

資本効率を意識した 財務・資本戦略により、 持続的な企業価値向上を支える

2025年度ROE8%必達と
その先の成長に向けて

常務執行役員 CFO
南 琢



CFOとしての責務

—財務・非財務の両側面から経営判断を支える—

地政学リスクの増大、エネルギー価格の変動、そしてGX（グリーン・トランスフォーメーション）やDX（デジタル・トランスフォーメーション）といった技術革新の波は、エネルギー産業に構造的な変化を突きつけています。当社はこの激動の時代を「第三の創業」と位置付け、未来に向けた変革を加速させています。CFOとしても、より強靱で、より資本効率の高い企業へと自らを変革する絶好の機会だと捉えています。

私の使命は、財務・経理の知見に基づき、CEOをはじめとする経営の意思決定を、リスクや財務健全性の観点から支えることです。成長に向けた戦略遂行のアクセルを安心して踏めるよう、財務面から適切な情報を提供し、後押しすることが私の役割です。それは時にブレーキのように見えるかもしれませんが、最終的には将来に向かっての東京ガスグループの成長につながると信じています。

この使命を果たすにあたり、私が重視しているのは、私たちの取り組みが、持続的な企業価値向上に貢献しているか、という視点です。仮に短期的なパフォーマンスが良かったとしても、それが一時的なものでは意味がありません。一方で、中長期の企業価値の向上には、短期的なパフォーマンスを積み上げ、次のアクションにつなげることももちろん大事です。成長に向けた一貫したストーリー上に私たちがいるのかを常に確認し、必要な施策を講じていきます。

CFOに就任し2年目となりますが、就任以来、資本市場の皆さまの声に真摯に向き合い、それを踏まえた能動的な対応を心がけてきました。株価純資産倍率（PBR）が1倍を下回る状況が続いていたことを経営課題として受け止め、資本コストと株価を意識した経営の実践に全力を注いでいます。当社は経営目標としてセグメント利益、ROE（自己資本利益率）、ROA（総資産利益率）を重視しています。特にROEは単に収益性だけでなく、「改善の質」や「資本の使い方」を測る重要な尺度

です。創出する価値が株主のみなさまの期待を上回るよう、迅速かつ柔軟に対応することは、CFOとしての最重要ミッションの一つです。短期的な株価上昇だけでなく、持続的に企業価値を高めていくことにコミットし、みなさまの期待に応えていきます。一方、ROAは余剰なキャッシュや運転資本を縮小し、総資産を適正化するBS（バランスシート）のスリム化指標であると同時にROIC（投下資本利益率）に代替するものとして取り扱っています。WACCに対してスプレッドをしっかりと取る投資をしているか、投資が投下資本に見合っているのかをROAを用いて確認しています。

価値向上において、財務情報と非財務情報は不可分一体です。気候変動への対応や人的資本への投資は、もはやコストではなく、将来のキャッシュ・フローを生み出すための重要な先行投資です。特に事業変革を成し遂げるための人材の育成・獲得への投資は、今後とも力を入れていきます。また、ESGへの取り組みは、将来の事業リスクを低減し、新たな収益機会を創出する不可欠な要素です。財務・非財務の両面から企業価値を最大化する羅針盤を示し、ステークホルダーのみなさまとの対話を通じて進捗を丁寧に説明してまいります。この1年、取締役会では、サステナビリティ経営に関する議論を活発に行い、2025年度のマテリアリティ改定につながりました。サステナビリティ担当でもあり財務と非財務の双方を統括する立場として、非財務情報が時間軸の中で、企業価値にどのように結びつくかを示し、両者を一体化した経営戦略を、社内外に分かりやすく伝えていきます。

イントロダクション

CEOメッセージ

企業価値向上の源泉

企業価値向上に向けたビジョン

CFOメッセージ・財務資本戦略

事業戦略（ROAの向上）

中長期の価値創造（PERの向上）

企業価値向上を支える基盤

データ

現行中期経営計画の進捗と財務的評価 —資本効率向上を目指す—

現行中期経営計画の進捗ですが、「Compass2030ビジョン」で掲げた利益目標の達成に向けて、概ね順調に進捗していると評価しています。海外では、豪州の上流資産の売却と北米シェール事業への成長投資という資産の入れ替えを実行し、着実な利益成長を実現しています。国内ではソリューションブランド「IGNITURE」を立ち上げ、今後はソリューションビジネスが、ガス・電力の次なる柱となることを期待しています。GXについては、厳しい投資環境の中、国内外で案件探索やリスクを限定しな

