

## 桑山

7889 東証 JASDAQ

<http://www.kuwayama.co.jp/ir/>

2016年12月9日（金）

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

企業調査レポート  
執筆 フィスコアナリスト  
清水 さくら

[企業情報はこちら >>>](#)

## ■ 前期比で大幅増益、強みを活かして今期は着実に前進

桑山<7889>は、国内トップの総合ジュエリーメーカーで、製造のみならず、企画・デザインから販売・アフターサービスまでをカバーしている。

### ●会社概要

百貨店のアクセサリー・宝飾品の売り場や全国規模のジュエリー販売会社が主な顧客で、金やプラチナ、ダイヤモンド、真珠などを使用して同社が製品を製造・供給する。売上高構成比は、OEM（Original Equipment Manufacturing）・ODM（Original Design Manufacturing）事業が約3割、ダイヤ・パールなどの素材販売が約3割、貴金属チェーンの製造販売が約2割、海外が約2割となっているが、総合力を生かしたOEM・ODM事業が中核事業となっている。同社は製品の品質はもちろんのこと、デザインや企画力、製造技術や製品の安定供給にも強みがあり、国内市場が縮小傾向に推移する中でも顧客の支持を得て販売シェアを伸ばしている。

### ●第2四半期決算：地金と為替市況の変動で差損を計上した前年同期から回復し、大幅増益

2017年3月期第2四半期連結決算（4月－9月期累計）は、売上高が前年同期比0.4%減の17,670百万円、営業利益が同217.0%増の911百万円、経常利益が同136.4%増の659百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同209.5%増の427百万円だった。前年同期は貴金属地金相場の下落に伴う販売差損や在庫の評価損が発生し利益が落ち込んでいたこともあり、当第2四半期では前年同期との比較で大きな伸びを示した。なお、2016年3月期は、商品と為替市況の大きな変動に起因し、多額の実損と評価損を計上、大きな減益に陥った。

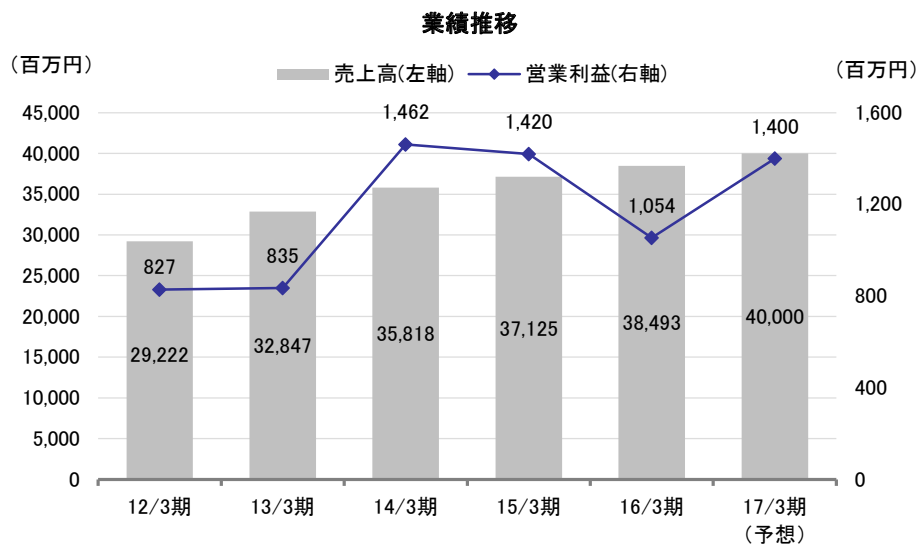
### ●今後の成長への道筋が示されることを期待したい

国内では製造力や製品開発力を競争力として販売シェアを拡大するとともに、今後著しい成長性が見込める中国市場を深耕する。特に、中国国内でチェーン展開する信頼性の高い大手小売会社とパートナーシップを組み、同社の強みである高い品質や安定供給を前面に事業を推進するようだ。中国の先には米国や東南アジアも視野に入れている。

同社は、中期経営計画を策定しているが、同社内での共有と利用に留まり公表はしていない。計画を公表する際には一定の確度と情報を持って臨みたいという投資家などに対する真摯な姿勢は好ましいが、今後、中長期ではどの程度の利益成長を見込んでいるかなどの展望が何かしらの形で遠くない将来に示されることを期待する。

