



慶應義塾大学ビジネス・スクール

総合電機メーカー 3 社比較 2012年

日本の電機業界において、総合電機メーカーと呼ばれる企業は、株式会社日立製作所、株式会社東芝、三菱電機株式会社の3社である。同じ業界に属している同業企業なので、これら3社の財務体質はよく似ている。しかし、各社の戦略、近年の業績などを反映して、各社の財務諸表は、それぞれの企業の特徴を表わしている。

次ページ以降に、これら3社の連結財務諸表を掲げる。これらの財務情報はわずか数ページのものにすぎないが、そのほかの定性情報と組み合わせれば、多くのことが読み取れる。今までの経験から得られた情報、新聞・雑誌・書籍などの読書によって得られた情報、経営学の学習によって身に着けた分析フレームワークなどをすべて使って、これらの財務諸表から何が読み取れるのか考えなさい。

【設問】

- 2012年3月期において、家電メーカーが苦しんでいるのに比べると、総合電機メーカーの業績は相対的に良好であると考えられる。その理由を推測しなさい。
- 総合電機メーカー3社の売上高原価率、売上高販管費率を計算し、このような順位になっている理由を考えなさい。ただし、三菱電機の販管費が（通常は販管費に含まれる）研究開発費を含んでおり、三菱電機の営業利益が（通常は特別損失に計上される）固定資産減損損失を控除していることに注意せよ。
- 総合メーカー3社の売掛サイト（売掛債権回収期間）と買掛サイト（買掛債務支払期間）を計算しなさい。このような順位になるのはなぜか理由を考えなさい。

このケースは、クラス討議の資料として、慶應義塾大学ビジネス・スクール教授 太田康広が作成した。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話 045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp）。また、注文は <http://www.kbs.keio.ac.jp/> へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

Copyright© 太田康広 (2012年8月作成)

株式会社日立製作所
【連結貸借対照表】

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (2011年3月31日)	当連結会計年度 (2012年3月31日)
資産の部		
流動資産		
現金及び現金等価物	554,810	619,577
短期投資	16,598	11,562
受取手形	100,694	117,951
売掛金	1,990,225	2,225,519
リース債権	228,346	235,744
証券化事業体に譲渡した 金融資産（流動）	183,559	86,071
棚卸資産	1,341,768	1,413,252
その他の流動資産	484,029	452,510
流動資産合計	4,900,029	5,162,186
投資及び貸付金	614,145	744,493
有形固定資産		
土地	471,155	464,093
建物及び構築物	1,909,825	1,847,292
機械装置及びその他の有形固定資産	5,528,889	5,109,865
建設仮勘定	53,558	90,687
減価償却累計額	△5,852,157	△5,486,399
有形固定資産合計	2,111,270	2,025,538
無形資産		
のれん	171,500	214,707
その他の無形資産	356,518	395,255
無形資産合計	528,018	609,962
証券化事業体に譲渡した 金融資産（固定）	304,160	205,411
その他の資産	728,007	670,936
資産合計	9,185,629	9,418,526

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (2011年3月31日)	当連結会計年度 (2012年3月31日)
負債の部		
流動負債		
短期借入金	472,588	531,446
償還期長期債務	338,218	384,110
証券化事業体の連結に伴う 負債（流動）	190,868	97,004
支払手形	20,430	24,025
買掛金	1,236,758	1,301,759
未払費用	933,918	896,096
未払税金	73,514	75,217
前受金	395,605	362,895
その他の流動負債	426,925	438,321
流動負債合計	<u>4,088,824</u>	<u>4,110,873</u>
長期債務	1,300,311	1,248,851
証券化事業体の連結に伴う 負債（固定）	219,566	135,043
退職給付債務	891,815	890,977
その他の負債	243,724	258,787
負債合計	<u>6,744,240</u>	<u>6,644,531</u>

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (2011年3月31日)	当連結会計年度 (2012年3月31日)
資本の部		
株主資本		
資本金	409,129	427,775
資本剰余金	603,133	600,243
利益剰余金	922,036	1,242,110
その他の包括損失累計額	△493,062	△496,896
自己株式	△1,371	△1,450
株主資本合計	<u>1,439,865</u>	<u>1,771,782</u>
非支配持分	1,001,524	1,002,213
資本合計	<u>2,441,389</u>	<u>2,773,995</u>
負債及び資本合計	<u>9,185,629</u>	<u>9,418,526</u>

