

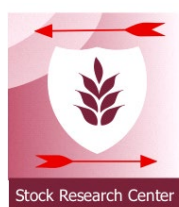
ホリスティック企業レポート

早稲田学習研究会

5869 東証スタンダード

新規上場会社紹介レポート
2023年12月26日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20231225

早稲田学習研究会(5869 東証スタンダード)

発行日:2023/12/26

群馬県、埼玉県を中心とした関東圏で集団指導塾「W 早稲田ゼミ」などを展開
大型の郊外型校舎の新規開設を継続して事業規模拡大を目指す

アナリスト:佐々木 加奈

+81(0)3-6812-2521

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【5869 早稲田学習研究会 業種:サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	当期利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2022/3	5,888	7.7	1,175	-	1,213	-1.5	831	-11.9	82.6	523.6	24.8
2023/3	6,110	3.8	1,230	4.7	1,246	2.7	838	0.9	83.3	582.1	25.0
2024/3 予	6,508	6.5	1,475	19.9	1,458	16.9	1,078	28.6	106.7	-	52.8

(注) 1.単体ベース、2024年3月期の予想は会社予想
2.2023年8月15日付で1:50の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	1,116円(2023年12月25日)	本店所在地 東京都中央区
発行済株式総数	10,211,250株	設立年月日 1993年1月22日
時価総額	11,395百万円	代表者 柳澤 武志
上場初値	1,118円(2023年12月22日)	従業員数 381人(2023年10月)
公募・売出価格	970円	事業年度 4月1日~翌年3月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 事業年度終了後から3カ月以内
		【主幹事証券会社】 野村證券
		【監査人】 應和監査法人

> 事業内容

(注1) 集団指導塾

一つの教室に十人前後~数十人の生徒を集め、講師が授業を行う形式の塾のこと

(注2) 個別指導塾

講師一人に対して一人の生徒、または二~四人程度の少人数の生徒を指導する形式の塾のこと

◆ 集団指導塾などを運営する学習塾事業の単一セグメント

早稲田学習研究会(以下、同社)は、小・中学生を対象とした集団指導塾^{注1}「W早稲田ゼミ」、高校生を対象とした集団指導塾「W早稲田ゼミハイスクール」、小・中学生及び高校生を対象とした個別指導塾^{注2}「ファースト個別」を運営している。創業者で現代表取締役会長である吉原俊夫氏が個人事業として87年4月に群馬県太田市に早稲田家庭教師センターを開業し、88年4月に「W早稲田ゼミ」の1号校を開校、93年1月に同社を設立した。

23/3期の事業部門別の売上構成比は、ゼミ部門(「W早稲田ゼミ」の運営)が73.7%、ハイ部門(「W早稲田ゼミハイスクール」の運営)が18.8%、ファースト個別部門(「ファースト個別」の運営)が7.5%である(図表1)。

【図表1】事業部門別の売上高・構成比

	22/3期		23/3期		24/3期上期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
ゼミ部門	4,233	71.9	4,501	73.7	2,045	70.4
ハイ部門	1,197	20.3	1,150	18.8	614	21.1
ファースト個別部門	456	7.8	457	7.5	245	8.5
合計	5,888	100.0	6,110	100.0	2,906	100.0

(注) 端数処理の関係で必ずしも合計と一致しない
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

校舎(教室)の展開地域は群馬県、栃木県、埼玉県、東京都で、23年10月末の校舎(教室)数は「W早稲田ゼミ」35校、「W早稲田ゼミハイスクール」14校、「ファースト個別」10教室である(図表2)。

【 図表 2 】 県別の校舎（教室）数（23年10月末時点）

	ゼミ部門 「W早稲田ゼミ」	ハイ部門 「W早稲田ゼミ ハイスクール」	ファースト個別部門 「ファースト個別」
	校舎数	校舎数	教室数
群馬県	12	6	2
栃木県	9	5	0
埼玉県	14	3	1
東京都	0	0	7
合計	35	14	10

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ ゼミ部門（「W早稲田ゼミ」の運営）

集団指導塾「W早稲田ゼミ」は、正社員を中心とした教師による質の高い授業ときめ細かなサポート体制により、小学生に対しては学力向上指導、中学生に対しては高校受験対策を行っている。「W早稲田ゼミ」の主な特徴は以下の通りである。

