

高木証券

8625 東証 2 部

2015 年 5 月 29 日（金）

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

■ 投資信託コンサルティングを強化、中長期的な安定収益に

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。明治 6 年（1873 年）創業の老舗であり、個人取引を主体とした対面営業に定評がある。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」の確立に取り組んでいる。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。2015 年 3 月期は、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、全面的な店舗改装を行うことで、各店舗に「投信の窓口」やセミナー会場の設置を進めるなど営業体制の強化も図っている。

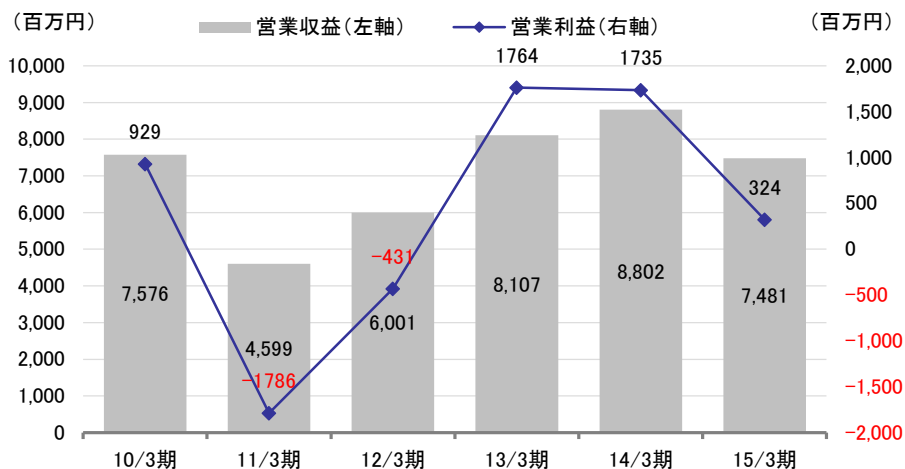
2015 年 3 月期の業績は、営業収益（売上高）が前期比 15.0% 減の 7,481 百万円、営業利益が同 81.3% 減の 324 百万円と減収減益となった。特に、第 1 四半期における株式の受入手数料の落ち込みが業績の足を引っ張ったが、注力する受益証券（投資信託）の受入手数料については順調に伸長しており、収益の下支えとなっている。

2016 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。今期も株式市況の動向に左右される可能性を否定できないが、投資信託のコンサルティング営業の強化を図ることで、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。特に、全面的な店舗改装が完了したことから、好評となっている投資信託や相続・贈与に関するセミナーを各店舗やホテルの会場等で積極的に開催する予定であり、新規顧客の獲得を含め、預かり資産の拡大にどう結びついていくのかが注目される。

■ Check Point

- ・ 圧倒的な投資信託の品揃えとファンド・ラボを活用して顧客の利益を最優先に提案
- ・ 株式市場の回復により業績も回復傾向、自己資本規制比率は健全な水準
- ・ 16 年 3 月期は投資信託の増加と預かり資産残高を着実に伸ばす方針

