

# レベニューキャップ制度における第2規制期間に向けた 検討課題について（事業報酬）

第75回 料金制度専門会合 事務局提出資料

2026年5月13日

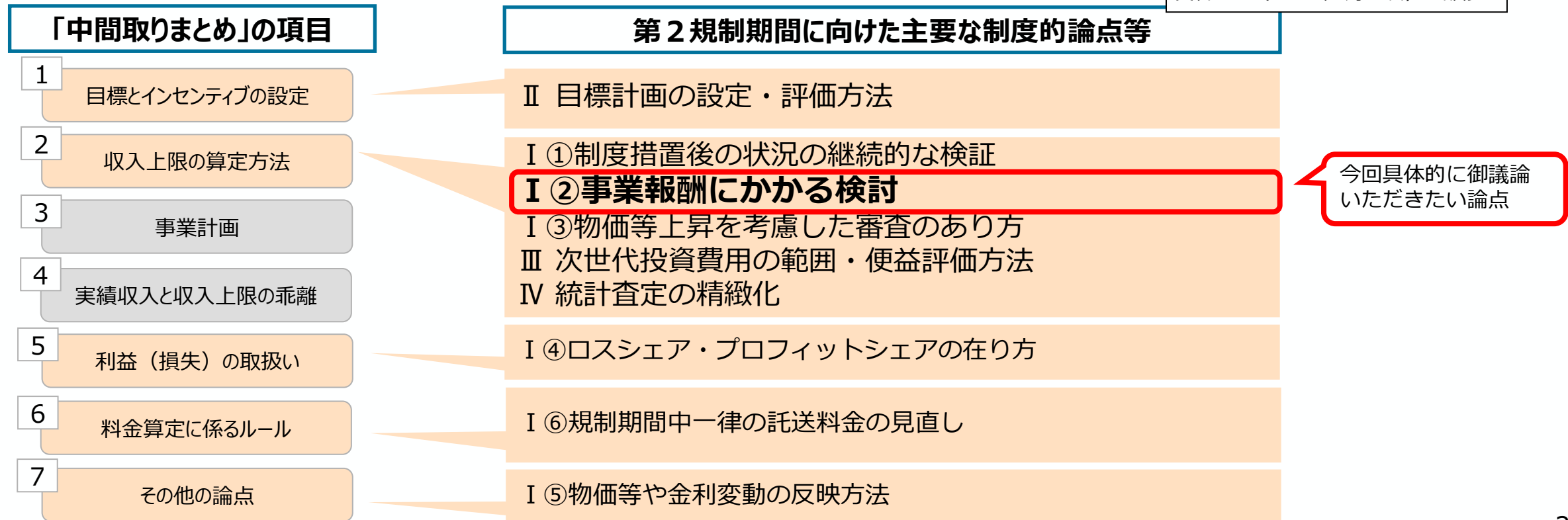


電力・ガス取引監視等委員会  
Electricity and Gas Market Surveillance Commission

# 第2規制期間に向けた制度的論点等について

- レベニューキャップ制度については、2028年度より第2規制期間が開始される。
- 前回会合で第2規制期間に向けて検討が必要と考えられる主要な制度的論点等について整理したところ、本日は、「事業報酬」について、事務局において第1規制期間の検討状況や足元の環境等、論点の整理を行ったため、具体的に御議論いただきたい。

第74回料金制度専門会合  
資料3-2（2026年4月10日）一部修正



# I ②事業報酬のこれまでの整理

- レベニューキャップ制度において、収入上限の構成要素として事業報酬が含まれており、**事業報酬は、必要な資金調達コストとして、支払利息及び株主への配当金等に充てるための費用**とされている
- 事業報酬については、【（レートベース） × （事業報酬率）】の算式で算定することとなっている。

第67回料金制度専門会合  
資料3（2025年8月19日）一部修正

<RC省令 第1表 収入上限（収入の見通し）を構成する項目分類表 一部抜粋>

費用及び収益の区分	収入上限を構成する項目例
第1区分費用	役員給与
第2区分費用	修繕費
第3区分費用	修繕費（上記区分費用以外）
制御不能費用	減価償却費
事後検証費用	託送料
次世代投資費用	次世代投資費用
<b>事業報酬</b>	<b>事業報酬</b>
控除収益	電気事業雑収益