株式会社日立製作所
【連結損益計算書】

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (自 2010年4月1日 至 2011年3月31日)	当連結会計年度 (自 2011年4月1日 至 2012年3月31日)
売上高	9,315,807	9,665,883
売上原価	6,967,433	7,278,971
売上総利益	2,348,374	2,386,912
販売費及び一般管理費	1,903,866	1,974,632
営業利益	444,508	412,280
営業外収益		
受取利息	13,267	12,653
受取配当金	4,240	5,551
雑収益	69,730	228,906
営業外収益合計	87,237	247,110
営業外費用		
支払利息	24,878	28,141
持分法損失	20,142	15,571
長期性資産の減損	35,170	31,841
事業構造改善費用	5,757	23,097
雑損失	13,597	3,010
営業外費用合計	99,544	101,660
税引前当期純利益	432,201	557,730
法人税等	129,075	144,922
非支配持分控除前当期純利益	303,126	412,808
非支配持分帰属利益	64,257	65,629
当社に帰属する当期純利益	238,869	347,179
1株当たり利益		
1株当たり当社に帰属する当期純利益	52.89円	76.81円
潜在株式調整後1株当たり当社に帰属する 当期純利益	49.38円	71.86円

(単位 百万円)

前連結会計年度及び2011年3月31日現在、並びに当連結会計年度及び 2012年3月31日現在におけるセグメント情報は下記のとおりである。		
	2011年3月31日	2012年3月31日
外部顧客に対する売上高		
情報・通信システム	1,475,588	1,573,961
電力システム	737,560	753,023
社会・産業システム	932,299	991,839
電子装置・システム	942,305	973,383
建設機械	746,166	794,841
高機能材料	1,329,234	1,353,781
オートモティブシステム	733,910	808,031
コンポーネント・デバイス	743,980	677,941
デジタルメディア・民生機器	882,834	787,305
金融サービス	325,341	309,972
その他	465,871	640,472
小計	9,315,088	9,664,549
全社	719	1,334
合計	9,315,807	9,665,883

セグメント間の内部売上高		
情報・通信システム	176,452	190,286
電力システム	75,647	79,385
社会・産業システム	224,637	213,136
電子装置・システム	137,050	128,401
建設機械	5,221	3,944
高機能材料	78,919	83,405
オートモティブシステム	3,991	3,552
コンポーネント・デバイス	64,255	90,124
デジタルメディア・民生機器	68,762	71,540
金融サービス	47,640	43,232
その他	301,592	311,216
小計	1,184,166	1,218,221
消去及び全社	△1,184,166	△1,218,221
合計	-	-

	2011年3月31日	2012年3月31日
売上高合計		
情報・通信システム	1,652,040	1,764,247
電力システム	813,207	832,408
社会・産業システム	1,156,936	1,204,975
電子装置・システム	1,079,355	1,101,784
建設機械	751,387	798,785
高機能材料	1,408,153	1,437,186
オートモティブシステム	737,901	811,583
コンポーネント・デバイス	808,235	768,065
デジタルメディア・民生機器	951,596	858,845
金融サービス	372,981	353,204
その他	767,463	951,688
小計	10,499,254	10,882,770
消去及び全社	△1,183,447	△1,216,887
合計	9,315,807	9,665,883

(単位 百万円)

	2011年3月31日	2012年3月31日
セグメント損益		
情報・通信システム	98,641	101,732
電力システム	22,022	△33,986
社会・産業システム	39,952	49,181
電子装置・システム	37,284	49,995
建設機械	49,192	63,129
高機能材料	84,506	77,007
オートモティブシステム	23,791	37,049
コンポーネント・デバイス	49,435	39,481
デジタルメディア・民生機器	14,949	△10,947
金融サービス	14,255	30,222
その他	28,930	33,240
小計	462,957	436,103
消去及び全社	△18,449	△23,823
合計	444,508	412,280
長期性資産の減損	△35,170	△31,841
事業構造改善費用	△5,757	△23,097
受取利息	13,267	12,653
受取配当金	4,240	5,551
雑収益	69,730	228,906
支払利息	△24,878	△28,141
雑損失	△13,597	△3,010
持分法損失	△20,142	△15,571
税引前当期純利益	432,201	557,730