営業収益と営業利益の推移



■ 会社概要

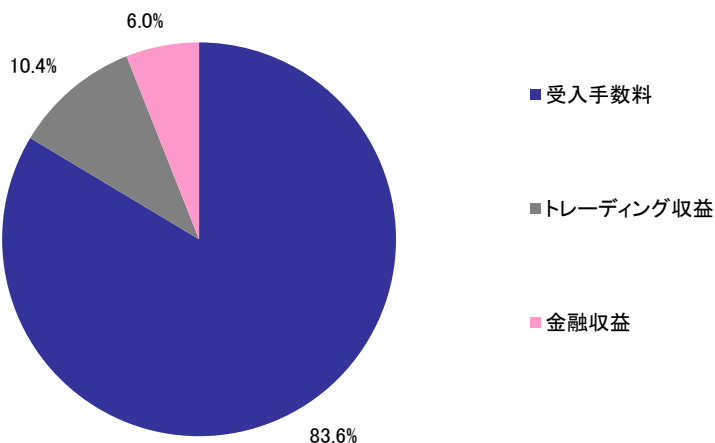
個人取引を主体とした対面営業に強み、投資信託の構成比の高さが特長

(1) 事業概要

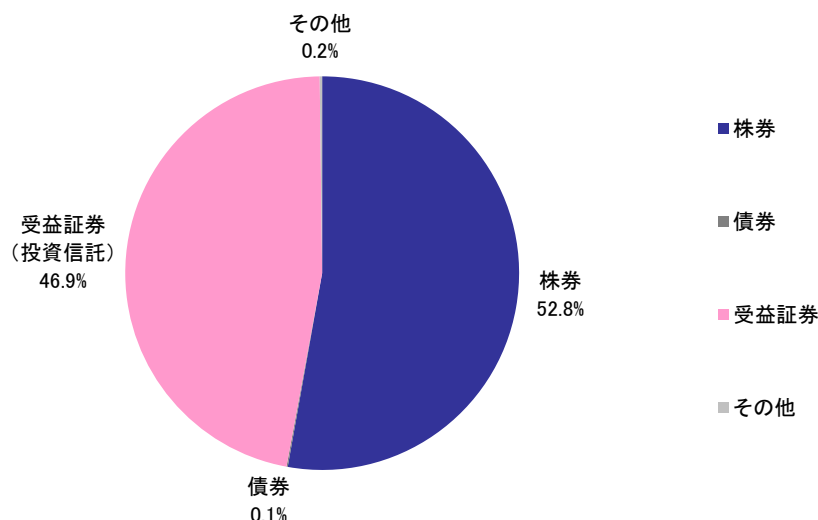
同社は大阪市北区に本店を置く中堅証券会社である。店舗数は本店を含め 13 店舗を有し、そのうち、近畿が 6 店舗、関東が 5 店舗、中部（名古屋）が 1 店舗、九州（福岡）が 1 店舗となっている。個人取引を主体とした対面型の営業に定評があり、店舗を持たずに手数料の安さを売りとするネット証券とは一線を画している。特に、対面営業の強みを生かせる商品として、投資信託のコンサルティング営業に注力している。

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、営業収益（売上高）の約 83.6% 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。

営業収益構成比(15/3期)



受入手数料商品別構成比(15/3期)

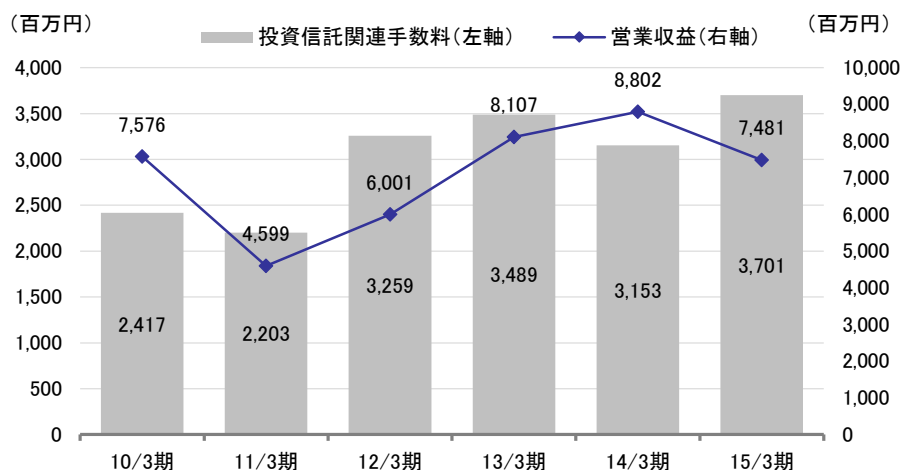


圧倒的な投資信託の品揃えとファンド・ラボを活用して顧客の利益を最優先に提案

(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



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。

2015 年 5 月 29 日（金）

なお、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 1,050 本（2 年前の約 3 倍）にまで増やした。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」やセミナー会場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のか、アドバイスを欲しい。
- ✓ 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。

さらには、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。



高木証券

8625 東証 2 部

2015 年 5 月 29 日（金）

明治 6 年からの歴史、野村グループと資本関係

(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、高木証券株式会社に商号変更。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業容を拡大し、1989（平成元）年 4 月には、東証第 2 部及び大証第 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（野村ホールディングス〈8604〉）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かか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、厳しい環境のなか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。

手数料自由化後の逆風下、特長あるサービスで生き残りをかける

(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。

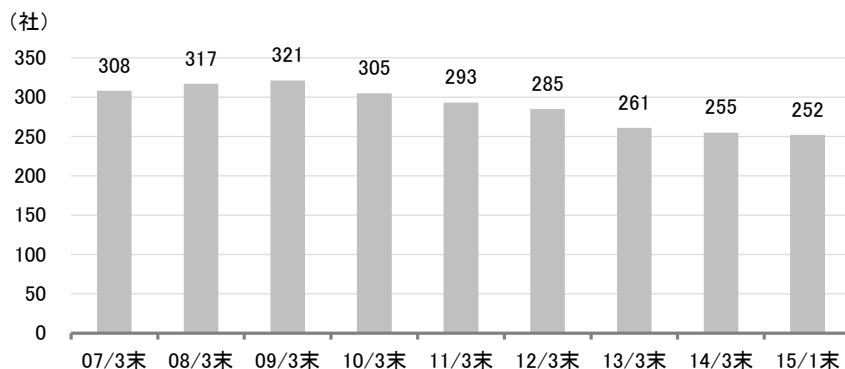
そのような環境変化は、個人投資家からの手数料収益に多くを依存している準大手以下の証券会社には強い逆風となった。2012 年 3 月期には株式市況の低迷も重なって、日本証券業協会に属する会員証券会社 274 社のうち 164 社が当期損失を計上する結果となった。また、ピークの 2009 年 3 月末には 321 社であった日本証券業協会の会員数も、相次ぐ合併や廃業などにより、2015 年 1 月末には 252 社に減少しており、業界の淘汰が進展している。裏を返せば、特長のあるサービスで差別化を図ることができる証券会社にとっては、大小を問わず、生き残ることによる残存者利益を享受できる環境とも言えよう。

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挙げられる。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なかで、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 月期から 2014 年 3 月期は株式市場の回復に伴い業績も改善している。

