

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

高速道路会社 4 社の格付見直し結果

発行体	証券コード	長期発行体格付		見通し
中日本高速道路株式会社	—	【据置】	AAA	安定的
東日本高速道路株式会社	—	【据置】	AAA	安定的
西日本高速道路株式会社	—	【据置】	AAA	安定的
首都高速道路株式会社	—	【据置】	AAA	安定的

（個別債券の格付など詳細については 4 ページ以降をご参照ください）

■格付の視点

- 高速道路会社 4 社（会社）は、道路関係四公団の分割民営化により 05 年 10 月に設立された特殊会社。独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構（機構）と締結した「協定」に基づき、高速道路などの建設および管理・運営などを実施する高速道路事業のほか、サービスエリア（SA）やパーキングエリア（PA）の管理・運営を行う SA・PA 事業などの関連事業も手掛ける。会社の格付は、政策上の重要性が極めて高い事業を行っていること、設立根拠法である高速道路株式会社法において国との強い結びつきが規定されていることなどを反映し、日本国と同格としている。
- 高速道路事業では、上下分離方式の事業スキームが採用されており、必要な道路の効率的な建設・管理および債務の確実な返済が担保されている。会社が建設した道路資産は、原則として工事完了後に機構に帰属し、その建設のために会社が調達した社債や借入金（機構が引き受ける（重畳的債務引受））。会社は機構から道路資産を借り受け、機構は会社から支払われる道路資産賃借料を原資として債務を返済する。料金徴収期間満了後すなわち債務返済完了後、道路資産は道路管理者である国、地方公共団体に帰属することを踏まえると、会社は国などが実施すべきインフラ整備事業を代行する役割を担っているといえる。国はこれまでの成果・課題や今後必要な取り組みについての検証結果として、15 年 7 月に「高速道路機構・会社の業務点検」を公表した。民営化の目的に即して有利子債務の着実な削減や建設コスト縮減が図られていることなどが評価され、現状の高速道路事業の基本的な枠組みを継続する必要性があることが示されている。
- 会社が機構に引き渡す債務限度額、会社が徴収する高速道路料金の額（計画料金収入）、会社の維持管理費用（計画管理費）、会社が機構から借り受ける道路資産の賃借料などは、高速道路事業にかかる債務を料金徴収期間の満了となる 65 年 9 月まで（首都高速道路株式会社以外は 60 年 5 月まで）に返済することを前提として、高速道路事業の収支が均衡するように協定で定められている。資材価格の高騰などで高速道路の建設費が増加し債務引受限度額を超過する場合、あるいは大規模な災害の発生、経済環境の変化などで計画管理費、計画料金収入を見直す必要がある場合など、必要に応じて協定を変更することが可能となっており、高速道路会社の経営に影響が及ばないように取り計らわれる。最近の協定の変更をみると、会社の最重要課題の一つである更新事業（大規模更新・大規模修繕）の実施にあたり、その財源を確保するために料金徴収期間の延長が行われたほか、「首都圏の新たな高速道路料金」の導入にあたり、計画料金収入や計画管理費の見直しが行われている。また、協定における計画料金収入対比で実際の料金収入が上下 1%を超えて変動する場合に、道路資産の賃借料を変動させることで、会社の損益に与える影響を一定の範囲に抑えることが

可能となっている。このように、高速道路需要の変化などに伴う事業リスクを顕在化させない仕組みがある点を高く評価している。

- (4) 会社は関連事業の規模拡大には慎重なスタンスをとっており、関連事業にかかる事業リスクは小さい。関連事業にかかる債務も高速道路事業にかかる社債のクロスデフォルト条項の対象となることから、高速道路債務の返済確実性を最重視するなかで、多額の外部調達が必要となるようなリスクの高い事業を展開することは考えにくい。
- (5) 会社の損益構造をみると、高速道路事業は協定に基づき基本的に収支が均衡する仕組みであるものの、道路施設点検、雪氷対策などの実際の管理コストが計画管理費を上回る場合などで赤字となる可能性はある。一方、関連事業では、各社とも一定の利益を確保しており、高速道路事業の利益変動に対するバッファとなっていることから、全社ベースで赤字となる可能性は低い。各社とも自己資本対比でみた道路建設債務の水準が高いものの、当該債務は道路完成後に機構に承継されることを勘案すれば、財務の健全性に問題はないと判断している。