## ■ Check Point

- ・国内トップの総合ジュエリーメーカー。OEM・ODM事業が中核となっている。
- ・前期は、地金と為替市況の大幅変動に起因し、評価損を含む多額の差損を計上。第2四半期決算は前年同期より大きく回復、通期業績予想に対する進捗率も高い。
- ・国内の販売シェアの拡大と中国市場の深耕で成長を求める。



## ■ 沿革

### 成長著しいアジア需要の取り込みを図る

東京オリンピックが開催された1964年の開業で、貴金属のチェーンを編む仕事から始まった。その後、機械設備の導入で一握りの職人しか持ちえなかった技術の標準化に成功。それを元に、全国展開のジュエリー小売企業などを対象にOEM・ODM事業を深耕し発展を続けた。2000年代には、宝飾素材まで事業を拡大。現在では、ダイヤモンドやパールなどの素材販売も行っているほか、海外でもタイと中国に計3工場を保有しているなど、成長著しいアジア需要の取り込みにもかかっている。

沿革表

年月	出来事
1964年 4月	創業者桑山征洋が、東京都墨田区に貴金属を扱う「桑山鎖」を開業
1970年 4月	東京都墨田区に「株式会社 桑山貴金属鎖」設立 富山県魚津市に魚津工場（前テクニカルセンター）を新設（2000年2月現富山工場へ移設）
1973年 9月	東京都台東区に本店を移転
1976年 4月	富山県魚津市に宮津工場（現富山工場）を新設
1986年 8月	商号を「株式会社 桑山貴金属」に変更 東京都台東区に本社ビルを新設し、本店を移転
1987年 4月	山梨県甲府市に甲府営業所を設置（1994年3月に甲府支店に昇格）
1992年 3月	資本金 3億 5,200万円に増資
1992年 4月	子会社 5社を吸収合併 大阪営業所（1994年3月に大阪支店に昇格）、福岡営業所（2001年4月に福岡支店に昇格）をそれぞれ設置
1993年 4月	資本金 7億 4,750万円に増資
1994年 4月	中国江蘇省無錫市に関連会社「無錫金藤首飾有限公司」を設立（2005年1月に100%子会社とする）
1995年 3月	同社株式を日本証券業協会の店頭売買有価証券として登録（現東京証券取引所 JASDAQ 市場上場） 資本金 13億 4,150万円に増資
1995年 4月	欧州の市場調査及びダイヤモンド買付を目的としベルギー・アントワープに KUWAYAMA EUROPE N.V. を設立
1995年11月	資本金 29億 5,270万円に増資
1997年 3月	資本金 30億 1,352万円に増資
1997年12月	ジュエリーの生産拠点を拡充するためタイ・バンコク市の CHRISTY GEM CO.,LTD. の経営権を取得
1997年12月	アジアの経済拠点香港に「KUWAYAMA HONG KONG CO., LTD.」を設立
2000年 8月	商号を「株式会社 桑山」に変更
2004年 6月	帝国ホテルタワー内に最高級ダイヤモンドの専門サロン「DIADDICT（ディアディクト）」を開設
2004年 9月	商品企画、営業力強化を目的に宝飾品卸商、株式会社エヌジェーを100%子会社とする
2007年 4月	催事販売の強化を図るため、株式会社プリリアンスインターナショナルジャパンを設立
2008年 5月	服飾雑貨業界との業務取引の拡充と新規分野を確立するため株式会社 K.C.D を設立 有限会社クレールの株式を取得し、子会社とする
2014年11月	製造効率の改善及び品質管理の高度化を目的として、Daems Giovanni BVBA（ベルギー法人）と出資提携
2015年 9月	中国での製造能力を増強するため「広州桑山珠寶有限公司」を広州市番禺区に新設
2016年 1月	西日本地域の売上増強と両社の相乗効果による売上拡大を目的として「株式会社 HAKKO インターナショナル」を株式会社 エヌジェーの100%連結子会社として設立