セグメント間取引は独立企業間価格で行っている。
「全社」には主として先端研究開発費等の配賦不能な費用が含まれている。

(単位 百万円)

	2011年3月31日	2012年3月31日
総資産		
情報・通信システム	1,289,099	1,345,392
電力システム	919,676	955,809
社会・産業システム	1,033,110	1,091,740
電子装置・システム	867,741	903,283
建設機械	1,000,793	1,140,332
高機能材料	1,267,001	1,285,970
オートモティブシステム	452,359	516,123
コンポーネント・デバイス	591,621	162,924
デジタルメディア・民生機器	434,397	444,931
金融サービス	1,937,643	1,950,672
その他	1,344,356	1,508,926
小計	11,137,796	11,306,102
消去及び全社	△1,952,167	△1,887,576
合計	9,185,629	9,418,526

「全社」の資産の主な内容は現金及び現金等価物、投資及び貸付金である。

株式会社東芝
【連結貸借対照表】

区分	2010年度 (2011年3月31日現在)		2011年度 (2012年3月31日現在)	
	金額(百万円)		金額(百万円)	
(資産の部)				
I 流動資産				
1. 現金及び現金同等物		258,840		214,305
2. 受取手形及び売掛金				
(1) 受取手形	47,311		43,800	
(2) 売掛金	1,093,948		1,283,485	
(3) 貸倒引当金	<u>△17,079</u>	1,124,180	<u>△19,651</u>	1,307,634
3. 棚卸資産		864,382		884,264
4. 短期繰延税金資産		161,197		146,825
5. 未収入金		189,028		202,649
6. 前払費用及び その他の流動資産		202,041		245,740
流動資産合計		<u>2,799,668</u>		<u>3,001,417</u>
II 長期債権及び投資				
1. 長期受取債権		2,540		49,164
2. 関連会社に対する投資 及び貸付金		416,431		414,716
3. 投資有価証券及び その他の投資		241,409		237,519
長期債権及び投資合計		<u>660,380</u>		<u>701,399</u>
III 有形固定資産				
1. 土地		99,834		100,029
2. 建物及び構築物		996,409		940,935
3. 機械装置及び その他の有形固定資産		2,330,565		2,132,059
4. 建設仮勘定		<u>113,132</u>		<u>79,006</u>
		3,539,940		3,252,029
5. 減価償却累計額		<u>△2,639,735</u>		<u>△2,400,664</u>
有形固定資産合計		<u>900,205</u>		<u>851,365</u>
IV その他の資産				
1. のれん及び その他の無形資産		559,246		711,665
2. 長期繰延税金資産		356,592		376,817
3. その他		<u>103,228</u>		<u>88,583</u>
その他の資産合計		<u>1,019,066</u>		<u>1,177,065</u>
資産合計		<u>5,379,319</u>		<u>5,731,246</u>

	2010年度 (2011年3月31日現在)	2011年度 (2012年3月31日現在)
区分	金額(百万円)	金額(百万円)
(負債の部)		
I 流動負債		
1. 短期借入金	152,348	119,515
2. 1年以内に期限の到来 する社債及び長期借入金	159,414	206,626
3. 支払手形及び買掛金	1,194,229	1,293,028
4. 未払金及び未払費用	380,360	394,707
5. 未払法人税等及び その他の未払税金	38,197	46,536
6. 前受金	271,066	271,874
7. その他の流動負債	302,695	326,974
流動負債合計	<u>2,498,309</u>	<u>2,659,260</u>
II 固定負債		
1. 社債及び長期借入金	769,544	909,620
2. 未払退職及び年金費用	734,309	778,580
3. その他の固定負債	197,541	147,264
固定負債合計	<u>1,701,394</u>	<u>1,835,464</u>
負債合計	<u>4,199,703</u>	<u>4,494,724</u>
(資本の部)		
I 株主資本		
1. 資本金		
発行可能株式総数		
10,000,000,000株		
発行済株式数		
2011年及び2012年3月31日	439,901	439,901
4,237,602,026株		
2. 資本剰余金	399,552	401,125
3. 利益剰余金	551,523	595,583
4. その他の包括損失累計額	△521,396	△567,843
5. 自己株式(取得原価)		
2011年3月31日		
2,519,870株	△1,461	
2012年3月31日		
2,636,058株		△1,498
株主資本合計	<u>868,119</u>	<u>867,268</u>
II 非支配持分	<u>311,497</u>	<u>369,254</u>
資本合計	<u>1,179,616</u>	<u>1,236,522</u>
負債及び資本合計	<u>5,379,319</u>	<u>5,731,246</u>

