

平成 30 年 5 月 26 日現在

機関番号：30107

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2014～2017

課題番号：26780211

研究課題名(和文)新規株式公開を契機とした株式所有構造と企業経営の変容プロセスに関する実証的研究

研究課題名(英文)An empirical study on the share ownership structure and the change of management triggered by the initial public offering

研究代表者

赤石 篤紀(AKAISHI, Atsunori)

北海学園大学・経営学部・教授

研究者番号：10364233

交付決定額(研究期間全体):(直接経費) 2,300,000円

研究成果の概要(和文): 本研究は、新規株式公開(以下、IPO)が企業経営の実態面に与える影響を、企業の財務データを用いた定量的分析を通じて、実証的に明らかにするものである。

具体的には、2001年1月から2015年12月までに新興・成長企業向け市場(JASDAQ市場、東証マザーズ、大証ヘラクレスなど)でIPOを行い、かつ金融業に該当しない企業の定量データで構築されたデータベースを用いて、以下の4つのサブテーマ、ベンチャー・キャピタルのプレゼンス、業績パフォーマンスと株式所有構造の関係、IPOが企業の安全性、運転資本管理に与える影響、IPOの動機に関する検証を行った。

研究成果の概要(英文): This study empirically clarifies the impact of initial public offering (IPO) on the actual corporate management through qualitative analysis using corporate financial data. The sample is 1138 non-financial companies that made initial public offerings in the market for emerging and growing companies (JASDAQ, Mothers etc) from January 2001 to December 2015.

We examined the following four sub themes, (1) the presence of venture capital, (2) the relationship between operating performance and the shareholding structure, (3) the impact of IPO on working capital and investment behavior, and (4) the motive for IPO.

研究分野：経営学

キーワード：新規株式公開 IPO 株式所有構造 業績パフォーマンス 運転資本管理 ベンチャー・キャピタル VC

1. 研究開始当初の背景

本研究は、企業における財務問題を取り扱う経営財務論の流れをくむものである。しかし、経営財務論では大企業の財務問題が扱われており、中小・ベンチャー企業の財務問題を扱うスモールビジネス・ファイナンスについては、ベンチャー企業に関する社会的関心が高まった1990年代に研究の端緒が付けられたに過ぎない。そして、スモールビジネス・ファイナンスでは、「成長に関わる意欲や資金需要は有するものの、経営上の脆弱さや制度面の問題により資金難に直面する中小・ベンチャー企業がいかにして資本を調達するか、あるいはかかる問題に直面する中小・ベンチャー企業に対して、どのようなシステムを構築すれば円滑に資本を供給するか」を問題意識とし、専らIPOを行うまでの企業を対象とした資本調達に関する研究、特にベンチャー・キャピタル (Venture Capital; 以下、VC) を中心とした資本調達に関する研究が行われてきた (例えば、忽名, 1997、濱田, 1998)。また、応募者自身もこのような観点に立ち、VCの投資行動を主たる研究テーマとしてきた。

かかる議論における1つの暗黙的前提は、中小・ベンチャー企業にとって新規株式公開 (Initial Public Offering; 以下、IPO)こそがゴールであり、IPOさえ行ってしまうと、資金難は解消され、企業の財務状況は大きく改善されるというものである (資金難解消要因として、例えば Pagano et al. (1998) は資本調達先の選択肢の増大に伴う交渉力借入制約の改善、投資家に対する認知度向上、コーポレート・ガバナンスの強化を指摘)。そのため、IPO後の企業の財務問題を対象とした研究は、日本ではほとんどなく、IPOのメリットならびにデメリットを実証的に裏付けるような研究も申請者の知る限り存在しない。また、IPOを果たした新興市場上場企業は、中小・ベンチャー企業と大企業の中間に位置するために、研究対象として見過ごされてきた。

今回の研究では、これまでに構築した知見とデータベースを拡張し、IPOを通じた中小・ベンチャー企業の成長プロセスの実態を明らかにしたいと考えた。

2. 研究の目的

本研究は、IPOが企業経営の実態面に与える影響を、企業の財務データを用いた定量的分析と、経営者に対するインタビュー調査を中心とした定性的分析を通じて、実証的に明らかにするものである。

