



慶應義塾大学ビジネス・スクール

株式会社 アイベック

1992年春、株式会社アイベックは、その取引銀行に対して10億円の借入の申し込みをしたと考えていた。

アイベック社の歴史

アイベック社の社長である尾河氏（1939年生）は、1962年に大学を卒業後、中堅の商事会社に就職した。1965年には、日本のタイム・インクに転職した。入社後、広報局員として雑誌のホワイト・スペースを販売することを担当したが、その成績を評価されて、1年4カ月で広報部長に大抜擢された。1972年には教育事業部長兼タイムライフ教育システム取締役昇進した。1976年、尾河氏は、タイムライフ教育システム社の社長に就任した。さらに1976年、尾河氏はタイムライフブックス・インクの社長に抜擢され、月刊誌の出版と、教材の販売に携わった。1980年にはタイムライフブックス社のアジア総支配人の社長に就任した。しかし、尾河氏はアメリカ的な短視眼的経営に対する不満を募らせるようになった。そこで、1983年1月、43歳になったのを機に、尾河氏はタイムライフブックス社を退職した。尾河氏は、その年の4月に、講談社やイ・アイ・イ開発の出資を仰いで、資本金1億円でもってアイベック社（International Publishing, Education & Communication の頭文字をとった社名）を設立し、「映像・音響・文字を基盤とした新時代の総合情報企業」を目指すことにした。この時、約260人がタイムライフ・インク（当時の社員数600人程度）を辞めて、アイベック社に加わった。

最初、尾河氏は、ビジネスマン向けの語学研修受託事業を始めた。すなわち、アイベックは、先生を顧客企業に派遣して、顧客企業の社員のための語学研修プログラムを受

このケースは、慶應義塾大学大学院経営管理研究科教授の鈴木貞彦が、同大学院でのクラス討議のために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ためのものではない。

Copyright © 1995 by Professor Sadahiko Suzuki of Graduate School of Business Administration, Keio University, Japan. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, used in a spreadsheet, or transmitted in any form or by any means - electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise - without the permission of the author.

(1995年12月作成)

託した。第二に、尾河氏は、書籍の出版事業を始めた。1984年5月、アイベック社は、レーザー・ディスクやコンピューターを組み合わせた世界で初めてのビジュアル・ニューメディア英語学習教材「ラスコム」の販売を開始した。これは、日本ユニバック、パイオニアと共同開発したシステムであった。この教材について、尾河社長は次のように説明していた。¹

5

「英会話の場合、従来のコンピュータだけの教材では、画面は文字ばかりで会話の学習に欠かせないナマの会話を見たり聞いたりできなかった。一方、ビデオディスクだけの教材では、学習者の解答の正否を判断したり、理解の進度に合わせて学習することは不可能だったのですが、二つを連動させることにより双方向学習ができる理想的な教材ができたわけです。」

10

さらに、1985年4月、アイベック社は、講談社とパイオニアとの共同開発で、中学生向けの学習参考プログラム（英・国・数）の「ラスコム・メイト」の販売を始めた。中学英語の場合、SF仕立てのストーリーを中心に、米国女性による発音練習、アニメやパソコンゲームによる重要な文法・文型の学習、練習問題、テストが各レッスン毎に用意されているものであった。アイベックでは、全国の販売会社を通じて、一種の訪問販売方式をとっていた。尾河社長は、「これらは無店舗販売システムを開発することが非常に重要になってくると思います」と述べていた。さらに、「将来各家庭にコンピュータが大幅に普及すればホームショッピングも夢でなくなります。その時、レーザーディスクの多量の情報収納力と探索機能をフルに応用した無店舗販売が実現されれば、流通界に一つの革新をもたらすこととなります」と続けていた。²

20

これより先の1984年8月、アイベック社は、全額出資の販売会社アイベック・インターナショナルを設立して、映像出版物の販売を委託することにした。

1986年4月、アイベック社は旅行事業を開始した。その年の6月には、カナダにアイベック・カナダ・インクを設立し、IATA資格を取得して、カナダでの旅行事業を始めた。

25

1986年6月、アイベック社は絵画やその他美術品の売買を始めた。1987年8月には、美術品を販売するために千代田インターナショナル社を設立した。社長には尾河氏が兼務した。

30

1986年8月、アイベック社は「ジェイナス総合学院」を大阪に開校して、英会話・ワープロ・コンピューターを同時に習得できる学院事業を開始した。競争の激しい同業他社との差別化を重視して、3種類の技能を受講者が自分のスケジュールに合わせて受講で

¹ 池田耕造、「光ディスクの未来に賭けた「タイム」の元支配人」財界(1985年7月16日), p. 87

² 池田耕造、「光ディスクの未来に賭けた「タイム」の元支配人」財界(1985年7月16日), p. 88

きるフリーアクセス制を採用していたが、それは好評であった。1987年3月には、東京、7月には名古屋に「ジェイナス総合学院」を開校した。さらに、1988年6月には岡山、9月には福岡にも開校した。なお、生徒となる顧客の募集は、アイベック・インターナショナルに委託して行っていた。

映像出版物の出版・販売

アイベック社は、映像出版物の出版・販売を進めていたが、1986年3月期において、アイベック社は、レーザーディスクによる英会話教材を6,000セット購入した。しかし、アイベック社はこれらの教材を期待していたほどには販売できなかった。その結果、アイベック社は大手商社に、この在庫を約270百万円で買い取ってもらった。¹

1989年1月、アイベック社は講談社と共同開発したレーザーディスクによる生活情報ハウトゥー百科「Life Tec」の販売を開始した。尾河社長は、この生活情報百科は順調に売れていることを示唆していたが、この「Life Tec」の販売は、アイベック・インターナショナルに委託していた。

このほか、ヒット商品には、NHK総合テレビ番組「テレビ文芸館」をビデオパッケージ化した「ビデオ文学館」があり、アイベック社はこれらを全国の学校図書館や視聴覚ライブラリーに販売した。さらに、アイベック社は、中学生向けの英語教材、時事解説「CHASE」なども販売していた。

1990年11月、アイベック社は旺文社と共同開発したビデオ教材「突破ミサイル」(1セット60万円前後)の販売を開始した。これは、大学現役合格のための入試用教材であった。アイベック社は、この教材の販売活動を子会社の総合教育システム研究所に委託した。

活字出版物の出版・販売

活字出版物の書籍類では、アイベック社は、1990年3月までに、79冊を出版した。そのなかには、西本聖著「さらば巨人軍」等増刷を重ねた書籍も含まれていた。取り上げる話題は幅広くカバーされており、関係者の間では好評であった。また、アイベック社のオリジナル書籍は、価格が安く、サイズもコンパクトなことから、書店のほか、キオスクなどにも置かれていた。

1990年6月、アイベック社はアイベック・プレス社を設立して、書籍の出版をアイベック・プレス社に委託することにした。そして、7月、アイベック社は、その印刷出版事業をアイベック・プレス社に移転した。

流通関連商品の販売

1987年、アイベック社は、女性用高級シェープアップ・ファウンデーション(女性

¹ 日本経済新聞 (1993年12月15日), p. 35

用体型補整下着「メシャン」)を代理店を通じ販売することにした。1989年までには、アイペック社はその販売網を全国主要都市で構築していた。

カナダでの不動産事業

1988年、アイペック社はホテルとコンドミニアムの部屋を日本の投資家に分譲することを始めた。1988年7月、アイペック社はカナダのブリティッシュ・コロンビア州バンクーバーにあるロザリンスイーツ・ホテルを買収した。このホテルは32部屋をもっており、132人の収容能力をもっていると推定されていた。1988年10月には、同じくカナダのブリティッシュ・コロンビア州ウィスラーにあるナンシーグリーン・ロッジを買収した。

さらに、アイセック社と共同で、ナンシーグリーン・ロッジに隣接していたクリスタル・ロッジも買収した。ナンシーグリーン・ロッジは137部屋をもっており、収容人員は383人であった。アイペック社は、ロザリンスイーツ・ホテルとナンシーグリーン・ロッジの経営をアイペック・カナダ・インクに委託した。1989年3月期に、ロザリンスイーツ・ホテルの16部屋とナンシーグリーン・ロッジの3部屋を分譲した。

1989年5月、ブリティッシュ・コロンビア州ビクトリアにあるハーバータワーズ・ホテルを、大信販(大阪証券取引所上場のノンバンク・ファイナンス会社)との共同出資で買収した。このホテルは185部屋をもっており、710人の収容能力があるものと推察されていた。アイペック社は、このホテルの経営をハーバータワーズ・マネジメント・コープに委託した。この会社は、カナダで複数のホテルの運営を管理していた。1990年3月期、ハーバータワーズ・ホテルの60部屋とナンシーグリーン・ロッジの5部屋が分譲された。アイペック社は、50%の出資をしていたので、これら売却の半分を売上高として計上した。

1990年2月、アイペック社は、大信販と共同で、ブリティッシュ・コロンビア州ビクトリアに、「ザ・プレジディオ・オン・スタンレーパーク」(超高級コンドミニアム20階)の建設に着工した。アイペック社は、完成次第、コンドミニアムの部屋を分譲することを計画していた。

1990年6月、アイペック社はファイブ・スター級のホテル、「オーシャン・ポイント・リゾート・ホテル」(250室)を、大信販と共同で、ブリティッシュ・コロンビア州ビクトリアに建設着工した。アイペック社はこの投資のために2,502百万円の予算を組んでいた。

1990年10月、アイペック社は、大信販と共同で、ブリティッシュ・コロンビア州にあるアパートメント・ハウス「ロバート・ハウス」を買収した。ロバート・ハウスは190部屋を持っていた。

1990年11月、アイペック社はブリティッシュ・コロンビア州にあるレストラン「フィッシュ・ハウス」を、大信販と共同で買収した。さらに、1991年1月、アイペックはシーフード・レストラン「ザ・キャナリー・シーフード・レストラン」を、大信販と共同

で買収した。尾河社長は、これらの施設がカナダでの旅行事業での売上高を高めるのに貢献することを期待していた。

北米での観光事業

アイベック社は、カナダへのスキー・ツアー事業を順調に進めていた。また、アイベック社は、中学生と高校生向けのカナダへのサマー・キャンプやフロリダへのパッケージ・ツアーも始めていた。さらに、テレビ局、海外教育機関や海外の地方自治体と提携して、アイベック社は海外グループ・ツアーの売上高を伸ばしていた。

株式発行と店頭登録

これらの新しい事業を次々に展開していたことによって、尾河氏は、日本における有望なベンチャー・ビジネスマンの一人であるとして脚光を浴びた。

アイベック社を設立するにあたって、尾河氏は、5年以内に、株式を店頭市場に登録するとともに、7年以内に証券取引所に上場することを計画していた。

1984年9月には、銀行、生命保険会社、損害保険会社、証券会社などに第三者割当増資を行って、資本金を640百万円に高めた。1986年3月1日、アイベック社は、東京銀行他39名に対して、第三者割当増資を行って500百万円を調達した。発行株式数は2.5百万株で、発行価格は400円であった。同日、アイベック社は新株引受権付社債を無担保で発行して、1億円を調達した。行使価格は1,529.40円で、利子率は長期プライム + 0.5%であった。さらに、1988年4月、アイベック社は住友生命保険他26名に対して、第三者割当増資を行って210百万円を調達した。発行株式数は420千株で、発行価格は1,000円であった。1990年3月、新株引受権付社債の新株引受権の一括行使によって、65,384株を発行して、50百万円を調達した。

ところで、アイベック社は、銀行借入に対する担保として提供できる不動産をあまり所有していなかった。このため、アイベック社は、その成長資金をノンバンク・ファイナンス会社に大きく依存していた。この状況において、尾河社長は、必要な資金を出来るだけ早く資本市場から調達したいと希望していた。尾河社長は、株式を公開しさえすれば、その資金調達問題を解決できると信じていた。

尾河社長は、当初、1989年の株式公開を計画した。しかし、店頭市場に登録するためには、登録時の直前の決算期において純資産が2億円以上、1株当たり利益が10円以上であることが必要であった。ところが、1988年3月期において、アイベック社の1株当たり利益は5.69円にすぎず、条件を大幅に下回っていた。このため、1988年4月、アイベック社は額面金額50円の株式4株を額面金額50円の株式1株に併合した。そして、1株当たり利益についても、期首に併合が行われたものとみなして計算を行い、1株当たり利益を21.8円へと大幅に高めた。

一方、店頭市場への新規登録数は、1988年から急増した。すなわち、1987年までは、新規登録の会社数は多くても年20社前後であったが、1988年には53社、1989年には73社へと急増した。そして、1990年には、店頭市場開設以来最高の86社が新規に株式を店頭登録した。とりわけ、1990年秋にはフィーバーとなった。このような状況のなかで、1990年11月、アイベック社も、大和証券を主幹事証券会社として、店頭市場に登録するところ

5
にこぎ着けた。この登録の際に、アイベック社は、500,000株を1株2,519円で発行して1,255百万円（発行諸費用差引後で1,203百万円）を調達した。また、この株式公開の際に、尾河社長は、自分が所有していたアイベック社の株式の175,000株を売却し、約4億円の創業者利潤を得た。¹日本の税制では、株式の公開時に先立つ3年以上前から所有している株式を売却した場合には、資本利得税13%が適用されることになり、それは、通常

10
の所得税の税率よりはるかに低かった。
株式の公開にあたって、尾河社長は「経営の三本柱をしっかりと強化して早く300億円企業を目指したい」と述べていた。そのためには、教室をもっと増やすとともに、「北米の展開やビジネス英語部門の拡充」を図ることにしていた。そして、「できれば10周年式典では二部上場を発表したい」と述べていた。²

カナダでの不動産事業

アイベック社は、1991年3月期にロバートハウスの64部屋を、1992年3月期に49部屋を分譲した。アイベック社は、これら分譲額の半分を売上高に計上した。アイベック社は、カナダと日本の両国の経済状況が不振であったので、部屋の分譲についてあまり積極

20
的に進めていないことを示唆していた。アイベック社は、両国の経済状況が回復次第、これらの不動産を有利な条件で分譲したいと考えていた。1992年3月末、ロバート・ハウスの77部屋が売れ残っていた。このため、アイベック社は、部屋数で38.5部屋、金額で419百万円を在庫として計上していた。

新しい映像出版

映像出版の事業では、多くの新会社が英語教材の販売を始め、競争が激化した。このような状況で、アイベック社は、競争に勝つために、特色ある教材を販売する必要に迫られた。そこで、1992年3月、総合教育システム研究所は、「突破ミサイル」の後継商品として映像教材「旺文社インストラクション・テクノロジー・システム」を発売した。こ

¹ 朝日新聞（1994年5月18日），p. 26

² エコノミスト（1990年12月11日），p. 11

学院事業

1990年3月、ジェイナス総合学院には11,000人が入学していた。1992年、ジェイナス総合学院は、コンピューターとワープロの新モデルを導入して、教育内容を充実させた。このような努力もあって、1992年3月期、売上高は大幅に増加した。尾河社長は、3校（札幌市、横浜市または八王子市、神戸市）を新たに開校することを計画していた。他の専門5
学校と異なってジェイナス総合学院は、生徒が実際のビジネスにおいて学んだことを効果的に応用できるように訓練することを重視していた。したがって、ジェイナス総合学院は、就職しようとしている大学生に焦点を合わせていた。

しかし、企業内語学研修の売上高は、1992年3月期に期待したほどには伸びなかった。尾河社長は、このような冴えない業績は顧客企業における企業内研修の予算削減によ10
るものと見ていた。

美術品関連商品事業の激減

1988年から1991年にかけて、質の高い西洋絵画に対する需要は大きかった。アイベック社は油彩画、版画、リトグラフ等の美術品関連商品を販売していた。アイベック社は、15
高価で有名な絵画の購入を希望する顧客を獲得するのに成功していた。しかし、1991年頃から、個人消費や民間設備投資に陰りがみられるようになった。1992年に入って、景気後退を示す指標も多くなり、株式市場が低迷するとともに地価等も下落した。このような影響もあって、1992年3月期には、美術関連商品の売上高は殆どなくなってしまった。

設備投資

アイベック社は、オーシャン・ポイント・リゾート・ホテルの建設に2,081百万円をすでに支出していた。ホテルは1992年3月までには完成する予定であったが、建設は予定のスケジュールから遅れていた。アイベック社は、このホテルは、1992年6月までには完成するものと期待していた。25

また、アイベック社は、その研修センターを3億円をかけて日光市に建設中であった。アイベック社は、このプロジェクトに170百万円をすでに支出していた。

アイベック社は、これら二つのプロジェクトに、さらに約550百万円の資金を必要としていた。30

長期資金調達

1991年4月、アイベック社は普通社債で1億円を、発行価格99.60円、利子率7.3%の条件で発行した。この普通社債の担保としては、賃借事務所敷金・保証金返還請求権第1順位の物件が含まれていた。1991年5月、アイベック社は株主に対して1株に対して0.3株を無償交付を行った。35

さらに、1991年8月、アイベック社は野村証券の虎の門支店にスイスフラン建ての
転換社債発行の相談を持ちかけた。¹ そこで、野村証券では、調査を行った。その結果、
「訪販は弁護士の意見書のみでパス。絵画も社長の友人にカネ持ちがいて仲介するだけで
在庫はもたない」とのことであった。また、海外不動産もカナダに限定しており、オタワ
支店の調査でも、うまく動いているという報告であった。このため、野村証券は、この転
換社債の発行を引き受けることにした。しかし、株式市場では、大手証券会社の一連の不
祥事や大手証券4社の法人営業の自粛などの影響も加わって、株価がさらに低迷し、相場
の先行きも不透明になった。一方、スイスフラン建て転換社債について、日本企業による
発行ラッシュとなり、供給過剰から、転換社債の利子率が上昇した。プット・オプション
付きの場合でも、行使後の利回りは8%を超えるようになった。このため、9月には、ス
イス・フラン建て転換社債の起債を見送る日本企業が相次いだ。このような状況のなかで、
アイベック社も、スイス・フラン建て転換社債の発行は認められなかった。

そこで、アイベック社は、1992年3月31日を払込み日として、全国朝日放送株式会
社（朝日テレビ放送局（チャンネル10））と文化放送と資本提携をすることになった。アイベ
ック社は教育ビジネス分野のノウハウを活用して、映像出版や教育放送事業に進出したい
と考えていた。² この契約によって、アイベック社は400,000株を2社（1社当たり
200,000株）を3,000円で発行して、1,200百万円を調達した。

アイベック社はこれらの第三者割当増資資金の一部をオーシャン・リゾート・ホテ
ルの建設に充当した。しかし、この新たに調達した資金は、アイベック社の全てのプロジ
ェクトを遂行するのに必要な資金をまかなうのには十分ではなかった。1992年4月、尾河
社長は、アイベック社にとって1992年春に決済するために追加資金が必要になると見積も
っていた。しかし、アイベック社は適格な担保を十分に所有していなかった。協和・埼玉
銀行（現あさひ銀行）は、すでに、尾河社長の新築住宅にも担保を設定していた。尾河社
長が所有していたアイベック社の株式の一部も、ファイナンス会社からの借入金に対して
担保として提供されていた。

1992年初め、東京証券取引所での株価は引き続き下落していた。春には、日経平均
株価指数は、年初来25%近くも急落していた。尾河社長は、転換社債を発行することによ
って資金を調達することも引き続き考えていた。しかし、株価の低迷のため、資本市場で
資金調達は出来なかった。