- 1) 早い段階から5教科総合で指導を行い、内申点対策を徹底している
- 2) 大型拠点では学力別に細分化したクラス分けを実施し、幅広い学力層の生徒を効率的に指導している
- 3) 入試問題を徹底的に分析したオリジナル教材を作成している
- 4) 数学の授業では原則、正社員教師1名とアシスタント2名の3名で1クラスを指導し、集団授業の効率と個別指導のきめ細やかな指導を両立している
- 5) 生徒が理解できるまで無料補習を実施している(生徒1人当たりの年間平均無料補習時間は120時間)
- 6) 担任制を採用し、担任教師は生徒一人一人に過去の合格者データに基づいた的確な進路指導を実施している
- 7) 保護者会を実施して保護者と連携して生徒をフォローしている

◆ ハイ部門（「W早稲田ゼミハイスクール」の運営）

高校生を対象として大学受験対策を行う集団指導塾「W早稲田ゼミハイスクール」は、「W早稲田ゼミ」の卒業生に対して高校準備講座を行うことなどで「W早稲田ゼミ」から継続して受講する例も多い。正社員を中心とした教師による質の高い授業や生徒の通学する高校に合わせた定期テスト対策の実施、蓄積したデータに基づいた進路指導などに特徴があり、難関大学を含めた多くの大学への合格者を出している。

◆ ファースト個別部門(「ファースト個別」の運営)

小学生、中学生、高校生を対象とした個別指導塾「ファースト個別」では、生徒1名を4名体制(指導に当たる正社員教師もしくは東大生を始めとした難関大生、教室長、副教室長、アシスタント教師)でサポートしている。生徒は授業日以外でも自習室を利用し、自習中に分からない点を教師に質問することが可能となっている。

◆ 集団指導塾及び個別指導塾の授業料などが収益

同社の収益は集団指導塾及び個別指導塾に通う生徒(保護者)が支払う授業料などである。「W早稲田ゼミ」、「W早稲田ゼミハイスクール」の入塾金(税込み)は小学生で5,500円、中学生で11,000円、高校生で22,000円、1カ月当たりの授業料(税込み)は小学生で1科目5,500円~6,600円、中学生で5科目19,800円~30,800円、高校生で1科目9,020円~である(図表3)。その他に教材費、利用に応じてオリジナルテスト(「学力診断ワセダ統一模試」等)の料金などが必要となる。

【図表3】「W早稲田ゼミ」の入塾金と授業料

入塾金(税込み)		
小学生	5,500円	中学生 11,000円 高校生 22,000円
授業料(税込み) 1カ月当たり		
小学生	5,500円~6,600円	
中学生(1年生・2年生)	19,800円~22,000円/5科目	
中学生(3年生)	28,600円~30,800円/5科目	
高校生	9,020円~/1科目	

(出所) 早稲田学習研究会 HP、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

23/3期の事業部門別売上高を期中平均生徒数(ゼミ部門13,967名、ハイ部門2,626名、ファースト個別部門655名)で除して算出した生徒1名当たりの支払額(年間)の概算は、ゼミ部門322千円、ハイ部門438千円、ファースト個別部門698千円である。

同社の売上原価は、人件費、教材仕入に係る費用、賃借料や減価償却費、消耗品費など校舎(教室)で発生する経費である。23/3期は、人件費(給料及び手当、賞与、法定福利費を含む)が売上原価の70.0%を占めている。販売費及び一般管理費(以下、販管費)の主なもの広告宣伝費と管理部門に係る人件費で、販管費に占める割合は広告宣伝費が21.1%、給料手当が20.3%となっている。

◆ 大型の郊外型校舎を運営している点などが特徴

同社の特色及び強みとして、以下の点が挙げられる。

- 1) 筆記試験や面接により厳選して採用した教師を2カ月~1年にわたる研

修で育成し、質の高い指導ができる体制を構築していること

- 2) 「県別、単元別、学校別、レベル別、時期別」などに細分化したオリジナル教材を提供し、生徒の学習理解をサポートしていること。また通常の教材に加え、オンライン学習システム「Wovie(ウービー)」を提供し、過去の授業をいつでも視聴できる仕組みを構築していること
- 3) 送迎する保護者が利用できる駐車場を配備した大型の郊外型校舎を運営し、近隣だけではなく中長距離圏に居住する生徒も取り込んでいること。また、1 拠点当たりの在籍生徒数が多いため、学力別クラス分けによる効率的な指導が可能となっていること(同社のゼミ部門の校舎は 150~200 坪規模の自社所有もしくは賃貸のビルが主体で、1 校舎当たりの平均在籍生徒数は 477 名)

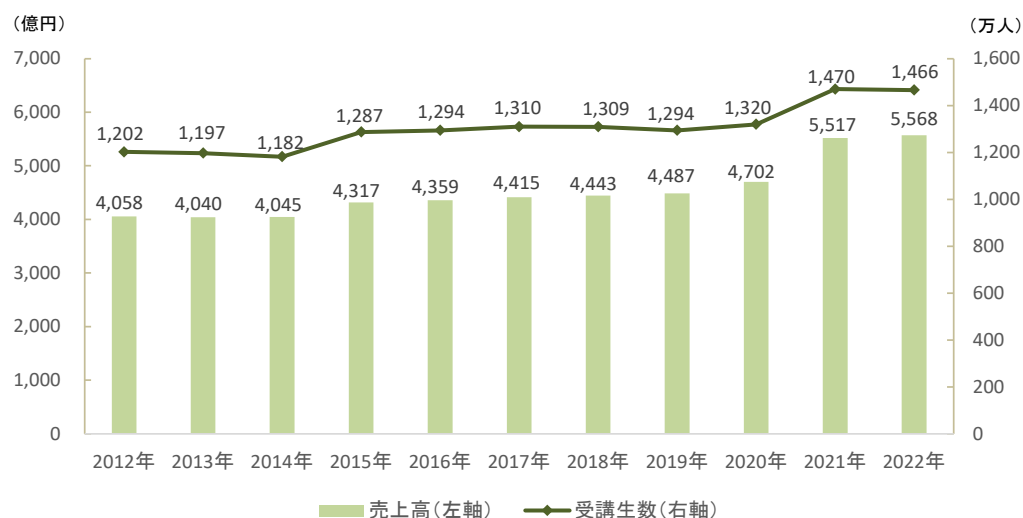
＞ 事業環境

◆ 学習塾の売上は拡大傾向

経済産業省の特定サービス産業動態統計調査(23年5月22日公表)によると学習塾の売上高は過去5年間で1,000億円以上増加し、22年は5,568億円となっている(図表4)。受講生数が若干減少した一方で売上高が前年を上回ったのは、1人当たりにかかる費用が増加傾向にあるためである。尚、21年に売上高、受講生数ともに前年を大きく上回ったのは、新型コロナウイルス感染症拡大の影響で休校した学校での学習を補完するため、学習塾のニーズが高まったことが要因である。

長期的には少子化による受講生数の減少は避けられないものの、足元は学習内容の変化(小学校における英語教育やプログラミング教育の必修化、大学入試改革の開始による共通テストの導入など)を受けて、学校での学習を補完する学習塾のニーズが高まっている。

【図表4】学習塾の売上高、受講生数の推移



(出所) 経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」を基に証券リサーチセンター作成

◆ 競合

集団指導塾などの運営を行う上場企業は、千葉県中心に「市進学院」などを展開する市進ホールディングス(4645 東証スタンダード)、「早稲田アカデミー」を首都圏中心に展開する早稲田アカデミー(4718 東証プライム)、「TOPΣ」などを京都府中心に全国展開する京進(4735 東証スタンダード)、「第一ゼミナール」を近畿圏中心に展開するウィザス(9696 東証スタンダード)、「東進ハイスクール」などを関東中心に展開するナガセ(9733 東証スタンダード)、「STEP」を神奈川県で展開するステップ(9795 東証プライム)などがある。

同社は群馬県、栃木県においては競合先と捉えている企業は特になくしている。埼玉県では「スクール 21」を運営するエジュテックジャパン(さいたま市中央区)が一部競合しており、同社は蓄積したノウハウを活かして高品質なサービス提供することで差別化を図っている。

