

2025年度サステナビリティ・ミーティングにおける主な質疑応答

日時 2025年12月3日（水）15時～16時40分

出席者 代表取締役副社長 副社長執行役員 サステナビリティ担当 二階堂 宏樹
社外取締役 永井 幹人
社外取締役 植原 恵子

Q1. カーボンニュートラル関連の投資について聞きたい。投資については、インフレ環境下での事業採算性の問題や、キャッシュのやり繰りの厳しさがあると思う。カーボンニュートラル目標を掲げる中で、目標達成に向けた再生可能エネルギー電源の開発や火力脱炭素化に向けた投資については、投資の選別など採算重視に舵が切られているのか、また、長期脱炭素電源オークションなど制度措置で投資回収性が見込めれば実施するのか、そのあたりの考えを聞かせてほしい。

A1. （二階堂）カーボンニュートラル関連を含む戦略投資として、再生可能エネルギーの開発に1,000億円超、火力脱炭素化で1,000億円程度、新サービスの開発やDX基盤の強化等に数百億円程度を掲げているが、いずれも、「利益・投資・成長」の好循環を形成するのが基本的な考え方である。ご質問の通りインフレが収益性に与える影響に留意しながら取り組んでいる。

再エネ投資については、設計や資材調達、施工方法の精査により開発コスト低減に努めており、現時点において、洋上風力の3地点については撤退する考えはない。とはいえ、火力脱炭素化の投資も含め、固定費の回収については厳しい環境にあり、長期脱炭素電源オークションなど制度の活用は常に検討し、採算性を保てるようにしていく。

Q2. スライド9ページの2030年のCO₂半減目標達成について聞きたい。再エネ電源の活用による効果は、以前は200～800万t-CO₂と幅があったものが、400～500万t-CO₂となり、精度が上がってきたものと理解している。一方で、女川2号機による効果は、短期間の稼働だった昨年度で140万t-CO₂だったので、160万t-CO₂よりも大きく出るのでないか。また、バイオマスやアンモニア、CCSは、もう少し長期的な取り組みと考えられることから、2030年断面でCO₂削減効果を見込むことは難しいのではないか。加えて、中間決算説明会で説明のあったデータセンター等の需要の伸びを考えれば、これがいちばん大きい要素だと思うが、2030年度に2,520万t-CO₂の達成はハードルが高いのではないかと考えている。

カーボンニュートラル目標について、目標水準の修正や、原単位目標への変更などの

考えはあるのか、説明してほしい。

A 2. (二階堂) まず、女川 2 号機による効果であるが、年間で 300 万 t-CO₂ と考えており、2024 年度の 140 万 t-CO₂ から、さらに 160 万 t-CO₂ の上積みを図れるものと考えているのがスライド 9 ページの図の意図するところである。

水素やアンモニア、CCS については、技術的には完成していても、採算性の面でかなり課題が大きいと認識しており、国の制度措置のあり方にも左右されると考えている。

現状は、さまざまな対策を組み合わせながら目標達成を目指しているところであり、現時点で目標を変更する考えはない。

Q 3. 2027 年ごろまでネットワークなどの投資でフリー・キャッシュ・フローは赤字が続くと認識しているが、その後に東通 1 号機や女川 3 号機の再稼働に向けた投資が続くのであれば、キャッシュ・フローは当面厳しくなるのではないか。

北海道電力や JERA では 10 年程度の長期的なキャピタルアロケーションを示しており、不確実性はあるにしても、投資家に見せてもらえると安心度が高まるが、検討状況はどうか。

A 3. (二階堂) 当面は女川 2 号機の特定重大事故等対処施設（以下、特重）の工事や東新潟 6 号機建設、ネットワークの大規模投資から、投資が営業キャッシュ・フローを上回る状況も避けられないが、今は投資の時期と捉えている。

一方、東通 1 号機については、敷地造成に関する対応状況等を踏まえ工程を精査しており、2027 年春に公表する見通しであること、女川 3 号機は新規規制基準適合性審査申請に向けて今年 1 月から 2 年程度の予定で地質調査を行っていることから、具体的な投資の時期について申し上げることは難しい。