から投資を進め、将来のカーボンニュートラルな世界に向けた経験蓄積とノウハウを獲得してきました。業績としても、2022年度に続き中期経営計画初年度である2023年度は、資源価格の高騰等著しい事業環境の変化の中、原料調達力の優位性を発揮し、過去最高水準の利益・キャッシュ・フロー創出を実現しました。

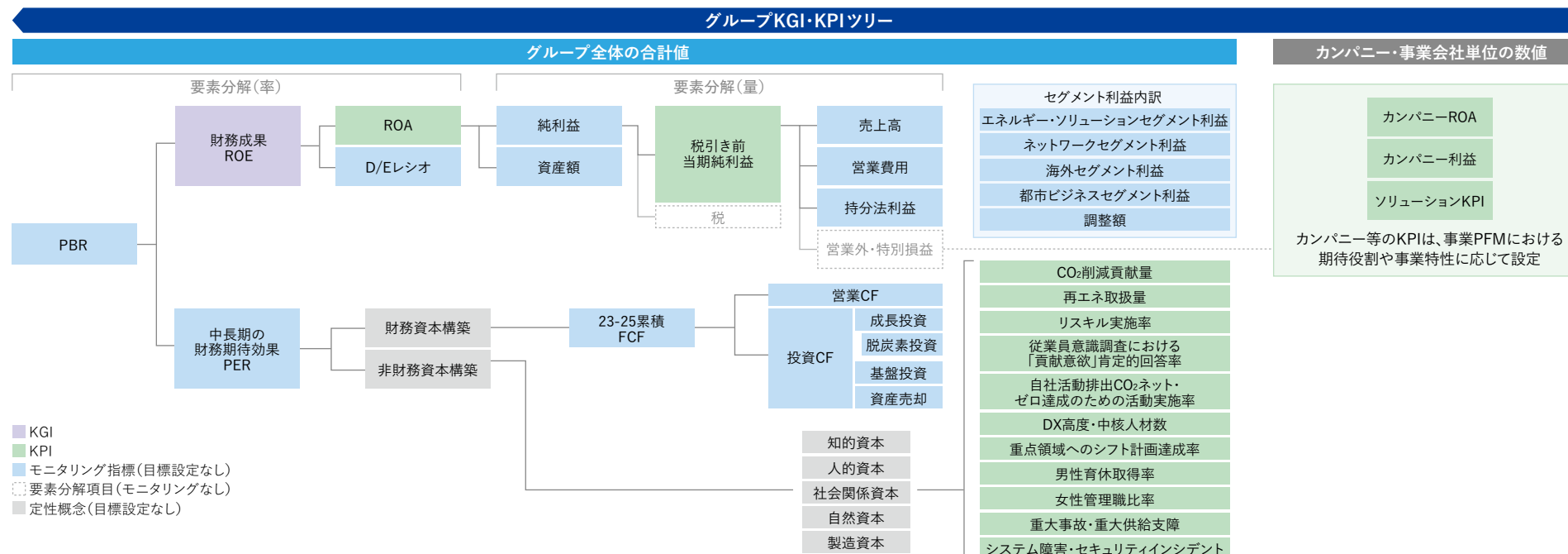
一方、成長投資を推進し業績も好調であったため、バランスシートが拡大し、資本・資産効率が低下しました。利益剰余金が想定以上に積み上がり、2021年度末に1.2兆円だった自己資本は中期経営計画初年度の2023年度末には約1.7兆円に、約3.2兆円だった総資産額も約3.9兆円となりました。また、減価償却費や固定費の高止まり

等による利益の伸び悩みもあり、結果として2024年度はROE8%・ROA4%を下回る状況となりました。

この状況に向き合い、稼ぐ力と効率性の両面から変革を進めています。2024年度下期以降、迅速かつ断固たる意思をもって、BSの最適化に着手しました。資本効率を改善する資本政策として2024年度には基本的な還元に800億円を追加し総額約1,200億円の自己株式取得を実施し、さらに2025年度上期も1,200億円を上限とする追加取得を決定しました。これらは、自己資本を適切な水準にコントロールし、ROE向上に対する当社の強いコミットを示すものです。