出所：会社 HP よりフィスコ作成

■ 事業内容と収益構造、特徴・強み

製販一貫体制で国内総合ジュエリーメーカーではトップの位置

同社は、セグメント情報を開示していないため、取材等で得られた情報を元に事業内容及び収益・利益構成を弊社でまとめた。

(1) 事業内容

主なビジネスカテゴリーは、高額商品のファインジュエリー、婚約指輪などのプライダルジュエリー、百貨店の1階で販売されているような比較的低い単価のファッションジュエリーで、主な製品品目は、ネックレス、ペンダント、リング、ブレスレット、イヤリング、ピアスである。また、ジュエリー用チェーンの販売、ダイヤモンドやパール等のルースの販売も行っている。帝国ホテルでサロンを運営しているが、ショールームのような位置付けであり、小売りはほとんどしていない。

2016年12月9日（金）

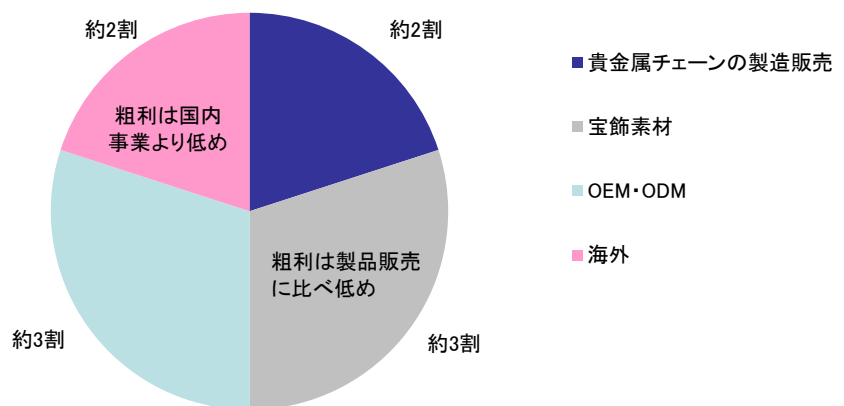
## (2) 売上高と利益構成

売上高構成比は、OEM (Original Equipment Manufacturing)・ODM (Original Design Manufacturing) 事業が約3割、ダイヤ・パールなどの素材販売が約3割、貴金属チェーンの製造販売が約2割、海外が約2割となっているが、総合力を生かした OEM・ODM 事業が中核事業となっている。この OEM・ODM 事業の顧客は、国内外のトップブランドで、百貨店の1階にある単価が数万円程度のアクセサリ・ジュエリー売場や上階にある高級な商品を取り扱う「宝飾サロン」と呼ばれるような売場、全国のジュエリーチェーンである。つまり、同社は、企画・デザインからアフターサービスまでの一貫体制を敷いているが、小売部分については専門の会社をパートナーとし、それ以外の同社が得意とする部分に経営資源を集中投入しているビジネスモデルと言える。

同社は、製品の品質はもちろんのこと、デザインや企画力、製造技術や製品の安定供給にも強みがあり、国内市場が縮小傾向に推移するなかでも顧客の支持を得て販売シェアを伸ばしているようだ。

なお、単体の製造原価明細書は公開されており、2016年3月期におけるその内訳は、材料費が89.3%、労務費が6.3%、経費が4.4%となっている。事業やセグメントによって構成は異なると推察されるが、同社の製造原価構成について外部者が大まかなイメージをつかむには有用であろう。

売上高構成のイメージ



出所：取材よりフィスコ作成

## (3) 生産体制

生産体制は、国内1ヶ所、海外3ヶ所の計4工場体制となっている。基幹工場である富山工場では、インゴットから完成品に至るまでの一貫体制を敷いている。タイのバンコクにある子会社のCHRISTY GEMにおいては、ジュエリー製品全般の製造とダイヤモンドのカットを行っている。中国は江蘇省及び広東省に2工場あり、中国国内の供給を担当、ジュエリー製品全般の製造を行っている。同社では、“信頼の品質”を前面に掲げ、品質を厳しくチェックしている。

なお、同社の作品は、JJA ジュエリーデザインアワード 2015 東京都知事賞／プラチナ・ギルド・インターナショナル賞／技術賞、米国のジュエリーフェア「クチュール・ショー」のデザインコンテストの「プラチナ部門」での“Winner”などを受賞している。素人目から見ても、同社の製品は創業以来の技術であるチェーンなどの細かで繊細な技術に裏打ちされた製品と分かるものが多い。