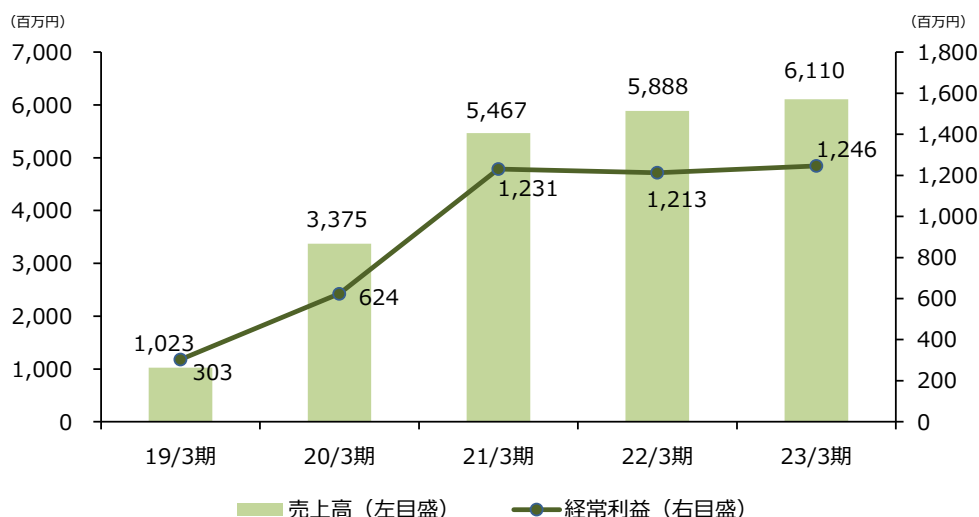
> 業績

◆ 過去の業績推移

同社の届出目論見書には、19/3 期以降の業績が記載されている(図表 5)。20/3 期に売上高が大きく伸びているのは、拠点を運営する子会社(早稲田ゼミ及び早稲田ハイ)を19年9月に合併したため、21/3 期も合併した子会社が期を通して寄与したことで高い伸び率となった。22/3 期以降は校舎及び教室の開設に伴い生徒数が増加して売上高は緩やかに増加している。

経常利益も20/3 期、21/3 期は子会社の合併効果により大きく伸びた。22/3 期は、営業外収益のなかの受取配当金の減少により1.5%減益となった。

【 図表 5 】 業績推移



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 23年3月期決算

23/3期業績は、売上高6,110百万円(前期比3.8%増)、営業利益1,230百万円(同4.7%増)、経常利益1,246百万円(同2.7%増)、当期純利益838百万円(同0.9%増)であった。

ゼミ部門は、既存校の生徒が順調に増加したこと、新たに開設した2校の寄与により、期末生徒数は11,828名(前期比7.7%増)、売上高は4,501百万円(同6.3%増)となった。

ハイ部門は、近隣施設との競合による退塾者の増加により期末生徒数は1,752名(前期比1.8%減)、売上高は1,150百万円(同3.9%減)となった。

ファースト個別部門は、既存教室の生徒数が増加したことで期末生徒数は599名(前期比6.0%増)、売上高は457百万円(同0.2%増)となった。

人件費や水道光熱費の増加により売上総利益率は前期比0.4%ポイント悪化の42.1%となった一方、増収に伴う固定費負担の軽減により販管費率は同0.5%ポイント改善の22.0%となり、結果として営業利益は同4.7%増となった。

◆ 24年3月期第2四半期累計期間

24/2期第2四半期累計期間(以下、上期)の業績は、売上高2,906百万円、営業利益651百万円、経常利益656百万円、四半期純利益454百万円であった(前年同期比較はなし)。

ゼミ部門の売上高は2,045百万円(期中平均生徒数は14,349名)、ハイ部門の売上高は614百万円(同2,765名)、ファースト個別部門の売上高は245百万円(同716名)であった。

売上総利益率は下期に開設する施設の先行費用が発生したことで23/3期通期比6.1%ポイント悪化し、販管費率は役員報酬の改定に伴う役員退職慰労引当金繰入額の減少により同8.4%ポイント改善している。

◆ 24年3月期会社計画

24/3期の会社計画は、売上高6,508百万円(前期比6.5%増)、営業利益1,475百万円(同19.9%増)、経常利益1,458百万円(同16.9%増)、当期純利益1,078百万円(同28.6%増)である(図表6)。

【 図表 6 】 24 年 3 月期会社計画

(単位:百万円)