<事業報酬の算定方法>

$$\text{事業報酬} = \text{レートベース} \times \text{事業報酬率}$$

# I ② 事業報酬のこれまでの整理

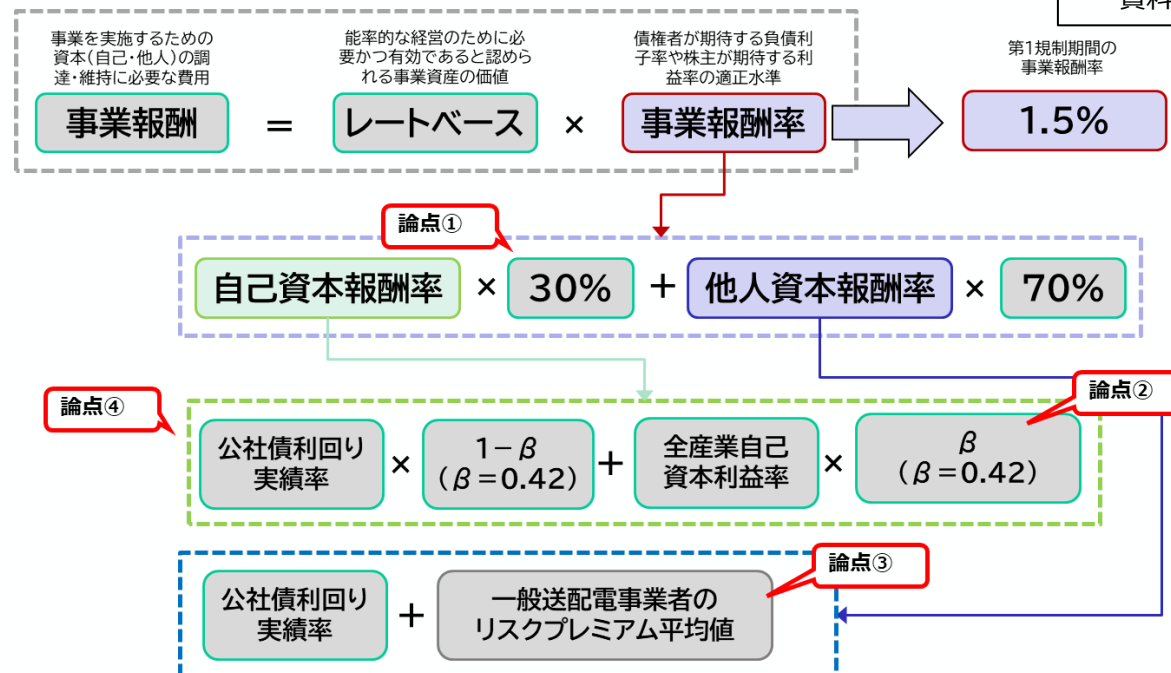
- 具体的には、下記のとおり、事業報酬率の算定にあたり、自己資本報酬率、他人資本報酬率を自己資本比率・他人資本比率によって加重平均して算定しており、**第1規制期間においては事業報酬率は1.5%**となっている。
- 事業報酬の算定にあたり、具体的に以下の4つの論点があるが、それぞれについて今後の検討の方向性や視座について御議論いただきたい。

(論点)

- ① 自己資本比率、他人資本比率
- ②  $\beta$ 値

- ③ 一般送配電事業者のリスクプレミアム
- ④ 公社債利回り実績率の反映方法

第72回料金制度専門会合  
資料3 (2025年12月16日) 一部修正



# 【参考】事業報酬に関する御指摘

## 第59回料金制度専門会合（2025年8月）

- 今回の変更のポイントというのが、事業報酬率等の論点の中の個別具体的なかなり局所的な論点に関する改正という認識をしております、この変更のみで、ここに書かれているような一般送配電事業者の資金調達面の課題が顕在化しているということに対して必要十分な対応になるのかどうかということについては、より今後、事業報酬率そのものの在り方というのを、このままの状況が適切なのか、それとも何か変える必要があるのかとセットで議論をしていかなきゃいけないのかなというふうには考えておりますので、今回の取りまとめ自体は全く異論ございませんけれども、第2規制期間に向けてということについては、事業報酬率全体像についても、どういう在り方が適切なのかは、おそらく同時並行で進んでいるエスカレーションの制度変更等と並行して見ながら検討する必要があるのかなというふうに考えておりますので、そういった問題認識を改めて言及させていただければと思っております。

## 第70回料金制度専門会合（2025年10月）

- 事業報酬率そのものの計算については、これはどちらかという第2規制期間に向けての課題かなと思っておりますが、結局レベニューキャップ制度に基づいて送配電事業というのを運営していくに当たって、従来は収入上限が決められて、比較的风险の低い事業というふうに見られてきたわけですが、実際この2年間走ってみた結果としては、想定利益に対して大きく減価するような状況ということで、これは金融側から見れば非常に事業リスクが高いというふうに見えるかなと思います。そう考えると、もともと事業リスクが低い前提で試算された事業報酬率1.5%のところについては、自己資本報酬率及び他人資本報酬率それぞれ、もう一度この事業リスクはどのくらいあるのかということも含めて精査の上で、第2規制期間に向けては検討が必要なのかなと、そういう問題意識を持っています。この点を最後に言及させていただければと思います。
- 事業報酬率は相当低く抑えられている。その相当低く抑えられているのは、リスクが相対的に小さいという認識の下だということなので、26年、27年の分についても、ある種適切な補正というのがこういう非常事態のときにはちゃんとされるのだということがないと、低い報酬率を維持できなくなるのではないかと。そうすると、結果的に消費者の負担が増えるのではないかと懸念しています。その意味で、事業報酬率についても考える余地はあるのではないかと。抜本的なフォーミュラを見直すことももちろん大きな課題ではあるけれど、それができないと足元の金利の大きな上昇を反映できないというのは、いかにもまずいような気がします。自己資本周りのことについてはかなりの議論というのがあると思っておりますが、少なくとも金利に関してはとても分かりやすい指標があるということにおいて、ある種の調整が一番しやすい項目でもある、影響も相当甚大だということも考えて、この点についても考える余地は十分あるのではないかと。思いました。