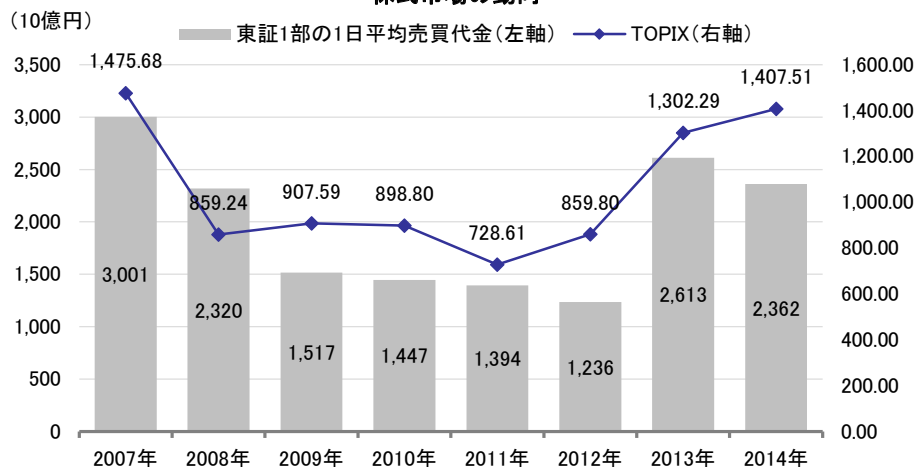
2015 年 5 月 29 日（金）

日本証券業協会会員数の推移



※出所: 日本証券業協会資料よりフィスコ作成

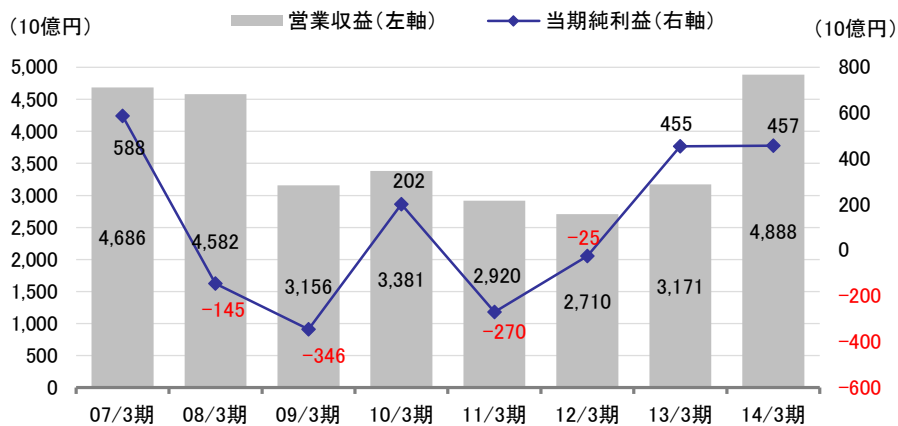
株式市場の動向



※TOPIXは年末時点の数値

出所: 東京証券取引所、日本証券業協会資料よりフィスコ作成

日本証券業協会会員企業の業績推移



出所: 日本証券業協会資料よりフィスコ作成

■ 決算概要

委託手数料と投資信託販売手数料の構成比が高い収益

(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 83.6% を占めている（2015 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。

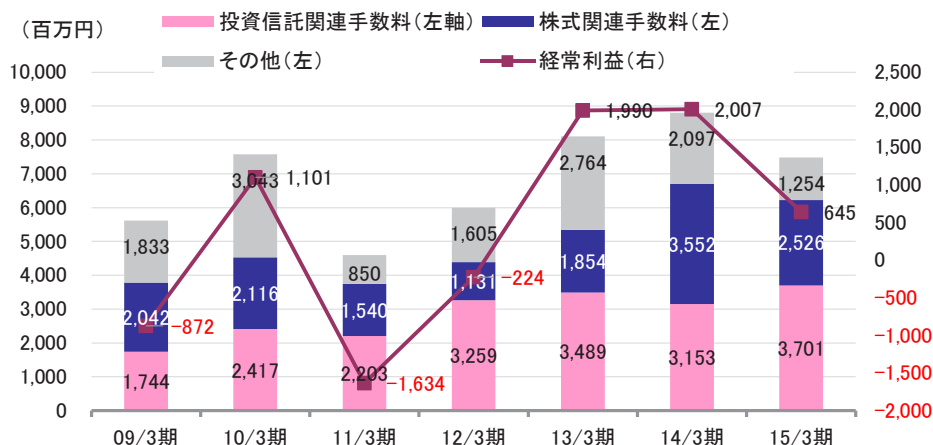
株式市場の回復により業績も回復傾向、自己資本規制比率は健全な水準

(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が続いた。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、同社業績も回復傾向にある。

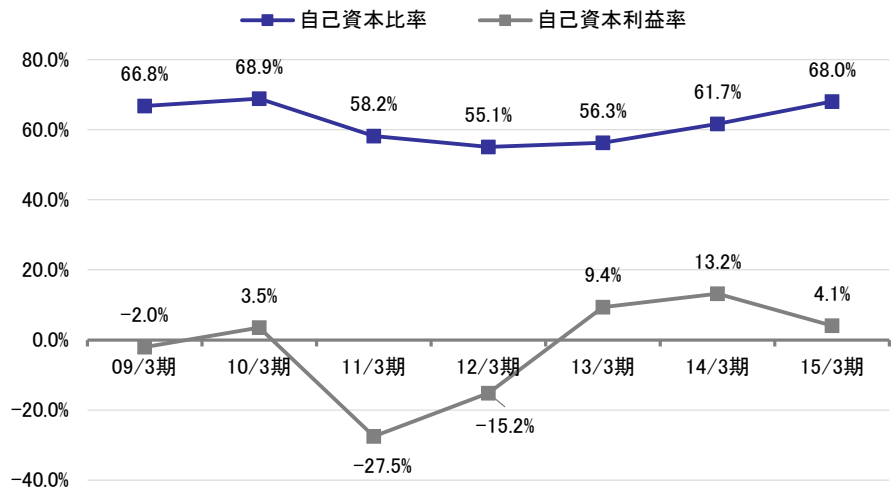
財務面では、財務の健全性を示す自己資本比率は 50 ～ 60% 台の高い水準を維持している。また、証券会社に対する自己資本規制比率も 430.0%（2015 年 3 月期個別）を確保しており、規制で定められている 120% 以上を大きく上回っている。一方、資本効率を示す自己資本利益率は、2013 年 3 月期以降、収益力の回復に伴って改善してきたが、2015 年 3 月期は 4.1% に低下した。

過去の業績推移



2015 年 5 月 29 日（金）

自己資本比率及び自己資本利益率の推移



15 年 3 月期は減収減益で着地だが、投資信託受入手数料は大きく伸長

(2) 2015 年 3 月期決算の概要

2015 年 3 月期の決算は、営業収益（売上高）が前期比 15.0% 減の 7,481 百万円、営業利益が同 81.3% 減の 324 百万円、経常利益が同 67.9% 減の 645 百万円、当期純利益が同 49.3% 減の 1,195 百万円と減収減益となった。

営業収益（売上高）の減少は、株式の受入手数料が 6,255 百万円（前期比 7.1% 減）と落ち込んだことが影響した。特に、株式市場（売買代金等）が前年同期に比べて低調に推移した第 1 四半期における落ち込みが大きく足を引っ張るとともに、年度後半における株式相場の上昇局面では相場の先行きを見極めようとする動きから、同社の得意とする個人の対面販売が伸び悩んだ。また、外国債券等を中心としたトレーディング損益についても販売高の減少による影響や年度末の相場の下げで評価損が発生したことから減収となった。

一方、注力する受益証券（投資信託）の受入手数料については、第 3 四半期以降に大きく伸びたことから 3,701 百万円（前期比 17.4% 増）と順調に伸長し、収益の下支えとなっている。

費用面では、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の先行投資的な費用負担は一巡したものの、移転を含めた店舗改装を全面的に進めたことから販管費が増加した。なお、店舗の移転及びリニューアルにかかる費用の中には、2015 年 5 月に予定している東京本部移転にかかる費用の一部も前倒しで含まれているようだ。

また、同社が中長期的な戦略として取り組んでいる預かり資産残高は、相場上昇の影響もあって 385,913 百万円（前期比 10.4% 増）と増加した。ただし、本格的な積み上げは、これまでの先行投資効果が軌道に乗り始める 2016 年 3 月期以降となる見通しである。