具体的には、以下の4つのサブテーマ、VCのプレゼンス、業績パフォーマンスと株式所有構造の関係、IPOが企業の安全性、運転資本管理に与える影響、IPOの動機に関する検証を行う。

これにより、中小・ベンチャー企業が大企

業に変容していくプロセスを解明するとともに、企業経営、スモールビジネス・ファイナンスにおけるIPOの意義を明らかにしていく。

3. 研究の方法

(1) 定量的分析

本研究では、2001年1月から2015年12月までに新興・成長企業向け市場 (JASDAQ市場、東証マザーズ、大証ヘラクレス、名証セントレックス、福証Q-Board、札証アンビシャス) でIPOを行った非金融企業の定量データを収集し、データベースを構築、定量的分析を行う。

主たるデータ源は、以下の4つである。

IPO前の業績データやIPO直前の株式保有構造については、「株式発行ならびに株式売出届出目論見書」から入手する。IPO後の株式保有構造や業績データについては、各企業が每期提出する「有価証券報告書」から入手する。

株主の詳細な属性について、「大量保有報告書」やその他適宜開示書類を参照し、経営者の資産管理会社の持株比率を、経営陣の持株比率に算入する。

IPO企業のそれぞれの決算期における財務データを調整するために、『法人企業統計調査』の四半期データ (業種別、資本規模別) を用いる。

(2) ヒアリング調査

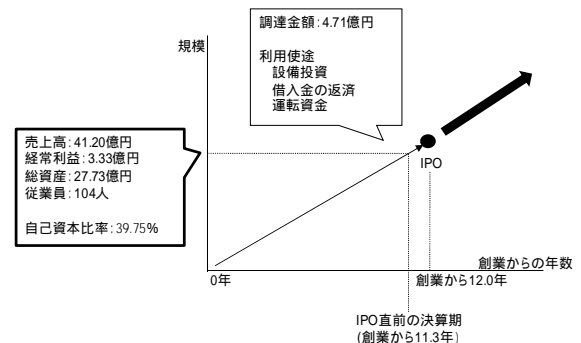
ヒアリング調査を実施し、定量的分析で得られた結果の解釈を補完する。

4. 研究成果

(1) IPO市場、IPO直前の企業の特徴

2001年1月から2015年12月までに新興・成長企業向け市場でIPOを行い、かつ金融業に該当しないIPO企業1138社のIPO直前期の特徴 (中央値) は下記のとおりである。

図表1 IPO直前期の企業の特徴



1138社のうち、製造業に属する企業は233社 (20.5%)、非製造業に属する企業は905

社（79.5%）となる。中でも、情報通信業、サービス業、小売業に属する企業の割合が高い（各25.7%、24.8%、13.2%）。

図表2は、これら1138社の株式公開年を示したものである。同図表より、全サンプルの3/4が2001～2007年に上場しており、2008年以降、日本のIPO市場が停滞していたこと、またIPO数と株式市場の活況に関連性があることがうかがえる。

図表2 2001～2015年の株式公開数

| | 度数 | % |
|-------|------|--------|
| 2001年 | 141 | 12.4% |
| 2002年 | 92 | 8.1% |
| 2003年 | 98 | 8.6% |
| 2004年 | 142 | 12.5% |
| 2005年 | 131 | 11.5% |
| 2006年 | 142 | 12.5% |
| 2007年 | 98 | 8.6% |
| 2008年 | 40 | 3.5% |
| 2009年 | 15 | 1.3% |
| 2010年 | 9 | 0.8% |
| 2011年 | 27 | 2.4% |
| 2012年 | 37 | 3.3% |
| 2013年 | 41 | 3.6% |
| 2014年 | 51 | 4.5% |
| 2015年 | 74 | 6.5% |
| 合計 | 1138 | 100.0% |

(2) IPO前後の業績パフォーマンスと株式所有構造の変化

基礎的な分析：赤石（2015a）

ここでのサンプルは、2001年1月から2014年12月までに新興・成長企業向け市場でIPOを行った非金融企業1065社であり、これら企業のIPO前後の決算データ12045企業年を分析に用いる。

これらIPO前後の決算データをもとに、売上高および経常利益の超過成長率、超過総資産経常利益率、10大株主の持株比率と支配株主の持株比率の変化を統計的に検証した（Freedman検定、Wilcoxonの符号付順位検定を実施）。

