 Mar 2025.

[2] “Kansai Electric - Final Offering Circular（関西電力 - 最終目論見書）”, Kansai Electric, 18 Feb 2025.

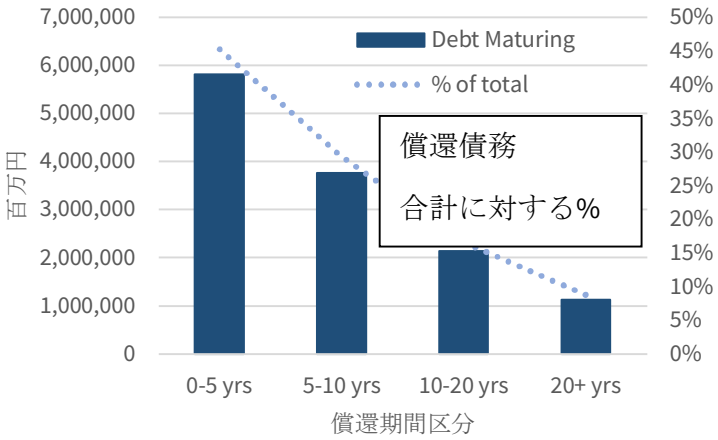
[3] Bloomberg, AFII からのデータ, 参照, 3 Mar 2025.データには日本の次の電力会社 10 社の債券が含まれる：KANSEL, KYUSEL, CHUGEP, CHUBEP, TOKELP, TOHOKU, HOKUEL, SHKUEL, HOKKEL & OKPOWR.

[4] “Japan Utilities To Rethink Financing With Changes To Bond System（日本の公益事業会社は債券制度の変更により資金調達を再考する）”, S&P Global, 20 Feb 2025.

投資アドバイスではありません。このバージョン 2024 年 3 月 7 日。重要な免責事項は本書の最後に記載されています。

(*) Anthropocene Fixed Income Institute（www.anthropocenefii.org）、連絡先の著者：rco@anthropocenefii.org

図 *1.* 日本の電力会社発行社債の償還期間、出典：*Bloomberg, アクセス 3 Mar 2025.*



2025 年 3 月時点で、公債市場で調達された日本の電力会社の未償還債務 12.8 兆円のうち、大半（約 75%）は満期が 10 年未満であり、うち 45%は 5 年未満である。[5] KANSEL などの一部の公益事業会社は、長期資本の調達のために無担保の銀行/保険資金に依存してきた。KANSEL は 2024 年 12 月現在、総借入金の約 51%（表 1 を参照）を無担保長期銀行資金調達で保有している。これらの借入金の加重平均金利は 0.515%（3 月 24 日）で、満期が 2043 年までの長期にわたり分散されている。[6] 現地金融機関からの無担保長期借入金の資金調達能力は発行体によって異なり、信用度の低い発行体はそれが困難なようである。日本のエネルギー転換が進むにつれて、電力会社に対する設備投資と投資のニーズは高まっており、発行体は債務の一部を慎重に長期の償還期間にする必要があることを意味する。そのため、資金調達の組み合わせがますます重要になりつつある。

2022 年から 2023 年にかけて、グリーンボンド、トランジションボンド、劣後債を発行し、投資家基盤を拡大した企業も現れた。この間、電力会社はロシア・ウクライナ戦争の影響でエネルギーコストの上昇に見舞われ、営業キャッシュフローがマイナスに陥った。これらの公益事業会社の多くは、資金不足を補うために国内債券市場を利用した。最近では、発行体は海外市場にも進出している。過去 12 か月間に、九州電力、中国電力、JERA、関西電力など、いくつかの日本の電力会社が米ドル市場に参入した。今後、このセクターにとって、海外市場での社債発行やラベル付き債券の発行拡大の機会が増えるはずである。このセクターでは、トランジションボンドは総発行額のわずか 3.1%、グリーンボンドは 2.8%を占めるのみである。[7]

[5] Bloomberg, AFII からのデータ, 参照, 3 Mar 2025.

[6] “Kansai Electric - Final Offering Circular（関西電力 - 最終目論見書）”, Kansai Electric, 18 Feb 2025.

[7] Bloomberg, AFII からのデータ, 参照, 3 Mar 2025.

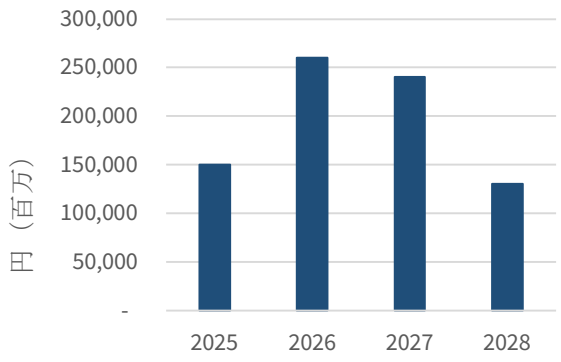
KANSEL の社債発行総額は 1.7 兆円、負債総額は 4.54 兆円である。債務プロファイル（表 1）：

表 1：関西電力の負債資本、出典：関西電力の目論見書、2025 年 2 月.