## 第72回料金制度専門会合（2025年12月）

- 第2規制期間に向けた検討課題ということで、25ページ目以降のところでございますが、まず、②番の事業報酬に係る検討については、10月の会合のときにもちょっと申し上げさせていただきましたが、ここに書いていただいておりますとおり、公社債利回りに加えて自己資本比率や $\beta$ 値を含めた事業報酬率の算定方法についての総合的な検討ということが言及いただいております。こちらについては、今回、事業環境の変化に応じた仕組みの変更というのを追加の制度措置という形でいただいておりますが、実態としては、もともとレベニューキャップをつけた上で、ある程度固定費割合が多い送配電事業においては非常にリスクが低いと思われていたものが、これだけの事業環境変化によって、決してリスクが低いものではなくなっているということは、これはもう実績を見ても明らかではないかなと思っております。いろいろな制度措置をすることによって、そのリスクを低減するという努力も必要ではございますが、一定程度、民間事業者にとって事業として継続できるために必要となるリターンの見直し、これはこれまでの送配電事業者が直面している事業環境のリスクや事業環境の変化も踏まえた上で、やはり総合的に検討する必要はあるのかなというふうには思っています。

# 論点①：自己資本比率・他人資本比率

- 第1規制期間においては、法的分社化から間もない段階であり、送配電事業単独としての財務実績やリスク特性に関する十分なデータの蓄積がなかったこと等を踏まえ、送配電会社における実態的な事業リスクに基づいて適切な自己資本比率を客観的に判断することは困難であった。このため、**一定の財務健全性を確保する観点から、従前の考え方である自己資本比率30%を維持**することとされた。
- また、**小売電気事業者の事業報酬に関する自己資本比率の考え方**については、別途本会合で議論されているところ。
- 2024年11月の第63回会合において、自由化の進展に伴う競争激化により、総括原価方式や地域独占体制下に比べて事業環境が大きく変化していることに加え、近年では燃料価格や卸電力価格の大幅な変動も生じており、事業リスクは一層高まっていることから、**想定外の損失やキャッシュフロー変動に備える財務バッファ**として、**自己資本を一定程度厚く持つ必要性が高いとの考え方に基づき、従前の考え方である自己資本比率30%が維持**されている。

※直近では、一般送配電事業者の自己資本比率は9社平均で13.7%となっている

※実務上、東京PGを除く一般送配電事業者の資金調達は、親会社によるグループファイナンスにより行われている（沖縄電力は一体会社として資金調達を行っている）。東京PGについては、グループ全体での財務状況や信用を用いた上で、自社による資金調達を行っている。以下の論点でも同じ