検証の結果、IPO後に成長が鈍化し、売上高でみるとIPO+5期以降、経常利益でみるとIPO+2期以降、横ばいとなること、また収益性についてはIPOをピークとした逆V字減少がみられることを確認した。これらは先行研究と整合的な結果である。

また、株式所有構造については、IPO後、株式の分散化が進み、IPO直前期の支配株主の株式所有を通じた影響力が減退すること、所有と経営の分離が進むことが明らかとなり、その傾向はIPO+12期に至っても落ち着きを見せないことが示された。

支配株主概念を用いたIPO企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの変化に関する分析：赤石（2015b）

IPO企業の特徴の1つは、集中的な株式所有である。そこで支配株主概念（15%以上の持株比率を有する株主、宮島＝新田2007）を用いて、図表3に示すような形でサンプル企業1065社を分類し、そのうち会社所有型企業群202社と経営者所有型企業群672社の株式所有構造と業績パフォーマンスの変化に関する分析を行った。（両群の比較には、Mann-WhitneyのU検定を実施）

図表3 支配株主に基づくIPO企業の分類

| | 度数 | % | 支配株主の持株比率 | | |
|--------------|------|--------|-----------|-------|-------|
| | | | 中央値 | 平均値 | 標準偏差 |
| 会社所有型企業群 | 202 | 19.0% | 71.7% | 66.6% | 22.4% |
| 経営者所有型企業群 | 672 | 63.1% | 56.7% | 55.6% | 19.2% |
| VC・外国人所有型企業群 | 33 | 3.1% | 32.7% | 39.9% | 22.6% |
| 支配株主がない企業群 | 50 | 4.7% | | | |
| その他 | 108 | 10.1% | 60.8% | 58.0% | 18.2% |
| 合計 | 1065 | 100.0% | 59.4% | 57.5% | 20.6% |

注1)その他は、親会社を除く他会社と代表取締役が支配株主として併存していたり、VCやその他企業が同時に支配株主となっているような企業群

検証の結果、10大株主の持株比率、IPO直前期の支配株主の持株比率、経営者の持株比率の多重比較により、会社所有型企業群に比べ、経営者所有型企業群において、株式の分散化および所有と経営の分離傾向が強く表れることが明らかになった。その一方で、両群において成長率や収益性の変化について大きな差異は見られなかった。

(3) IPO企業の業績パフォーマンスと株式所有構造の関係に関する分析：赤石（2016）

(2)-に関連して、IPO企業の財務データを会社所有型企業群（202社、1735企業年）と経営者所有型企業群（672社、5981企業年）に分類した上で、IPO企業の株式所有構造（10大株主の持株比率、経営陣の持株比率）と業績パフォーマンス（調整済売上高成長率、調整済総資産経常利益率）の関係を検証した。ここでは、IPO直前の株式所有構造とIPO後の業績パフォーマンスの関係を重回帰分析で、IPO後の株式所有構造と業績パフォーマンスの関係をパネルデータ分析で、それぞれ明らかにした。その発見事実は、下記の2点にまとめられる。

第1は、会社所有型企業群と経営者所有型企業群で、IPO後の業績パフォーマンスに対する株式所有構造の寄与の仕方が異なるという点である。

収益性に関しては、会社所有型企業群において、株式所有構造は有意な影響をもたないが、経営者所有型企業群においては、IPO前後で株式の集中度が高く、IPO前に経営陣の持株比率が高い企業ほど、IPO後の収益性が高くなることが示される。

他方、成長性に関しては、会社所有型企業群においてのみ、IPO後の株式の集中度がプラスの影響を示す。このように、IPO企業でも、支配株主によって、株式所有構造と業績パフォーマンスの関係は異なる。

第2は、業績パフォーマンスに対する経営陣の持株比率の影響が限定的であることである。経営陣の持株比率について統計的に有意な結果が示されたのは、経営者所有型企業群におけるIPO直前期の経営陣の持株比率とIPO後の収益性のプラスの関係のみであった。この結果は、経営者所有型企業群におけるIPO直前期の経営陣の持株比率の多寡がIPO後の収益性に影響を与えることを示すものの、IPO後に観察される成長性や収益性の低下がIPO後の経営者の持株比率の減少に伴うインセンティブの低減だけでは説明しきれないことを示唆している。