	22/3期	23/3期	24/3期	
	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	5,888	6,110	6,508	6.5%
ゼミ部門	4,233	4,501	4,900	8.9%
ハイ部門	1,197	1,150	1,103	-4.1%
ファースト個別部門	456	457	504	10.1%
売上原価	3,388	3,536	3,848	8.8%
売上総利益	2,500	2,573	2,659	3.3%
売上総利益率	42.5%	42.1%	40.9%	-
販売費及び一般管理費	1,325	1,343	1,184	-11.8%
対売上高比	22.5%	22.0%	18.2%	-
営業利益	1,175	1,230	1,475	19.9%
営業利益率	20.0%	20.1%	22.7%	-
経常利益	1,213	1,246	1,458	16.9%
経常利益率	20.6%	20.4%	22.4%	-
当期純利益	831	838	1,078	28.6%

(注) 単体ベース

(出所) 届出書目論見書、「東京証券取引所スタンダード市場への上場に伴う当社決算情報等のお知らせ」を基に証券リサーチセンター作成

ゼミ部門は、新たに開設する3校(5月に1校、10月に2校が開設済み)の寄与により期中平均生徒数は14,925名(前期比6.9%増)、売上高は4,900百万円(同8.9%増)と見込んでいる。期中平均生徒数が上期実績(14,349名)より増加するのは、新規開設校の寄与を見込むためである。

ハイ部門は、期中平均生徒数は2,520名(前期比4.0%減、上期実績は2,765名)、売上高は1,103百万円(同4.1%減)と見込んでいる。生徒数の減少は、近隣施設との競合による退塾者の増加を想定するためである。

ファースト個別部門は、イベントの実施により生徒の獲得が進み、期中平均生徒数は735名(前期比12.2%増)、売上高は504百万円(同10.1%増)と見込んでいる。期中平均生徒数が上期実績(715名)より増加するのは、冬期講習や入試直前対策授業の寄与を見込むためである。

売上原価は、人件費や水道光熱費などの増加により3,848百万円(前期比8.8%増)と見込んでいる。広告宣伝費の増加を見込む一方、役員報酬の改定に伴う役員退職慰労引当金繰入額の減少により販管費は1,184百万円(同11.8%減)と見込み、営業利益は前期比19.9%増の1,475百万円と計画している。

営業外収入に家賃収入等 19 百万円、営業外費用に上場関連費用 30 百万円、その他 6 百万円を見込み、経常利益は前期比 16.9%増の 1,458 百万円と計画している。特別利益は見込まず、特別損失は固定資産除却損 8 百万円を見込んでいる。

配当については、1 株当たり 52.8 円を予定している。尚、同社は配当性向 50%以上を目安に、継続的かつ安定的な配当を行うことを基本方針としている。

◆ 成長戦略

今後の成長戦略として同社は、集客力の向上、大型の郊外型校舎の開設を挙げている。集客力の向上のために、教師の指導力を高める研修体制の強化やサポート体制の充実、提供サービス(学習環境)の改善、生徒の学習意欲を高めるオリジナル教材の開発などに注力していく考えである。

大型の郊外型校舎の開設については、当面は埼玉県を中心に物件開発を進めていく考えを示している。埼玉県を主なターゲットとする理由として、群馬県や栃木県より人口が多くマーケットが大きいこと、校舎の展開と同時に積極的な広告宣伝を実施してきたことで知名度が向上して集客力が高まっていることなどを挙げている。開設ペースは年間 3 拠点以上としており、25/3 期に開設予定の候補地は確保済みとなっている。継続的な物件開発のために、開発担当の増員や不動産業者との連携強化なども進めていく考えである。

> 経営課題/リスク

◆ 個人情報の管理について

同社は、生徒やその保護者等に関する個人情報を取り扱っている。個人情報の保護については、社内でのアクセス権限の設定やシステム内のログ記録による監視体制の構築、システムのセキュリティ強化、従業員に対する社内教育などを実施している。しかし、個人情報の管理に関しては一定のリスクがつきまとうことに留意する必要がある。

◆ 有形固定資産の減損の可能性について

同社は、教室設備や土地・建物等の有形固定資産を保有しており、校舎(教室)を資産のグルーピングの基本単位としている。これらの資産は毎年、減損の兆候について精査して減損処理が必要と判断される場合には適切に処理を行っている。今後、事業の収益性が低下した場合や、不動産の市場価格が著しく下落した場合などには減損損失が発生し、同社の業績に影響を与える可能性がある。

