



コーポレート PPA・再生可能エネルギープロジェクトファイナンス の最新動向と契約実務¹²

令和 8 年 7 月 29 日

弁護士 新澤 純

E-mail : niizawa_j@clo.gr.jp

第 1 プロジェクトファイナンスの概要

プロジェクトファイナンスとは、発電、インフラ、天然資源開発等の大規模プロジェクトに対して金融機関が供与するシニアローンであって、リミテッド・リコース・ベースで実行され、プロジェクトからの収益（キャッシュフロー）を返済原資とするものをいう。

典型的には、スポンサーが特別目的会社（SPC）を設立し、SPCがレンダーから借入れを行い又は社債を発行するとともに、スポンサー等からエクイティ出資や劣後ローンの貸付を受けることで行われる。

このうち、金融機関によるシニアローンの貸付は「プロジェクトファイナンス」、社債の引き受けは「プロジェクトボンド」と呼ばれる。また、事業会社やファンド等による劣後（メザニン）ローンの貸付、株式又は合同会社の社員持分を通じたエクイティ投資は、アセットマネジメント業界では、それぞれ「インフラデット」、「インフラエクイティ」と呼ばれることが多い。

2024年の世界のプロジェクトファイナンスにおける主幹事銀行（MLA : Mandated Lead Arranger）のリーグテーブルでは、日本の3メガバンク（MUFG、SMBC、Mizuho）がいずれもトップ10に入っている（Project Finance International, “Global MLA Rankings 2024”）。

対象事業は、再生可能エネルギー、火力発電、LNG（液化天然ガス）開発、送配電網に加え、鉄道・空港等の経済インフラや、病院・学校等の社会インフラにも及ぶ。

近年では、グリーン水素（製造段階でCO₂を排出しない水素）の製造、長期脱炭素電源オークション制度を活用した系統用蓄電池、データセンター等にも対象が広がっている。経済・社会インフラでは、民間の資金・ノウハウを活用するPPP（パブリック・プライ

¹ 本稿は、Asia Business Law Journal（2026 年 8 月掲載予定）への寄稿記事を基に日本国内の読者向けに大幅に加筆・再構成したものです。

² 本稿の執筆に際しては、弊所の本行克哉弁護士より多大なるご指導・ご助言を賜りました。ここに記して深く感謝申し上げます。

ベート・パートナーシップ：官民連携）や、「民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律」（PFI法）の改正により導入された公共施設等運営権（コンセッション）方式も用いられている。

第2 プロジェクトファイナンスの特徴

プロジェクトファイナンスの特徴は、特定のプロジェクトを対象とし、返済原資が原則として当該プロジェクトから生じる収益（キャッシュフロー）に限定される点にある。

エクイティ出資を行うスポンサーが配当を通じてプロジェクトのアップサイドを享受する一方、レンダーの収益は、アレンジメントフィー等の各種手数料を除けば、原則として定額の約定利息に限られる。加えて、シニアレンダーの唯一の返済原資は基本的に借入人（SPC）のキャッシュフローであり、リスク許容度も限定的である。そこで、建設、操業、原料調達、オフテイク等の各種リスクを、これを最も適切に管理できる契約当事者に配分するという観点から、プロジェクトリスクを借入人（SPC）以外の他の契約当事者に転嫁（パススルー）するか、プロジェクトのストラクチャーの中で除去又は軽減することが不可欠となる。このように、案件を「融資可能（bankable）」なものとなるように組成する点に、プロジェクトファイナンスの本質がある。

第3 コーポレート PPA・FIP の下での再生可能エネルギープロジェクトファイナンス

以下では、コーポレート PPA と FIP を活用した再生可能エネルギープロジェクトファイナンスの最新動向を概観する。

1 FIT の導入と地上設置型太陽光への支援の見直し

日本では、2012 年から、再生可能エネルギー特別措置法に基づく固定価格買取制度（Feed in Tariff、以下「FIT」）が導入された。FIT は、電気事業者（オフテイクカー）に対し、再生可能エネルギー源（太陽光、風力、水力、地熱、バイオマス）により発電された電気を、一定期間、固定価格で、全量を買収することを義務付ける制度であり、発電事業者のオフテイクリスク（価格リスク・買取量リスク）を最小化させる役割を果たしてきた。

