

## CREDIT OPINION

3 July 2018

### アップデート

 このリサーチ・レポートを評価する

#### 現行格付

##### 東日本高速道路 株式会社

国籍	Japan
長期格付	A1
種類	LT Issuer Rating - Dom Curr
見通し	Stable

詳細については後掲の[現行格付](#)のセクションを参照されたい。格付および見通しは発行日時点の情報に基づく。

#### コンタクト

柿本 与子 81-3-5408-4156  
VP-シニア・アナリスト  
ト  
ムーディーズ・ジャパン株式会社  
kumiko.kakimoto@moodys.com

真鍋 美穂子 81-3-5408-4033  
アソシエイト・マネージャー  
ジング・ディレクター  
ムーディーズ・ジャパン株式会社  
mihoko.manabe@moodys.com

#### CLIENT SERVICES

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454

## 東日本高速道路 株式会社

年次アップデート

### 概要

ムーディーズは、東日本高速道路株式会社（NEXCO東日本）にA1の格付を付与している。NEXCO東日本の格付は、日本政府（A1、安定的）との強固な関係を反映したものである。

NEXCO東日本の信用力は、日本における高速道路網建設・維持管理の重要性、日本政府からの高水準のサポートおよび事業に対する高度の関与から、日本政府の信用力を反映しているとムーディーズは考えている。

### 格付を支える要因

- » 日本政府が100%の持ち分を保有している。
- » 政府からの高水準のサポートおよび監督を受ける。
- » 日本の有料道路網政策を執行する重要な役割を担っている。
- » 予測可能なキャッシュフローに支えられた事業パフォーマンス。

### 格付を圧迫する要因

- » NEXCO東日本の格付を圧迫する要因は日本政府が直面する課題を反映している。

### 格付の見通し

日本政府の格付の見通しを受け、NEXCO東日本の格付の見通しは安定的。

### 将来の格上げにつながる要因

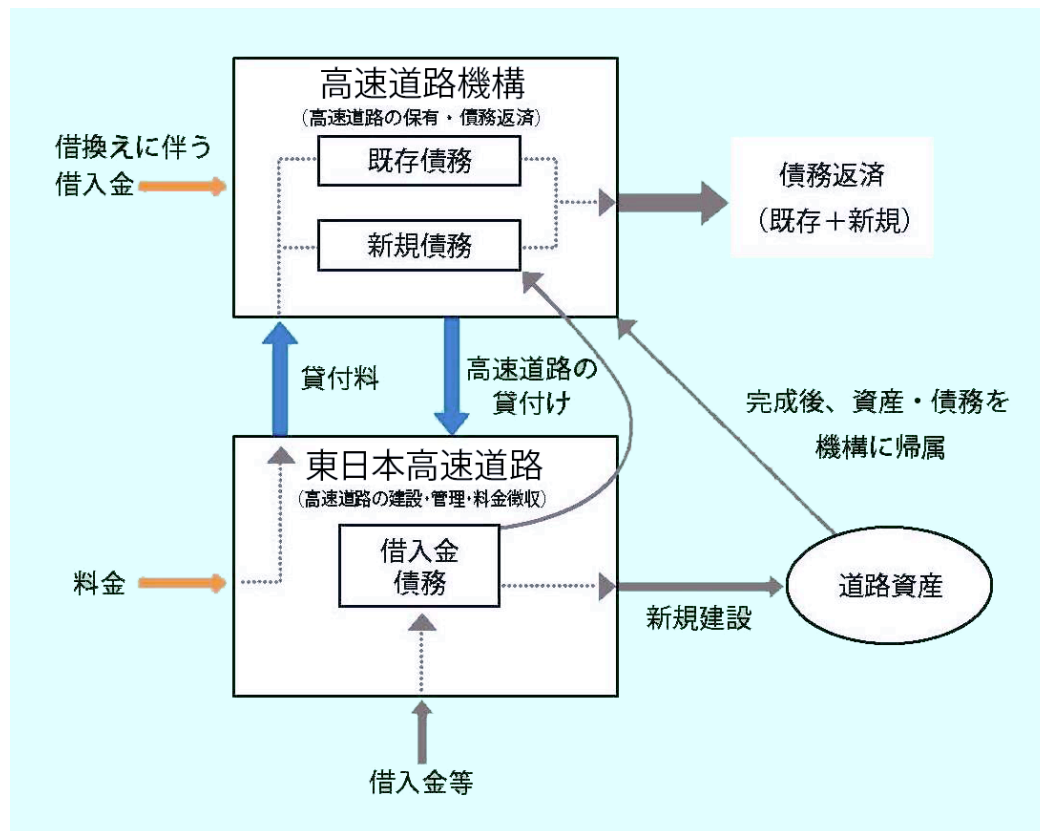
- » 日本国債の格上げ。

### 将来の格下げにつながる要因

- » 日本国債の格下げ。さらに、政府出資比率の引き下げ、または設立根拠法の改正に示される同社の政策上の重要性の低下といった、日本政府との密接な関係を弱めるような政策変更が行われた場合、同社の格付に下方圧力が加わる。

本稿は2018年7月3日発行の英文版 [\[East Nippon Expressway Company Limited:Update to credit analysis\]](#) の翻訳です。

図表 1  
債務返済スキーム



出所：日本高速道路保有・債務返済機構、ムーディーズ・インベスターズ・サービス

## 発行体の概要

東日本高速道路株式会社は、東日本における高速道路の建設・管理、運営といった高速道路事業と、海外展開やサービスエリアなどの関連事業を行っている。

## 信用評価に関する詳細な検討

ムーディーズは国内の他の11の政府系発行体（財政投融资資金を活用している財投機関）と同一の分析アプローチをNEXCO東日本に適用し、ベースライン信用リスク評価（BCA）を用いず、ソブリン格付と同水準の格付を付与している。

ムーディーズは、BCAを付与する複合デフォルト分析（JDA）やBCAを用いない分析方法など、いずれのアプローチが各発行体に最も適合するか、また重要な信用要因を反映するかを定期的に検討している。その過程で、NEXCO東日本に対する日本政府のサポートの頑健性および継続性を注視し、政府の政策スタンスの変更が債務の信用力に影響を与えるか否かを検討している。

## 政府100%出資、強固な制度的枠組みに支えられる

NEXCO東日本は2005年に設立された特殊会社である。設立法では、日本政府がNEXCO東日本の3分の1以上の持ち分を常に保有し、同社の主要な決定事項（経営陣の任命、事業計画、道路事業にかかる資金調達、新株発行等）の認可を行うこととしている。

現在NEXCO東日本は日本政府が100%出資しており、出資比率が引き下げられる予定はない。設立法のもと政府は、NEXCO東日本に対し、保証、資本注入を含む強力な財務支援を提供することができる。

NEXCO東日本は、日本の高速道路網に関する十分に整備された制度の枠組みからも恩恵を受けている。

本件は信用格付付与の公表ではありません。文中にて言及されている信用格付については、ムーディーズのウェブサイト(www.moodys.com)の発行体のページのRatingsタブで、最新の格付付与に関する情報および格付推移をご参照ください。

具体的には、NEXCO東日本は、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構（高速道路機構、A1、安定的）との間の、貸付料、資金調達を含む、収支予算について定めた協定に支えられている。同協定に基づき、NEXCO東日本が負担した高速道路建設に係る債務は償還期を迎える前に高速道路機構に引き継がれる。また、同協定では、毎年の収入変動を1%以内に抑制するよう規定している。収入が計画よりも1%以上変動した場合には、協定に基づき変動相応分が貸付料の増減で吸収されるため、同社の財務状況への影響は限定的となる。さらに、事業環境の不測の変化に対応する十分な柔軟性を確保することが認められている。例えば、天災に伴う減収が生じた場合にも、協定に基づく調整によりその影響が吸収される。

こうした制度の枠組みが短期的に変化するとはムーディーズは予想していない。

#### 政府からの高水準のサポートおよび監督

国土交通省が同社の事業計画、高速道路建設、料金徴収、長期債務発行、新規株式発行に深く関与している。

2014年、高速道路の大規模更新・修繕の財源調達を目的とし、料金徴収期間を45年から60年に延長する法律が成立したことはサポートの一例と見ている。その結果、東日本の高速道路の無料開放は2050年から2060年に延期された。

この政府決定のきっかけは、2012年12月に発生した笹子トンネル天井板落下事故であったと言える。NEXCO東日本においても従前の修繕計画に加えて維持更新業務の重要性が再認識され、上記財源をもとに計9,000億円規模の更新工事に着手することとなった。

#### 日本の公共交通政策を支える有料道路網政策に重要な役割を担う

NEXCO東日本は日本の公共交通政策に重要な役割を演じている。NEXCO東日本は有料道路運営事業者であり、道路資産を借り受けて運営し、かつ新規道路の建設を行う。日本政府は高速道路網の運営を目的としたいくつかの政府系機関を2005年に設立し、NEXCO東日本はその一つである。

同時に、高速道路機構が設立された。高速道路機構は、高速道路に係る道路資産を保有し、国内高速道路株式会社6社（NEXCO東日本、中日本高速道路株式会社（A1、安定的）、西日本高速道路株式会社（A1、安定的）、首都高速道路株式会社（A1、安定的）、阪神高速道路株式会社、本州四国連絡高速道路株式会社）からの道路資産賃借料収入を基に道路網建設に係る債務の返済を行う。貸付料、料金、建設費用に関する取り決め等については、関連法令に従って両者間の協定に規定されている。

現在の計画では、2060年までNEXCO東日本が料金徴収を行い、NEXCO東日本が当該料金収入を基に高速道路機構への返済を行うこととされている。2060年以降、債務返済が完了したのち、高速道路利用料は無料化され、道路資産は高速道路機構から政府に移管されることとなる。

足元では、圏央道の開通等に伴い通行量が増加している。また、2018年6月には外環道で大型開通があり、2020年度までは首都圏環状線の建設が高水準で続く見込みである。首都圏道路網における混雑解消の観点からNEXCO東日本はこれら環状線の整備を目指している。

2018年度には、高速道路新設・改築で5,379億円の事業が見込まれているほか、大規模更新・修繕は1,387億円が計画されている。

#### 予測可能なキャッシュフローに支えられた事業パフォーマンス

NEXCO東日本は、規制枠組みによる事業環境下での予測可能なキャッシュフローを安定して維持しており、このため比較的高水準の財務レバレッジに対応する適度な流動性を確保することが可能となっているとムーディーズはみている。また、NEXCO東日本は、厚みがあり成熟した国内金融市場での地位を確立している。必要に応じて短期社債および短期銀行ファシリティにより極度額750億円を担保しており、短期資金へのアクセスも良好である。

## 現行格付

図表 2

カテゴリー	ムーディーズによる現行格付
<b>東日本高速道路 株式会社</b>	
見通し	Stable
発行体格付 - 自国通貨建	A1
Senior Secured Shelf - Dom Curr	(P)A1

出所：ムーディーズ・インベスターズ・サービス

著作権表示(C)2018年Moody's Corporation、Moody's Investors Service, Inc.、Moody's Analytics, Inc. 並びに (又は) これらの者のライセンサー及び関連会社 (以下、総称して「ムーディーズ」といいます)。無断複写・転載を禁じます。

Moody's Investors Service, Inc.及び信用格付を行う関連会社 (以下「MIS」といいます) により付与される信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の相対的な将来の信用リスクについての、ムーディーズの現時点での意見です。ムーディーズの刊行物は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の相対的な将来の信用リスクについてのムーディーズの現時点での意見を含むことがあります。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場価値リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。信用格付及びムーディーズの刊行物に含まれているムーディーズの意見は、現在又は過去の実事を示すものではありません。ムーディーズの刊行物はまた、定量的モデルに基づく信用リスクの評価及びMoody's Analytics, Inc. が公表する関連意見又は解説を含むことがあります。信用格付及びムーディーズの刊行物は、投資又は財務に関する助言を構成又は提供するものではありません。信用格付及びムーディーズの刊行物は特定の証券の購入、売却又は保有を推奨するものではありません。信用格付及びムーディーズの刊行物はいずれも、特定の投資家にとっての投資の適切性について論評するものではありません。ムーディーズは、投資家が、相当の注意をもって、購入、保有又は売却を検討する各証券について投資家自身で研究・評価するという期待及び理解の下で、信用格付を付与し、ムーディーズの刊行物を発行します。

ムーディーズの信用格付及びムーディーズの刊行物は、個人投資家の利用を意図しておらず、個人投資家が投資判断を行う際にムーディーズの信用格付及びムーディーズの刊行物を利用することは、慎重を欠く不適切な行為です。もし、疑問がある場合には、ご自身のフィナンシャル・アドバイザーその他の専門家にご相談することを推奨します。

ここに記載する情報はすべて、著作権法を含む法律により保護されており、いかなる者も、いかなる形式若しくは方法又は手段によっても、全部か一部かを問わずこれらの情報を、ムーディーズの事前の書面による同意なく、複製その他の方法により再製、リパッケージ、転送、譲渡、頒布、配布又は転売することはできず、また、これらの目的で再使用するために保管することはできません。

信用格付及びムーディーズの刊行物は、規制目的で定義される指標 (ベンチマーク) としてのいかなる者による使用も意図しておらず、これらが指標 (ベンチマーク) と見なされる結果を生じるおそれのあるいかなる方法によっても使用してはならないものとします。

ここに記載する情報は、すべてムーディーズが正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人的及び機械的誤りが存在する可能性並びにその他の事情により、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証も付すことなく「現状有姿」で提供しています。ムーディーズは、信用格付を付与する際に用いる情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであること (独立した第三者がこの情報源に該当する場合もあります) を確保するため、すべての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程ではムーディーズの刊行物の作成に際して受領した情報の正確性及び有効性について常に独自に確認することはできません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、いかなる者又は法人に対しても、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連するあらゆる間接的、特別、二次的又は付随的な損失又は損害に対して、ムーディーズ又はその取締役、役員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー又はサプライヤーのいずれかが事前に当該損失又は損害 (a)現在若しくは将来の利益の喪失、又は(b)関連する金融商品が、ムーディーズが付与する特定の信用格付の対象ではない場合に生じるあらゆる損失若しくは損害を含むがこれに限定されない) の可能性について助言を受けていた場合においても、責任を負いません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連していかなる者又は法人に生じたいかなる直接的又は補償的損失又は損害に対しても、それらがムーディーズ又はその取締役、役員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー若しくはサプライヤーのうちいずれかの側の過失によるもの (但し、詐欺、故意による違反行為、又は、疑義を避けるために付言すると法により排除し得ない、その他の種類の責任を除く)、あるいはそれらの者の支配力の範囲内外における偶発事象によるものである場合を含め、責任を負いません。

ここに記載される情報の一部を構成する格付、財務報告分析、予測及びその他の見解 (もしあれば) は意見の表明であり、またそのようなものとしてのみ解釈されるべきものであり、これによって事実を表明し、又は証券の購入、売却若しくは保有を推奨するものではありません。ここに記載する情報の各利用者は、購入、保有又は売却を検討する各証券について、自ら研究・評価しなければなりません。

ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、(明示的、黙示的を問わず) いかなる保証も行っておりません。

Moody's Corporation (以下「MCO」といいます) が全額出資する信用格付会社であるMoody's Investors Service, Inc.は、同社が格付を行っている負債証券 (社債、地方債、債券、手形及びCPを含みます) 及び優先株式の発行者の大部分が、Moody's Investors Service, Inc.が行う評価・格付サービスに対して、格付の付与に先立ち、1500ドルから約250万ドルの手数料をMoody's Investors Service, Inc.に支払うことに同意していることを、ここに開示します。また、MCO及びMISは、MISの格付及び格付過程の独立性を確保するための方針と手続を整備しています。MCOの取締役と格付対象会社との間、及び、MISから格付を付与され、かつMCOの株式の5%以上を保有していることをSECに公式に報告している会社間に存在し得る特定の利害関係に関する情報は、ムーディーズのウェブサイト[www.moody.com](http://www.moody.com)上に「Investor Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy」という表題で毎年、掲載されます。

オーストラリア専用の追加条項: この文書のオーストラリアでの発行は、ムーディーズの関連会社であるMoody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 (オーストラリア金融サービス認可番号336969) 及び (又は) Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 (オーストラリア金融サービス認可番号383569) (該当する者) のオーストラリア金融サービス認可に基づき行われます。この文書は2001年会社法761G条の定める意味における「ホールセール顧客」のみへの提供を意図したものです。オーストラリア国内からこの文書に継続的にアクセスした場合、貴殿は、ムーディーズに対して、貴殿が「ホールセール顧客」であるか又は「ホールセール顧客」の代表者としてこの文書にアクセスしていること、及び、貴殿又は貴殿が代表する法人が、直接又は間接に、この文書又はその内容を2001年会社法761G条の定める意味における「リテール顧客」に配布しないことを表明したことになります。ムーディーズの信用格付は、発行者の債務の信用力についての意見であり、発行者のエクイティ証券又はリテール投資家が取得可能なその他の形式の証券について意見を述べるものではありません。リテール投資家が、投資判断を行う際にムーディーズの信用格付及びムーディーズの刊行物を利用することは、慎重を欠き不適切です。もし、疑問がある場合には、ご自身のフィナンシャル・アドバイザーその他の専門家に相談することを推奨します。

日本専用の追加条項: ムーディーズ・ジャパン株式会社 (以下、「MJKK」といいます。) は、ムーディーズ・グループ・ジャパン合同会社 (MCOの完全子会社であるMoody's Overseas Holdings Inc.の完全子会社) の完全子会社である信用格付会社です。また、ムーディーズSFジャパン株式会社 (以下、「MSFJ」といいます。) は、MJKKの完全子会社である信用格付会社です。MSFJは、全米で認知された統計的格付機関 (以下、「NRSRO」といいます。) ではありません。したがって、MSFJの信用格付は、NRSROではない者により付与された「NRSROではない信用格付」であり、それゆえ、MSFJの信用格付の対象となる債務は、米国法の下で一定の取扱を受けるための要件を満たしていません。MJKK及びMSFJは日本の金融庁に登録された信用格付業者であり、登録番号はそれぞれ金融庁長官 (格付) 第2号及び第3号です。

MJKK又はMSFJ (のうち該当する方) は、同社が格付を行っている負債証券 (社債、地方債、債券、手形及びCPを含みます。) 及び優先株式の発行者の大部分が、MJKK又はMSFJ (のうち該当する方) が行う評価・格付サービスに対して、格付の付与に先立ち、20万円から約3億5,000万円の手数料をMJKK又はMSFJ (のうち該当する方) に支払うことに同意していることを、ここに開示します。

MJKK及びMSFJは、日本の規制上の要請を満たすための方針と手続も整備しています。

レポート番号 1128560

## CLIENT SERVICES

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454