◆ 四半期ごとの収益変動について

学習塾業界では、通常の授業に加え春期・夏期・冬期の講習会を実施してお

り、実施する月の売上高は増加する。また、講習会を実施する時期から生徒募集を継続していくため、新年度のスタートから受験を迎えるまで生徒数が増加し、1月がピークとなる。一方で教室運営費用(人件費、家賃等)は継続して発生するため、第1四半期の収益性が低くなる傾向がある。

◆ 大株主について

同社の代表取締役会長である吉原氏及び同氏の資産管理会社保有分の合計で上場時の発行済株式総数の66.6%を保有している。吉原氏及び資産管理会社は、安定株主として一定の議決権を保有する方針を示しているが、今後、何らかの事情により保有株式の一定以上の売却が行われた場合や売却の可能性が生じた場合には、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

【図表7】財務諸表

損益計算書	2022/3		2023/3		2024/3 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	5,888	100.0	6,110	100.0	2,906	100.0
売上原価	3,388	57.5	3,536	57.9	1,858	64.0
売上総利益	2,500	42.5	2,573	42.1	1,047	36.0
販売費及び一般管理費	1,325	22.5	1,343	22.0	395	13.6
営業利益	1,175	20.0	1,230	20.1	651	22.4
営業外収益	39	0.7	19	0.3	9	0.3
営業外費用	0	0.0	2	0.0	4	0.1
経常利益	1,213	20.6	1,246	20.4	656	22.6
税引前当期(四半期)純利益	1,223	20.8	1,236	20.2	648	22.3
当期(四半期)純利益	831	14.1	838	13.7	454	15.6

貸借対照表	2022/3		2023/3		2024/3 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	4,553	60.7	4,832	58.6	4,691	56.3
現金及び預金	4,013	53.5	4,296	52.1	3,941	47.3
売上債権	6	0.1	9	0.1	5	0.1
棚卸資産	43	0.6	36	0.4	36	0.4
固定資産	2,945	39.3	3,412	41.4	3,639	43.7
有形固定資産	2,630	35.1	3,092	37.5	3,327	39.9
無形固定資産	97	1.3	97	1.2	84	1.0
投資その他の資産	216	2.9	222	2.7	228	2.7
敷金及び保証金	135	1.8	133	1.6	138	1.7
総資産	7,498	100.0	8,245	100.0	8,330	100.0
流動負債	1,159	15.5	1,275	15.5	1,390	16.7
買入債務	47	0.6	30	0.4	16	0.2
固定負債	1,071	14.3	1,112	13.5	880	10.6
役員退職給付引当金	895	11.9	932	11.3	702	8.4
純資産	5,267	70.3	5,856	71.0	6,059	72.7
自己資本	5,267	70.3	5,856	71.0	6,059	72.7

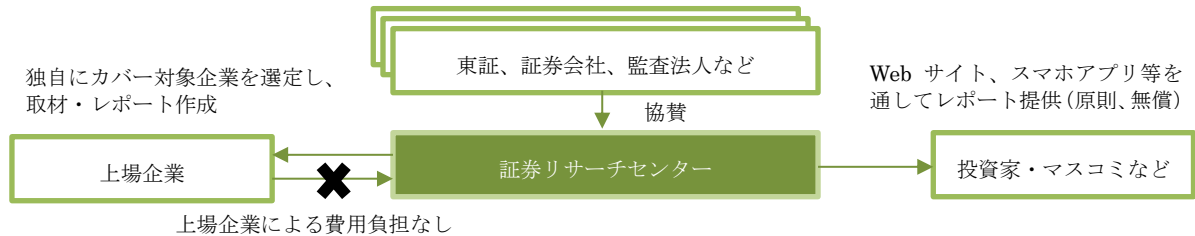
キャッシュ・フロー計算書	2022/3		2023/3		2024/3 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
営業キャッシュ・フロー	654		1,137		191	
減価償却費	136		139		74	
投資キャッシュ・フロー	-91		-602		-295	
財務キャッシュ・フロー	-280		-252		-251	
配当金の支払額	-279		-249		-251	
現金及び現金同等物の増減額	282		282		-355	
現金及び現金同等物の期末残高	3,913		4,196		3,841	

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

株式会社東京証券取引所	S M B C 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。