Q 4. COP30 でもジャストトランジション（公正な移行）の考え方が議論されるなど、カーボンニュートラルへの移行によって影響を受ける人々に対する手当が重要視されている。当社として取り組んでいることはしっかりアピールした方が良いと考える。

新潟火力発電所 5 号系列は廃止されると地点としても廃止となり、従業員や協力企業、地域経済にも影響が大きいのではないか。ジャストトランジションとなるようなストーリーは描けているか、説明してほしい。また、ジャストトランジションの進展は開示してほしい。

A 4. (二階堂) 新潟 5 号系列に限らず、経年設備の休廃止については、再エネ電源のような後継事業に切り替えていくシナリオが描ければ良いが、開発コストの問題などもあり、必ずしも容易ではない。また、石炭火力になると港湾労働に従事している方へ及ぼす影響も大きくなる。雇用面を中心に、影響を十分認識しながら、地域とコミュニケーションを図っていきたい。

Q 5. スライド 6 ページの農業由来のカーボンクレジットの活用に注目している。地域にとっても収益源となり、地域の自然資本をより良くすることにつながると思う。どのくらいのスケールで取り組む考えなのか、2030 年の CO₂ 半減目標や 2050 年のカーボンニ

ユートラル達成に組み込んでいく考えはあるのか、今の段階で考えていることを教えてほしい。

A 5. (二階堂) 何万吨という規模ではないが、東北・新潟は農業が盛んであり、農業を通じた環境負荷低減とその収益化について取り組んだもの。まだスタートしたばかりであり、地域の機運の高まりなども見ながら進めていきたい。

Q 6. 昨年に引き続き、サステナビリティに関する対話の機会を設けたこと、また株式投資家だけでなく社債投資家にも社外取締役との対話機会を設けていることを心強く思う。カーボンニュートラルを進めていく上で原子力の最大限の活用は必須と考えており、特重の設置期限の3年延長要請は重要なフットプリントであると思う。この件に対して、取締役会ではどのような議論があったのか教えてほしい。

A 6. (二階堂) 本件はATENA(原子力エネルギー協議会)が主体となって原子力規制委員会に要望したものだが、日本建設業連合会様による「適正工期確保宣言」に基づき、労働条件が非常に厳しくなっている状況を前提として、仮定のもとで工期を評価した結果、最大で約3年程度の延長が必要ではないかという説明をしているところ。当社もATENAの一員として、適切に協力しながら対応してまいりたい。

取締役会では、設置期限が3年延長となった場合の燃料費のメリットなどについて報告している。

(植原) 施工力確保について苦労している話は出ており、こうした状況であれば現状の設置期限に間に合わせるのは難しい可能性があることや、停止となった場合の影響について、取締役会でもリスクとして共有されていたことは、社外取締役としても補足したい。

Q 7. 2, 3年前、特に去年あたりから非財務指標と財務指標の関連性分析を統合報告書で公表する企業が増えている。そうした企業では、相関分析、因果推論などで、従業員満足度や女性管理職比率などの指標が、その企業のPBRやROEの改善に貢献しているとロジックツリーなども使って主張されていることが多い。

従業員エンゲージメントスコアや学習時間、ダイバーシティのKPIが、財務にどのように効いているのか、人財戦略の定量的な分析について、現状を説明してほしい。従業員エンゲージメントスコアについては、従業員一人ひとりや職場単位といったマイクロレベルで見ると、エンゲージメントが高い従業員ほど、売上などの業績も良いという分析もある。金融などではそうしたマイクロレベルの比例関係から財務への影響を示している場合もあり、当社でもぜひトライしてほしい。