(4) IPO前後の安全性ならびに運転資本管理の状況

基礎的な分析

(1)で示したサンプル(IPO企業1138社、15199企業年)を用いて、IPO前後の安全性および運転資本管理状況の変化を統計的に検証した(安全性・運転資本管理に係る指標:自己資本比率、借入金比率、現金比率、流動比率、固定比率、固定長期適合率、売上債権回転期間、棚卸資産回転期間、仕入債権回転期間、営業サイクル、キャッシュコンバージョンサイクル(CCC:現金循環化日数)を業種・規模別の平均値で調整した後、Freedman検定、Wilcoxonの符号付順位検定を実施)。

検証の結果、IPOの2期前より自己資本比率が上昇、IPO直後の決算期をピークにIPO直前期の水準まで低下する、IPO後、借入金比率が漸進的に上昇する、現金比率はIPO直前期より上昇、IPOで払込金が入ることでIPO直後にさらに上昇するものの、しばらく後にIPO前の水準に戻る、流動比率、固定比率、固定長期適合率で示される安全性はIPOが近づくとつれてより良くなるが、IPO後に投資がなされるために幾分悪くなること明らかとなった。これら～の結果は、IPOによる払込金の存在が安全性に寄与していることを示すが、IPO後の漸進的な安全性の向上を担保するものではないことを示す。

一方で、運転資本管理の状況を示すCCC、売上債権回転期間、棚卸資産回転期間、仕入債権回転期間には、IPO前後で統計的に有意な差がみられず、IPOが運転資本管理に特に寄与するものではないことが明らかとなった。

支配株主概念を用いた安全性並びに運転資本管理状況の変化に関する分析

(1)-に対応する形で、サンプル企業を会社所有型企業群(208社:1808企業年)と経営者所有型企業群(714社:6376企業年)に分けて、IPO前後の安全性および運転資本管理状況の変化について分析した(Freedman検定、Wilcoxonの符号付順位検定、

Mann-WhitneyのU検定を実施)。その結果を示したものが図表4である。

図表4 IPO前後の安全性および運転資本管理状況

| 指標 | 分析の時期 | 会社所有型企業 | 経営者所有型企業 |
|----------|----------------|----------|----------|
| 自己資本比率 | IPO前(-5期と-1期) | 差あり 上昇 | 差あり 上昇 |
| | IPO前後(-1期と+1期) | 差あり 上昇 | 差あり 上昇 |
| | IPO前後(-1期と+5期) | 差なし | 差なし |
| | IPO後(+1期と+5期) | 差あり 減少 | 差あり 減少 |
| 借入金比率 | IPO前(-5期と-1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+5期) | 差あり 上昇 | 差あり 上昇 |
| | IPO後(+1期と+5期) | 差あり 上昇 | 差あり 上昇 |
| 現金比率 | IPO前(-5期と-1期) | 差なし | 差あり 上昇 |
| | IPO前後(-1期と+1期) | 差あり 上昇 | 差あり 上昇 |
| | IPO前後(-1期と+5期) | 差あり 上昇 | 差なし |
| | IPO後(+1期と+5期) | 差なし | 差あり 減少 |
| 流動比率 | IPO前(-5期と-1期) | 差なし | 差あり 上昇 |
| | IPO前後(-1期と+1期) | 差あり 上昇 | 差あり 上昇 |
| | IPO前後(-1期と+5期) | 差あり 上昇 | 差あり 上昇 |
| | IPO後(+1期と+5期) | 差なし | 差あり 減少 |
| 固定比率 | IPO前(-5期と-1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+1期) | 差あり 減少 | 差あり 減少 |
| | IPO前後(-1期と+5期) | 差なし | 差あり 上昇 |
| | IPO後(+1期と+5期) | 差あり 上昇 | 差あり 上昇 |
| 固定長期適合率 | IPO前(-5期と-1期) | 差なし | 差あり 減少 |
| | IPO前後(-1期と+1期) | 差あり 減少 | 差あり 減少 |
| | IPO前後(-1期と+5期) | 差なし | 差あり 上昇 |
| | IPO後(+1期と+5期) | 差あり 上昇 | 差あり 上昇 |
| 売上債権回転期間 | IPO前(-5期と-1期) | 差なし | 差あり 短くなる |
| | IPO前後(-1期と+1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+5期) | 差あり 長くなる | 差あり 長くなる |
| | IPO後(+1期と+5期) | 差なし | 差あり 長くなる |
| 棚卸資産回転期間 | IPO前(-5期と-1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+5期) | 差なし | 差なし |
| | IPO後(+1期と+5期) | 差なし | 差なし |
| 営業サイクル | IPO前(-5期と-1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+5期) | 差なし | 差あり 長くなる |
| | IPO後(+1期と+5期) | 差なし | 差あり 長くなる |
| 仕入債権回転期間 | IPO前(-5期と-1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+5期) | 差なし | 差なし |
| | IPO後(+1期と+5期) | 差なし | 差あり |
| CCC | IPO前(-5期と-1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+1期) | 差なし | 差なし |
| | IPO前後(-1期と+5期) | 差なし | 差なし |
| | IPO後(+1期と+5期) | 差なし | 差なし |