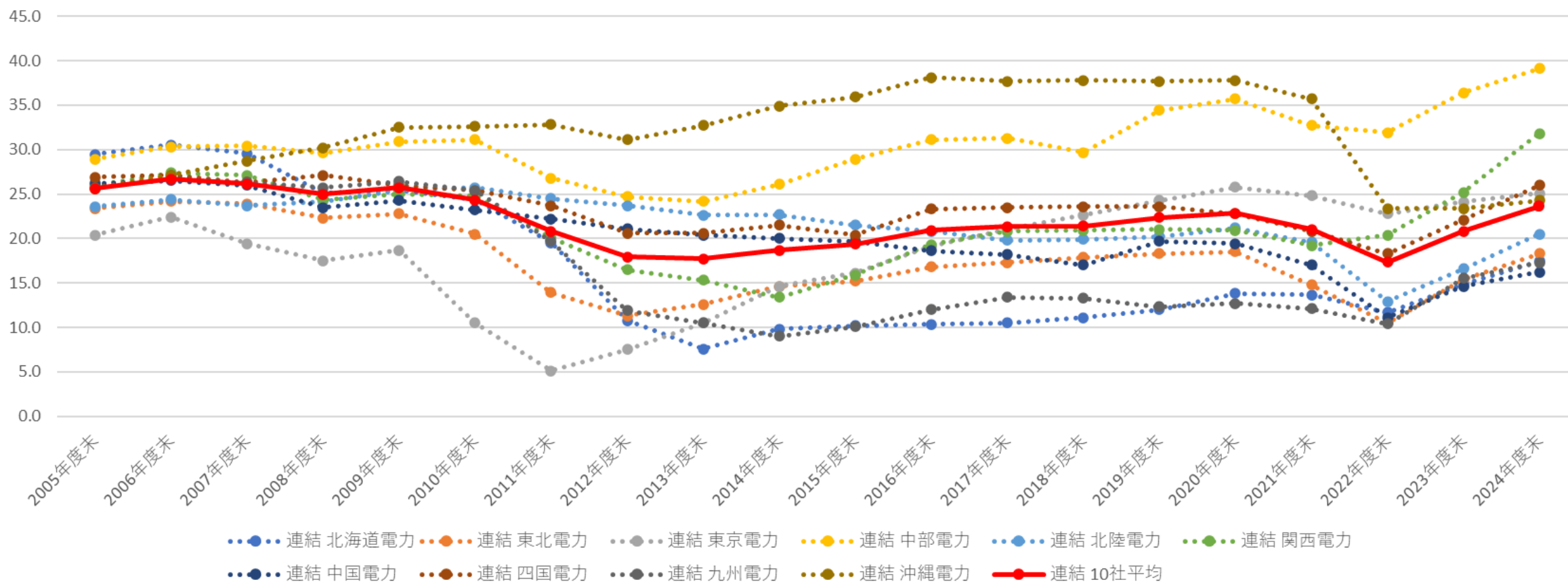
## 【論点】

- ・これまでの議論等を踏まえ、**現行の自己資本比率30%の見直しの要否。**

# 【参考】自己資本比率の推移（連結）

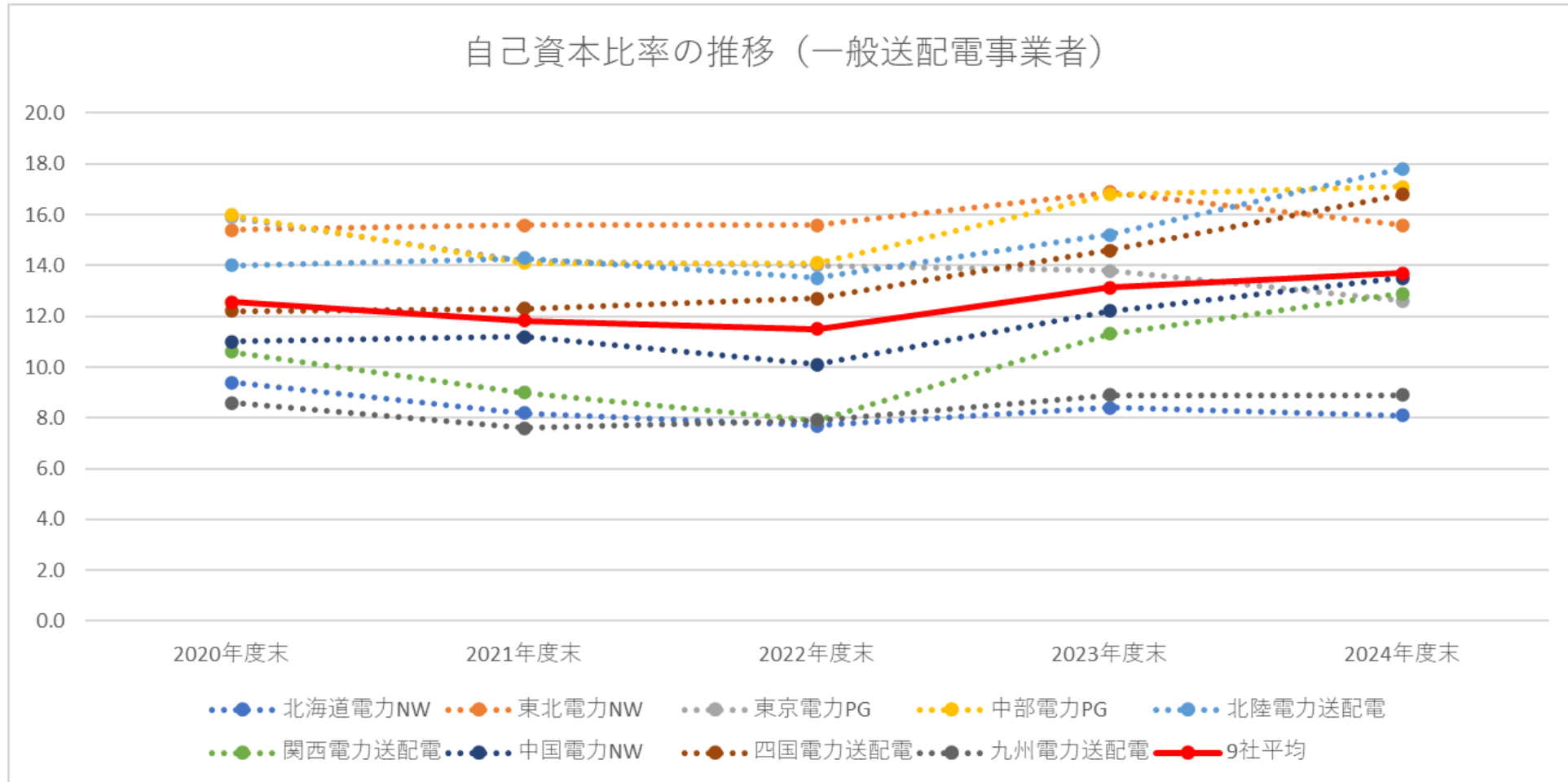
- 10社平均では、**最小値は2022年度末の17.3%**であったものの、**足元2024年度末では、23.6%**となっている。なお、**最大値は2006年度末の26.7%**である。

自己資本比率の推移（連結ベース）



# 【参考】自己資本比率の推移（一般送配電事業者）

- 9社平均では、最小値は2022年度末の11.5%であり、足元2024年度末では、13.7%で最大となっている。



※東京PGは2016年度より分社化しているが、他事業者との比較可能性を考慮し、2020年度から採録している。

（出典）送配電網協議会が各社の財務データから集計して作成

# 【参考】第1規制期間における自己資本比率の整理

- 第1規制期間における事業報酬率算定上の自己資本比率は、レベニューキャップ制度の導入が事業に与える影響をよく検証する必要があることや、送配電事業が分社後間もない状況であったこと等を踏まえて、暫定的に30%とされた。

託送料金制度（RC制度）中間とりまとめ  
詳細参考資料（2021年11月24日）一部加工

	議論の対象とする電気事業	事業リスクを踏まえた自己資本比率の考え方	自己資本比率
平成7年度	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 送配電事業、原子力事業を含む発電事業、小売事業を有する一体会社として、<b>電気事業全体</b>のあるべき自己資本比率を議論。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 電力需要が右肩上がりに増加しており、それに対応するための設備投資が必要な状況。</li> <li>● 財務の健全性を維持しつつ、当該設備投資を行っていくために必要と考えられる適正な自己資本比率水準を国が提示。</li> </ul>	30%
平成24年度		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 発電部門、小売部門の段階的な自由化を見据え、将来の事業リスク拡大が見込まれる状況。</li> <li>● 自由化も見据えて、一定の競争下にあるその他のインフラ業種における財務状況と比較して、適正な自己資本比率水準を国が提示。</li> </ul>	
<p>論点①</p> <p>現状</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 分社化後の送配電会社として、<b>送配電事業</b>のあるべき自己資本比率を議論。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 地域独占、総括原価主義の中、<b>発電、小売事業と比べて事業リスクは低いと考えられる。</b></li> <li>● 他方で、<b>再エネ大量導入やレジリエンスに係る投資拡充や、激甚化する自然災害への備え等の対応が従前に増して求められつつある状況。</b></li> <li>● 上記の状況に加え、<b>分社化後間もないことや、大半の事業者で用途を送配電事業に限定した資金調達が行われていないことを踏まえると、送配電会社における実態的な事業リスクに基づく、適正な自己資本比率を現時点で判断することは困難。</b></li> </ul>	<p>左記の状況を勘案して第1規制期間における設定値を検討</p>

# 【参考】 特定小売電気事業者における自己資本比率の整理

- 特定小売電気事業者においては、**事業リスクに備え、安定的な事業運営を行うという観点から、資本政策等のモニタリングをすることを前提に自己資本比率30%を維持すると整理された。**

第63回料金制度専門会合  
資料7（2024年11月27日）

## 5.まとめ

### 【自己資本比率の考え方の整理】

- 前回会合（第57回）で事業報酬の算定に用いる自己資本比率については、（大半の社の）現状より高い30%を維持することとしたが、**現行の事業リスクや資金調達手段の観点からも自己資本を厚くする必要性がある**ことから、**妥当な水準ではないか。**
- また、現状より高い自己資本比率を使用することについて、理論的には、自己資本比率が30%に届いていない事業者ほど規制料金の事業報酬により差益を得ていることになるが、この**差益部分は利益（剰余金）の積み増し効果をもつため、自己資本比率を引き上げ、自己資本比率30%に近づくよう資本構成の改善を促す効果がある。**
- 他方、**過剰な株主配当や自己資本比率を意図的に引き下げるような資本政策を採用している場合には改善効果を薄めるため、継続的にモニタリングを実施することとし、趣旨に明らかに反するような行動等が確認された場合には、事業報酬の算定に使用する自己資本比率の目標水準を見直すことを検討することとしたい。**

### 【今後の予定】

- **3章・4章でお示しした内容については、次年度以降も、引き続き確認することとしたい。具体的には、次回は、来年の同時期の料金制度専門会合で同内容を確認し報告することとしたい。**

## 論点② $\beta$ 値

- $\beta$ 値は、**市場全体の変動に対して当該事業がどの程度影響を受けやすいかを示す指標**であり、投資家が求めるリターン水準を評価する際の判断材料として用いられる。
- つまり、市場全体の変動に対する当該事業の収益変動の大きさ（リスク）を表す係数であり、リスクが高い事業ほど高い報酬が必要となることを反映するために用いられ、一般に、以下のような関係性がある。
  - $\beta = 1$  : 市場平均程度のリスク
  - $\beta > 1$  : 市場よりリスクが高い
  - $\beta < 1$  : 市場よりリスクが低いと解釈される。
- 第1規制期間における $\beta$ 値は、各送配電会社が非上場であるため、 $\beta$ 値を直接採録することが出来ないことを踏まえ、**送配電事業の事業リスクを、東日本大震災前の旧一般電気事業の事業リスクと同等と考え、東日本大震災前5年間の旧一般電気事業者の $\beta$ 値（0.42）が継続的に採用**されている。

## 論点②：β値

- 近年、**再生可能エネルギー導入拡大やデータセンター等の大規模需要立地の進展により、電力潮流の変化や系統混雑の顕在化**など、一般送配電事業を取り巻く外部環境は大きく変化している。
- これに伴い、一般送配電事業者の設備投資が大規模化、長期化しており、これに対応する資金調達が求められるようになるといった変化が生じているところ。

### 【論点】

- 現状の一般送配電事業者の資金調達環境等を踏まえ、**資本コスト算定に用いるβ値をどのように設定すべきか。**

# 【参考】第1規制期間の整理

- 第1規制期間は、東日本大震災前5年間における親会社のβ値（0.42）を採用。

託送料金制度（RC制度）中間とりまとめ  
詳細参考資料（2021年11月24日）

## 自己資本報酬率と他人資本報酬率の算定方法

- 自己資本報酬率と他人資本報酬率の算定については、現行託送料金制度における算出方法を基本として、以下のとおり、最新の数値や分社化の状況も踏まえた諸元に更新する。