(百万円)	2024 年 12 月 31 日(1))
担保付社債	1,533,615
長期債務の現在の満期	526,088
短期借入金（社債を含む）	157,724
長期借入金	2,323,497
（うち担保付ローン）	250,481
合計	4,540,924
担保付社債/合計	39.3%

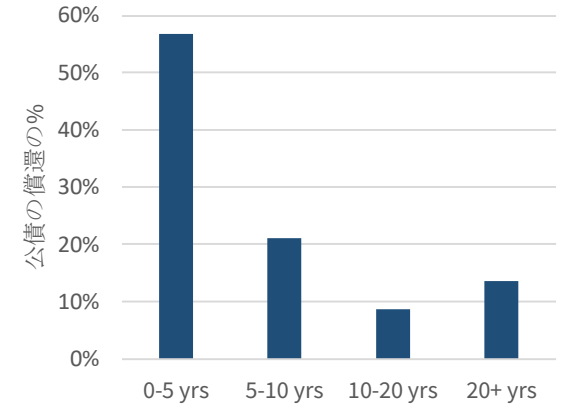
(1)2025 年 2 月 18 日発行の 5 億米ドルの試算

図 *2. 2025* 年から *2028* 年までの関西電力の国内市場社債の償還期限、出典：*Bloomberg, アクセス 3 Mar*



KANSEL の負債に占める担保付負債総額は約 39%であり、格付け変更のきっかけとなる 50%の基準を超えずに、新たなシニア無担保社債を発行する余地が残されている。今後 2～3 年で、KANSEL は国内市場で年間約 1,500 億～2,500 億円（10 億～17 億米ドル）の満期を迎える。これらの満期のうち、2027 年に満期を迎えるグリーンボンドが 1 件あり、その額面金額は 300 億円である。

図 *3.* 関西電力の社債償還期間区分



KANSEL の公債は短期償還債に集中しており、その 50%以上が 5 年以内に償還される。グリーン債とトランジション債は総負債の 3.1%、発行済み社債総数の 8.2%を占めている。（表を参照）。

表 2. *KANSEL* グリーンボンドおよびトランジションボンド、出典：*Bloomberg, アクセス 3 Mar 2025.*

ISIN	セキュリティ	発行額	支払いランク	発行日	通貨	トランジション	グリーン
JP322860BP96	KANSEL 1.073	20,000,000,00	シニア無担保	1/9/2023	日本円	N	Y
JP322860BP70	KANSEL 0.9	20,000,000,00	シニア無担保	13/7/2023	日本円	N	Y
JP322860AN4	KANSEL 0.33	30,000,000,00	担保	8/4/2022	日本円	N	Y
JP322860BN4	KANSEL 0.574	25,000,000,00	担保	8/4/2022	日本円	N	Y
JP322860AQ7	KANSEL 0.888	30,000,000,00	担保	5/7/2024	日本円	Y	N
JP322860BQ7	KANSEL 1.56	15,000,000,00	担保	5/7/2024	日本円	Y	N

関西電力の基本情報

関西電力は、発電、配電、送電を行う日本第 2 位の総合電力会社である。KANSEL は、関西地方で燃料の調達、電気、ガス、公共サービスを提供している。2023 年度時点で、KANSEL の発電構成は原子力 44%、LNG29%、水力 14%、石炭 11%となっている。

KANSEL は国内最大のカーボンフリー発電能力を有しており、日本のエネルギー転換において重要な役割を果たしている。KANSEL の脱炭素化計画では、原子力発電は約束した温室効果ガス排出削減の達成に不可欠である。同社は 2023 年度までに、スコープ 1 および 2 の排出量を 2013 年度比で 58%削減するという 2025 年度の目標を達成しており、これは 2025 年の 55%削減目標を上回る。（KANSEL の排出削減目標については表 3 を参照）。しかし、顧客に供給する電力の CO2 排出係数という指標は、2023 年度も 0.401 kg-CO2/kWh と高止まりしている（2022 年度は 0.42 kg-CO2/kWh）。[8] KANSEL の既存のグリーンボンドおよびトランジションボンドによる調達資金は、再生可能エネルギーの利用、原子力発電、ゼロカーボン火力発電、送配電事業に全額充当されている。

2024 年 11 月、KANSEL は 3,774 億円（約 25 億米ドル）の新株と自己株を発行した。新株発行による資金は、1）成長事業（データセンター事業を含む）の拡大に 1,650 億円、2）発電所の効率化と脱炭素化のための設備投資に 1,124 億円、3）成長事業において可能性のある買収に 1,000 億円として配分された。[9] 興味深いのは、南港 LNG 火力発電所の更新に 884 億円（5 億 8,900 万米ドル）が割り当てられ、240 億円が水力発電所と原子力発電所の更新に使われることである。KANSEL は、老朽化した LNG 発電所を 2025 年 3 月までに廃止し、2029 年度までに稼働予定のゼネラル・エレクトリック社製の新しいガスタービン 3 基を設置する計画である。これにより発電効率が約 40%向上し、CO2 排出係数が

[8] “Environmental Data 2024（環境データ 2024）” Kansai Electric, Aug 2024.

[9] “Mid-to Long-term growth Strategies（中長期成長戦略）", Kansai Electric, 31 Jan 2025.

30%削減されると同社は見込んでいる。計画では、2030 年代後半に水素混焼を導入し、2040 年代半ばまでに水素専焼に切り替える予定である。[10]

Table 3. 関西電力の温室効果ガス排出目標（出典：関西電力）

	実際		目標	
温室効果ガス排出量	2013	2023	2030	2050
スコープ 1&2	4710	1988	1400	0
スコープ 3	4030	3596	2970	0

しかし、関西電力は御坊市と赤穂市の 2 つの重油・原油火力発電所と舞鶴市の 1 つの石炭火力発電所を引き続き運用している。同社は現在、石炭火力発電所と石油火力発電所を廃止する予定はなく、代わりに排出量を削減するための炭素回収技術を調査している。2024 年 12 月 31 日時点で原子力発電の稼働率は 92.1%となっており、[11] さらなる脱炭素化を達成するためには化石燃料発電所に関して具体的な対策を講じる必要がある。

まとめ

関西電力は、その原子力発電における重要な役割を考えると、日本のエネルギー転換において重要な部分を占める。電力セクターの債券発行規定の変更に伴い、KANSEL は将来の債券借り換えや負債資金調達のためにシニア無担保債券市場を活用する必要がある。今後 5 年間にその多くの公債の償還期限が迫っているため、KANSEL は債券の償還期限の延長を検討することになるかもしれない。最近の米ドル建て債券に対する根強い需要があることから、同社はグリーン債やトランジション債権市場などを通じて、米ドル建投資家と関係を構築し、将来の資金調達ニーズに対応することができる。

[10] “Integrated Report 2024（統合報告書 2024）”, Kansai Electric, Dec 2024.

[11] “Financial results for 3Q of FY ending 3/2005（2005 年 3 月期第 3 四半期決算短信）”, Kansai Electric, 31 Jan 2025.

重要な免責事項：

このレポートは、情報提供および教育を目的としたものです。*Anthropocene Fixed Income Institute*（「*AFII*」）は、税務、法律、投資、会計に関する助言を提供していません。このレポートは、税務、法律、投資、会計上の助言を提供することを意図したものではなく、それらについて依拠すべきものではありません。このレポートの内容は、証券、会社、ファンドの投資アドバイス、売買の申し込みや申し込みの勧誘、保証、推奨、スポンサーシップを目的としたものでは決してありません。*AFII* は、あなたの投資判断について一切の責任を負いません。投資に関するリサーチや投資判断は、あなた自身の責任で行ってください。このレポートは、投資に関する一般的な指針とすることを意図したものではなく、特定の投資推奨の情報源とすることを意図したものではありません。他の人に帰属する場合を除いて、表明された意見はあくまで私たちの現時点での意見です。提示された情報の中には、第三者から提供されたものがある可能性があります。*AFII* は、そのような第三者情報が信頼できるものであると考えており、公開された記録を可能な限り検査して検証していますが、その正確性、適時性および完全性を保証するものではなく、予告なしに変更されることがあります。

企業の信用力や、現在または将来の市場におけるプラスまたはマイナスのパフォーマンスの可能性に関する言及は、純粋に観察に基づくものであり、当該企業またはセキュリティの推奨または保証または批評と解釈すべきものではありません。

AFII は、「人間が引き起こした気候変動の時代における債券市場の影響を監視し、支持し、そしてそれに影響を与える」非営利団体です。当機関の詳細は、*wwww.anthropocenefii.org* をご覧ください。

AFII は、その資料や報告書で言及している企業といかなる形でも関係がなく、また、その取締役、従業員、またはアドバイザーも同様です。また、*AFII* は、その観察や洞察に対して、いかなる種類の報酬や対価も受け取っていません。

