

# ホリスティック企業レポート ピクスタ 3416 東証マザーズ

フル・レポート  
2016年9月16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 20160913

## デジタル画像素材マーケットプレイスのリーディングプレイヤー 日本関連のデジタル画像素材では最多の素材点数を誇っている

### 1. 会社概要

・ピクスタ(以下、同社)は、インターネット上で写真、イラスト、動画等のデジタル画像素材の仕入れから販売までを行うオンラインマーケットプレイス「PIXTA(ピクスタ)」の運営を行っている。当該分野への参入は早く、日本関連素材では最多の素材点数を誇っている。

### 2. 財務面の分析

・16/12 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)は、売上高が前年同期比 31.1%増の 851 百万円、営業利益が同 53.4%増の 114 百万円と堅調に推移した。上期の累計単品販売月間購入者数(月に 1 回以上購入した人数の 3 カ月分を合算した数値)は、同 7.2%増の 102,145 人、上期末の定額制契約数は、前年同期末比 93.6%増の 842 件となった。

### 3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、主力サービスの PIXTA の 10 年以上にわたる実績に裏付けられたデータ及びノウハウの蓄積にある。オンラインでの審査システム、オンラインマーケティング等のノウハウの蓄積は低コストでのサービス提供及び顧客増加を促進させ、同時にクリエイターのサポート体制の強化につながっている。

### 4. 経営戦略の分析

・さらなる顧客基盤の拡大を目指し、既存サービスについては、従来の「単品販売ユーザー」を拡大する方針である。同時に、「定額制販売」の導入により、利益率、継続性ともに高い「定額ユーザー」の獲得を目指しており、検索などのサイト機能の改善及び、法人向けライセンスプランを強化している。

・新たな付加価値の提供のために、動画素材市場への本格参入や、海外販売の強化を進めていく方針である。

### 5. アナリストの評価

・主力サービスの PIXTA の「単品販売ユーザー」の拡大に加え、「定額ユーザー」の更なる獲得のため、多言語対応及び新規サービスの積極的な展開は評価できる。

・今後、ウェブやスマホでの動画の活用シーンは飛躍的な増加が見込まれ、同社の動画素材市場への本格参入は、PIXTA の競争優位性を一段と高めよう。

#### 【3908 ピクスタ 業種：小売業】

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 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2014/12	1,068	36.6	97	—	98	—	90	—	46.9	30.6	0.0
2015/12	1,388	41.3	138	41.3	120	22.3	111	23.3	53.8	250.4	0.0
2016/12 CE	1,726	24.4	182	31.6	182	51.3	116	4.4	52.3	—	0.0
2016/12 E	1,750	26.1	185	34.1	185	54.2	130	17.1	58.3	342.3	0.0
2017/12 E	2,100	20.0	222	20.0	223	20.5	147	13.1	65.9	411.0	0.0
2018/12 E	2,550	21.4	284	27.9	285	27.8	187	27.2	83.8	496.3	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

アナリスト：岡野辰太郎  
+81(0)3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

#### 【主要指標】

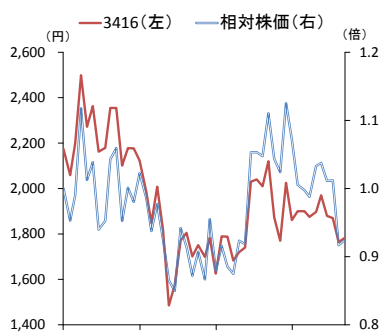
	2016/9/9
株価(円)	1,782
発行済株式数(株)	2,230,740
時価総額(百万円)	3,975

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	33.1	30.6	27.0
PBR(倍)	7.1	5.2	4.3
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	-0.4	-8.2	0.1
対TOPIX(%)	-1.5	-14.9	0.4

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2015/10/5

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 競合他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ デジタル素材マーケットプレイスのリーディングプレイヤー

ピクスタ（以下、同社）は、インターネット上でクリエイターから集めた写真・イラスト・動画等のデジタル画像素材を法人及び個人向けに販売するオンラインマーケットプレイス「PIXTA（ピクスタ）」の運営を主たる業務としている。

従来、自分の作品を世の中に発信したり評価を受けたりする機会は、プロのクリエイターにのみ開かれていた。しかし、PIXTA は、デジタル画像素材の取引をオンラインで完結する仕組みを構築しており、プロに加えて、アマチュアを含めた幅広いクリエイターに門戸を開いたことが、最大の付加価値となっている。

主力サービスの PIXTA のサービス開始は 06 年 5 月である。国内のデジタル画像素材マーケットプレイスのなかでは、1,900 万点超と圧倒的な素材点数を誇っている。この先行者メリットにより、オンライン化・自動化・仕組化を通じたデータ及びノウハウの蓄積が行なわれている。

#### ◆ 単一事業セグメントだが売上高は 2 つに分類される

同社はクリエイティブ・プラットフォーム事業の単一セグメントだが、写真、イラスト、映像といった素材を 1 点 540 円から購入可能な「単品販売」と、定額の料金を支払うと、決められた点数をダウンロードできる「定額制販売」という 2 つのサービスに売上高は分類されている（図表 1）。個人や中小企業などにニーズが強い単品販売が 16/12 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の売上高全体の 84% を占めている。

【 図表 1 】 サービス別売上高

(単位：百万円)

販売区分	売上高			前年同期比		構成比	
	14/12期	15/12期	16/12期 第2四半期累計	15/12期	16/12期 第2四半期累計	15/12期	16/12期 第2四半期累計
単品販売	1,034	1,234	713	19.3%	19.6%	88.9%	83.8%
定額制販売	33	153	138	351.1%	165.4%	11.0%	16.2%
合計	1,068	1,388	851	29.9%	35.6%	100.0%	100.0%

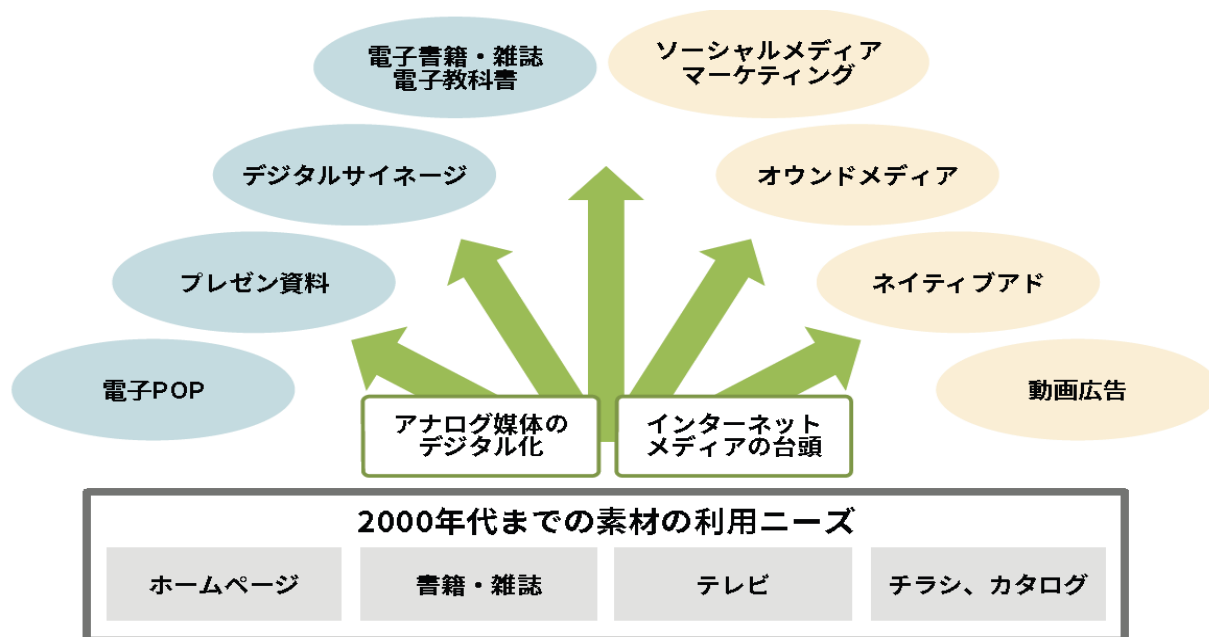
(出所) ピクスタ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ デジタル画像素材とは

デジタル画像素材は、一般的に広告等のコンテンツ制作で使用する写真、イラスト、動画等の素材と定義される。2000年代までのデジタル画像素材の利用先としては、主にホームページ、書籍・雑誌、テレビ、チラシ・カタログ等があった。近年は、インターネットメディアの台頭に加え、従来のアナログ媒体のデジタル化によって、デジタル素材を活用したいというニーズが一段と高まっている(図表2)。

【図表2】 広範なビジュアルニーズに伴うデジタル素材の活用場面の拡大



(出所) ピクスタ成長可能性に関する説明資料

◆ プロとアマチュアを取り込むビジネスモデル

同社のビジネスモデルは PIXTA というマーケットプレイス(市場)にプロとアマチュアのクリエイターからデジタル画像素材(写真、動画、イラスト等)を投稿してもらい、それらを必要としている法人・個人向けに販売する形態となっている。

また、同社は実際に販売された素材について、クリエイターに成功報酬を支払う。従って、デジタル画像素材の売上が同社の売上高となり、クリエイターに対する報酬が原価という位置づけになる。(図表3)

同社へデジタル素材を提供するクリエイターの会員総数が、20万人を突破したことが7月6日に公表されたが、そのうち写真家や映像作家などのいわゆるプロは7.5%に過ぎず、残りはアマチュアである。

【 図表 3 】 事業系統図

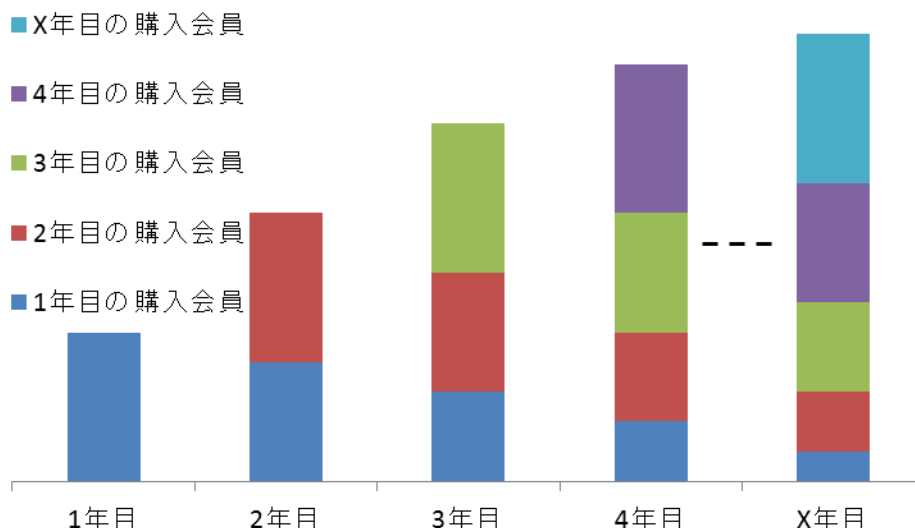


(出所) ピクスタ決算説明資料

◆ 新規購入者の一定割合がリピート購入者へ

同社のビジネスモデルは、単発的な収益モデルではなく、購入者の一定割合がリピート購入者となり、結果的に安定的に収益が増加する積み上げ型収益モデルである（図表 4）。このビジネスモデルが成立するためには、素材点数が継続的に増加していく必要がある。この点において、同社は、日本関連素材で圧倒的な素材点数を誇っており、リピーターを継続的に増加させるという好循環を生み出している。

【 図表 4 】 登録年次別の購入会員の売上の推移（イメージ図）



(出所) ピクスタ成長可能性に関する説明資料をもとに証券リサーチセンター作成

◆ クリエイターからの仕入れとコミッション

同社の単品販売及び定額制販売の料金体系は、図表5の通りとなっており、画像のサイズやモバイル向けやPC向けなど用途によって価格が異なっている。1点当たりの料金を比較すると、定額制販売の方が割安な料金設定となっている。

【図表5】単品販売・定額制販売の料金表

単品販売					
写真・イラスト素材			映像素材		
サイズ	価格	用途	サイズ	価格	用途
S	540円	Web用	Web(S)	1,620円	モバイルサイト向け
M	1,620円	はがき/A5印刷用	Web(L)	2,700円	PCサイト向け
L	3,240円	A4印刷用・パンフレット	NTSC/PAL	4,320円	SD向け
XL	5,400円	A3～印刷用	HD720	6,480円	ハイビジョン向け
V	3,780円	ベクター素材(EPS)	HD1080	7,560円	フルハイビジョン向け
定額制販売(写真、イラスト等を好きなサイズで選び放題)					
毎日25ダウンロードプラン (1年更新) 価格 29,700円/月・1点当たり39円 年額356,400円		毎日25ダウンロードプラン (30日更新) 価格 37,800円/月・1点当たり50円		30日間250ダウンロードプラン (30日更新) 価格 58,320円/月・1点当たり233円	

(出所) ピクスタウェブサイトをもとに証券リサーチセンター作成

同社が提供するデジタル画像素材は、プロ及びアマチュアのクリエイターから投稿されたものである。同社は、投稿されたデジタル画像素材が販売されると一定のコミッションをクリエイターに支払う。コミッション率は、クリエイターの過去1年間の販売実績に基づいて、6段階のクリエイターランクが決められており、単品販売で22%～58%のコミッション率が設定されている(図表6)。

クリエイターは、一般クリエイターと専属クリエイターに分けられる。一般クリエイターは、PIXTA 以外でも写真・イラスト素材の販売が可能である。専属クリエイターは、PIXTA でのみ写真・イラスト素材を販売し、優先的な審査や撮影・制作に役立つ情報提供等を受けられる。

一般クリエイターが専属クリエイターになるためには、写真・イラスト素材の過去1年間の販売実績が150枚以上、もしくは直近3カ月間の販売実績が50枚以上になった場合、応募資格ができ、任意で申し込みができる。専属クリエイターの中でも、特に人物作品をメインに登録するクリエイターは、人物専属クリエイターとなる。これは、過去120日間に1企画以上モデルリリース(肖像権使用許可書)有の人物作品をアップすることが条件となり、専属クリエイターのメリット



に加え、PIXTA のシステムを利用してモデルの手配を行うことができる。

尚、図表 6 の独占とは、作品ごとに「独占コンテンツ」として指定すると、その作品のみ他社で販売できない代わりにコミッション率がアップする制度である。

注1) 獲得クレジット

獲得クレジットは、10クレジット  
(海外在住のクリエイターは50クレジット以上) 以上貯まると、1クレジット=108円換算で現金と交換することができる。

自分の作品が購入されると、販売価格のうち決められたコミッションの額が「獲得クレジット<sup>注1)</sup>」として支払われる。

また、ユーザーが定額制で購入した場合、クリエイターには定額制でのダウンロード 5 回につき、販売回数 1 回としてカウントされる。従って、定額制は、5 回ダウンロードされるとクレジットを貰える権利が発生し、各ランクに応じて 5 回で 0.25~0.40 クレジット (108 円 × 0.25~0.40=27.0 円~43.2 円) をクリエイターが貰える。

【 図表 6 】クリエイターランク表

過去1年間の販売実績	ランク	コミッション				
		一般	独占	専属	人物専属	定額制
0~149枚	1	22%	30%	30%	42%	0.25クレジット
150枚以上	2	25%	33%	40%	45%	0.25クレジット
500枚以上	3	29%	36%	43%	48%	0.27クレジット
1500枚以上	4	33%	40%	46%	51%	0.30クレジット
3000枚以上	5	37%	44%	49%	54%	0.35クレジット
5000枚以上	6	42%	48%	53%	58%	0.40クレジット

(出所) ピクスタウェブサイトをもとに証券リサーチセンター作成

販売されたデジタル素材の代金から、各クリエイターへのコミッションを差し引いた金額が粗利益となる。また、インターネットビジネスの場合、単品販売よりも、定額制販売 (月額、年額課金モデル) の方がコストダウンにつながるため、今後、同社が目指しているように、定額制販売の売上比率が継続的に上昇するにつれ、粗利益率も上昇していくだろう。

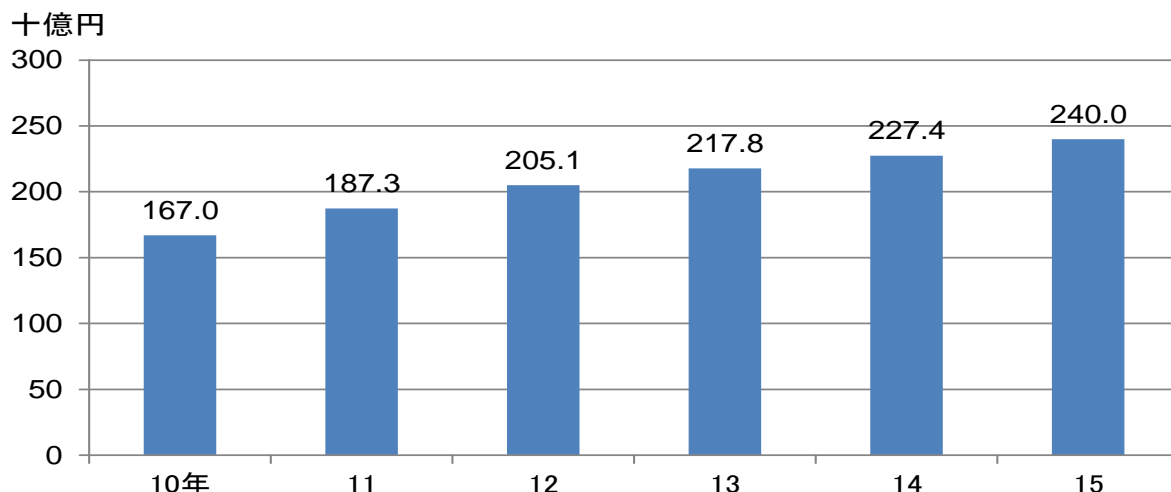


> 業界環境と競合

◆ 1兆円の大台を超えたインターネット広告市場

近年、特にデジタル素材の利用頻度が高い代表例としてインターネット広告が挙げられる。インターネット広告市場は、14年に1兆519億円と1兆円の大台を超え、15年には1兆1,594億円に達した。特にデジタル素材の活用につながるインターネット広告制作費は、2,400億円(15年)となった(図表7)。

【図表7】インターネット広告制作費



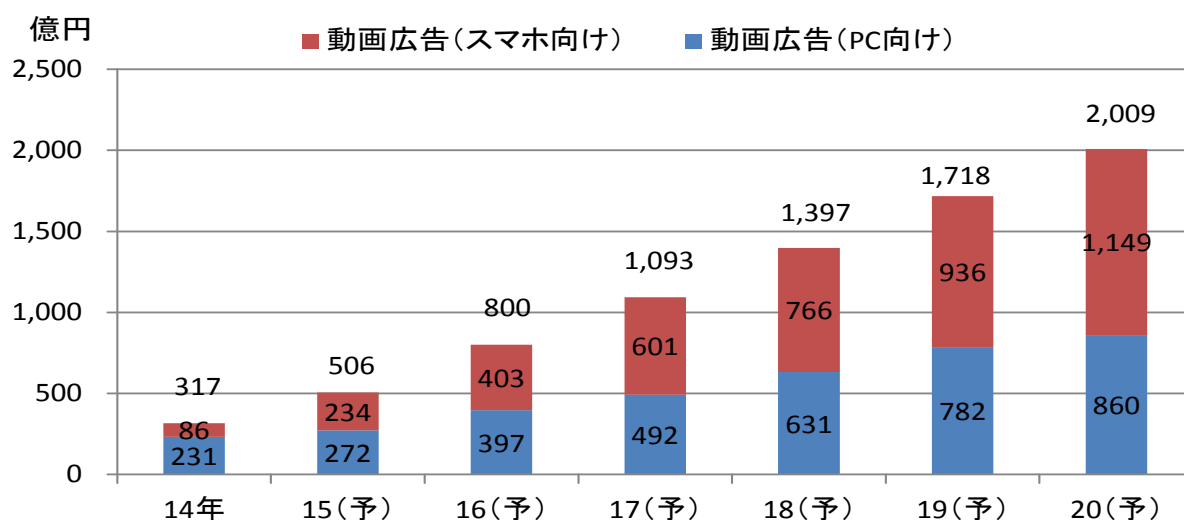
(出所) 電通「日本の広告費」より証券リサーチセンター作成

注2) SNS

SNSは、Social Networking Serviceの略。主にインターネット上の交流を通して社会的ネットワークを構築するサービスのこと。

加えて、14年に約300億円規模となった動画広告市場が、急速に成長している。YouTubeを始め、Facebook、Twitter等の各SNS<sup>注2</sup>でも動画広告が活用され始めており、今後の拡大が期待できよう(図表8)。

【図表8】動画広告市場規模(デバイス別)



(出所) オンラインビデオ総研、デジタルインファクト「大手広告主の動画広告利用動向調査 2015-2016年版」

#### ◆ 競合

PIXTA と競合するサービスとしては、米 Getty Images (ゲッティイメージズ・非上場) が運営する gettyimages® (ゲッティイメージズ)、Thinkstock (シンクストック) 及び iStock (アイストック) や、アマナ (2402 東証マザーズ) が運営するアマナイメージズが挙げられる。

同社と同業他社で大きく違う点は、デジタル画像素材の価格である。他社は、主にプロの写真家のコンテンツを提供していることから値段も高く、一般の利用者が気軽に活用できるものではない。写真1枚の価格を比較すると、アマナイメージズのウェブサイト向けで 17,280 円～となっており、同社は 540 円～と、同業他社の 32 分の 1 の価格で提供している。同社は、アマチュア写真家にもマーケットプレイスを開放したことから、安価な値段でデジタル素材を提供することが可能となった。

### > 沿革・経営理念・株主

#### ◆ 沿革 1 ～現代表取締役社長古俣大介氏により創業

05 年 8 月に現代表取締役社長の古俣大介氏が東京都渋谷区渋谷にて、デジタル素材マーケットプレイス PIXTA の運営を目的に株式会社オンボード (現 ピクスタ株式会社) を設立した。

設立の翌 06 年 5 月には、現在の主力サービスであるデジタル画像素材マーケットプレイス PIXTA をリリースし、写真素材の提供が始まった。

09 年 4 月には、社名をサービス名と統一し、ピクスタ株式会社に商号変更し、本社を東京都目黒区中目黒に移転した。翌 10 年 11 月には本社を東京都渋谷区渋谷へ移転した。

#### ◆ 沿革 2 ～海外進出

13 年 7 月に PIXTA 英語版サイトを、同年 11 月にはシンガポールに現地法人 PIXTA ASIA PTE. LTD. を設立した。同年 12 月に、PIXTA の中国語版サイトを開設し、15 年 7 月には、台北市に台湾支店を設立した。16 年 2 月に「PIXTA (ピクスタ)」タイ語版サイトを開設し、同年 5 月にベトナムのハノイに現地法人 PIXTA VIETNAM CO., LTD. を設立した。

#### ◆ 経営理念

同社は経営理念として「インターネットでフラットな世界をつくる」を掲げ、インターネットを最大限活用し、価値を生む人とそれを活かす人を最大多数結びつけ、多様性に富む活気ある社会の実現に貢献していくことを経営方針としている。

◆ 株主

上場前の有価証券届出書、有価証券報告書及び16/12期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表9の通りである。

16年6月末時点で、代表取締役社長の古俣大介氏が筆頭株主(24.08%)であり、ベンチャーキャピタルのGlobis Fund III, L. P. (12.30%)が続く。個人では、取締役の遠藤健治氏が大株主5位(6.38%)として名を連ねている。

現取締役の6名のうち社外取締役2名を除く4名によって33.61%が保有されている(社長の保有分を除くと9.53%)。

【図表9】大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			16年6月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	株数(株)	割合	順位	
古俣大介	587,200	27.76%	1	537,200	24.08%	1	代表取締役社長 上場時に50,000株売り出し
Globis Fund III, L. P.	409,520	19.36%	2	274,420	12.30%	2	上場時に98,500株売り出し
Social Entrepreneur投資事業有限責任組合	330,000	15.60%	3	197,600	8.86%	3	上場時に53,000株売り出し
GaiaX Global Marketing & Ventures Pte. Ltd.	160,000	7.56%	5	160,000	7.17%	4	
遠藤健治	186,400	8.81%	4	142,400	6.38%	5	上場時に30,000株売り出し。現取締役
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	0	-	-	118,900	5.33%	6	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	0	-	-	84,500	3.79%	7	
Globis Fund III (B), L. P.	115,080	5.44%	6	77,180	3.46%	8	上場時に27,700株売り出し
MLI FOR CLIENT GENERAL NON TREATY-PB	0	-	-	72,200	3.24%	9	
内田浩太郎	82,000	3.88%	7	67,000	3.00%	10	上場時に13,000株売り出し。現取締役
佐伯和俊	72,000	3.40%	8	-	-	-	元取締役。上場前に退職
関西インキュベーション投資事業有限責任組合	35,000	1.65%	9	-	-	-	上場時に5,700株売り出し
古俣範雄	22,000	1.04%	10	-	-	-	代表取締役社長の二親等内の血族
(大株主上位10名)	1,999,200	99.6%	-	1,731,400	77.62%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	108,700	5.42%	-	62,400	2.80%	-	
発行済株式総数	2,006,440	100.0%	-	2,230,740	100.0%	-	

(出所) ピクスタの有価証券届出書、有価証券報告書、第2四半期報告書、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は10/12期以降の分が開示されており、15/12期にかけて、売上高は5期連続の増収となり7.01倍になった。

経常利益は、10/12期の1.3百万円から15/12期の120百万円まで、5年間で大幅に増加したものの、各期の動向をみるとその変動は大きい。

11/12期から12/12期にかけて売上高は堅調に推移したものの、人材採用により人件費が増加し、広告出稿も積極的に推進したことから広告宣伝費も嵩み、経常損失並びに当期純損失を計上した。

13/12期についても、売上高は伸びたものの、人件費及び広告出稿の増加に加え、海外事業への先行投資を実施したこともあり、損失は続いた。その後、それまでの先行投資の奏功により、14/12期以降、黒字を続けている。

#### ◆ 上場後初の15年12月期決算は前期比増収増益

東証マザーズ上場後初の通期決算となった15/12期は、売上高が前期比29.9%増の1,388百万円、営業利益が同41.3%増の138百万円、経常利益が同22.3%増の120百万円、当期純利益が同23.3%増の111百万円となった。上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は101.5%、営業利益は106.2%、当期純利益は109.9%となった。

単品販売月間購入者数累計は前期比14.6%増の199,001人と順調に推移し、一人当たり月間購入額も前期比8.2%増となった結果、単品販売は前期比19.3%増収となった。また、営業活動及びサイト内における訴求を積極的に行った結果、15/12期末時点の定額制契約数は前期末比233.0%増の606件となり、定額制販売の売上高は前期比4.5倍となった。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)も、第3四半期こそ採用コストを計上したものの、第4四半期では減少に転じており、営業利益率は前期比0.8%ポイント上昇し10.0%となった。

#### ◆ 16年12期上期業績は堅調に推移

16/12期上期の売上高は前年同期比31.1%増の851百万円、営業利益は同53.4%増の114百万円と堅調に推移した。期初の通期計画に対する進捗率は、売上高は49.3%、営業利益は63.1%、純利益は74.1%となった。

売上高の83.8%を占める単品販売月間購入者数の上期の累計数は、同7.2%増の102,145人となった。

また、上期末時点の定額制契約数は、同 93.6%増の 842 件となった。定額制販売の売上高は、第 1 四半期は同 3.3 倍増の 65 百万円、第 2 四半期は 2.3 倍増の 73 百万円と、四半期売上高は過去最高を更新し続けた。

上期の販管費はベトナム子会社の設立及び事業開始に伴い、前年同期比 28.1%増となったものの、営業利益率は前年同期の 11.4%に対して 13.4%まで上昇した。

> 競合他社との比較

◆ 企業コミュニケーション分野のクラウドサービス企業と比較

マーケットプレイス型の分野で比較対象となる上場企業はない。そのため、フィルムの時代から写真等を提供している企業と比較した。比較対象は、プロによる写真販売をメイン事業としているアマナ、写真プリント店首位で、スマホで撮影した写真の加工、プリントなども手がけているプラザクリエイト (7502 東証 JQ) とした (図表 10)。

【 図表 10 】 財務指標比較：写真販売をメイン事業にしている企業

項目	銘柄	コード	ピクスタ	アマナ	プラザ クリエイト
			3416	2402	7502
		直近決算期	15/12期	15/12期	16/3期
規模	売上高	百万円	1,388	19,646	21,003
	経常利益	百万円	120	-1,182	-563
	総資産	百万円	990	12,770	14,763
収益性	自己資本利益率	%	32.9	-67.2	-24.6
	総資産経常利益率	%	16.6	-8.8	-3.9
	売上高営業利益率	%	10.0	-5.2	-0.7
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	36.8	5.8	4.1
	経常利益 (同上)	%	—	—	—
	総資産 (同上)	%	74.0	2.8	12.5
安全性	自己資本比率	%	56.4	10.9	19.6
	流動比率	%	216.8	124.0	104.5
	固定長期適合率	%	9.5	77.3	96.8

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出  
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出  
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)  
 (出所) 各社有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

規模や事業構成の違いはあるものの、収益性において、同社は自己資本利益率、総資産経常利益率、営業利益率ともに比較対象企業の水準を大きく上回っている。

また、安全性の各指標を見ると、15年9月の上場時に第三者割当増資を行ったこともあり、自己資本比率が同業他社比で高い水準となっている。ちなみに、上場前の14/12期末の自己資本比率も26.2%と他社を上回っている。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は PIXTA でのデータ及びノウハウ蓄積にある

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 11 に示した。同社の知的資本の源泉は、主力サービスの PIXTA の 10 年以上にわたる実績に裏付けられたデータ及びノウハウの蓄積にある。特に、ノウハウの蓄積は、サービスのラインナップ拡充やアクティブ・ユーザーへの提案力向上につながり、その結果、顧客の増加につながっており、顧客の増加が更なるノウハウの蓄積に貢献していくという好循環を生み出している。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・①長期安定顧客	・デジタル画像素材を提供するクリエイター総数	20万人を突破 (16年7月)
		・②長期安定顧客	・定額制販売の契約数	842件 (16年6月末)
		・シェア	・デジタル画像素材マーケットプレスのリーディングプレイヤー	
		・実績	・主力の「PIXTA (ピクスタ)」のサービス実績	06年5月以降10年以上のサービス
	ブランド	・自社サイト「PIXTA (ピクスタ)」	・デジタル画像素材マーケットプレス	
		・出張撮影マッチングサービスfotowa	・出張撮影マッチングサービス	
	ネットワーク	・API	・外部サービスへの組み込み	株式会社trippiece GMOメディア株式会社
・海外展開			シンガポール、台湾、ベトナムへ進出	
・商品力		主要サービスの種類 その他のサービス	デジタル素材マーケットプレス： 「PIXTA (ピクスタ)」 出張マッチングサービス：fotowa	
組織資本	プロセス	・提案力	・特になし	特になし
		・蓄積されたノウハウ	・主力の「PIXTA (ピクスタ)」のサービス実績	06年5月以降10年以上のサービス
知的財産 ノウハウ	ソフトウェア	・ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア	3百万円 (15/12期)
人的資本	経営陣	・現社長の存在	・在任期間	10年間
		・インセンティブ	・取締役による保有	749,820株 (33.61%) (15/12期末)
			・ストックオプション	62,400株 (2.80%) (15/12期末)
			・役員報酬総額 (取締役)	43百万円 (4名) (15/12期)
	従業員	企業風土	・従業員数	57名 (15/12期末)
			・平均年齢	34.2歳 (15/12期末)
			・平均勤続年数	2.6年 (15/12期末)
・インセンティブ	・従業員持株会	25,820株 (上場前 = 15年9月時点)		
	・ストックオプション	62,400株 (2.80%) (15/12期末)		

(出所) ピクスタ有価証券報告書、第 2 四半期報告書、決算説明資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成



## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社の事業内容はデジタル素材のマーケットプレイスの提供ということもあり、IR 資料等の中で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は経営理念として「インターネットでフラットな世界をつくる」を掲げ、インターネットを最大限活用し、価値を生む人とそれを活かす人を最大多数結びつけ、多様性に富む活気ある社会の実現に貢献していくことを経営方針としており、本業のデジタル素材のマーケットプレイスの提供を通じて社会に貢献する方針をとっている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は6名(社外取締役は2名)で構成されている。

社外取締役の上田祐司氏は、株式会社ベンチャー・リンクを経て、有限会社ガイアックス(現株式会社ガイアックス)を設立した。05年に同社の社外取締役に就任し、現在、ガイアックス代表執行役社長を務めると同時に、AppBank(6177 東証マザーズ)の社外取締役、東京個別指導学院(4745 東証一部)の社外取締役との兼任である。

社外取締役の松本浩介氏は、株式会社リョーマ入社後、時刻表情報サービス株式会社の代表取締役に就任した。その後、ザッパラス(3770 東証一部)、enish(3667 東証一部)の取締役を歴任後、現在、同社の社外取締役に務めると同時に、KLab(3656 東証一部)の社外取締役も務めている。

監査役会は常勤監査役1名、非常勤監査役2名の合計3名で構成されている。3名とも社外監査役である。

常勤監査役の大野聡子氏は朝日監査法人(現 有限責任あずさ監査法人)で長くキャリアを積んできた。14年7月に、同社の常勤監査役に就任し、同年8月に大野聡子公認会計士事務所を開設した。

監査役の高賀良三氏は協和銀行(現りそな銀行)で長くキャリアを積んだ後、共同ピーアール株式会社取締役管理局長を経て、現在、しましまプリントシステム株式会社の常勤監査役も務めている。

監査役の松本拓生氏は最高裁判所司法研修所入所後、TMI 総合法律事務所に勤務し、同事務所パートナー、東京大学法科大学院客員准教授を歴任。現在、カヤック(3904 東証マザーズ)の社外取締役、PGMホールディングスの社外取締役、アールビバン(7523 東証 JQS)の社外監査役を兼任している。14年4月に恵比寿松本法律事務所を開設後、15年3月に同社の監査役に就任した。

## 4. 経営戦略の分析

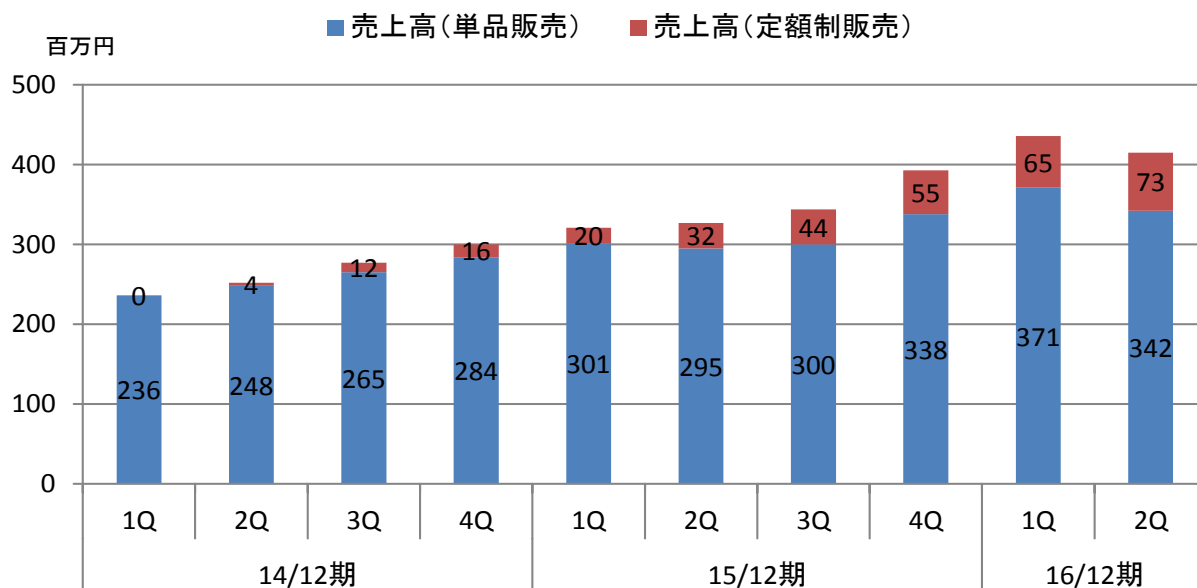
### > 対処すべき課題

#### ◆ 定額制販売の更なる拡大

同社は単品販売と定額制販売を採用している。単品販売は1点単位の販売となり、商品のサイズにより価格が変動する。また、定額制販売は、30日ないし1年単位で固定料金を支払い、相対的に割安な価格で商品を購入できる。15/12期の定額制販売の売上高比率は約11%となっている(図表12)。

同社では、定額制販売の売上比率を、中期的に約30%、長期的に約50%まで拡大したいと考えている模様である。同社のようなビジネスモデルの場合、単品販売より定額制販売の方が原価率を低下させる傾向にあり、収益率向上の点でも、今後の動向に注目したい。

【図表12】サービス別売上高



(出所) ピクスタ決算説明資料

## ▶ 今後の事業戦略

注3) ソーシャルメディア  
 ソーシャルメディアとは、個人による情報発信や個人間のコミュニケーションといった社会的な要素を含んだメディアのこと。

注4) キュレーションメディア  
 キュレーションメディアとは、インターネット上の情報を収集し、新しい価値を与えて共有するメディアのこと。

注5) SEO  
 SEOとはSearch Engine Optimizationのことで、ウェブサイトの検索結果で、より上位に表示されるように、最適化施策を行うこと。

### ◆ 顧客基盤の拡大

定額制販売を拡大させるため、ソーシャルメディア<sup>注3</sup>やキュレーションメディア<sup>注4</sup>の活用及びウェブサイトのSEO<sup>注5</sup>改善により、サイト訪問者数の増加を図るとともに、法人向けライセンスプランの営業を強化する方針である。

### ◆ 海外展開

海外展開の動きも見せている。これまでシンガポール、台湾、ベトナムへ拠点を置くと共に、PIXTAの多言語化にも積極的に取り組んでいる。

ベトナムの子会社では、16/12期第2四半期にエンジニア10名程度の体制を構築した。これにより、慢性的な日本国内のエンジニア不足の解消とコスト削減を目論んでいる。

### ◆ 新たなサービスの開発

同社の有力な経営資源のひとつが、PIXTAの運営を通じて蓄積されてきたデータ及びノウハウがある。これを活用するビジネス展開を志向している。

そのひとつとして、新規サービス「fotowa」が開始された。これは個人向け出張撮影マッチングサービスである。例えば、クリスマスや卒業式といった個人にとって重要なイベントの際、PIXTAのプラットフォームを活用して、自分で気に入ったフォトグラファーを見つけ出し、好きな時間と場所で撮影してもらうサービスである。

このサービスも、平日19,800円(税抜)、土曜・日曜・祝日23,800円(税抜)と、プロの写真家に頼むより安価な料金設定となっている。現在、東京、埼玉、千葉、神奈川で営業中であるものの、17年中に全国展開を予定している。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・デジタル画像素材マーケットプレイスのリーディングプレイヤー</li> <li>・パイオニアとしての先行者メリット</li> <li>・顧客層の厚さ</li> <li>・10年以上の実績に基づくデータ及びノウハウの蓄積</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・単品販売への依存度の高さ</li> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・現社長への依存度の高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・PIXTAパートナーAPIの活用による他社との協業</li> <li>・データ及びノウハウの蓄積を活用した新規事業の展開</li> <li>・海外展開</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・他社による新規参入に伴う価格競争の激化の可能性</li> <li>・他社プラットフォームとの機能の差が縮小する可能性</li> <li>・技術革新等により新たなサービスに代替される可能性</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ デジタル素材のマーケットプレイスのリーディングプレイヤー

主力サービスの PIXTA のサービス開始は 06 年である。2000 年代までのデジタル画像素材の利用ニーズとしては、主に、ウェブサイト、書籍・雑誌、テレビ、チラシ、カタログなどが主力であった。こうした中、高性能かつ小型のカメラが幅広い層に本格的に普及し始めた黎明期に、デジタル画像素材のマーケットプレイスを提供し始めたことが、同社の競争優位性を高めている。

先行者メリットを活用し、クリエイターの登録者数を増やしながサービスラインナップを拡充し、需要を掘り起こすことにより、さらに顧客数を増やすことで、ビジネスを拡大してきた。その結果、デジタル画像素材のマーケットプレイス分野では、国内同業他社の追随を許さない地位を築いてきた。

#### ◆ 新しい付加価値の提案により競争優位性を高める

同社の有力な経営資源のひとつが、PIXTA の運営を通じて蓄積されてきたデータ及びノウハウがある。こうした中、新規サービスの fotowa にも注目したい。

現在、Facebook 等の SNS に加え、写真のみを共有する Instagram のような SNS が世界的に広がっている中、C to C<sup>注6</sup>のウェブサービスが急速に発展してきている。つまり、自分の気に入った人から、自分だけのオリジナル商品を求めるニーズが発生してきている。

同社の fotowa は、まさしくこれらの社会的ニーズを捉えたサービスであり、短期的には直接の業績貢献は小さくとも、同業他社との差別化につながり、PIXTA 事業を強化するものと考えられる。

注6) C to C

C to C (Consumer to Consumer) とは、個人間でモノやサービスの売買を行うこと。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 16年12月期会社計画は前期並みの経常増益率を見込む

16/12 期の会社計画は、売上高 1,726 百万円（前期比 24.4%増）、営業利益 182 百万円（同 31.6%増）、経常利益 182 百万円（同 51.3%増）、当期純利益 116 百万円（同 4.4%増）である。上期決算発表後も期初予想を据え置いている。

同社では、直近 3 期間の実績をベースに売上高 1,726 百万円（前期比 24.4%増）を計画している。単品販売月間購入人数累計は 230,689 人（前期比 16.4%増）、定額制販売の期末契約数を 914 件（同 50.8%増）という前提である。

また、費用面ではベトナム開発拠点設立に 3,600 万円投資し、人件費も 378 百万円（前期比 31.1%増）と、前期の採用分の費用増はあるものの、前期並みの経常増益率を目指すとしている（15/12 期の経常増益率は 22.3%）。

1 株当たりの配当は、15/12 期は無配、16/12 期も無配としている。同社では、中長期的に安定的な成長モデルを構築した上で配当を開始したいという意向のようである。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 16/12 期業績を、売上高 1,750 百万円（前期比 26.1%増）、営業利益 185 百万円（同 34.1%増）、経常利益 185 百万円（同 54.2%増）、当期純利益 130 百万円（同 17.1%増）と予想する（図表 17）。売上高、営業利益ともに会社計画を若干上回る水準を予想した。

当センターでは、16/12 期の業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 現在、日本関連のデジタル素材で価格、登録素材点数とも競争優位にある主力サービスの PIXTA は、前期比 26.1%の増収と予想する。単品販売月間購入者数累計は、会社予想を上回る 236,774 人（前期比 19.4%増）、期末の定額制契約数は、会社予想を若干下回る 909 人（前期末比 50.0%増）と予想した。定額制販売の売上高比率は 15/12 期の 11.0%から 16/12 期は 16.0%へ上昇すると想定した。

(2) コスト面では、16/12 期第 2 四半期に稼働を開始したベトナム開発拠点への新規投資 36 百万円に加え、人件費の増加を考慮して、販管費が増加することを見込んだ。それでも、PIXTA の増収効果に加え、第 1 四半期に行った自社サイトの SEO 対策による広告宣伝費率の低下等を背景として、営業利益率は前期の 9.9%に対して、10.6%（会社計画は 10.5%）まで上昇すると予想した。

17/12 期以降については、以下の点に留意した。

(1) 売上高は、主力サービスの PIXTA が牽引する構造は不変とし、前期比 20%以上の増収率が続く予想した。ただし、16/12 期第 1 四半期に大口売上による上振れもあったため、17/12 期以降は控えめな予想とした。また、fotowa 等、その他のサービスについても、主力サービス PIXTA との相乗効果を受け、増収に貢献するものと予想した。17/12 期以降も、定額制販売比率は上昇していくと想定した。

(2) 販管費は増加するものの、増収効果によって販管費率は横這いで推移すると考え、営業利益率について、17/12 期は 10.6%、18/12 期は 11.1%と予想した。