■各社の格付事由

中日本高速道路

【据置】

長期発行体格付	A A A
格付の見通し	安定的
債券格付	A A A

- (1) 国が全額出資する特殊会社であり、事業基盤は首都圏から中部、近畿にかけた比較的交通量の多い地域。東名高速道路、中央自動車道、新東名高速道路といった東京から名古屋、大阪を結ぶ日本の大動脈となる高速道路の建設・管理運営を行っている。営業延長は 16 年 3 月末現在 2,058km。建設の中心である新東名高速道路は、12 年 4 月に御殿場 JCT～三ヶ日 JCT162km、16 年 2 月に浜松いなさ JCT～豊田東 JCT55km が開通した。建設延長は 208km と、高速道路会社のなかで最長である。
- (2) 新東名高速道路の供用に伴う SA 新設などで 12/3 期に関連事業で外部調達を行ったが、当該借入金 は 16/3 期に返済が完了した。高速道路外で初の大規模地域開発として、商業複合施設（テラスゲート土岐）を 15 年春に開業している。当該事業に係る資金調達はグループ子会社が当社の保証を付けずに実施しており、高速道路事業にかかる社債のクロスデフォルト条項の対象となっていない。
- (3) 高速道路事業では、14/3 期から 16/3 期まで利益剰余金を活用した機構の債務引受の対象とならない高速道路の緊急補修・耐久性向上にかかる事業（利益剰余金活用事業）を実施していることから、14/3 期以降、赤字となっている。一方、関連事業では SA・PA 事業を中心に比較的安定した利益が計上されていることから、全社ベースでは一貫して最終黒字が維持されている。純資産額（連結ベース）は 15 年 9 月末 2,200 億円弱と、リスクバッファとして十分な厚みがある。

東日本高速道路

【据置】

長期発行体格付	A A A
格付の見通し	安定的
債券格付	A A A

- (1) 国が全額出資する特殊会社であり、事業基盤は新潟県および長野県の一部を含む関東以北から北海道までと広範囲に及ぶ。東北自動車道、関越自動車道、常磐自動車道といった高速道路の建設・管理運営を行っている。営業延長は 16 年 3 月末現在 3,842km と、高速道路会社の中で最長である。常磐自動車道については、東日本大震災の影響で施工スケジュールの見直しを余儀なくされ建設が遅れていたが、15 年 3 月の常磐富岡

IC～浪江 IC の開通で全線が開通した。建設延長は 145km、このうち国との共同事業である東京外かく環状道路（東京外環）及び圏央道の整備が全体の 6 割を占めている。

- (2) 関連事業にかかる投資は SA・PA 事業が大宗である。SA・PA 事業では、テーマ型パーキングエリアや道ナカ商業施設（Pasar）など、サービス向上を図る目的で、近年、積極的に投資を実施しているが、その全てを内部資金で対応しており、これまで関連事業では外部調達の実績はない。
- (3) 高速道路事業では、12/3 期は東日本大震災に伴う東北地方の高速道路無料措置などの影響、14/3 期は利益剰余金活用事業を実施したことなどからそれぞれ赤字となったものの、その 2 期以外は黒字が確保されている。一方、関連事業では、SA・PA にかかる減価償却費の増加などで関連事業全体の営業利益は減益傾向にあるものの一定の利益水準は確保していることから、全社ベースでは一貫して黒字が維持されている。純資産額（連結ベース）は 15 年 9 月末 2,000 億円強と、リスクバッファとして十分な厚みがある。

西日本高速道路

【据置】

長期発行体格付	A A A
格付の見通し	安定的
債券格付	A A A

- (1) 国が全額出資する特殊会社であり、事業基盤は近畿から中国、四国、九州、沖縄と広範囲に及ぶ。名神高速道路、中国自動車道、九州自動車道といった高速道路の建設・管理運営を行っており、営業延長は 16 年 3 月末現在 3,453km。建設延長 102km のうち、新名神高速道路（新名神）が全体の 8 割を占めており、新名神の全区間の開通は 23 年度が見込まれている。16 年 4 月に発生した熊本地震では、九州自動車道をはじめとする九州管内の高速道路の一部区間において、土工部路面陥没、段差、ひび割れ、隆起などの損傷が発生している。復旧費用が多額に上る可能性があるものの、激甚災害が発生した場合には、国からの補助金を原資とした機構からの無利子貸付金により復旧事業を行うことが可能となっていることを踏まえると、当社に大きな負担が生じる懸念は小さいとみられる。
- (2) 関連事業にかかる投資は SA・PA 事業が大宗であり、その全てを内部資金で対応していることから、これまで関連事業では外部調達の実績はない。当社と本州四国連絡高速道路株式会社（本四高速）について、本四高速が事業を営む高速道路に係る機構の債務が相当程度減少し、かつ、本四高速の経営の安定性の確保が確実となった時点で、国は合併に必要な措置を講じることが高速道路株式会社法に規定されている。現状の高速道路事業のスキームが継続すること、本四高速の関連事業の規模が小さいことを勘案すると、合併後も当社の信用力に影響はないと判断している。
- (3) 高速道路事業では、14/3 期は利益剰余金活用事業を実施したことなどから赤字となったものの、同期を除いては黒字が確保されている。一方、関連事業では SA・PA 事業を中心に比較的安定した利益が計上されていることから、全社ベースでは一貫して最終黒字が維持されている。純資産（連結ベース）は 15 年 9 月末 1,700 億円強と、リスクバッファとして十分な厚みがある。

首都高速道路

【据置】

長期発行体格付	A A A
格付の見通し	安定的
債券格付	A A A

- (1) 国（出資比率 49.99%）のほか、東京都（同 26.72%）、神奈川県（同 8.28%）、埼玉県（同 5.90%）、千葉県（同 0.80%）、横浜市（同 4.45%）、川崎市（同 3.82%）が出資する特殊会社。首都高速道路（首都高）の建

設・管理運営を行っている。営業延長は16年3月末現在311km。15年3月に中央環状品川線9.4kmが開通したことで、中央環状線は全線開通となった。

- (2) 関連事業の中核である駐車場事業は、定期駐車契約が多いことなどから利益は少額ながら5～7億円で安定している。休憩所としてPA20ヵ所を展開しているものの、規模が大きいPAは限定されているため、利益貢献は小さい。駐車場やPA店舗の改修などで每期投資を行っているものの、投資額は小さく基本的に内部資金で対応している。新たに駐車場やPAを設置する余地は小さく、関連事業にかかる投資が大きく膨らむ可能性は小さい。
- (3) 高速道路事業では、14/3期は道路施設点検、雪氷対策などの管理コストが協定上の計画値を上回ったことから赤字となったものの、同期を除いては黒字が確保されている。一方、関連事業では駐車場事業を中心に黒字を維持していることから、全社ベースで経常利益は一貫して黒字が維持されている。関連事業の利益水準が小さいことから、内部留保の蓄積ペースは緩やかである。純資産額（連結ベース）は15年9月末470億円弱と他の高速道路会社と比べると小さいが、関連事業のリスクが極めて小さいことを勘案すれば、リスクバッファとして不足はないと判断している。

(担当) 加藤 厚・南澤 輝

■格付対象

発行体：中日本高速道路株式会社

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AAA	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第58回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	250億円	2015年2月19日	2019年12月20日	0.182%	AAA
第59回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	100億円	2015年2月19日	2021年12月20日	0.309%	AAA
第60回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	100億円	2015年2月19日	2024年12月20日	0.543%	AAA
第61回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	600億円	2015年6月2日	2020年6月2日	0.262%	AAA
第62回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	500億円	2015年11月13日	2020年9月18日	0.225%	AAA
第63回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	200億円	2015年11月13日	2025年11月13日	0.576%	AAA
第4回米ドル建て社債（変動利付債）（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	115百万米ドル	2015年9月17日	2020年9月17日	(注1)	AAA
第4回米ドル建て社債（固定利付債）（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	285百万米ドル	2015年9月17日	2020年9月17日	2.381%	AAA
第5回米ドル建て社債（変動利付債）（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	150百万米ドル	2016年2月16日	2021年2月16日	(注2)	AAA
第5回米ドル建て社債（固定利付債）（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	250百万米ドル	2016年2月16日	2021年2月16日	2.241%	AAA
第6回米ドル建て社債（変動利付債）（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	250百万米ドル	2016年4月25日	2021年4月23日	(注3)	AAA

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第6回米ドル建て社債（固定利付債）（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	350 百万米ドル	2016 年 4 月 25 日	2021 年 4 月 23 日	2.293%	AAA

（注1） 3ヶ月米ドルライボーに 0.77%を加えた率。

（注2） 3ヶ月米ドルライボーに 0.97%を加えた率。

（注3） 3ヶ月米ドルライボーに 1.07%を加えた率。

（備考）米ドル建て社債の“OFFERING CIRCULAR”（目論見書）の“TERMS AND CONDITIONS OF THE FLOATING RATE BONDS”及び“TERMS AND CONDITIONS OF THE FIXED RATE BONDS”では、当該社債の地位（STATUS）は“unsecured obligations”とされている。ただし、高速道路株式会社法においては、「会社の社債権者は、当該会社の財産について他の債権者に先立って自己の債権の弁済を受ける権利を有する（ただし、先取特権の順位は、民法の規定による一般の先取特権に次ぐものとする）」（一般担保）とされている。

発行体：東日本高速道路株式会社

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AAA	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第30回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	500 億円	2015 年 5 月 21 日	2020 年 6 月 19 日	0.262%	AAA
第31回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	400 億円	2015 年 7 月 30 日	2020 年 6 月 19 日	0.247%	AAA
第32回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	400 億円	2015 年 9 月 17 日	2020 年 9 月 18 日	0.221%	AAA
第33回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	500 億円	2015 年 11 月 19 日	2020 年 12 月 18 日	0.236%	AAA
第34回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	400 億円	2016 年 1 月 28 日	2021 年 3 月 19 日	0.225%	AAA
第35回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	300 億円	2016 年 3 月 17 日	2021 年 3 月 19 日	0.100%	AAA

発行体：西日本高速道路株式会社

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AAA	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第26回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	250 億円	2015 年 5 月 21 日	2025 年 5 月 21 日	0.604%	AAA
第27回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	300 億円	2015 年 9 月 2 日	2025 年 9 月 2 日	0.580%	AAA
第28回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	250 億円	2015 年 11 月 5 日	2025 年 11 月 5 日	0.566%	AAA
第29回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	250 億円	2016 年 2 月 12 日	2026 年 2 月 12 日	0.310%	AAA

発行体：首都高速道路株式会社

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AAA	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第15回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	400億円	2015年10月14日	2020年9月18日	0.210%	AAA
第16回社債（一般担保付、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構重畳の債務引受条項付）	150億円	2016年2月25日	2020年12月18日	0.100%	AAA

格付提供方針に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2016年4月26日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：加藤 厚
主任格付アナリスト：加藤 厚
- 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準は、JCR のホームページ（<http://www.jcr.co.jp>）の「格付方針等」に「信用格付の種類と記号の定義」（2014年1月6日）として掲載している。
- 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法の概要は、JCR のホームページ（<http://www.jcr.co.jp>）の「格付方針等」に、「財投機関等の格付方法」（2014年3月13日）として掲載している。
- 格付関係者：
（発行体・債務者等） 中日本高速道路株式会社
東日本高速道路株式会社
西日本高速道路株式会社
首都高速道路株式会社
- 本件信用格付の前提・意義・限界：
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関しての JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCR が格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
- 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
・格付関係者が提供した監査済財務諸表
・格付関係者が提供した業績、経営方針などに関する資料および説明
- 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：
JCR は、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、発行体もしくは中立的な機関による対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
- JCR に対して直近1年以内に講じられた監督上の措置：なし

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則 17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示は JCR のホームページの“Rating Information”（http://www.jcr.co.jp/english/top_cont/rat_info01.php）に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル