



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# 日本電気株式会社 (F)

2001年秋、日本電気株式会社は2002年3月までの資金繰りを検討していた。2002年3月期には、連結最終決算では1,500億円の赤字に陥るとともに、フリー・キャッシュフローも1,000億円程度のマイナスになる見通しであった。加えて、950億円の転換社債の償還期限が2002年3月に迫っていたが、株価が転換価格を大幅に下回っていたために、償還期限までに転換される可能性は低かった。このため、日本電気では約2,000億円を調達したいと思っており、その資金をどのようにして調達するかの検討に入っていた。

### 西垣氏の社長就任

日本電気は、1999年3月期に1,579億円の赤字を連結ベースで計上し「未曾有の危機」に直面した。このような状況において、1999年3月26日、西垣浩司氏（1938年生）が社長に就任した。西垣社長は、「営業も含め一貫した体制で世界の専門メーカーをベンチマークに競争する。これまでの漠としたC&Cとは違う展開を図る」ことを強調した。<sup>1</sup>

### 事業及び資産の売却

西垣社長が社長に就任した直後の1999年3月31日、日本電気は、9月1日をメドに上場子会社の日本電気精器の株式47.7%を全てネミック・ラムダに売却することを発表した。日本電気精器は1998年9月末で74億円の累積損失を計上しており、債務超過寸前であった。また、9月28日、日本電気はNECホームエレクトロニクスを解体・再編することを発表した。

<sup>1</sup> 日刊工業新聞（1999年9月29日），p.36

このケースは、慶應義塾大学大学院経営管理研究科でのクラス討議のために、同大学教授の鈴木貞彦が、公表資料に基づいて作成したものである。このケースは、経営の巧拙を例示することを目的としたものではない。（2002年5月作成）

Copyright© 2002 by Professor Sadahiko Suzuki of Graduate School of Business Administration, Keio University, Japan. No part of this publication may not be reproduced, stored in a retrieval system, used in a spreadsheet, or transmitted in any form or by any other means - electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise - without the permission of the author. (Prepared in May 2002)

さらに、1999年11月、日本電気は、パッカードベルNEC (PB-NEC) のパソコン工場 (カリフォルニア州サクラメント) を閉鎖し、年内に事実上清算することを発表した。これより先の1995年、日本電気は170百万ドルでパッカードベルの株式19.9%を取得し、1996年には日本電気のアメリカでのパソコン事業とパッカードベルとを統合して、パッカードベルNECを発足させていた。その後、1999年1月には、日本電気はパッカードベルの創業者から株式を取得して議決権比率を88.32%に高めた。しかし、急速なパソコン価格の下落によって価格面での優位性が崩れたこともあって、パッカードベルNECの業績は悪化し、1997年と1998年にそれぞれ500億円を超える経常赤字を計上せざるを得なくなっていた。この間、日本電気はパッカードベルNECの運転資金が不足する度に資金援助をし続け、最初の出資以来、累積総融資額は1,892億円に達した。<sup>2</sup> しかし、1999年も150百万ドルの経常赤字になる見通しであり、日本電気はパッカードベルNECを事実上清算することにした。<sup>3</sup>

次いで、2000年2月、日本電気はアメリカでの通信部門にとっての唯一の生産拠点であったオレゴン州の通信機器製造工場をシンガポールのEMSであるナットスティーレ・エレクトロニクスに売却することを発表した。しかし、この決定について、社内では「米国内の拠点がなくなれば、通信分野の先端技術取得に大きなマイナスで、やるべきことが違う。縮小均衡ばかりに向かっているのは、会社の力が低下してしまう」という批判もでていた。<sup>4</sup>

一方、日本電気自体にとって、パソコン事業や半導体事業の業績悪化に伴って、2001年3月期に赤字を計上せざるを得なくなる見通しとなった。このため、その赤字を回避するために、2000年1月、日本電気は地上43階建て本社ビルを証券化して、900億円を売却すると発表した。日本電気は住友信託銀行にビルを信託譲渡し、特定目的会社を通じて証券化した信託受益権を得ることにした。売却益は連結、単独ベースとともに600億円を見込んだ。このうち、連結の売却益200億円については2001年3月期に繰り延べて計上することにした。日本電気は、売却後もビルを年50億円で賃借することにしたが、買戻し特約は設定しなかった。<sup>5</sup> しかし、本社ビルを手放すことに対しても、社内では「穴埋めが必要なら、不要な保有株を売却すればいい。それでも不足なら、赤字決算もやむを得ない。本社ビルを証券化して分売してしまったら、利益が出たときに買い戻すことも困難になる。大事な資産を、そう簡単に手放すべきではない」という批判がでていた。<sup>6</sup>

<sup>2</sup> 大野正、「NEC米パソコン子会社解体」日経金融新聞 (1999年11月11日), p.18

<sup>3</sup> 内藤稔司、「NEC米国生産から年内撤退」日刊工業新聞 (1999年11月5日), p.6

<sup>4</sup> 週刊朝日 (1999年12月3日), p.146

<sup>5</sup> 日本経済新聞 (2000年1月19日), p.11

<sup>6</sup> 週刊朝日 (1999年12月3日), p.146

## 財務体質の改善

日本電気では格付けの悪化を防ぐために、財務体質の改善に努めていた。例えば、日本電気は、利付負債の残高を1999年3月末の2兆3,700億円から2001年3月末には1兆6,900億円に削減した。これによって、利付負債の株主資本に対する比率を2.6倍から1.8倍に低下した。

一方、日本電気は、2000年3月期の単独ベースで退職給付債務について割引率3.5%のもとで、約2,000億円の積み立て不足額を抱えていた。このため、2001年3月期以降、不足額を年間150億程度で償却する方針を決定した。<sup>7</sup> 一方、2001年3月期、日本電気はグループ企業の日本電気硝子（31.9百万株）及びアンリツ（19.2百万株）の株式1,968億円を退職給付信託として拠出するとともに、単独決算に退職給付信託設定益約1,794億円を計上した。<sup>8</sup>

一方、松本滋夫専務は、2002年3月期に連結株主資本利益率（ROE）で15%を目指すとして述べていた。また、事業の評価には資本コストを導入することにしていて、松本専務は次のように述べていた。<sup>9</sup>

「株主資本は投資家から預かっている資金だ。ノーコストではなく、投資家が期待する一定のコストがかかっている。それを各事業部門に意識させる狙いがある。どういう単位で管理するかは、三カンパニーの準備室長が中心になって検討している段階だが、最小単位で100ぐらいになる見込みだ。まず資本金、資本準備金、剰余金など株主資本を各事業に再配分し、税引き後の利益に対して、5%の資本コストを賦課する仕組みにする。税引き後の利益から資本コストを差し引いたものが各事業部門の内部留保になる。負債コストは実質金利を賦課してあるので、この場合の資本コストは株主資本に対するコストを示す。（資本コストを5%にした理由は）アナリストが電機業種の経済付加価値（EVA）を計算するときを使う資本コストが5%強であることが一つの根拠だ。次に当社は2002年3月期に連結税引き前利益で3,000億円、純利益で1,700億円を目標にしている。配当性向を30%とすると、500億円～550億円が投資家が期待する取り分となる。想定する連結株主資本が約1兆円だから、投資家が期待する収益率は5%になる計算だ。こちらの方がわかりやすいので、社内では後者の説明をしている。米国企業に比べ、目標とする資本コストが低いという見方もあるかもしれない。米国に比べ低いことを意識する必要はあるが、日米の金利差は大きい。日本の事業環境から考えれば5%はいいレベルではないかと思う。（5%を下回る事業について）不採算事業に対して、撤退を含めた対策をとることは社長も表明している。だが、5%に達しない事業からいきなり撤退するのは現実的ではない。それぞれの状況

<sup>7</sup> 日本経済新聞（2000年3月15日），p.19

<sup>8</sup> 日本経済新聞（2001年2月22日），p.17

<sup>9</sup> 大野正、「連結新時代、財務戦略を聞く、NEC」日経金融新聞（1999年12月14日），p.21

を判断して決めるものだ。実際に撤退対象になるのは、2年連続の赤字とか、資本金を食いつぶし、マイナスになった場合などが考えられる。」

一方、西垣社長は、「リストラはまだ7合目。グループ全体のリソースの重複や資本効率の低い事業体を何とかする」と力説していた。<sup>10</sup>

#### 投資計画

2000年7月、日本電気は、2003年3月期までの3年間において設備投資で1兆700億円、M&Aなどの事業投資で6,000億円、合計1兆6,700億円の投資を行なうことを明らかにした。その資金源泉として、3年間の営業キャッシュフローとして1兆5,200億円を予想していた。その上で、設備投資を差し引いたフリー・キャッシュフロー4,500億円のうち、3,300億円を財務体質の改善に充当することにした。残りの1,200億円は、M&Aなどの事業投資に充当することにした。そして、その事業投資のための不足額4,800億円の資金源泉として、子会社上場で約2,400億円、不動産や関係会社を売却することによって約2,400億円を調達することにした。<sup>11</sup>

#### 子会社による新規株式公開

西垣社長は、積極的に子会社を証券取引所に上場させることにしていた。西垣社長は、子会社上場によって、キャピタルゲインを得るとともに、子会社を株式市場にさらして、そこから客観的な評価を受けることによって経営に緊張感をもたらしたいと思っていた。<sup>12</sup> しかし、子会社上場は、子会社の利益の一部を少数株主に流し、配当を外部に流出を招くことを意味していた。さらに、将来子会社をコントロールできなくなることも危惧されていた。事実、日立製作所は海外で投資家から「なぜ、株主の財産を切り売りするんだ」と激しく非難され、子会社上場の基準をどうするか悩んでいると報道されていた。<sup>13</sup>

同様な批判を想定して、西垣社長は、次のように述べていた。「関係会社株式を上場する最大の目的は上場に伴う株式売却益ではない。上場を目指すことで関係会社の経営に筋金が入る。また、海外でも独シーメンスが半導体子会社を上場させ、株主から評価されたような事例もある。関係会社の上場はグローバルスタンダードではないとの指摘があるが、私はそうは思わない。ただ、規模の大きい会社を上場するには配慮が必要だ。例え

<sup>10</sup> 千秋敏、「会長・社長定年制で背水の陣を敷いた西垣浩司NEC社長」月刊経営塾（2000年2月），p.103

<sup>11</sup> 大野正、「NEC、子会社上場で2,400億円調達」日経金融新聞（2000年7月6日），p.18

<sup>12</sup> 遠藤典子、「関連会社上場と6000億円のM&Aでグループを再構築」週刊ダイヤモンド（2000年9月9日），p.87

<sup>13</sup> 大野正、「NEC、子会社上場で2,400億円調達」日経金融新聞（2000年7月6日），p.18

ば、上場する関係会社の株式を NEC の株主に割り当てるようなことも考えていく。いずれにせよ、NEC の株主価値を増やすのが狙いで、株主価値を損なっては意味がない。」<sup>14</sup>

2000年7月、日本電気は NEC ソフト（ソフトウェアの開発を行なう連結子会社）の株式を公開した。すなわち、2.8百万株を1株当たり7,107円で第三者向けに公募発行して、総額で19,900百万円を調達した。同時に、2.8百万株を同じ価格で第三者に売却して17,399百万円の売却益を計上した。この株式公開によって、日本電気の NEC ソフトに対する持株比率は95.34%から67.41%に低下した。その一方で、NEC ソフトの1株当たり公募価格が1株当たり平均投資簿価を上回ったことに伴って、12,990百万円の投資簿価の修正が必要となり、同額の利益を計上した。しかし、日本電気は、この利益について5,456百万円の繰延税金負債を計上した。

2000年10月、日本電気は NEC マシナリー（半導体製造装置及びFAシステムの製造ならびに販売を行なう連結子会社）の株式を公開した。すなわち、1百万株を1株当たり4,735円で第三者向けに公募発行して、総額4,735百万円を調達した。この株式公開によって、日本電気の NEC マシナリーに対する持株比率は90.90%から53.91%に低下した。この株式公開にあたって、NEC マシナリーの1株当たりの公募価格が1株当たりの平均投資簿価を上回ったので、2,300百万円の投資簿価の修正が必要となった。このため、日本電気は同額の利益を計上するとともに、966百万円の繰延税金負債を計上した。

さらに、日本電気は、NEC リース（情報機器リース業）と NEC フィールドディング（企業や消費者向けコンピューター保守サービス業）も2001年以降の株式上場を目指して準備作業を進めていた。西垣社長は、NEC では上場基準を満たしている子会社及び関連会社は「少なくとも20～30社はある」と述べていた。<sup>15</sup>

#### ニューヨーク証券取引所への上場準備

日本電気は、2002年をメドに日本電気本体及びその子会社の株式をニューヨーク証券取引所に上場して、株式交換などの方法で、大規模なM&Aを展開することにした。このため、2000年夏、日本電気は、自社のほか、通信システム子会社である NEC ビジネス・ネットワーク・ソリューションズ（本社テキサス州アービング）について上場準備に入った。<sup>16</sup>

西垣社長は、「現金で1,000億円を超えるM&Aはリスクを伴う。株式交換でリスクを減らしながら大型M&Aを実施したい。そのためには、NEC株を米国で通用する株にしなければならない」と述べていた。<sup>17</sup>

<sup>14,17</sup> 大野正、「キャッシュフロー戦略を聞く、NEC西垣浩司社長」日本経済新聞（2000年7月11日）、p.17

<sup>15</sup> 日本経済新聞（2000年3月28日）、p.11

<sup>16</sup> 日本経済新聞（2000年7月5日）、p.11

2001年7月、日本電気は、NECビジネスソリューションズを2002年3月にシドニーにあるオーストラリア証券取引所に株式を公開することにした。その時点で全株式の40%を一般に売り出し、70～80百万オーストラリア・ドル（1オーストラリア・ドル＝約64円）の資金を調達することにしてきた。NECビジネスソリューションズはオーストラリアにある生産・販売の子会社、NECオーストラリア（メルボルン）から通信サービス部門を独立させて2001年3月に分社化した会社であった。NECビジネスソリューションズは、オーストラリアの企業や政府向けに構内交換機（PBX）などの通信システムを提供するとともに、コールセンターなどの運営・管理を企業・政府に代わって引き受けるアウトソーシングの受託も行っていた。それによって、NECビジネスソリューションズは構内交換機（PBX）でオーストラリア市場の45%とトップシェアを取っていた。<sup>18</sup>

#### 企業買収

日本電気は、NTTとの密接な関係のもとに、通信機器分野では日本国内ではトップメーカーであった。一方、アメリカでは、日本電気は構内交換機（PBX）など自社製品を中核にアメリカ企業の社内通信システム構築を請け負い、業容を拡大していた。

2000年8月、日本電気は、NECビジネス・ネットワーク・ソリューションズを通じて、SJIコーポレーション（ワシントン州シアトル）を買収した。SJIはインターネットを利用した企業向けの社内通信網やデータ管理システムの開発、構築、運用サービスを手掛けており、シスコシステムとも提携関係にあった。SJIはシアトルやポートランドなど北西部にサービスの拠点を多く持っていた。日本電気は、SJIの買収によって、企業向けのネットワークサービス事業を北西部にも拡大した。買収金額は推定で6～7百万ドルであった。

2000年11月、日本電気は、アドバンスト・ネットワークス（マサチューセッツ州ウォーサム市）を買収した。アドバンスト・ネットワークスは構内交換機（PBX）などのネットワーク関連機器、システムの販売、工事、保守などを手掛け、ボストンを中心としたニューイングランド地域に販売・サービス網を持っており、シスコシステムとも提携していた。買収金額は推定で約10百万ドルであった。<sup>20</sup>

2001年2月、日本電気は、ジャノングループ（ニューヨーク市）を買収した。ジャノングループは企業向けの通信システム構築・運営を請け負う会社であり、ニューヨークのほか、シカゴなど中西部やシャーロットなど南部に有力顧客企業を抱えていた。ジャノングループはシスコシステムからソリューション分野の協力会社の認定を受けていた。買

<sup>18</sup> 日本経済新聞（2001年7月11日），p.11

<sup>19</sup> 日本経済新聞（夕刊）（2000年8月11日），p.3

<sup>20</sup> 日本経済新聞（2000年11月29日），p.13

収金額は数十億円であった。<sup>21</sup>

2001年3月、日本電気は中堅情報システムサービス会社、ゼファー（マサチューセッツ州）の発行済株式の約20%を26百万ドル（約31億円）で取得することにした。日本電気は、ゼファーが持つ情報技術分野での戦略コンサルティングから電子商取引など情報システム構築のノウハウを取り込み、インターネットを活用した企業向けシステムサービス事業を展開することにした。<sup>22</sup>

2001年9月、日本電気はアクティブボイスを買収するとともに、10月にシアトルに新会社を設立して、アクティブボイスの社名を引き継ぐことにした。アクティブボイスはボイスメールシステムと統合メールシステムの開発販売会社であり、1999年以降、NECアメリカとボイスメールシステムと統合メールシステム分野で提携関係にあった。また、新会社は、NECアメリカが64%、NECインフロンティアが36%を出資することにした。新会社は、NECアメリカのネットワークソリューション事業強化戦略の一環であった。日本電気は、ボイスメール・サービスへの迅速な対応と安定供給により、構内交換機（PBX）やキーテレフォンの競争力強化やNECグループとしての販売力を強化することにした。<sup>23</sup>

#### 会社再編

2000年8月、日本電気は、2001年4月に施行される会社分割制度を利用して、系列の通信機器メーカーである日通工の株式を取得して子会社とするとともに、自社のPOS端末事業と電話機事業を日通工に移管することにした。日本電気は、移管する事業の価値に相当する日通工の株式37百万株(約200億円)を買い取り、持株比率を34%から53%に高めることとした。日本電気が移管する2事業の売上高は約500億円（2000年3月期）であり、日通工の売上高は約550億円であった。この事業統合によって、日本国内のシェアはPOS端末事業で東芝テックに次いで2位、企業向け電話機では3位となる見通しであった。2001年6月、日本電気は、日通工をNECインフロンティアと社名変更し、2004年をメドに国内で1位、世界で3位以内のシェアを目指すこととした。<sup>24</sup>

2001年9月、日本電気は電子部品事業を分離して、2002年4月に系列電子部品メーカーのトーキンに統合することにした。トーキンは半導体製造装置向けの圧電素子や光通信部品などの事業を主力としていた。一方、日本電気が分離するのは、携帯電話機などに使用されるコンデンサー、二次電池および交換機向けリレーの3事業であった。これら事業の2001年3月期の連結売上高は773億円であった。また、従業員は海外の3,200人を含めて約5,000人であったが、3事業の従業員はトーキンに出向させることとした。

<sup>21</sup> 日本経済新聞（夕刊）（2001年2月2日），p.3

<sup>22</sup> 日本経済新聞（2001年3月6日），p.11

<sup>23</sup> 日刊工業新聞（2001年9月25日），p.9

<sup>24</sup> 日本経済新聞（2000年8月26日），p.11

日本電気はこれら3事業のトーキンへの移管に合わせて、トーキンの新株を約49.7百万株買い取ることにした。その結果、日本電気は、トーキンに対する持株比率を40.6%から66.6%に引き上げ、社名もNECトーキンに変更し、グループの電子部品事業の中核子会社にすることにした。西垣社長は、「統合により、NECの製品開発力とトーキンの素材技術を掛け合わせ事業を強化する」と述べていた。また、トーキンの羽田社長は、「村田製作所などと肩を並べる世界トップクラスの部品会社を目指す」と述べていた。<sup>25</sup>

2001年10月、日本電気は、アメリカのコンピューターメーカーSGIの日本子会社、日本SGIに出資して、連結子会社にすることにした。日本電気が日本SGIの株式の40%、NECソフトが20%を取得することにし、合計約115億円を出資した。日本電気は、システムエンジニアを多く抱えていた日本SGIを傘下に収めて、成長性の高いシステム構築事業を強化することにした。<sup>26</sup>

#### 事業売却

企業買収や事業再編を進める一方で、日本電気は、採算の見通しがとれない事業の売却を積極的に進めていた。海外においては、2000年6月、ブラジル工場をカナダの電子機器製造受託会社（EMS）大手であるセレスティカに売却した。また、2000年12月、日本電気はイギリスの携帯電話の開発・製造子会社、NECテクノロジーズUK（テルフォード市）の工場施設を同じセレスティカに売却した。そして、NECテクノロジーズUKは研究・開発部門に専念することにした。<sup>27</sup>

2001年4月、日本電気はテクノロジーNECメキシコを解散して清算した。また、携帯電話機を製造していたその工場（グアダラハラ市）を閉鎖した。メキシコ工場の生産分はアリマなどの台湾のメーカーに生産委託することにした。<sup>28</sup>

一方、日本国内においても、2001年2月8日、日本電気は100%子会社、NECレーザ・オートメーション（NELA,神奈川県津久井町）の半導体封止装置事業部門を住友重機工業に売却することにした。<sup>29</sup> さらに、2月28日、日本電気は、半導体製造装置の子会社である安藤電気の所有株式35%のうち33%の株式を横河電機に譲渡した。譲渡額は132億円であった。<sup>30</sup> また、4月26日、日本電気は、8月末をメドに、業務用レーザープリンターの開発・生産・販売を手掛ける全額出資子会社のNEC新潟（柏崎市）の全株式を富士ゼロックスに売却することを発表した。<sup>31</sup>

<sup>25</sup> 日本経済新聞（2001年9月26日），p.11

<sup>26</sup> 日経産業新聞（2001年10月29日），p.5

<sup>27</sup> 日経産業新聞（2000年12月15日），p.3

<sup>28</sup> 日本経済新聞（2001年4月3日），p.11

<sup>29</sup> 日本経済新聞（2001年2月9日），p.13

<sup>30</sup> 日本経済新聞（2001年2月1日），p.11

<sup>31</sup> 日経産業新聞（2001年4月27日），p.7



2001年10月、NECインフロンティアは全額出資子会社、日通工エレクトロニクス（長野県須坂市）の経営権を台湾の電子部品メーカー、ウォルシン・テクノロジーに譲渡することにした。すなわち、日通工エレクトロニクスの増資の際に、ウォルシンが1,450百万円、NECインフロンティアが500百万円、それぞれ出資し、ウォルシンの持株比率を70%、NECインフロンティアの持株比率を30%とすることにした。日通工エレクトロニクスは家電機器に内臓して雑音を防ぐフィルムコンデンサーを生産しており、ウォルシンはセラミックコンデンサーの大手であった。日本電気としては、低価格化が進む電子部品事業を台湾メーカーの資本を入れることによってこ入れするとともに、海外販売を強化することにした。<sup>32</sup>

2001年10月、日本電気は、NEC茨城のサーバーなど高性能コンピューター製造部門をEMS世界最大手のソレクトロンに売却することを発表した。2002年3月までに、同部門を独立の新会社として設立して、その全株式をソレクトロンに譲渡することにした。製造部門の約500人もソレクトロンに移管することにした。この結果、NEC茨城はコンピューター開発とデータセンターの2部門を継続して経営することにした。<sup>33</sup>

2001年11月、日本電気は、NEC宮城の製造部門とNEC山形の山梨工場を売却することで、海外の複数のEMSと売却交渉に入っており、2002年3月末までに譲渡することを発表した。日本電気が売却するのは光ファイバーの伝送容量を高める光波長分割多重伝送（WDM）システムやDSL（デジタル加入者線）装置などの通信機器の製造部門であり、2001年末にも同部門が新会社を設立し、全株式をEMSに譲渡することにした。NEC宮城の800人、NEC山梨の山梨工場の400人もEMSに移籍することにした。光通信用部品と光海底ケーブルは、従来通りNEC山梨の大月工場で生産し、NEC宮崎は光通信システムの開発に特化することにした。<sup>34</sup>

### パソコン事業の見直し

日本電気のパソコン事業は、1980年から販売したPC98シリーズの大ヒットによって、長い間にわたって、日本国内市場の約60%を抑えていた。すなわち、日本のパソコンは日本語ソフトが必要なため、アメリカで主流であったパソコンとは別規格が必要であった。そのため、日本電気は事実上の1社独占体制が可能になった。その後、アメリカのパソコンでも日本語で使用可能になったが、日本電気は豊富なソフトによって日本市場での優位を維持した。

しかし、世界市場を対象とするパソコンと日本市場に限定された日本電気のパソコンとでは、価格競争力に大きな差があった。ビジネスのグローバル化に伴って、世界中ど

<sup>32</sup> 日経産業新聞（2001年9月18日），p.7

<sup>33</sup> 日本経済新聞（2001年10月24日），p.13

<sup>34</sup> 日本経済新聞（2001年11月6日），p.11

こでも使用できるパソコンのほうが便利であった。このため、1997年、日本電気は独自仕様のパソコンから世界標準仕様のパソコンに切り替えた。西垣社長は「標準仕様になれば、根本的には他社との差がなくなる。コストや機能といった共通の土俵で勝負しなければならず、優位性が消えた」と述べていた。<sup>35</sup> 2001年、日本電気はデスクトップパソコンでは日本国内で1位を維持していた。しかし、ノートパソコンでは個人客主体の店頭販売ではソニーに1位を奪われていた。さらに、個人向けのパソコン需要自体も、2000年前半はY2Kの反動とインターネットブームで前年比2桁増のペースで伸びたが、2001年春以降は、ソニー以外の各社の国内出荷台数は低迷していた。

この状況において、西垣社長は、パソコン事業の改革に乗り出した。西垣社長は、「これまでNECのパソコン事業は、生産工場が三つもあり、開発やデザインもNEC本体だけでなく、部分的には米沢とか群馬の生産子会社でもやっていた。購買も集中購買をやったり、各生産子会社がバラバラに買ってみたり、まったく統一されていなかった。つまり、サプライチェーンの整理ができていなかった」と述べていた。<sup>36</sup>

こうした問題を解決するために、2001年4月、日本電気は、パソコンの開発から生産、保守サービスまで一貫して請け負うDMS（デザイン・エンジニアリング・マニュファクチャリング&サービス）を目指す新会社を設立することにした。すなわち、日本電気本体のパソコン事業部の開発部門と生産子会社であるNEC群馬、NEC米沢、NECデータ機器及びNEC新潟を統合し、売上高5,500億円規模の新会社NECカスタムテクニカを設立した。その新会社は、工場のEMS会社化も視野に入れ、売上高の10%をNEC以外から受注することにした。パソコンなどの資材購入先の集約やネット調達も導入し、2年間で資材調達コストを合計で30%削減することにした。<sup>37</sup> 西垣社長は、「デザインから生産、購買まで一元化することで変動対応力を強化するのが狙いだ」と述べていた。<sup>38</sup>

また、店頭で販売する商品の卸売会社であるNECパーソナル（パステム）の機能をマーケット重視の方向で強化することにした。すなわち、単なる手数料商売だけでなく、商品企画から在庫、販売責任までの責任を負う体制に転換させることにした。<sup>39</sup>

日本電気は、パソコン事業の周辺事業でも改革を進めた。すなわち、ノートパソコン・モニター向け液晶の自社生産を中止し、台湾の奇美電子に生産を委託することにした。<sup>40</sup> また、日本電気は、パソコン向け液晶表示装置（LCD）では2000年に世界シェア7%で大

<sup>35,36</sup> 西垣浩司、「パソコン事業改革の全貌を語ろう」週刊東洋経済（2001年6月30日），p.32

<sup>37</sup> 日本経済新聞（2001年4月27日），p.13

<sup>38</sup> 西垣浩司、「パソコン事業改革の全貌を語ろう」週刊東洋経済（2001年6月30日），p.32

<sup>39</sup> 山田俊浩他、「苦悩するパソコン」週刊東洋経済（2001年6月30日），p.30

<sup>40</sup> 日本経済新聞（2001年4月27日），p.13

手の一角を占めていた。しかし、韓国や台湾メーカーの構成で価格が急落し、汎用品では1年で半分に下落していた。このため、日本電気は、NEC秋田とNEC鹿児島でのパソコン向け液晶表示装置（LCD）の生産を2001年末をメドに中止することにした。そして、NEC秋田では携帯電話機向けの小型LCDや業務用機器向けの大型LCDを生産することを検討した。また、NEC鹿児島は薄型大画面の表示装置（PDP）の生産拠点として活用すること  
5  
を検討した。<sup>41</sup> 日本電気は生産したLCDの半分を自社のノートパソコンに搭載していたが、今後は鳥取三洋電機や海外企業からの調達を増やすことで賄うことにした。このほか、日本電気は、コスト対策としてマザーボード（パソコンの頭脳である中央演算子（CPU）など主要部品を搭載した基板でパソコンの本体）の国内での生産を中止して、全て海外で  
10  
調達することにした。

### 半導体事業の見直し

日本電気は2001年の世界の半導体市場（出荷額ベース）を前年比26%減と予想していた。これは過去最大の半導体不況と言われた1985年（前年比17%減）を大幅に上回るペースでの悪化予想であった。1996年および1998年のDRAM不況時では、日本電気は生産  
15  
拠点を温存したが、今回の半導体不況に経営陣はもはや耐えられないと思っていた。

この2年間、世界の半導体市場での日本電気のシェアは大きく低下した。1998年にメモリー市場で世界2位であったが、2000年には6位に転落した。得意としていたASIC（特定用途向けIC）でも3位から4位に後退した。半導体全体の売上高でも2000年に東芝に  
20  
抜かれて3位に後退した。西垣社長は、「ノウハウが集約する半導体製造装置が海外流出し、海外との品質格差がなくなった。これでは人件費の勝負で韓国などに勝てない」と判断した。<sup>42</sup> 「特にDRAMなど汎用品を量産してきた半導体事業は、従来の仕組みが通用しなくなった。線幅の細さを競う加工技術や不良品を少なくする歩留まりなど、日本企業にあった優位性が薄れた」と述べていた。<sup>43</sup>

日本電気では、自社が生産していた汎用DRAMの約60%をパソコン向けに使用して  
25  
いた。<sup>44</sup> このため、日本電気は、パソコン事業の改革に伴って、半導体事業の改革にも着手した。2001年7月、日本電気は3カ年の経営計画を発表して、半導体の構造改革を進めることを表明した。西垣社長は、「グローバル・ナンバーワン製品に経営資源を集中させる」戦略を押し進めることにした。<sup>45</sup>

<sup>41</sup> 日本経済新聞（2001年4月23日），p.1

<sup>42</sup> 永岡文庸、「NECの革命」日本経済新聞（夕刊）（2001年5月15日），p.5

<sup>43</sup> 西垣浩司、「産業力、企業再生 私の意見（3）」日本経済新聞（2002年4月26日），p.13

<sup>44</sup> 日本経済新聞（2001年4月26日），p.3

<sup>45</sup> 日本経済新聞（2001年8月1日），p.13

## 1. 海外での半導体生産の縮小

- a. イギリスのNECセミコンダクターUKのスコットランド工場は日本電気のDRAM生産の約20%を担っていた。<sup>46</sup> しかし、日本電気は2002年中にスコットランド工場でのDRAM生産から撤退し、人員を約1,600人から1,000人未満に削減することにした。今後は、ヨーロッパ市場に特化したICカード用マイコンやシステムLSIの生産に特化することにした。 5
- b. アメリカの半導体子会社NECエレクトロニクス（カリフォルニア州サンタクララの唯一の生産拠点であるローズビル工場（カリフォルニア州ローズビル）でのDRAMの生産を打ち切り、比較的採算の良いシステムLSIの生産に特化することにした。それに伴って、現地従業員1,600人から900人に削減することにした。<sup>47</sup> 10
- c. 中国では、半導体製造合弁会社の上海華虹NEC電子有限公司（NEC28.6%出資）でのウエハー生産能力増強のための設備投資200億円を凍結することにした。<sup>48</sup>

## 2. 日本国内での半導体事業の統合

- a. 国内外で4,000人の人員を削減することにしたが、そのうち、国内は2,500人であった。日本電気が国内工場の従業員を直接削減するのは初めてであった。まず、東北、近畿、九州など8カ所にある半導体組み立て工場で、協力会社から派遣されていた請負社員を中心に人員を削減することにした。 15
- b. 日本電気は富士通など競合他社に比べて半導体工場としての拠点数が多く、固定費負担が重荷になっていた。このため、生産の能力の削減や統合を進めることとした。その一つとして、別会社として運営していた熊本、大分、福岡の生産法人を10月に統合することにした。将来は工場も集約することにした。 20
- c. NEC山形の2工場を1工場に集約することにした。

## 3. 半導体ファウンドリー（受託生産）事業の拡大

- a. 日本電気は、中国において、首鋼NECと上海華虹の2拠点で半導体前工程を展開していた。首鋼NECは中国の設計会社からエアコンのリモコンに搭載するマイコンや時計用ICなどを受託し、全生産量の20%を占めていた。首鋼NECは、映像・音響機器向けのアナログICが中心であったが、CMOSプロセスだけでなく、アナログ半導体に適したバイCMOSプロセスを揃えていた。また、日本電気は、北京華虹NEC集成电路設計を設立して、1999年7月からファウンドリー（受託）事業を開始していた。日本電気では2003年までにファウンドリー事業 25 30

<sup>46</sup> 日本経済新聞（2001年7月26日），p.1

<sup>47</sup> 日本経済新聞（夕刊）（2001年4月7日），p.1

<sup>48</sup> 尾本憲由、「NEC半導体の海外生産縮小」日刊工業新聞（2001年7月10日），p.1

の比率を50%に高めることにした。<sup>49</sup>

#### 4. 日立製作所との提携

1999年3月期、半導体事業が低迷し、日本電気の半導体部門の業績が急激に悪化し、同部門の連結営業赤字は350億円に達した。同様に日立製作所も1,000億円の連結営業赤字を計上した。西垣社長は、リスクの大きいDRAM事業に開発・生産で年間1,000億円規模の資金を投入し続けることは難しく、「DRAM事業を単独でやるのは難しい」と判断した。1999年6月、日本電気は日立製作所との間で両社のDRAM事業を統合することで基本合意した。DRAM事業では、日本電気は日立製作所の1.8倍の売上規模をもっていたが、1999年11月、両社は50%出資で新会社エルピーダメモリを設立し、それぞれのDRAM事業を新会社に移転することにした。<sup>50</sup> 2000年11月、エルピーダメモリは日本国内で次世代300mmウエハー対応の新工場を日本電気の広島工場の敷地に建設することを発表した。投資金額は約1,600億円で2002年前半から量産を開始することにした。最初に日本電気と日立製作所が折半で200億円を出資し、建屋を建設することにした。さらに、製造設備を購入するために300億円を折半出資するとともに、1,000億円を借り入れとリースで賄うことにした。<sup>51</sup> 2001年2月、日本電気と日立製作所はそれぞれのDRAM販売機能をエルピーダメモリに統合した。2001年4月、日本電気は、日立製作所とDRAM事業を事実上統合し、共同出資会社から生産を受託する形にした。2001年8月、日本電気はエルピーダメモリの株主としての関与を除いて、2004年をメドにDRAM事業から撤退することを明らかにした。

一方、半導体市況の悪化を前にして、2001年9月、エルピーダメモリは設備導入時期を延長することにした。エルピーダメモリはその工場を半導体市況が回復するまで稼働させないことにした。<sup>52</sup>

#### 5. システムLSI事業の強化

西垣社長は、「これからは汎用品ではなく、顧客の仕様に沿って開発・生産するシステムLSIに注力していく」と述べていた。このように、システムLSIの設計・開発力を強化する戦略の一環として、半導体設計子会社のNECマイクロシステムと日本電気マイコンテクノロジーの事業を、2002年1月に統合することにした。

システムLSIは、市況商品のDRAMと異なり、顧客の特注で設計するために、価格変動が少なく事業収益を安定できると期待されていた。<sup>53</sup> しかし、西垣社長は、システムLSI事業を強化するにあたって、「代理店を通じてしか顧客との接点がない

<sup>49</sup> 日刊工業新聞 (2001年10月23日), p.1

<sup>50</sup> 佐藤紀泰、「NEC・日立思惑抱え船出」日経産業新聞 (1999年11月30日), p.1

<sup>51</sup> 尾本憲由、「国内に自前の新工場」日刊工業新聞 (2000年11月29日), p.13

<sup>52</sup> 阿部貴浩、「NEC」日経金融新聞 (2001年10月30日), p.7

<sup>53</sup> 小柳建彦及び遠藤淳、「DRAM2時代 (下)」日本経済新聞 (2002年4月25日), p.13

DRAM文化のままでは切り替えがしんどい。需要家の立場でモノ申す人材が必要だ」と述べていた。<sup>54</sup> 汎用品多量生産型のDRAM事業から多品種少量生産型のシステムLSI事業への転換過程で人材のミスマッチが顕在化することが危惧されていた。また、システムLSIを手掛けることによって、半導体の顧客企業と競合するようになることも危惧された。加えて、システムLSIはDRAMのように、大企業が「メシの種」にできる産業には育たないのではないかという見方もあった。<sup>55</sup> さらに、システムLSIにも、日本の大手半導体各社が横並び戦略で注力しており、そのなかで日本電気がいかに他社と差別化して競争優位に立つか残された課題であった。

#### 業績予想の下方修正

日本電気は過去の収益源であったパソコン事業と半導体事業が収益悪化に陥った。加えて、液晶事業（2001年3月期の連結売上高は1,245億円）も、世界シェア（パソコン向け大型液晶パネルの出荷量）は3.4%（13位）に低下し、2002年3月期には、情報技術景気の失速や韓国・台湾メーカーの低価格攻勢もあって、営業段階で赤字に陥るものと予想されていた。<sup>56</sup>

このような状況で、日本電気は、通信事業とソフトウェアサービスに活路を見出そうとしていた。すなわち、日本電気は、携帯電話端末機事業において、画面の大きな折り畳み型の端末を武器にシェアを拡大しており、2001年には日本国内で1位になった。日本電気は2002年3月期には携帯電話だけで600億円程度の利益を生み出す見通しであった。また、日本電気は、NTTなどの国内の通信関連システム構築事業に強みをもっており、ソフト・サービスなどのソリューション事業を拡充していた。この分野では1,100億円の利益を計上できる見通しであった。<sup>57</sup>

しかし、2001年7月以降、世界的なIT投資需要が減速したなかで、9月11日の同時多発テロによって、アメリカ経済の早期回復期待は後退した。このため、日本電気の収益源であったアメリカの通信機器市場は急速に減速した。一方、日本国内でもパソコン市場の低迷はさらに深まった。さらに、メモリーを中心とした半導体需要は大幅に減少し、価格は一段と低下した。

このため、日本電気は2002年3月期の業績予想を下方修正した。すなわち、2001年4月には、売上高を5.85兆円と予想していたが、9月には5.34兆円に引き下げた。また、税引前利益については4月時点での予想値1,100億円の黒字から2,200億円の赤字に下方修正

<sup>54</sup> 西垣浩司、「産業力、企業再生 私の意見 (3)」日本経済新聞 (2002年4月26日), p.13

<sup>55</sup> 立木奈美、「NEC半導体部門のトップにパソコン出身・戸坂馨氏」日経ビジネス (2002年4月29日), p.16

<sup>56</sup> 日本経済新聞 (2002年4月18日), p.1

<sup>57</sup> 阿部貴浩、「NEC」日経金融新聞 (2001年10月30日), p.7

した。さらに、当期純利益については650億円の黒字から1,500億円の赤字に修正した。これに伴って、配当を中間期3.00円、期末3.00円にそれぞれ修正し、年6円に減配することにした。

一方、2002年3月期の設備投資計画について、日本電気は、2001年4月時点で2001年3月期実績の2,500億円（うち半導体2,170億円）から30%強削減して1,700億円（同1,440億円）に縮小していたが、7月には追加削減して1,200億円（同980億円）とした。しかし、9月28日には、償却費負担を減らすために、さらに設備投資を削減して970億円（同800億円）に抑えることにした。

## 資金調達

1999年6月、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、日本電気の長期債格付けをA3からBaa1に引き下げた。日本電気としては、格付けを早く元の水準に戻したいと思っていた。さもないければ、日本電気は資金調達面で不利になるという危機感が強くなっていた。日本電気は、格付け機関が財務の安全性を測定する指標としてデット・エクイティ・レシオ（利付負債/株主資本の比率）を重視していると推定していた。このようなこともあって、2001年3月、日本電気は2003年3月期には、利付負債/株主資本の比率を2000年3月期の2.0倍から1.2倍に引き下げるという目標を掲げた。<sup>58</sup>

一方、日本電気は、2002年3月に950億円の社債償還を控えていた。このほか、フリー・キャッシュフローが減少する見通しであり、半導体などの構造改革もあって、日本電気としては約2,000億円を調達したいと思っていた。新たに資金を調達するにあたっては、銀行借入れ、普通社債、増資などの選択肢があった。しかし、日本電気は、銀行借入れを増やす場合には、過去数年間にわたって引き下げてきた利付負債/株主資本の比率を再び高めていまいことを危惧した。さらに、利付負債/株主資本比率の増加は、日本電気についての信用リスクを高めることに繋がることを懸念した。事実、2001年10月、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは日本電気の長期債務の格付けをBaa1からさらに引き下げる方向で見直し中であることを発表した。さらに、11月には、格付投資情報センターは日本電気の格付けをAA-からA+に引き下げた。

一方、債券市場においては、2001年9月にマイカルが倒産し、その社債が償還できなくなったことから、機関投資家をはじめとして投資家は信用リスクの高い社債を敬遠するようになっていた。例えば、A格社債の国債利回りに対するスプレッドは若干拡大気味にとどまっていたのに対して、BBB格社債のスプレッドは急拡大していた。さらに、時価会計の導入によって、2002年3月末には、社債の価格が下がっていれば、時価次第で評価

<sup>58</sup> 日経金融新聞（2001年3月16日），p.17

損を計上しなければならなかった。このような様々な理由から、資本市場では満期の長い社債には買いが入らない状況になっていた。

松本専務は、「欧米企業と互角に競争するためには、株主資本比率で25%以上は必要」であると思っていた。<sup>59</sup> また、資金を調達するにあたって、「財務体質の悪化を避けるために、増資などの資本性がある手段」にしたいと思っていた。しかし、2000年秋の日本電気の株価は、2000年の高値3,450円の3分の1近くに下落していた。特に、米国半導体工業会が8月の半導体売上高が前年同月比42%の大幅減になったことを発表したことを受けて、日本電気の株価は、10月初めには1999年初来の2年半振りの安値圏内という900円に落ち込んだ。10月中旬以降、株価は1,100～1,200円台に戻したものの、投資家の株式についての需要は冷えており、普通株式を発行することによって資金を調達することは難しいと思われた。

このような2001年秋の資本市場を前にして、日本電気は、転換社債、ワラント債及び優先株式のようなハイブリッド証券によって資金を調達することを検討することにした。しかし、それとて、従来型のハイブリッド証券では、資本市場で関心を集めることは難しいと思われた。このため、日本電気では新しい型のハイブリッド証券を検討することにした。

#### 転換社債

まず、日本電気は、転換社債を発行することを検討した。しかし、日本電気は、転換社債を出来るだけ株式性の強い形態にしたいと思っていた。また、キャッシュフローの流出を抑えるために、出来るだけクーポンを低くして発行したいと思っていた。その一つの方法として、日本電気はゼロ・クーポン債を発行することを検討していた。一方、最近のは、転換社債の最大の買い手は、年金基金やヘッジファンドであると言われており、それらの投資家達は、現物株の価格と当該銘柄の転換社債の価格差に着目して、転換社債アービトラージによって利益をあげていると言われていた。このため、日本電気は、このような投資家達については、クーポンや発行価格の面で交渉できる余地が大きいと見ていた。そこで、日本電気では、ゼロ・クーポン債を発行する場合でも、通常の額面よりも低い発行価格で発行するディスカウント債ではなく、逆に、プレミアム債、例えば額面を2%ほど上回る102%の水準に発行価格を設定する債券を発行したいと思っていた。

一方、松本専務は「企業価値から考えていつまでも現在の株価が続くとは思ってなかった。」<sup>60</sup> このため、日本電気は、転換価格の株価に対する比率を示すアップ率（プレミアム率）を低くして株式を安売りすることはしなくなかった。このため、日本電気は、アップ率を130～135%と高めにして投資家の需要を探ることを検討していた。松本専務は、その「スーパーハイプレミアム債」に日本電気が業績の回復によって株価を現在よりも30

<sup>59</sup> 阿部貴浩、「NEC、負債での過剰投資、重荷に」日経金融新聞（2002年2月25日），p.7

<sup>60</sup> 水野裕司他、「立ちすくむ企業 5」日本経済新聞（2001年11月25日），p.3



～40%は上げられるという市場への意思表示の意味を込めたいと思っていた。その一方で、日本電気は、満期について、年金などの長期スタンスの投資家を想定して<sup>61</sup>、転換社債の償還日を8年前後にすることを検討していた。しかし、同時に、発行企業の裁量で転換社債を償還できる条項を付けたいと思っていた。このため、3年日以降に株価が転換価格の130%の水準を上回る日数が20日以上続く場合には、転換社債を償還できるという「ソフトコール」条項を付けることを検討していた。<sup>62</sup> このほか、日本電気は、転換社債の発行によって将来の経営戦略が制約されることのないように、転換社債にはネガティブ・プレッジ条項を付けないようにしたいと思っていた。

松本専務は、「海外の機関投資家は現在の日本の株価水準を割安と見ている」と推察しており、販売先としてリスクを熟知している海外の機関投資家を想定するとともに、<sup>63</sup> ユーロ円建てで発行することを検討していた。日本電気は、そのユーロ円建転換社債の主幹事引受会社として、大和証券、SMBCヨーロッパ、モルガンスタンレー・インターナショナルの3社を主幹事とすることを想定していた。日本電気は、そのユーロ円建転換社債をこれら主幹事引受会社の総額連帯買取引受によってヨーロッパを中心とする海外市場（アメリカ合衆国を除く）において公募することを検討していた。

#### トラスト優先証券

日本電気は、転換社債のほか、優先証券を発行することも検討していた。しかし、日本電気は、株主価値の希薄化を極力回避したいと思っていた。そのため、その優先証券が普通株式の価格に影響をできるだけ与えないようにしたいと思っていた。このため、優先証券には普通株式への転換権を付けずに、償還権を付ける形態をとることを検討することにしてきた。

日本においては、その優先証券は1999年7月にメリルリンチによって初めて発行されていた。すなわち、メリルリンチは、100億円の円建て優先証券「Merrill Lynch Trust Originated Preferred Securities (TOPrS) (メリルリンチ円建トッパーズトラスト1)」を日本の個人投資家に向けて公募発行した。この優先証券の利率は、2004年6月30日までは固定利率で、それ以降は変動利率となっていた。その仕組みは、メリルリンチがデラウェア州にビジネス・トラストを設け、そのビジネス・トラストは優先証券を発行して調達した資金でメリルリンチが発行した劣後債を買い取ることになっていた（付属資料1）。<sup>64</sup>

<sup>61</sup> 直居敦、「人気博す有力企業CB」日経金融新聞（2001年12月20日），p.20

<sup>62</sup> 日経公社債情報（2001年11月26日），p.11

<sup>63</sup> 阿部貴浩、「NEC格下げ避けリストラ資金」日経金融新聞（2001年12月5日），p.7

<sup>64</sup> アメリカでは優先証券は、子会社、ビジネス・トラスト、パートナーシップなどを經由して発行されており、1998年12月末現在で約1,310億ドルの残高となっていた。そのうち、ビジネス・トラストを活用した優先証券は、全体の約40%を占めていた。日経金融新聞（1999年7月13日），p.1

また、その劣後債の利息は優先証券の収益分配金として投資家に支払われることになって  
いたため、優先証券の実質的な発行主体はメリルリンチとなっていた。さらに、メリルリ  
ンチは、その優先証券を、分配金や償還・精算時の支払などで、優先株と同順位で保証し  
ており、普通株に対して優先させていた。この優先証券は1999年8月、東京証券取引所に  
上場されていた。

このように、メリルリンチは、自社が先行発行することで商品性をアピールした上  
で、日本電気をはじめ日本の複数の会社に発行を働きかけていた。<sup>65</sup> そのメリルリンチの  
提案を受けて、日本電気は、その優先証券を、基本的には、メリルリンチ優先証券と同じ  
「ビジネス・トラスト型」の仕組みで発行することを検討していた（付属資料2）。優先証  
券には、毎期分配金を支払うことにしていた。日本電気は、最初の5年間は固定利率で、  
その後は6カ月円LIBORベースの変動利率に移行することを検討していた。固定利率  
は年率2.3～2.8%になるものと思われた。また、分配金の支払いについては、優先株は法  
律上、配当可能利益がない場合には配当できなかったが、NECトラスト優先証券の場合に  
は、日本電気の意思で分配できることになっていた。しかし、日本電気は10期間を超えな  
い範囲で分配金の支払を繰り延べることのできる条項を組み入れたいと思っていた。さら  
に、日本電気は、その優先証券を実質的に株主資本とみなすためには、償還期限を設けず  
に、調達した資金について返還義務を付けないようにしたいと思っていた。その一方で、  
固定利率の支払期間を経過すれば、優先証券を償還できるようにすることによって、そ  
の優先証券に債券に近い性格を持たせたいとも思っていた。松本専務は、「5年後の景気や  
金利の状況が分からないため決めていないが、基本的には償還する方針だ。NECがビジネ  
ストラストを通じて支払う優先証券の分配金は額面金額に対して年間2.5～2.7%になる見  
通しだ。5年間で125億円のコストがかかる。この金利は、やはり高い」と述べていた。<sup>66</sup>

一方、日本電気が想定していた条件での優先証券は、会社清算時の弁済順位が普通  
社債に比べて低くなるのに加えて、前述のように分配金を繰り延べるという条項を入れる  
とすると、その格付けは普通社債と比較して1～2段階低くなると思われた。日本電気はそ  
の長期優先債務について、格付投資情報センターからAプラスの格付けを得ていた。この  
ため、日本電気が検討していたタイプの優先証券の格付けはAかAマイナスになるもの  
と思われた。

法律的には、日本電気は、デラウェア州のビジネス・トラスト法に基づいてNECビ  
ジネス・トラストを設立し、そのNECビジネス・トラストの普通証券を直接または間接的  
に100%保有する形態を検討していた。その場合には、NECビジネス・トラストは日本電  
気の連結子会社とみなされることになっていた。<sup>67</sup> また、その優先証券は、アメリカのビ

<sup>65</sup> 日経金融新聞（1999年7月13日），p.1

<sup>66</sup> 阿部貴浩、「NEC格下げ避けリストラ資金」日経金融新聞（2001年12月5日），p.7

<sup>67</sup> 日経公社債情報（2000年11月26日），p.25

ジネス・トラスト法に基づいて発行されるために、個人にとって、分配金は公社債利息と同じ扱いの税率20%であり、優先株の税率35%よりも有利となると思われた。さらに、金融法人や公共法人にとって分配金は非課税であった。<sup>68</sup>

優先証券の仕組みは複雑であったが、普通株とは異なり、基本的には日本電気が倒産しない限り大きく値下がりすることのない商品のように思われた。事実、メリルリンチが東京証券取引所に上場している優先証券も発行価格の500,000円付近で安定していた（付属資料1）。<sup>69</sup>

また、日本電気は議決権のない優先証券であるトラスト優先証券と普通証券を発行することによって調達した資金で、日本電気が発行する期間20年の劣後債を全額購入することになっていた。この劣後債の発行日および利払日は、トラスト優先証券と同日に設定されることになっていた。

一方、日本電気が想定していた優先証券は、連結貸借対照表では少数株主持分に計上されることになると思われた。しかし、格付け機関が、株主資本を計算するにあたって、優先証券をどのように扱うかは、格付け機関の判断によるものと見られていた。例えば、格付投資情報センターでは、NECトラスト優先証券は財務諸表上は負債として取り扱うものと説明されていた。<sup>70</sup> 一方、メリルリンチ・レポートはS&Pの基準やムーディーズ・インベスターズのコメントを基にNECトラスト優先証券の40～50%が株主資本として扱われるようになるものと推定していた。<sup>71</sup>

日本電気は、このNECトラスト優先証券を、額面を500,000円として個人投資家に対して、メリルリンチ日本証券、大和証券、大和証券SMBC、新光証券を主幹事とするシンジケート団を通じて販売することにしていた。

#### 意思決定

西垣社長は、「大掛かりな設備投資を続けるには世界市場でリスクマネーを調達する金融力が必要」として、日本電気の世界市場における資金調達力を強化したいと思っていた。このため、日本電気としては、さしあたって必要になる合計2,000億円の資金を日本の国内外で調達したいと思っていた。しかし、どのような方法を用いるにせよ、単一の資金調達方法で2,000億円を調達することは難しいように思われた。例えば、転換社債の場合、1999年4月以降では1,000億円超を発行した日本の会社はなかった。また、日本電気が想定していた優先証券については、証券会社の営業現場からは「2段下の格付けで大丈

<sup>68</sup> 日経公社債情報（2000年11月19日），p.64

<sup>69</sup> 阿部貴浩、「NEC格下げ避けリストラ資金」日経金融新聞（2001年12月5日），p.7

<sup>70</sup> 格付投資情報センター、「優先証券の格付けの考え方について」（2001年11月15日）

<sup>71</sup> Hiroshi Uchino, Report on NEC (Merrill Lynch) (24 January 2002), p.7

夫か」「分配金が見送りになることはあるのか」「要するに高利回り債と称して売っていい  
のか」「(5年目以降の変動金利の基準となるLIBORの意味を) お客にどう説明すればいい  
んだ」などの質問が噴出しており、個人投資家にとって分かりにくいという批判もでてい  
た。<sup>72</sup>

また、その優先証券の場合には、当初5年間の固定利率は2%台になり、そのコス  
トは普通社債の利率の3倍以上であった。このような相対コストの関係もあって、三菱  
電機（日本格付投資情報センターの格付けA）は、普通社債を利率0.83%及び5年満期一  
括償還の条件で1,000億円、利率1.22%及び7年満期一括償還の条件で250億円、利率  
1.76%及び10年満期一括償還の条件で250億円、合計1,500億円を発行することとして、  
2001年11月8日から募集に入っていた。この社債には物上担保も保証も付されていなか  
った。このため、一部の証券アナリストからは、日本電気がプレミアム付きゼロ・クーポン  
転換社債や優先証券という新しいタイプの証券を検討していたことについて、「NECは調  
達テクニックを駆使しなければならないほど財務体質が弱っている」ための苦肉の策では  
ないのかという懐疑的な見方も出ていた。<sup>73</sup>

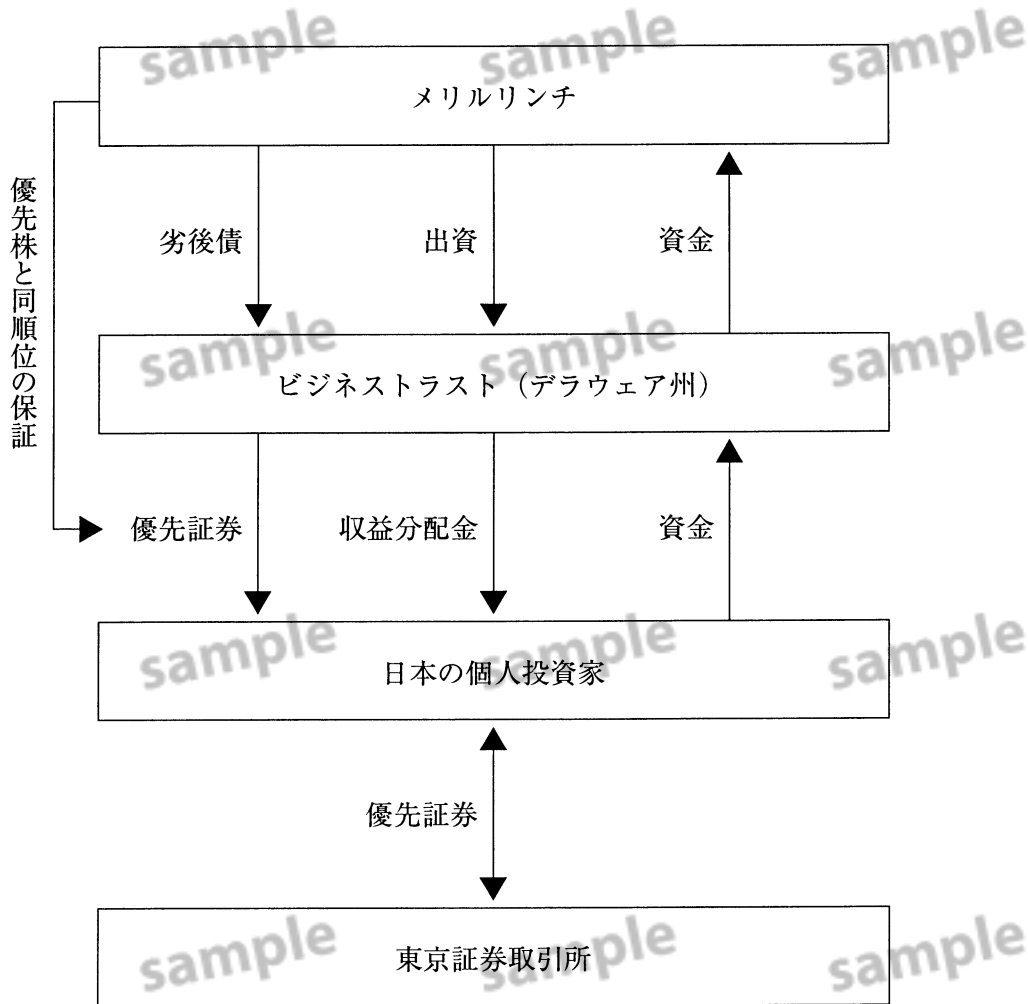
さらに、日本電気では、販売時点での問題に加えて、日本電気が検討していたタイ  
プの転換社債や優先証券を発行することが、日本電気の将来の株価や事業戦略にどのよう  
な影響を及ぼすことになるのかを検討する必要があると思っていた。

---

<sup>72,73</sup> 日経公社債情報（2000年11月19日），p.64

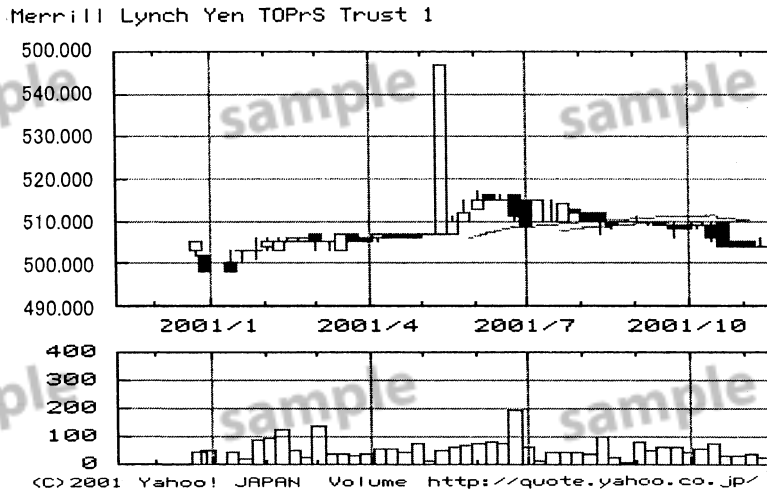
付属資料 1

メリルリンチのトラスト優先証券 (Trust Originated Preferred Securities) の仕組み

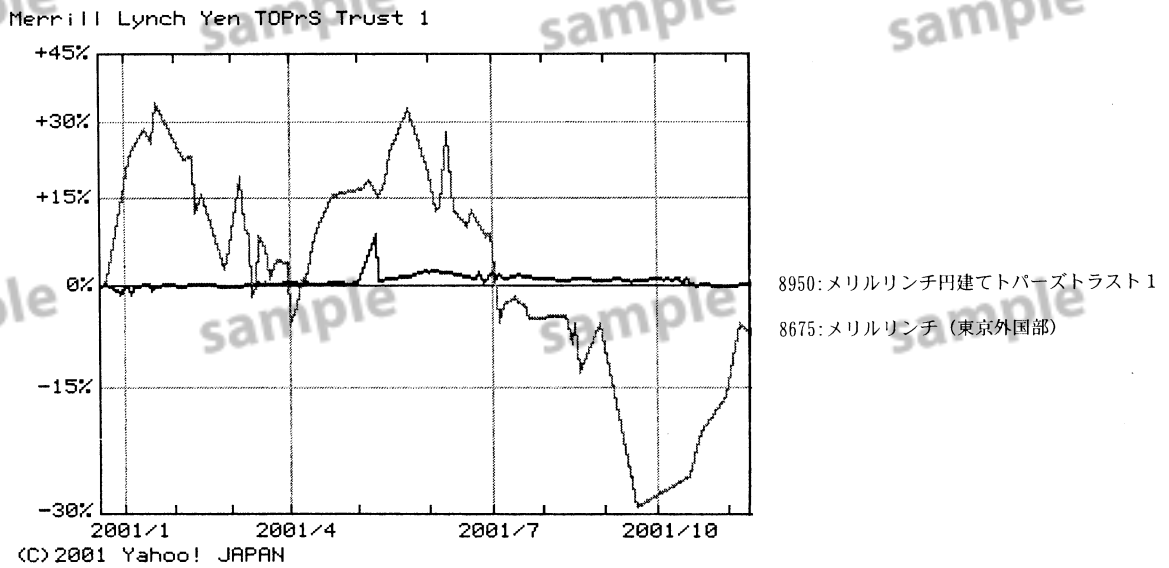


資料：日経金融新聞 (1999年7月13日)，p.1

1. メリルリンチ円建てトパーズトラスト1の株価の推移

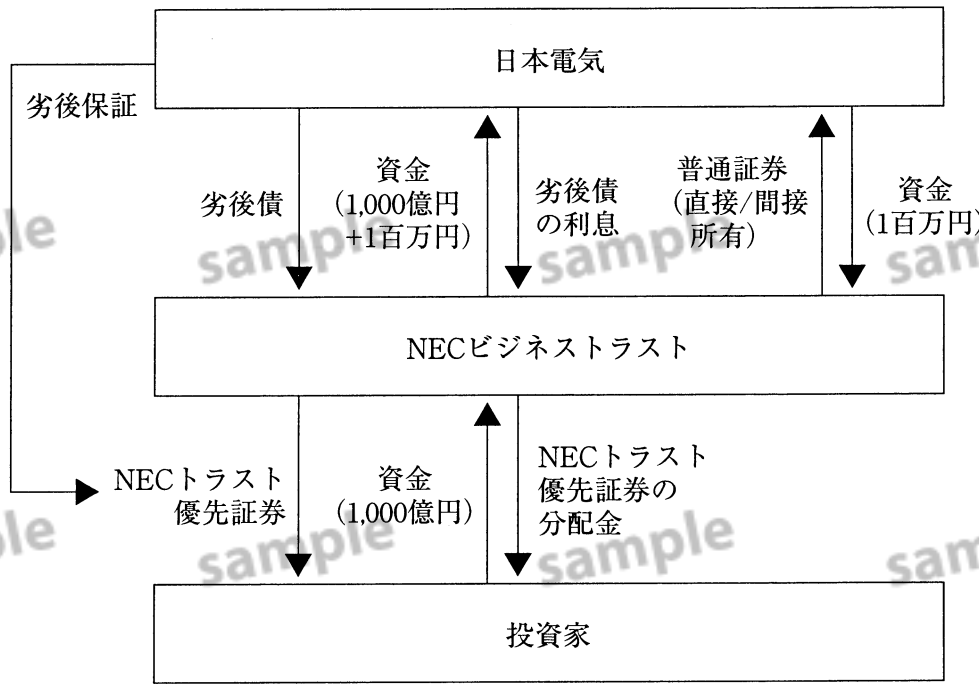


2. メリルリンチとメリルリンチ円建てトパーズトラストの株価変化率



付属資料 2

NECトラスト優先証券（NEC Trust Originated Preferred Securities）の仕組み



1. NECビジネストラスト優先証券は、日本電気が発行する劣後債を唯一の投資対象とする外国投資信託である。
2. NECビジネストラスト優先証券は、NECビジネストラストが日本電気に対して発行するNECトラスト普通証券（額面総額1百万円）に優先する。NECトラスト優先証券は、日本電気が発行する劣後債を唯一の投資対象としているため、NECトラスト優先証券の保有者である投資家は社債権者を含む日本電気の他の債権者が持つ権利に実質的に劣後する地位に置かれる。
3. 投資家への第1回目の分配金は、1口当り6,000円～7,250円（未定）であり、第2回目から第10回目までの分配金については、それぞれ年率2.40～2.90%（未定）の固定分配金（1口当り6,000円～7,250円（未定））が支払われる。第11回目以降を支払日とする分配金については、年率6カ月円Libor+1.95%～2.45%（見込み）の変動分配率による分配金がそれぞれ支払われる。変動分配金は半年毎に見直され、それぞれの分配金の直前の分配金にかかる分配金受領者決定のための基準日における6カ月円Liborが使用される。なお、第11回目以降の分配金は、各分配金の変動分配率決定日からの期間につき、1月を30日、1年を360日として、変動分配率を乗じて計算する。

4. 分配金は、分配金支払日に国外のNECトラスト優先証券の保管機関に対して支払われ、国内のNECトラスト優先証券の保有者に対する支払は、国内保管機関から国内の配当事務取扱者である住友信託銀行を通じて、原則として分配金支払日から4営業日以降の日に遅滞なく各投資家に支払われる。

5. NECトラスト優先証券の分配金の支払は、NECビジネストラストが日本電気から受領するNEC劣後債についての利息を唯一の原資としているので、NEC劣後債について利息が支払われない場合には、NECトラスト優先証券についての分配金は支払われない。日本電気は、その普通株式への配当を行わず、かつ、一定の自社株買いを行わない場合に限り、日本電気の劣後債の利払を、最長で連続10回の利息支払日（5年）にわたり繰り延べることができる（繰り延べられた利息が後に全額支払われたときには再度繰り延べを開始することができる。）。日本電気がNEC劣後債の利払いを繰り延べた場合には、NECトラスト優先証券の分配金も支払われないことになる。分配金が分配金支払日に支払われなかった場合、未払分配金は繰り延べられ、繰り延べられた分配金は、支払われるまで上記の分配率により半年毎の複利計算で累積される。

日本電気は、ある営業年度に関して日本電気の株式についての配当を行なうとき、また、ある営業年度中に一定の自社株買いを行なうときは、当該営業年度の翌営業年度中の12月および翌暦年の6月に到来するNEC劣後債の利息支払日において、NEC劣後債について利払い（繰り延べられていた利息があればこれを含む）を行わなければならない。したがって、日本電気の普通株式についての配当が行なわれる限り、NEC劣後債についての利息も支払われ、結果としてNECトラスト優先証券の分配金も支払われることになる。

6. NECトラスト優先証券には定められた償還日はない。ただし、日本電気はNEC劣後債発行から5年経過後の2006年12月18日以降、いずれかの利息支払日に、その裁量によりNEC劣後債を額面金額の100%で全部償還（一部は不可）することのできる権利を有しており、かかる権利が行使された場合には、これに伴いNECトラスト優先証券も全部償還される。したがって、NECトラスト優先証券は2006年12月18日以降、日本電気の裁量により償還される可能性がある。

さらに、米国においてトラストの受け取る利息に源泉税が課されるようになった場合など、当初予定されていなかった一定の税制上、会計上または規制上の事由が生じた場合には、NECトラスト優先証券はその発行日以降いつでもその全部につき償還されることがある。

NECトラスト優先証券が償還される場合には、NECトラスト優先証券1口につき額面金額の50万円および累積した未払いの分配金（もしある場合）が支払われる。

7. 日本電気が破産、会社更生、民事再生などのいわゆる倒産状態に陥った場合、NECトラスト優先証券の発行者であるNECビジネストラストはその保有するNEC劣後債につ



き日本電気の財産から支払を受ける権利を有し、それにより得られた資金がNECトラスト優先証券の保有者に対する支払いの原資となる。

また、仮にNECトラスト優先証券の保有者が日本電気の破産、清算の手続きにおいて日本電気の財産から（NECビジネストラストを通じて）弁済を受けられる場合であっても、日本電気が残余財産の分配についての優先株式を発行していたときは、NECトラスト優先証券の保有者は（NECビジネストラストを通じて）優先株式の株主と実質的に同等の取り扱いを受け、優先株式の株主と按分して財産の分配を受けることになる（つまり、分配を受ける金額が減少する）。

8. NECトラスト優先証券には、NECビジネストラストがNECトラスト優先証券の保有者に対して分配金および償還金を支払う義務をNECビジネストラストがNEC劣後債に基づく支払いを受けた限りにおいて保証するという、極めて限定的な保証が日本電気により付されている（以下「トラスト保証」という）。NECトラスト優先証券の保有者がトラスト保証に基づき日本電気に対して有する権利も、上記と全く同様の劣後性を有する。
9. NECトラスト優先証券、トラスト保証またはNEC劣後債のいずれにおいても、NEC劣後債およびトラスト保証に優先する、またはこれらと同順位となる金銭債務を含む追加の金銭債務を日本電気が負担し、または、優先株式を日本電気が発行することにつき制限する規定はない。
10. NECトラスト優先証券は日本の課税上、外国証券投資信託の受益証券として取り扱われる。したがって、個人投資家の場合、NECトラスト優先証券の分配金は、源泉分離課税となり、15%の税率による所得税の源泉徴収と5%の税率による地方税の源泉徴収が国内で行なわれ、支払調書は提出されない。譲渡益に対しては課税されない。償還に基づく収益の分配は分配金と同じ取り扱いとなる。
11. NECトラスト優先証券の保有者は日本電気に対しては議決権を有しない。また、原則として、NECトラスト優先証券の保有者はNECビジネストラストに関する議決権を持たず、受託者の任命、変更または受託者の人数の増減などの議決権は与えられていない。
12. NECトラスト優先証券については、投資投資情報センターからA-、ムーディーズ・インベスター・サービスからBaa2の格付けを、それぞれ取得する予定である。日本電気の格付けが引き下げられた場合、NECトラスト優先証券の格付けも引き下げられるものと考えられる。ムーディーズ・インベスター・サービスは日本電気の長期債務の格付けにつき格下げの方向で見直し中であり、NECトラスト優先証券につき同社から取得予定の上記格付けも、その取得後から格下げの方向で見直し中となる予定である。
13. NECトラスト優先証券は東京証券取引所に上場される予定である。上場された場合、

東京証券取引所においては外国株式に準じた取り扱いがされる。分配金に関しては、通常の債券とは異なり経過利息の受け渡しはなく、株式の配当と同様に一定の基準日にNECトラスト優先証券を保有している投資家に分配金が支払われる。

NECトラスト優先証券は新たに発行される証券であり、NECトラスト優先証券についての既存の取引市場は存在しない。このため、東京証券取引所においてNECトラスト優先証券についての活発な流通市場が發展し、将来も存続するという保証はない。したがって、NECトラスト優先証券の流動性については必ずしも保証されるものでもなく、NECトラスト優先証券の保有者は、最適の時期・価格によりNECトラスト優先証券を売却できずに損失を被る可能性がある。さらに、将来NECトラスト優先証券が日本証券業界の定める外国投資信託受益証券の選別基準に適合しなくなった場合には、日本証券業協会の協会員はNECトラスト優先証券を日本の個人に対して販売することができず、その結果、NECトラスト優先証券の保有者の投資回収手段としての売却機会が十分に確保されなくなる。

NECトラスト優先証券が上場された場合であっても、東京証券取引所の規則により、NECトラスト優先証券の償還前にNECトラスト優先証券の上場が廃止される可能性がある。この場合、NECトラスト優先証券の売却が事実上困難となるため、NEC劣後債によるNECトラスト優先証券の償還がなされない限り、投資の回収が事実上困難になる。

付属資料 3 日本電気の連結貸借対照表  
(10億円)

	1997年 3月31日	1998年 3月31日	1999年 3月31日	2000年 3月31日	2001年 3月31日	2001年 9月30日
現金及び現金同等物	350.9	319.0	319.7	374.0	386.8	234.6
市場性ある有価証券	108.9	120.4				
受取手形及び売掛金	1,152.6	1,190.7	1,143.3	903.6	1,080.3	924.6
貸倒引当金	-21.3	-12.1	-17.3	-26.4	-27.2	-25.2
リース債権 (1年以内) (注1)						244.2
棚卸資産	940.9	865.0	811.3	747.6	828.1	882.8
繰延税金資産	38.2	46.5	101.9	73.8	123.8	
その他流動資産	56.9	67.1	61.8	81.0	73.9	258.6
流動資産合計	2,627.0	2,596.6	2,420.7	2,153.5	2,465.8	2,519.6
市場性ある有価証券	164.4	167.9	405.6	487.0	335.7	261.2
投資及び貸付金	238.3	289.3	168.8	160.3	194.1	153.6
持分法適用会社 その他	107.8	113.0	187.0	184.6	154.0	170.3
長期売掛債権	43.2	40.1	42.0	53.0	49.9	44.3
リース債権 (注1)						237.7
投資及び長期債権	553.7	610.3	803.3	884.8	733.6	867.0
土地	102.7	111.3	113.3	112.7	98.3	102.9
建物及び構築物	883.2	950.5	952.9	885.8	936.0	947.6
その他有形固定資産	2,333.0	2,399.3	2,497.0	2,277.7	2,321.5	2,611.0
建設仮勘定	65.1	122.1	62.9	71.1	59.2	67.2
	3,384.1	3,583.1	3,626.1	3,347.3	3,414.9	3,728.7
減価償却累計額	-2,043.5	-2,163.9	-2,324.8	-2,232.1	-2,286.1	-2,592.5
有形固定資産合計	1,340.6	1,419.2	1,301.3	1,115.3	1,128.8	1,136.2
長期繰延税金資産	74.9	78.7	128.5	128.0	178.8	
無形固定資産			306.5	233.1	243.6	265.6
その他	202.9	269.1	85.6	94.3	72.9	287.3
その他の資産合計	277.8	347.7	520.5	455.4	495.4	552.9
資産合計	4,799.2	5,074.5	5,045.9	4,609.0	4,823.6	5,075.7
短期借入金	742.9	801.9	548.1	376.5	231.3	392.6
1年以内返済長期負債	211.3	218.2	240.4	254.6	231.7	430.7
支払手形及び買掛金	947.2	891.0	837.3	906.7	1,191.3	970.7
未払金及び未払費用				264.6	296.6	271.6
従業員預り金	4.6					
未払法人税等	10.8	6.0	22.1	17.4	42.9	
その他流動負債	435.2	466.1	437.5	136.4	203.9	205.4
流動負債合計	2,352.0	2,383.3	2,085.4	1,956.2	2,197.7	2,271.0
社債及び長期借入金	1,015.7	1,174.1	1,587.1	1,326.1	1,221.3	1,411.6
未払退職及び年金費用	205.4	245.1	341.0	261.3	400.3	399.8
その他固定負債	157.2	30.8	7.9	24.1	20.9	40.5
固定負債合計	1,378.3	1,450.0	1,936.0	1,611.5	1,642.5	1,851.9
連結子会社における少数株主持分	65.6	69.8	64.7	64.5	68.4	117.1
償還優先株 (注2)			37.2			
資本金	200.4	216.1	230.2	231.1	244.7	244.7
資本準備金	312.2	330.9	345.6	348.2	361.8	361.8
利益準備金	32.0	34.1	35.7	36.9	39.0	39.0
その他の剰余金	455.2	476.8	299.1	312.6	349.0	314.2
その他の包括損益累計額	3.6	12.9	-57.4	48.0	-78.6	-122.0
	1,003.4	1,070.8	853.2	976.9	916.0	837.7
自己株式 (取得原価)	0.0	0.0	0.0	-0.1	-1.0	-2.0
資本合計	1,003.4	1,070.8	853.2	976.9	915.0	835.7
発行済株式総数 (百万株)	1,565.7	1,598.1	1,627.0	1,628.8	1,656.3	1,656.3

(注1) 2001年4月1日に、従来持分法を適用したNECリース (日本電気の所有率57.0%) を連結子会社とした。

(注2) パッケージカードNECが発行し、NEC以外が保有する償還権付無議決権優先株式6,725,285株。

付属資料 4 日本電気の連結損益計算書  
(10億円)

	1997年 3月期	1998年 3月期	1999年 3月期	2000年 3月期	2001年 3月期	2001年 9月期
売上高	4,948.4	4,901.1	4,759.4	4,991.4	5,409.7	2,468.0
受取利息及び受取配当金				14.3	20.8	10.6
有価証券売却益				112.4	57.9	19.9
固定資産売却益				45.3	34.3	4.5
その他				46.4	27.1	24.6
子会社上場関連利益					41.3	
	5,064.9	4,970.7	4,815.8	5,209.9	5,591.1	2,527.7
売上原価	3,528.3	3,409.6	3,520.8	3,664.5	3,981.1	1,836.3
販売費及び一般管理費	1,236.3	1,301.1	1,235.4	1,216.5	1,243.4	626.4
支払利息	60.5	61.3	58.6	70.2	63.9	26.7
為替損失				34.4	9.5	14.0
事業構造改革及びその他特殊費用				148.0	136.2	25.5
連結調整勘定償却				5.5	6.3	3.2
固定資産の売却・廃棄損				21.1	20.5	8.5
その他	118.5	107.7	225.7	19.4	37.8	21.5
	4,943.7	4,879.7	5,040.5	5,179.7	5,498.8	256.9
税引前利益	121.2	91.0	-224.7	30.2	92.3	-34.3
法人税等	24.9	48.0	-73.0	32.5	56.3	-14.8
少数株主損益及び						
持分法投資損益前当期損益	96.3	43.0	-151.7	-2.3	36.0	-19.4
少数株主損益(控除)	5.0	2.8	-5.5	-1.4	1.3	-0.2
持分法投資損益前当期損益	91.3	40.1	-151.6	-0.9	34.7	-19.2
持分法による投資損益	0.3	1.2	-5.1	11.3	21.9	-8.1
当期純利益	91.6	41.3	-157.3	10.4	56.6	-27.3
会計原則変更による累積影響額- 税効果調整後						-2.6
当期(中間)純損益	91.6	41.3	-157.3	10.4	56.6	-29.9
その他の包括損益-税効果調整後						
外貨換算調整額		9.3	-14.5	-24.3	19.1	-2.4
最小年金負債調整額			-55.8	28.2	-84.9	6.6
有価証券未実現損益			-24.1	41.5	-60.9	-44.3
デリバティブ未実現損益						0.3
会計原則変更による累積影響額						-3.6
その他の包括損益合計		9.3	-94.4	45.4	-126.6	-43.4
包括損益	91.6	50.6	-245.6	55.8	-70.0	-73.3
その他の剰余金						
期首残高	382.9	455.2	484.3	313.3	312.6	349.0
当期(中間)純利益	91.6	41.3	-151.3	10.4	56.6	-29.9
配当金	-17.1	-17.7	-18.2	-9.8	-18.1	-5.0
利益準備金繰入額	-2.2	-2.1	-1.6	-1.3	-2.1	-
期末(中間期末)残高	455.2	476.8	313.3	312.6	349.0	314.2
減価償却費	272.9	285.9	306.4	260.9	250.1	118.0
研究開発費(販売費及び一般管理費)	348.5	381.2	346.2	315.2	345.0	172.7
法定実効税率(%)	51	47	42	42	42	
会計原則変更による累積影響額前						
1株当たり基本的中間純利益(円)						-16.50
1株当たり希薄化後中間純利益(円)						-16.50
1株当たり基本的当期純利益(円)	59.86	29.78	-94.49	6.40	34.55	-18.07
1株当たり希薄化後当期純利益(円)	52.06	27.36	-94.49	6.40	32.17	-18.07
1株当たり現金配当金(円)	11.00	11.00	8.50	6.00	11.00	3.00
従業員数(人)	151,966	152,450	157,773	154,787	149,931	151,646

付属資料 5 日本電気のセグメント情報  
(10億円)

	1999年 3月期	2000年 3月期	2001年 3月期	2001年 9月期
売上高				
NECソリューションズ				
外部顧客に対する売上高	1,915.7	2,138.2	2,103.0	882.0
セグメント間売上高	121	132.5	125.4	79.2
計	2,036.7	2,270.6	2,228.5	961.3
NECネットワークス				
外部顧客に対する売上高	1,458.6	1,422.3	1,743.1	1,017.1
セグメント間売上高	123.6	105.5	91.3	43.0
計	1,582.2	1,527.8	1,834.4	1,060.1
NECエレクトロニクスデバイス				
外部顧客に対する売上高	830.4	881.9	1,021.7	345.5
セグメント間売上高	214.5	240.9	207.1	84.5
計	1,044.9	1,122.8	1,228.9	430.0
その他				
外部顧客に対する売上高	564.7	549.1	541.9	193.2
セグメント間売上高	166.9	174.8	200.5	110.9
計	721.5	723.9	742.4	304.1
セグメント間売上高消去	-625.8	-653.6	-624.4	-306.9
エレクトロニクス事業合計	4,759.4	4,991.4	5,409.7	2,448.6
リース事業				
外部顧客に対する売上高				30.1
セグメント間売上高				4.6
計				34.8
セグメント間売上高消去				-15.3
連結合計				2,468.0
セグメント損益：				
NECソリューションズ	47.3	84.4	84.1	18.8
NECネットワークス	81.0	57.1	83.1	55.0
NECエレクトロニクスデバイス	-54.5	49.4	68.3	-55.3
その他	-9.4	-2.7	20.2	2.6
計	64.5	188.2	255.7	21.1
セグメント間売上高消去	0.6	-17.6	-16.9	1.8
配賦不能費用	-61.9	-60.2	-53.7	-19.0
エレクトロニクス事業合計	3.1	110.4	185.2	3.9
リース事業				2.8
セグメント間損益の消去				-1.3
その他の収益	56.4	218.4	181.4	59.6
その他の費用	-284.2	-298.7	-274.2	-99.2
連結税引前利益	-224.7	30.2	92.3	-34.3

付属資料 5 (続き)

	1999年 3月期	2000年 3月期	2001年 3月期	2001年 9月期
<b>総資産</b>				
NECソリューションズ	1,211.2	1,023.0	1,071.0	
NECネットワークス	984.5	1,071.1	1,326.5	
NECエレクトロニクスデバイス	1,204.3	1,171.9	1,222.2	
その他	1,141.8	758.1	759.0	
計	4,541.8	4,024.1	4,378.7	
セグメント間売上高消去	-244.3	-222.5	-290.9	
配賦不能資産	748.5	807.4	735.8	
連結合計	5,045.9	4,609.0	4,823.6	
<b>減価償却費</b>				
NECソリューションズ	37.2	31.1	29.4	
NECネットワークス	30.9	32.8	31.9	
NECエレクトロニクスデバイス	192.9	153.6	151.9	
その他	24.2	23.6	17.9	
計	285.2	241.0	230.9	
配賦不能減価償却費	21.2	19.9	19.2	
連結合計	306.4	260.9	250.1	
<b>設備投資額</b>				
NECソリューションズ	37.1	31.7	26.9	
NECネットワークス	32.3	33.0	44.9	
NECエレクトロニクスデバイス	124.1	171.9	239.5	
その他	34.4	17.7	20.1	
計	227.9	254.2	331.4	
配賦不能投資額	25.7	27.5	15.1	
連結合計	253.6	281.6	346.5	
<b>研究開発費</b>				
NECソリューションズ		66.6	58.4	28.0
NECネットワークス		112.1	131.4	78.6
NECエレクトロニクスデバイス		80.0	105.2	49.9
その他		56.4	49.9	16.3
合計		315.2	345.0	172.7
<b>従業員 (人)</b>				
エレクトロニクス事業				
NECソリューションズ		51,677	49,913	52,244
NECネットワークス		36,864	35,289	36,229
NECエレクトロニクスデバイス		41,587	43,053	41,051
その他		24,657	21,676	21,650
リース事業				472
合計		154,787	149,931	151,646

付属資料 5 (続き)

	1999年 3月期	2000年 3月期	2001年 3月期	2001年 9月期
売上高				
日本	3,662.1	3,745.9	4,308.2	2,040.7
北米	519.1	521.7	379.6	125.9
その他	578.2	723.9	722.0	301.4
消去または全社 連結合計	4,759.4	4,991.4	5,409.7	2,468.0
営業利益				
日本	54.7	120.1	170.1	28.7
北米	-37.7	-13.7	-2.9	-16.4
その他	-12.2	4.8	18.0	-7.0
消去 連結合計	3.1	110.4	185.2	5.3
長期性資産				
日本	1,356.8	1,213.3	1,203.5	
北米	101.6	65.0	77.2	
その他	150.0	126.6	128.5	
消去 連結合計	1,608.4	1,404.9	1,409.2	

付属資料 6 日本電気の主要事業の競争ポジション

1. NECソリューションズ

	1998年 日本国内市場		1999年 日本国内市場		2000年 日本国内市場	
	順位	シェア	順位	シェア	順位	シェア
BIGLOBE接続サービス会員(2000年5月末) コンサルティングから運用までのトータルSI					2位	3.1百万人
					2位	
メインフレーム(台数)	2位	28.2%				
NTサーバ(台数)			1位	28.0%		
WS(台数)			1位	25.2%		
PC(台数)			1位	25.2%		
			1999年第1四半期 世界市場			
			順位	シェア		
HPC(スパコン)(台数)			1位	44%		

2. NECネットワークス

	1999年3月期 日本国内市場		1999年3月期 世界市場	
	順位	シェア	順位	シェア
固定網用局用交換システム	1位	29%	6位	7.0%
移動体通信用交換システム	1位	50%		
移動体通信用基地局システム	1位	47%		
移動体通信システム			4位	10.0%
PBX			6位	6.9%
北米PBX			3位	10.2%
伝送機器(有線)	1位	31%	6位	7.0%
北米WDM市場(オープンシステム市場)			3位	14.0%
伝送機器(無線)	1位	53%	1位	15.0%

3. NECエレクトロン・デバイス

	1999年3月期 世界市場		2000年3月期 世界市場	
	順位	シェア	順位	シェア
メモリ全体 (DRAM)	2位	9.1%		
マイコン	4位	11.0%		
MCU	3位	4.3%		
ロジック	2位	13.7%		
ASIC	1位	9.4%		
全半導体	3位	10.7%		
	2位	6.0%		
TFT-LCD			4位	12%
角型リチウムイオン電池			4位	10%
タンタルキャパシタ			3位	16%
ビルドアップ基板			2位	13%

資料：西垣浩司、iSociety 時代に向けた経営戦略(2000年7月5日)  
<http://www.nec.co.jp/press/>



付属資料 7 日本電気の主要株主構成  
(2001年9月30日)

	所有株式数 (百万株)	割合 (%)
日本トラスティ・サービス信託銀行(信託口)	78.0	4.71
住友生命保険	67.0	4.05
ザ・チェースマンハッタンバンク・エヌエイ・ロンドン	61.5	3.71
日本生命保険	54.7	3.30
三井住友銀行	42.5	2.57
三菱信託銀行(信託口)	42.3	2.55
ザ・チェースマンハッタンバンク・エヌエイ・ロンドン エス・エル・オムニバス・アカウント	41.7	2.52
住友海上火災保険	40.2	2.43
東洋信託銀行(信託勘定A口)	36.2	2.19
ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニー 計	34.9	2.11
	499.0	30.13
外国		30.10
投資信託		4.00
浮動株(1単位(元)以上50単位(元)未満の株主所有分)		15.30

付属資料 8 日本電気及び上場子会社の財務諸表  
(2001年3月期)  
(10億円)

	日本電気 日本電気	日本電気 硝子	日本電気 システム建設	アンリツ	日本航空 電子工業	NEC NECトキン	NEC インフロンティア	NEC NECソフト	NEC マシナリー
売上高	4,099.3	344.7	220.1	159.1	120.3	92.7	93.6	71.1	32.0
売上原価	3,050.8	250.9	194.4	98.1	90.3	73.5	74.5	59.2	26.3
売上総利益	1,048.8	93.4	25.7	60.9	30.1	19.1	19.1	11.8	5.7
営業利益	93.0	49.2	8.7	23.8	10.6	3.8	1.2	5.9	2.7
経常利益	63.9	35.5	8.5	21.4	8.8	3.5	1.2	5.6	2.4
税引前当期純利益	36.2	35.7	5.8	15.6	8.6	3.6	-2.1	5.6	2.5
当期純利益	23.7	25.4	3.0	9.6	5.4	1.9	-1.4	3.1	1.4
減価償却費	105.3	35.9	1.0	5.9	6.0	4.6	1.2	0.3	0.3
流動資産	1,839.3	244.7	129.0	144.2	70.5	53.9	50.5	50.1	18.9
有形固定資産	407.0	271.2	8.5	35.6	32.0	29.0	5.7	0.5	5.2
無形固定資産	75.3	11.6	1.9	13.9	1.2	0.6	4.8	1.0	0.1
投資その他の資産	1,394.6	35.8	9.6	13.9	5.0	6.2	5.4	4.3	0.3
固定資産	1,876.9	318.6	20.0	63.3	38.3	35.7	15.9	5.8	5.6
資産合計	3,716.1	563.4	149.0	207.5	108.7	89.6	66.4	55.9	24.5
流動負債	1,609.9	210.6	91.0	66.8	58.1	40.6	31.0	16.0	13.9
固定負債	1,064.5	138.0	6.4	47.0	14.4	18.9	2.8	6.2	1.9
負債合計	2,674.5	348.6	97.3	113.8	72.5	59.5	33.8	22.2	15.8
資本合計	1,041.6	200.9	51.1	93.7	35.7	29.1	32.6	33.7	8.7
発行済株式総数 (百万株)	1,656.3	159.8	43.1	126.7	92.3	63.8	89.7	19.6	7.9
1株当り数値(円):									
当期純利益	14.45	89.58	70.40	75.70	58.41	30.11	-15.87	167.17	196.01
配当額	11.00	11.00	12.50	12.00	2.50	8.00	6.00	24.00	20.00
従業員(人)	34,878	2,963	3,311	5,574	4,161	1,571	3,051	3,789	712

付属資料 9 日本電気グループ内の上場企業の株主関係  
(2001年9月30日)

株主 (投資側)	被投資側							
	日本電気 硝子	日本電気 システム建設	アンリツ	日本航空 電子工業	NEC キートン	NEC インフロンティア	NECソフト	NEC マシナリー
日本電気	15.04%	26.22%	6.49%	35.20%	40.60%	53.31%	42.39%	39.67%
NECファシリティーズ						0.57%		
関西日本電気								14.42%
日本トラスティ・サービス信託銀行* (住友信託銀行再信託分・日本電気 退職給付信託口)	19.97%	14.86%	15.00%				25.02%	
日本電気システム建設従業員持株会		1.72%						
日本航空電子工業従業員持株会				0.87%				
NECソフト従業員持株会							3.07%	
NECマシナリー従業員持株会								4.42%
所有比率合計	35.01%	42.80%	21.49%	36.07%	40.60%	53.88%	70.48%	58.50%
所有株式数合計 (千株)	55,933	18,433	27,512	33,292	25,919	68,276	13,801	4,601
発行済株式総数 (千株)	91,902	27,058	57,005	92,303	39,602	13,801	15,888	7,865

\* 日本トラスティ・サービス信託銀行の所有株式数は、日本電気が同行に委託した退職給付信託の信託財産であり、その議決権の指図権は日本電気が留保している。

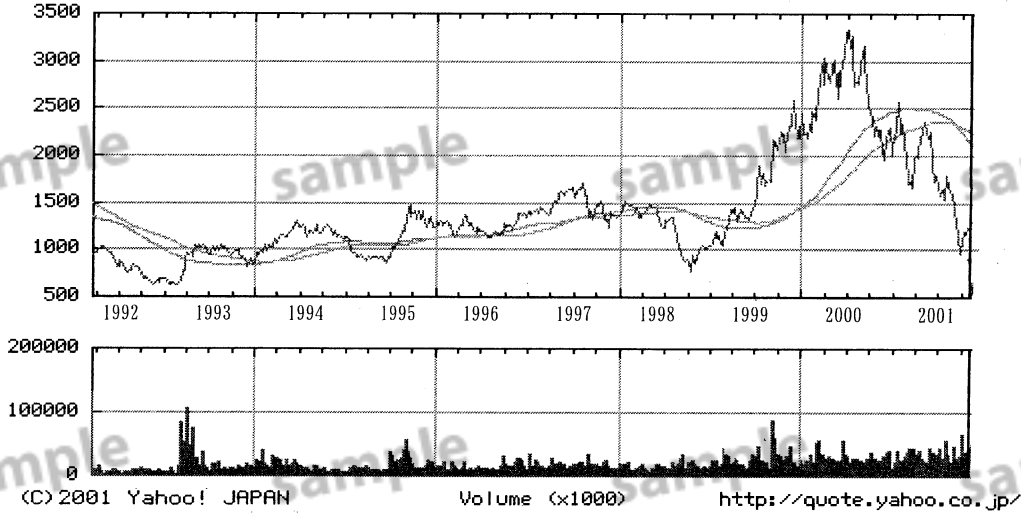
付属資料 10 日本電気の転換社債残高  
(2001年10月31日現在)

	発行日	残高 (10億円)	転換価格 (円)	1株当り		償還期限	備考
				資本組入額 (円)	利率 (%)		
無担保転換社債	1987年 2月27日	95.0	2,066.80	1,034	1.8	2002年	期限前償還可能
無担保転換社債	1988年10月19日	118.5	1,962.90	982	1.9	2014年	期限前償還可能
無担保転換社債	1996年 4月15日	97.9	1,375.00	688	1.0	2021年	期限前償還可能
無担保転換社債	2000年 8月11日	100.0	3,207.00	1,604	0.0	2017年	期限前償還可能 130%コールオプション 条項付き

日本電気グループ上場会社の株価

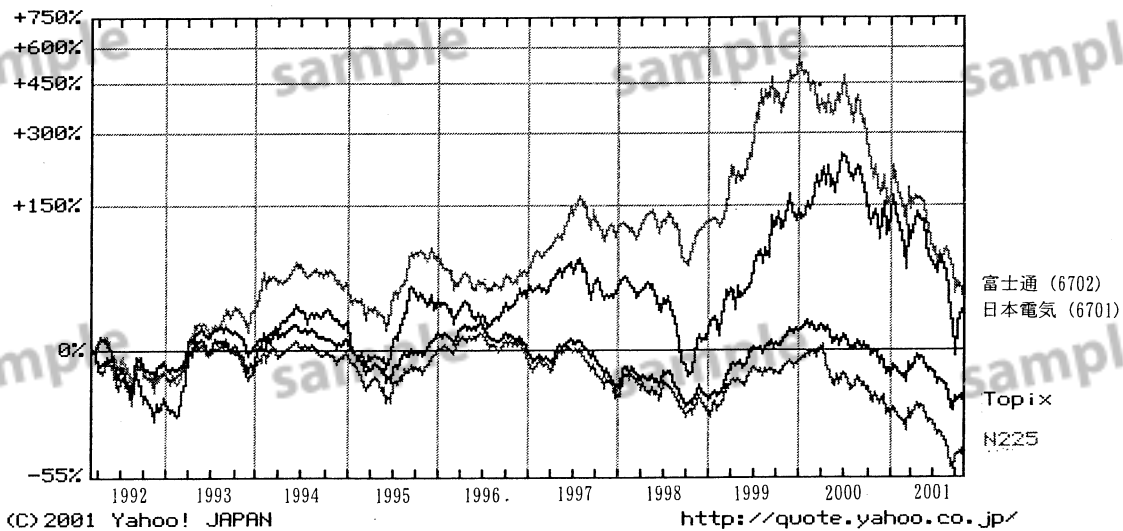
1. 日本電気

NEC Corp.  
2002/3/18



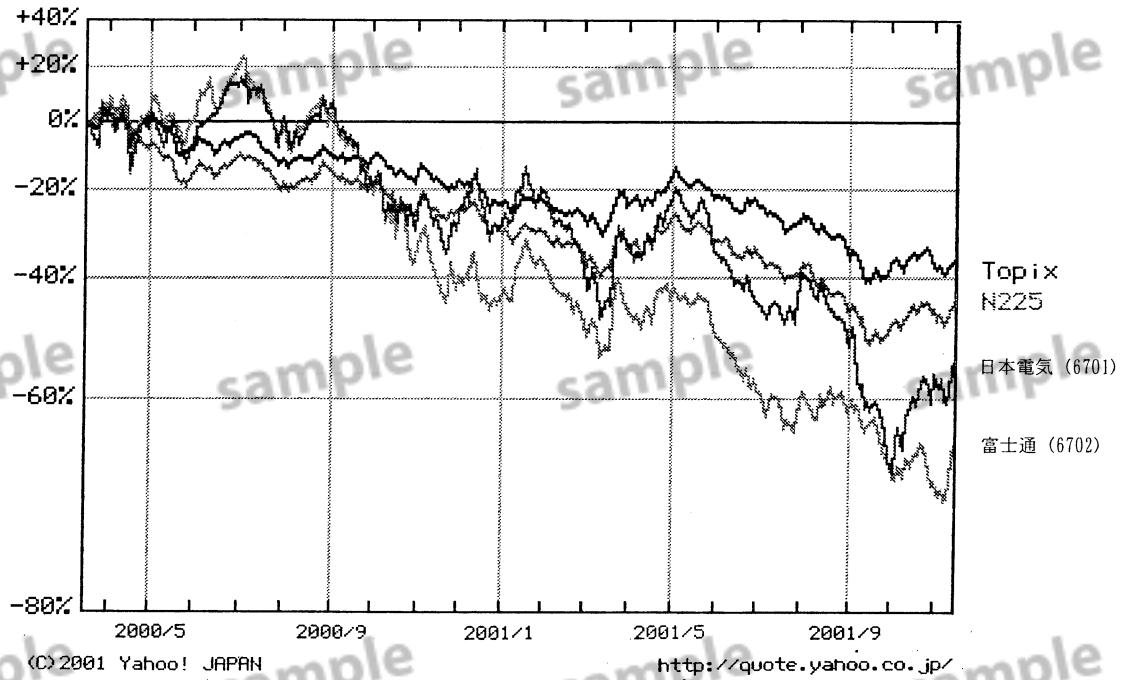
日本電気 (6701) と富士通 (6702) の株価変化率

NEC Corp.



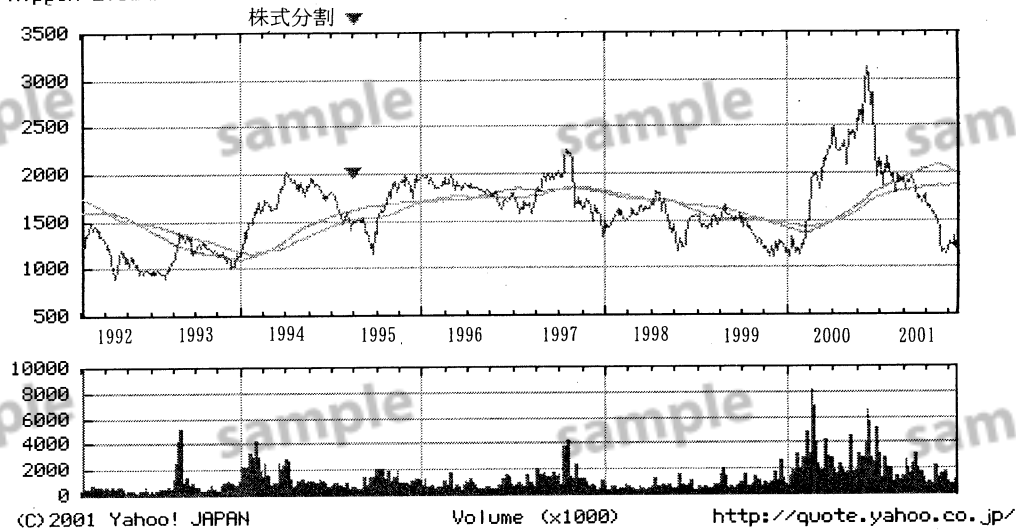
付属資料 11 (続き)

NEC Corp.



2. 日本電気硝子

Nippon Electric Glass

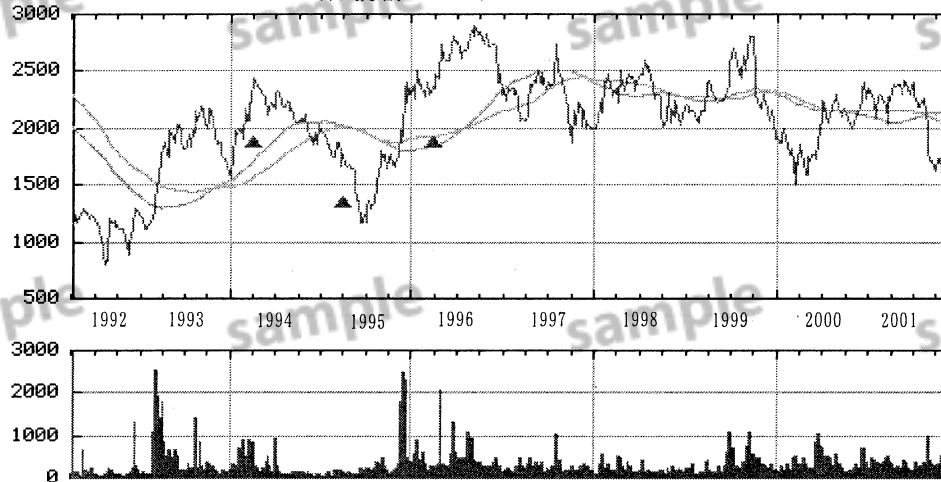


付属資料 11 (続き)

3. 日本電気システム建設

NEC System Integ. & Const.

株式分割 ▼



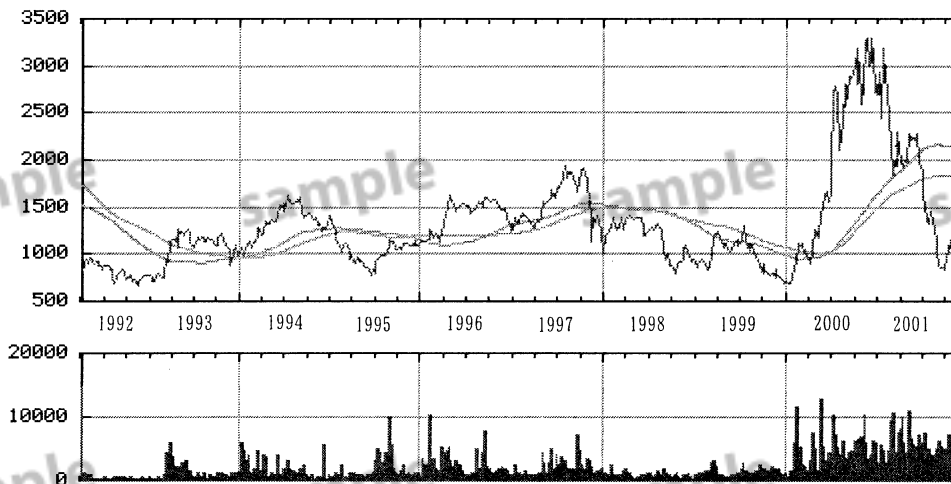
(C) 2001 Yahoo! JAPAN

Volume (x1000)

<http://quote.yahoo.co.jp/>

4. アンリツ

Anritsu Corp.



(C) 2001 Yahoo! JAPAN

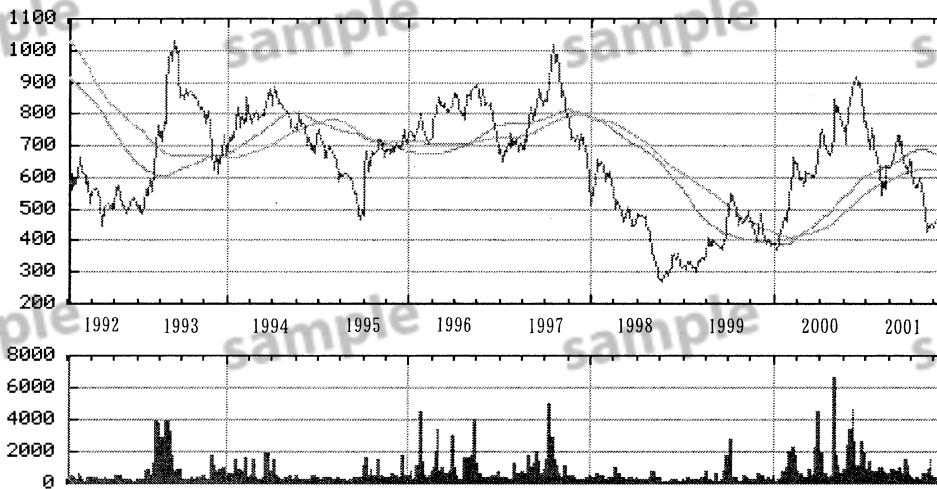
Volume (x1000)

<http://quote.yahoo.co.jp/>

付属資料 11 (続き)

5. 日本航空電子工業

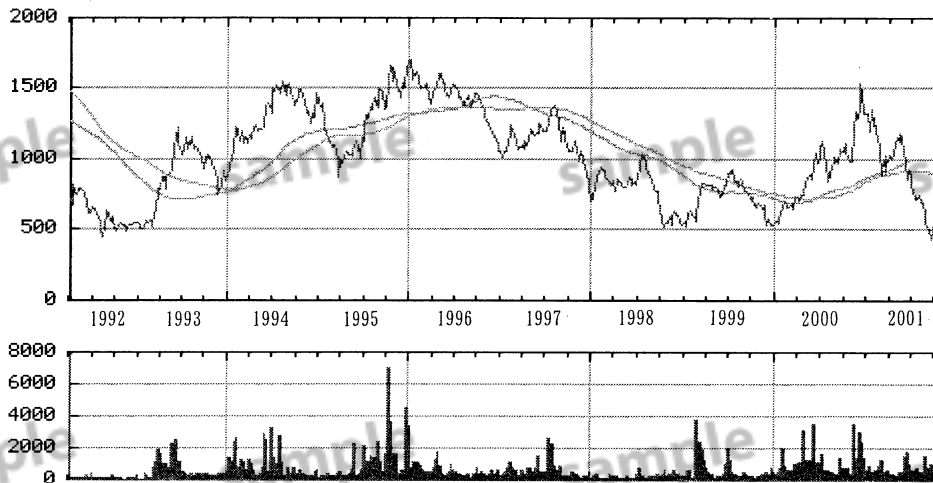
Japan Aviation Elec. Ind.



(C) 2001 Yahoo! JAPAN Volume (x1000) <http://quote.yahoo.co.jp/>

6. NECトーキン

NEC TOKIN Corporation

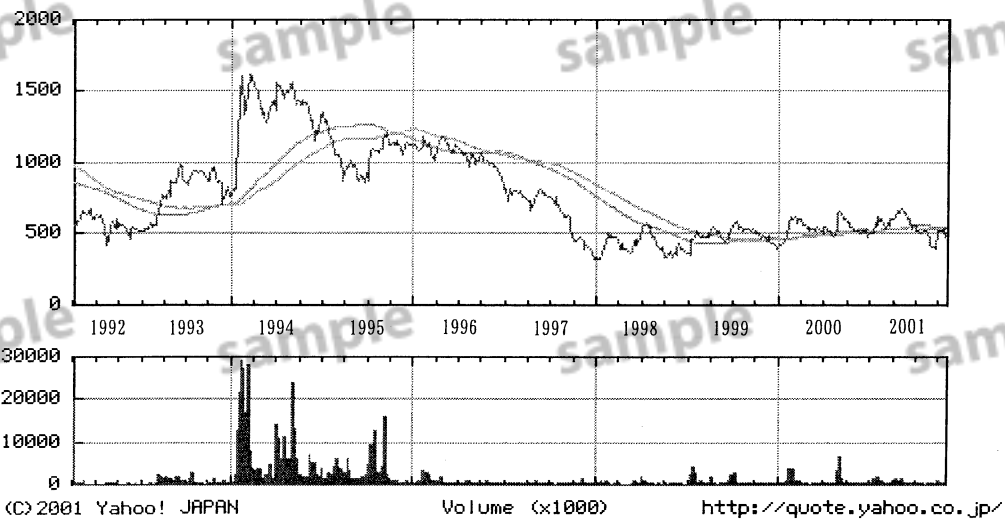


(C) 2001 Yahoo! JAPAN Volume (x1000) <http://quote.yahoo.co.jp/>

付属資料 11 (続き)

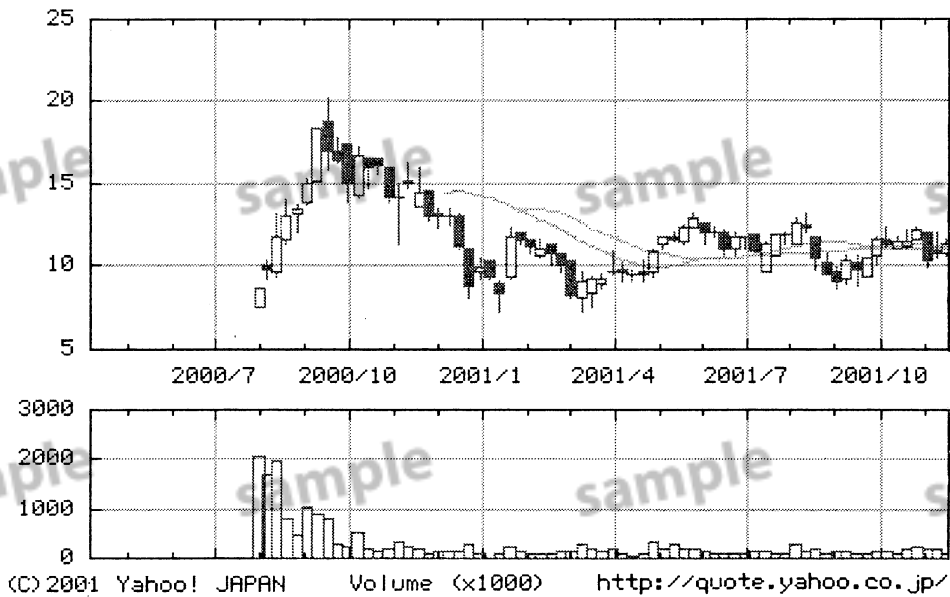
7. NECインフロンティア

NEC Infrontia Corporation



8. NECソフト

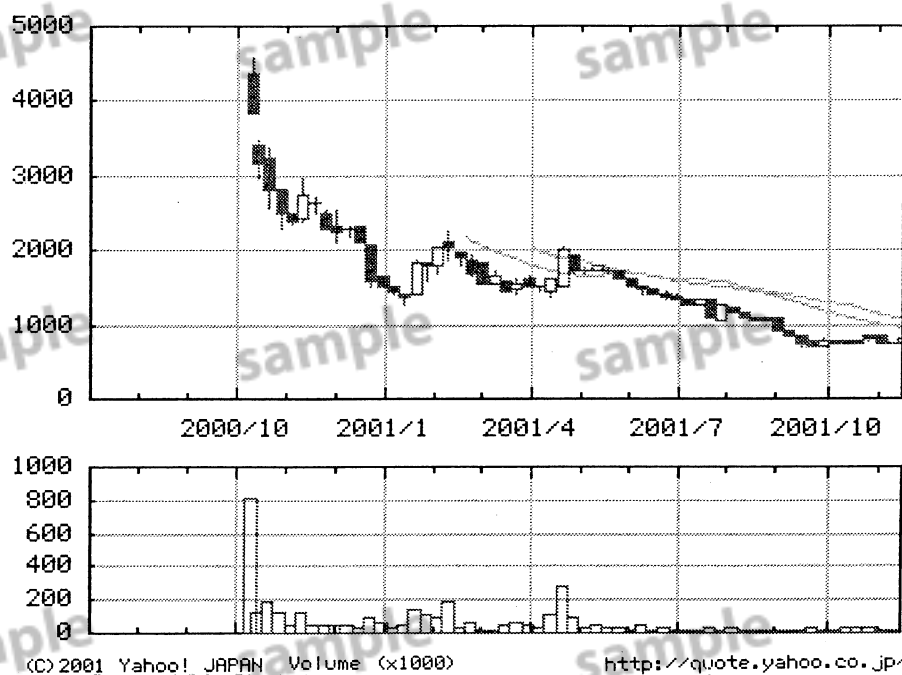
NEC Soft Ltd.



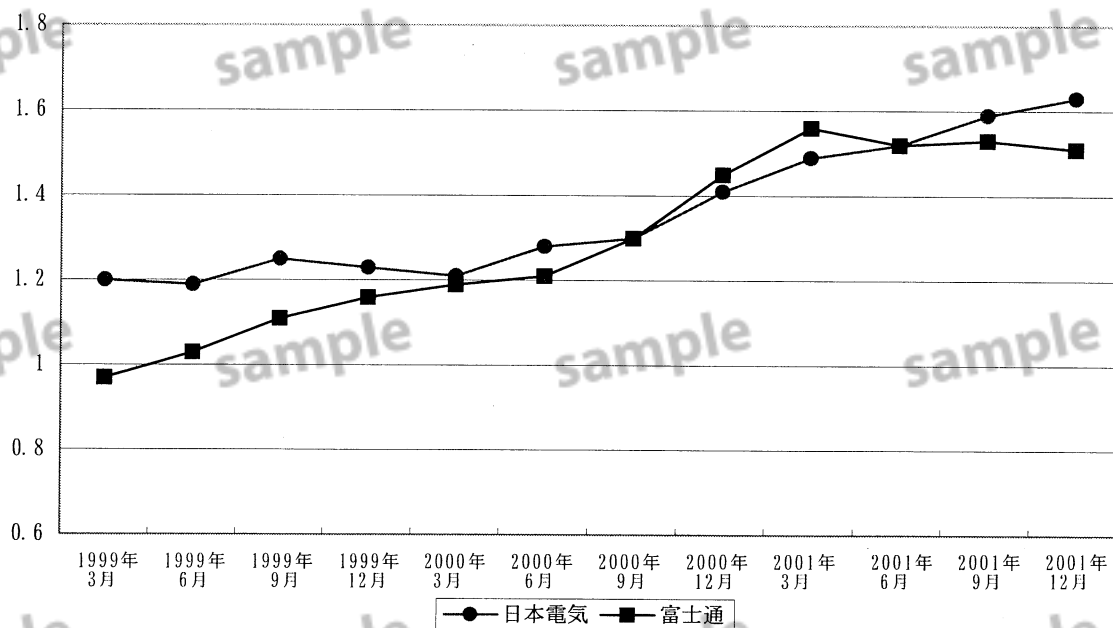
付属資料 11 (続き)

9. NECマシナリー

NEC Machinery Corp.



付属資料 12  
日本電気と富士通のβ値



資料：東京証券取引所、TOPIX (CD-ROM)



付属資料 13 日本電気の業績予測  
(10億円)

	2001年 3月期	2001年 9月期	2002年 3月期予想	2003年 3月期予想
売上高	5,409.7	2,468.0	5,450.0	5,600.0
営業利益	185.2	5.3	110.0	140.0
経常利益	92.3	-34.3	20.0	40.0
税引後利益	56.6	-29.9	8.0	24.0
1株当たり利益(円)	34.60	-18.10	4.80	14.50
1株当たり配当金(円)	11.00	3.00	11.00	11.00

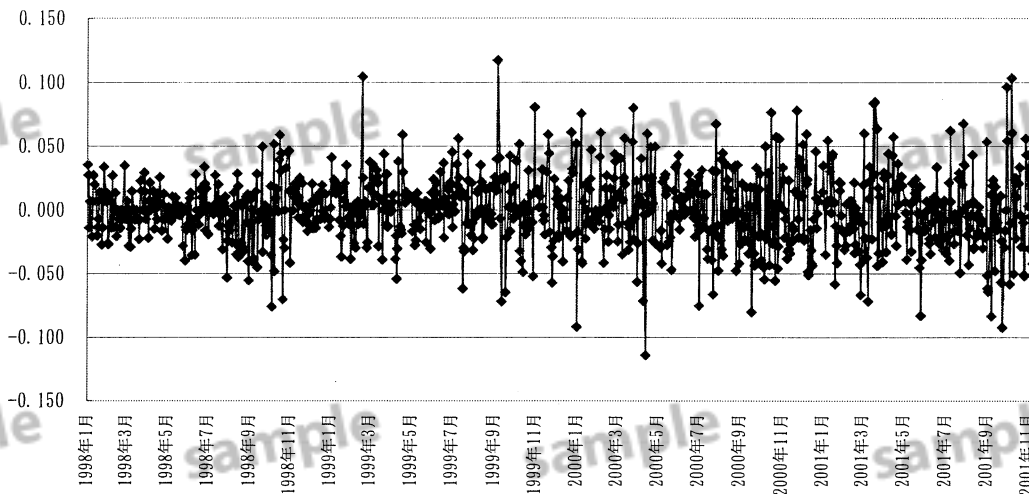
資料：東洋経済新報社、会社四季報（2001年10月15日）

2. メリルリンチ

	2001年 3月期	2001年 9月期	2002年 3月期予想	2003年 3月期予想	2004年 3月期予想
ソリューションズ					
売上高	2,228	961	2,201	2,205	2,296
ソフトウェア・サービス	716	363	818	879	952
ハードウェア	1,513	618	1,402	1,326	1,344
営業利益	84	19	68	96	108
ソフトウェア・サービス	66	36	86	96	104
ハードウェア	19	-17	-18	0	4
マージン	3.8%	2.0%	3.1%	4.4%	4.7%
ソフトウェア・サービス	9.2%	9.9%	10.5%	10.9%	10.9%
ハードウェア	1.2%	-2.8%	-1.3%	0.0%	0.3%
ネットワークス					
売上高	1,834	1,060	2,157	2,151	2,229
ネットワーク・インフラストラクチャー	1,081	633	1,277	1,211	1,239
モバイル・ターミナル	475	336	653	679	721
その他	279	92	227	260	270
営業利益	83	55	88	85	99
マージン	4.5%	5.2%	4.1%	4.0%	4.4%
エレクトロニクス・デバイス					
売上高	1,229	430	835	855	915
半導体	958	327	632	640	690
ディスプレイ	142	48	93	100	100
その他	128	55	110	115	125
営業利益	68	-55	-122	-70	-1
マージン	5.6%	-12.9%	-14.6%	-8.2%	-0.1%
売上高合計	5,410	2,468	5,264	5,316	5,546
ソリューションズ	41%	39%	42%	41%	41%
ネットワークス	34%	43%	41%	40%	40%
エレクトロニクス・デバイス	23%	17%	16%	16%	16%
営業利益合計	185	5	0	81	176
マージン	3.4%	0.2%	0.0%	1.5%	3.2%
ソリューションズ	3.8%	2.0%	3.1%	4.4%	4.7%
ネットワークス	4.5%	5.2%	4.1%	4.0%	4.4%
エレクトロニクス・デバイス	5.6%	-12.9%	-14.6%	-8.2%	-0.1%
税引前利益	92	-34	-238	9	102
税引後利益	57	-27	-157	-9	48

資料：Hiroshi Uchino, NEC (Report of Merrill Lynch) (24 January 2002), p.10

付属資料 14-1 日本電気の日次株価変化率



日次株価変化率

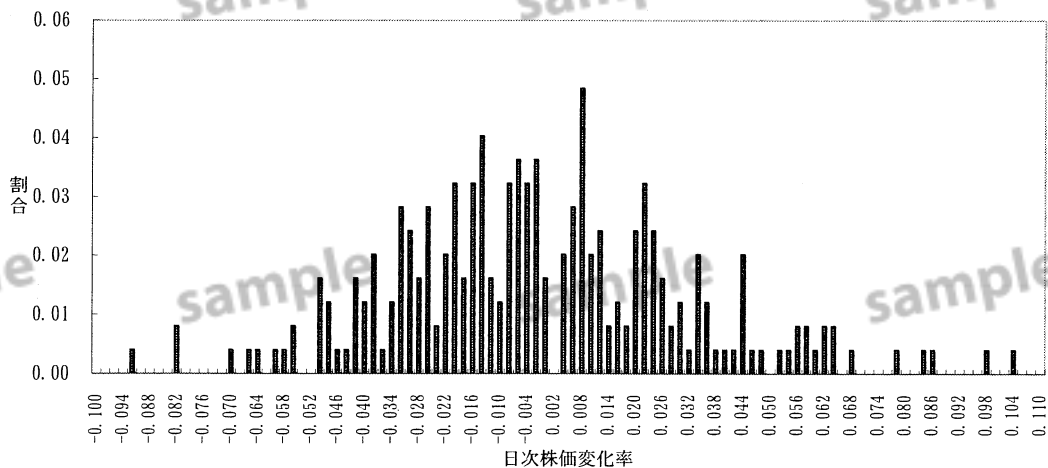
	約6カ月(129日) 2001年5月10日 2001年11月9日	約1年(248日) 2000年11月10日 2001年11月9日	約2年(496日) 1999年11月10日 2001年11月9日	約3年(741日) 1998年11月10日 2001年11月9日
日次ベース 平均値	-0.0046	-0.0024	-0.0012	0.0004
推定標準誤差	0.0328	0.0327	0.0317	0.0295
日次価格(P)のボラテリテイ $\Sigma u = \Sigma \ln(P_i/P_{i-1}) =$	-0.5899	-0.5943		
$\Sigma u^2 =$	0.1400	0.2631		
$(1/(n-1)) \Sigma u^2 = a$	0.0011	0.0011		
$(1/n(n-1)) (\Sigma u)^2 = b$	0.0000	0.0000		
uの標準偏差 $s = \sqrt{a-b} =$	0.0328	0.0325		

sは  $\delta \sqrt{t}$  の推定値である。したがって、 $\delta$  の推定値は次のようになる。t は年ベース日数に対する割合を示している。

推定年率ボラテリテイ $\delta^* = s/\sqrt{t}$	0.5158	0.5125
推定年率ボラテリテイ ( $\delta^*$ ) の標準誤差 $\delta^* / \sqrt{2n}$	0.0321	0.0230

資料：John C. Hull, Options, Futures, & Other Derivatives (Fourth Edition) (Prentice-Hall, 2000), p.242

付属資料 14-2 日本電気の日次株価変化率の分布  
(2000年11月10日～2001年11月9日)



付属資料 15 富士通の連結財務諸表  
(10億円)

A. 貸借対照表

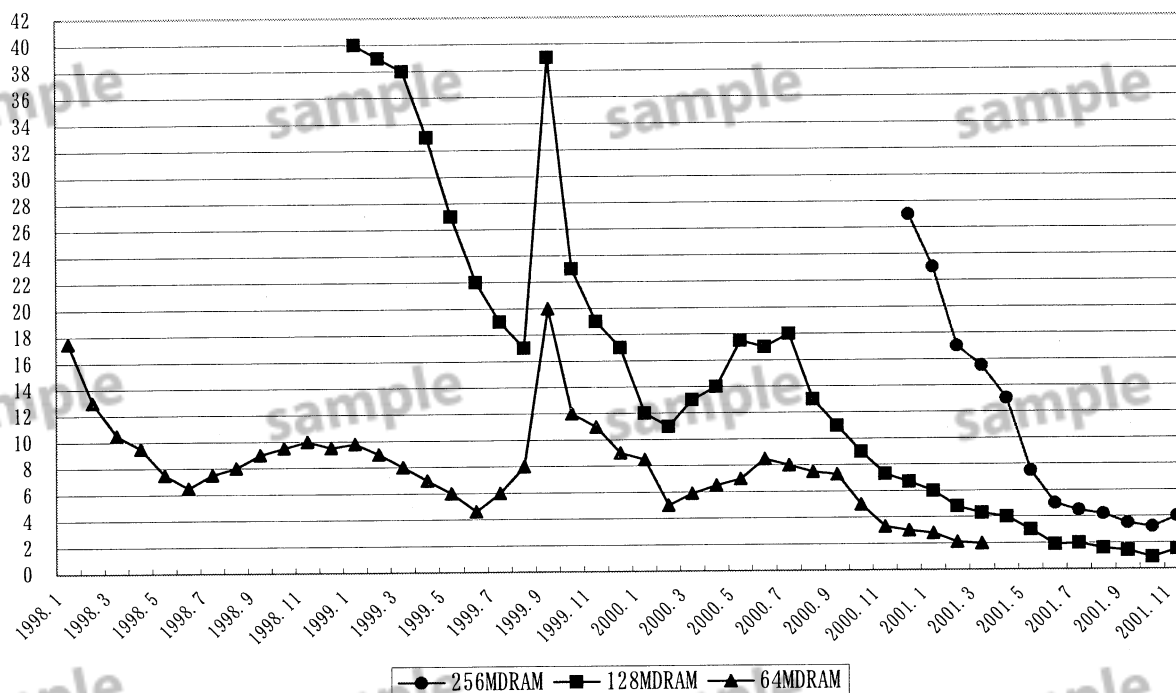
	2000年 3月31日	2001年 3月31日	2001年 9月30日
現金及び預金	274.0	289.0	204.2
受取手形及び売掛金	1,158.5	1,188.6	933.4
有価証券	53.6	30.7	31.5
棚卸資産	805.6	896.8	856.0
リース債権 (1年以内)	75.7	60.6	60.6
繰延税金資産	-	57.2	145.1
その他	248.4	233.3	186.7
貸倒引当金	-15.5	-18.8	-14.5
流動資産合計	2,600.4	2,737.5	2,403.0
建物及び構築物	369.0	370.4	355.3
機械装置, 工具器具及び備品	731.0	793.9	701.8
土地	134.3	137.2	137.4
建設仮勘定	44.6	82.2	122.0
有形固定資産合計	1,278.9	1,383.8	1,316.5
連結調整勘定	186.3	131.4	123.9
ソフトウェア	136.5	149.1	146.1
その他	19.7	13.9	13.9
無形固定資産合計	342.4	294.5	283.9
投資有価証券	519.4	529.8	502.8
リース債権	151.6	110.4	110.9
その他	128.4	147.8	53.4
貸倒引当金	-2.5	-3.8	-6.9
投資その他の資産合計	796.9	784.3	780.0
固定資産合計	2,418.2	2,462.6	2,380.5
社債発行差金	1.2	-	-
為替換算調整勘定	114.9	-	-
資産合計	5,134.6	5,200.1	4,783.5
支払手形及び買掛金	876.4	977.0	731.3
短期借入金	501.1	537.0	617.8
コマーシャルペーパー	1.0	-	13.0
1年以内償還社債	59.6	145.0	123.2
未払法人税等	51.1	113.9	29.5
未払費用	381.2	407.1	418.0
その他	207.0	261.7	200.8
流動負債合計	2,077.4	2,443.7	2,133.6
社債	792.6	647.9	768.2
長期借入金	370.7	304.4	321.7
退職給付 (給与) 引当金	176.0	102.9	116.6
電子計算機買戻損失引当金	89.0	88.9	80.9
繰延税金負債	-	56.1	-
その他	123.9	124.9	122.2
固定負債合計	1,552.3	1,325.0	1,409.7
負債合計	3,629.7	3,768.7	3,543.2
少数株主持分	213.6	217.0	217.1
資本金	306.2	314.7	314.9
資本準備金	495.1	505.4	510.0
連結剰余金	490.4	483.7	296.5
その他有価証券評価差額金	-	19.0	3.6
為替換算調整勘定	-	-108.5	-101.6
自己株式	-0.3	0.0	-0.2
資本合計	1,291.4	1,214.4	1,023.1
発行済株式総数 (百万株)	1,962.9	1,977.3	1,982.5