同時に、2024年度から、社内ではPBR向上を最上位目標

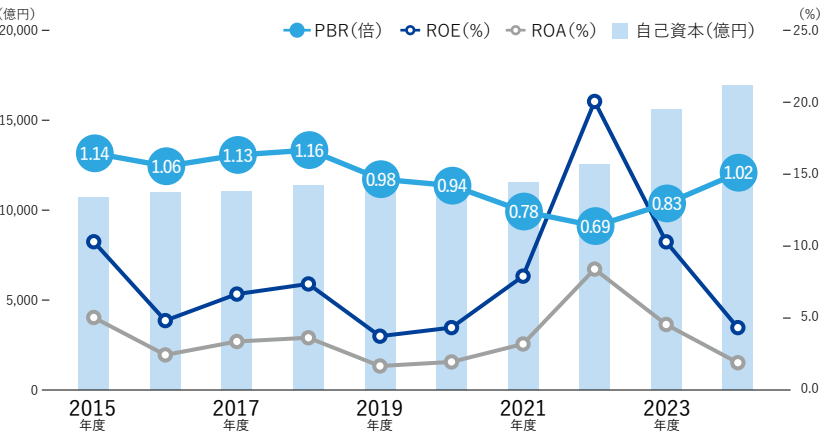
KGI・KPIツリー



(KGI)に据えた「KGI・KPIツリー」を全社展開し、ROEやROAといった指標を各部門の具体的なアクションにまで落とし込むことで、全社員が資本効率を意識する企業文化の醸成を進めています。経営会議では資本政策、特に資本効率の改善を重要な課題として検討を重ねました。社外取締役が全体の3分の2を占める取締役会でも、具体的な資本政策のみならず、キャッシュ・フローの成長こそが企業価値向上につながる、その前提となる成長投資の重要性といった、本質的な議論を幅広く活発に議論しました。今後も全社一丸となって企業価値の向上にチャレンジしていきます。

中期経営計画最終年度となる2025年度は、ROE8%の達成をコミットし、主力事業の収益性向上、コスト構造の見直し、ノンコア資産の活用・売却、自己資本のコントロール、といった多面的な取り組みにより資本効率の向上を図っていきます。

PBR・自己資本・ROA・ROE



※2023年度以前の各種数値は米国会計基準適及適用前の数値

持続的なROE向上に向けた3つの柱
—BSマネジメント—

当社の財務戦略は、3つの柱で構成されています。目指すのはキャッシュ創出力の抜本的強化です。利益の質を重視し、事業から生み出されるフリーキャッシュ・フローの最大化を目指します。

■ 事業ポートフォリオ改革の加速

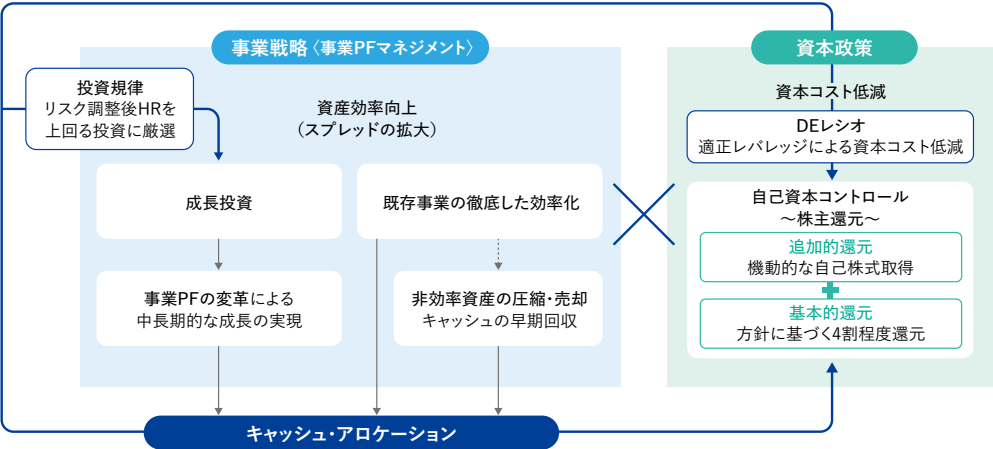
現中期経営計画では、「Compass2030ビジョン」実現に向けて、不動産を含む全事業を対象とした事業ポートフォリオマネジメントの強化と、成長領域への経営資源のシフトを推進してきました。中核事業においては、徹底したオペレーション効率化と資産の最適化を進め、安定的なキャッシュ創出基盤を盤石なものにします。同時に、成長事業においては、将来の市場をリードするべく、厳

選した投資を実行します。長期的な成長戦略を実現するためには目指すポートフォリオ実現を意識した投資判断が重要です。各事業が生み出すキャッシュや成長性を見極めた上で、ポートフォリオ全体の中での役割を整理し、ポートフォリオ戦略を進めています。

2024年度には、各カンパニー・事業会社ごとのROA管理を強化し、その具体策の一つとして不動産を含む全資産を対象とした「事業仕分け」を聖域なく実施しました。この結果に基づき政策保有株式や価値向上が見込めない資産の売却を進めています。2024年度の実績および2025年度計画への利益貢献をもたらすとともに、これにより創出されたキャッシュは、後述する海外事業等の高成長領域へ再投資し、資産のリサイクルを通じて企業全体の資産効率向上を抜本的に改善し、BSの適正化につなげていきます。

次期中期経営計画では資本市場が期待するリターンを

BSマネジメント



一層意識し、企業価値向上を進めるために、事業の「稼ぐ力」を示すROICの導入を検討します。これまでのROA管理に資本コストへの意識や余剰キャッシュの有効利用の視点を加え、企業グループ全体として資本コスト(WACC)を常に意識したアクションにつなげ事業ポートフォリオマネジメントを高度化します。

成長投資に対する投資規律の徹底

持続的な企業価値向上のために成長投資は不可欠であり、よりよい投資案件の継続的な確保と選別、入れ替えに向けた、投資プロセスの高度化を進めています。投資については、その規律を一層強化しました。まず、各事業部門において投資候補の網羅的な「ロングリスト」を作成します。次に、それをコーポレート部門と情報を共有しながら詳細に検討し、「部門ショートリスト」へ集約します。そして、コーポレート部門を中心とした「パイプライン委員会」が「全社ショートリスト」を作成・管理します。「パイプライン委員会」では、投資意義や全社戦略の適合性

投資プロセス



※案件数は戦略投資に限る

を定期的に検証し、収益性・成長性・安定性の観点から優先順位付けを行い全社横断的な視点から投資案件を評価・選別します。こうしたプロセスを通して、継続的な投資パイプラインの維持と、案件の絞り込みによるフリーキャッシュ・フローの確保を実現します。

そのうえで、投資評価委員会や経営会議を経て最終的な投資の意思決定をしています。経済性評価においては、NPV(正味現在価値)とIRR(内部収益率)を基本とし、事業リスクや資本コスト、その他のプレミアム等を反映したハードルレートを上回る案件のみを厳選します。加えて、前提となる事業環境分析(マクロ・ミクロ)の妥当性、グループの財務諸表への影響、最大リスク額等、多角的な評価を行います。M&Aでは、戦略的意義、のれんの評価、バリューアップに向けたPMI(統合管理)プラン等も考慮しています。投資実行後も、案件の継続的・定期的

にモニタリングするとともに、今後の投資意思決定のための評価基準・確認事項の見直しも行っており、過去の投資からの学びを活かす仕組みを構築しています。

資本構成の最適化

当社は、ガス・電力の安定供給という社会的責任を全うするため、強固な財務基盤が不可欠です。大規模なインフラ資産を抱えており、ガス・電気の安定供給という社会的責務を果たすために、また市場の変化や顧客離脱リスク等の潜在的なリスクに備えるためにも一定の資本余力を必要とします。一方で、株主価値を最大化するためには、適切な財務レバレッジの活用が求められます。この二つの要請を両立させるべく、私たちはAAレベルの国内格付けとネットD/Eレシオ0.9倍程度を目安とし、事業リスクに対する十分な資本余力を確保しつつ、過剰な自己資本を抑制する最適資本構成を追求します。

投資評価の考え方

投資評価	1. 投資意義:事業戦略との適合性、投資を通じて獲得したいものとその妥当性・実現可能性 2. 経済性:前提条件の妥当性、NPVとIRRの検証、PL・BS・財務指標への影響 3. リスクと対応策:多面的なリスク*抽出と影響度・発生頻度の分析および対応策の妥当性 4. 投資後フォロー事項とEXIT戦略:モニタリング指標の設定、EXIT基準の設定		
	※リスク例		
エネルギーソリューション	都市ビジネス(不動産)	海外	
・原燃料価格変動リスク ・与信リスク ・建設～維持管理にかかるリスク 他	・空室リスク ・賃料変動リスク ・開発～修繕にかかるリスク 他	・市場価格変動リスク ・資源埋蔵量、発電量変動リスク ・事業運営にかかるリスク 他	
共通		カントリーリスク、制度変更リスク、自然災害リスク、環境リスク、物価上昇リスク	
フォロー	既存投資案件の経済性等についての継続的なモニタリング、 新規投資案件の評価基準・確認事項の見直し		

株主還元の方
一次期中期経営計画期間における
方針策定に向けて

当社は、近年、海外やGXなどの成長投資への資金配分を重視し、総還元性向を4割へと段階的に下げてきました。創出したキャッシュを成長投資に活用することで企業価値を高め、その成果を通じて株主のみなさまに報いるという方針でしたが、株主のみなさまへの説明が十分でなかった点を深く反省しております。キャッシュアロケーション（資本配分）は、第一に、上記のような厳格な規律に基づく成長投資を優先します。これにより企業価値の源泉となる将来のキャッシュ・フローを創出します。第二に、その成長の果実を株主のみなさまに直接還元するため、「持続的な利益成長に連動した累進的な配当」を行います。そのうえで、第三に、総還元性向40%程度を目安とした余剰キャッシュについては、自己株式取得を通じて機動的に還元します。さらに昨年度からは、前述のとおり2025年度ROE8%目標の達成に向けて、総還元性向4割に基づく基本的還元に加え、資本効率の状況を踏まえた追加的かつ機動的な資本政策としての自己株式取得をBSマネジメントとして実施しています。

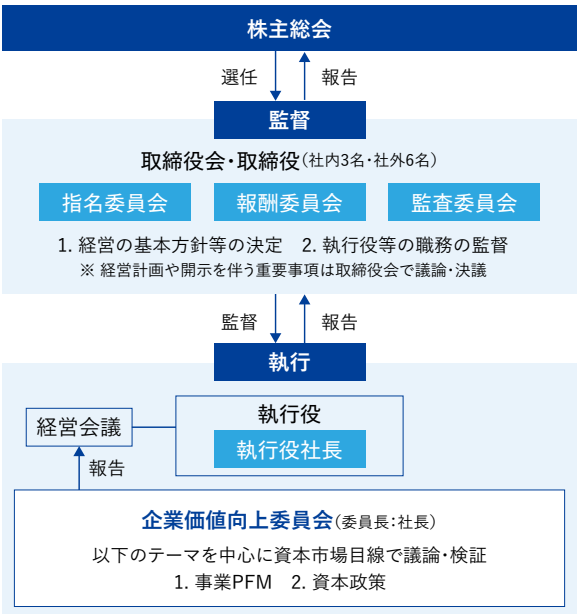
今後の株主還元の在り方については、現在、社内で活発に議論を重ねているところです。中長期の利益成長と機動的な自己株式取得の実施によりEPSを向上させ、それに合わせた累進配当や増配を実現したいと考えています。2030年頃ROE10%超の目標達成に向け、株主還元方針の検討を深めていくにあたっては、従来以上に資本市場との対話を重視しながら丁寧に取り組んでいきます。

資本市場との対話促進
—IR体制を強化—

資本市場との建設的な対話を通じた企業価値向上を進めるため、IRの体制を強化し、資本市場とのコミュニケーションを充実させています。

2025年度より財務部内にIR統括部長ポストを新設したのははじめ、IR人員体制強化に着手しました。投資家の皆さまの当社方針へのご理解を深めていただけるよう対話の機会を一層拡充するとともに、ご意見を経営へフィードバックし、施策に活かしていくほか、決算説明資料などの開示内容の改善にも継続的に取り組んでいます。

企業価値向上委員会



2024年度に、資本市場との対話において重要なテーマとなる事業ポートフォリオや資本政策等に関し、社内に「企業価値向上委員会」を新たに設置しました。中期経営計画や経営ビジョン達成のためのタスクフォースの機能を担い、社内リソースを横断的に統合して迅速な検討を行います。委員会の議論内容は経営会議や取締役会に報告するとともに、必要に応じ対外メッセージとしてみなさまに開示していきます。

持続的な企業価値向上へ

繰り返しになりますが企業価値の向上を通じて、ステークホルダーの皆さまに納得いただける成果を出すことは、当社にとって最も重要なことです。2025年度ROE8%という目標達成は私たちの重要なコミットメントです。しかし、それはゴールではなく2030年頃ROE10%超の実現に向けた出発点です。「第三の創業」という挑戦を通じて、未来を先取りしたビジネスモデルを確立し、持続的に価値を提供し続けることが目指す姿です。今後も、積極的な情報開示に加え、皆さまとの建設的なコミュニケーションを重ねながら、持続的な企業価値向上を目指してまいります。引き続き、当社に対する率直なご意見とご期待を賜りますよう、よろしくお願い申し上げます。