このような状況で、アイベック社は取引銀行に対して、10億円の追加借入を要請し
ようとした。

¹ 清水恵彦、金融ビジネス（1992年12月）、p. 40

² 日本経済新聞（1992年3月14日）、p. 9

付属資料 1

アイベック社の貸借対照表 (単独)
(3月末:百万円)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
現金及び預金	1,367	660	577	758	1,921	2,175	1,771
受取手形*	744	594	587	503	5	153	-
売掛金	1,374	2,047	1,260	1,859	992	1,848	1,185
有価証券	22	3	261	237	161	264	# 85
商品	437	521	413	431	350	228	243
販売用不動産	-	-	-	25	-	679	419
前渡金	58	69	37	450	213	78	105
前払費用	48	41	42	89	83	113	130
短期貸付金	112	151	134	15	23	200	738
関係会社短期貸付金	104	102	129	66	113	**1,282	** 189
未収収益	63	-	-	-	-	230	113
立替金	-	-	-	-	-	249	215
その他	58	120	106	154	159	217	75
貸倒引当金	-26	-40	-41	-29	-38	-54	-26
流動資産	4,363	4,268	3,504	4,560	3,981	7,662	5,243
償却有形固定資産	184	309	377	1,599	2,593	3,037	3,102
減価償却累計額	-64	-116	-195	-276	-380	-496	-613
	120	193	182	1,323	2,213	2,541	2,489
土地	-	-	6	204	1,071	1,109	1,109
建設仮勘定	-	-	-	2	75	749	2,321
有形固定資産	120	193	188	1,529	3,359	4,399	5,919
無形固定資産	59	60	63	70	91	89	87
投資有価証券	20	93	78	-	71	98	# 458
関係会社株式	45	68	210	268	451	741	741
長期貸付金	22	91	120	215	321	741	2,521
関係会社長期貸付金	270	258	377	565	919	** 251	**1,205
長期前払費用	3	1	7	7	70	63	238
敷金及び保証金	503	499	476	542	547	793	829
会員権等	17	25	34	46	115	135	138
その他	17	17	28	-18	-10	75	112
投資その他資産合計	896	1,052	1,332	1,625	2,483	2,897	6,243
固定資産合計	1,074	1,305	1,583	3,224	5,934	7,385	12,248
資産合計	5,437	5,573	5,087	7,784	9,915	15,047	17,491
支払手形	529	396	289	521	290	132	329
買掛金	584	407	142	446	85	155	128
短期借入金	485	309	456	1,232	1,429	1,474	1,897
1年以内返済長期借入金	657	729	511	429	448	866	411
1年以内償還社債	-	-	430	-	-	-	-
未払金	131	303	322	441	420	359	259
未払法人税等	132	136	101	115	7	131	81
未払事業税等	34	36	28	30	60	75	30
未払消費税等	-	-	-	-	33	31	20
未払費用	23	42	62	40	35	61	34
預り金	17	44	28	34	93	36	73
賞与引当金	24	33	38	36	46	47	56
その他	27	31	34	88	45	29	36
流動負債合計	2,643	2,467	2,442	3,411	2,990	3,397	3,354

* 受取手形割引高 137 339 457 233 - - -

**1991年3月期, アイベック・デベロップメント B.C.インク (非連結) に対する長期貸付金 668百万円は短期貸付金に振り替えられている。1992年3月期, 短期貸付金 943百万円は長期貸付金に振り替えられている。

1992年3月期, 所有目的の変更により, 株式を有価証券から投資有価証券へ 163百万円振り替えている。

付属資料 1 (続き)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
新株引受権付社債	100	100	100	100	-	-	-
社債	-	470	-	-	-	-	100
長期借入金	668	513	481	1,756	4,160	7,133	8,130
固定負債合計	768	1,083	581	1,856	4,160	7,133	8,230
負債合計	3,411	3,549	3,023	5,267	7,149	10,530	11,585
資本金	1,140	1,140	1,140	1,350	1,430	2,058	2,058
新株式払込金	-	-	-	-	-	-	1,200
資本準備金	770	770	770	980	1,000	1,962	1,962
利益準備金	-	4	7	11	16	23	32
その他の剰余金	117	110	147	175	319	474	655
資本合計	2,027	2,024	2,063	2,517	2,765	4,517	5,906
発行済株式総数(1,000)	12,600	12,600	12,600	3,570	3,635	4,135	5,376
保証債務(銀行借入金)							
コムラ・インターナショナル	-	-	60	60	60	60	60
アイバック・インターナショナル	-	-	16	54	-	-	-
中国アイバック	39	49	14	-	-	-	-

付属資料 2

アイバック社の損益計算書(単独)(百万円)

	4月～3月						
	1985～ 1986	1986～ 1987	1987～ 1988	1988～ 1989	1989～ 1990	1990～ 1991	1991～ 1992
商品売上高	5,123	4,179	2,867	3,451	3,598	4,842	5,474
役務収益	329	1,051	2,142	2,720	3,267	3,163	3,821
売上高	5,451	5,230	5,009	6,171	6,865	8,005	9,294
商品売上原価	n. a.	n. a.	n. a.	1,643	1,296	1,847	1,956
役務収益原価	n. a.	n. a.	n. a.	924	1,153	1,197	1,208
売上原価	2,301	1,974	1,614	2,566	2,449	3,044	3,164
売上総利益	3,150	3,256	3,395	3,604	4,416	4,961	6,130
返品調整	-	-	-7	16	-6	7	-
差引売上総利益	3,150	3,256	3,388	3,620	4,410	4,968	6,130
販売手数料*	1,366	1,455	1,921	1,897	1,795	1,896	3,032
運賃諸掛費	82	98	67	59	68	75	75
広告宣伝費	259	194	214	260	228	176	110
貸倒引当金繰入額	12	31	8	30	40	24	41
給料手当・賞与	320	401	314	392	616	672	689
賞与引当金繰入額	24	33	38	36	46	47	42
家賃等賃借料	198	208	99	102	155	181	205
減価償却費	18	31	63	67	101	107	106
その他の経費	623	604	451	529	723	880	860
販売費及び一般管理費	2,904	3,053	3,172	3,372	3,772	4,058	5,161
営業利益	246	203	216	248	638	910	969
受取利息	46	64	51	41	99	283	394
解約手数料	71	69	83	83	61	26	23
有価証券売却益	-	-	-	32	61	-	-
雑収入	7	10	13	32	37	70	57
営業外収益	124	142	147	187	259	379	474
支払利息及び割引料	126	137	141	209	362	651	814
有価証券評価損	-	-	46	28	42	14	12
新株発行費	-	-	-	-	-	63	3
雑損失	4	1	0	1	3	36	46
営業外費用	130	138	187	238	407	764	875
経常利益	239	207	177	197	490	525	569
* うち関係会社に対する販売手数料	891	1,851	1,758	1,742	1,558	1,930	

付属資料 2 (続き)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
特別損失	-	9	1	-	4	-	37
税引前当期純利益	239	198	176	197	487	525	532
法人税及び住民税	167	150	104	120	281	274	243
純利益	72	48	72	77	206	251	289
減価償却費							
有形固定資産					120	122	117
その他					25	23	23
合計					146	145	141
株式の無償交付		-	-	-	-	1:0.3(5月)	-
1株当り利益(円)	7.0	3.8	5.7	21.8	57.6	65.8	53.8
1株当り配当金(円)	3.5	2.5	3.5	14.0	20.0	20.0	20.0

付属資料 3

事業別粗利益
(百万円)

	1988.4 1989.3	1989.4 1990.3	1990.4 1991.3	1991.4 1992.3
出版事業:				
売上高	1,342	1,781	2,266	3,603
売上原価				
期首棚卸高	335	354	290	149
当期仕入高	429	398	474	755
合計	764	752	764	905
他勘定振替高	40	20	74	1
期末棚卸高	354	290	149	156
商品売上原価合計	369	442	541	748
人件費	43	44	45	50
経費				
外部委託費	-	-	-	219
賃借料	34	64	37	37
減価償却費	7	6	4	3
水道光熱費	6	7	7	8
その他	109	40	42	29
経費合計	156	117	89	296
売上原価合計	568	604	676	1,094
粗利益	774	1,177	1,590	2,509
海外不動産事業:				
売上高	384	939	631	541
売上原価				
期首棚卸高	-	25	-	679
当期仕入高	145	162	995	-
合計	145	187	995	679
期末棚卸高	25	-	679	419
売上原価合計	120	187	316	260
粗利益	264	752	316	280

付属資料 3 (続き)

	1988.4 1989.3	1989.4 1990.3	1990.4 1991.3	1991.4 1992.3
流通関連商品販売事業：				
売上高	1,562	809	1,866	1,284
売上原価				
期首棚卸高	4	7	2	6
当期仕入高	815	466	837	584
合計	819	473	838	591
他勘定振替高	2	2	5	2
期末棚卸高	7	2	6	14
売上原価合計	810	470	827	575
粗利益	752	339	1,039	709
その他：				
売上高	164	69	79	49
売上原価				
期首棚卸高	45	38	14	16
当期仕入高	139	11	30	27
合計	184	49	44	43
他勘定振替高	0	0	0	0
期末棚卸高	38	14	16	15
売上原価合計	145	35	28	27
粗利益	39	34	51	20
学院事業：				
売上高	2,040	1,876	1,602	2,271
役員収益原価				
教材費	10	6	4	5
人件費	276	324	351	366
経費				
賃借料	127	113	145	133
減価償却費	15	14	11	8
水道光熱費	16	19	20	21
その他	98	88	38	29
経費合計	256	234	214	191
役員収益原価	542	564	568	562
粗利益	1,498	1,312	1,034	1,709
企業研修：				
売上高	153	173	174	176
役員収益原価				
教材費	10	10	9	9
人件費	53	61	74	71
経費	2	3	3	4
役員収益原価	65	74	85	84
粗利益	88	99	90	92
観光事業：				
売上高*	527	1,219	1,386	1,374
役員収益原価				
ホテル食材費	20	87	97	77
旅行事業原価	297	427	447	486
役員収益原価	317	515	544	562
粗利益	210	704	842	812
* うちカナダのホテルでの売上高	n. a.	n. a.	864	801

付属資料 4

事業構成 (%)

	1989	1990	1991	1992
出版事業	21.7	25.9	28.3	38.8
海外不動産事業	6.2	13.7	7.9	5.8
流通関連商品販売事業	25.3	11.8	23.3	13.8
その他	2.7	1.0	1.0	0.5
商品売上高合計	55.9	52.4	60.5	58.9
学院事業	33.1	27.3	20.0	24.4
企業研修事業	2.5	2.5	2.2	1.9
観光事業	8.5	17.8	17.3	14.8
役務収益原価合計	44.1	47.6	39.5	41.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0

付属資料 5

海外不動産の販売

	1989	1990	1991	1992
ロザリンスイーツ・ホテル				
部屋	8			
面積 (㎡)	600			
ナンシーグリーン・ロッジ				
部屋	1.5	2.5		
面積 (㎡)	106	152		
ハーバータワーズ・ハウス				
部屋		30		
面積 (㎡)		1,565		
ロバート・ハウス				
部屋			32	24.5
面積 (㎡)			1,875	1,543
売上高合計 (百万円)	384	939	632	540

付属資料 6

主要株主 (千株)

	1990.9		1991.3		1992.3	
尾河靖	717	19.74%	545	13.19%	705	13.12%
講談社	300	8.25	300	7.25	341	6.34
パイオニア	200	5.50	200	4.84	260	4.84
イ・アイ・インターナショナル	320	8.80	194	4.69	-	-
三井信託銀行 (特定金銭信託受託者)	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	234	4.35
寒川敏穂	200	5.50	146	3.53	188	3.51
アプラス (旧大信販)	41	1.15	141	3.43	184	3.43
あさひ銀行 (旧協和銀行)	75	2.06	125	3.02	162	3.02
アイベック従業員持株会	113	3.11	129	3.12	143	2.68
International Supplier	n. a.	n. a.	120	2.90	n. a.	n. a.
住友生命保険	105	2.89	105	2.54	136	2.54
三洋ファイナンス	105	2.89	105	2.54	n. a.	n. a.
住友信託銀行	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	102	1.90
合計			2,111	51.06	2,458	45.73
金融機関	311	8.60	414	10.05	1,084	20.48
その他法人	1,672	46.24	2,013	48.85	1,913	36.15
外人投資家	30	0.83	6	0.15	15	0.28
個人投資家	1,603	44.33	1,604	38.92	2,186	41.31

付属資料 7

借入金
(3月末：百万円)

	1990	1991	1992	担保物件
長期借入金：				
あさひ銀行（協和銀行）	208	688	812	投資有価証券 敷金・保証金（1991）
さくら銀行（太陽神戸銀行）	300	1,328	596	会員権（1991） 投資（1992）
（うち無担保）		(1,311)	(583)	無担保
北海道拓殖銀行	-	120	166	無担保
住友銀行	118	52	156	無担保
三和銀行	55	235	120	投資
（うち無担保）		(135)	(20)	
三菱銀行	212	102	26	敷金・保証金
富士銀行	-	100	-	
大信販	2,749	4,282	5,567	販売用不動産、建物・土地
（うち無担保）		(2,037)	(2,087)	
エセキクレジット				建物・土地
	942	1,092	1,092	
	4,608	7,999	8,541	

短期借入金：				
あさひ銀行	679	811	852	投資有価証券
（協和銀行）	(579)	(610)		敷金・保証金（1990, 1991）
（埼玉銀行）	(99)	(200)		無担保
東海銀行	-	-	180	無担保
大和銀行	-	-	135	無担保
北海道拓殖銀行	-	200	100	無担保
富士銀行	-	-	100	無担保
三菱信託銀行	150	100	100	無担保
さくら銀行（太陽神戸銀行）	40	100	80	無担保
三和銀行	-	130	80	無担保
東洋信託銀行	-	50	50	無担保
三菱銀行	50	84	20	敷金・保証金（1990, 1991）
（無担保）			(20)	
野村ファイナンス	-	-	200	投資有価証券
エセキクレジット	150	-	-	無担保
東京証券クレジット	90	-	-	有価証券
	1,428	1,474	1,897	

担保物件				
有価証券		128	-	
販売用不動産		679	419	
建物		1,845	1,822	
土地		1,103	1,103	
投資有価証券		-	361	
敷金・保証金		300	246	
会員権		20	-	
その他（投資）		92	191	

付属資料 8

アイベック社の主要金融資産
(百万円)

	1990	1991	1992
預金:			
当座預金	787	947	1,090
定期預金	510	1,003	668
有価証券: *			
協和銀行 (1,000株)	-	163 (140)	-
オリイ (1,000株)	-	44 (4)	44 (5)
NJK (1,000株)	-	-	16 (3)
ダイエイ (1,000株)	50 (27)	14 (10)	9 (10)
投資有価証券:			
あさひ銀行 # (1,000株)	-	-	161 (170)
野村エマージング・ファンド	-	-	200
注:			
市場で取引されている株式の時価:			
* 流動資産に計上されている株式 (評価損)		242 (-3)	50 (-42)
# 固定資産に計上されている株式 (評価損)		-	160 (-1)