株式会社東芝
【連結損益計算書】

区分	2010年度	2011年度
	(自 2010年4月1日 至 2011年3月31日)	(自 2011年4月1日 至 2012年3月31日)
	金額(百万円)	金額(百万円)
I 売上高及びその他の収益		
1. 売上高	6,398,505	6,100,262
2. 受取利息及び配当金	8,704	10,684
3. 持分法による投資利益	18,478	17,035
4. その他の収益	67,811	76,744
	6,493,498	6,204,725
II 売上原価及び費用		
1. 売上原価	4,897,547	4,633,558
2. 販売費及び一般管理費	1,260,685	1,260,055
3. 支払利息	32,331	31,815
4. その他の費用	107,386	126,892
	6,297,949	6,052,320
III 継続事業からの税金等調整前 当期純利益	195,549	152,405
IV 法人税等		
1. 当年度分	57,517	45,980
2. 繰延税金	△16,797	18,984
	40,720	64,964
V 継続事業からの非支配持分控除前 当期純利益	154,829	87,441
VI 非継続事業からの非支配持分控除前 当期純損失(税効果後)	△8,183	△1,295
VII 非支配持分控除前 当期純利益	146,646	86,146
VIII 非支配持分に帰属する 当期純損益(控除)	8,801	12,441
IX 当社株主に帰属する当期純利益	137,845	73,705
1株当たり情報(単位：円)		
1. 基本的1株当たり		
当社株主に帰属する当期純利益(△損失)		
継続事業からの当期純利益	34.47	17.7
非継続事業からの当期純損失	△1.92	△0.30
当期純利益	32.55	17.4
2. 希薄化後1株当たり		
当社株主に帰属する当期純利益(△損失)		
継続事業からの当期純利益	33.1	17.47
非継続事業からの当期純損失	△1.92	△0.30
当期純利益	31.25	17.17
3. 配当金	5	8

株式会社東芝
事業の種類別セグメント情報

2010年度及び2011年度並びに2011年及び2012年の各3月31日現在における事業の種類別セグメント情報は以下のとおりです。

2010年度及び2011年3月31日現在

	デジタル プロダクツ (百万円)	電子 デバイス (百万円)	社会 インフラ (百万円)	家庭電器 (百万円)	その他 (百万円)	合計 (百万円)	消去 又は全社 (百万円)	連結 (百万円)
売上高								
(1) 外部顧客に 対する売上高	1,866,674	1,658,576	2,207,811	578,211	87,233	6,398,505	—	6,398,505
(2) セグメント間の 内部売上高 又は振替高	51,084	99,293	69,840	21,574	247,843	489,634	△489,634	—
合計	1,917,758	1,757,869	2,277,651	599,785	335,076	6,888,139	△489,634	6,398,505
営業利益	28,892	71,195	129,615	8,751	735	239,188	1,085	240,273
資産	891,185	1,403,397	2,546,138	341,103	302,245	5,484,068	△104,749	5,379,319
減価償却費	20,188	145,420	69,396	16,831	6,955	258,790	—	258,790
資本的支出	16,634	126,256	96,993	13,928	7,858	261,669	—	261,669