自己資本比率、借入金比率

自己資本比率は、IPOを前に、第三者割当や内部留保により上昇、さらにIPOにより大きく上昇する。IPO後は、借入金比率の上昇により、自己資本比率が減少する。IPO後の借入金比率の上昇・自己資本比率の減少は、IPOにより資本増強がなされた分だけ借入余力が増えたこと、資本調達経路が広がったことにより、借入による資本調達がしやすくなったためと考えられる。

自己資本比率、借入金比率について、会社所有型企業群と経営者所有型企業群との間で、変化のパターンに違いは見出せなかった。

現金比率、流動比率

現金比率と流動比率の変化のパターンについては、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の間に差異がみられる。会社所有型企業群では、IPOにより現金比率が上昇するものの、その使用にあまり積極的でないため、高止まりをみせる。これに対し、経営者所有型企業群では、IPOにより現金比率が瞬間的に上昇するものの、IPOを通じて得た現金が積極的に利用されるため、IPO後に減少し、IPO前の水準に戻る。

この現金比率の推移は、短期的な安全性を示す流動比率にも多く影響を与え、その変化のパターンと整合的となる。すなわち、IPOによる払込金により、流動比率が上昇、会社所有型企業群では流動比率が高止まりするのに対して、経営者所有型企業群では、IPO直後より流動比率が減少する。

固定比率、固定長期適合率

会社所有型企業群は、IPO後に積極的な現金使用を行わず、自己資本に依存した財務構造を持つ。そのため、固定比率および固定長期適合率がIPO後比較的早い時期に、IPO前の水準に戻る。しかし、経営者所有型企業群は、より積極的な投資を行い、またIPOにより高まった借入余力を利用する傾向があるため、固定比率についてはIPO前の水準に戻ることはないが、長期借入金により固定長期適合率はIPO前の水準に戻った後、一定の水準に留まる。

運転資本管理状況

両群とも、IPOの前後で、CCCの値に有意な変化は見られない。しかし、会社所有型企業群においてCCCを構成する各種の回転期間に変化が見られないのに対して、経営者所有型企業群においては、売上債権回転期間、棚卸資産回転期間、仕入回転期間に一定の変化があり、それらの変化が相互に相殺される形でCCCに変化が見られないという結果となる（例えば、IPOが近づくにつれて売上債権回転期間が短縮されるようになる一方で、棚卸資産回転期間が長くなり、結果としてIPO前の営業サイクルに変化が見られないようになる）。

(5) IPO企業におけるVCのプレゼンス

1138社中、IPO直前期にVCが10大株主となっていた企業は702社(61.7%)であった。会社所有型企業208社中86社(41.3%)、経営者所有型企業714社中455社(63.7%)でVCが10大株主となっており、両群でVCのプレゼンスに統計的な差異があった(10大株主となるVCの持株比率の合計、リードVCの持株比率に差異なし)。

そして、IPO企業に出資のVCの多くがロックアップ期間後に株式を売却しており、VCがIPOを出口戦略としていることが分かる。また、VC出資とIPOまでの期間の間には関係が見いだされ、VC出資企業(VC backed Firms)は、非VC出資企業(non-VC backed Firms)よりも、IPOまでの期間が短く(中央値10.90年対15.65年)、10大株主に名を連ねるVCの持株比率とIPOまでの期間に、マイナスの相関が見い出された。ここから主要株主におけるVCの存在がIPOへの促進要因となることがうかがえる。

一方で、両群において、VCの出資の有無は、IPO後の業績パフォーマンスに何ら影響を与

えておらず(赤石,2016)、ここからVCがIPO後の好業績まで予見する投資家ではないこと、つまりVCの保証効果がIPO後の業績にまで及ぶものではないことが示された。

(6) まとめ - IPOの動機

IPOの目的として、一般に、「知名度や信頼度の向上」、「優秀な人材の確保」、「資金調達力の向上」、「従業員の士気向上」、「売り上げの拡大」、「社内管理体制の強化」、「事業承継」、「創業者利得の獲得」、「国内株式市場の活況」などが指摘される(帝国データバンク,2016)。

このうち、IPO企業の財務データを用いた本研究での分析結果から、「資金調達力の向上」、「売り上げの拡大」については、一定の裏付けがなされたといえる。すなわち、IPO前後の現金比率の推移から見て、IPOを通じた直接的な資金の獲得と自己資本の増強に伴う借入余力の向上を通じて、IPO企業は「資金調達力の向上」を果たしており、またこれらの資金が成長に寄与していることから「売り上げの拡大」目的とも整合的である。この傾向は、特に経営者所有型企業群で強く表れる。

「事業承継」、「創業者利得の獲得」についても、IPO前の支配株主がIPO後に著しく持株数を減らす、資産管理会社を設立して創業者の所有株式を移換する、IPO後に所有と経営の分離が進むといったことを鑑みれば、これらの目的がIPOの1つとして考えられているともいえる。「創業者利得の獲得」については、アンケート調査などには表れてこないが、ヒアリングの中ではしばしば言及される。そして、IPOを出口とする考え方は、VCからの出資を受けている場合に、よりIPOまでの期間が短くなることから、より強く意識されるようである。

「国内株式市場の活況」については、活況にはIPO数が増加、閑散期にはIPO数が減少していることから、IPOの目的とは言えないまでも、IPOを行うか否かという判断には影響を与えているといえよう。

一方、「知名度や信頼度の向上」であるが、IPO前後の運転資本管理状況に大きな変化はないことから、運転資本管理状況から見た場合、IPOは知名度や信頼度の向上に寄与していないようである。

引用文献

- [1] M. Pagano, F. Panetta, and L. Zingales(1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis," , Journal of Finance, pp.27-64.
- [2] 忽名憲治(1997),『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』、東洋経済新報社。

- 〔3〕 帝国データバンク(2016)、「第1章 株式上場意向企業の動向と展望」、『TDB REPORT』、第139巻、3-51頁。
- 〔4〕 濱田康行(1998)、『日本のベンチャーキャピタル - 新版 - 』、日本経済新聞社。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計3件)

- 〔1〕 赤石篤紀(2016)、「新規株式公開企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの関係 - 支配株主概念を用いて - 」北海学園大学『開発論集』第97号、pp.91-101(査読無)。
<http://hokuga.hgu.jp/dspace/>
- 〔2〕 赤石篤紀(2015a)、「新規株式公開前後の業績パフォーマンスと株式所有構造の変化」、北海学園大学『経営論集』第13巻第3号、pp.29-50(査読無)。
<http://hokuga.hgu.jp/dspace/>
- 〔3〕 赤石篤紀(2015b)、「支配株主概念を用いた新規株式公開企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの変化に関する分析」、北海学園大学『経営論集』第13巻第3号、pp.51-72頁(査読無)。
<http://hokuga.hgu.jp/dspace/>

〔学会発表〕(計1件)

- 〔1〕 赤石篤紀(2015)、「新規株式公開企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの関係 - 支配株主概念を用いて - 」日本財務管理学会第41回全国大会、京都産業大学。

6. 研究組織

(1)研究代表者

赤石篤紀(AKAISHI Atsunori)
北海学園大学・経営学部・教授
研究者番号：10364233