主な受賞作品



出所：会社 HP、決算説明会資料より掲載

(4) 強みを生かして、厳しい環境下でも国内シェアは拡大

同社の特徴は、企画・デザインから製品の製造、販売まで幅広く取扱っており、製販一体型と言える。主要な顧客は百貨店や全国展開しているジュエリーチェーンなどで、人口減少などで業界環境が決して良いとは言えないなか、同社は売上高を伸ばし続け、販売シェアが拡大しているようだ。一口にシェア拡大と言っても、安売りに走っているのでは決してなく、同社はむしろ同社の持つ技術力や高い品質、安定した供給力、企画力などを武器にして多面的に展開しているのが成功しているようだ。

受注を獲得するには、当然ながら、デザイン力や企画力も重要である。デザイン力については、同社はデザインコンテストなど数々の賞を受賞していることから高水準である。企画提案は、顧客やブランドの個々の需要や特性に応じた細かな内容が重要である。例えば、需要期であるクリスマスシーズンに向けては他社との差別化を掲げ、プライダルジュエリーではストーリー性を重視し、エンドユーザーに伝わるような企画提案をすることで、その顧客のオリジナル商品開発に協力する。また、ファッションジュエリーのブランドには、そのブランドのシーズンテーマに添った提案をするなど、きめ細かな顧客対応が必要となっている。製品開発については、デザイナーだけに任せておくのではなく、工場の技術者の発想から細かいネックレスチェーンを活用した提案により製品化、高評価を受けた製品もあり、デザイナーと製造現場が両輪となって良い成果を挙げているようだ。

品質と安定供給も重要な鍵となっている。同社の主要顧客は大規模な販売力を保有するところが多く、同社が得意している品質と安定供給が欠かせない。顧客によって何を重視するかは、品質ひとつとっても、付け心地にこだわるか、仕上げをより重視するのかで大きく異なる。ジュエリーの需要はクリスマスに向けて大きく盛り上がる特徴があり、製造は標準化が難しい。そのハンドリングも含めて、メーカーと小売りの間で、きめ細かな対応が評価されている証左であろう。

さらに、近年の技術の向上で、3次元CADシステムにより精度と完成度を高めており、デザイン画面から試作品を起こす時に強度計算も可能となり、繊細なデザインでも強度と両立するようになった。製品開発では元々、デザイナーがつくったものを職人が銀で原型をつくる作業が1ヶ月かかっていた。しかしながら、現在は3D技術の実用化により、同じ仕事が1週間で可能となった。特に、ファッションジュエリーについては、ファッション業界のように入れ替わりが速く、短い納期が要求されるため、これも同社が顧客に支持される理由となっている。技術力の高さや厳しい品質検査による裏打ちはもちろんだが、新製品開発時に3D技術の活用で顧客とのサンプル確認の精度が向上し、開発期間が短く顧客の需要にいち早く対応できること、アフターサービスまで一貫して製品の品質維持を行える体制が整っていることなどが挙げられる。

## ■成長戦略

### 国内はトップメーカーとしてシェア拡大、海外は中国需要を開拓後、東南アジアも視野

中期経営計画は策定しているものの、社内管理用に留まり外部に公表はしていない。以下に、取材等で得られた同社の戦略を述べる。

同社の業界見通しと戦略を国内と海外に分けて以下にまとめた。

#### (1) 国内

国内の需要は拡大が見込めず推移するという想定で、危機感を共有しているようだ。特に同社の品質と安定供給は、顧客企業である小売販売店等に高く評価されており、国内市場が縮小する中でも販売シェアは拡大している。しかしながら、同社は製造力や製品開発力を競争力としてシェア拡大を追求し、価格競争に陥ることはないと明確に意思表示をしている。

#### (2) 海外

まずは、中国市場での深掘りを進める方針。同社が最終顧客として取り込みを狙うのは、中国市場で最上位に位置するハイエンドの消費者である。国内と同様に、同社の技術や価値が分かる中国でチェーン展開する大手ジュエリー小売会社をパートナーにする方針である。パートナーは、中国に販売網を持ち、同国内で信頼性の高いジュエリー専門の会社で、かつ、同社の強み及び価値観を理解・共有し、加えて国際性を兼ね備えた相手先である。圧倒的に偽物を疑わなくてはならない中国の消費者にとって、同社の信頼性は付加価値となることはもちろんのこと、中国のパートナーとの提携で同国内での信頼を得られると同社は考えているようだ。中国では経済成長と共にブライダル用のジュエリーへの関心も高まっており、同社は日本国内で熾烈なブライダル競争を生き抜いてきた実績を好調なブライダル需要を抱える中国でも活用できると見ている。

現状は、中国事業では地元企業に対して製造コストも割高となり、競争も激しいことから利益は大きくはない。しかしながら、ブライダルが好調なことから、日本市場での経験から付加価値が見込めるこの分野での深掘りを進めていくようだ。

中国市場での展開がある程度進捗してから、北米や東南アジアへの展開も視野に入れているようだ。北米市場は景気回復が見込まれ、東南アジアでは、人口増が著しいこと、また同地域の富裕層は日本人と比べてもジュエリーをより好む傾向が見られるため、中国に続く成長性豊かな市場になる可能性があると考えられる。

### (3) 何かしらの利益成長の見通しを

同社は、中期経営計画を策定しているが、同社内での共有と利用に留まり公表はしていない。計画を公表する際には一定の確度と情報を持って臨みたいという投資家などに対する真摯な姿勢は好ましいが、今後、中長期ではどの程度の利益成長を見込んでいるかなどの展望が何かしらの形で遠くない将来に示されることを期待する。

## ■差損計上による影響と対策

### 前期は、地金相場や為替相場の変動によって利益が大きく縮小

製品の販売差損や地金在庫の期末評価損の計上により2016年3月期の利益が大幅に圧迫され、これが株価の大きな下落要因と考えられる。その内容を十分に把握することが重要と思われるため、ここに詳細を説明する。

前期の差損の発生には、貴金属地金相場下落と為替相場変動によるものの2つの要因に分類される。

#### (1) 貴金属地金相場による影響

1つ目の起点は、貴金属地金相場の大きな急落であった。特に中国宝飾需要の想定外の減少、景気のバロメーターの1つとされる原油価格の大幅な下落等を背景にプラチナ市況価格が想定外に急落するに至った。国内プラチナ地金の月次平均価格は、2016年3月期の期初の4,507円/gから、期中の最安値は3,315円/gで、期末は3,574円/gであった。期中の高低を比べると26.4%であり、期初と期末を比較しても20.7%の変動と大きい。

#### ●評価損

同社が適用している会計処理方法によると、販売見込価格の下落に伴う評価減は適用されるが、価格上昇時による含み益は認識されないルールである。加えてタイ工場を増床した後で取扱量が増加した局面においてプラチナ価格が急落したため、昨年度は大きな損失を計上することになった。

しかしながら、認識しておかなければならないのは、評価損は売られなければ実現されないものであるということである。会計上の利益への影響は同じだが、実損と評価損を別に評価することが必要だろう。

同社では日本国内での取扱いについては、地金のリース、フォワード取引、受注時の値決めなど多様なヘッジ手段があり、大きな差損は発生しない仕組みが構築できている。国内の総合ジュエリーメーカートップのポジションを生かして、金融機関を介することなくヘッジコストを低く抑えることに成功している。しかしながら、同社の海外製造拠点、特にタイの工場で取り扱われる分については、プラチナ関連インフラが十分でなく、プラチナリースが得られないこと、またリサイクル機能が得られないことなどからより多くの地金在庫を必要としていた背景があった。これらが、結果的に、海外製造拠点において大きな地金関連損失が発生した理由である。しかし既に同社では、本社からタイ工場への発注を原材料の支給による加工委託取引に切り替え、今後の現地での差損の発生を抑える方針で段階的に開始している。

同社のビジネスモデル及び強みを維持し続けるためには、一定の在庫を保有しなければ同社顧客への対応が十分とならず、機会損失が発生してしまうおそれもあるため、在庫の削減は本質的な解決策にはならない。保守的と言われる会計方法であることは確かだが、実態と異なる同社の事業の姿が資本市場等にゆがめて示されていると思われるため、注意が必要と考える。

桑山

7889 東証 JASDAQ

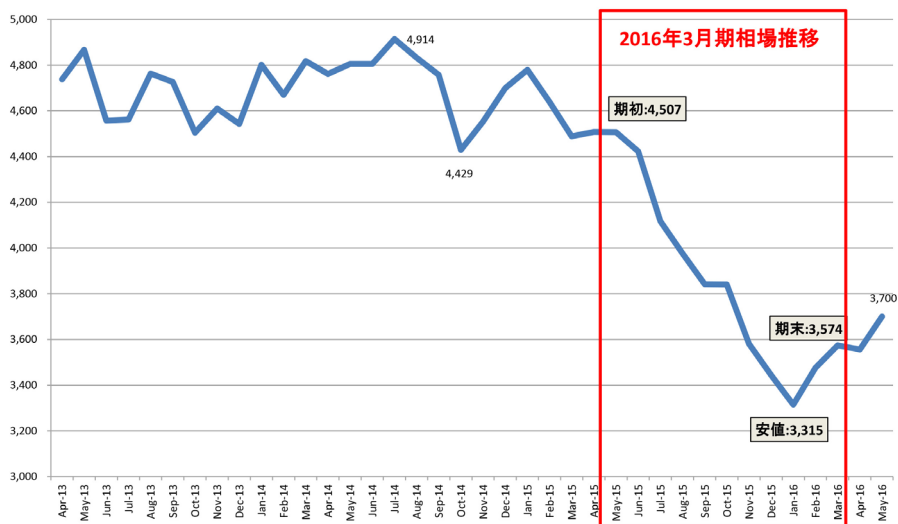
<http://www.kuwayama.co.jp/ir/>

2016年12月9日（金）

● 実損

また、実損も発生していた。貴金属のチェーンは、工賃と地金調達価格を合算した額を請求していくが、その時の地金の価格は、出荷時の市況価格で決定される。よって、市況価格が急騰している時は、出荷時の価格が同社の購入価格を上回るため、その差額が同社の実益になる仕組みである。逆に、今回のように市況価格の下落局面では同社の購入価格が高いのに顧客に請求できる出荷価格は低くなり、その差額が同社の実損になり減益要因となる。ただし、地金は顧客が調達し同社に供給されることも多く、この場合は工賃の受け渡しだけでとどまるため、実損は発生しない。同社の顧客は大規模であることも多く、実際に発生した実損は評価損に比べ小さいと推定する。

国内プラチナ地金 月次平均相場推移（過去3期 単位：円/g）



出所：決算説明会資料より掲載

(2) 為替相場変動による影響

もう一方の為替相場変動による影響は、先日発表された2017年3月期第2四半期連結決算にも影響が見られた。前項で説明したように、地金の場合と同様に為替も地金調達価格と製品販売価格に影響し、実損となる。しかしながら、同社での海外取引の多くは海外工場への製品発注に関わる売買で占められ、海外子会社を会計上連結する作業で、現地通貨から日本円への換算によって会計上の調整による為替損益が発生することがある。これらは会計処理上の調整であるため、実損益と異なり最終損益への影響は殆ど無い。



### (3) 対策

#### ● 地金市況価格および為替レート変動への対策

国内は実需に基づいたヘッジが効いているため、海外のみ対策が必要となっていた。ただし、同社の競争力を維持し続けるためにはある程度の在庫水準は必要であり、在庫の大きな削減は解決策にならない。同社は、タイにおける対策は委託加工取引への変更によるヘッジの導入と、中国での貴金属地金リースの実施を対策として導入を検討している。

前者については、タイ工場による地金調達ではなく、同社本体が購入する委託加工取引の適用を段階的に開始している。完全移行するとタイ工場による地金調達はなくなるのはもちろんだが、同社からタイ子会社への貸付も大幅減少となり、地金と為替両方に効く対策が可能となる。

後者については中国人民銀行とのリース取引を準備中とあるが、取引先としては政治リスク等ダウンサイドリスクが大きい相手と思える。同社もこのダウンサイドリスクを認識しており、安易な契約はしないだろう。なお、中国の2工場については、顧客に大手企業が多いため、地金が支給されていることなどから影響が小さく、タイほど緊急性を持った対策は必要ではないようだ。

## ■ 業績と財務分析

### 大きく回復も為替差損が残った2017年3月期第2四半期決算

11月9日に発表された2017年3月期第2四半期連結決算（4月－9月期累計）は、売上高が前年同期比0.4%減の17,670百万円、営業利益が同217.0%増の911百万円、経常利益が同136.4%増の659百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同209.5%増の427百万円だった。

前年同期は貴金属地金相場の下落に伴う販売差損や在庫の評価損が発生したため利益が落ち込んでいたこともあり、当第2四半期は営業外費用に為替差損266百万円を計上したものの、前年同期との比較で大きな伸びを示した。

営業活動によるキャッシュ・フローは、前年同期の2,448百万円の支出から488百万円の支出に支出幅は縮小したものの、プラスには及ばなかった。

#### ● 為替差損の中身はほとんどが連結上の調整

前述したとおり、為替差損の中身の多くは連結上の調整で実損ではなく、加えて同社による海外子会社への貸付分を連結会計処理する際に期末の為替レートを適用したことによる評価損である。

#### ● 営業利益は65.1%の進捗率

通期の連結業績予想は売上高40,000百万円（前期比3.9%増）、営業利益1,400百万円（同32.7%増）、経常利益1,250百万円（同51.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益745百万円（同45.3%増）を据え置いた。同社のこの通期予想に対して、第2四半期の売上高は44.2%の進捗率とやや低いが、営業利益は65.1%を達成しており、好調に推移している。

2016年12月9日(金)

## 2016年3月期通期決算は相場変動を主とした差損が収支を圧迫

直近の通期決算である2016年3月期連結業績は、売上高が前期比3.7%増の38,493百万円、営業利益が同25.7%減の1,054百万円、経常利益が同45.3%減の825百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同45.4%減の512百万円となった。貴金属地金相場の下落に伴う販売差損や在庫の評価損、為替レートの大きな変動に伴う評価減などで利益が大きく減少した。営業利益より経常利益の方が大きい減益幅となった理由は、為替差損が営業外費用に計上されているためである。

## 簡易版連結損益計算書

(単位:百万円)

	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
売上高	29,222	32,847	35,818	37,125	38,493
前期比	16.6%	12.4%	9.0%	3.6%	3.7%
売上原価	23,004	24,575	26,041	26,740	28,617
前期比	18.3%	6.8%	6.0%	2.7%	7.0%
売上総利益	6,218	8,271	9,777	10,384	9,875
前期比	10.8%	33.0%	18.2%	6.2%	-4.9%
販管費	5,390	7,436	8,314	8,964	8,820
前期比	17.3%	38.0%	11.8%	7.8%	-1.6%
営業利益	827	835	1,462	1,420	1,054
前期比	-18.5%	0.8%	75.1%	-2.9%	-25.7%
経常利益	601	841	1,294	1,509	825
前期比	-10.3%	40.0%	53.8%	16.6%	-45.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	573	698	800	938	512
前期比	-4.8%	21.8%	14.6%	17.3%	-45.4%
<利益率>					
売上総利益率	21.3%	25.2%	27.3%	28.0%	25.7%
営業利益率	2.8%	2.5%	4.1%	3.8%	2.7%
経常利益率	2.1%	2.6%	3.6%	4.1%	2.1%
当期純利益率	2.0%	2.1%	2.2%	2.5%	1.3%

出所:決算短信よりフィスコ作成

## 簡易版連結貸借対照表

(単位:百万円)

	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
流動資産	15,014	16,427	16,344	17,666	19,584
現金及び預金	2,707	3,143	2,904	3,204	2,859
棚卸資産	7,445	7,418	8,426	8,709	11,228
固定資産	11,286	10,676	11,279	12,503	11,861
有形固定資産	6,643	6,984	7,337	7,424	7,517
資産合計	26,301	27,103	27,623	30,170	31,445
流動負債	10,066	9,961	10,896	10,274	10,417
短期借入金	8,136	7,538	8,893	8,014	8,662
1年以内返済予定の長期借入金					
固定負債	3,667	3,695	2,317	4,314	5,361
長期借入金	2,978	2,917	1,042	2,977	4,157
負債計	13,733	13,656	13,213	14,589	15,778
株主資本	12,328	12,884	13,504	14,261	14,593
自己株式	-205	-156	-156	-156	-156
純資産計	12,567	13,446	14,410	15,581	15,667

出所:決算短信よりフィスコ作成

## 簡易版連結キャッシュ・フロー計算書

（単位：百万円）

	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
営業キャッシュ・フロー	1,517	598	1,056	605	-1,429
投資キャッシュ・フロー	-1,298	502	-765	-1,213	-148
財務キャッシュ・フロー	-507	-805	-721	834	1,606
現金及び現金同等物の期末残高	2,107	2,543	2,304	2,604	2,559