付属資料 9

外貨建て資産および負債

	1991.3	1992.3
現金及び預金	CA\$ 752M (92)	CA\$ 583M (65)
売掛金	CA\$ 509M (62)	CA\$ 382M (43)
関係会社短期借入金	CA\$10,070m (1,226)	-
未収入金	CA\$ 1,649M (201)	CA\$ 458M (51)
その他(流動資産)	CA\$ 562M (56)	CA\$ 464M (52)
関係会社株式	CA\$ 4,533M (537)	CA\$ 4,533M (537)
関係会社長期貸付金	CA\$ 2,188M (251)	CA\$10,042M (1,205)
買掛金	CA\$ 180M (22)	CA\$ 135M (15)
その他(流動負債)	CA\$ 410m (50)	CA\$ 477m (14)

(注) 括弧内の数字の単位は百万円

Exhibit 10

アイベック社の設備
(1992年3月31日)
(面積: m², 金額: 百万円)

	土地		建物		構築物・器具		投下資本 金額	従業員 数
	面積	金額	面積	金額	金額	金額		
出版事業:								
札幌	-	-	(86)	-	-	0.3	0.3	3
仙台	-	-	(91)	0.6	-	0.3	1.0	3
新潟	-	-	(80)	-	-	0.2	0.2	2
東京	-	-	(82)	1.2	-	4.6	5.7	1
大阪	-	-	(98)	-	-	0.2	0.2	2
広島	-	-	(96)	0.1	-	0.2	0.3	2
福岡	-	-	(75)	-	-	0.1	0.1	6
ジュニア総合学院:								
大阪	-	-	(261)	7.8	-	3.3	11.1	22
東京	-	-	(381)	24.6	-	5.5	30.1	21
名古屋	-	-	(185)	7.6	-	3.1	10.7	17
岡山	-	-	(132)	2.6	-	1.8	4.4	9
京都	-	-	(125)	3.0	-	2.5	5.5	8
福岡	-	-	(86)	1.8	-	2.0	3.8	11
流通関連商品の販売:								
メッソン・サロン (東京)	-	-	(92)	1.0	-	-	1.0	7
観光事業:								
ロザリンスイーツ・ホテル	1,038	113.4	2,616 (353)	336.0	-	42.3	491.8	-
ナンシーグリーン・ホテル	3,843	115.8	6,089 (259)	926.1	-	126.3	1,168.1	-
ハーバータワーズ・ホテル	1,741	616.9	10,785 (1,565)	560.0	-	81.4	1,258.3	-
オーシャンポイント リゾート・ホテル	9,105	259.0	-	-	-	-	257.0	-
その他:								
本社	-	-	(583)	7.0	-	293.2	300.2	105
カリフォルニア	1,281	5.9	178	13.0	-	-	18.9	-
日光	(5,646)	-	-	-	22.1	4.8	26.8	-
ホテル・グリーンプラザ 軽井沢	-	-	1	2.4	-	-	2.4	-
合計	17,009 (5,646)	1,109.0	19,666 (4,620)	1,894.9	22.1	571.9	3,597.9	222

(注) 面積の括弧内数字は外書きであり、賃借中のものである。

付属資料 11

アイベック社の取締役
(1992年3月末)

尾河靖	社長
熊谷喬	常務取締役(管理本部長)
吉田博茂	(元タイムライフ・ブックスの常務)
芳賀弘己	常務取締役(財務本部長)
伊達英夫	(元住友銀行水天宮支店長)
寒川敏穂	取締役(業務本部長)
山口勘蔵	(元タイムライフ教育システムの業務本部長)
松葉義孝	取締役(海外事業本部長)
神谷尚男	(元カナディアン航空の日本地区営業本部長)
安田道夫	取締役
茂木千昭	(元タイムライフ教育システムの事業本部長)
	取締役
	(現講談社最高顧問)
	取締役
	(現講談社サイエンティフィック取締役副社長)
	常勤監査役
	(現帝京大学法学部教授)
	監査役
	(元札幌高等検察庁検事長)
	監査役
	(元金沢国税局長)

付属資料 12

従業員の状況

1991年3月:

	従業員数	平均年齢	平均勤続年数	平均給与月額
男子	63	35.6	4.0 年	405,218 円
女子	104	27.6	2.1	253,246
合計	167	30.6	2.8	310,576

* ナンシーロッジとハーバータワーズ・ホテルで働いている43名の臨時工を除く。

1992年3月:

	従業員数	平均年齢	平均勤続年数	平均給与月額
男子	84	34.4	3.4 年	385,994 円
女子	97	27.0	1.8	247,823
合計	181	30.4	2.5	311,839

* ナンシーロッジとハーバータワーズ・ホテルで働いている41名の臨時工を除く。

付属資料 13

関係会社との取引
(百万円)

	1990	1991	1992
<u>総合教育システム研究所</u> ：(アイベックが株式の15%を所有：資本金20百万円，従業員100人)			
映像出版物の販売委託			1,072
学習指導業務の委託			209
未収収益(受取利息)		29	57
短期貸付金	n. a.	174	350
投資有価証券	3	3	3
長期貸付金	269	685	2,218
<u>アイベック・プレス</u> ：(アイベックが株式の18%を所有：資本金150百万円)			
未収収益(受取利息)		-	5
投資有価証券		27	27
長期貸付金		-	246
<u>アイベック・インターナショナル</u> ：(アイベックが株式の100%を所有：連結対象：資本金200百万円)			
売掛金	n. a.	n. a.	6
関係会社短期貸付金	112	56	189
関係会社株式	30	200	200
買掛金	11	n. a.	n. a.
銀行借入金の保証	54	-	-
<u>アイベック・カナダ</u> ：(アイベックが株式の51%を所有：連結対象：資本金600千カナドル)			
関連会社短期貸付金	-	8	-
関係会社株式	34	34	34
預け金(流動資産の「その他」に含まれる)	56	52	n. a.
関係会社長期貸付金	-	-	8
<u>アイベック・デベロップメントズBC</u> ：(アイベックが株式の100%を所有：連結対象：資本金3,477千カナドル)			
関係会社短期貸付金	-	1,217	-
関係会社株式	302	418	418
関係会社長期貸付金	668	-	962
<u>ザ・キャナリー・シーフード・レストラン</u> ：(アイベックが株式の50%を所有：非連結：資本金1,500千カナドル)			
関係会社株式	85	85	85
関係会社長期貸付金	251	251	235
<u>コムラ・インターナショナル</u> ：(アイベックが株式1,350株を所有，その金額675百万円が「投資有価証券」に計上されている)			
短期貸付金	n. a.	n. a.	388
投資有価証券	68	68	68
銀行借入の保証	60	60	60
<u>千代田インターナショナル</u> ：			
買掛金	n. a.	35	n. a.

