

高木証券

8625 東証 2 部

2014 年 12 月 18 日 (木)

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
柴田 郁夫

■「ファンド・ラボ」「投信の窓口」で独自のコンサル営業を推進

高木証券<8625>は、大阪市北区に本店を置く中堅証券会社であり、近畿及び関東を中心に13店舗を構える。個人取引を主体とした対面営業に定評がある。明治6年(1873年)創業の老舗として、創業140周年を迎えた。同社は証券業界を取り巻く環境変化に対応し、更なる発展を遂げるため、新たな「高木ブランド」の確立に着手した。対面営業の強みが生かせる投資信託を第一の戦略商品として位置付けるとともに、相続税対策などを含めたコンサルティング営業を強化することで、顧客との長期的な取引を前提とした「家計資産のベストパートナー」を目指している。

同社戦略の柱は、投資信託のコンサルティング営業の強化である。今期は、取り扱う投資信託の品揃えを増やすとともに、同社が独自に開発したファンド・ラボシリーズ(ファンド分析ツール)により、客観的な分析に基づいた顧客目線のコンサルティング営業を開始した。また、全店舗に「投信の窓口」の設置を進めるなど、着実に営業体制の強化を図っている。

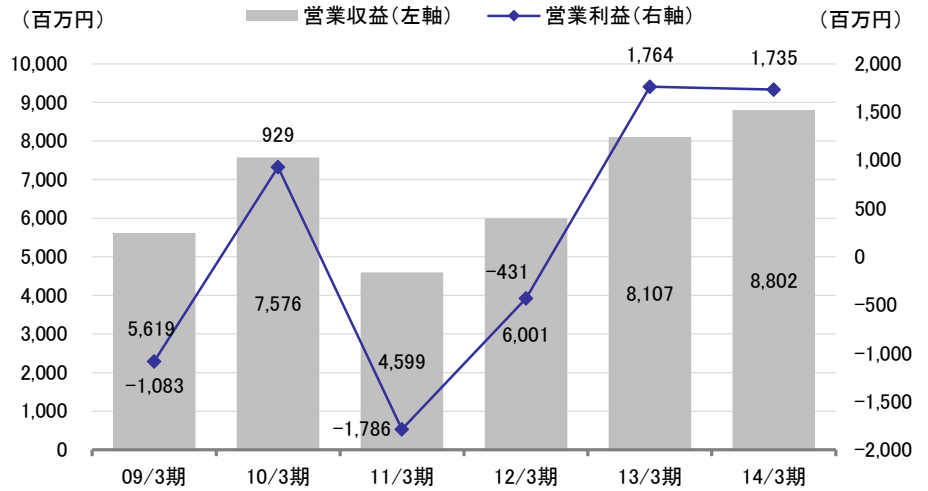
2015年3月期上期の業績は、営業収益(売上高)が前期比32.1%減の3,690百万円、営業利益が同92.5%減の135百万円と減収減益となった。株式市況が低調に推移したことが、他の証券会社同様、同社業績の足を引っ張った。

2015年3月期の業績予想については、市場動向の影響を受けやすい事業の特殊性から、他の証券会社同様に開示はない。下期も株式市況の動向に依存した業績となる可能性が高いが、投資信託のコンサルティング営業の強化を着実に図ることで、中長期的には安定収益源である信託報酬の比率を高めていく方針である。独自の営業スタイルや収益構造の変革に取り組む同社戦略の進展について注目したい。