2011年度及び2012年3月31日現在

	デジタル プロダクツ (百万円)	電子 デバイス (百万円)	社会 インフラ (百万円)	家庭電器 (百万円)	その他 (百万円)	合計 (百万円)	消去 又は全社 (百万円)	連結 (百万円)
売上高								
(1) 外部顧客に 対する売上高	1,612,750	1,524,605	2,328,844	552,908	81,155	6,100,262	—	6,100,262
(2) セグメント間の 内部売上高 又は振替高	51,231	91,655	83,974	23,842	245,864	496,566	△496,566	—
合計	1,663,981	1,616,260	2,412,818	576,750	327,019	6,596,828	△496,566	6,100,262
営業利益(△損失)	△28,191	90,174	134,247	5,692	2,831	204,753	1,896	206,649
資産	834,603	1,362,143	2,859,298	327,698	400,383	5,784,125	△52,879	5,731,246
減価償却費	21,410	130,927	74,650	14,489	5,415	246,891	—	246,891
資本的支出	21,819	200,368	93,912	15,912	6,522	338,533	—	338,533

- (注) 1. セグメント間の取引においては独立企業間価格を用いています。
 2. 資産のうち「消去又は全社」の項目に含めた全社資産の主なものは、当社の投資有価証券です。
 3. 2011年度の組織変更に伴い、過年度の数値を新組織ベースに組み替えて表示しています。

三菱電機株式会社
【連結貸借対照表】

区分	平成22年度 (平成23年3月31日)	平成23年度 (平成24年3月31日)
	金額(百万円)	金額(百万円)
資産の部		
I 流動資産		
1 現金及び預金等	472,067	392,181
2 有価証券	10,031	2,995
3 受取手形及び売掛金	790,991	950,736
4 棚卸資産	527,504	576,179
5 前払費用及び その他の流動資産	272,471	275,293
流動資産計	2,073,064	2,197,384
II 長期債権及び投資		
1 長期営業債権	2,090	1,017
2 投資有価証券及び その他	259,164	240,463
3 関連会社に対する 投資及び貸付金	189,789	179,039
長期債権及び投資計	451,043	420,519
III 有形固定資産		
1 土地	99,438	102,298
2 建物及び構築物	611,574	624,495
3 機械装置及びその他 の有形固定資産	1,475,820	1,541,239
4 建設仮勘定	26,862	41,365
計	2,213,694	2,309,397
5 減価償却累計額	△1,686,241	△1,752,552
有形固定資産計	527,453	556,845
IV その他の資産	281,119	216,903
資産合計	3,332,679	3,391,651

区分	平成22年度	平成23年度
	(平成23年3月31日)	(平成24年3月31日)
	金額(百万円)	金額(百万円)
負債の部		
I 流動負債		
1 短期借入金	64,905	111,670
2 1年以内に期限の 到来する社債及び 長期借入金	3	88,832
3 支払手形及び買掛金	697,789	700,262
4 未払費用	367,995	350,740
5 未払法人税等	47,418	15,866
6 その他の流動負債	154,424	166,131
流動負債計	1,470,387	1,433,501
II 社債及び長期借入金	281,591	341,789
III 退職給付引当金	419,008	372,082
IV その他の固定負債	52,668	53,259
負債合計	2,223,654	2,200,631
資本の部		
I 株主資本		
1 資本金	175,820	175,820
授權株式数	8,000,000,000株	
発行済株式数		
平成22年度	2,147,201,551株	
平成23年度	2,147,201,551株	
2 資本剰余金	208,669	206,343
3 利益準備金	59,223	61,040
4 その他の剰余金	822,750	905,086
5 その他の包括利益 (△損失)累計額	△215,919	△215,603
6 自己株式	△203	△221
平成22年度	264,421株	
平成23年度	285,390株	
株主資本計	1,050,340	1,132,465
II 非支配持分	58,685	58,555
資本合計	1,109,025	1,191,020
負債及び資本合計	3,332,679	3,391,651

三菱電機株式会社
【連結損益計算書】

区分	平成22年度	平成23年度
	(自 平成22年4月 1日 至 平成23年3月31日)	(自 平成23年4月 1日 至 平成24年3月31日)
	金額(百万円)	金額(百万円)
I 売上高	3,645,331	3,639,468
II 売上原価及び費用		
1 売上原価	2,622,959	2,628,964
2 販売費及び 一般管理費	645,779	625,283
3 研究開発費	138,827	155,995
4 固定資産減損損失	4,005	3,782
	3,411,570	3,414,024
III 営業利益	233,761	225,444
IV 営業外収益		
1 受取利息及び 受取配当金	8,162	8,332
2 その他の収益	28,035	22,196
	36,197	30,528
V 営業外費用		
1 支払利息	7,749	6,818
2 持分法による 投資損失	20,285	3,366
3 その他の費用	31,687	21,708
	59,721	31,892
VI 税金等調整前 当期純利益	210,237	224,080
VII 法人税等		
1 当期税額	54,309	42,187
2 法人税等の期間 配分調整額	22,788	63,628
	77,097	105,815
VIII 非支配持分控除前 当期純利益	133,140	118,265
IX 非支配持分帰属損益	8,615	6,202
X 当社株主に帰属する 当期純利益	124,525	112,063
基本的1株当たり 当社株主に帰属する 当期純利益	58円 00銭	52円 20銭
希薄化後1株当たり 当社株主に帰属する 当期純利益	-	-

三菱電機株式会社

【事業の種類別セグメント情報】

前連結会計年度及び当連結会計年度における事業の種類別セグメント情報は以下のとおりである。

前連結会計年度(自 平成22年4月1日 至 平成23年3月31日)

(単位：百万円)

	重電 システム	産業 メカトロ ニクス	情報通信 システム	電子 デバイス	家庭電器	その他	計	消去 又は全社	連結
I 売上高及び営業損益									
売上高	1,019,270	921,667	465,688	149,623	911,788	177,295	3,645,331	—	3,645,331
(1) 外部顧客に 対する売上高	8,479	5,335	22,227	26,287	12,690	432,121	507,139	△507,139	—
(2) セグメント間の内部 売上高又は振替高	1,027,749	927,002	487,915	175,910	924,478	609,416	4,152,470	△507,139	3,645,331
計	944,694	826,913	474,172	170,009	882,470	594,941	3,893,199	△481,629	3,411,570
営業費用	83,055	100,089	13,743	5,901	42,008	14,475	259,271	△25,510	233,761
営業利益	1,030,968	806,494	369,813	139,333	695,730	164,719	3,207,057	125,622	3,332,679
II 資産、減価償却費、 減損損失及び資本的支出									
資産	21,076	40,193	16,123	10,414	25,280	5,616	118,702	—	118,702
減価償却費	—	—	42	—	1,879	2,084	4,005	—	4,005
減損損失	22,582	35,989	12,123	15,130	29,139	3,323	118,286	—	118,286
資本的支出									

当連結会計年度(自 平成23年4月1日 至 平成24年3月31日)

	重電 システム	産業 メカトロ ニクス	情報通信 システム	電子 デバイス	家庭電器 その他	計	消去 又は全社 連結
I 売上高及び営業損益 売上高	1,018,949	967,779	489,824	170,412	821,270	3,639,468	3,639,468
(1) 外部顧客に 対する売上高	8,166	10,601	26,530	30,387	28,004	544,073	—
(2) セグメント間の内部 売上高又は振替高	1,027,115	978,380	516,354	200,799	849,274	4,183,541	3,639,468
計	942,195	877,188	495,042	197,214	826,916	3,929,826	3,414,024
営業費用	84,920	101,192	21,312	3,585	22,358	253,715	225,444
営業利益							
II 資産、減価償却費、 減損損失及び資本的支出							
資産	1,064,369	855,710	477,646	147,926	636,835	3,373,542	18,109
減価償却費	24,365	43,380	29,036	11,207	26,678	140,146	—
減損損失	—	—	—	2,429	1,110	243	—
資本的支出	30,269	56,487	22,116	21,424	35,160	171,076	—

(注) 1 前連結会計年度及び当連結会計年度における営業費用のうち、消去又は全社の項目に含めた配賦不能の研究開発費用は、25,510百万円及び28,271百万円である。

2 前連結会計年度及び当連結会計年度における資産のうち、消去又は全社の項目に含めた全社資産の金額は267,159百万円及び211,012百万円であり、その主なものは、当社の現預金等である。

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