付属資料 15 (続き)

B. 損益計算書

	2000年 3月期	2001年 3月期	2001年 9月期
売上高	5,255.1	5,484.4	2,387.7
売上原価	3,796.9	3,942.6	1,760.0
売上総利益	1,458.2	1,541.8	627.7
販売費及び一般管理費	1,308.2	1,297.8	686.9
営業利益	150.0	244.0	-59.1
受取利息及び受取配当金	12.6	14.3	5.0
持分法による投資利益	17.0	13.4	4.0
為替差益	-	16.2	-
雑収入	37.4	23.2	12.9
営業外収益	67.0	67.2	21.9
支払利息	49.4	48.7	23.3
コマシャールペーパー利息	0.1	0.3	0.0
為替差損	25.7	-	3.0
退職給付積立不足償却額	-	22.5	17.8
厚生年金基金特別掛金	21.7	-	-
雑支出	49.9	50.0	26.2
営業外費用	146.8	121.5	70.3
経常利益	70.2	189.8	-107.5
退職給付信託設定益	-	460.3	-
子会社株式売却益	20.4	25.6	-
投資有価証券売却益	20.4	10.6	-
投資有価証券評価損戻入額	1.8	-	-
特別利益	42.6	496.5	-
退職給付積立不足一括償却額	-	415.6	-
事業構造改善費用	38.0	102.5	202.9
投資有価証券等評価損	-	10.6	-
特別損失	38.0	528.7	202.9
税金等調整前当期純利益	74.9	157.6	310.5
法人税、住民税及び事業税	65.6	134.9	21.4
法人税等調整額	-37.2	5.8	-149.4
少数株主利益	3.7	8.3	-7.8
当期純利益	42.7	8.5	-174.7
減価償却費	357.8	382.1	
資本的支出	409.4	515.3	
研究開発費 (販売費及び一般管理費)	401.1	403.4	182.9
1株当たり当期純利益 (円)	22.10	4.33	-88.29
潜在株式調整後1株当たり当期純利益 (円)	21.45	-	-
1株当たり現金配当金 (円)	10.00	10.00	2.50
従業員数 (人)	188,053	187,399	181,813

付属資料 16 半導体スポット価格の推移  
(1個当り：ドル)



付属資料 17 日本電気の主要製品のマーケット・シェア

1. DRAM半導体の世界シェア

	1995年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年5月
市場規模 (10億ドル)	40.83	19.80	14.01	20.74	28.91	
サムスン電子	16%	19%	19.1%	20.7%	21.1%	22.9%
マイクロン	6%	8%	9.2%	14.4%	18.9%	20.4%
ハイニックス (現代電子+LG電子)			-	-	17.2%	18.9%
現代電子	10%	8%	10.3%	19.3%	-	-
LG半導体	6%	7%	8.4%	-	-	-
インフォニオン (シーメンス)			5.4%	7.3%	8.5%	9.4%
日本電気	11%	12%	9.2%	8.8%	6.7%	6.4%
東芝			7.9%		6.2%	6.3%
日立製作所	10%	8%	6.5%		3.9%	3.7%
三菱電機			6.9%		3.1%	2.7%
富士通			5.9%			
モセルバイテリック					2.8%	2.5%
ウインボンド					1.9%	1.7%
その他			11.0%	29.5%	9.7%	5.1%

資料：1995年及び1997年（日経産業新聞（1999年6月24日），p.1）、IDC調べ  
 1998年（週刊ダイヤモンド（1999年7月31日），p.36）、IDC調べ  
 1999年（日本経済新聞（2000年4月21日），p.1）、データクエスト調べ  
 2000年（週刊東洋経済（2001年11月10日），p.83）、IDC調べ  
 2001年（週刊ダイヤモンド（2001年9月29日），p.123）、IDC調べ

付属資料 17 (続き)

	1994年	1995年	1998年	1999年	2000年	2001年
2. パソコンの出荷台数シェア						
a. 日本国内出荷台数 (百万台)	3.6	6.1	7.0	9.2	11.6	11.3
金額 (10億円)			1,564.1	1,897.7	2,105.2	1,885.4
日本電気	42%	40%	26.9%		21.7%	21.1%
富士通	9%	18%	23.1%		20.4%	21.1%
ソニー	-	-	5.1%		8.8%	11.0%
日本IBM	10%	10%	10.4%		9.8%	7.7%
東芝	4%	4%	7.0%		6.2%	7.4%
コンパック					4.9%	
アップル	16%	14%	5.1%			
日立製作所	3%	4%	5.3%			
その他					28.2%	31.7%
b. 世界出荷台数 (百万台)	47.90	59.72			134.73	
デル	3.0%				10.8%	13.3%
コンパック	10.0%	10.0%			12.8%	11.1%
HP	3.0%				7.6%	7.2%
IBM	8.2%	8.0%			6.8%	6.4%
アップル		7.8%				
バッカードベル	5.3%	5.3%				
日本電気	4.1%	4.8%			4.3%	3.8%
ゲートウェイ					3.8%	
その他						58.2%

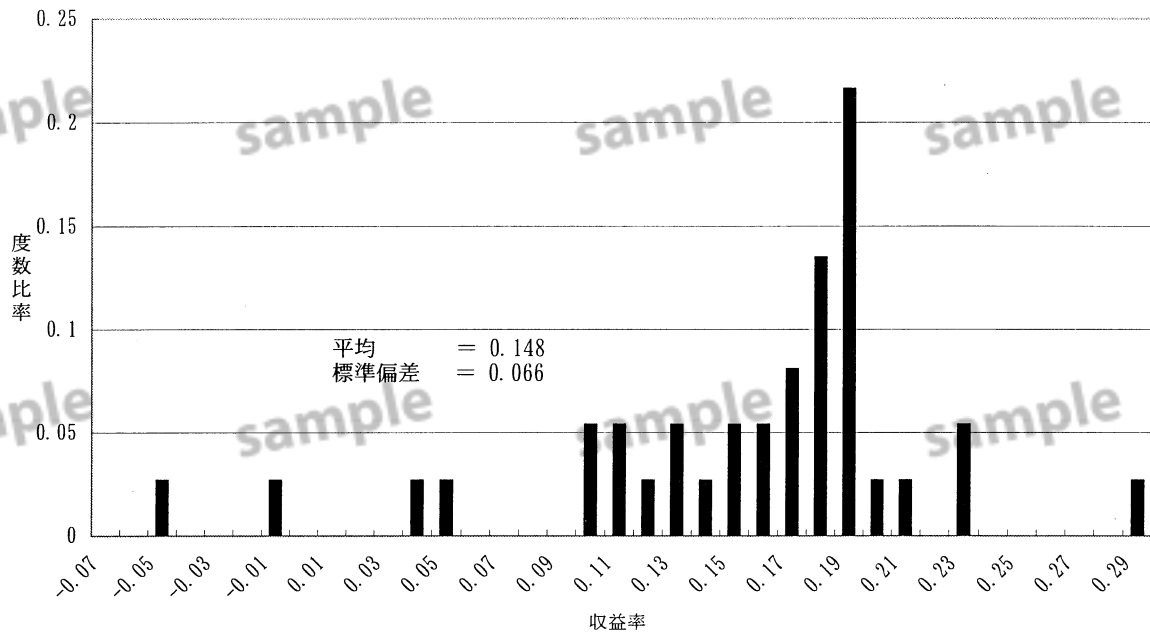
資料：日本国内1994年、1995年及び1996年（月刊経営塾（1999年5月），p.29）  
 日本国内2000年（日経ビジネス（2002年1月21日），p.46）  
 日本市場規模は電子情報産業協会（<http://it.jeita.or.jp/statistics/>）  
 世界1994年（日経産業新聞（1998年6月5日），p.5）  
 世界1994年及び1995年（The Wall Street Journal（February 7, 1996），p.A3）  
 2000年（週刊東洋経済（2001年6月30日），p.30）  
 2001年（日本経済新聞（2002年3月12日），p.13）

3. 携帯電話機

	1999年	2000年	2001年
a. 日本国内			
国内出荷台数 (百万台)	43.60	47.75	47.51
日本電気	12.8%	23.4%	28.0%
松下通信工業	25.3%	26.0%	16.8%
三菱電機	11.9%	14.7%	8.4%
シャープ	-	8.9%	8.2%
東芝	8.1%		
ソニー	5.3%	7.3%	
京セラ			6.9%
b. 世界シェア			
出荷台数 (百万台)		412.7	
ノキア		30.6%	
モトローラ		14.6%	
エリクソン		10.0%	
シーメンス		6.5%	
松下通信工業		5.2%	
日本電気		3.0%	
その他			

資料：2000年世界（日本経済新聞（2001年8月21日），p.13）  
 2001年日本国内（日経産業新聞（2002年7月18日），p.4）

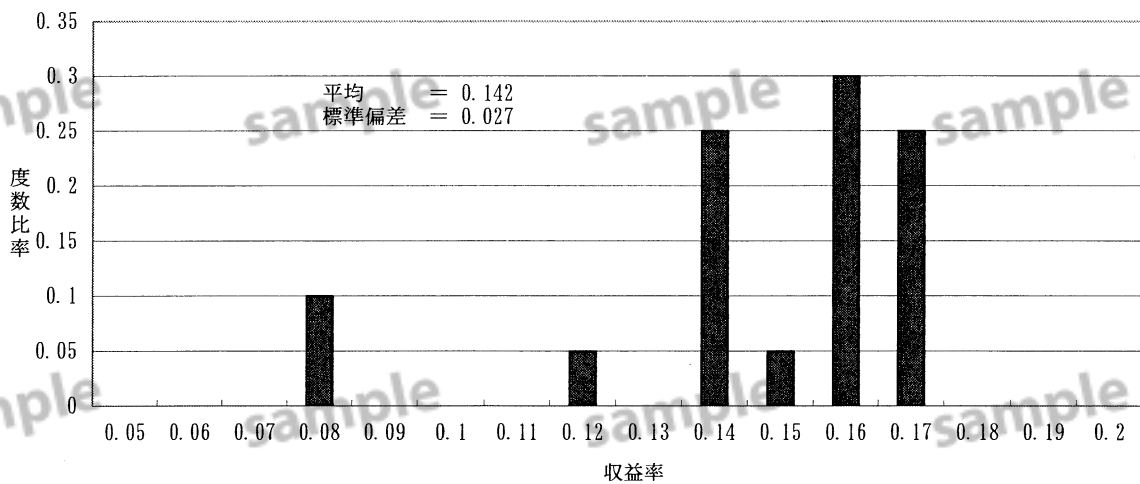
付属資料 18-1 東京証券取引所の単純平均市場収益率の分布



(注) 東京証券取引所第一部市場買い持ち型単純平均市場収益率, 計測期間は1952年から1998年までの期間、保有期間は10年間

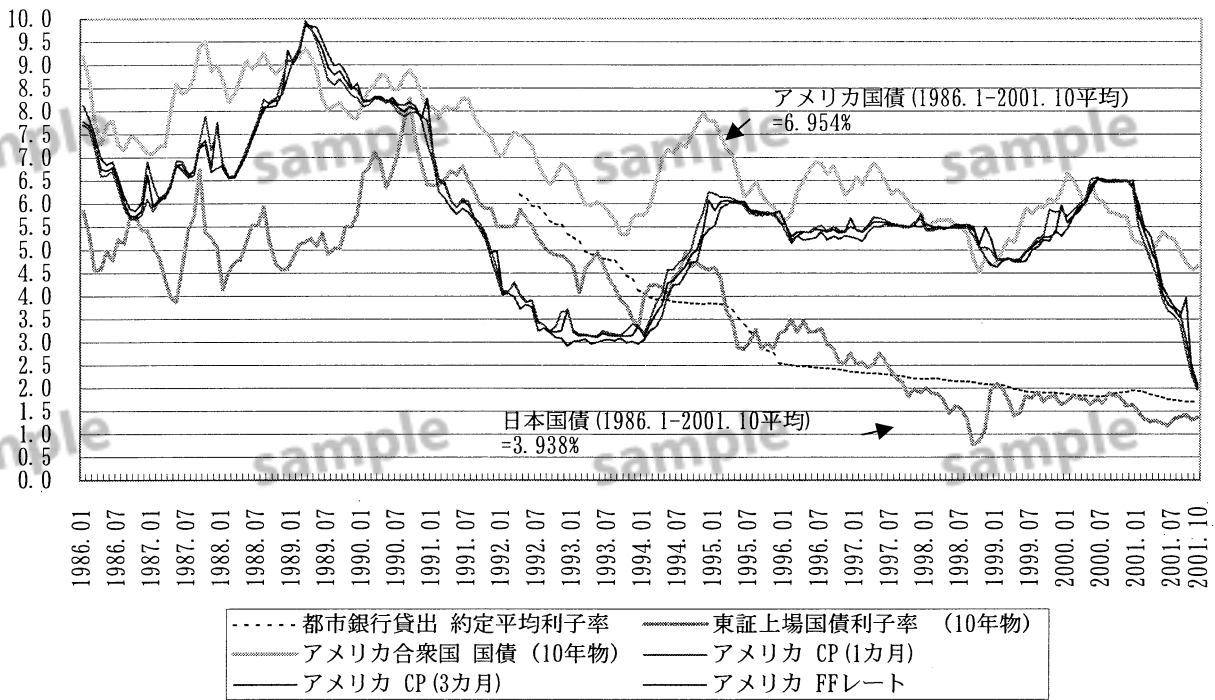
資料: 紺野典子監修、株式投資収益率'98 (日本証券経済研究所、1999年)

付属資料 18-2 ニューヨーク証券取引所の市場収益率の分布



(注) 収益率はNYSE Composite Indexの10年間の年平均変化率と配当利回りの10年間平均値とを加算した値である。計測期間は1972年から2000年までの期間、保有期間は10年間

付属資料 19 日本とアメリカの利子率 (%)



平均利子率 (%) (1986年1月～2001年10月)

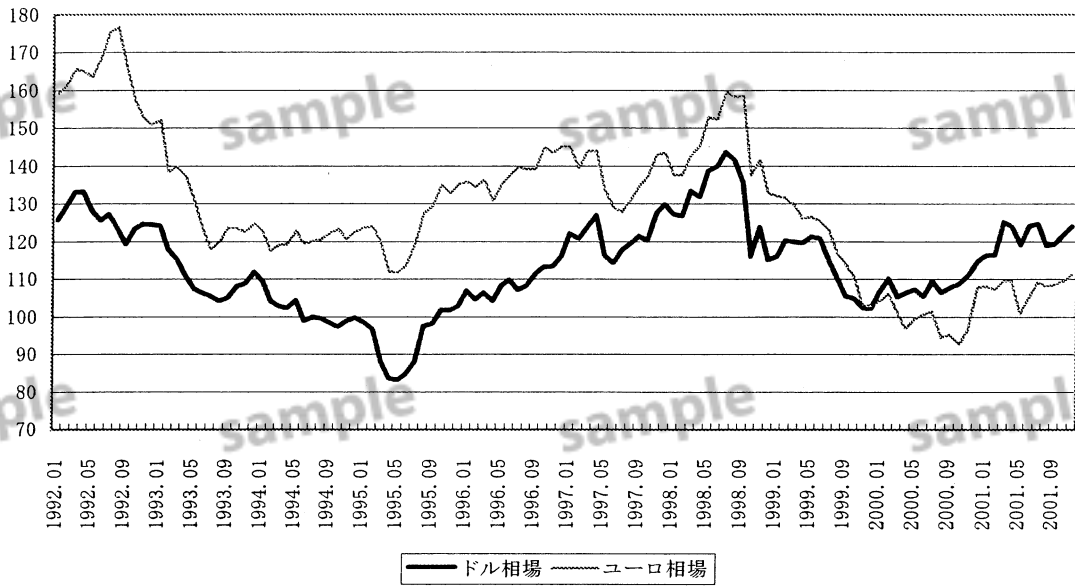
日本	国債利子率	3.94%
	都銀貸出利子率 (1992年4月-2001年10月)	2.97%
アメリカ	国債利子率	6.95%
	フェデラル・ファンド (FF) レート	5.76%
	コマーシャル・ペーパー (CP) レート (1カ月)	5.83%
	コマーシャル・ペーパー (CP) レート (3カ月)	5.83%

付属資料 20 London Interbank Offered Rate (LIBOR) (%)





付属資料 21 外国為替相場 (円)



sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample