

## 業種別格付方法

### 【電力】

#### 1. 事業基盤

国内の電気事業者の中で発電・送配電・小売を兼業する電気事業者（電力会社）の格付方法の概要を中心に記し、併せて大手の発電事業者（旧卸電気事業者など）において特に留意すべき点を付記しておく。

電力事業は国内の生産・消費活動に不可欠なエネルギー供給者としての公益性の高さから、需要家保護の為に多くの規制を受けてきた。95年から4度にわたり段階的な規制緩和が進められてきたが、東日本大震災を機とした電力システム改革は、約60年ぶりの大規模な変更となった。当改革は電力の安定供給の確保を前提に電気料金の最大限の抑制、需要家の選択肢や事業者の事業機会の拡大を目的とする。15年4月から3段階にわたり、20年4月までの5年をかけて進められ、第1段階（15年4月）は電力広域的運営推進機関の発足、第2段階（16年4月）は小売参入の全面自由化や卸規制の撤廃、第3段階（20年4月）は送配電事業の分離が実施された。

16年4月の第2段階から、従前の「一般電気事業者」「特定規模電気事業者」「卸電気事業者」事業類型が廃止され、「発電事業者」「送配電事業者」「小売電気事業者」という3つの類型が設けられている。格付は個々の電力会社の特性等に注目し、また発電・送配電・小売の総合力を考慮しつつ、根底にある電気事業制度の安定性を相対的に重視した評価を行なう。ただし、今般の電力システム改革を経て、これまで電力会社に認められていた地域独占、総括原価方式の適用がなくなるといった規制変更による事業基盤への影響を適宜反映していくことになる。

#### (1) 産業特性

##### ① 市場概要

電力需要は、短期的な景気変動や天候変化の影響を受けつつも、わが国の経済成長に連動して安定した伸びを示してきた。しかし、国内人口の減少や産業構造の変化、CO2排出量削減をはじめとする地球温暖化対策の推進、東京電力福島第一原子力発電所事故を機とした原子力発電所の稼働停止以降の節電マインドの定着や、省エネ機器の普及拡大により、長期的には電力需要は逡減していく可能性がある。

##### ② 競合状況

社会インフラである電力事業は、規模の経済が圧倒的に働く。また電気は基本的に大量に貯めることができず、周波数の違いはあるものの常に財の品質は同一である。こうした市場や商材に競争原理を導入した場合、詰まる所は価格競争に陥りやすく、既存の顧客基盤や燃料の調達力、財務体力などが競争力の決定要因となる。現状、電力の供給者としては、需要家に対して発電・送電・

配電を兼業する電力会社が大宗を占める。ただし電力会社は実質的に独占状態であった市場に新規事業者が参入することで事業基盤が損なわれるリスクはある。半面、自社供給区域外への進出機会の増加、弾力的な料金設定など戦略的な経営が可能になる。格付は電力システム改革による競合進展のスピードや程度を確認し、需要の獲得、逸失など競争力の変化がどのように収益力や財務内容に影響を与えるのかを評価していくことになる。

### ③ コスト構造

小売事業を除けば典型的な大規模装置型産業であり、固定費負担が大きく、コスト構造の柔軟性は高くない。また、発電事業の主な変動費である燃料費は、調達燃料価格の動向次第では振れが比較的大きなものとなる。発電事業のコスト構造に関連し、業界特性上、温室効果ガスの排出量が多くならざるを得ない。政府の環境規制が強化され、個々の制度設計次第では電力業界に相応の負荷がかかり、収支・財務への悪影響が及ぶシナリオも想定し得る。その結果、電力会社の信用リスクに下方圧力がかかるだけでなく、低炭素化に向けた技術開発や設備投資に経営資源を費やすことで、成長が鈍化する可能性もある。発電・小売事業は、経過措置期間を経て、将来的には総括原価方式の適用がなくなるため、投資回収の確実性は顧客基盤の安定性を確認し、評価していくことになる。

一方、送配電事業については、20年4月の事業分離後も電力会社の100%子会社としてグループに残り、託送料金についても総括原価方式が維持される。そのため、電力システム改革後も投資回収が保証され、高いキャッシュフローの安定性は維持される。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### ① 市場地位

電気事業制度の枠組みが変化することで、産業全体における電力業界の、もしくは電力事業者間の相対的位置付けがどのように変化し、それが個々の電力会社のキャッシュフローの水準やその配分の自由度、財務改善の状況などに与える影響を見定めていく。

なお、電力会社等に対して電力を供給する発電事業者の主要な事業者としては、電源開発、日本原子力発電、および JERA の 3 社がある。何れもコスト競争力の高い電源を持ち、日本の電源ポートフォリオ上重要な地位を占めているため、電力会社の発電事業の信用力評価になぞらえつつ、個々の事業リスクや受電先との契約関係の変化に着目し、分析・評価していく。

### ② 事業構成

電力会社は、電気事業におけるネットワークインフラを活用した情報通信事業や、その公益性や地域密着性の強さを基にした生活関連事業等を手掛けるが、事業の大宗を電気事業が占める。今後国内電気事業が緩やかな成長にとどまることが見通される中、電力会社によってはガス事業の強化や海外での発電事業への投資・運営管理等の地域的拡大、燃料資源の安定的確保に向けた権益投資、他社向け燃料販売の強化といった派生的展開が進むとみられる。ただし、その実現には総合エネルギー事業者としての長期的な戦略と戦略の実効性を担保する強固な財務基盤が必要である。戦略の方向性と共に資金調達・投資方針とその実績、リスク管理体制の構築状況を確認していく。