しかしながら、その後、地域との共生や賦課金に伴う国民負担の抑制が重視されるようになった。2025 年 12 月 23 日に「大規模太陽光発電事業に関する関係閣僚会議」において決定された「メガソーラー対策パッケージ」を踏まえ、調達価格等算定委員会は、2026 年 2 月、2027 年度以降は地上設置型の事業用太陽光発電（10kW 以上）を FIT/FIP の新規支援対象から除外する旨の意見を取りまとめ、同方針が確定した。もっとも、2026 年度中の落札案件は対象であり、FIT 認定設備を FIP へ移行させること（いわゆる「FIP 転」）は引き続き可能である。

14 年間続いた FIT 主導の地上設置型太陽光に一つの区切りを設け、今後は、屋根設置型太陽光、ペロブスカイト太陽電池、コーポレート PPA と FIP を組み合わせた市場統合型の再エネ事業等に政策支援の重点が移ると考えられる。

2 FIP の仕組みと FIP 転の拡大

2022 年には、再生可能エネルギーの卸電力市場への統合を促すフィードインプレミアム制度（Feed in Premium、以下「FIP」）が導入された。FIT 認定設備を FIP へ移行させる「FIP 転」が広がる背景には、①蓄電池を活用して、出力制御時間帯を避け、市場価格の高い時間帯に売電できること、②FIP 転と蓄電池導入を支援する補助金制度が設けられていること（例：経済産業省「再生可能エネルギー導入拡大・系統用蓄電池等電力貯蔵システム導入支援事業費補助金」）、③経済産業省が、2026 年度以降、太陽光・風力等の FIP 電源の出力制御順位を FIT 電源より後順位とする（出力制御を受けにくくなる）運用を開始する方針であることなどがある。

FIP は、発電事業者が卸電力市場（日本卸電力取引所（JEPX））又は相対取引で得る売電収入に、一定のプレミアムを上乗せする制度である。このプレミアムは、基準価格（発電設備の建設コスト等を基礎として、発電事業に通常必要と見込まれる収入水準から算定される価格）と参照価格（前年度の卸電力市場における平均価格を基礎として非化石価値市場価格、バランシングコスト等を踏まえて月次で算出される価格）との差額として算出される。FIT と異なり売電価格自体が保証されるわけではないため、発電事業者は自ら販売先（オフテイカー）を確保し、市場価格を意識しながら売電することが求められる。相対取引が可能であるため、その一形態としてコーポレート PPA が可能になる。

3 コーポレート PPA

コーポレート PPA とは、発電事業者と企業・地方公共団体等の需要家（電気利用者）との間で締結される、中長期の固定価格での電力受給契約のことをいう。電力の現物供給を伴うものをフィジカル PPA、現物供給を伴わずに、差金決済と環境価値の移転を行うものをバーチャル PPA という。

コーポレート PPA は、欧米に加え、アジア（シンガポール、台湾、マレーシア、タイ、ベトナム、インド等）、中南米（アルゼンチン、ブラジル、チリ等）、豪州等でも普及している。米国では 2010 年代以降、Google、Meta、Amazon、Microsoft 等の大手テクノロジー企業が、データセンターで使用する再生可能エネルギーを確保するため、積極的に PPA を締結してきた。アジアでは、2020 年、台湾半導体大手 TSMC が、デンマークの国営電力会社 Ørsted が台湾で開発する洋上風力発電所から合計約 0.92GW（1GW が平均的なサイズの原子力発電所 1 基の発電設備容量に相当）

の電力を全量購入する長期契約を締結している³。

世界中でコーポレート PPA が急速に拡大している要因としては、風力や太陽光発電のコストが大幅に低下し(世界平均ベースの均等化発電コスト(LCOE)で見ると、2020 年時点で風力は 1kWh あたり約 4.1 円、太陽光は約 3.8 円)、政府による固定価格買取制度等がなくても化石燃料や原子力による発電コスト(天然ガスは約 6 円、石炭は約 11.5 円、原子力は約 16.8 円)を下回るようになったことが大きい。今後、脱炭素化を推進するための炭素価格付け(カーボンプライシング)の導入により、製造段階で CO₂ を排出する火力発電はより一層コストが増加することが予想される⁴。したがって、需要家にとって、再生可能エネルギーを長期・安定的に調達する意義はさらに高まると考えられる。

米国では、2020 年頃に締結されたコーポレート PPA の 80%以上が次に述べるバーチャル PPA となっている。

4 日本におけるバーチャル PPA

バーチャル PPA は、2010 年代半ば以降、米国を中心に発展した。米国では、電力システムの構造が複雑で、自然条件がよく再エネが安価な遠隔の発電所と電力の消費地が同じ電力系統につながっていないことも多い。また、電力の小売が自由化されていない州ではフィジカル PPA の締結が制度的に難しい。そこで生まれた仕組みがバーチャル PPA である。

バーチャル PPA は、電力の現物供給を伴わずに、差金決済と環境価値の移転を行う点に特徴がある。典型的なバーチャル PPA では、①発電事業者が電力を卸電力市場で売却し、②発電事業者と需要家との間で、あらかじめ合意した固定価格(ストライクプライス)と市場価格との差額を精算するとともに、環境価値(非 FIT・非化石証書)を需要家に移転し、③需要家は実際に使用する電力を従来どおり小売電気事業者から調達する。これにより、発電事業者は収入を一定程度安定化でき、需要家は物理的な供給地点に左右されず環境価値を確保できる。

従前、卸電力市場価格を参照した差金決済(Contract for Difference、「CfD」)が、商品先物取引法上の店頭商品デリバティブ取引に該当し得るとの懸念があった。これに対し、経済産業省は、2022 年 11 月、一定の要件を満たすバーチャル PPA について同法の適用対象とならないとの見解を示した。また、企業会計基準委員会(ASBJ)は、2025 年 11 月、バーチャル PPA(一定の非化石価値の購入取引)について需要家側においては金融派生商品(デリバティブ)としての会計処理は不要との実務対応報告第 47 号を公表した。これらにより、日本におけるバーチャル PPA

³ 石丸美奈「再生可能エネルギーの拡大とコーポレート PPA (Power Purchase Agreement)」(共済総研レポート No. 173、2021 年 2 月)

⁴ 同上

の法務・会計上の予見可能性は高まりつつある。

5 コーポレート PPA・FIP 案件の融資可能性 (Bankability)

コーポレート PPA を前提とする再生可能エネルギープロジェクトファイナンスの融資可能性についてみると、FIP を組み合わせた案件が着実に増えている一方、FIP を伴わない案件の実績は依然として限定的である。

金融機関としては、①需要家が 10～20 年に及ぶ長期契約を履行できる信用力を有するか、②保証、信用補完、インセンティブ制度等により需要家の信用リスクを補完できるか、③中途解約時の違約金又は補償条項が元利金残高を十分にカバーする内容となっているか等を総合的に考慮し、融資可能性 (Bankability) を判断することとなる。

第4 プロジェクト関連契約

1 基本的な考え方

プロジェクト関連契約（電力受給契約（PPA）、EPC 契約、O&M 契約、燃料供給契約、土地利用権設定契約、保険契約）におけるプロジェクトリスク分配の大原則は、当該リスクを最も効率的にコントロールできる当事者に負担させるべきという点にある。その際の基本的な考え方は、Back to Back（バック・トゥ・バック）、すなわち、複数のプロジェクト関連契約の相互関係において、借入人のレベルで発生したリスクを他の契約当事者に転嫁（パススルー）することで、借入人にリスクが残らないよう、各契約の相互関係をストラクチャリングすることである。例えば、燃料供給契約では、借入人が燃料費の変動リスクを負担するが、オフテイクと電力受給契約で基本料金（Capacity Charge）と変動料金（Energy Charge）に分かれる 2 部料金制が採用されている場合（FIT/FIP の場合を除く）、そのリスクは変動料金を通じてヘッジすることができ、オフテイクに転嫁することができる。このように、Back to Back の観点からは、対応する権利義務やリスクをミラーのかたちで他の契約当事者に転嫁（パススルー）することが重要となる。

以下では、プロジェクト関連契約のうち、電力受給契約（PPA）と、EPC 契約を取り上げる。

2 電力受給契約（PPA）

FIT の下では、PPA は再生可能エネルギー特別措置法上の「特定契約」として締結されてきた。経済産業省（METI）のモデル契約書はその後廃止され、現在では各電気事業者が公表する電力受給契約要綱が用いられている。

PPA のポイントは、発電事業者が、発電した電力を、どれだけの期間、どのような価格で、どれだけの数量を販売できるかである。すなわち、価格リスク・買

取量リスクを最小化し、電力を Take or Pay（テイクオアペイ）条件で販売できることが重要である。FIT の下では、電気事業者は、調達期間中、全量を、固定価格で買い取る義務を負っていたが、非 FIT・非 FIP の再エネ発電事業（固定価格買取制度によらないコーポレート PPA を含む）では、プロジェクト期間を通じて、十分な数量が固定価格で保証されていることを確認しなければならない。

「Take or Pay（テイクオアペイ）」とは、発電事業者が電力を供給可能な状態にある限り、オフテイカーは、受電したか否かにかかわらず、電力料金のうち基本料金を支払わなければならないことをいう。

また、オフテイカー（電気事業者）の信用力も重要な要素である。オフテイカー単独では十分な信用力を欠く場合には、親会社やその他の第三者の保証といった信用補完が必要となる場合もある。

加えて、プロジェクト期間は、融資期間を少なくとも 1～2 年上回るべきである（この超過部分を「テール期間」という）。

3 EPC 契約

EPC 契約のポイントは、①単独の工事請負業者又は建設共同企業体（JV）に一括発注すること、②発電施設等の完成及び商業運転開始日（COD）までに必要な全ての工事を一括して請け負うランブサム（総額請負）の形となっていること（すぐ稼働できる状態という意味で、Full Turn Key（フルターンキー）とも呼ばれる）、③コストを固定価格（Fixed Price）とすることで、建設費、資材費、人件費等の上昇リスクを工事請負業者に負担させ、コストオーバーランを防止すること、④完工期限を明示的に定め（Date Certain）、タイムオーバーランを防止すること、である。

①は、Single Point Responsibility（単一責任）の原則と呼ばれる。太陽光発電では、単独業者が調達、建設、電力系統への接続などをワンストップで担うことが一般的である。これに対して、風力発電では、タービン供給業者と工事請負業者が異なるのが通常であり、タービン供給業者がタービンの供給や据付を行い、工事請負業者が基礎工事を含む BOP（Balance of Plant、バランス・オブ・プラント）を施工する。工事を複数の請負業者に分割して発注する場合（いわゆる「バラコン」）、後日責任の所在をめぐる紛争が生じるリスク（インターフェースリスク）がある。可能な限り、施工全体について責任を負い、工事全体の調整を担う者との間でコンストラクションマネジメント契約を締結することが望ましい。

④については、契約上、完工期限、予定損害賠償額（Liquidated Damage、LD）、引渡し（Taking-Over）後の契約不適合責任や性能保証などを明記すべきであるが、あわせて、「完工」に関する複数の概念——機械的完工（Mechanical Completion）や、実質的完工（Substantial Completion）——を区別し、EPC 契

約上の実質的完工、電力受給契約（PPA）上の商業運転開始日（COD）、シニアローン契約上の財務完工概念との相互関係を、あらかじめ整合させておく必要がある。

引渡し後の責任に関しては、契約不適合責任が建設工事そのものや機器の欠陥をカバーするのに対し、性能保証はさらに進んで、意図された性能が達成できなかった場合をより広くカバーするものである。風力発電では、契約不適合責任については、同一機種・同一ロットの複数のタービンについて連続的瑕疵（Serial Defect）条項が置かれることや、また、性能保証については、パワーカーブ保証や稼働率保証といった一定の保証値を定め、その未達分を基準として逸失利益を補償する旨が規定されることもある。

第5 融資関連契約

融資関連契約は、シニアローン契約（金銭消費貸借契約）、担保関連契約、金利スワップ契約、スポンサーサポート契約、直接協定（Direct Agreement）から構成される。

以下では、融資関連契約のうち、シニアローン契約と、担保関連契約を取り上げる。

1 シニアローン契約

シニアローン契約は、通常、複数の銀行団によるシンジケート・ローンの形態をとり、同一の金融機関が、貸付人、MLA（アレンジャー）、エージェントを兼ねることが多い。プロジェクトファイナンスに特徴的な条項としては、財務コベナント（財務制限条項）と、ステップ・インを可能とするよう設計された期限の利益喪失条項が挙げられる。

財務コベナントでは、DSCR（Debt Service Coverage Ratio、デット・サービス・カバレッジ・レシオ）が中心的な指標として定められる。DSCRは債務返済能力を測る指標であり、DSCRが1.0を上回っていれば、当該期間の営業キャッシュフローが、元利金の支払額（デット・サービス）を上回っており、返済能力があることを意味する。

資本構成については、プロジェクトの総事業費を、借入人の負債（シニアローン）と、エクイティ（スポンサーのエクイティ出資及び劣後ローン）でどのように賄うかの比率が定められる。実務上は、D/E Ratio（デット・エクイティ比率）と呼ばれることが多いが、要するに総事業費に占める負債の割合（Gearing Ratio、 $D/(D+E)$ ）を「80:20」のように比率で表したものであり、一般的な財務指標としてのD/E Ratio（ $D \div E$ ）とは分母が異なる。負債の割合は、天然資源開発の場合を除き、総事業費の70～90%程度となることが多い。

ステップ・インのための期限の利益喪失条項については、シニアレンダーの第一の目的は、プロジェクトが危機に陥った場合であっても、担保権を実行して回

収を図ることではなく、プロジェクトをキャッシュを生み出す状態に回復させることにある。レンダーがステップ・インして、プロジェクトに介入し、プロジェクトを新たなスポンサーに承継させることが企図されている。

2 担保関連契約

プロジェクトファイナンスでは、シニアレンダーは、プロジェクトを構成する借入人の全ての資産、権利、契約上の地位に担保権を設定するのが原則である（「全資産担保の原則」）。これは、貸付金の回収にはプロジェクトの継続が不可欠であり、そのためには、第三者による差押え等によってプロジェクトを構成する資産が散逸することを防止する必要があること、また、ステップ・インの実効性を確保するためには契約上の地位を含めて担保権を設定しておく必要があることによる。

なお、2026年5月25日に施行された事業性融資推進法に基づく企業価値担保権は、会社の全財産を一体として一つの担保権の目的とすることを認めるものであり、全資産担保の原則と親和的である。もっとも、企業価値担保権者の同意を得ずに行われた重要な財産の処分は無効とされるものの、善意無重過失の第三者には対抗できない点、企業価値担保権の実行には裁判所の手続を要し、時間と費用がかかる点等につき留意が必要である。

以上

当事務所では、主として名刺交換をさせていただいた方を対象とし、有用な法律情報等をお知らせすべく定期的にメールマガジンを発行させていただいております。また、バックナンバーは[こちら](#)に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本稿は一般的な情報を提供するもので、リーガルアドバイスを目的とするものではありません。本稿記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所の見解ではありません。個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要がございます。お問い合わせ等ございましたら、執筆担当者までご遠慮なくご連絡くださいますよう、お願いいたします。

【配信停止・お問い合わせについて】

今後、本メールマガジンの配信又は配信停止をご希望の方、メールアドレスの変更その他お問い合わせがございましたら、大変お手数ではございますが、下記メールアドレスまでご連絡ください。

(clo_mlstop@clo.gr.jp)