■ Check Point

- ・ 投信の収益構成比の高さに特徴
- ・ 創業140周年、新生高木証券として新たなスタート
- ・ 中長期の預かり資産を1兆円へ

営業収益と営業利益の推移



■ 会社概要

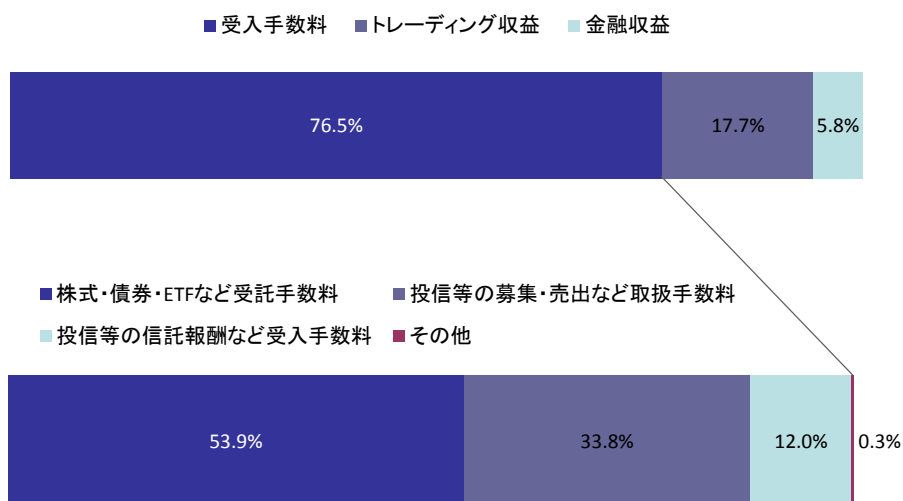
投信の収益構成比の高さに特徴

(1) 事業概要

同社は大阪市北区に本店を置く中堅証券会社である。店舗数は本店を含め 13 店舗を有し、そのうち、近畿が 6 店舗、関東が 5 店舗、中部（名古屋）が 1 店舗、九州（福岡）が 1 店舗となっている。個人取引を主体とした対面型の営業に定評があり、店舗を持たずに手数料の安さを売りとするインターネット証券とは一線を画している。特に、対面営業の強みを生かせる商品として、投資信託のコンサルティング営業に注力している。

同社収益の柱は、株式や投資信託、債券など、顧客の有価証券売買を仲介することによる「受入手数料」であり、2014 年 3 月期営業収益（売上高）の約 76.5% を占めている。「受入手数料」を商品別に見ると、「株券」と「受益証券（投資信託）」の比率が高く、特に「投資信託」の構成比が高いところに同社の特徴がある。

営業収益(売上高)構成比

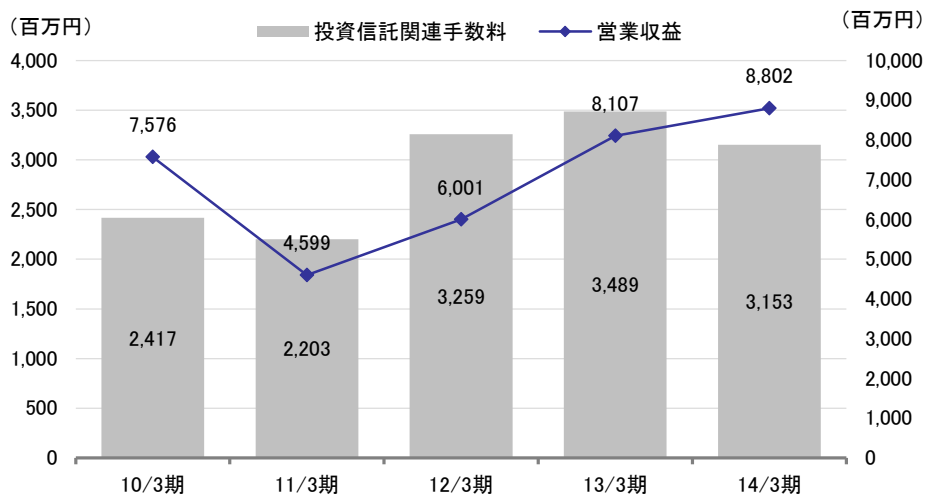


ファンド・リサーチセンターを設立、投信の品揃えは 1,000 本へ

(2) 特徴

同社は、創業以来、個人取引を中心とした対面営業に徹してきたが、その強みを生かせる商品として、投資信託のコンサルティング営業に注力している。ここ数年の業績を振り返っても、投資信託の関連手数料が同社業績の下支えとなってきた。

投資信託関連手数料の推移



2014年12月18日(木)

同社は、更なる差別化を図るため、投資信託の品揃えを充実させるとともに、国内で設定されている約4,000本の公募投資信託について、公平・中立・透明に評価できる組織として「ファンド・リサーチセンター」を新設し、そこで設計される「ファンド・ラボ」シリーズ（ファンド分析ツール）を活用したコンサルティング営業を開始した。顧客の保有する投資信託の客観的な診断や顧客の運用ニーズにあった投資信託（組み合わせも含め）の提案を行うサービスである。系列運用会社の投資信託を扱っている大手証券会社には難しいサービスと言える。また、各ファンドを評価する調査会社はあるが、顧客のポートフォリオの診断及び提案にまで踏み込むものは他に類を見ない。顧客の利益を最優先とするサービスの提供により、顧客との信頼関係を構築することで、結果として投資信託の取り扱いを増やすことを目的としている。

なお、上期の取り組みとして、診断及び提案の結果を販売に結び付けるため、投資信託の品揃えを約900本に増やした。今年中に1,000本を超えることは確実となり、投資信託の品揃えは2年前と比較すると約3倍にまで拡大する。これは、大手証券を含め対面営業を中心とした証券会社の中では圧倒的な品揃えと言える。また、すべての店舗を改装するとともに同社独自の「投信の窓口」の設置も進めている。月1回の開催を予定しているセミナーを含め、店頭への集客力を高めるとともに、同社サービスの認知度を高める活動を推進している。

ファンド・ラボシリーズ

ファンド・ラボ シリーズの提案画像イメージ



ファンド・ラボ シリーズの特長

お客様の投資信託を公平・中立的に評価いたします

- 国内公募投信のほとんどをカバーしています。
- 評価は過去の実績に基づく定量評価による同分類間の相対評価となります。

4つの観点で、魅力的なファンドをご提案いたします

- 4つの観点：「運用成果」「元本の安全性」「分配金の魅力」「コスト」
- 「元本割れのリスク」や「分配金評価」などが一目瞭然！
- 同分類の投資信託の中での相対順位がすぐに確認いただけます。

複数ファンドのベストな組み合わせもご提案いたします

- 現在保有の投資信託の健康診断を！
- 退職金や相続等、まとまった資金の運用時に有効な資産配分をご提案します。
- お客様のリスク許容度にあった資産配分と投資信託の組み合わせをアドバイス！

このような悩みをファンド・ラボは解決します



- ✓ 毎月受取る分配金は高いけれど、ファンド全体の損益がわからない。投資金額が目減りしているのではないかな？
- ✓ 保有しているファンドの基準価額が下がっているようだが、そのまま継続保有してよいか、アドバイスが欲しい。
- ✓ 投資信託が元本保証でないことは認識しているが、保有しているファンドがどの程度値動きがあり、また値下がりするリスクがあるのかを教えてください。
- ✓ 保有しているファンドと同じような投資対象で、より良いファンドがあるなら、教えてください。
- ✓ 最近、急に担当者からの連絡・フォローが減ってきた。保有しているファンドをどうしていいかわからない・・・

また、差別化戦略の一環として国内だけでなく東南アジア株式の取り扱いも行っている。現在の取り扱いマーケットは香港、ベトナム、インドネシア、タイ、マレーシアの5ヶ国だが、同社ではただ取り扱いを行うだけでなく、独自の推奨銘柄を選定するとともに個別株式レポートを作成・提供することで、より詳細な提案ができるようになっている。

更には、対面営業の強みをさらに発展させて、相続対策や不動産売買紹介など、外部の専門家との業務提携により、顧客の資産形成全体をサポートするサービスも開始した。会計事務所や保険会社、不動産会社等からの紹介手数料を得ること以上に、顧客との長期的な取引を前提とした「家計資産のベストパートナー」を目指すことで、顧客基盤の強化を図ることが目的である。

また、ファンド・ラボシリーズ（ファンド分析ツール）や顧客の資産設計全体のサポートなど、専門性や付加価値の高いサービス提供を行うインフラを整備することは、ファイナンシャルアドバイザー（FA）を含む同社の営業スタッフ（約 170 名）のモチベーションやスキルを高めるとともに、新たな人材獲得にも効果があると期待される。

創業 140 周年、新生高木証券として新たなスタート

(3) 沿革

同社の歴史は、創業の高木又三郎氏が 1876（明治 6）年に前身となる高木両替店を設立したところから始まる。1881（明治 11）年、大阪株式取引所の創設に伴い、同所仲買人に加入。その後は、個人取引を中心に地域密着型の営業を展開。1944（昭和 19）年、高木証券に商号変更。1965 年には、東京証券取引所正会員に加入すると、近畿及び関東を中心に店舗を増やしながらか業容を拡大し、1989（平成元）年 4 月には、東証第 2 部に上場を果たした。

なお、同社株式の 20% 以上を保有する野村グループとの関係は、創業当時にまで遡るもので、資本関係も古くから続いている。

同社の大きな転機となったのは、2010 年 6 月に不動産投資ファンドに係る取引で行政処分を受けたことである。同社は、その反省を踏まえ、経営陣の刷新や販売方法の見直しなど、厳しい環境の中で生き残るための抜本的な改革に着手した。それが、ファンド診断サービス等を含めた顧客目線のコンサルティング営業など、同社独自の営業スタイルを確立するきっかけとなったと言えよう。同社は創業 140 周年を迎え、新生高木証券として新たなスタートを切ることになる。

淘汰が進展、残存者メリットを享受できる環境

(4) 業界環境

証券業界に大きな衝撃を与えたのは、1999 年の株式委託手数料自由化であろう。個人投資家の株式売買が、手数料の安さを売りとするネット取引に大きくシフトするとともに、台頭するインターネット証券を中心として手数料割引競争が激化した。

そのような環境変化は、個人投資家からの手数料収益に多くを依存している準大手以下の証券会社には強い逆風となった。2012 年 3 月期には株式市況の低迷も重なって、日本証券業協会に属する会員証券会社 274 社のうち 164 社が当期純損失を計上する結果となった。また、ピークの 2009 年 3 月末には 321 社であった日本証券業協会の会員数も、相次ぐ合併や廃業などにより、2014 年 3 月末には 255 社に減少しており、業界の淘汰が進展している。裏を返せば、特徴のあるサービスで差別化を図ることができる証券会社にとっては、大小を問わず、生き残ることによる残存者利益を享受できる環境とも言えよう。



高木証券

8625 東証 2 部

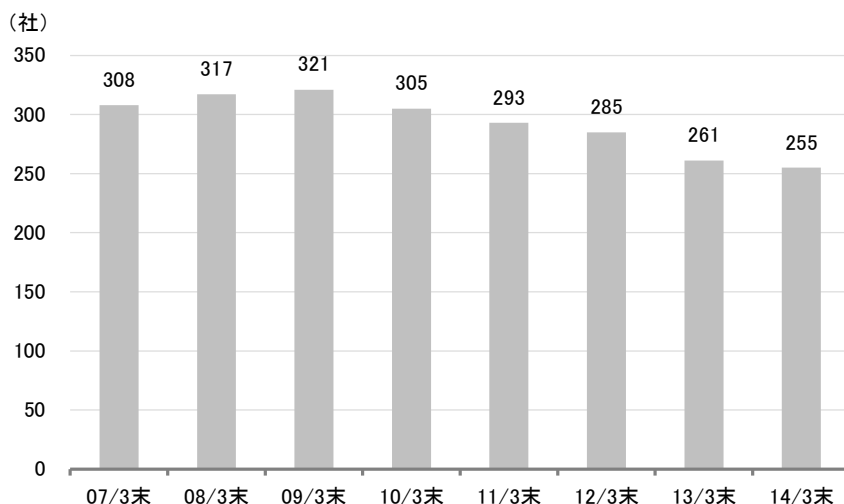
2014 年 12 月 18 日 (木)

一方、業界構造については、事業規模などに応じて、大手、銀行系、準大手、中堅・中小などのグループに分類されるが、同社は中堅・中小のグループに属している。同社と同グループの上場証券会社には、水戸証券<8622>、岩井コスモホールディングス<8707>、極東証券<8706>、藍澤証券<8708>などがある。

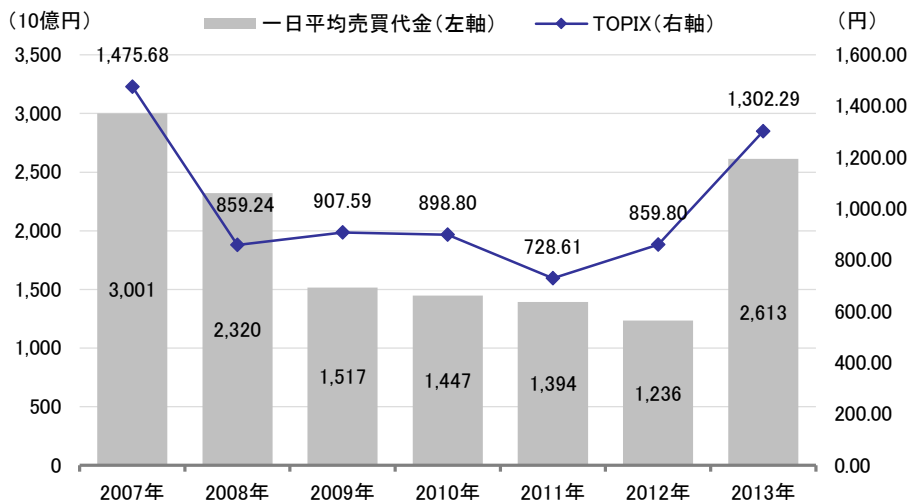
また、証券業界の特徴として、株式による受入手数料に依存した収益構造があげられる。過去の株式市場の動向と業界全体の業績を見ると強い相関関係が見られる。リーマンショックや円高進行等による景気後退の影響で株式市場が低迷する中で、証券業界も 2009 年 3 月期から 2012 年 3 月期まで業績不振が続いたが、2013 年 3 月期以降は株式市場の回復に伴い業績も上向いている。

なお、2015 年 3 月期の上期は消費税増税による景気の腰折れ懸念や世界景気の不透明感などを背景として、株式市場が低調に推移した影響から、証券会社各社の業績も一旦後退している。

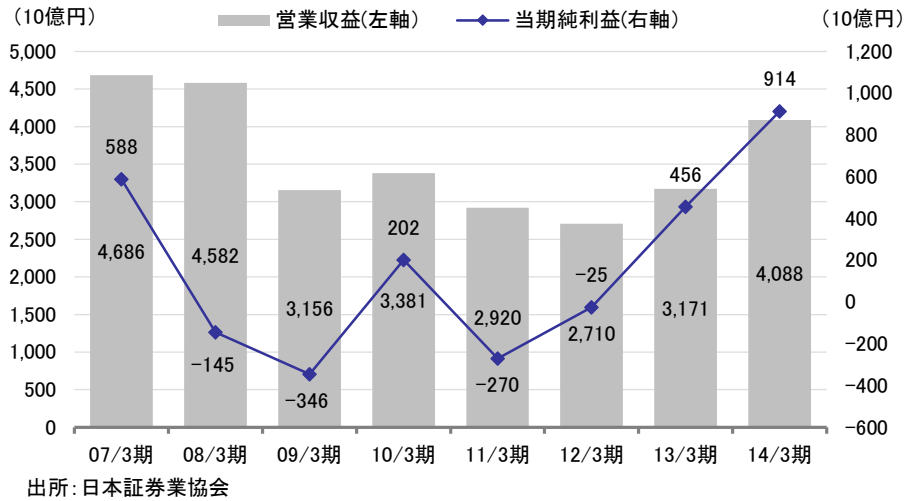
会員数の推移



TOPIX及び東証1部売買代金の推移



会員(証券会社)の業績推移



■ 決算概要

株式の売買手数料と投信の販売手数料の構成比が高い

(1) 証券会社の収益構造と同社特徴

証券会社の営業収益(売上高)は、顧客の有価証券売買を仲介することによる「受入手数料」、自己勘定で有価証券を売買することによる「トレーディング損益」、有価証券運用や貸借取引による利息等による「金融収益」の大きく3つに分類されるが、一般的には「受入手数料」の構成比が高い。同社の場合も、「受入手数料」は営業収益の約76.5%を占めている(2014年3月期)。

さらに、「受入手数料」は、「委託手数料」「引受け・売出し等の手数料」「募集・売出し等の取扱手数料」「その他」の4つに分類されるが、同社の場合、株式の売買手数料を中心とする「委託手数料」と投資信託の販売手数料を中心とする「募集・売出し等の取扱手数料」の構成比が高い。なお、「その他」は、同社の場合、投資信託の信託報酬によるものである。

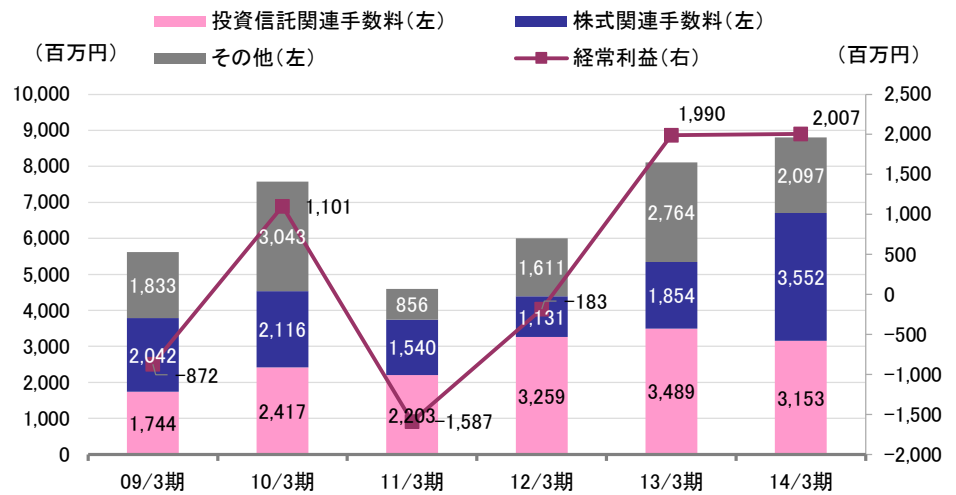
経営改革の進展と株式市場の復調で回復基調

(2) 過去の業績推移

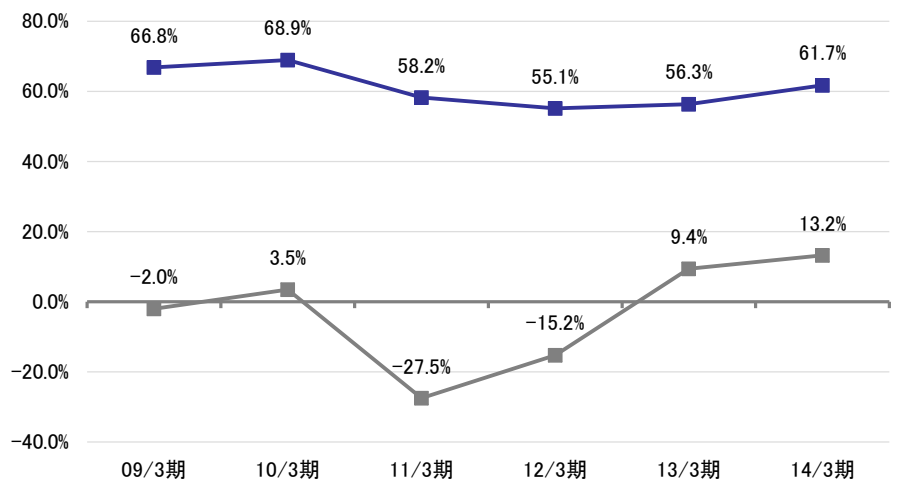
過去の業績を振り返ると、他の証券会社同様、株式市場の影響により、2009年3月期から2012年3月期まで同社の業績も苦戦を強いられた時期が多かった。特に、2011年3月期には行政処分の影響も重なり、同社の業績も大きく落ち込んだが、2012年3月期以降は、経営改革の進展と株式市場の回復により、同社業績も回復基調にある。

財務面では、財務の健全性を示す自己資本比率は50～60%台の高い水準を維持している。また、証券会社に対する自己資本規制比率も428.7%(2014年3月期個別)を確保しており、規制で定められている120%以上を大きく上回っている。一方、資本効率を示す自己資本利益率は、収益力の回復に伴い9.4%にまで上昇している(2014年3月期)。

過去の業績推移



自己資本比率及び自己資本利益率の推移



株式市況が低調、コンサル営業の強化費用も利益を圧迫

(3) 2015 年 3 月期上期決算の概要

2015 年 3 月期上期の決算は、営業収益(売上高)が前年同期比 32.1%減の 3,690 百万円、営業利益が同 92.5% 減の 135 百万円、経常利益が同 85.1% 減の 285 百万円、当期純利益が同 74.9% 減の 482 百万円と減収減益となった。

営業収益(売上高)の減少は、低調に推移した株式市況の影響により株式の受入手数料が大きく落ち込んだことが要因である。また、外国債券等によるトレーディング損益も販売高の低迷等から減収となった。注力する受益証券(投資信託)の関連手数料も株式市場の影響を受けて前年同期比 14.2%減となったが、全体的な落ち込みに比べると比較的堅調であったことから収益の下支えとなった。

2014 年 12 月 18 日 (木)

一方、費用面では、店舗改装に係る費用が若干増加した以外、コンサルティング営業を強化するためのシステム投資（ソフトウェア開発や iPad の購入を含む）、ホームページのリニューアルなど、先行投資的な費用負担は前期でほぼ一巡したものの、減収による収益の下押しにより営業減益となった。

2015 年 3 月期上期決算の概要

	14/3 期 2Q 実績		15/3 期 2Q 実績		増減	
		構成比		構成比		増減率
営業収益	5,432		3,690		-1,742	-32.1%
受入手数料	3,986	73.4%	2,985	80.9%	-1,001	-25.1%
トレーディング損益	1,118	20.6%	493	13.4%	-625	-55.9%
金融収益	326	6.0%	210	5.7%	-116	-35.6%
金融費用	43		31		-12	-27.9%
純営業収益	5,388	99.2%	3,658	99.1%	-1,730	-32.1%
販管費	3,591	66.1%	3,523	95.5%	-68	-1.9%
取引関係費	490		477		-13	-2.7%
人件費	1,996		1,959		-37	-1.9%
不動産関係費	252		262		10	4.0%
事務費	545		532		-13	-2.4%
減価償却費	179		172		-7	-3.9%
営業利益	1,796	33.1%	135	3.7%	-1,661	-92.5%
経常利益	1,915	35.3%	285	7.7%	-1,630	-85.1%
特別利益	168		207		39	23.2%
特別損失	3		1		-2	-66.7%
四半期純利益	1,919	35.3%	482	13.1%	-1,437	-74.9%

手数料収入	3,986		2,985		-1,001	
委託手数料	2,144		1,368		-776	
引受・売出	4		0		-4	
募集・売出	1,421		1,219		-202	
その他	415		397		-18	

商品別内訳						
株券	2,114		1,328		-786	
債券	2		0		-2	
受益証券	1,858		1,647		-211	
その他	10		8		-2	

トレーディング収益						
株券等	1,118		493		-625	
債券等	930		382		-548	
その他	28		42		14	

予想の開示は他社同様になし、投信の預かり資産を着実に伸す方針

(4) 2015 年 3 月期の業績予想

2015 年 3 月期の業績予想については、経済情勢や市場環境の変動による影響を大きく受けやすい事業の特殊性から、他の証券会社同様に開示はない。下期も株式市場の動向に依存した業績となる可能性が高いが、引き続きファンド・ラボシリーズ（ファンド分析ツール）を活用したコンサルティング営業の強化を図ることで、投資信託の取り扱いを増やすとともに、預かり資産残高を着実に伸ばす方針である。

■ 中長期戦略

中長期の預かり資産を 1 兆円へ

同社は、厳しい環境の中で着実な業績の向上を図るため、預かり資産と顧客基盤の拡大を図り、相場環境に左右されない安定した収益力の確立を目指している。

そのための重点戦略として、以下の 3 つを掲げる。

- (a) 投資信託を第一の戦略商品として、iPad を使用して提案するファンド・ラボシリーズ（ファンド分析ツール）の活用で、投資信託の残高拡大を図る。
- (b) 株式を第二の戦略商品として、NISA 対応、外国株式の強化、タイムリーな情報提供、引受部門の強化を行い、株式営業を強化する。
- (c) 相続対策、不動産売買紹介など外部の専門家との業務提携を拡大し、顧客にとって最良の全体資産設計を提案することで、「家計資産のベストパートナー」を目指す。

(a) については、顧客目線による他に類を見ないファンド・ラボシリーズ（ファンド分析ツール）を売りとして、顧客との信頼関係を築き、結果的に預かり資産の拡大につなげることを目指しており、中長期的には預かり資産 1 兆円の実現と安定収益源である信託報酬の拡大を目指している。

また、(b) については、特にアジア株を中心とした外国株式の強化が注目される。経済成長の著しいアジア株は魅力が大きいものの、手続きが煩雑な割にはニッチ市場であることからインターネット証券以外で取り扱う証券会社は少ない。独自のネットワークを生かした個別株式レポートの提供など、対面営業の強みが生かせる分野であり、若い世代を含めた新たな顧客層の取り込みが期待できる。

(c) については、2015 年 1 月 1 日以降の相続税増税（基礎控除の引き下げ等）をにらみ、その対策を提案する「310 万円プロジェクト」を開始した。会計事務所との連携により、次世代に円滑に資産を引き継ぐための様々なシミュレーションが可能となっている。同社が実施した相続税に関するアンケートに対して約 20% の返信があったことから顧客の関心の高さが伺える。比較的高齢者を顧客に持つ同社は、次世代への円滑な資産承継を支援することで相続人との取引へも繋げる効果（資産流出の抑止を含め）を狙っている。

以上、同社独自の戦略を展開することにより、顧客基盤の強化を図っていく方針である。従って、足元の業績のみならず、中長期的な視点から、同社戦略の進捗状況に注目すべきであろう。

■ 株式還元

配当性向は 30% がめど

同社の配当政策は、連結配当性向 30% を重要な指標の 1 つとして、総合的に勘案して配当を行う方針である。2014 年 3 月期は前期比 4 円増配の年 9 円配（中間 5 円、期末 4 円）を決定した（配当性向は 22.4%）。したがって、今後も同社の収益力の強化が進んでいくことで、利益成長と配当性向の向上の両面で増配の余地はあると考えられる。

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