### ③ 電源構成

電力会社は発電に際して水力、火力、原子力など各特性を活かし、バランスよく組み合わせていく「電源のベストミックス」を図っている。温室効果ガスの排出量の抑制や政府のエネルギー基本計画による最適電源比率の目安に沿って、火力発電の高効率化に向けた取り組みや、原子力発電の設備利用率の高位安定化もしくは廃炉に向けた取り組み、再生可能エネルギーの開発などが進むものと想定される。

留意すべき点は、ベース電源であって発電効率の高い原子力発電にある。電源構成に占める原子力の比率が高まる程、設備利用率の高低が損益に与える影響は大きくなる。そのため、稼働時期や稼働率、定期点検サイクルの適用期間、さらには想定外の低稼働（もしくは廃炉を含む運転停止）となった際の代替電源の保有状況等が損益に与える影響等に注意を払う必要がある。また、原子力事故が発生した場合の損害賠償責任等のリスクは巨大なものとなる。原子力損害賠償・廃炉支援機構による支援を受けることはできるが、責任負担のあり方については強く注意を払う必要がある。さらには全面自由化された市場において、民間事業者が廃炉を含めた原子力事業を安定的に担えるための環境整備の動向にも注意が必要である。このように原子力発電事業に関するリスクは多岐にわたり、かつ長期的、構造的に格付に下方圧力を与えるものが多く、かつ格付に及ぼす影響度も大きい。

### ④ 電源・送配電網投資

電源の開発に関しては、将来的に総括原価方式の適用がなくなる中、その開発規模、投資額、価格競争力、将来の需給バランスなどが判断要素となる。実際はその運用において、需要動向や競合状況、及びそれらが収支に与える影響などの変化を見極めたうえでの対応が行なわれている。需給面に着目すると、電源開発計画の繰り延べや老朽電源の長期計画停止・廃止等で調整の余力は大きい。一方、自由化によって業界全般に進められた合理化についても、追加実施の余力は幾許かは残しているとみられる。そのため、定量分析と共に、外部環境の変化を踏まえ各社がその変化にいかに対応した意思決定を行っているかといった定性的な分析・比較を行うことも重要である。

送配電の中立化を明確にするために、20年4月に法的分離が実施された。ただし、中立性確保のための行為規制はあるものの、資金の融通まで分離されているわけではなく、法的分離後も格付上はグループ一体性を前提とした評価を行うことは可能である。ただし、政策当局が送配電事業の行為規制を強め、資金の流動性が著しく制約される場合は格付方法を見直す可能性がある。

## 2. 財務基盤

### (1) 収益性

発電事業においては燃料価格、とりわけ火力燃料（石油・LNG・石炭）の輸入価格の動向が、短期的には利益に影響を及ぼす。しかし、電気料金については、短期的な燃料価格の変動を反映させる燃料費調整機能が組み込まれていることが多く、中期的な視点では損益への影響は軽減可能である。ただし、小売市場における価格競争や政府の環境規制の変化等が、電力事業者の収支に与えるマイナス影響は少なくないと考える。そのため中長期的視点に立った利益率の推移に留意していく。また、大

規模発電所建設は初期投資が嵩む。電源構成によって期間は異なるが、長期にわたって回収していく事業モデルであるため、電源設備の利用率と共に供給区域内外の需要規模やその安定性に留意しつつ、投資効率の高低を見定めていく。

(重視する指標)

- 売上高経常利益率
- 電源設備利用率

## (2) キャッシュフロー創出力

恒常的な維持更新投資に加えて、送配電設備の経年化対応や、高効率化を目指した発電設備の新設・リプレース、原子力発電所にかかる安全対策投資等への対応により、設備投資負担が重い局面にある。原子力発電所が長期稼働停止している電力会社では、代替火力燃料費の負担も続いている。小売市場での価格競争が本格化する中では電気料金の値上げは容易でないことから、経営効率化によるコストダウンや、海外も含めた新しい事業分野の拡大によってキャッシュフロー創出力の向上が図られているかに注目していく。

(重視する指標)

- EBITDA
- フリーキャッシュフロー
- 有利子負債/EBITDA 倍率

## (3) 安全性

発電事業や送配電事業は多額の設備投資を必要とするため、有利子負債の多い企業が多い。総資産に占める固定資産の比率が高くなる他、負債・資本バランスも他業種との比較において見劣りするなど財務構造は安定的とはいえない。海外発電事業投資、さらには地球温暖化対策投資等への対応など、従前とは異質の資金ニーズが増加することも考えられる。また、原子力発電所の長期停止による収支悪化から、財務基盤が大きく毀損している場合はその回復が求められる。電力自由化による競争の進行、国内電力以外の事業への進出などによる事業リスクの変化に対応するため、財務構成の改善に向けた取り組みの重要性は高い。

(重視する指標)

- 自己資本比率
- デット・エクイティ・レシオ

以上

### ■ 留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であると問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であると問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書

の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

#### ■NRSRO 登録状況

JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示はJCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

#### ■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

**株式会社 日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル