

ホリスティック企業レポート

SBI レオスひふみ

165A 東証グロース

ベーシック・レポート
2024年7月5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 20240702

「ひふみ」ブランドの公募投資信託等を運用・販売する資産運用会社 運用力とブランド力(自社の投資信託のファンを作る力)に特徴がある

1. 会社概要

- SBI レオスひふみ(以下、同社)は、日本株式会社を中心に運用する国内投資信託の中で最大級の純資産総額を誇る「ひふみプラス」等の「ひふみ」ブランドの投資信託を運用・販売する資産運用会社であるレオス・キャピタルワークスの中核子会社とする持株会社である。
- 投資信託委託業務の委託者報酬が 24/3 期の営業収益の 98.6%を占め、中核業務となっている。24/3 期末の運用資産残高は 1 兆 3,688 億円に達しているが、そのうち、9,822 億円が証券会社や銀行等の販売パートナーを通じて販売されたものである。

2. 財務面の分析

- 運用資産残高の増加等に伴い、18/3 期(単体)から 24/3 期(連結)に掛けては、売上高は年平均 17.8%増加した。一方、同期間の経常利益の年平均成長率は、販売パートナーを通じて販売された公募投資信託の残高構成比が上昇し営業収益支払手数料率が悪化したこと等から 8.1%にとどまった。
- 成長性、収益性の面で類似企業に比べ魅力的である。

3. 非財務面の分析

- 知的資本の源泉は、運用力とブランド力(自社の投資信託のファンを作る力)にある。

4. 経営戦略の分析

- 同社は、中長期的な経営戦略(取組み)として、「お金を学び、ひふみでつみたて、共助で支える」を掲げている。

5. アナリストの評価

- 証券リサーチセンター(以下、当センター)では、25/3 期の業績について、24/3 期実績や、4~5 月の投資信託の資金流入の状況、同社の施策等を踏まえ、前期比 19.5%増収、35.1%営業増益と予想した。
- 当センターでは、同社が計画している、未上場段階から投資して上場後も保有を続けるクロスオーバーファンドの投入等を想定し、26/3 期及び 27/3 期も二桁増収増益を予想している。

アナリスト: 大間知淳

+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

【主要指標】

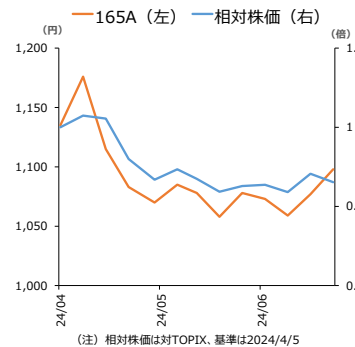
	2024/6/28
株価 (円)	1,098
発行済株式数 (株)	12,912,800
時価総額 (百万円)	14,178

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	10.6	8.5	7.6
PBR (倍)	2.1	1.8	1.5
配当利回り (%)	3.3	4.1	4.6

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	1.9	-	-
対TOPIX (%)	0.5	-	-

【株価チャート】



【165A SBI レオスひふみ 業種: 証券、商品先物取引業】

決算期	営業収益 (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)
2023/3	9,660	1.9	1,610	-17.5	1,625	-17.4	1,087	-16.6	90.5	474.4	27.5
2024/3	10,309	6.7	1,780	10.5	1,797	10.6	1,313	20.8	103.9	534.2	36.0
2025/3 CE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	未定
2025/3 E	12,320	19.5	2,405	35.1	2,417	34.4	1,674	27.5	129.7	625.9	45.0
2026/3 E	13,650	10.8	2,682	11.5	2,694	11.5	1,870	11.7	144.8	723.7	50.0
2027/3 E	15,284	12.0	3,127	16.6	3,139	16.5	2,184	16.8	169.1	840.8	58.0

(注) CE: 会社予想は未定、E: 証券リサーチセンター予想

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
- － 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

(注1) レオス (RHEOS) とは、古代ギリシャ語で「流れ」を意味する言葉である。レオス・キャピタルパートナーズという社名には、日本にある人財、資本、知恵、技術等の多くの資産「キャピタル」の「流れ」をつくる工房「ワークス」でありたいという想いが込められている。

◆ 「ひふみ」ブランドの公募投資信託等を運用・販売する運用会社
SBI レオスひふみ (以下、同社) は、日本株式を中心に運用する国内投資信託の中で最大級の純資産総額を誇る「ひふみプラス」等の「ひふみ」ブランドのファンドを運用・販売する資産運用会社であるレオス・キャピタルワークス^{※1}を中核子会社とする純粋持株会社である。

24年4月1日付けで、単独株式移転により同社が設立され、レオス・キャピタルワークスが同社の完全子会社となった。また、同日付けでレオス・キャピタルワークスの子会社で、投資事業組合財産の管理・運用を行うレオス・キャピタルパートナーズは、レオス・キャピタルワークスが保有する全株を同社に現物配当する方法で、同社の連結子会社として再編された。

同社グループの事業領域は、投資運用事業の単一セグメントであるが、レオス・キャピタルワークスが担当する投資信託委託業務と投資顧問業務 (投資一任契約に係る業務)、レオス・キャピタルパートナーズが担当するベンチャーキャピタル業務によって構成されている。

レオス・キャピタルワークスは、外資系運用会社のファンドマネージャーであった藤野英人氏 (現代表取締役会長兼社長、最高投資責任者、業界経験年数 34 年 3 カ月) と湯浅光裕氏 (現代表取締役副社長、業界経験年数約 33 年 9 カ月)、大阪証券取引所ヘラクレス等で勤務経験を持つ五十嵐毅氏 (現営業本部長) によって、よりよい社会を作るため、国内外のヒト、モノ、カネの「流れ (レオス)」を興すこと、理想の投資信託を作ること、人々の資産形成の一助となることを目的に 03 年 4 月にレオスとして設立された (同年 9 月に商号変更)。

レオス・キャピタルワークスは 20 年 6 月に SBI ホールディングス (8473 東証プライム) の連結子会社となり、23 年 4 月には東京証券取引所グロース市場に上場した。24 年 4 月の持株会社体制への移行に際し、同社は SBI グループの一員であることを明確にした。

◆ 投資信託委託業務

投資信託委託業務は、顧客の資金を国内外の株式等に投資し、その運用成果を顧客の投資額に応じて分配する金融商品である投資信託の設定、運用、販売を行う業務である。

レオス・キャピタルワークスが運用している投資信託は、24 年 3 月末現在で、主に日本の成長企業に投資する「ひふみプラス」や「ひふみ投信」、海外の成長株に投資する「ひふみワールド+」や「ひふみワールド」、バランスファンドである「ひふみらいと」や「まるごとひ

「ひふみ」シリーズ等、13本となっている。同社が運用する投資信託の販売経路別、投資資産別の一覧は図表1の通りである。

24/3期末の投資信託業務の運用資産残高は、1兆3,688億円であった。主要ファンド別では、日本株中心のアクティブ運用公募投資信託で最大級の「ひふみプラス」5,965億円、「ひふみワールド+」2,315億円、「ひふみ投信」1,823億円、DC^{※2}投信「ひふみ年金」835億円、「ひふみワールド」558億円となっている。

(注2) DCとは、確定拠出年金の略称である。確定給付年金とは異なり、毎月の拠出額(掛金に相当)が定額である一方、運用状況によって将来の受給額が変動する形態の年金である。

「ひふみ投信」、「ひふみワールド」、「ひふみらいと」は、同社が委託(運用)と共に販売も行う直接販売型であり、委託者報酬における運用会社機能分と販売会社機能分の両方を収益としている。一方、「ひふみプラス」や「ひふみワールド+」等は、証券会社や銀行等の販売パートナーを通じて顧客に提供する間接販売型であり、委託者報酬における運用会社としての機能分のみを実質的な収益としている。

【図表1】運用投信の一覧(24/3期末時点)

		販売経路別		
		公募投資信託 (直接販売)	公募投資信託 (間接販売)	私募投資信託
投資 資産 別	国内株式		ひふみマイクロスコープpro (0.79%)	レオス日本小型株ファンド (一般投資家私募)
	内外株式	ひふみ投信 (0.90%)	ひふみプラス (0.455%) ひふみ年金 (0.355%) まるごとひふみ100 (0.59%)	—
	海外株式	ひふみワールド (1.46%)	ひふみワールド+ (0.73%) ひふみワールド年金 (0.49%)	—
	内外資産複合 (バランスファンド)	ひふみらいと (0.48%)	まるごとひふみ15 (0.29%) まるごとひふみ50 (0.415%)	まるごとひふみ50 (適格機関投資家専用)

(注) ひふみ年金とひふみワールド年金は、確定拠出年金(iDeCo、企業型DC)専用の投資信託。各商品に記載の数値は、同社が商品から得られる信託報酬率(年率・税抜)。純資産総額に応じて信託報酬率が低くなる商品については、上限の料率を記載。

(出所) 決算説明資料、投資信託説明資料を基に証券リサーチセンター作成

運用面では、ひふみシリーズ(ひふみ投信、ひふみプラス、ひふみ年金)は「ひふみ投信マザーファンド」、ひふみワールドシリーズ(ひふみワールド、ひふみワールド+等)は「ひふみワールドマザーファンド」に集約して運用されている。また、「ひふみらいと」、「まるごとひふみ15」、「まるごとひふみ50」の債券部分は「ひふみグローバル債券マザーファンドひふみ投信マザーファンド」に、「ひふみマイクロスコープpro」、「レオス日本小型株ファンド」は「レオス日本小型株マザーファンド」に集約されて運用されている。

24/3期末の純資産総額は、ひふみ投信マザーファンドが8,905億円(運用資産残高の65.1%)、ひふみワールドマザーファンドが3,068億円(同22.4%)であった。両マザーファンドは、合計すると運用資産残高の87.5%を占めており、旗艦ファンドとして位置付けられる。

ひふみシリーズは、時価総額や企業規模に拘らずに投資を行うオールキャップ戦略の商品に該当する。また、ひふみシリーズは、主に日本の成長企業に投資しているが、海外企業にも投資が可能な商品設計となっており、17年半ばからは海外株式にも投資している。こうしたことから、ひふみシリーズの投資資産クラスを「内外株式」としている。

ひふみ投信マザーファンドは、24年3月末において、176銘柄に投資している。資産配分比率は、日本株式 89.68% (プライム市場 87.37%、スタンダード市場 1.56%、グロース市場 0.75%)、海外株式 8.19%、REIT等の海外投資証券 0.14%、現金等 0.14%であった。保有銘柄の時価総額別比率は、大型株 (時価総額 3,000億円以上) 78.57%、中小型株 (同 300億円以上 3,000億円未満) 18.64%、超小型株 (同 300億円未満) 0.80%、現金等 1.99%となっている。

ひふみワールドマザーファンドは、24年3月末において、118銘柄に投資している。資産配分比率は、海外株式 93.25%、海外投資証券 3.31%、現金等 3.43%であった。保有銘柄の時価総額別比率は、時価総額 10兆円以上 49.57%、同 1兆円以上 10兆円未満 36.16%、同 3,000億円以上 1兆円未満 9.90%、同 3,000億円未満 0.93%、現金等 3.43%であった。

ひふみワールドマザーファンド、ひふみ投信マザーファンドの海外株式資産、及び「ひふみらいと」等が投資するグローバル債券マザーファンドの海外債券資産等によって構成される同社の外貨建て運用資産は、24/3期末において運用資産総額の3割程度と推測される。

レオス・キャピタルワークスは、運用する投資信託の特徴として、(1) 独自に発掘した成長企業への投資を通じた「守りながら増やす運用」、(2) セミナー開催等による顧客とのコミュニケーション、(3) 2つの販売チャネル (直接販売と間接販売) を挙げている。

(1) 独自発掘した成長企業投資による「守りながら増やす運用」
レオス・キャピタルワークスの運用は、企業が提供する製品・サービスが世の中にどのような影響を与えるのか、アナリストやファンドマネージャーが自ら企業に訪問して確認したり、経営者と面談したりすることで得られる足で稼いだ情報を基に投資判断を行っている。将来価値に対して割安と考えられる企業や、安定的に業績を伸ばしている企業に長期的な投資を行っている。

レオス・キャピタルワークスは、マーケットの変化に柔軟に対応するため、IT企業等の成長企業だけでなく、地道に収益をあげている企業

まで、幅広いに銘柄に分散投資をすることで、基準価額の変動を抑えた、「守りながら増やす運用」を心掛けている。ファンドの価格変動リスクに対するリターンの高さを示す数値であるシャープレシオ(リターンをリスクで割った数値)を高位に保つことを目標としている。

(2) セミナー開催等による顧客とのコミュニケーション

レオス・キャピタルワークスは、セミナー、イベント、各地での運用報告会等を通じて、顧客に投資の楽しさや重要性についてのコミュニケーションを対面で行う活動に力を注いでいる。例えば、「ひふみ投信」の運用責任者やアナリストがどのような視点で経済や株式市場を捉え、運用を行っているか等について説明する「ひふみアカデミー」等のセミナーを開催するほか、直接販売投信の保有者を対象に、同社メンバーとともに投資先企業を見学する「ひふみの社会科見学」等を開催している。

レオス・キャピタルワークスは以前から、運用チームメンバーの氏名や顔写真等をサイト上で公開したり、運用メンバーのインタビュー記事を掲載したりする等、「顔の見える運用」を標榜し、実践している。お金や投資に関する情報を楽しく分かりやすく発信する YouTube チャンネル「お金のまなびば!」の 24/3 期末の登録者数は、金融機関のチャンネルとしては最大級となる 29.2 万人となっている。

(3) 2つの販売チャネル

レオス・キャピタルワークスの販売面の特長は、直接販売と間接販売という2つの販売チャネルを持っている点にある。国内公募投資信託の多くは、販売パートナーを通じて販売されているため、ファンド保有者への対応は販売パートナーが行っている。レオス・キャピタルワークスは、国内大手銀行、大手証券会社、ネット証券、地方銀行等、24/3 期末時点で 107 社の販売パートナーと取引している。

販売パートナー経由に加えて、レオス・キャピタルワークスは直接販売も行っているため、当該販売ルート経由の投資信託保有者に対して積極的にコミュニケーションを取り、顧客が長期に亘って投資信託を保有するように促すことが可能となっている。

直接販売する公募投資信託の一部では、長期に保有するほど信託報酬が低減する仕組み「資産形成応援団(信託報酬一部還元方式)」を日本で初めて導入している。該当する投資信託においては、5年以上保有している場合に、投資家が負担する信託報酬をあらかじめ決められた応援率分に基づき割り引く仕組みとなっている。

◆ 投資信託の主な受賞歴

レオス・キャピタルワークスは、投資信託の評価機関等が毎年実施する表彰制度において、数多くの受賞歴がある(図表2)。「ひふみ投信」「ひふみプラス」については、格付投資情報センター(R&I)がシャープレシオを定量評価に用いて選定する「R&I ファンド大賞」投資信託/10年国内株式(コア)部門において直近6年間(19年~24年)、継続して受賞している。

【図表2】「ひふみ投信」及び「ひふみプラス」の主な受賞歴

表彰・調査名/受賞部門	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
R & I ファンド大賞 投資信託10年/国内株式(コア)部門	最優秀ファンド賞	最優秀ファンド賞	優秀ファンド賞	優秀ファンド賞	優秀ファンド賞	優秀ファンド賞
投資プロガ-が選ぶ! Fund of the Year	14位	-	13位	7位	10位	未発表

(出所) ひふみ投信・ひふみワールド公式サイトより証券リサーチセンター作成

◆ 投資顧問業務(投資一任契約に係る業務)

投資顧問業務は、投資一任契約に基づいて顧客の投資資金を受託、運用する業務である。投資一任契約とは、顧客から投資判断を任せられ、顧客に代わって顧客資産を運用する契約である。投資顧問業務における収益は、運用資産残高に一定率を掛け合わせることで算定される投資顧問報酬と、運用成績に応じて受け取る成功報酬によって構成されている。

レオス・キャピタルワークスは、投資一任契約に基づき、国内企業年金基金と海外ソブリンウェルスファンド等を受託、運用している。24/3 期末の投資顧問業務の運用資産残高は 1,435 億円であった。

◆ ベンチャーキャピタル業務

ベンチャー企業に対する投資事業組合財産の管理及び運用を行うレオス・キャピタルパートナーズは、21年4月にレオス・キャピタルワークスにより100%子会社として設立された。24年4月の組織再編により、レオス・キャピタルパートナーズは同社の子会社(レオス・キャピタルワークスの兄弟会社)となった。

レオス・キャピタルパートナーズは22年2月に「RheosCP1号投資事業有限責任組合」を設立し(24/3 期末における同社グループの出資比率は15.2%だが、実質支配力基準に基づいて連結子会社としている)、ベンチャーキャピタル業務を開始した。また、RheosCP1号投資事業有限責任組合の無限責任組合員として業務を行う連結子会社「RheosCP1号GP有限責任事業組合」(出資比率75.0%)も設立している。

RheosCP1号投資事業有限責任組合は、運用開始からまだ間もなく、

投資回収(利益計上)までには長期間を要するため、ベンチャーキャピタル業務としては当面、営業損失が見込まれている模様である。

◆ 17年3月期から運用資産残高は急増している

レオス・キャピタルワークスが運用する投資信託の運用資産残高は、純流入額(設定額から解約額を控除した金額)と基準価額が堅調に推移したことから、17/3期と18/3期に急拡大した(図表3)。

【図表3】運用資産残高の推移

(単位: 億円)

分類	16/3期末	17/3期末	18/3期末	19/3期末	20/3期末	21/3期末	22/3期末	23/3期末	24/3期末
公募投資信託 (直接販売)	308	491	1,355	1,307	1,193	1,763	1,864	1,885	2,409
公募投資信託 (間接販売)	803	1,365	5,853	6,256	5,371	6,699	8,169	8,414	9,822
私募投資信託	39	44	72	82	51	66	52	15	21
投資信託計	1,151	1,902	7,282	7,646	6,616	8,529	10,086	10,315	12,253
投資顧問計	534	862	1,170	1,070	855	1,079	993	1,127	1,435
全社合計	1,685	2,764	8,452	8,716	7,471	9,608	11,079	11,443	13,688

(注) 当該数値は、監査法人による監査を受けていない。

(出所) 届出目論見書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

テレビ東京の「カンブリヤ宮殿」で17年2月にレオス・キャピタルワークスが取り上げられた効果もあり、つみたてNISAの対象となった「ひふみプラス」の販売パートナー数や「ひふみ投信」の顧客数が急拡大したことから、18/3期末にかけては、「ひふみプラス」と「ひふみ投信」を中心に投資信託の運用資産残高が急増した。

20/3期においては、国内株式市場が調整局面であったため、レオス・キャピタルワークスの運用資産残高も減少を余儀なくされたが、21/3期以降の運用資産残高は、再び拡大基調で推移している。19年に運用を開始した「ひふみワールド」と「ひふみワールド+」の販売が好調であったことや、20年6月にSBIホールディングスの子会社になってからは、地方銀行等の販売パートナーが増加し、間接販売の公募投資信託の運用資産残高が拡大したことが主な要因である。

◆ SBIホールディングスとの関係について

レオス・キャピタルワークスは、03年4月の設立から、創業メンバーが株式を保有し、経営を担っていたが、リーマンショックを契機とした業績悪化に伴い、09年2月に外為オンライン等のIT・金融会社を傘下に持つISホールディングス(東京都千代田区)に対して第三者割当増資等を実施し、その子会社となった。

20年6月、ISホールディングスは、資金需要の発生に伴い、保有していたレオス・キャピタルワークス株式の一部をSBIファイナン

シャルサービスーズに売却したため、SBIファイナンシャルサービスーズと、SBIファイナンシャルサービスーズの株式を100%保有するSBIホールディングスがレオス・キャピタルワークスの親会社となった。SBIファイナンシャルサービスーズは、レオス・キャピタルワークスの上場時に一部株式を売出したものの、発行済株式総数の46.9%の保有し実質的に同社を支配していることから、SBIホールディングスグループが現時点でも同社の親会社となっている。

同社の役員は、藤野会長兼社長、湯浅副社長、白水美樹専務取締役、岩田次郎常務取締役 (ISホールディングス出身)、中路武志取締役 (SBIホールディングス出身)、朝倉智也取締役 (SBIホールディングス取締役副社長、SBIグローバルアセットマネジメント代表取締役社長等を兼務) のほか3名の独立社外取締役、高橋修監査役及び3名の独立社外監査役によって構成されており、取締役会の審議に当たっては多様な意見が反映され得る状況を確保している。

SBIホールディングスのグループ会社には、SBIグローバルアセットマネジメント (4765 東証プライム) の連結子会社であるSBIアセットマネジメントや、SBI岡三アセットマネジメント等、同社と事業領域が類似している資産運用会社が存在しているものの、投資スタイルや販売先等が異なっていると同社は説明している。

また、レオス・キャピタルワークスとSBIホールディングスグループの間では取引関係も存在している。兄弟会社に該当するSBI証券は、ネット証券最大手であり、間接販売を行う投資信託の主要販売パートナーとなっている。24/3期では、販売パートナーへの支払手数料の17.7%がSBI証券に対するものであった。

◆ 国内外株式チームを中心とした運用体制

レオス・キャピタルワークスの国内外株式の運用チームは、最高投資責任者である藤野会長兼社長、湯浅副社長、佐々木靖人運用本部長、妹尾昌直運用副本部長、渡邊庄太小型株戦略室長、以下5名のファンドマネージャー兼アナリストと、4名のアナリストによって構成されている。国内外債券ファンド及びバランスファンドは、福室光生債券戦略部長と1名のファンドマネージャー兼マーケットエコノミストによって運用されている。また、1名のエコノミストが在籍している。なお、ファンドマネージャーに親会社グループから派遣された役員は在籍しておらず、投資判断は独自で行っている。

> ビジネスモデル

◆ 営業収益の大部分は投資信託の委託者報酬である

事業会社の売上高に相当する営業収益は、投資信託委託業の委託者報酬、投資顧問業務の投資顧問報酬、ベンチャーキャピタル業務の営業

投資有価証券関連損益によって構成されている。24/3 期における委託者報酬、投資顧問報酬、営業投資有価証券関連損益の構成比は、各々 98.62%、2.13%、-0.75%であった。

営業投資有価証券関連損益がマイナスとなったのは、ベンチャーキャピタルファンド（以下、VC ファンド）の運用開始から日が浅く、投資先の上場等に伴う売却益がまだ発生していない中で、出資先について減損損失を計上したためである。但し、発生した減損損失 77 百万円には VC ファンドに出資した外部の投資家が負担する金額が含まれており、同社グループに帰属する損失は 11 百万円にとどまった。

委託者報酬及び投資顧問報酬は、運用資産残高に一定率を掛け合わせることで算出される。投資顧問報酬の一部では、運用成績に応じて発生する成功報酬があるが、成功報酬が発生する運用資産残高はごく一部にとどまっている。

◆ 間接販売増加に伴う営業利益と利益率への影響に留意したい

同社の費用は、営業費用と一般管理費によって構成されている。24/3 期の営業費用の 82.1%は、公募投資信託（間接販売）の販売パートナーに支払う代行手数料（支払手数料）である。支払手数料は、該当する投資信託の信託報酬（委託者報酬）の 50%に設定されている。24/3 期においては、間接販売による運用資産残高（期中平均）の比率が若干低下したため、支払手数料を委託者報酬で除した数値は、23/3 期の 40.6%から 40.4%に低下した。

その他の営業費用としては、調査費（顧客管理システムや投信バックオフィスシステム、マーケット情報サービス等の利用料）及び営業諸経費（通信費や諸会費等）が挙げられる。

一般管理費の中心は、役員報酬、給料・手当、賞与等によって構成される人件費であり、24/3 期において、一般管理費の 45.4%を占めた。2 番目に大きい項目は YouTube 動画制作費の償却等の減価償却費であり、一般管理費の 13.3%を占めた。3 番目に大きい項目は広告宣伝費であり、一般管理費の 8.0%を占めた。その他の経費も含めて、一般管理費の増加率は営業収益の伸びを下回ったため、24/3 期の営業収益一般管理費率は、前期の 35.1%から 34.3%に低下した。結果、24/3 期の営業利益率は、前期比 0.6%ポイント改善の 17.3%と、高水準を確保している。

営業収益に占める間接販売を通じた委託者報酬比率の上昇は、営業利益率の低下に繋がる一方で、過去の業績推移を見ると、間接販売による運用資産残高の拡大が営業利益の増加の原動力となっていたことに留意したい。

◆ 営業利益率と資産利益率は良好な水準を確保している

24/3 期末の自己資本比率 (61.5%) は高い水準とは言えないが、有利子負債はなく、財務体質は健全である。負債の中心は、未払費用 (負債純資産合計比 15.3%、投資信託の販売パートナーに払う支払手数料や預り金 (同 9.4%、売却益を計上した投資信託の顧客に替わって支払う源泉所得税等) である。純資産の中心は、利益剰余金 (同 53.0%) であり、資本金と資本剰余金の合計額は同 8.5%に過ぎない。ベンチャーキャピタル業務の連結子会社に係る非支配株主持分も同 2.8%にとどまっている。

総資産 (11,211 百万円) の中心は、未収委託者報酬 (総資産比 36.9%) や、現金及び預金 (同 31.8%) である。同社は投資信託の直接販売も行っているため、顧客分別金信託も総資産の 16.1%を占めている。有形固定資産 (621 百万円、本社オフィス等の内装や Web 動画等)、無形固定資産 (338 百万円、ソフトウェア等)、投資その他の資産 (353 百万円、敷金等) によって構成される固定資産合計は 1,313 百万円 (同 11.7%) に過ぎない。

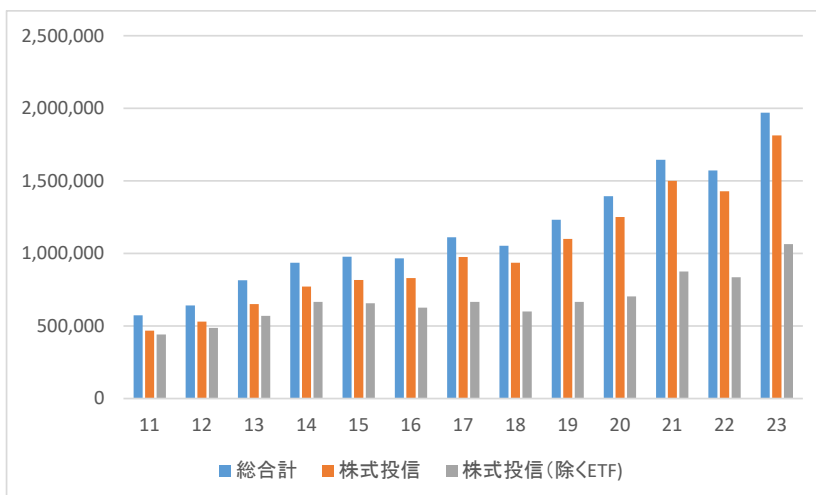
24/3 期において、同社の総資産回転率は 1.0 回であり、資産効率が高いとは言えないが、営業利益率の高さを背景に、自己資本利益率 (20.9%) や総資産経常利益率 (18.1%) は良好な水準を確保している。

> 業界環境と競合**◆ 家計金融資産に占める投信の比率は低いですが、市場は拡大している**

一般社団法人投資信託協会によれば、23 年末において公募投資信託の純資産総額は 196 兆 9,069 億円であった (図表 4)。このうち、公募株式投信の純資産総額は 181 兆 3,454 億円となっており、11 年末比で年率 12.0%の増加であった。但し、日本銀行の買入によって資産規模が急拡大した ETF を除くと、23 年末の公募株式投信の純資産総額は 106 兆 4,061 億円となっており、同期間の年平均成長率も 7.6%にとどまっている。

また、日本銀行の資金循環統計 (速報) によると、24 年 3 月末の日本の家計金融資産残高は前年同期比 7.1%増の 2,199 兆円となった。そのうち、投資信託の残高は、株高や新 NISA の効果もあり、同 31.5%増の 119 兆円となったものの、構成比は 5.4%にとどまっている。一方、現金・預金の残高は 1,188 兆円と、構成比は 50.9%に達している。23 年 3 月末時点における家計金融資産に占める投資信託の比率は、米国が 11.9%、欧州が 10.1%であり、欧米との比較においても、日本の比率は低水準にとどまっている。

【図表4】国内公募投資信託の純資産総額の推移 (単位: 億円)



(注) 各年末時点

(出所) 投資信託協会の統計データを基に証券リサーチセンター作成

こうした中、24年1月から始まった新しい「NISA（少額投資非課税制度）」は、預貯金から投資信託や株式に資金をシフトする流れを後押ししている。日本証券業協会が公表した「NISA口座の開設・利用状況」によると、証券10社（対面大手5社、ネット5社）の1～5月累計のNISA口座開設件数は、前年同期の85万件から224万件に増加した。成長投資枠での買付額は前年同期の「一般NISA」の1.1兆円から5.2兆円に、つみたて投資枠での買付額は前年同期の「つみたてNISA」の0.5兆円から1.4兆円に増加した。

なお、1～5月累計のNISA買付額の投資対象別構成比は、国内株(REIT及びETFを含む)44%、外国株3%、投資信託53%であった。このうち、成長投資枠での買付額の内訳は、株式(同)60%、投資信託40%であった。

また、5月の成長投資枠における買付額上位10投資信託の投資地域別内訳では、海外が7銘柄、国内外が3銘柄であったのに対し、国内は0であった。投資スタイル別では、インデックス型が7銘柄、アクティブ型が3銘柄と、インデックス型に人気集中した。5月のつみたて投資枠における買付額上位10投資信託の投資地域別内訳でも、海外が7銘柄、国内外が3銘柄と同様の結果となった。投資スタイル別では、インデックス型が10銘柄と、インデックス型に人気集中している。

一方、一般社団法人日本投資顧問業協会によれば、24年3月末において投資運用会員の契約金額は635兆854億円、うち投資一任業によ

る契約金額は 592 兆 6,169 億円であった。また、投資一任業による契約資産の年平均成長率は、12 年 3 月末から 24 年 3 月末までで 12.3% となっている。

◆ 競合

国内資産運用業界においては、国内外の多数の運用会社が熾烈な競争を繰り広げている。しかし、国内に拠点を持ち、運用資産残高が巨額な資産運用会社の多くは、国内外の大手金融機関か外資系運用会社の子会社であるため、日本の株式市場には上場していない。また、国内大手金融機関系の運用会社は、インデックス投信を含めて数多くの投資信託を運用しているほか、自社グループを中心とした販売パートナーに投資信託の販売を依存しており、アクティブ運用に特化して、直接販売も行うレオス・キャピタルワークスは、多くの運用会社と立ち位置が異なっている。

資産運用事業(投信投資顧問事業)を中核事業とする独立系の上場企業としては、スパークス・アセット・マネジメントの親会社であるスパークス・グループ(8739 東証プライム)が挙げられる(図表 5)。

【 図表 5 】 24 年 3 月末の国内契約型公募投資信託の投資信託会社別純資産総額 単位: 億円

国内投資信託残高上位22社				(参考) 独立系運用会社	
1	野村アセットマネジメント	596,430	12	SBIアセットマネジメント	27,144
2	大和アセットマネジメント	290,262	13	ゴールドマン・サックス・アセットマネジメント	26,985
3	日興アセットマネジメント	280,593	14	楽天投信投資顧問	26,438
4	三菱UFJアセットマネジメント	274,763	15	ビクテ・ジャパン	21,457
5	アセットマネジメントOne	141,577	16	インベスコ・アセット・マネジメント	18,525
6	三井住友DSアセットマネジメント	90,672	17	キャピタル・インターナショナル	18,233
7	三井住友トラストアセットマネジメント	75,411	18	ティー・ロウ・プライス・ジャパン	14,491
8	ブラックロック・ジャパン	55,162	19	東京海上アセットマネジメント	14,153
9	フィデリティ投信	49,414	20	SBI岡三アセットマネジメント	13,761
10	アライアンス・バーンスタイン	45,208	21	りそなアセットマネジメント	13,530
11	ニッセイアセットマネジメント	36,557	22	レオス・キャピタルワークス	12,231
24	セゾン投信	7,962	32	スパークス・アセット・マネジメント	4,879
33	さわみ投信	4,446	40	シンプルクス・アセット・マネジメント	2,884
44	日立投資顧問	2,359	53	コモンズ投信	749
59	お金のデザイン	506	60	鎌倉投信	478
63	ファイブスター投信投資顧問	301	64	ポートフォリア	250

(注) 独立系運用会社の定義は、「ファンドマネージャーに親会社等から派遣された役職員が存在せず、投資判断も自社独自で行う資産運用会社」としている同社の判断に基づく。

(出所) 投資信託協会統計データ「契約型公募投資信託の投資信託会社別資産増減状況(24年3月末)より証券リサーチセンター作成

スパークス・グループは、スパークス・アセット・マネジメントを中心に、国内外で資産運用事業を展開しており、24/3 期末の運用資産残高は 1 兆 8,893 億円に達している。残高の内訳は、日本株 1 兆 3,131 億円、アジア株 1,262 億円、再生可能エネルギー発電事業のインフラ資産や不動産等を対象とする実物資産 2,855 億円、プライベート・エクイティ 1,643 億円であり、日本株が中心である。日本株の内訳は、契約型公募投資信託 4,879 億円、契約型私募投資信託 1,715 億円であり、残りは投資顧問契約資産と推測される。レオス・キャピタルワー

クスが対象としてない実物資産やプライベート・エクイティを扱っているほか、日本株でも投資顧問契約や私募投資信託の構成比が高いことが違いとなっている。

成功報酬付きの契約獲得に力を入れており、24/3 期末における成功報酬付きの運用資産残高は 6,673 億円、運用資産残高に占める比率は 35.3%に達している。24/3 期の業績は、営業収益 16,498 百万円、営業利益 7,476 百万円であった。営業収益の内訳は、委託者報酬 8,769 百万円、投資顧問料 7,131 百万円、その他営業収益 597 百万円であった。また、営業収益を別の基準で分けると、残高報酬 14,258 百万円、成功報酬 2,054 百万円、その他 186 百万円であった。投資顧問料や成功報酬の割合が高いことが同社との差異として挙げられる。

その他の上場企業としては、SBIホールディングス傘下のSBIグローバルアセットマネジメントが挙げられる。SBIグローバルアセットマネジメントの24/3期業績は、売上高 10,137 百万円、営業利益 2,111 百万円であった。売上高構成比は、アセットマネジメント事業 81.0%、投資情報や投資教育サービス等を提供するファイナンシャル・サービス事業 19.0%であった。アセットマネジメント事業は、国内での資産運用事業を展開するSBIアセットマネジメント(24/3期売上高 6,659 百万円)と、米国で債券型ファンドを中心に運用するCarret Asset Management LLC(同 1,547 百万円)によって構成されている。

SBIグローバルアセットマネジメントの運用資産残高は、24/3 期末に、5兆9,224 億円に達している。内訳は、公募インデックス投資信託 2兆3,465 億円、公募アクティブ投資信託 3,679 億円、私募投資信託 2兆4,485 億円、投資一任契約/助言契約/その他 2,842 億円、海外運用(Carret Asset Management LLC) 4,753 億円であった。レオス・キャピタルワークスと違い、国内外の株式や債券を対象とした公募インデックス投資信託や、地方銀行向けを中心とした私募投資信託の割合が高くなっている。公募アクティブ投資信託についても、「SBI日本高配当株式ファンド」や外国株式ファンド等が中心を占めており、成長株を主要投資対象とするレオス・キャピタルワークスとは運用スタイルが異なっている。

国内大手金融機関グループに属していない独立系の非上場資産運用会社としては、さわかみ投信(東京都千代田区)や、コモンズ投信(東京都港区)、鎌倉投信(神奈川県鎌倉市)が挙げられる。しかしながら、これらの企業の運用資産残高はレオス・キャピタルワークスよりも小規模である。

ビジネスモデルは異なるが、レオス・キャピタルワークスが意識している企業として、ウェルスナビ (7342 東証グロース) が挙げられる。ウェルスナビは、ロボアドバイザー「WealthNavi」による資産運用サービスを提供しているが、「長期・積立・分散」の資産運用の普及を目指し、働く世代の資産形成をサポートするという事業方針がレオス・キャピタルワークスと似ているためである。

ウェルスナビの 23/12 期業績は、営業収益 8,167 百万円、営業利益 523 百万円、23/12 期末の預かり資産額は 9,833 億円であった。20~50 代の運用者の割合が 83%、積立設定のある口座数の割合が 66%となっており、顧客属性はレオス・キャピタルワークスの直接販売先と類似している。しかし、ウェルスナビは、資産クラス毎のパッシブファンドである ETF (上場投資信託) を自社で選定し、そのポートフォリオを提案するサービスを顧客に提供しているため、自社でファンドを運用するレオス・キャピタルワークスとは異なるポジションの会社である。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 03 年に「理想の投資信託を作ること」を目的に設立された

レオス・キャピタルワークスは、藤野英人氏 (現代表取締役会長兼社長、最高投資責任者)、湯浅光裕氏 (現代表取締役副社長)、五十嵐毅氏 (現営業本部長) によって、「理想の投資信託を作ること」等を目的に 03 年 4 月に設立された。

◆ 08 年 10 月に最初の公募投資信託の運用と直接販売を開始した

当時は設立間もない運用会社が投資信託委託業の認可を得ることが困難だったため、レオス・キャピタルワークスは 03 年 12 月に投資顧問業務から事業を始めた。07 年 9 月に投資信託委託業の認可を取得できたため、08 年 10 月に初めての公募投資信託となる「ひふみ投信」の運用と直接販売を開始した。

「ひふみ投信」の運用開始の直前の 08 年 9 月にリーマンショックが起こったため、09 年にかけてレオス・キャピタルワークスを含めて多くの資産運用会社は運用資産残高の急減を余儀なくされた。「ひふみ投信」の設立に備え、人員の増強やシステム投資を進めていたこともあり、この時期は、赤字となった。経営基盤を強化するため、09 年に I S ホールディングスに対して第三者割当増資等を実施し、その子会社となった。

◆ 12 年に間接販売の「ひふみプラス」の運用を開始した

レオス・キャピタルワークスは元々、投資信託の直接販売にこだわりを持っていたが、多くの顧客の資産形成をサポートする国民的投資信

託を作りたいという思いから、取引しやすいネット証券を通じて顧客が購入できる間接販売の「ひふみプラス」の運用を12年5月に開始した。スタート時点での販売パートナーはSBI証券だけであったが、その後は地方銀行等にも販路が広がった。

12年には、「ひふみ投信」がR&Iファンド大賞の投資信託国内株式部門最優秀ファンド賞を受賞した。翌年、アベノミクス相場で株式市場が高騰すると、「ひふみ投信」と「ひふみプラス」の基準価額が上昇する中、両ファンドへの資金流入が継続し、13年4月に「ひふみ投信マザーファンド」の純資産総額は100億円を突破した。

その後も、基準価額の上昇と両ファンドへの資金流入が継続した結果、16年9月にはレオス・キャピタルワークスの運用資産残高は2,000億円を上回った。また、同年10月に、確定拠出年金(DC)専用投資信託「ひふみ年金」の運用を開始した。

17年2月にテレビ東京の「カンブリア宮殿」でレオス・キャピタルワークスが取り上げられると、両ファンドへの資金流入が更に加速し、同年12月には「ひふみ投信マザーファンド」の純資産総額は5,000億円を突破した。

18年12月にレオス・キャピタルワークスは上場する予定であったが、コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性に関する問題が浮上し、直前で上場を取りやめた。業容拡大に内部管理体制の強化が追い付いていなかったことから、チーフ・コンプライアンス・オフィサーを選任したほか、弁護士を採用する等、内部管理体制の強化に取り組んだ。

◆ 19年に海外株式ファンド「ひふみワールド」の運用を開始した

19年10年には、海外の成長株に投資する公募投資信託「ひふみワールド」の運用と直接販売を始めた後、同年12月には間接販売の「ひふみワールド+」の運用を開始した。

20年6月、ISホールディングスによる株式の一部売却に伴い、レオス・キャピタルワークスはSBIホールディングスの傘下に入った。21年1月には、お金に対する考え方や、投資、経済について分かりやすく楽しく学べるというコンセプトに基づいて情報を配信するYouTubeチャンネル「お金のまなびば!」を開設した。

◆ 21年にはバランスファンドの運用を開始した

21年3月には、リスク許容度やライフステージに応じて、顧客が商品を選択できるようにするため、商品ラインナップを拡充し、債券を

含む内外資産に分散投資するバランスファンド「まるごとひふみ」の運用、間接販売と、「ひふみらいと」の運用、直接販売を開始した。

21年4月に、ベンチャーキャピタルであるレオス・キャピタルパートナーズが設立された。レオス・キャピタルパートナーズは、22年2月に RheosCP1 号投資事業有限責任組合を設立し、ベンチャーキャピタル業務を開始している。

21年5月には、各ファンドの基準価額の上昇と、「ひふみワールド」及び「ひふみワールド+」を中心とした資金流入による、同社の運用資産残高は1兆円を突破した。同年9月には、確定拠出年金(iDeCo/企業型DC)専用投資信託である「ひふみワールド年金」の運用を開始した。

◆ 上場後も商品の拡充や事業展開の強化に取り組んでいる

23年4月、同社は東京証券取引所グロース市場に上場した。24年3月には、国内小型株を投資対象とする間接販売の公募投資信託「ひふみマイクロスコープ pro」の運用を開始した。24年4月には、機動的な資本業務提携等の実施を目的として、持株会社である同社が設立され、レオス・キャピタルワークス及びレオス・キャピタルパートナーズを傘下に置いた。

◆ 経営理念

同社は、「資本市場を通じて社会に貢献します」という経営理念の実現のため、ファイナンシャル・インクルージョン^{注2}を通じて、金融サービスの恩恵を全ての人々が享受できる世の中を目指している。より多くの人々を「次のゆたかさの、まんなかへ」という思いを込め、「お金を学び、ひふみでつみたて、共助で支える」取組みを推進し、投資文化の普及に注力する方針である。

(注2) ファイナンシャル・インクルージョン(金融包摂)とは、あらゆる人が金融サービスへアクセスすることができ、金融サービスの恩恵を享受できるようにすることを意味する。

◆ 株主

24/3 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 6 の通りである。24年3月末時点において、SBIファイナンシャルサービスが発行済株式総数の46.9%を保有する筆頭株主である。第2位株主の遠藤昭二氏は、前の親会社であったISホールディングスの代表取締役社長である。創業者である藤野会長兼社長と湯浅副社長の株式保有比率は、各々4.2%と3.4%にとどまっている。その他の大株主には、白水専務取締役、金融機関、個人投資家、従業員持株会、光通信(9435 東証プライム)の連結子会社である光通信株式会社等が名を連ねているが、それらを合計した保有比率は6.7%に過ぎない。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	24年3月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
S B I ファイナンシャルサービシズ株式会社	6,049,900	46.9%	1	親会社
遠藤昭二	1,427,300	11.1%	2	前親会社の代表取締役社長
藤野英人	540,000	4.2%	3	代表取締役会長兼社長グループCEO
湯浅光裕	440,500	3.4%	4	代表取締役副社長グループCOO
遠藤美樹 (白水美樹)	180,000	1.4%	5	専務取締役グループCHRO
東海東京証券株式会社	166,000	1.3%	6	
日本証券金融株式会社	145,100	1.1%	7	
小松知史	140,100	1.1%	8	
レオス・キャピタルワークス従業員持株会	128,800	1.0%	9	
光通信株式会社	109,200	0.8%	10	
(大株主上位10位)	9,326,900	72.2%	-	
発行済株式総数	12,912,800	100.0%	-	

(出所) 有価証券報告書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

レオス・キャピタルワークスの業績は設立 15 期目となる 18/3 期以降の数値が開示されている。運用資産残高全体が増加したほか、投資信託の中でも、特に信託報酬率が高い「ひふみワールド」及び「ひふみワールド+」の純資産が拡大したため、18/3 期（単体）から 24/3 期（連結）に掛けては、売上高は年平均 17.8%増加した（図表 7）。

【図表 7】レオス・キャピタルワークスの業績推移

(単位: 百万円)

内訳		18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
営業収益		3,853	6,157	6,099	6,783	9,479	9,660	10,309
	委託者報酬	—	—	—	6,449	9,154	9,477	10,167
	投資顧問報酬	—	—	—	334	324	182	219
	営業投資有価証券関連損益	—	—	—	—	—	—	-77
営業費用		—	—	—	3,139	4,350	4,654	4,995
	営業費用率	—	—	—	46.3%	45.9%	48.2%	48.5%
一般管理費		—	—	—	2,378	3,177	3,394	3,534
	一般管理費率	—	—	—	35.1%	33.5%	35.1%	34.3%
営業利益		—	—	—	1,265	1,952	1,610	1,780
	営業利益率	—	—	—	18.7%	20.6%	16.7%	17.3%
経常利益		1,126	1,794	1,452	1,265	1,969	1,625	1,797
	経常利益率	29.2%	29.1%	23.8%	18.7%	20.8%	16.8%	17.4%
親会社株主に帰属する当期純利益		983	1,175	962	849	1,303	1,087	1,313
期末従業員数 (名)		50	64	74	84	105	118	117
期末運用資産残高 (億円)		8,452	8,716	7,471	9,608	11,079	11,443	13,688
	うち公募投資信託 (間接販売)	5,853	6,256	5,371	6,699	8,169	8,414	9,822
	同構成比	69.2%	71.8%	71.9%	69.7%	73.7%	73.5%	71.8%

(注) 18/3 期から 20/3 期までは未監査、22/3 期以降は連結決算
(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

一方、経常利益については、間接販売の公募投資信託の残高構成比が上昇し、営業収益支払手数料率が悪化したことや、ドル高円安に伴い、ドル建て費用の円換算額が増加したこと、採用強化や賃上げに伴い、人件費が増加したこと等から、24/3 期までの 6 期間の伸びは年平均 8.1%増にとどまった。なお、24/3 期末の単体従業員数は、18/3 期末の 50 名から 115 名に増加した（連結は 117 名）。

なお、20/3 期は、国内株式市場の下落等に伴い、運用資産残高が減少したことや、人件費等が増加したことから、減収減益となった。21/3 期は、株式市場の回復に伴い、増収となったものの、人員増加や広告宣伝の強化等により費用が大幅に増加し、経常減益となった。23/3 期は、公募投資信託等の資金流入に伴う運用資産残高の増加により、増収を確保したものの、支払手数料や調査費、人件費、減価償却費等の増加により、営業減益となった。

◆ 24年3月期決算は前期比7%増収、11%営業増益

24/3期については、同社設立前であるため、レオス・キャピタルワークスの決算を見てみると、営業収益が前期比6.7%増の10,309万円、営業利益が同10.5%増の1,780百万円、経常利益が同10.6%増の1,797百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同20.8%増の1,313百万円となった(図表8)。

【図表8】24年3月期の業績

(単位: 百万円)

	23/3期 通期	24/3期							増減率
		1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
営業収益	9,660	2,551	2,587	5,139	2,511	2,659	5,170	10,309	6.7%
委託者報酬	9,477	2,487	2,548	5,036	2,500	2,630	5,130	10,167	7.3%
投資顧問報酬	182	63	68	132	11	75	86	219	20.3%
営業投資有価証券関連損益	-	-	-29	-29	-	-47	-47	-77	-
営業費用	4,654	1,227	1,242	2,469	1,242	1,283	2,525	4,995	7.3%
営業費用率	48.2%	48.1%	48.0%	48.1%	49.5%	48.3%	48.8%	48.5%	-
支払手数料	3,844	1,013	1,029	2,043	1,007	1,053	2,060	4,103	6.7%
調査費	694	181	186	367	193	195	388	756	8.9%
その他	114	32	26	59	41	34	76	135	17.9%
一般管理費	3,394	840	830	1,670	900	963	1,863	3,534	4.1%
一般管理費率	35.1%	32.9%	32.1%	32.5%	35.8%	36.2%	36.0%	34.3%	-
人件費	1,498	403	393	797	396	411	807	1,605	7.1%
広告宣伝費	323	47	59	107	71	104	175	283	-12.3%
減価償却費	552	105	102	207	122	140	262	470	-14.9%
不動産賃借料	210	51	51	103	51	51	103	206	-1.6%
その他	810	232	222	454	258	255	513	968	19.5%
営業利益	1,610	483	514	998	369	412	781	1,780	10.5%
営業利益率	16.7%	19.0%	19.9%	19.4%	14.7%	15.5%	15.1%	17.3%	-
経常利益	1,625	482	520	1,003	372	421	794	1,797	10.6%
経常利益率	16.8%	18.9%	20.1%	19.5%	14.8%	15.9%	15.4%	17.4%	-
法人税等合計	560	155	174	329	120	120	241	571	1.8%
非支配株主に帰属する当期純損失	-22	-5	-30	-36	-4	-46	-50	-86	-
親会社株主に帰属する 当期(四半期)純利益	1,087	332	377	709	256	347	603	1,313	20.8%

(注) 2Q、3Q、4Q、下期について、営業費用と一般管理費の内訳は、証券リサーチセンターによる推定値
(出所) 有価証券報告書、四半期報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

業務別営業収益は、委託者報酬10,167百万円(前期比7.3%増)、投資顧問報酬219百万円(同20.3%増)、営業投資有価証券関連損益-77百万円(前期は未計上)であった。24/3期末の運用資産残高は、投資信託が前期末比18.8%増、投資顧問が同27.3%増であったが、大幅に拡大したのが第4四半期であったため、報酬の伸びは運用資産残高の伸びを下回った。ベンチャーキャピタル業務に係るVCファンドにおいて、営業投資有価証券関連損益として出資先の減損損失が合計77百万円計上されたが、VCファンドへの出資比率が15.2%であるため、同社グループに帰属する損失は11百万円に過ぎない(同社分は非支配株主持分に帰属する当期純損失において控除されている)。

営業費用は4,995百万円(前期比7.3%増)であった。間接販売の公募

投資信託残高の増加に伴い、支払手数料が 4,103 百万円 (同 6.7%増) となったほか、円安ドル高や運用資産残高の増加等に伴い、調査費が 756 百万円 (同 8.9%増) となった。販売促進費等の増加に伴い、その他の営業費用も 135 百万円 (同 17.9%増) と大幅に増加した。営業費用の伸びは増収率を上回ったため、営業費用率は同 0.3%ポイント悪化の 48.5%となった。

一般管理費は 3,534 百万円 (前期比 4.1%増) となった。広告宣伝費は、効率的な広告活動に努めた結果、283 百万円 (同 12.3%減) となった。減価償却費は、YouTube 動画の制作を抑制したため、470 百万円 (同 14.9%減) となった。不動産賃借料は 206 百万円 (同 1.6%減) となった。一方、24/3 期末の従業員数は前期末比 1 名減の 117 名となったものの、待遇改善等により、人件費は 1,605 百万円 (同 7.1%増) となった。その他の一般管理費は、外形標準課税の適用に伴う租税公課の増加や、海外企業の調査等に伴う旅費交通費の増加等により、968 百万円 (同 19.5%増) となった。一般管理費の伸びは増収率を下回ったため、一般管理費率は同 0.8%ポイント改善の 34.3%となった。

一般管理費の改善が営業費用率の悪化を補い、営業利益率は 17.3%と、前期比 0.6%ポイント上昇した。

上場時の公募増資に伴い、資本金が 1 億円を超え、法定実効税率が低下したこと等により、法人税等の負担率が前期の 34.5%から 31.8%に低下した。また、VC ファンドの減損損失の計上により、非支配株主に帰属する当期純損失が前期の 22 百万円から 86 百万円に拡大した。結果として、親会社株主に帰属する当期純利益の増益率は 20.8%となり、経常増益率 (10.6%) を上回った。

◆ 運用資産残高は、基準価額の上昇により大幅に増加した

24/3 期末における直接販売の公募投資信託残高は、つみたて投資の資金流入額 (以下、つみたて金額) が+155 億円、資金流出額からつみたて金額を除いたスポット投資の資金純流出入額 (以下、スポット金額) が-285 億円、基準価額の上昇による残高の変動額 (以下、基準価額変動) が+653 億円となり、前期末比 27.8%増の 2,409 億円となった (図表 9)。

基準価額の上昇に伴い、新規購入よりも解約売りが上回ったため、直接販売の公募投資信託のスポット金額の資金流出額は 23/3 期の 137 億円から拡大している。

ファンド別純資産総額では、スポット金額のマイナスを基準価額変動とつみたて金額のプラスで補ったため、ひふみ投信は前期末比 26.9%

増の1,823億円、ひふみワールドは同33.3%増の558億円と大幅に増加した。一方、スポット金額のマイナスをつみたて金額と基準価額変動のプラスで補えなかったため、ひふみらいとは同7.7%減の27億円にとどまった。

【 図表 9 】 公募投資信託（直接販売）の運用資産残高

(単位：億円)

	23/3期		24/3期			
	期末AUM	期末AUM	前期末比	つみたて金額	スポット金額	基準価額変動
ひふみ投信	1,437	1,823	26.9%	109	-216	493
ひふみワールド	419	558	33.3%	43	-64	160
ひふみらいと	29	27	-7.7%	2	-4	0
直接販売合計	1,885	2,409	27.8%	155	-285	653

(注) AUMは運用資産残高。スポット金額は純資金流入出額からつみたて投資による買い付け金額を除いたもの
(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

主力ファンド別の24/3期のパフォーマンスについては、ひふみ投信は、参考インデックスとしている配当込みTOPIXのリターンが41.3%であったのに対し、35.6%にとどまった。一方、ひふみワールドは39.4%であった。ひふみワールドの参考インデックスではないが、同社が各種マーケットデータとして決算説明資料に記載しているMSCI ACWI 円建て(世界株)の同期間のリターンは40.4%、S&P500 円建て(米国株)は48.0%であった。

直接販売による四半期ベースのつみたて投資額の推移は図表10の通りである。ピークであった22/3期第3四半期の49.4億円から減少傾向で推移しており、24/3期第4四半期には38.3億円となった。直接販売の残有口座数(3ファンドのいずれかを保有する口座数=顧客数)が、22/3期末の63,777名から24/3期末には62,417名に減少したことや、1口座当たりの平均つみたて金額が低下したことが要因である。

【 図表 10 】 直接販売のつみたて金額と残有口座数の推移

	つみたて金額(億円)	残有口座数(名)
21年度1Q	44.8	-
2Q	47.6	-
3Q	49.4	-
4Q	48.2	63,777
22年度1Q	45.9	-
2Q	44.5	-
3Q	42.8	63,160
4Q	40.6	62,402
23年度1Q	38.8	60,911
2Q	39.2	60,859
3Q	38.8	61,000
4Q	38.3	62,417

(出所) 有価証券届出書、決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

24/3 期末における間接販売の公募投資信託残高は、設定額が+1,612 億円、解約額が-2,945 億円、基準価額変動が+2,741 億円となり、前期末比 16.7%増の 9,822 億円となった (図表 11)。

【 図表 11 】 公募投資信託 (間接販売) の運用資産残高

(単位: 億円)

	23/3期			24/3期		
	期末AUM	期末AUM	前期末比	設定額	解約額	基準価額変動
ひふみプラス	4,892	5,965	21.9%	860	-1,431	1,644
ひふみワールド+	2,162	2,315	7.1%	371	-945	726
ひふみマイクロスコープpro	-	93	-	92	0	0
ひふみ年金	583	835	43.2%	138	-102	216
ひふみワールド年金	4	15	262.4%	11	-3	3
まるごとひふみ15	81	61	-24.4%	70	-92	1
まるごとひふみ50	290	212	-26.7%	28	-143	37
まるごとひふみ100	399	322	-19.1%	39	-226	110
間接販売合計	8,414	9,822	16.7%	1,612	-2,945	2,741

(注) AUM は運用資産残高

(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

ファンド別運用資産残高では、解約額のマイナスを基準価額変動と設定額のプラスで補ったため、ひふみプラスは前期末比 21.9%増の 5,965 億円、ひふみワールド+は同 7.1%増の 2,315 億円、ひふみ年金は同 43.2%増の 835 億円と増加した。一方、解約額を基準価額変動のプラスと設定額で補えなかったため、まるごとひふみ 50 は同 26.7%減の 212 億円、まるごとひふみ 100 は同 19.1%減の 322 億円と減少した。24 年 3 月 19 日に設定されたひふみマイクロスコープ pro は、3 月末時点で 93 億円となった。

各ファンドを取扱う販売パートナー数の推移は図表 12 の通りである。新 NISA の導入に備え、ひふみプラスの販売を始める会社が増えたことや、ひふみマイクロスコープ pro の販売先が 7 社となったこと等から、延べ販売パートナー数は前期末比 23 社増の 280 社となった。

【 図表 12 】 延べ販売パートナー数の推移

(単位: 社)

	23/3期末	24/3期末
ひふみプラス及びひふみ年金	108	120
ひふみワールド+及びひふみワールド年金	54	58
まるごとひふみシリーズ	95	95
ひふみマイクロスコープpro	-	7
延べ販売パートナー数	257	280

(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

公募投資信託に私募投信と投資顧問を加えた全社ベースの運用資産

残高は図表 13 の通りである。全社ベースにおいても、解約額が設定額を上回り、資金純流出となったものの、基準価額変動による残高増加額が資金純流出額を超過したため、24/3 期末の運用資産残高は、前期末比 19.6%増の 1 兆 3,688 億円となった。

【 図表 13 】 全社ベースの運用資産残高 (単位: 億円)

	23/3期		24/3期			
	期末AUM	期末AUM	前期末比	設定額	解約額	基準価額変動
投資信託	10,315	12,253	18.8%	1,924	-3,385	3,397
直接販売	1,885	2,409	27.8%	307	-437	653
間接販売	8,414	9,822	16.7%	1,612	-2,945	2,741
私募投信	15	21	35.8%	5	-1	2
投資顧問	1,127	1,435	27.3%	0	-15	322
全社合計	11,443	13,688	19.6%	1,924	-3,400	3,720

(注) AUM は運用資産残高
(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

◆ 投信投資顧問業等を展開する企業と比較

同社と事業構成が似ている上場企業は見当たらないため、投信投資顧問業を展開するスパークス・グループと SBI グローバルアセットマネジメント、「長期・積立・分散」の資産運用を全自動化したサービス「WealthNavi」を提供するウェルスナビを比較対象として選定した(図表 14)。

【 図表 14 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	SBIレオスひふみ	スパークス・グループ	SBIグローバルアセット マネジメント	ウェルスナビ
	コード 直近決算期	165A 24/3期	8739 24/3期	4765 24/3期	7342 23/12期
規模	営業収益	10,309	16,498	10,137	8,167
	経常利益	1,797	8,090	2,510	519
	総資産	11,211	46,112	18,625	32,237
収益性	自己資本利益率	20.9	22.7	9.8	3.2
	総資産経常利益率	18.1	18.9	12.6	1.8
	売上高営業利益率	17.3	45.3	20.8	6.4
成長性	売上高 (3年平均成長率)	15.0	4.9	10.6	48.1
	経常利益 (同上)	12.4	9.3	5.2	-
	総資産 (同上)	10.8	6.7	9.5	28.0
安全性	自己資本比率	61.5	68.2	85.7	37.7
	流動比率	270.1	414.4	277.7	168.6
	固定長期適合率	18.2	47.9	74.9	6.7

(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) 各社の決算短信、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、運用資産残高が相対的に大きく、多額の成功報酬を計上したスパークス・グループが全ての項目で首位に立っている。また、運用資産残高が最も大きく、ファイナンシャル・サービス事業も展開する SBI グローバルアセットマネジメントが経常利益で2位、総資産と営業収益(売上高)で3位に位置している。同社の数値は、営業収益(売上高)で2位、経常利益で3位、総資産で4位であり、比較対象企業に比べやや小規模である。

財務の安全性に関しては、流動比率で1位、自己資本比率で2位、固定長期適合率で3位に位置するスパークス・グループが相対的に最も良好である。自己資本比率で1位、流動比率で2位、固定長期適合率で4位の SBI グローバルアセットマネジメントも相対的に良好である。一方、同社の数値は、絶対値では健全と言えるが、固定長期適合率で2位、自己資本比率と流動比率で3位であり、相対的にやや見劣りする。

収益性では、高い営業利益率を背景に、スパークス・グループが全ての項目で1位となっている。同社は、営業利益率は3位ながら、自己資本利益率と総資産経常利益率で2位に位置しており、相対的には優位である。

成長性については、営業収益(売上高)と総資産で1位のウェルスナビと(経常利益は3期前が赤字で算出できず)、経常利益で1位、営業収益(売上高)と総資産で2位に位置する同社が相対的に良好な数値となっている。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、小規模で、財務内容もやや見劣りするが、成長性、収益性で魅力的な水準にあると言えよう。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は運用力とブランド力にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、同社が強みとして挙げている運用力、販売力、発信力に関係している (図表 15)。

【 図表 15 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・公募投資信託の直接販売の顧客は、つみたて投資を行う現役・将来世代 (50代以下) が中心となっている。公募投資信託の直接販売における平均月次解約率 (当年度の各月の当月解約口座数÷前月末残有口座数を12で除して算出) は低水準を維持している	・残有口座数 (公募投信/直販)	62,417口座
		・50代以下の顧客の割合 (公募投信/直販)	76%
	ブランド ・上場からは日が浅いものの、国内アクティブ投信の中で、「ひふみ」ブランドは個人投資家や販売会社に深く浸透している	・つみたて比率 (公募投信/直販)	約65%
・平均月次解約率 (公募投信/直販)		1%未満	
事業パートナー ・国内の大手銀行、大手証券会社、ネット証券、地方銀行等、多くの販売パートナーを通じて公募投資信託を販売している	・会社設立からの経過年数	21年 (24年6月時点)	
	・公募投信運用開始からの経過年数	15.5年 (24年6月時点)	
組織資本	プロセス ・投資信託の運用から得られる委託者報酬と、投資一任契約等による投資顧問収入は、いずれも運用資産残高に一定率を掛け合わせることで算出されるため、運用資産残高を重視している	・上場からの経過年数	1年 (24年6月時点)
		・販売パートナー数	107社
	知的財産 ノウハウ ・「顔が見える運用」を意識した情報発信として、ファンドマネージャーやアナリスト等が参加するセミナー「ひふみアカデミー」等の開催を続けているほか、YouTubeチャンネル「お金のまなびば!」は金融業界最大級の登録者数を誇っている	・各ファンドの販売数を合計した延べ販売数	280社
		・運用資産残高	13,688億円
	知的財産 ノウハウ ・直接販売する公募投資信託の一部において、長期に保有するほど信託報酬率が低減する日本初の仕組み「資産形成応援団 (信託報酬一部還元方式)」を導入している	・うち公募投資信託 (直接販売)	2,409億円
		・うち公募投資信託 (間接販売)	9,822億円
	知的財産 ノウハウ ・「R & I ファンド大賞」等、多数の受賞歴がある	・うち私募投資信託	21億円
		・うち投資顧問	1,435億円
	知的財産 ノウハウ ・「顔が見える運用」を意識した情報発信として、ファンドマネージャーやアナリスト等が参加するセミナー「ひふみアカデミー」等の開催を続けているほか、YouTubeチャンネル「お金のまなびば!」は金融業界最大級の登録者数を誇っている	・ひふみ投信の設定来年率リターン	14%
		・ひふみワールドの設定来年率リターン	19%
知的財産 ノウハウ ・「R & I ファンド大賞」等、多数の受賞歴がある	・四半期つみたて金額 (公募投信/直販)	38.3億円 (24/3期4Q)	
	・「お金のまなびば」チャンネル登録者数	29.2万人	
人的資本	経営陣 ・藤野会長兼社長と湯浅副社長は、創業時から、取締役や運用責任者 (CIO) として、同社の経営や運用業務において中心的な役割を果たしている	・藤野氏の取締役またはCIOの在任年数	20.5年 (24年6月時点)
		・湯浅氏の取締役在任年数	21年 (24年6月時点)
人的資本	従業員 ・中途採用を中心に採用を強化したため、従業員数は18/3期末 (単体) の50名から大幅に増加している	・藤野氏と湯浅氏の運用会社在籍平均年数	34年 (24年6月時点)
		・藤野氏と湯浅氏の保有株数	980,500株 (7.6%)
人的資本	従業員 ・国内外株運用を中心とした運用チーム	・連結従業員数	117名
		・平均年齢 (レオス・キャピタルワークス)	40.0歳
人的資本	従業員 ・インセンティブ制度	・平均勤続年数 (レオス・キャピタルワークス)	4.9年
		・運用チーム (エコノミストを含む) の人数	17名 (24年5月末)
人的資本	従業員 ・インセンティブ制度	・ストックオプション	305,000株 (2.4%)
		・従業員持株会の保有株数	128,800株 (1.0%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、24/3 期または 24/3 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率
(出所) 決算短信、有価証券報告書、決算説明資料、投資信託の運用報告書を基に証券リサーチセンター作成

08年10月に運用を開始した旗艦ファンドであるひふみ投信の設定来リターンは年率 14%と良好であり、競合他社が運用する日本株アクティブ運用の主力投資信託と過去 10 年のリターンを比較しても、ひふみ投信、ひふみプラスは上位に位置している。

こうした好成績が、ファンド保有者の注目を集め、ひふみプラス、ひふみ投信が日本株アクティブ運用ファンドの中で最大級の規模に拡大した原動力になったと思われる。しかし、ひふみプラスやひふみ投信よりも過去 10 年のリターンが高かった、競合他社の日本株アクティブ運用の投資信託も少数ながら存在している。そこで、証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社が現在の地位を築けた理由を分析してみた。

同社は、ひふみ投信の運用開始から運用担当者の氏名を公表する等、先駆的な取組みをしているが、16 年頃からは、アナリストを含む運用チームの顔写真付きコメントを月次運用報告書に掲載する等、他社ではほとんど見られないユニークな開示をしており、正に「顔の見える運用」を継続的に実践している。また、21 年に開始した YouTube チャンネル「お金のまなびば!」では、24/3 期末で 29.2 万人と金融業界最大級となる登録者数を獲得している。

当センターでは、こうした同社の発信力が、投資信託という目に見えない商品の魅力を、直接販売の個人顧客だけでなく、間接販売の個人顧客や販売パートナーの営業担当者に訴求する上で強力な武器となり、「ひふみプラス」等の純資産総額の増加と維持に大きく貢献したと考えている。言い換えれば、ブランド力（自社の投資信託のファンを作る力）が他社を凌駕していると見ている。

同社は、現在、SBIホールディングスの子会社であるものの、その傘下に入った 20 年 6 月までには独自の地位を築き上げていたため、同社の強みは自社で培ったものと言えよう。以上のことから、運用力とブランド力が同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、自社サイトで「サステナビリティ」に対する考え方や取組みを紹介しているほか、SDGs（持続可能な開発目標）が掲げる 17 の目標のうち、環境対応としては、「気候変動に具体的な対策を」の項目を選定している。「ESG 投資・エンゲージメント」に対する取組みとして、環境面で良い事業を行う企業に投資したり、そうではない企業には対話を通して働きかけを行ったりしていると説明している。現時点では、運用面での取組みとどまっているが、将来的には別の形で関わることを検討しているようである。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、SDGs が掲げる 17 の目標のうち、社会的責任としては、「つくる責任つかう責任」、「質の高い教育をみんなに」、「ジェンダー平等を実現しよう」、「働きがいも経済成長も」の項目を選定している。特に力を入れている金融教育では、「お金のまなびば!」での情報発信に加え、高校や大学等で出張授業を行うほか、若者が起業を模擬体験できるプログラムに協賛している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役 9 名(うち社外取締役 3 名)で構成されている。社外取締役の中村利江氏は、出前館 (2484 東証スタンダード) の代表取締役社長等を歴任した後、21 年 8 月に同社の取締役に就任した。中村氏は、エムスリーソリューションズの代表取締役社長であるが、エムスリー (2413 東証プライム) の取締役でもある。また、社外取締役の垣内俊哉氏は、ミライロ (大阪市淀川区) の代表取締役社長であり、22 年 6 月に同社の取締役に就任した。もう一人の社外取締役である佐藤明氏は、野村証券で証券アナリストとして勤務した後、04 年 6 月から 09 年 2 月までは同社の監査役や取締役を務めていた。その後、コモンズ投信の取締役等を経て、23 年 6 月に再び同社の取締役に就任した。佐藤氏は、ワイワイミュージック (東京都中央区) の代表取締役である。

監査役会は、常勤監査役 2 名(うち社外監査役 1 名)と非常勤監査役 2 名(全て社外監査役)の 4 名で構成されている。常勤社外監査役の高見秀三氏は、大和証券等の金融機関で監査役を歴任した後、22 年 6 月に同社の監査役に就任した。非常勤監査役の安田和弘氏は、15 年 9 月に同社の監査役に就任した。安田氏は弁護士で公益財団法人渋沢栄一記念財団監事や日本グロースキャピタル投資法人の監督役員を兼務している。もう 1 人の非常勤監査役である和田耕児氏は 15 年 9 月に同社の監査役に就任した。和田氏は、公認会計士でプロ・スタッフ・ソリューションズ (東京都千代田区) の代表取締役である。

24/3 期に 20 回開催された取締役会には、中村取締役と和田監査役の出席回数は 19 回、垣内取締役は 18 回であったが、高見監査役と安田監査役は全てに出席した。佐藤取締役は、就任後に開催された 15 回全てに出席した。13 回開催された監査役会には、3 人の社外監査役は全てに出席した。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 新規顧客や運用資産の獲得、資金流出の抑制

同社は、独自性と一貫性を持った営業活動を継続しているものの、新規顧客の獲得や、既存顧客からの追加運用資産の獲得、既存顧客からの資金流出を防ぐための商品やサービスの拡充等を経営課題として認識している。実際、直接販売の投資信託を保有する口座数(顧客数)は、22/3 期末の 63,777 名から 24/3 期末には 62,417 名に減少しているほか、24/3 期の全社運用資産の解約額は、設定額 (1,924 億円) を上回る 3,400 億円に達している。

◆ 大型バリュー株が優位の市場環境における運用成績の改善

旗艦ファンドであるひふみ投信、ひふみプラスの運用成績は、過去 10 年では良好であるものの、過去 3 年では参考インデックスとしている TOPIX (配当込み) のリターンを下回っている。24/3 期において、両ファンドが前期の資金純流入から資金純流出に転じたのは、基準価額の上昇による利益確定売りが増えただけではなく、運用成績の悪化も一因であると考えられる。

レオス・キャピタルワークスは元々、小型グロース株の運用を得意としている。海外株や国内大型株もファンドに組み入れているものの、小型グロース株の組入れ比率が市場平均よりも高かったため、過去 6 年ほど継続している大型バリュー株優位の市場環境がネガティブに働いたと推測される。

市場環境が小型グロース株優位に転換すれば、運用成績が改善する可能性はあるものの、その時期を予想することは困難である。資金流出を抑制するためには、大型バリュー株が優位の市場環境においても、ひふみ投信、ひふみプラスの運用成績の改善が求められる。

> 今後の事業戦略

◆ 「お金を学び、ひふみでつみたて、共助で支える」を掲げている

同社は、中長期的な経営戦略(取組み)としては、「お金を学び、ひふみでつみたて、共助で支える」という 3 点を掲げている。

1) お金を学ぶ(金融・投資に関するリテラシーの向上への寄与)
同社は、投資の魅力やお金についての知識を様々なメディアを通して、資産形成に積極的な層だけではなく、関心の低い層にも届けると共に、誰もが簡単に、安心して資産形成を始められる仕組みを開発・提供することで、資産形成の大衆化を目指している。なお、24/3 期末における直接販売の投資信託口座の 76%が 50 代以下の現役・将来世代によるものとなっている。

2) ひふみでつみたて(「ひふみ」による積立投資の普及)

同社は、資産形成の基本は「つみたて投資」であると考えている。時間を味方につけ、コツコツとつみたてていくことが、相場の変動に左右されず、健全な資産形成に繋がるという信念を持っているからである。24/3 期末において、残高がある直接販売の投資信託口座のうち、約 65%がつみたて口座となっている。同社は、「ひふみ」ブランドの投資信託について、品質の向上や積極的な情報発信を行い、日本一の積立口座数を目指したいとしている。

3) 共助で支える(共助の文化の浸透)

同社は、働く世代に対して「つみたて投資」による資産形成を推奨するものの、諸事情により働くことができず、「つみたて投資」を行えない人々にも金融サービスの恩恵を受けられるようにすることがファイナンシャル・インクルージョンの観点から重要であると認識している。具体的には、資産形成で得た含み益の一部を寄付に回す仕組み等、「共助」の厚みを増していくためのプラットフォーム作りについて検討を進める方針である。

◆ 29 年 3 月期を最終年度とする長期ビジョンを公表した

同社は、29/3 期に運用資産残高 2.7 兆円(24/3 期を起点とした年平均成長率 14.6%)、営業収益 200 億円(同 14.2%増)、営業利益 40~50 億円(同 17.6~22.9%増)の達成を目指す長期ビジョンを公表した。パフォーマンスの向上、新商品・新サービスの導入、認知拡大による顧客の獲得を行い、投資信託の強化を継続することで、近年伸びが鈍化していた運用資産残高の伸びを再加速させる方針である。

なお、この期間の運用資産残高について、同社は約 2 倍の伸びを見込んでいるが、このうち、1.5~1.8 倍(年平均成長率 8.4~12.5%)は株式市場の上昇を前提としており、残りが自助努力(市場リターンに対する超過リターンや新商品の投入等による運用資産残高の増加)となっている。

◆ 未上場段階から長期投資するクロスオーバーファンドを検討中

新商品の第一弾として、24 年 3 月に運用が開始された「ひふみマイクロスコープ pro」の純資産総額は、3 月末時点では 93 億円であったが、6 月末では 147 億円に増加している。

また、同社は、これまで国内の公募投資信託では存在していなかった、上場企業と未上場企業の両方に投資する投資信託であるクロスオーバーファンドの運用開始を、近い将来、計画していると表明した。業界の自主規制団体である投資信託協会が、公募投資信託において、原

則として純資産総額の 15%を上限に未上場株式の組入れを認めるよう、「投資信託等の運用に関する規則」等を改正したことで、24年2月15日からクロスオーバーファンドの投入が可能になっている。

これまで、国内における未上場のスタートアップ企業への投資は、VCファンドに投資できる機関投資家や、エンジェル投資家等に投資家層が限られていたが、クロスオーバーファンドは、一般の個人投資家にも未上場のスタートアップ企業への投資機会を提供するものであるため、幅広い投資家の注目を集める可能性がある。また、未上場段階から長期目線でスタートアップ企業に投資し、上場後も保有できる仕組みであるため、運用期間10年が一般的なVCファンドに比べて、スタートアップ企業側からも出資先として歓迎される可能性がある。

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 16 のようにまとめられる。

【 図表 16 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・日本株式のアクティブ運用で長期的な経験や実績があること ・「ひふみ」ブランドは、個人投資家や投資信託を販売する金融機関に浸透していること ・藤野会長兼社長を始め、日本株運用で長年活躍してきた人材が在籍していること ・金融業界最大級の登録者数を誇るYouTubeチャンネル「お金のまなひび！」等、高い発信力を持つこと
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ベンチャーキャピタル業務は経験が浅く、事業規模も小さいこと ・新NISAにおいては顧客を十分に獲得できていないこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・クロスオーバーファンド等の新商品による運用資産残高や営業収益の拡大 ・M&Aによる既存分野の強化や新規分野への進出 ・日本の家計金融資産における投資信託比率の上昇
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ロボットアドバイザーサービスやインデックス投信の拡大によって、顧客基盤が侵食されること ・知名度の高い大型株に市場の人気が集まると、投信を売却して大型株を購入する顧客が増える可能性があること ・国内外の株式市場や為替レートの大幅な変動等により、業績に悪影響が生じること

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ クロスオーバーファンドの投入による顧客拡大に期待したい

現在、日本の投資信託市場では、全世界の主要株式を対象としたファンドや米国の主要株式を対象とした、低コストのインデックスファンドに人気が集集中しており、そのようなファンドを運用していない本社には逆風が吹いている。また、旗艦ファンドの「ひふみ投信」「ひふみプラス」で、市場平均よりも高く組み入れている小型成長株の株価が相対的に冴えないという、本社にとっての別の逆風も存在している。

こうした中、自社の他商品とは異なる性格を持ち、小型株投資の経験・ノウハウが豊富で、VC 業務での経験も活かせるクロスオーバーファンドは、本社にとって、新たな柱になりうる新商品であると当センターでは考えている。また、現時点で、規則改正を受けて公募投資信託によるクロスオーバーファンドの投入計画を公表している国内運用会社は、本社以外では野村アセットマネジメントしか見当たらない。新規顧客や運用資産の獲得、資金流出の抑制が課題となる中、クロスオーバーファンドは、既存客による購入だけではなく、新規客による購入や、解約して本社から離れた以前の顧客による購入の可能性もある商品と思われる。よって、当センターは、クロスオーバーファンドの投入による顧客拡大に期待している。

> 今後の業績見通し

◆ 25 年 3 月期会社計画は公表されていない

同社は、収益の源泉である運用資産残高が、日本のみならず世界の株式マーケット影響を大きく受け、その見通しについては、経済情勢、相場環境等に起因する様々な不確実性が存在しているため、同業他社と同様に業績予想を公表していない。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、24/3 期実績や、4~5 月の投資信託の資金流入の状況、同社の施策等を考慮し、同社の 25/3 期業績を、営業収益 12,320 百万円（前期比 19.5%増）、営業利益 2,405 百万円（同 35.1%増）、経常利益 2,417 百万円（同 34.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,674 万円（同 27.5%増）と予想する（図表 17）。

【 図表 17 】 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)

	23/3期	24/3期	25/3期CE	25/3期E	26/3期E	27/3期E
損益計算書						
営業収益	9,660	10,309	-	12,320	13,650	15,284
前期比	1.9%	6.7%	-	19.5%	10.8%	12.0%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
委託者報酬	9,477	10,167	-	12,100	13,420	15,040
投資顧問報酬	182	219	-	250	260	274
営業投資有価証券関連損益	-	-77	-	-30	-30	-30
営業費用	4,654	4,995	-	5,754	6,447	7,262
営業費用率	48.2%	48.5%	-	46.7%	47.2%	47.5%
一般管理費	3,394	3,534	-	4,161	4,521	4,895
一般管理費率	35.1%	34.3%	-	33.8%	33.1%	32.0%
営業利益	1,610	1,780	-	2,405	2,682	3,127
前期比	-17.5%	10.5%	-	35.1%	11.5%	16.6%
営業利益率	16.7%	17.3%	-	19.5%	19.6%	20.5%
経常利益	1,625	1,797	-	2,417	2,694	3,139
前期比	-17.4%	10.6%	-	34.4%	11.5%	16.5%
経常利益率	16.8%	17.4%	-	19.6%	19.7%	20.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,087	1,313	-	1,674	1,870	2,184
前期比	-16.6%	20.8%	-	27.5%	11.7%	16.8%

(注) CE: 会社予想は未定 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

業務別営業収益は、委託者報酬を 12,100 百万円（前期比 19.0%増）、投資顧問報酬を 250 百万円（同 14.0%増）、営業投資有価証券関連損益を -30 百万円（前期は -77 百万円）と予想した。

委託者報酬の大幅な増加を予想するのは、前期末の運用資産残高の増加の影響が本格化することに加え、24 年 6 月末に直接販売も開始されたひふみマイクロスコープ pro の残高が大幅に増えることによる。25/3 期末の投資信託の運用資産残高は 1 兆 3,119 億円（前期末比 7.1%増）を予想した。なお、25/3 期の国内株式市場は約 5%上昇し、同社のファンドの基準価額も同程度上昇することを前提としている。また、4~5 月実績についての投資信託協会の公表情報において、同社の投資信託が資金純流入に転じていたことから、ひふみマイクロスコープ pro 以外の既存ファンドは資金純流出が 0 となることを前提としている。

なお、新商品のクロスオーバーファンドについては、25/3 期第 4 四半

期に運用が開始され、間接販売と直接販売が行われると見込んだが、期末近くなので 25/3 期の営業収益に与える影響は限定的と考えている。

ベンチャーキャピタル業務の営業投資有価証券関連損益については、減損損失の縮小だけを見込んでおり、売却益の計上は予想していない。

営業費用は 5,754 百万円 (前期比 15.2%増) を見込んでいる。支払手数料は、間接販売の公募投資信託残高の増加に伴い、大幅な増加を見込んだものの、直接販売の運用資産残高の伸びが相対的に高いと考えたため、営業収益支払手数料率は前期からは改善すると考えた。調査費やその他の営業費用の伸びも増収率を下回ると考え、営業費用率は前期比 1.8%ポイント改善の 46.7%と予想した。

一般管理費は 4,161 百万円 (前期比 17.7%増)、一般管理費率は前期比 0.5%ポイント改善の 33.8%を予想している。特に、クロスオーバーファンドの投入等に伴い、広告宣伝費の大幅な増加を見込んだほか、好業績に伴い、役員に対する業績連動報酬や従業員の賞与の増加等を見込んでいる。また、25/3 期末の従業員数は前期末比 10 名の増加を想定している。営業費用率と一般管理費の改善により、営業利益率は 19.5%と、前期比 2.2%ポイントの上昇を予想した。

26/3 期は、営業収益 13,650 百万円 (前期比 10.8%増)、営業利益 2,682 百万円 (同 11.5%増) と予想した。業務別営業収益は、委託者報酬 13,420 百万円 (同 10.9%増)、投資顧問報酬 260 百万円 (同 4.0%増)、営業投資有価証券関連損益 -30 百万円 (同横這い) と予想した。

26/3 期末の投資信託の運用資産残高については、クロスオーバーファンドの残高拡大等により、1 兆 4,484 億円 (前期末比 7.1%増) と見込んでいる。なお、26/3 期の国内株式市場は約 5%上昇し、同社のファンドの基準価額も同程度上昇することを前提としている。また、ひふみマイクロスコープ pro、クロスオーバーファンド以外の既存ファンドは資金純流入出が 0 となることを前提としている。

ベンチャーキャピタル業務に係る営業投資有価証券関連損益については、減損損失の縮小だけを見込んでおり、売却益の計上は予想していない。

営業費用は 6,447 百万円 (前期比 12.0%増) を見込んでいる。クロスオーバーファンドの間接販売の運用資産残高が大幅に増加し、支払手数料の伸びが高くなると見込んだため、営業費用率は前期比 0.5%ポイント悪化の 47.2%と予想した。

一般管理費は4,521百万円(前期比8.7%増)、一般管理費率は前期比0.7%ポイント改善の33.1%を予想している。内訳としては、広告宣伝費や人件費の伸びの鈍化を見込んでいる。また、26/3期末の従業員数は前期末比10名の増加を想定している。営業費用率の悪化を一般管理費の改善で補い、営業利益率は19.6%と、前期比0.1%ポイントの上昇を予想した。

27/3期は、営業収益15,284百万円(前期比12.0%増)、営業利益3,127百万円(同16.6%増)と予想した。業務別営業収益は、委託者報酬15,040百万円(同12.1%増)、投資顧問報酬274百万円(同5.4%増)、営業投資有価証券関連損益-30百万円(同横這い)と予想した。

27/3期末の投資信託の運用資産残高については、クロスオーバーファンドの残高拡大等により、1兆5,920億円(前期末比9.9%増)と見込んでいる。なお、27/3期の国内株式市場は約5%上昇し、同社のファンドの基準価額も同程度上昇することを前提している。また、ひふみマイクロスコープpro、クロスオーバーファンド以外の既存ファンドは資金純流入出が0となることを前提としている。

ベンチャーキャピタル業務に係る営業投資有価証券関連損益については、減損損失の縮小だけを見込んでおり、売却益の計上は予想していない。

営業費用は7,262百万円(前期比12.6%増)を見込んでいる。クロスオーバーファンドの間接販売の運用資産残高が大幅に増加し、支払手数料の伸びが高くなると見込んだため、営業費用率は前期比0.3%ポイント悪化の47.5%と予想した。

一般管理費は4,895百万円(前期比8.3%増)、一般管理費率は前期比1.1%ポイント改善の32.0%を予想している。内訳としては、広告宣伝費や人件費の伸びの鈍化を見込んでいる。また、27/3期末の従業員数は前期末比10名の増加を想定している。営業費用率の悪化を一般管理費の改善で補い、営業利益率は20.5%と、同0.9%ポイントの上昇を予想した。

同社は、将来の事業展開と経営基盤の強化のために必要な内部留保資金を確保しつつ、連結配当性向30%以上を目標に、中間配当及び期末配当として年2回の配当を行うことを基本方針としている。こうした同社の方針と当センターの業績予想を基に、当センターでは、25/3期は45.0円、26/3期は50.0円、27/3期は58.0円の配当を予想した。

【 図表 18 】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) (単位: 百万円)

	23/3期	24/3期	25/3期CE	25/3期E	26/3期E	27/3期E
貸借対照表						
現預金	2,103	3,567		4,183	4,780	5,601
未収委託者報酬	3,725	4,133		4,961	5,502	6,166
その他	1,908	2,196		2,355	2,633	3,012
流動資産	7,737	9,897		11,500	12,916	14,779
有形固定資産	238	621		566	509	457
無形固定資産	381	338		354	527	572
投資その他の資産	347	353		368	373	379
固定資産	967	1,313		1,288	1,409	1,408
資産合計	8,704	11,211		12,788	14,326	16,188
未払費用	1,561	1,710		2,003	2,255	2,554
未払法人税等	155	378		435	479	551
その他	715	1,575		1,658	1,672	1,686
流動負債	2,432	3,665		4,096	4,406	4,792
退職給付に係る負債	92	115		125	137	148
その他	85	220		220	221	221
固定負債	177	335		346	358	370
純資産合計	6,094	7,210		8,346	9,561	11,026
(自己資本)	5,700	6,898		8,081	9,344	10,857
(非支配株主持分+新株予約権)	393	312		264	216	168
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	1,625	1,797		2,417	2,694	3,139
減価償却費	552	470		449	478	517
未収委託者報酬の増減額 (-は増加)	107	-408		-827	-541	-664
未払費用の増減額 (-は減少)	-19	149		292	252	299
その他	-467	626		-86	-255	-356
法人税等の支払額	-886	-398		-734	-827	-930
営業活動によるキャッシュ・フロー	912	2,236		1,511	1,799	2,003
有形固定資産の取得による支出	-452	-551		-270	-280	-290
無形固定資産の取得による支出	-127	-104		-134	-315	-221
その他	0	0		0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-578	-655		-404	-595	-511
非支配株主からの払込みによる収入	330	-		0	0	0
株式の発行による収入	-	445		0	0	0
配当金の支払額	-396	-562		-490	-606	-671
財務活動によるキャッシュ・フロー	-66	-116		-490	-606	-671
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	266	1,463		616	597	820
現金及び現金同等物の期首残高	1,838	2,105		3,568	4,185	4,782
現金及び現金同等物の期末残高	2,105	3,568		4,185	4,782	5,603

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 国内外の株式市場や為替市場の変動による業績への影響

同社グループの営業収益は、運用資産残高に一定率を掛けることで算出される委託者報酬と投資顧問報酬等によって構成されている。その

ため、国内外の株式市場の動向は同社グループの業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。また、為替市場の変動は、国内外の株式市場に影響を与えるだけでなく、同社グループが運用する投資信託が保有する外貨建て資産の円換算額にも影響を与えるため、同社グループの業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。

◆ マーケットの流動性に係るリスク

同社グループの主力商品である投資信託は、その商品の特性上、顧客はいつでも解約可能であることから、顧客の解約によりファンド規模が縮小する可能性がある。一時に多額の解約があった場合には、返還のための資金を手当するために保有資産を大量に売却しなければならないことが起こり得る。その際、保有銘柄を低い価格で売却せざるを得なくなったり、保有数量の一部を売却することで当該銘柄の株価の下落を招き、残りの保有分の評価額が下がったりすること等により、当該投資信託の基準価額が低下し、運用資産残高が減少した場合は、同社グループの業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

◆ 特定の人物への依存に係るリスク

同社グループの創業者であり、代表取締役会長兼社長である藤野英人氏は、最高経営責任者として同社グループの経営方針の決定において重要な役割を果たしていることに加え、最高投資責任者及びファンドマネージャーとしても、同社グループの投資戦略の決定においても重要な役割を果たしている。また、同じく創業者である湯浅代表取締役副社長は、ファンドマネージャーとして同社グループの投資戦略の決定においても重要な役割を果たしている。

同社グループは、より組織的な経営体制を目指し、人材採用・育成に力を入れ、経営リスクの低減を図る方針であるものの、藤野会長兼社長や湯浅副社長が何らかの事情により通常の職務を遂行できなくなる場合には、同社グループの業績及び事業展開に悪影響を及ぼす可能性がある。

◆ 大株主の株式売却リスク

SBIホールディングスは、連結子会社のSBIファイナンシャルサービスズを通じて、24/3 期末において同社の発行済株式総数の46.9%を保有している。ISホールディングスの代表取締役社長である遠藤昭二氏は同じく11.1%を保有している。SBIホールディングスと遠藤氏は、安定株主として一定の議決権を保有し続けると見られるが、将来、何らかの事情により、同社株式を一度に大量に売却した場合、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

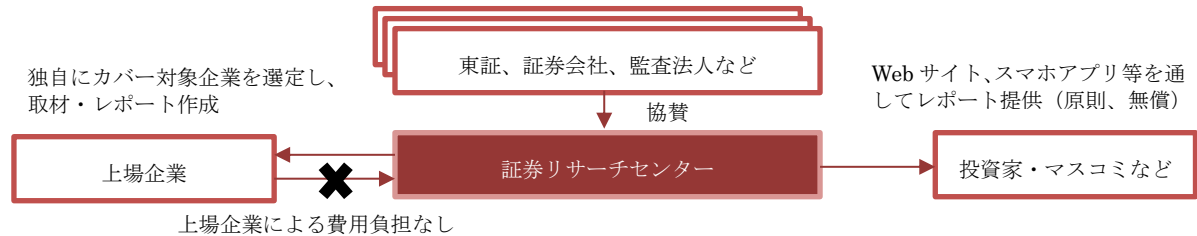
◆ 流通株式比率の低さ

同社は、流通株式比率について、持株会社への移行時点で 29.93%としており、東京証券取引所グロース市場の上場維持基準である 25%以上を満たしている。上場後は、大株主からの売出し協力、成長資金の公募増資による調達、ストック・オプションの行使による流通株式の増加等より、同社株式の流動性を向上させる方針である。しかし、将来、何らかの事情により、流通株式比率が基準を下回った場合は、期限内に基準に適合しないと上場廃止基準に該当するため、注意が必要である。

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。

※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	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
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会
一般社団法人スチュワードシップ研究会	

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、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。