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■株式需給

## 低い浮動株比率で新規投資家は参入しにくい

## ●所有者別及び大株主の状況

2016年3月末時点において、創業者関連と思われる株主は全体の53.7%を占め、上位10位合計の大株主の割合は74.0%と大きく、浮動株比率が低いと言える。これを受けて所有者別株式数の割合は、金融機関が12.73%、金融商品取引業者が0.11%、その他の法人が43.13%、外国法人等が0.06%、個人その他が43.96%と、創業家の資産管理会社と思われる（有）山洋が含まれるその他の法人と、創業家を含む個人その他が多いのに対して、外国法人等が少ないことが分かる。

同社に限ったことではないが、創業者や創業家が株式上場後も大きな割合の株式を保有しているケースでは、創業者もしくは創業家によるコミットメントとポジティブに評価できる一方で、大口の機関投資家を始め、ほかの新規投資家が自由に株式を購入できる余地が小さくなる。公開企業ではあるものの、市場の評価がなかなか届きにくいという側面もあることに留意されたい。

## 大株主の状況（2016年3月末時点）

順位	氏名又は名称	所有株式数 (千株)	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合 (%)
1	有限会社 山洋	3,353	32.5
2	桑山 征洋	1,292	12.5
3	株式会社 ツツミ	617	6.0
4	桑山 貴洋	462	4.5
5	桑山 みき子	429	4.2
6	相原 信雄	372	3.6
7	株式会社 三菱東京 UFJ 銀行	352	3.4
8	株式会社 北陸銀行	275	2.7
9	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	251	2.4
10	桑山 従業員持株会	244	2.4
	計	7,649	74.0

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

## 所有者別株式数の割合（2016年3月末時点）

（単位：%）

	政府及び 地方公共 団体	金融機関	金融商品 取引業者	その他の 法人	外国法人 等	個人 その他	計
所有株式数の割合	-	12.73	0.11	43.13	0.06	43.96	100.00

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

## ■ 株主還元政策

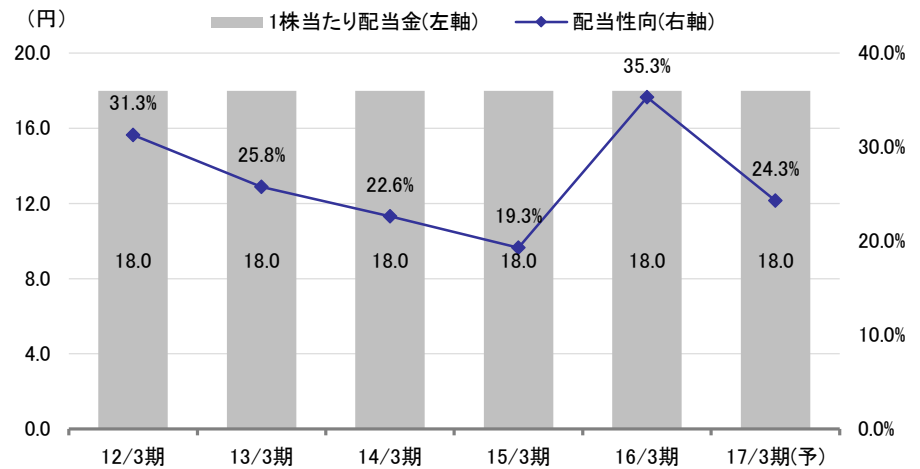
### 安定配当を堅持する方針のまよう

同社は、安定的な経営基盤確保のための内部留保に重点を置くとともに株主に対する利益還元を経営の重要課題と位置付けているが、特定の配当性向の公約はしていない。しかしながら、過去5ヶ年の推移を見ると配当性向が2割弱から3割台半ばぐらいで推移している。1株当たりの配当金は18円で変わっていないことから、安定配当を堅持する方針と読み取れる。

同社は株主優待を実施しており、3月末日及び9月末日時点で100株以上所有している株主を対象にリーフレットを送付している。対象の株主は、同社商品を優待価格で買える通信販売を利用できる。

なお、前期における大規模な自社株買いの実施はなかった。

1株当たり配当金と配当性向



出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 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