A 7. (二階堂) 人財戦略が最終的に財務にどう影響を及ぼすかについては、チャレンジングな課題であるが、資本市場からの関心が高いことは承知している。

現在は、従業員エンゲージメント調査で「この会社を素晴らしい会社として知人に勧めたいか」という設問で経年変化を見ており、スコアの要因分析から、スライド17ページのようなキャリア形成やワーク・ライフ・バランス、組織文化といった課題を見出し、対応を進めているところ。社内では部門別のエンゲージメントスコアの分析を

行っており、業務内容や労働時間とエンゲージメントスコアの関係性を見ているが、今後はさらにミクロレベルの分析についても考えていきたい。女性管理職比率も含め、人的資本の KPI が財務にどう影響しているのかについては、次の段階と捉えている。

Q 8. 従業員エンゲージメントスコアの推移について、毎年着実にスコアが上がっている理由として、スライド 17 ページ以外にもさまざまな取り組みがあるのではないかとと思うが、紹介できるものがあれば教えてほしい。

A 8. (二階堂) プラスにもマイナスにも働くが、やはり職場コミュニケーションの影響が大きいと考えている。ハラスメントが起きるような職場ではエンゲージメントが一気に下がるが、管理職が交代するとスコアが上がってくるようなところもあり、コンプライアンスがエンゲージメントスコアに影響を与えることを意識しながら取り組んでいきたい。また、社長表彰制度など、表彰制度も組み合わせながらスコアの改善に取り組んでいきたい。

Q 9. 社外取締役に聞きたい。当社の PBR は 0.5 倍、PER は 3 倍であり、TOPIX の平均 PER の 5 分の 1 という状況である。この現実について取締役会でどういった議論が行われているのか。例えば、スライド 20 ページに記載されている役員報酬が経常利益に連動していることが象徴的だが、本来は ROE、せめて ROIC と連動させるべきであり、経常利益を目指していても、ROE や ROIC、PBR に意識が向かないのではないか。

現在の株価について取締役会できちんと議論していれば、脱炭素でこんなにお金を使われているのか、あるいは金食い虫でしかない送配電にどんどんお金を使っていて良いのかという問題意識を持つのではないか。政府の方針だから仕方ないというのも 1 つの答えであるが、民間企業出身の社外取締役から見て、事業に対する疑問もあると思う。取締役会の議論について教えてほしい。

A 9. (永井) 昨年 4 月に「よりそう next^{PLUS}」を打ち出した。その前の「よりそう next」から 2 点大きく変えている。1 つは電力のプロフェッショナルとして、電気事業にフォーカスし、より付加価値をつけ、競争力を発揮することにより収益を上げていこうということ。人もお金も限られている中で、電気事業のプロとして勝負していこうという決意の表れでもある。もう 1 つは、「利益・投資・成長の好循環」という言葉を掲げたことである。当社が「利益」という言葉を経営方針に明示するのは珍しいことだが、とにかくまずは「利益」を上げる。それから、キャッシュアロケーションの問題、電源ポートフォリオや設備の持ち方なども考慮しながら積極的に投資をして、環境だったり社会だったり地域だったり、競争も含めて成長の循環に持っていきたいと思いますという議論をしてきた。

「利益」を考えると、まずは販売の問題がある。それから物価上昇と担い手不足の問題があり、これは送配電事業に特に影響してくる。販売や送配電の課題が中間決算にも表れており、この 1 年間十分な対応ができていなかったと言わざるを得ない。電力のプロフェッショナルとして電気事業に付加価値をつけることへの突き詰めと、具体

的な展開がまだまだ不十分だと執行側に指摘している。また、担い手不足や販売などのテーマについて、取締役会とは別に議論の場を作ってもらい、打ち手も含めて議論している。連系線も含め、電気事業の投資は金額が大きく、回収期間は長い中で物価上昇、金利上昇に直面している。レベニューキャップ制度におけるエスカレーションや事業報酬率の問題について、親会社としてグループ経営の観点から制度面への訴求に動くべきだという議論もしてきている。

PBRについては、執行サイドはPERの問題、つまり将来性について資本市場に十分理解してもらえていないと言うが、基本的には収益力が弱いということであり、電気事業に付加価値をつけることへの突き詰めと実行力が必要。そこに手をつけながら、将来の事業のストーリーをより具体化し、中長期のキャッシュ・フローの見込みを立て、それらを資本市場にご理解いただく努力を続けていかなければならない。PBR1倍割れとなっている現状や将来的な成長ストーリー、配当などについては、厳しい意見も含め、取締役会の場で繰り返し議論している。取締役としての責任も感じるし、資本市場の皆さまの意見も理解できるので、良い方向に持っていきたい。

(植原) 社外の目線で見ると、電力会社の投資の規模や期間の長さは想像を超えるレベルであり、数千億円、50年間などの案件も特別なものではない。そうした中で適切に投資回収していかなければならない難しさもあると感じている。市場価格の低迷により苦労している面もあると思うが、販売についてはスピード感が競合に比べて非常に足りない。それから人の問題。DXで効率化し、販売をはじめ収益を出すところに人材を振り向けていかなければ、スピードにつながっていかない。

電気事業で付加価値をつけて販売するとは、技術的なことも含めて総合的に販売していくということ。投資回収の難しい業態ではあるものの、販売が頑張り、足下の収益を上げていかないと、資本市場からの評価につながらないと考えている。

Q10. 社外取締役に、事業ポートフォリオをどのように考えているか聞きたい。地域独占かつ規制産業であった時代であればビジネスとして成立していたかもしれないが、発電と販売は内外無差別で実質的にはサプライチェーンが切れていたり、送配電は子会社なのに情報遮断されてコミュニケーションがとれていなかったりと、規制で切れ目が入れている中、1社でやるのが妥当なのか。普通のビジネスとはかなり違うと思うが、個人的な見解を含めて、取締役会での議論を教えてください。

A10. (永井) 私の感じていることとしてお話したい。先ほどの繰り返しになるが、「よりそう next」から「よりそう next^{+PLUS}」になった時に、事業ポートフォリオとしては電気事業に絞っている。それから、発電、販売、送配電の連携については、普通の企業であればシナジーを考えるべきところ、法的分離や内外無差別により、現場は本当にやりにくそうにしている印象を受けるが、規制を遵守したうえで適切な連携のあり方はあるのではないかと考えている。

資本市場の皆さまからは、キャッシュを生みにくく、資本を相当投下しなければならない送配電事業を分離せよという意見もいただいているが、電力会社から切り離し、全国規模で集約することが国民経済的に本当に良いのかとも思う。とはいえ、民間企

業として採算が全く見通せない送電網は作れない。また、電源の持ち方についても、自分たちで持つのか、ファイナンサーに持ってもらって借りるのか、誰かと一緒にやるのか、あるいはオペレーションを受託するのか、そういう議論はしていくべきだと意見している。環境が変わったら制度も見直すべきであり、会社として逃げずに議論するべきでしょうとも意見している。

電気事業は難しく、素人のままというわけにもいかないので、勉強会を開いてもらっているが、勉強すればするほど仕方がないとも思ってしまう。社外の目線を持ち続けるという意味では、社外取締役は半分素人のままの方が良いかなとも思いながら取り組んでいる。

(植原) 東北電力の社外取締役に就任した際に、子会社が70社以上あり、多いという印象を持った。しかも、全社をグループ戦略部門が見ており、これは無理ではないかと思った。今は子会社も少し整理され、事業別のマネジメントになり、電気事業に絞られてきていると思う。

ネットワークについては、電気の通り道であり、高速道路のような公共設備に近く、事業の在り方を考えるに際しては、当社グループとして議論する一方で、国全体で考えていくべき問題というのが個人的意見である。

関連領域では、総合設備エンジニアリング事業などは、全国的な人手不足で施工力確保がたいへん厳しい状況なので、手放す必要は全くなく、むしろ活かしていくべきと思っている。

発電は発電、販売は販売と、非常に縦割り意識が強く、持っている技術をまだまだ生かし切れていない印象。横で組み合わせたら、付加価値の高いサービスを地域に提供できると思うが、それができていない。こうした課題認識は、執行側とも共有している。

Q11. 先ほどの回答で、設備の持ち方や、所有とオペレーションの分離について言及があった。資本効率を上げる策としては非常に有効と思う反面、電力会社のアセット所有傾向からすれば、そのようなアクションを起こそうとはなかなかならないのではないかと。執行側の反応を教えてください。

また、国との関係を考える上で、震災以降電力会社が能動的に発信することが難しくなったため、ということもあるかもしれないが、電力会社からの意見は大局的な観点よりも、制度の各論に終始しており、しかも自分たちが各地域で旧一電のバリューチェーンを維持していく前提での制度論に陥りやすい印象。これだけ自由化し、電力会社の財務状況も大きく変わっている中で、アライアンスや再編など、タブーなしに議論しても良いのではと思うが、他の業界と比べて進みにくい印象。そうした状況について、社外取締役として、どのように考えているのか教えてください。

A11. (永井) 1点目の設備の持ち方、さらに言うと、オフバランス化やファイナンサーを呼び込むためには、そもそも投資としての魅力の問題もあると思う。風力発電などは、本来プロジェクトファイナンスでファイナンサーが出てくるような採算性であるべきだが、資材高騰の一方で将来のプライシングが全く読めず、FS（フィージビリティス

タディ) が書きにくい。それでもやっていくのであれば、設備の持ち方というのは常に考えてほしいし、いろいろなケースを想定した官民の役割分担のあり方なども議論すべきと考える。長期脱炭素電源オークションのような、将来のFSを描きやすくする公的なサポートはあるが、収益性が低く、しかも投資の回収期間が長いので、これだけではファイナンスはつかない。

また、「オペレーションで儲ける」と言っても、オペレーションに十分な価値が評価されなければ商売にならない。アセットからの収益を期待しないのであれば、アセットを持ってはいけないし、所有していた時とは持つべき人的ストックも変わっていく。設備の持ち方については、いろいろなパターンを研究しておく必要があるのではと思うし、それは執行側にも受け止めてもらっていると思う。

2点目の国との関係について、制度の各論だけを要望しても、全体の整合は取れないだろうということは同感である。ただ、3.11以降、全体の絵を描くのはすごく難しいし、それを描ける立場の人が誰なのか、私にはよく分からない。そうした点については、アナリストの皆さんからもっと声を出していただき、議論を深めていきたいところ。

Q12. スライドの20ページに、取締役会の実効性をアンケートで評価しているとの記載があるが、永井取締役は2021年から、植原取締役は2022年から社外取締役を務めている中で、どのように実効性の改善が図られてきたか教えてほしい。

A12. (永井) アンケートに基づいてどう改善していくか、議論の時間を設けている。例えば、取締役会の資料が多いとか分かりにくいとかの意見も含めて、事務局も改善に向けて動いてくれている。また、年度初めにこの1年間で議論したいテーマを、社外取締役としても意見を出すし、社内側からも提案があり、スケジュール化している。また、現地視察として、若手社員とのディスカッションなども積極的に設けてくれていて、現場第一線における販売と送配電の連携のやりにくさなどを肌で感じることもできている。

人も変わるので、毎年新しい視点で改善点が出てくるが、事前説明も含め取締役会では辛辣な意見も出るし、執行側からの応酬もある。旧態依然とした取締役会とは全く違う状況になってきている。とはいえ、PBRなど実績に表れてこないと胸を張って実効性が上がってきているとは言えないので、頑張ります、ということかもしれない。

(植原) 決議事項として付議されても、議論の結果ダメなものはダメということで、差し戻しになり、再審議することもある。また、東通の件があったので道半ばではあるが、新電力等の顧客情報の問題が起きた時に、コンプライアンスの2線を強化すべきとの意見を出したら、すぐに組織が整えられた。社外取締役の意見も受け止めて、きちんと対応されている印象である。

以上