【 図表 14 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	14/12	15/12	16/12CE	16/12E	17/12E	18/12E
<b>損益計算書</b>						
売上高	1,068	1,388	1,726	1,750	2,100	2,550
前期比	36.6%	29.9%	24.4%	26.1%	20.0%	21.4%
売上総利益	581	780	—	950	1,140	1,398
前期比	56.1%	34.3%	—	21.8%	20.0%	22.6%
売上総利益率	54.4%	56.2%	—	54.3%	54.3%	54.8%
販売管理費	483	642	—	765	918	1,114
販売管理費率	45.2%	46.3%	—	43.7%	43.7%	43.7%
営業利益	97	138	182	185	222	284
前期比	—	41.3%	31.6%	34.1%	20.0%	27.9%
営業利益率	9.1%	9.9%	10.5%	10.6%	10.6%	11.1%
経常利益	98	120	182	185	223	285
前期比	—	22.3%	51.6%	54.2%	20.5%	27.8%
経常利益率	9.2%	8.6%	10.5%	10.6%	10.6%	11.2%
当期純利益	90	111	116	130	147	187
前期比	—	23.3%	4.4%	17.1%	13.1%	27.2%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ピクスタ有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成



【 図表 15 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書)

	14/12	15/12	16/12CE	16/12E	17/12E	18/12E
<b>貸借対照表</b>						
現金及び預金	259	671	-	782	953	1,168
売掛金	120	197	-	249	299	363
前払費用	10	15	-	20	25	30
預け金	33	46	-	63	70	71
その他	8	8	-	7	7	7
流動資産	430	937	-	1,121	1,354	1,639
有形固定資産	4	9	-	6	4	3
無形固定資産	0	3	-	35	30	25
投資その他の資産	25	40	-	44	44	44
固定資産	30	53	-	85	78	72
資産合計	460	990	-	1,207	1,433	1,712
買掛金	200	227	-	272	327	392
短期借入金	0	0	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	1	0	-	0	0	0
未払金・未払費用・未払法人税等・未払消費税等	81	90	-	143	168	193
前受金	42	101	-	130	143	157
その他	8	14	-	13	16	17
流動負債	332	432	-	558	654	759
長期借入金	6	0	-	0	0	0
固定負債	6	0	-	0	0	0
純資産合計	120	558	-	648	779	952
(自己資本)	120	558	-	648	779	952
(少数株主持分及び新株予約権)	0	0	-	0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	98	120	-	185	223	285
減価償却費	1	2	-	3	3	3
売上債権の増減額 (-は増加)	-41	-77	-	-51	-49	-64
仕入債務の増減額 (-は減少)	27	27	-	44	55	64
未払金の増減額 (△は減少)	6	8	-	0	0	0
未払費用の増減額 (△は減少)	1	5	-	0	0	0
未払法人税(外形標準課税)の増減額 (△は減少)	0	0	-	0	0	0
未払消費税の増減額 (△は減少)	17	-2	-	0	0	0
前受金の増減額 (△は減少)	24	59	-	4	5	3
預り金の増減額 (△は減少)	0	4	-	28	13	14
その他	0	14	-	-51	-7	3
法人税等の支払額	0	-11	-	-55	-76	-97
営業活動によるキャッシュ・フロー	133	149	-	107	167	211
有形固定資産の取得による支出	-1	-7	-	0	-1	0
有形固定資産の売却による収入	0	0	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	0	-3	-	-30	0	0
その他	0	-15	-	-3	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1	-26	-	-33	-1	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-2	-7	-	0	0	0
株式公開費用の支出	0	-17	-	0	0	0
株式の発行による収入(上場費用控除後)	0	309	-	0	0	0
新株予約権の行使による株式の発行による収入	9	16	-	2	4	4
財務活動によるキャッシュ・フロー	7	300	-	2	4	4
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	140	424	-	76	171	214
現金及び現金同等物の期首残高	140	281	-	706	782	953
現金及び現金同等物の期末残高	281	706	-	782	953	1,168

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ピクスタ有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ ベンチャーキャピタル等の持株比率について

15/12 期末時点で同社の発行株式総数の 26.59% (議決権比率ベース) をベンチャーキャピタル及びベンチャーキャピタルが組成した投資事業組合が保有していた。同社の株式公開後、既にベンチャーキャピタル等が保有する同社株式の一部が売却されているが、今後も、売却時には株価の下方リスクが生じる可能性がある。

### ◆ 個人情報流出のリスク

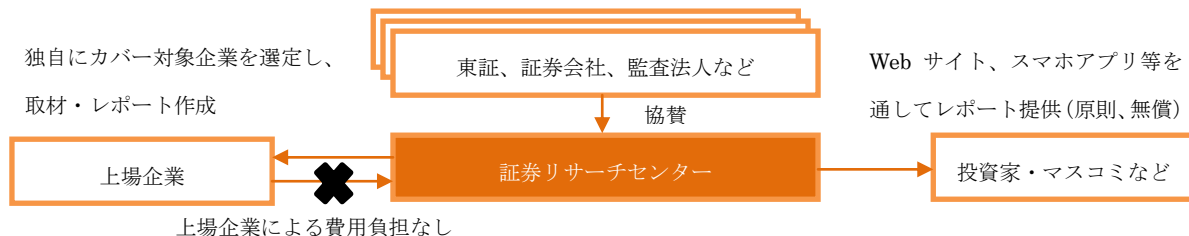
同社では、クリエイターを始めとした様々なユーザーの個人情報を取り扱っている。このため、「個人情報の保護に関する法律」において「個人情報取扱事業者」と定義されている。情報システムのセキュリティ強化等により、個人情報の漏洩防止に努めているものの、情報流出時には対応にかかる多額の経費発生等、一定のリスクがある。

### ◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題の一つと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施およびその時期については現時点では未定である。

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。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 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	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

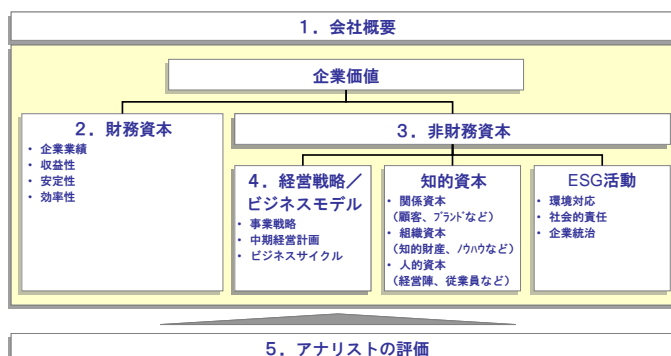
本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 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て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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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と、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。