2015 年 5 月 29 日（金）

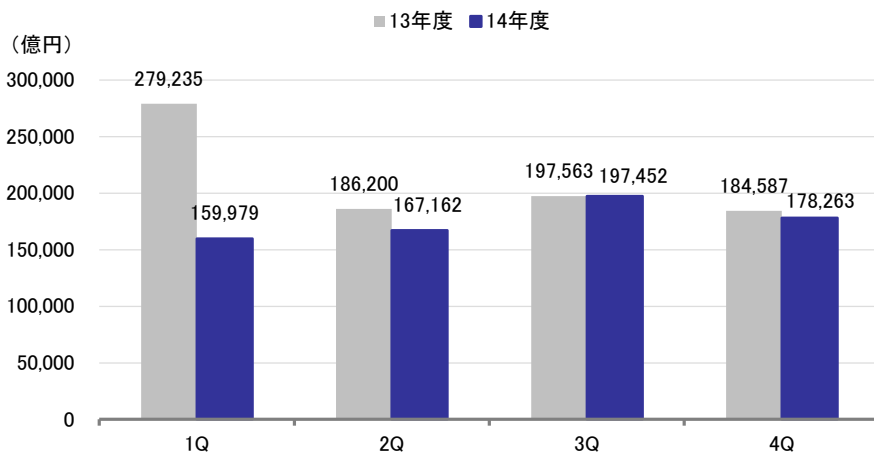
■決算概要

2015 年 3 月期決算の概要

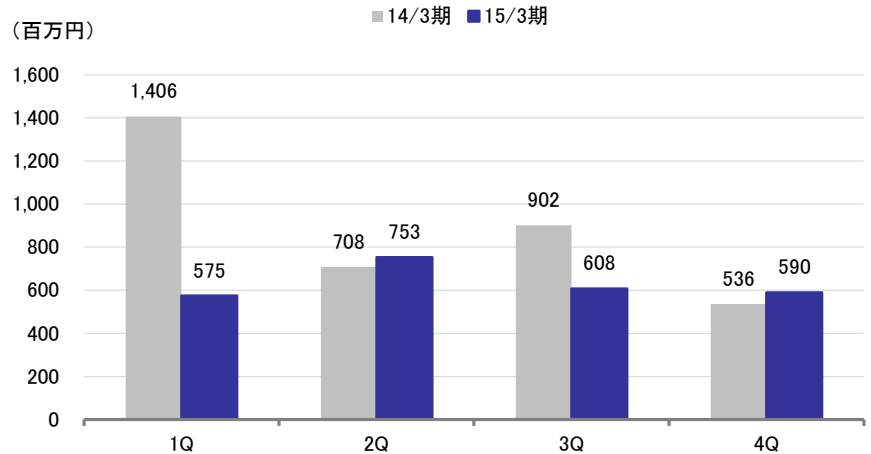
（単位：百万円）

	14/3 期		15/3 期		増減	増減率
	金額	構成比	金額	構成比		
営業収益	8,802		7,481		-1,321	-15.0%
受入手数料	6,733	76.5%	6,255	83.6%	-478	-7.1%
トレーディング収益	1,557	17.7%	775	10.4%	-782	-50.2%
金融収益	512	5.8%	450	6.0%	-62	-12.1%
金融費用	82	0.9%	65	0.9%	-17	-20.7%
純営業収益	8,720	99.1%	7,415	99.1%	-1,305	-15.0%
販管費	6,984	79.3%	7,091	94.8%	107	1.5%
取引関係費	961		942		-19	-2.0%
人件費	3,807		3,916		109	2.9%
不動産関係費	534		533		-1	-0.2%
事務費	1,079		1,065		-14	-1.3%
減価償却費	380		432		52	13.7%
営業利益	1,735	19.7%	324	4.3%	-1,411	-81.3%
経常利益	2,007	22.8%	645	8.6%	-1,362	-67.9%
特別利益	766		594		-172	-22.5%
特別損益	288		135		-153	-53.1%
純利益	2,356	26.8%	1,195	16.0%	-1,161	-49.3%
手数料収入	6,733		6,255		-478	-7.1%
委託手数料	3,630	53.9%	2,628	42.0%	-1,002	-27.6%
引受・売出	11	0.2%	8	0.1%	-3	-27.3%
募集・売出	2,279	33.8%	2,809	44.9%	530	23.3%
その他	811	12.0%	809	12.9%	-2	-0.2%
商品別内訳	6,733		6,255		-478	-7.1%
株券	3,552	52.8%	2,526	40.4%	-1,026	-28.9%
債券	8	0.1%	4	0.1%	-4	-50.0%
受益証券	3,153	46.8%	3,701	59.2%	548	17.4%
その他	19	0.3%	22	0.4%	3	15.8%
トレーディング損益	1,557		775		-782	-50.2%
株券等	76	4.9%	-8	-1.0%	-84	-110.5%
債券等	1,384	88.9%	679	87.6%	-705	-50.9%
その他	96	6.2%	104	13.4%	8	8.3%
預かり資産残高	349,665		385,913			10.4%
うち、受益証券	128,645		144,368			12.2%
自己資本比率	61.7%		68.0%			
ROE	13.7%		4.1%			
自己資本規制比率	428.7%		430.0%			

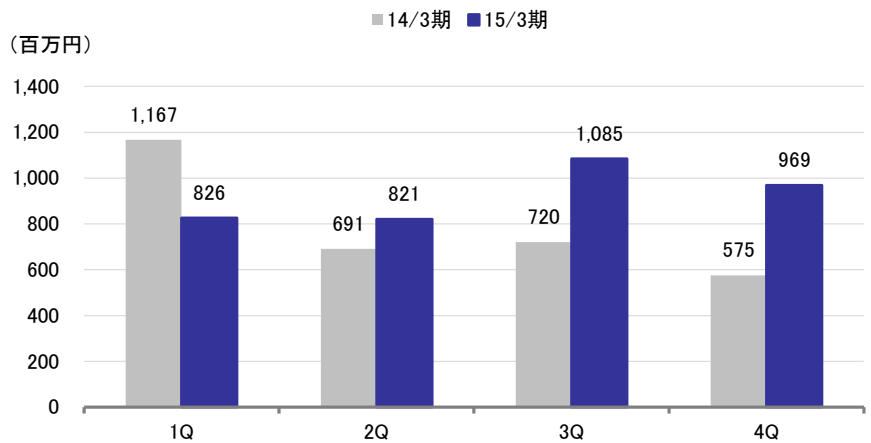
四半期ごとの東証売買代金の推移



四半期ごとの受入手数料(株券)の推移



四半期ごとの受入手数料(受益証券)の推移



16 年 3 月期は投資信託の増加と預かり資産残高を着実に伸ばす方針

(3) 2016 年 3 月期の業績予想

2016 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。今期も株式市場の動向に左右される可能性が高いが、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。特に、全面的な店舗改装により各店舗にセミナー会場を設置したことから、投資信託や相続・贈与に関するセミナーを積極的に開催することで、新規顧客の獲得を含めて、取り扱いの拡大を目指す方針である。

2015 年 5 月 29 日（金）

■ 中長期戦略とその進捗

相場環境に左右されない安定した収益力の確立へ

同社は、証券業界を取り巻く厳しい経営環境が続くなかで、着実な業績の向上を図るため、顧客基盤と預かり資産の拡大を図り、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に繋を図る。
- (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により、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。2015 年 3 月期は、投資信託の品揃え強化を行うとともに、全面的な店舗改装により各店舗に「投信の窓口」やセミナー会場の設置を行った。2016 年 3 月期は、投資信託に関するセミナーを 5 月以降、毎月、大阪および東京にて開催する予定であり、新規顧客の獲得を含め、取り扱いの拡大に結び付ける方針である。また、「ファンド・ラボ」シリーズの活用については、他社との連携も検討している模様である。

(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扱う証券会社は少ない。独自のネットワークを活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 日より施行された相続税増税（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」を進めてきた。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。これまでの相続発生前の対策に加えて、相続発生後の相談（手続きを含め）についてもサポートデスクを設置したことから問い合わせ件数が大きく増加しており、潜在的な関心の高さは大きいとみられる。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とつなげる効果（資産流出の抑制を含め）を狙っている。さらには、同社のホームページや口コミ等により既存顧客以外からの問い合わせも増えていることから、新規顧客の獲得にもつながる可能性がある。

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。したがって、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る。

2015 年 5 月 29 日（金）

■株主還元

配当性向 30% を重要指標の 1 つに、中長期的には増配の余地も

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。2015 年 3 月期は年 6.00 円配（中間 2.00 円、期末 4.00 円）を決定した（配当性向は 29.4%）。したがって、中長期的に同社の収益力の強化が進んでいくことを想定すれば、利益成長と配当性向の改善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・表示したのですが、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