



歴史的低金利下で決めた報酬率 金利変動への備えが必要

送配電事業での投資計画の実現を求める中、現行の事業報酬率の決め方は適切だったのか。第一規制期間の反省を踏まえ、見直しに向けた論点を提示する。

前回は託送料金の事業報酬率の資金創出・調達面の重要性を再確認し、適正な報酬率水準の設定が中長期的には一般送配電事業者の資金調達コスト、ひいては託送料金の低廉化に貢献し得ることを示した。今回は一送の投資実現を重視するレベニューキャップ制度の下で、報酬率に求められる要件を考察する。

投資実現求める規制下に変動リスクへの目配り重要

レベニューキャップ制度の目的は、一送による必要な投資の確保とコスト効率化を両立させ、

再生可能エネルギー主力電源化やレジリエンス強化などを図ることとされている。国は「一般送配電事業者による託送供給等に係る収入の見通しの適確な算定等に関する指針」（以下、指針）を定め、一送が拡充・保全等必要な投資を計画し、これを確実に実施するため事業計画の策定を求めている。一送はこの計画に基づき収入見通しを算定する。投資の未実施があり、計画した投資量を実績が下回った場合、当該投資に係る費用の乖離額を翌期の収入上限より減額する（翌期調整）。さらに事業計画は、

電力・ガス取引監視等委員会に設置されたワーキンググループなどで定期的に進捗状況が監視されている。このように投資実現を強く求める規制下においては、報酬率水準に対して、キャッシュフロー面でさらなる配慮が必要となる。

一般に企業が投資を実施する場合、投資に伴い将来発生するキャッシュフローの割引現在価値が投資額と同等か、上回る必要がある条件である。一送の投資から発生する将来のキャッシュフローは、当該資産から生じる事業報酬と減価償却費と考え

ると、割引前のキャッシュフローは資産ごとの耐用年数と報酬率によってあらかじめ決定されることが分かる。他方、割引率は投資時点に応じて変動し、5年ごとの事業計画策定時点では予見できないため、投資の必要条件が満たされるか否かは事前には判明しない（図1）。

このことから投資計画の実現を求める規制体系下では、報酬率の決定に当たり、規制期間における金利等の変動（特に上振れ）リスクに備えた設定が強く求められることが分かる。この配慮が不十分だと投資実現の条件が満たされず、制度として一貫性を欠くこととなりかねない。現在の報酬率（1・5%）は2022年に算定され、他人資本報酬率の前提となる公社債利回り（10年物）には17〜21年度の5年間平均値（0・10%）が採

$$\text{投資額} \leq \text{キャッシュフローの現在価値} \\ = \sum_n (\text{事業報酬}_n + \text{減価償却費}_n) / (1 + \text{割引率})^n$$

図1 投資実施のための必要条件

用された。周知の通り、22年度後半から公社債利回りは反転し、現在は2・3%台（10年物国債利回り、本稿執筆時点）に至っている（図2）。

歴史的な低金利の時期に報酬率を設定し、第一規制期間が開始されて以降、マクロ経済環境の変化などにより金利が上昇を続けたこ

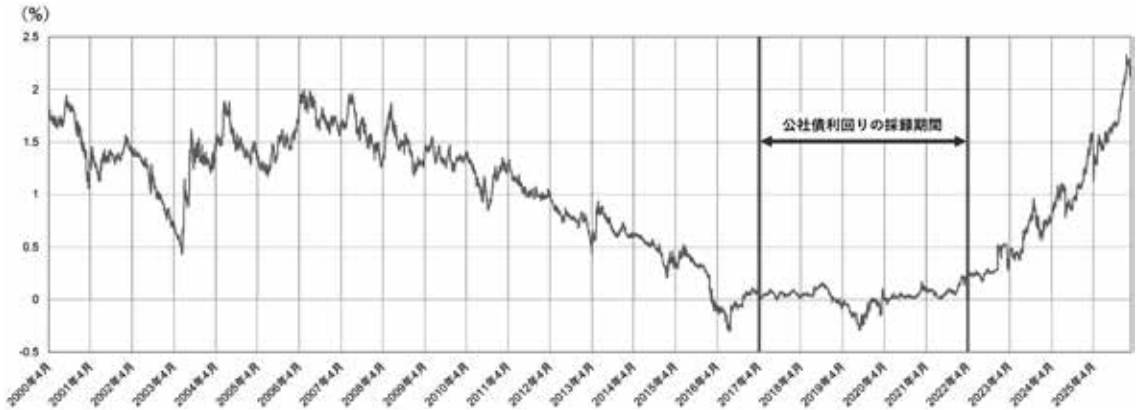


図2 国債（10年物）利回り推移

出所：財務省資料により筆者作成

とは、タイミングの悪さもあつたと考えられる。しかし同時に5年に及ぶ長期の規制期間にわたり1・5%の報酬率水準で十分なのか、さらに慎重に検討すべきだったのではないかと、この反省も残ると感じられる。

**現制度の本質に回帰
求められる要件再確認を**

第二規制期間の報酬率設定に当たっては、この経験を踏まえ、一送の投資環境変化にも備えた報酬率水準の設定が必要になると考えている。

国際情勢の一層の緊迫化に伴うエネルギー・経済安全保障上の要請に加え、産業政策も背景としたデータセンターをはじめとする電力需要増見込みもあり、一送の投資の必要性はさらに高まっている。加えて先行きのインフレ懸念等を反映し、国債をはじめとする公社債利回りの変動に伴い、資金調達コストが高まるリスクも強まっている。

レベニューキャップの本質は、

収入上限をあらかじめ設定し、その範囲内での効率的な事業運営を促す点にある。しかし、コスト削減が供給信頼度を損なうような投資不足を招くことを回避するため、事業計画と指針により投資実現を担保する制度としたと理解している。この制度体系の下、投資と安定供給を実現するために、報酬率に求められる要件を再認識した水準設定の必要性を改めて強調したい。

最後に事業報酬という表現について言及したい。この言葉には電力会社の「もうけ」を表すような語感が感じられるため、特に料金値上げ時に報酬率の水準を下げるべき、との批判を招くことがあった。報酬率は電力会社の資本コストであり、適正な水準を維持・継続することが事業の健全な発展に不可欠であることを記させていただく。

むらた ちはる 1985年東京電力入社。企画部、電力契約部、営業部などを経て2013年同社執行役員。18年電力中央研究所へ入所。21年6月から現職。