付属資料 14

アイベック社の連結貸借対照表
(3月末：百万円)

	1989	1990	1991	1992
現金及び預金	772	1,977	2,216	1,799
受取手形及び売掛金*	2,401	1,043	2,041	1,200
有価証券	237	163	267	88
棚卸資産	457	351	906	663
前途金	458	219	82	105
前払費用	83	98	127	158
短期貸付金	-	-	1,497	902
その他	231	283	668	401
貸倒引当金	-33	-49	-56	-26
流動資産	4,604	4,085	7,750	5,291
償却有形固定資産	1,658	2,674	3,120	3,206
減価償却累計額	-298	-410	-352	-662
	1,360	2,264	2,768	2,544
土地	204	1,071	1,109	1,109
建設仮勘定	2	75	749	2,321
有形固定資産	1,566	3,409	4,446	5,974
無形固定資産	70	91	89	87
投資有価証券	211	458	604	965
長期貸付金	799	1,280	1,119	3,853
差入保証金	543	548	793	832
その他	76	214	375	654
貸倒引当金	-40	-37	-50	-75
投資その他の資産合計	1,589	2,463	2,843	6,229
固定資産	3,225	5,963	7,377	12,290
資産合計	7,829	10,048	15,127	17,580
支払手形及び買掛金	942	397	335	480
短期借入金	1,676	1,931	2,348	2,316
未払金	529	521	486	384
未払法人税等	115	7	131	81
未払事業税等	30	60	75	30
未払消費税	-	36	31	21
未払費用	38	35	61	34
賞与引当金	38	47	49	59
その他	189	189	79	241
流動負債	3,556	3,223	3,596	3,648
社債	100	-	-	100
長期借入金	1,756	4,160	7,169	8,191
固定負債	1,856	4,160	7,169	8,291
為替換算調整勘定	0	14	6	-
負債合計	5,413	7,397	10,770	11,940
資本金	1,350	1,430	2,058	2,058
新株式払込金	-	-	-	1,200
資本準備金	980	1,000	1,962	1,962
利益準備金	11	16	23	32
その他の剰余金	75	205	316	397
	2,417	2,652	4,359	5,647
自己株式	-	-	-2	-6
資本合計	2,417	2,652	4,357	5,641
* 受取手形割引高	233	-	-	-

付属資料 15

アイバック社の連結損益計算書
(百万円)

	1988.4	1989.4	1990.4	1991.4
	1989.3	1990.3	1991.3	1992.3
商品売上高	3,451	3,596	4,892	5,474
役員収益	2,658	3,234	3,175	3,806
売上高	6,109	6,831	8,066	9,280
商品売上原価	1,843	1,296	1,876	1,956
役員収益原価	913	1,137	1,176	1,184
売上原価	2,556	2,433	3,052	3,140
売上総利益	3,553	4,397	5,014	6,139
返品調整引当金戻入額	16	-6	7	-
差引売上総利益	3,569	4,391	5,021	6,139
販売手数料	1,254	1,199	1,391	2,442
広告宣伝費	303	265	243	171
貸倒引当金繰入額	31	48	29	41
通信費	208	202	186	191
給与手当・賞与	455	695	756	859
賞与引当金繰入額	38	47	49	43
家賃等賃借料	261	315	349	402
減価償却費	73	109	118	116
その他費用	684	878	1,024	994
販売費及び一般管理費	3,307	3,760	4,145	5,262
営業利益	261	631	876	878
受取利息	28	101	275	387
有価証券売却益	32	62	-	-
解約手数料	84	61	26	23
雑収入	37	39	72	60
営業外収益	181	263	372	469
支払利息	210	368	662	823
有価証券評価損	28	42	14	12
新株式発行費用	-	-	63	-
雑損失	11	3	37	51
営業外費用	249	413	776	886
経常利益	193	481	473	461
特別利益	26	-	-	-
特別損失	-	3	-	37
税金等調整前当期純利益	219	478	473	424
法人税及び住民税	120	281	274	243
少数株主損益	-	7	-	-
当期純利益	99	204	199	182
海外売上高			1,394	1,552
1株当たり利益(円)	28.1	57.0	52.2	33.9
1株当たり配当金(円)	14.0	20.0	20.0	20.0

付属資料 16

セグメント情報 (連結)
(百万円)

	出版 版事業	流通 商品販 売事業	学院 事業	観光 事業	その他 事業	計	消去	連結
1990.4 - 1991.3 :								
売上高								
外部顧客に対する	2,265	1,866	1,602	1,379	936	8,066	-	8,066
売上高								
セグメント間の内部								
売上高又は振替高	0	-	-	46	-	46	-46	-
合計	2,265	1,866	1,602	1,443	936	8,112	-46	8,066
営業費用	1,863	953	1,444	1,398	713	6,372	-46	6,325
配賦不能営業費用								
控除前営業利益	402	913	158	45	223	1,741	-	1,741
配賦不能営業費用								865
営業利益								875
1991.4 - 1992.3 :								
売上高								
外部顧客に対する	3,600	1,284	2,270	1,362	764	9,280	-	9,280
売上高								
セグメント間の内部	-	-	-	64	-	64	-64	-
売上高又は振替高	-	-	-	64	-	64	-64	-
合計	3,600	1,284	2,270	1,426	764	9,345	-64	9,280
営業費用	3,039	714	1,773	1,389	647	7,563	-64	7,498
配賦不能営業費用								
控除前営業利益	561	570	497	37	117	1,782	-	1,782
配賦不能営業費用								904
営業利益								878

付属資料 17

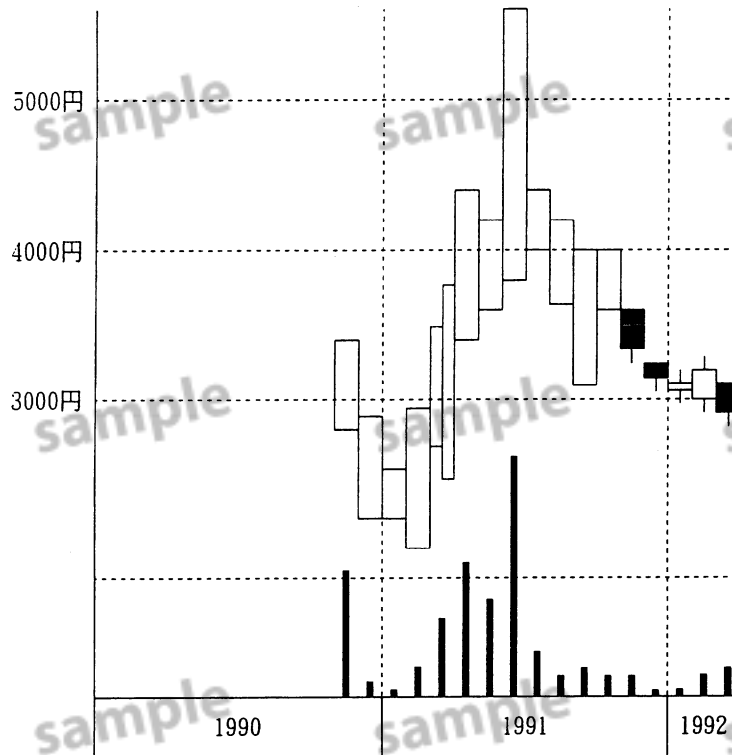
アイベック社についての業績予想
(百万円)

	売上高	営業利益	経常利益	純利益	1株当り 利益	1株当り 配当金
1993年3月期	10,500	750	580	250	43.3円	20円
(連結)	(10,500)	(650)	(430)	(150)	(26.0)	-
1994年3月期	11,500	800	600	300	51.9	20

資料：東洋経済新報社，会社四季報（1992年9月14日），p.1312

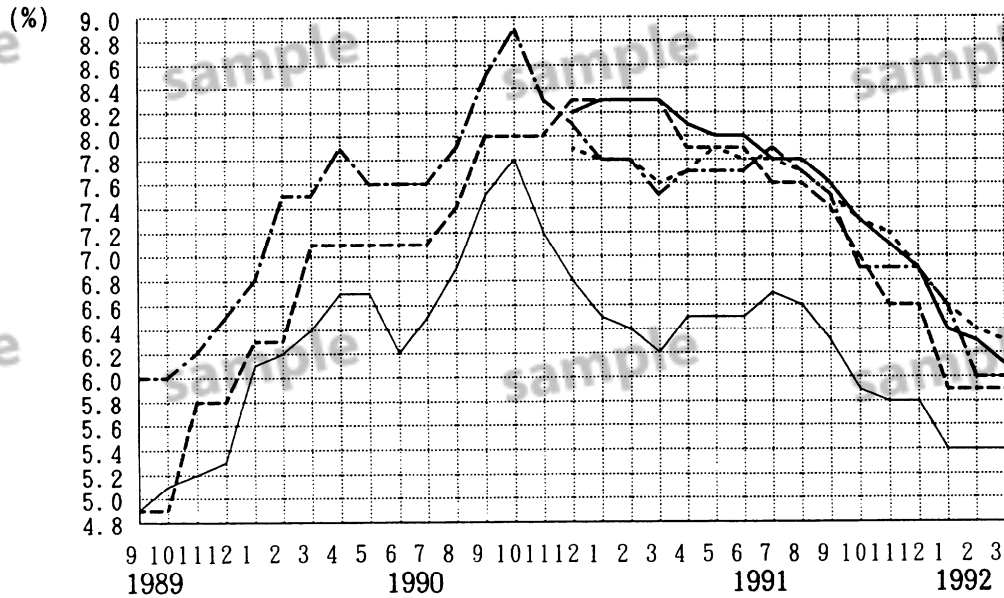
付属資料 18

アイベック社の株価



付属資料 19

利率

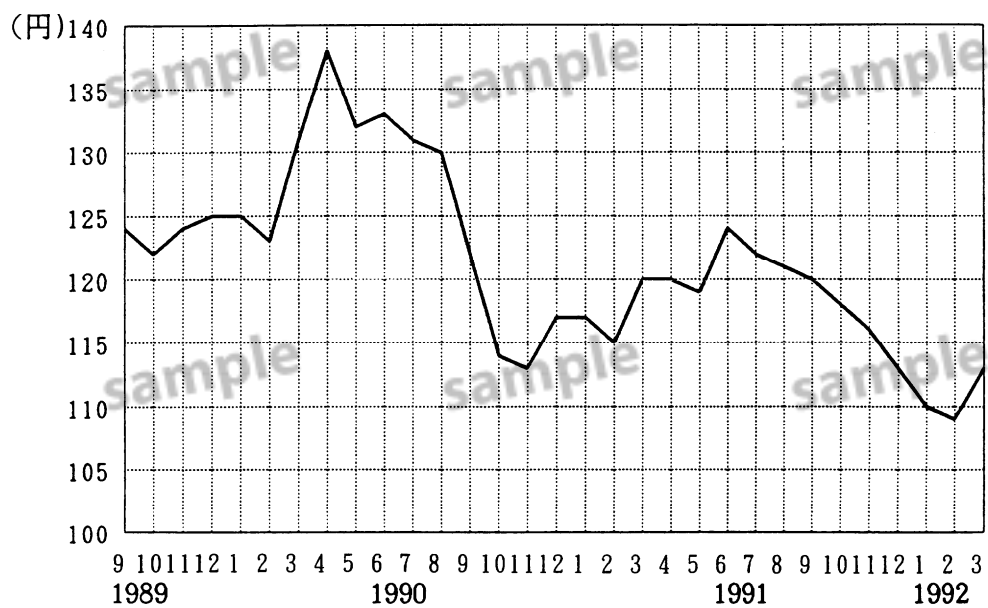


- 新規貸出に対する平均契約利率（短期）
- ... 新規貸出に対する平均契約利率（長期）
- - 短期プライム・レート
- . - 長期プライム・レート
- 国債利回り（10年）

付属資料 20

為替相場 (円/カナダドル)

東京銀行の平均顧客レート(T.T.S.)



付属資料 21

日本における出版業界

a. 出版物の売上高 (10億円)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
売上高合計	1,797	1,880	1,968	2,040	2,130	2,279
書籍の比率(%)	41.6	42.5	41.9	41.8	40.8	41.4

b. 出版された書籍の冊数 (10,000冊)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
一般書	38,953	38,558	28,597	29,796	35,889	30,718
児童書	3,737	3,669	1,890	1,595	1,797	1,581
学習書	6,573	6,001	1,256	1,529	1,509	1,156
合計	49,263	48,229	31,743	32,920	39,195	33,455
語学書 (英語)	425	369	209	264	232	174

c. 主要出版会社の課税所得 (百万円)

	1989.4	1990.4	1991.4
	1990.3	1990.3	1992.3
1. 講談社	15,616	17,837	19,732
2. 集英社	15,109	15,860	18,300
3. 小学館	13,938	15,109	13,736
4. 福武書店	12,151	12,150	11,350
5. 日経 BP	8,568	8,941	6,748
6. 学習研究社	7,504	7,503	563?
15. 旺文社	2,199	2,199	2,200
75. アイベック	n. a.	569	523

資料：日本マーケットシェア事典 91 and 92 (東京：矢野経済研究所)

付属資料 22

日本における専門学校

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
外国語学校：						
コース数	217	229	224	250	249	237
学生数	31,431	34,016	35,627	38,356	36,661	36,323
コンピューター学校：						
コース数	101	90	106	115	125	119
学生数	10,343	9,632	11,705	13,737	15,359	14,810
情報処理学校：						
コース数	450	486	541	572	631	658
学生数	55,264	45,130	65,221	75,116	87,658	101,214

資料：日本統計年鑑

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

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

不許複製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

Contents Works Inc.