	自己資本報酬率	他人資本報酬率
現行制度における算出方法	<p><b>算出式</b></p> $\text{公社債利回り実績率}^{\ast 1} \times (1 - \beta) + \text{全産業の自己資本利益率}^{\ast 2} \times \beta^{\ast 3}$ <p>※1：直近7年間の平均値            ※2：全ての一般送配電事業者たる法人を除く            ※3：市場全体の株価が1%上昇するときの旧一般電気事業者の震災前7年間における株価平均上昇率</p>	<p><b>算出式</b></p> $\text{公社債利回り実績率}^{\ast 4} + \text{震災前の旧一般電気事業者のリスクプレミアム平均値}^{\ast 5}$ <p>※4：直近5年間の平均値            ※5：(旧一般電気事業者の平均有利子負債利率－公社債利回り実績率)の震災前5年間の平均値</p>
レベニューキャップ制度における算出方法	<p><b>算出式</b></p> $\text{公社債利回り実績率} \times (1 - \beta) + \text{全産業の自己資本利益率} \times \beta$ <p>✓ 公社債利回り、全産業の自己資本利益率のいずれについても、直近5年間の平均値を用いて算定する。</p> <p>✓ ただし分社化に伴い、一般送配電事業者は非上場会社となっておりβ値が存在しない。β値については、事業リスクが一般送配電事業者と同様に低かった東日本大震災前5年間における親会社のβ値を用いる。</p>	<p><b>算出式</b></p> $\text{公社債利回り実績率} + \text{一般送配電事業者のリスクプレミアム平均値}$ <p>✓ 公社債利回りについては、直近5年間の平均値を用いて算定する。</p> <p>✓ 一般送配電事業者のリスクプレミアム値については、分社化後の実績値を用いることも考えられるが、資金調達の実態等も踏まえ、事業リスクが一般送配電事業者と同様に低かった東日本大震災前5年間の(旧一般電気事業者の平均有利子負債利率－公社債利回り実績率)の平均値を用いる。</p>

論点②

論点③

# 【参考】β値の変遷

- 旧一般電気事業者及び公益事業（ガス、航空、JR、民鉄）におけるβ値の推移は以下のとおり。

## ＜電力会社におけるβ値＞

事業者	震災前5年	直近10年	直近5年
北海道電力	0.40	0.82	0.80
東北電力	0.40	0.72	0.75
東京電力	0.45	0.97	0.96
中部電力	0.48	0.62	0.57
北陸電力	0.35	0.72	0.63
関西電力	0.41	0.77	0.75
中国電力	0.41	0.58	0.63
四国電力	0.45	0.76	0.71
九州電力	0.39	0.67	0.69
沖縄電力	0.43	0.53	0.51
<b>10社平均</b>	<b>0.42</b>	<b>0.72</b>	<b>0.70</b>

## ＜公益事業におけるβ値＞

公益事業	直近10年	直近5年
ガス事業	0.65	0.60
航空事業	0.73	0.62
JR	0.71	0.56
民鉄	0.72	0.60
<b>事業者平均</b>	<b>0.70</b>	<b>0.59</b>

（出典）送配電網協議会が集計して作成、平均は単純平均により算定

※ 公益事業は、第57回料金制度専門会合で示された公益事業（ガス3社、航空2社、JR3社、民鉄8社(上場のみ)）を参考に採録している。

※ 上記電力会社におけるβ値は、一般送配電事業単体のβ値の取得が困難であるため、発電事業、小売事業を含む親会社のβ値を用いている。

# 【参考】外部環境の変化

電力システム改革の検証を踏まえた制度設計ワーキンググループ とりまとめ  
(2026年3月17日) 一部加工

検討事項⑧ 電源・系統への投資に対するファイナンス

## 必要な投資資金確保のための方策

- 電力分野において、必要な供給力を確保し、電力分野の脱炭素化を実現するためには、短期間に大規模な投資を行っていく必要がある。これまで、当WG及び小委では、「資金調達への懸念が必要な投資の足かせになってはならない」といった御意見をいただいていたところ。
- 今後の投資を見据え、必要な資金調達が円滑に行われるためには、電力事業において、適正な事業報酬率が確保されるなど、事業の成長性を確保することが重要との御意見があった。エクイティファイナンス、デットファイナンスに関わらず、ファイナンスの観点から見ると、電力事業の成長性は、事業者の資金調達能力を確保するためには極めて重要な要素であり、引き続き、電力事業の成長に向けて事業環境の整備に取り組む必要がある。
- また、当WGにおける議論では、社債による資金調達について、ベース金利の上昇による調達コストの増大や、社債投資家の投資目線の短期化などの環境変化に対応しつつ、資金調達基盤を確保するために、既存の投資家の維持に加え、新規投資家層の拡大につながる施策が重要といった御意見も頂戴した。
- 他方で、短期的には、資本市場や社債市場での資金調達を急激に増やすことは難しく、投資資金の確保を銀行などの金融機関からの融資に頼らざるを得ないが、金融機関による融資についても、電力分野への融資総額が増える中で、更なる融資拡大を行うことは簡単ではない状況にある。
- こうした中で、必要な投資資金を円滑に、かつ、可能な限り低コストで調達できるよう、適正な事業報酬の確保など電力産業の成長に向けた取組や、社債市場における新規投資家の確保に向けた取組、金融機関による融資拡大に向けた取組など、電力分野における投資資金の円滑な調達に向けた取組を総合的に推進していくことが必要である。

## 論点③ 一般送配電事業者のリスクプレミアム

- 13頁のとおり、第1期制期間におけるリスクプレミアムについては、**東日本大震災前5年間に  
おける旧一般電気事業者のデータ平均が採用**されている。これは、前述の $\beta$ 値の考え方と同様に、**制度移行前の比較的安定した事業環境の下で観測された資本市場データを用いることで、規制事業としての保守的かつ安定的な資本コストを設定する趣旨**であった。
- 一方で、前述した送配電事業を取り巻く外部環境の変化や、**近年のグローバルな金利上昇局面や信用スプレッドの変動等により、一般送配電事業者の資金調達環境は、第1規制期間における制度設計当初から変化している。**

### 【論点】

- **現在の状況を踏まえ、一般送配電事業者のリスクプレミアムをどのように反映させるべきか。**

# 【参考】リスクプレミアムの推移①

- 第1規制期間において、一般送配電事業者のリスクプレミアム値については、資金調達の実態等も踏まえ、事業リスクが一般送配電事業者と同様に低かった**東日本大震災前5年間の（旧一般電気事業者の平均有利子負債利子率－公社債利回り実績率）の平均値**を用いていた。
- 第1規制期間と同様の手法による直近の推移は下記のとおり。

<託送供給等約款認可申請に係る査定方針（H27.12）>

第18回料金制度専門会合  
資料4（2022年9月7日）

## ②一般電気事業者のリスクプレミアム

	H18	H19	H20	H21	H22	H18-22平均
電力10社有利子負債利子率(a)	2.06	1.93	1.92	1.72	1.61	-
公社債利回り(b)	1.85	1.69	1.55	1.41	1.18	-
(a) - (b)	0.21	0.24	0.37	0.31	0.43	<b>0.31</b>

<第1規制期間と同様の手法によるリスクプレミアム推移>

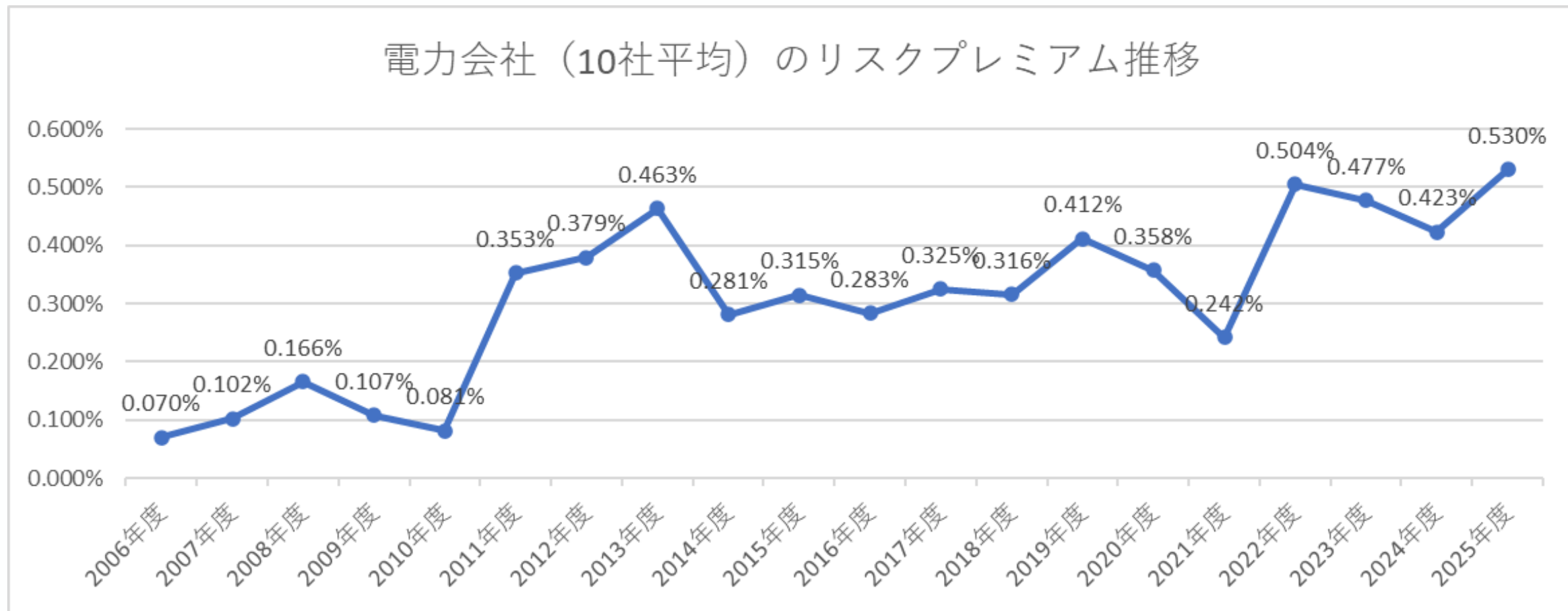
	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
一般送配電事業者10社の有利子負債利子率	0.74%	0.70%	0.69%	0.73%	0.83%	1.04%
公社債利回り	0.09%	0.13%	0.44%	0.71%	1.09%	1.79%
差分	0.65%	0.57%	0.25%	0.02%	-0.26%	-0.75%

（出典）送配電網協議会が集計して作成

※有利子負債利子率の算定に用いる有利子負債残高は、前年度末と当年度末平均。ただし、2020年度は大宗の会社が分社初年度であることから、2020年度末を採用。2025年度の一般送配電事業者10社の有利子負債利子率の前提となる2025年度の支払利息と2025年度末の有利子負債残高は、現時点の推定実績。

## 【参考】リスクプレミアムの推移②

- グループファイナンスであることを踏まえ、電力各社の機関投資家向け固定利付債（年限：10年）のспレッドを用いたリスクプレミアムの推移は以下のとおり。



※ 上記リスクプレミアムは、自己資本比率30%を前提としたものではなく、各時点における実際の自己資本比率等を踏まえた電力会社の経営環境に対する市場評価に基づくものである。

(出典) 送配電網協議会が集計して作成

## 論点④ 公社債利回り率の反映方法

- 第1規制期間においては、参照期間（5年間※）の「公社債利回り実績率」の平均値を用いて、規制期間中一律の事業報酬率を算定していた。

※ 他人資本報酬率は2017～2021年度、自己資本報酬率は2016～2020年度を採録

- 一方で、上記の参照期間はマイナス金利政策時を含めて参照されていたこともあり、現状の公社債利回り率とは乖離が生じているところ。このため、2025年12月の第72回会合で御議論いただいたとおり、第1規制期間の事業報酬に関する制度措置において、「公社債利回り実績率」について、**対象年度の直近5年間の実績の平均に置き換えて、事業報酬率を算定**すると整理された。

### 【論点】

- 第2規制期間において、**公社債利回り実績率の期初における設定方法や、事後的な調整のあり方について、どのように考えるか。**

# 【参考】 公社債利回り率の実績推移

第72回料金制度専門会合  
資料3 (2025年12月16日)

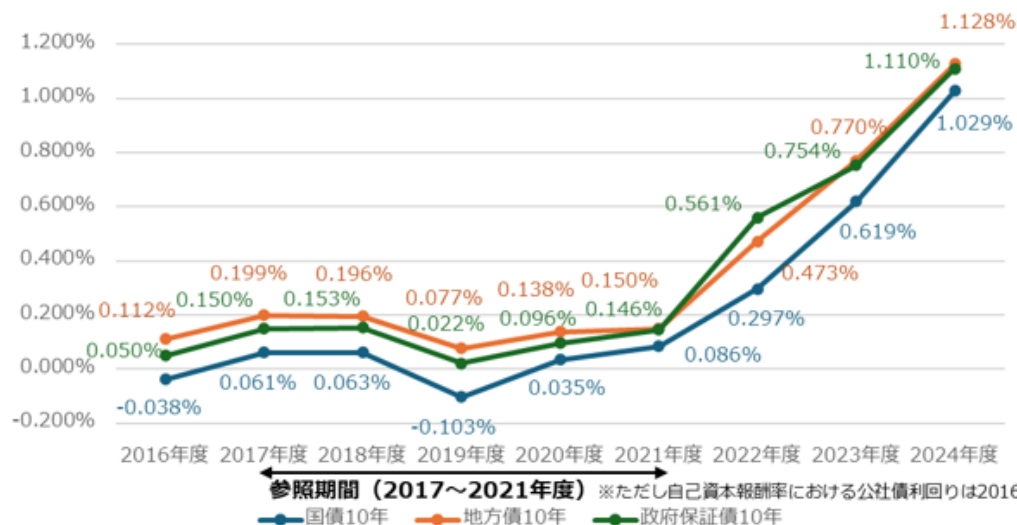
## 2. ⑦事業報酬の取扱い

- 事業報酬は、合理的な発展を遂げるのに必要な資金調達コストとして、支払利息及び株主への配当金等に充てるための費用である。
- 第1規制期間の事業報酬率の算定基礎となる公社債利回り※1の実績率はマイナス金利政策時を含めて参照していることもあり、公社債利回りが上昇している昨今の情勢とは大きな乖離がある。このような状況が続くと、一般送配電事業者の資金調達に支障が生じ得ることが懸念される。

※ 現行の参照期間において、事業報酬算定に用いている公社債利回り（他人資本報酬率）は0.098%。一方、足元の国債（10年）は2025年10月時点で1.635%※2となっている。

- 第70回会合（2025年10月22日）においても、公社債利回り実績率の変動は物価変動と同様の性質である等の理由から、多くの委員から金利上昇に対応する制度措置の必要性について御意見をいただいた。

国債等金利の推移



※1 公社債利回り…国債（10年）・地方債（10年）・政府保証債（10年）の5年間を単純平均したもの  
※2 財務省HP掲載、過去の入札結果 <https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/appendix/index.htm>