

株式会社河合楽器製作所

取締役会御中

2023年5月8日

企業価値向上施策ご提言書

目次

1. 弊社の考える貴社の理論的株式価値について
2. 貴社の現在までのご実績について
3. 貴社の音楽界で受けている評価「ブランド価値」について
4. 貴社の現在の資本市場で受けている評価について
5. スタインウェイ社について
6. 弊社からのご提言

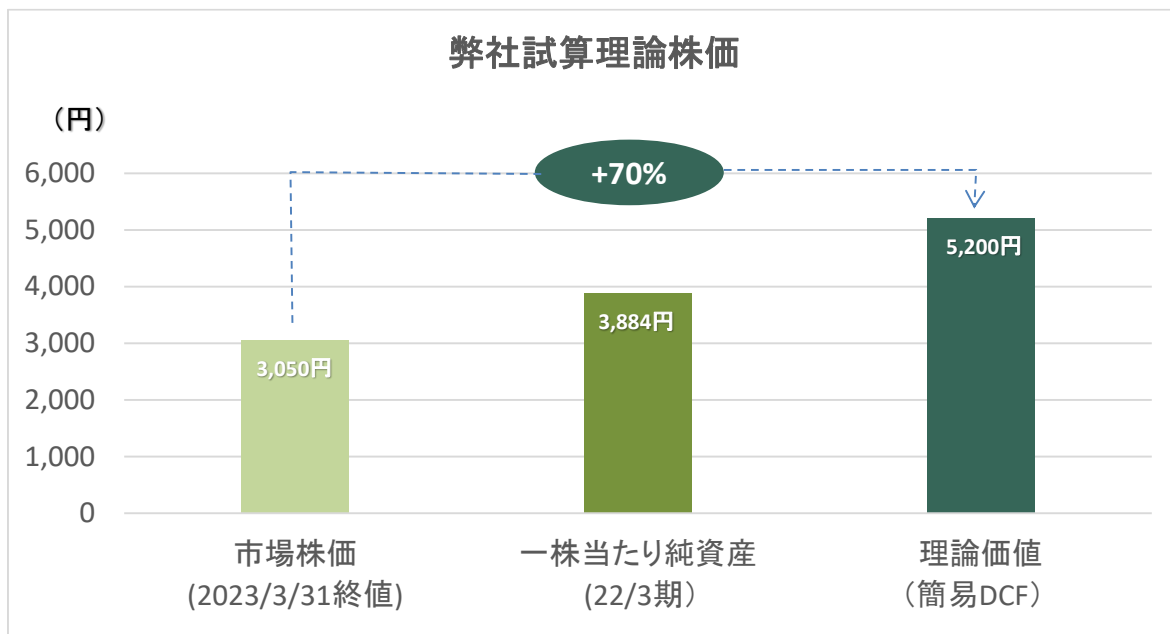
図表一覧

- 図 1: 弊社試算理論株価
 - 図 2: 貴社粗利益率、売上、営業利益率ご実績
 - 図 3: 貴社ドル換算ベース鍵盤売上（弊社推定）
 - 図 4: 貴社の ROE と ROA の推移
 - 図 5: 第 18 回ショパンピアノコンクールファイナリスト一覧
 - 図 6: スタインウェイ買収時バリュエーションと貴社現在の株価バリュエーション
 - 図 7-1: 貴社株主資本と PBR 倍率の長期推移
 - 図 7-2: 貴社 EBITDA と EV/EBITDA 倍率の長期推移
 - 図 8: 各社粗利益率と EBITDA 利益率の推移
 - 図 9: 最高級グランドピアノ価格比較（弊社ウェブ調査）
 - 図 10: スタインウェイ社と貴社の中国及び米国鍵盤関連売上（2021 年度）
 - 図 11: ファイナンス理論上の企業価値の計算式
 - 図 12: 投資家の一般的懸念事項の例
 - 図 13: 貴社及びヤマハの総還元性向
 - 図 14: 過去 5 年の月次平均株価バリュエーション
-

1. 弊社の考える貴社の理論的株式価値について

先ず、私どもの考える貴社の理論的株式価値についてご説明させていただきます。非常に単純な前提を置いた私どもの簡易 DCF（割引現在価値）計算によれば、貴社株価は 5,200 円超となっても全くおかしくないと言える状況にあり、**足許の株価との乖離は 70%程度**に至ります。

図 1：弊社試算理論株価



(出所：Bloomberg より Hibiki 作成。詳細な計算は Appendix.ご参照)

計算のベースシナリオとして用いる簡易 DCF では企業が「自然体で安定的に創出できる」定常的なフリーキャッシュフロー (FCF)、成長率、割引率 (WACC=加重平均資本コスト) のみに着目し、敢えて簡易に企業価値を試算しております。この方法で今回私どもが計算上、前提とする定常 FCF は 24 億円、永久成長率は 0%、WACC は 6.6%です¹。「FCF24 億円」という数字を聞いていかがお感じでしょうか。これは、実は過去 10 年間の貴社の FCF の平均水準をそのまま使っており、極めて好調であった 2022 年 3 月期の 57 億円と比較して著しく低い水準であります。この 24 億円を採用している根拠は、貴社の 2025 年 3 月期までの第

¹ 詳細な計算式は Appendix をご覧ください

7次中期経営計画（リンク）の3年期間にて設備投資を過去比2倍程度の合計70億円程度投下されるということを考慮しておりますが、それにしても極めて控えめな前提であることはご理解いただけることと存じます。

また、未来は神のみぞ知る、ということもあり、敢えて永久成長率を0%と置いています。これに関しても、今後、貴社ご自身が今中計及びその後の100周年を超えてさらなる成長を謳っておられることからすると、極めて控えめであることもご理解いただけることと存じます。尚、資本コスト（WACC）の6.6%に関しては、投資家の間でも議論が分かれる部分ですが、弊社では、特に恣意的な調整をせず、資本資産理論（CAPM）により市場データから算出される数値を用いました。

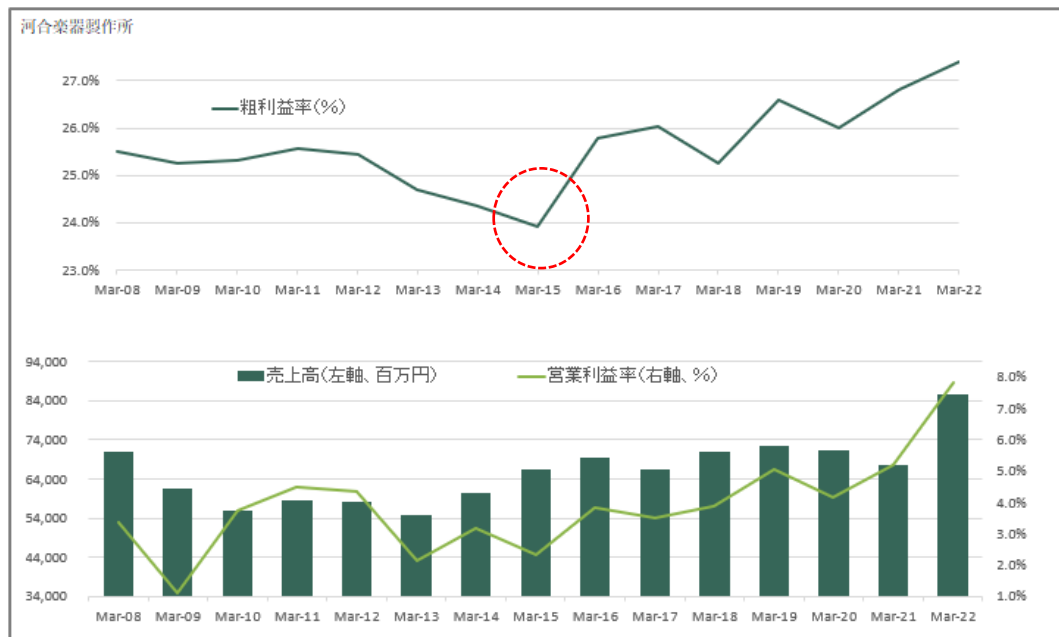
尚、ご賢察の通り、これは貴社の、今後向上していく蓋然性が高いと考えられるブランド価値や世界的な認知度の向上といった定性的な要素は一切考慮していない「今現在の自然体」で算出されるものであり、この弊社試算の理論株式価値においてすら、貴社の本質的な企業価値を十分に反映しているとは言い難い試算であると言えます。

2023年3月末現在の株価は3,050円であり、私どもの上記前提の理論株価と比較して、市場評価が著しく低いということは、弊社のようなバリュウ投資家には大事な投資の機会である一方で、貴社にとっては大変もったいないことであるとの思いを新たにしております。今後は皆様と共に貴社の潜在価値をいかにして世に示し、適切な評価を得られるかを模索して参りたく、本書簡のご送付に至ったとご理解賜れば幸いです。

2. 貴社の現在までのご実績について

貴社の過去の収益構造を拝見すると、15/3期を底に粗利益率が改善傾向にあることが伺えます。それに呼応するように、営業利益率も趨勢として上昇傾向となったことが伺えます。弊社のあくまで外部者としての分析によりますと、この要因は2つだと考えております。

図2：貴社粗利益率、売上、営業利益率ご実績



(出所：Bloomberg より Hibiki 作成)

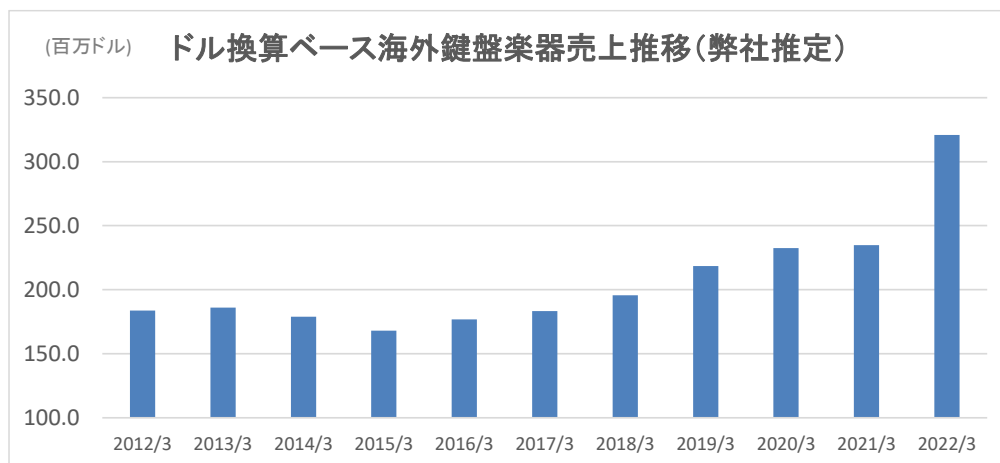
先ず最初に転換したのは貴社の2つの主力セグメント²、楽器教育、素材加工の内、実は素材加工セグメントの寄与が大きいことが伺えます。売上高では22/3期で114億円と楽器教育セグメントの1/6程度ですが、営業利益率は過去10年間ほぼ継続的に改善しており、17/3期から二けた営業利益率を達成し、22/3期では15.5%と極めて優良な事業であることが確認されます。貴社のオルガン及びピアノ製造加工技術をベースとする圧延や塗装技術が半導体、車載分野で極めて高い評価を得ていることで、まさに祖業の技術シナジーが発揮されたケースと言えます。

さらに、2つ目として、楽器教育セグメントです。当セグメントは職人的な技術を要する組み立て加工プロセスであることと、またブランド価値向上への継続的なマーケティング費用がかかることから収益性の改善につき過去苦戦されてきたように見受けられますが、15/3-17/3期あたりを底に回復傾向にあることが見て取れます。22/3期までの5年平均の楽器教育の営業利益率は、4.3%と、17/3期までの5年平均の2.6%に比べて1.7%程度改善しており、22/3期は世界的な巣籠需要の特殊効果もあり7.0%と好調でした。

² この2つの主力セグメントに加え、その他セグメントが売上の4%程度

この楽器教育セグメントは、教育ビジネスのサブセグメント³が少子高齢化で現状頭打ちにあることが推察されるため、大きな改善が困難と仮定すると、楽器製造の工程のコスト改善が寄与し、その改善したコストベースに販売増が重なっていることが見て取れます。貴社の楽器販売の開示が円ベースであるため、弊社で簡易にドルベースに転換した海外の US ドルベースの楽器販売金額（推定）は以下の通りとなっています⁴。16/3 期と 22/3 期を比べると 90%程度増加していることが伺えます。これは、巣籠需要もさることながら、2021 年 10 月に開催され、日本人 2 名が入賞した第 18 回ショパンピアノコンクールのファイナリスト 12 名の内、3 名もが貴社の Shigeru Kawai を採用していたことも 22/3 期に寄与していることと弊社では推測しております。

図 3：貴社ドル換算ベース鍵盤売上（弊社推定）



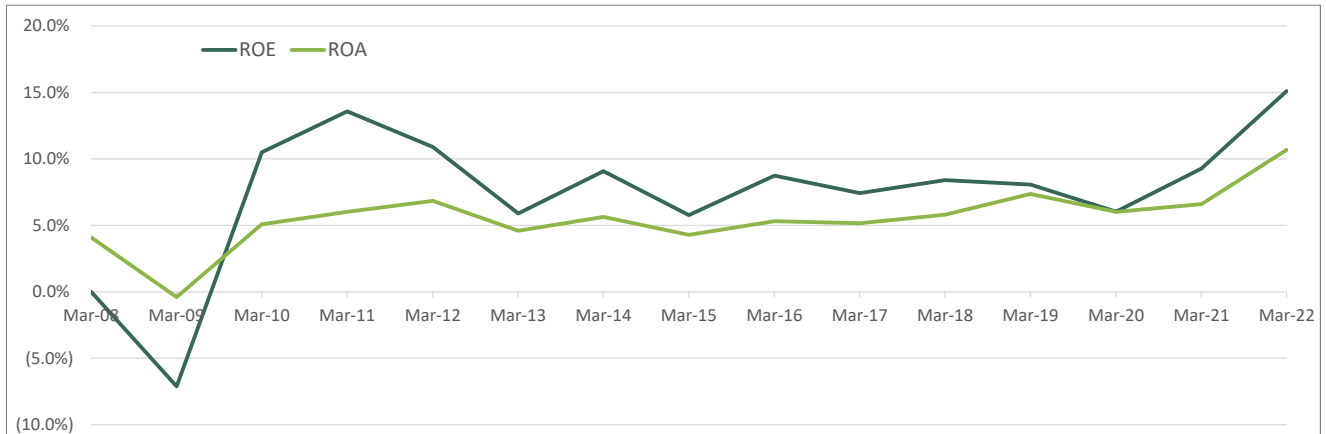
(出所：Hibiki 試算)

尚、ROA と ROE（図 4）に関しては、収益性に連動している部分がありますが、ROE は過去 10 年平均で 8.4%と弊社試算資本コストは上回っており、企業価値を創造してきたこともうかがえます。今中計で最終年度（25/3 期）で ROE10%以上を謳っておられますが、現状の貴社の PBR が依然 1 倍を割れていることを鑑みると 10%は最低ラインとし、さらなる高みを目指していくべきではないか、と私どもは感じる次第でございます。こちらの財務戦略等に関しては 6. 弊社からのご提言のセクションにて詳しく触れさせていただきたく存じます。

³ 2018/3 期より楽器セグメントと教育関連セグメントが合体し、一体開示となっている

⁴ 貴社開示の為替レートをベースに欧州向け販売を US ドルに転換し、中国その他地域は簡易手法としてそのまま US ドルに転換しております。

図4：貴社の ROE と ROA の推移



(出所：Bloomberg より Hibiki 作成)

3. 貴社の音楽界で受けている評価「ブランド価値」について

弊社の試算する理論株価に関して、先述の通り、数字でご説明をさせていただきましたが、これには、貴社の本質的な価値が十分に評価出来ていない面があります。それが「ブランド価値」です。貴社の中興の祖ともいえる、河合滋前社長の名を冠した、Shigeru Kawai のブランド価値に関しては資本市場で十分に評価されていないと考えます。

長年の研究開発の末に 1999 年に販売開始された、最高級グランドピアノシリーズの Shigeru Kawai は、販売から 20 年を経て既に世界最高峰の一角の評価を受けておられます。自社のことでよくご承知かと存じますが、先述の 2021 年のショパンコンクールのファイナリスト（最終選考進出者）12 名の順位及び使用ピアノの一覧は以下となっております。

図5：第18回ショパンピアノコンクールファイナリスト一覧

18th International Chopin Piano Competition (2021) - Finalists

Position	Name	Country	Piano Selection
1	Bruce Liu	Canada	Fazioli
2	Alexander Gadjiev	Italy/Slovenia	Shigeru Kawai
2	Kyohei Sorita	Japan	Steinway
3	Martin Garcia Garcia	Spain	Fazioli
4	Jakub Kuszlik	Poland	Steinway
4	Aimi Kobayashi	Japan	Steinway
5	Leonora Armellini	Italy	Fazioli
6	JJ Jun Li Bui	Canada	Shigeru Kawai
--	Eva Gevorgyan	Russia/Armenia	Steinway
--	Kamil Pacholec	Poland	Steinway
--	Hao Rao	China	Steinway
--	Hyuk Lee	Korea	Shigeru Kawai

(出所：Hibiki 作成)

コンクールのファイナルでは通常オーケストラとのコンチェルト（協奏曲）で審査されるために、ダイナミックレンジが広く音が華麗に広がっていく世界最高峰の Steinway & Sons（「スタインウェイ社」）のピアノが利用されることが奏者の間で主流とされていますが、その中で、今回、イタリアの Fazioli 社と並び3名が Shigeru Kawai を採用していたことは世界に改めて驚きと、そして、その実際の音色で納得感をもって受け止められたと私どもは感じております。コロナ禍ということもあり、コンクール全体が世界に白熱した臨場感をもってウェブ配信され、日本人の新進気鋭のピアニスト、反田恭平氏が2位、そして小林愛実氏が4位とダブル入賞を果たした素晴らしいニュースが日本でも大々的に報じられたのは記憶に新しいところです。

しかし、貴社にとって大きな収穫は、Shigeru Kawai を2015年の第9回浜松国際ピアノコンクールで採用し優勝したアレクサンダー・ガジェブ氏が今回のショパンコンクールでも引き続き採用し、反田氏と同列の2位を獲得した点でしょう。Shigeru Kawai 独特の柔らかく中身のあるしっとりとした音色を駆使し、その良さを如何なく発揮しつつ、反田氏と全く違った魅力を表現し2位を獲得したことで、彼の名声のみならず、改めて貴社のピアノのクオリティが世界に知れ渡った瞬間となりました。

そもそも、このようなプロに認められるブランド価値の拡大の発端となったのは、遡ること 2012 年に世界的に著名なピアニスト兼指揮者であるロシアのミハイル・プレトニョフ氏が、Shigeru Kawai を貴社の竜洋工場で試奏し、その音色に感動し、「このピアノだったらもう一度弾きたい」と、長年中断していたピアノ演奏活動を再開したという逸話でしょう。プレトニョフ氏は 2013 年から Shigeru Kawai を用いてピアノコンサートツアーを再開し、同時に多くの仲間や弟子に Shigeru Kawai を紹介し、貴社のブランド価値に大いに貢献された発掘者と言えます。近年では、貴社のこちらのウェブサイト ([アーティストの声 | Shigeru Kawai - グランドピアノ](#)) にあるように、既に多くの世界一流のプロ奏者が場面に応じて貴社の Shigeru Kawai を好んで採用しているという事実は、既に多大なるブランド価値を貴社が有していることと同義であると同時に貴社の今後のさらなるブランド価値拡大と収益拡大に対して極めて重要な先行指標でもあります。私どもが機関投資家等にヒアリングをする限り、資本市場でのこの面での認知度は残念ながら現状殆どゼロと言えます。

このように、貴社が長年の間、マスター・ピアノ・アーティザン (<https://ShigeruKawai.com/artisans/>) といったピアノ職人の育成により高められてきた、本質的な技術力に基づく「ブランド価値」は非常に大きいと私どもは考えており、2015 年あたりからの特に海外での貴社のピアノ販売増の一因にもなっていると推測しております。また、2021 年のショパンコンクールでの多数採用もあり、今後さらにブランド価値が高まり、貴社のピアノラインアップ全般に、販売面、価格面の両面で戦略的自由度が高まると考えられます。ブランド価値が実際のキャッシュフローに転換していくのには時間がかかることは承知しておりますが、貴社の創業 100 周年に向けて、世界のトップメーカーとしての販売及び価格戦略をさらに強化及び適正化し、飛躍的にブランド価値を向上させる、まさにそのステージが漸く整ったと感じるのは私だけではないと考えます。「良いものを作る」という発想は日本人の職人氣質の古くからの美德ですが、それを「世界に認知させていく」という、プッシュ型によるブランド戦略の進化も、今後、貴社の従業員のやり甲斐、及び企業価値拡大にとり極めて重要な経営課題になっていくものと感じております。

尚、ブランド価値の数値化に関して、一点参考になる事例がございます。老舗の米スタインウェイ社が、2013 年にヘッジファンド運営会社の Paulson & Co に買収され、非公開化されたことはご記憶かと存じますが、その当時一株 40 ドルという買収価格（時価総額 512 百万ドル）を参考に売上、EBITDA、EPS（すべて前年度の 2012 年ベース）との倍率を比

較すると以下のようになります（図 6）。貴社の現在の株価と同様に比較したものを右側に同列に記載しますが、やはり大きく評価が違うことが分かります。時期が異なるので単純比較は出来ませんが、3つの指標全てで貴社の評価がスタインウェイ社の1/5程度というのは、今までご説明してきたブランド価値の観点を考慮すると合理的に説明しにくいと感じざるを得ません。尚、経済メディアのブルームバーグ社の2022年4月のCrystal Tse氏による記事によりますと、非公式の情報ですが、2018年には中国国有企業よりPaulson & Coの下に、買収金額のほぼ2倍となる10億ドル規模のスタインウェイ社の買収提案があったとの報道がなされています。これを含めたスタインウェイ社の分析及び詳細は後段の5. スタインウェイ社についてにて再び触れさせていただきます。

図6：スタインウェイ買収時バリュエーションと貴社現在の株価バリュエーション

Steinway社 2013年 買収株価\$40（時価総額\$512百万）		河合楽器製作所 2023/3末株価3,050円（時価総額262億円）	
売上高株価倍率※	1.5倍	売上高株価倍率※	0.3倍
EV/EBITDA倍率※	14.5倍	EV/EBITDA倍率※	2.7倍
PER倍率※	35.4倍	PER倍率※	8.2倍
※全て2012期実績数値対比		※全て23/3期会社予想数値対比	

（出所：Hibiki 作成）

次のセクション4では、この「市場の評価」に関して独自の分析をさせていただきます。

4. 貴社の現在の資本市場で受けている評価について

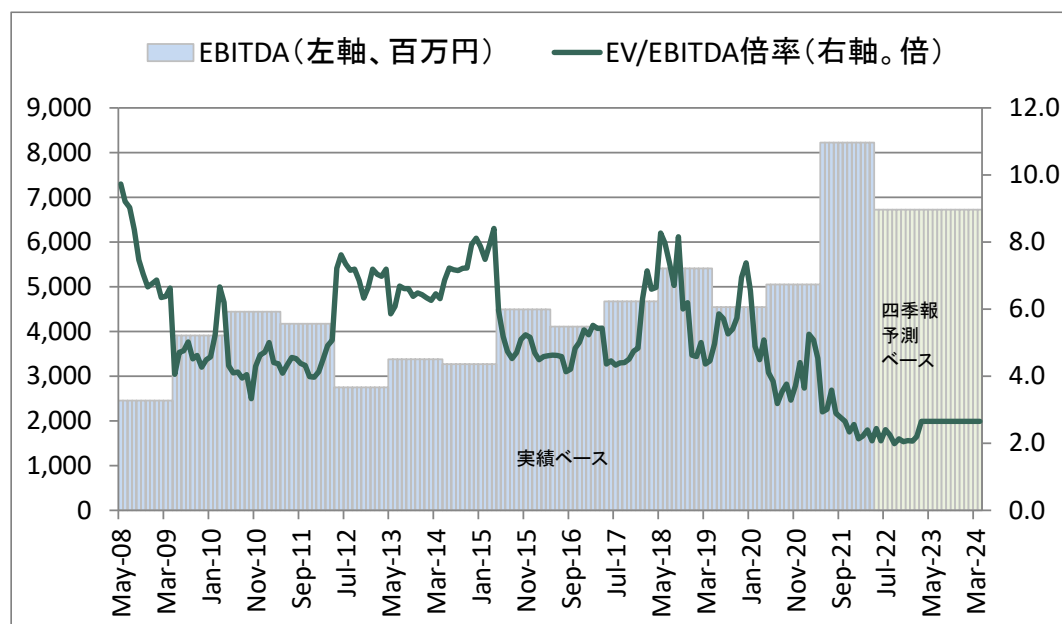
貴社は、22/3 期にコロナの巣ごもり需要もあり、過去最高益を達成されました。先述のブランド価値の世界レベルでの浸透も着実に進んでおり、23/3 期は一旦減益予想となっていますが、事業全体の方向性も良く、[第7次中期経営計画](#)の最終年度に掲げる25/3 期の売上900億円、営業利益68億円、当期利益44億円、ROE 10%以上という目標の達成確度は決して低いものではないと私どもは考えております。

しかしながら、資本市場での貴社の現在の株価評価は過去のレンジと比較しても過去 15 年で最低の位置にあることに驚きを禁じえません。以下図 7 に、貴社の株主資本の推移と PBR のグラフ、そして EBITDA の推移と EV/EBITDA 倍率の推移を掲げます。

図 7-1 : 貴社株主資本と PBR 倍率の長期推移



図 7-2 : 貴社 EBITDA と EV/EBITDA 倍率の長期推移



(出所 : 7-1、7-2 共に Bloomberg、会社四季報より Hibiki 作成)

同様に、PER 倍率（23/3 期予想ベース）で見ても、過去 10 年平均が 12 倍であるのに現在は 7.3 倍（3 月末株価前提）となっております。この PER 倍率、つまり市場がつけている株価から逆算される「市場認知」株主資本コストは 13.7%（ $1 \div 7.3 = 0.137$ ）となり、先に掲げました「理論的」株主資本コスト 6.6%から大きく乖離しております。別の言い方では、永久成長率がこの差額（ $6.6 - 13.7 =$ ）の -7.7% となるのです。

（私どもではなく）市場での評価が、貴社の永久成長率を-7.7%と評価しているというこの歪んだ状況は看過してはならないと私どもは考えます。私どもの知る限りにおいては、貴社の事業自体は見通しが明るく、ブランド価値も積みあがっている中での、この株価評価の事態を「自ら主体的に変化させる」ために、貴社自身が市場に強いメッセージを発していかねばいけないと切に考えます。

以下に、私どもが考える、現状の株価評価が低い要因を箇条書きの形で記載させていただきます。

- (1) IR（投資家向け情報開示）の手法が旧態依然であり貴社の魅力が伝わっていない
- (2) 財務比率が優良で現金超過にも関わらず株主還元が同業に比べても低い
- (3) 買収防衛策が継続されている

この 3 つの課題につき、一少数株主としての私どもの考える対応可能案につき 6. 弊社からのご提言のセクションにてご提言させていただきます。

5. スタインウェイ社について

ご提言に移る前に、貴社の分析と同時に、米スタインウェイ社を詳細に分析をした結果と私どもの見解をこちらで共有させていただきたく存じます。釈迦に説法の部分もあろうかと思いますが、同時に興味深い示唆もあろうかと存じます。

スタインウェイ社は、それこそピアノ界で長年トップに君臨するメーカーであります。2013年に非公開化され、その内実はヴェールに包まれてきました。しかし、最近になり2022年に再上場の準備に入ったことが伝えられ、その財務資料などが公表されております⁵。この資料に、極めて示唆に富む内容が記載されております。貴社にとり参考になりそうな弊社独自の分析内容を以下3点に分けて共有させていただきます。

(1) 収益性について

スタインウェイ社の強さの秘密を探る最初のステップとして、先ずピアノを主流とする世界の上場音楽系メーカーの収益性とスタインウェイ社のそれを、データ取得可能な直近5年分を使い以下に比較してみました。

図8：各社粗利益率と EBITDA 利益率の推移

粗利益率	2017	2018	2019	2020	2021	5年平均	(参考) 5年 売上CAGR
スタインウェイ	36.1%	40.2%	40.1%	38.2%	41.8%	39.3%	6.9%
カワイ	25.2%	26.6%	26.0%	26.8%	27.4%	26.4%	5.2%
ヤマハ	40.3%	41.2%	40.6%	38.4%	37.9%	39.7%	0.0%
パールリバー (中国)	32.8%	31.3%	30.4%	26.1%	25.4%	29.2%	5.2%

EBITDA利益率	2017	2018	2019	2020	2021	5年平均
スタインウェイ	19.6%	19.3%	18.5%	21.7%	19.1%	19.6%
カワイ	6.6%	7.5%	6.4%	7.5%	9.6%	7.5%
ヤマハ	13.8%	16.0%	14.6%	14.0%	16.3%	14.9%
パールリバー (中国)	7.5%	12.2%	14.4%	14.9%	14.1%	12.6%

(note 1) 日本各社は3月期、中国、米各社は12月期で年度比較 (ex 2022/3 vs 2021/12)

(note 2) 売上高CAGRは各社全社売上でありピアノや音楽事業以外も含む

(note 3) 各社略称

(出所：各社決算資料より Hibiki 作成)

ご覧いただける通り、スタインウェイ社は極めて高い粗利益率及び EBITDA 利益率を安定的に維持しつつ、同時に売上高も成長させています。これには2つの背景があると私どもは考えております。先ず、1つは、当然ながら、常に最高峰ブランドのピアノとして業界全

⁵ <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1897640/000119312522104954/d212165ds1.htm>

体の価格決定力を持っていることが一つ掲げられると存じます。以下に 2023 年 4 月時点にて、弊社で行った各社の最高価格帯品のウェブサイト比較調査に基づく、中国と米国における価格比較をしたものとなっております（円換算ベースにて記載）。

図 9：最高級グランドピアノ価格比較（弊社ウェブ調査）

比較項目	Shigeru Kawai	Steinway & Sons	Yamaha
コンサートピアノ 最高級モデル名	SK-EX	Model D	CFX
価格	34百万円	37百万円	30百万円
第18回ショパン国際 ピアノコンクール ファイナリスト	Alexander Gadjevi (2 nd) Jun Li Bui (6 th) Hyuk Lee	Kyohel Sorita (2 nd) Jakub Kuzlik(4 th) Aimi Kobayashi (4 th) Eva Gevorgyan Kamil Pacholec Hao Rao	ゼロ
第1ステージ参加 者選択人数	6名	64名	9名

価格（2023 年 4 月時点 Hibiki ウェブ調査）：Kawai SK-EX ([リンク](#)) | Steinway Model D ([リンク](#)) | Yamaha CFX ([リンク](#)) 2022 年の平均為替レート USD/JPY : 131.5 | CNY/JPY: 19.9 にて円換算（引用：Bloomberg）

さらに、2 つ目として、製造面でも長い時間をかけて、様々なキーとなる部材を内製化し、垂直統合を果たしながら職人技の集大成ともいえる音質を守ってきたことがうかがえます。1999 年には米国内でピアノフレーム製造の最大手であったものの経営難に陥っていた O.S. Kelly 社を買収、さらに、同年ピアノのキーメーカーの独 Kluge GmbH 社も買収し、技術の伝承及び製造工程の高度化への投資も欠かさず行ってきたようです。2019 年には、ハンマー等のピアノ部材製造の老舗企業の独 Louis Renner 社も買収し、バリューチェーンを完全に押さえ、それぞれの製造工程のエクセレンスに加え、組み上げた時の音の最適性まで含め、世界最高の環境で一気通貫で研究出来ることで、長年培ってきた音をさらに進化させてきています。

この製造工程におけるエクセレンスと価格決定力を市場にて維持する上で最も大切なのはブランディングの価値を維持する戦略かと存じますが、これに関してもスタインウェイ社の工夫をうかがい知ることが出来ます。

(2) ブランド価値について

スタインウェイ社のブランド戦略は大きく2つの展開ルートに分けられると、私どもは理解しております。①トラディショナルと、②デジタルです。

①トラディショナル戦略は、貴社も同様の展開をなさっていますのであまり説明が不要かと存じますが、基本的には、既にスタインウェイを所有、利用している著名コンサートピアニストに対して Steinway Artist Program と称して、プロモーションを展開するという事です。19世紀の著名ピアニストのアントン・ルービンシュタインからこのプログラムが始まったとされており、現在まで、中国のラン・ランや、米ビリー・ジョエルなど1600名の奏者がこのプログラムに参加し、スタインウェイ社のブランド価値向上のアンバサダー的役割を果たしてこられました⁶。

②のデジタル戦略は、2015年から開始された、ピアノそのものに Spirio⁷というハイクオリティ自動演奏再生機能を付加し、世界中の機能搭載ピアノで、上記 Steinway Artist Program 参加プロ奏者の実演を音色やタッチまで含め目の前のピアノで再現することを可能とする高付加価値型のデジタルシンクロ戦略です。Spirio 搭載のグランドピアノを購入すると、例えば、ラン・ランやユジャ・ワンといった世界最高レベルのピアニストの演奏を iPad 等を通じて同期し、目の前のピアノが実際の鍵盤の動きで再生するのです。この Spirio 搭載オプションは追加で最低でも\$29,000 かかるのですが、この戦略が高価格化とブランド維持に大きく貢献した模様です。

実際に、Spirio 搭載型ピアノの販売は2015年以降年率38%の驚異的スピードで成長し、2022年度には、売上\$145百万ドルと、スタインウェイ社のピアノセグメントの売上の約半分を占めるまでになります。ここで、驚きなのは、2015年～2022年の間に世界中でこの Spirio 搭載型ピアノを購入した顧客の67%が、ピアノを弾かない初心者であるということで、つまり、言わば、「聴くため」ために購入しているということです。

⁶ 奏者とスタインウェイの間で契約上金銭報酬は発生していないと言われるが、弊社にて当情報は確認できず

⁷ その後、Spirio | r, Spiriocast と進化させネットワーク化

このようにブランディング戦略一つを取っても、イノベーションを通じて新しい価値提供を伴いながら新需要を創造し、ブランド価値を高めていることが理解出来ます。

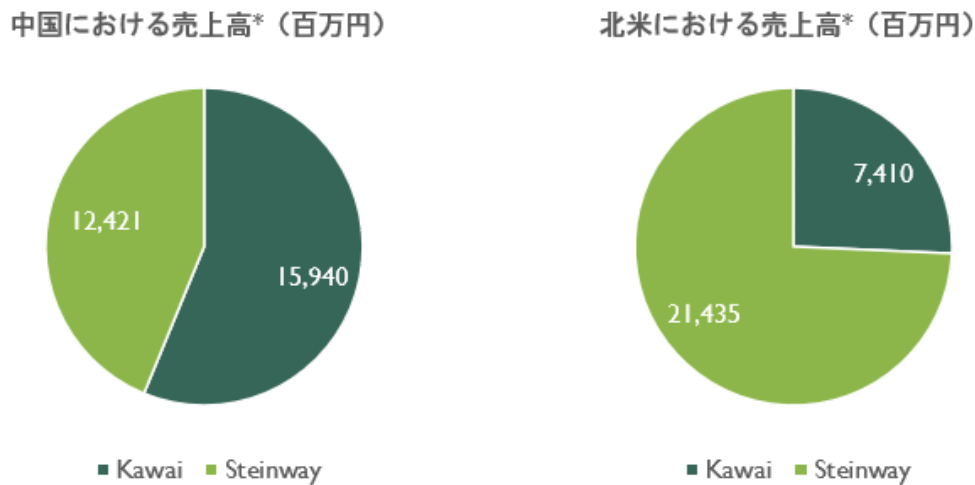
こうした総合的な施策が功を奏し、2015年以降ブランド価値も業績自体も順調に伸び、先に p.9 で記させていただいた通り、2018年には10億ドルという非公式な買収提案があったとされています。これは、2017年度のスタインウェイ社の実績 EBITDA である 68 百万ドルの 14.7 倍 (EV/EBITDA 倍率) であり、特殊要因調整済み当期利益 26 百万ドルの 38.5 倍 (PER 倍率) という評価でした。

この金額は Paulson & Co の 2013 年当初の買収価格からすると、ほぼ 2 倍の買収金額オファーであったとは言え、2018 年までに実際に収益自体が大きく伸びていることから、EV/EBITDA や PER 倍率といったバリュエーションという観点では 2013 年時点評価から殆ど変化がないレベルであったことが分かります。どのような交渉が行われたかは分かりませんが、これでは取引が成立しなかったこともある意味、納得出来る部分があります。

(3) 中国市場について

最後に、貴社にとって示唆が大きいと私どもが感じるのが中国市場におけるスタインウェイ社の状況についてです。中国は言わずと知れた人口大国であり、スタインウェイ社の資料によると、およそ 4,000 万人が何等かの形でピアノを習っていると言われていています (米国の 600 万人の 6 倍以上)。スタインウェイ社も国立の音楽学院などには積極的に攻勢をかけている模様で、国内 11 の学院全てに納入されている模様です。しかし、2021 年度の中国と米国での販売金額を円換算し、貴社と比べてみたところ (図 10)、中国では貴社の方が多く販売されていると判明しました。こちらに含めていないヤマハ社は中国での売上は 678 億円と巨大ですが、様々な電子楽器その他製品や音楽学校売上も含まれており純粋比較が難しくこちらに入れておりません。

図 10：スタインウェイ社と貴社の中国及び米国鍵盤関連売上（2021 年度）



*2021年度ベースのピアノ売上を年度平均為替レートで円換算

(出所：各社決算資料より Hibiki 作成)

一つの疑問点は、多くの中国系著名ピアノ奏者も Steinway Artist Program に参加しているのに、何故スタインウェイ社の中国向けの売上が小さいか、です。ピアノセグメントの29%を中国向けが占めているので、全体構成上決して小さいとは言えないのですが、22/3期で鍵盤売上の35%が中国市場向けとなっている貴社と比べてはまだ小さい状況です。

これに関しては、私どもでは何か信頼できる仮説に結び付くエビデンスを調べるのが残念ながら出来ておりません。自国（米国）で十分収益性や売上を確保出来るのであまり力を入れていないのか、トランプ大統領就任時から勃発した米中貿易戦争が影響しているのか分かりませんが、貴社の中国におけるブランドと販売戦略、競争環境について、さらなる現状分析を行っていただくと、中国市場でさらにブランド価値と販売を伸ばせるヒントが見えるのではないのでしょうか。世界を見渡し、ブランドの価値として、スタインウェイ社が圧倒的 No.1 であることは議論の余地がないですが、ピアノだけの市場を見た場合に、貴社の、今までの製造クオリティの上にブランド戦略がさらに描けると、ストロング No.2 としてポジションを固めていくことは可能であると私どもは感じます。

6. 弊社からのご提言

こちらでは、貴社の事業価値が市場で十分に評価されない点に関して、先述の以下のポイントにつき、私どもの見解及び提言を述べさせていただきます。

- (1) IR（投資家向け情報開示）の手法が旧態依然であり貴社の魅力が伝わっていない
- (2) 財務比率が優良で現金超過にも関わらず株主還元が同業に比べても低い
- (3) 買収防衛策が継続されている

ご提言 1：IR 施策の高度化及び PR との連携

先ず、私どもの感じる「良い IR」についてポイントをお伝えさせていただきます。端的に申し上げますと、過去の財務状況や事業の実績は、脚色なく、成功や失敗のケースを真摯に投資家に伝えるといことは言うまでもないですが、それと同時に、①貴社の未来を予測する上で大切な KPI を正確に投資家に伝えること、②貴社の目指す将来像（つまり戦略の本質）を理解してもらうこと、③上場している現状に向き合って、様々な株主に対して広く平等に情報開示をすること、に尽きると考えております。

株主は、会社の財産の平等な持ち主であると同時にその価値の向上可能性、将来の発展可能性に投資をするのであり、やはり情報不足や伝達力の不足は、投資家の不安に直結し、その不安や不信は企業価値の低下に直結します。以下（図 11）の計算式にある通り、理論的な企業価値とは、キャッシュフローと割引率の割り算であり、IR の仕方によりこの式の分母の部分が大きく変化します。

図 1 1 : ファイナンス理論上の企業価値の計算式

$$\text{企業価値 (PV)} = \frac{\text{定常的なフリーキャッシュフロー (FCF)}}{\text{資本コスト}(r) - \text{将来の成長率}(g)}$$

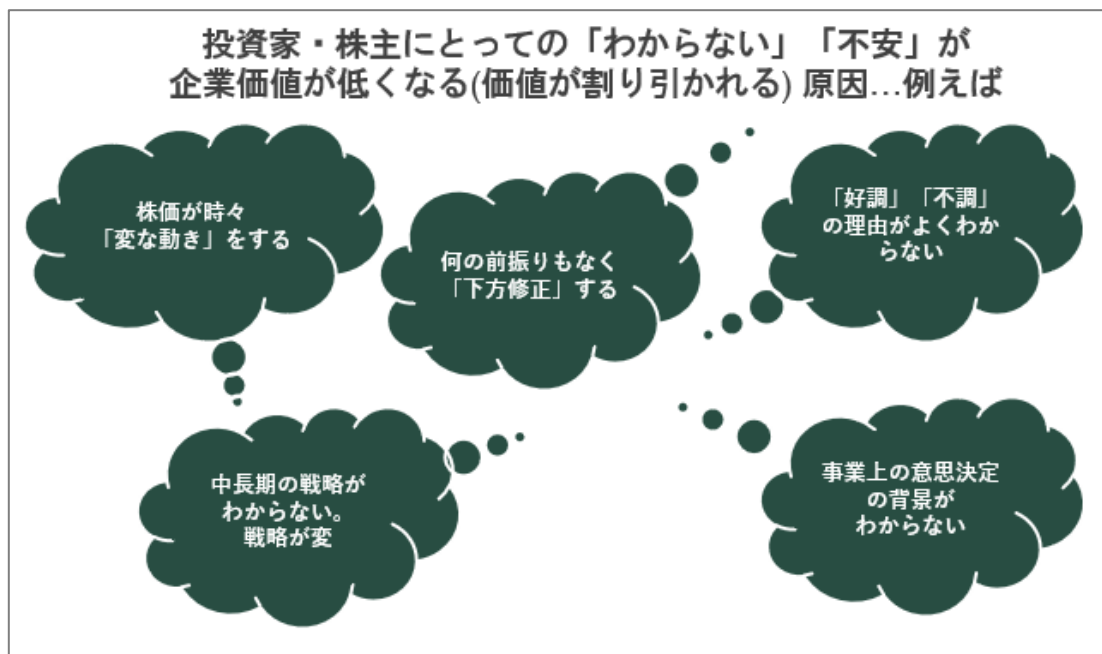
リスクに応じて投資家が求めるリターン(利率)

「これからどうなるか？」の見立て次第で企業価値は大きく変わる

(出所 : Hibiki 作成)

貴社の、市場逆算による資本コストが 13.7%と極めて高くなってしまっているのには、様々な外部要因も影響している可能性は否定出来ないとは言え、貴社の伝達力不足が招いている面も、同時に否定出来ません。ちなみに、以下は、ご参考までに、私どもが投資先の経営陣の皆様へ IR の効果に関してプレゼンテーションをする際にお見せする、投資家が懸念する一般的な事項の例をまとめた図となります。

図 1 2 : 投資家の一般的懸念事項の例



(出所 : Hibiki 作成)

こういった不安、不信を解消することが IR の重要な役割であり、資料作成と説明会、個別面談等を通じて自社の経営方針をコツコツと、そして幅広く伝えていかねばならない部分です。そして、IR の手法や手段は、時価総額の水準や株式の流動性、現在の株主構成によっても大きく変化します。日本の総人口、そして主に年金である国内の投資資金が今後減少していく蓋然性が高い中で、10 年以上のスパンで上場企業としての資本政策、株主政策を考えるにおいて、外国人投資家との対話は実は避けて通れません。実際、海外の資金に選ばれない上場企業は現状いかに時価総額が大きくとも、中長期的に株主の母体が縮小してしまうリスクが相対的に高いと言わざるを得ません。

現在の貴社の時価総額（280 億円）と流動性（1 日当たり取引 1 億円未満）では、大口の機関投資家が貴社株式を購入するハードルは高い状況です。よって、貴社の場合には、KAWAI というブランドがあり、それが世界に良く知られているという背景を最大限考慮して、国内外の個人投資家に、より積極的にアプローチすることが先ずは戦略的に優先順位が高い状況であると考えます。そうすると、実は、IR と PR、また、国内と海外、に壁を作らず、そこに反対にシナジーを追求していくことが最初のステップになろうかと存じます。

その文脈で、貴社は、[Shigeru Kawai のブランドサイト](#)をお持ちで、こちらは誰から見ても、非常に印象深く、貴社のブランドに対する価値観を余すことなく表現されているばかりでなく、英語でも見られるサイトとなっております。しかし、同時に、英語のみの <https://Shigeru Kawai.com/> というブランドサイトもあり、サイトへの潜在顧客の流入経路が分散されてしまっている印象です。この状況では、PV（ページビュー）分析も効率的に出来ず、その後のブランディング戦略にも一貫性を持たせにくい状況かと存じます。さらに、投資家からすると、貴社の [IR 情報サイト](#) は、こういったブランドサイトへのリンクもなく、あくまで①数字、②決算資料、③株式情報、のみの淡々とした内容に留まっており、貴社の本質的な価値が伝わりにくい、大変勿体ない構造であると感じております。一部良い点を挙げるとすると主要な短信や説明会資料、及び中期経営計画資料が英語訳されており、褒められるべき事ですが、資料が日本語サイトに混ざって「置いてある」状態であり、外国人投資家がサイト内を模索しつつここまでたどり着く可能性は極めて低いと言わざるを得ません。これは大変勿体ない事実です。

昨年、弊社からお送りした[東京証券取引所への公開書簡](#)の中では、私どもは以下の通り申し述べました（p.10 より抜粋）。

株主は上場企業の経営陣、従業員や関係取引先と同様、株式会社の「参加者」であり、それぞれ様々な欲求を持って参加していますが、煎じ詰めればファンクラブです（そして経営者はそのファンクラブの運営実行委員長です）。残念ながら、現代社会のファン層は、多様な「新しいもの」に目がないようで、株式市場の相対的なパイ（特に日本市場）は減少傾向です。外国人含め世界の投資家に株を買ってもらわなければ、池の水は干上がってしまうので、外国人含めファンを増やす施策が必要不可欠です。

貴社は、まさに提供している製品であるピアノ自体に沢山のファンを既に抱えており、そのファンをさらに増やす切り札ともいえる、強力なブランド価値をも有しています。ここは、消費者（顧客）、個人投資家、機関投資家、外人投資家の区別なく、IR と PR を連携させ、また日本語と英語、中国語などを同時多発的に強く打ち出していくことが可能なポイントであると考えます。また、こういった潜在株主、及び潜在顧客（もしくは両方！）の情報収集手段もネット全盛で多様化する中、例えば、プッシュ型で、SNS や YouTube などへ発信した情報を IR サイトでも閲覧できるようにする工夫など、今までの既成概念にはない、独自の手段をも活用し、「株主を増やして耕して育てる」活動をしていただきたいと存じます。尚、私どもも、エンゲージメント投資家として、様々な IR 支援企業と面談及び情報交換を行ってきておりますので、貴社の課題に真摯に向き合い並走いただける IR コンサルティング会社様をご紹介することも可能です。是非ご検討いただければ幸いです。

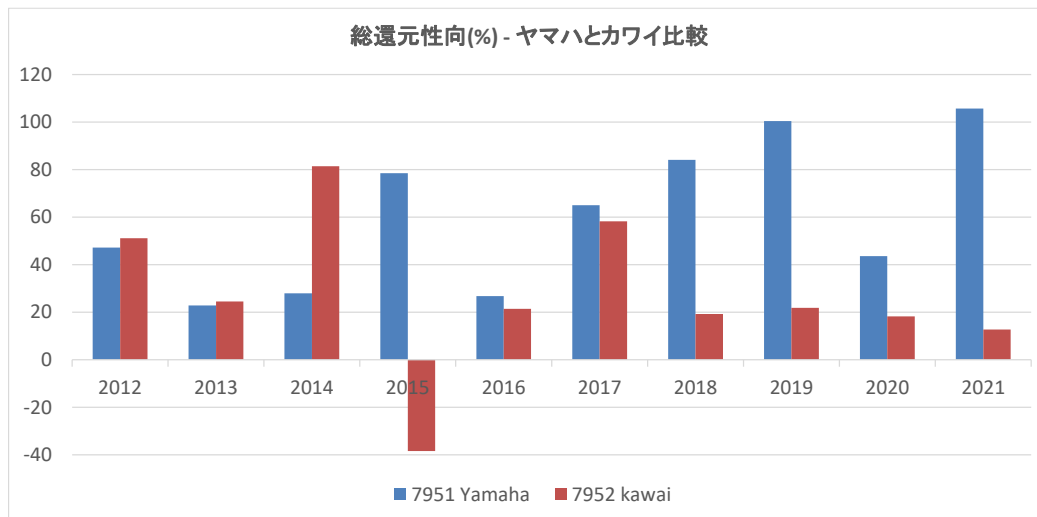
ご提言 2：株主還元施策の変更とその開示

貴社は、今中計の中でも配当方針に関しては「安定的な配当と資本効率の向上を目的とした機動的な株主還元」を行うと述べるにとどまり、概形的には、過去からの 20-30%レベルの配当性向を原則踏襲されていると考えます。

これに対して競合のヤマハは、30%程度の配当性向に加えて、50%程度の総還元性向という具体的な目標を掲げ、実際には、株主還元はさらにそれを上回ることが多く、株主還元を強く意識されていることが分かります（図 13 参照）。また、過去 5 年の月次ベースの平均の PBR、PER、EV/EBITDA 倍率を比べたものが図 14 となっております。事業規模とデジ

タル化等の事業の方向性自体が違えばそれまでですが、ショパンコンクールでの採用を考えると貴社も、違うベースで負けてはいないはずなのですが、株価評価的には大きく差が開いてしまっていると感じる次第です。貴社の本当の魅力に気づいてしまった少数投資家の一人としては、大変余計なお世話かもしれませんが、このコンサーバティブな財務施策も潜在的に影響して株価評価に大きく差が開いている実態は、看過できないものと感じております。

図13：貴社及びヤマハの総還元性向（年度表記）



(注：貴社の2015年のマイナスは当時のオンキョーへの割当てを計算に含めております)

(出所：Bloombergの情報より Hibiki 作成)

図14：過去5年の月次平均株価バリュエーション

	河合楽器製作所	ヤマハ
PER倍率	10.8	27.4
PBR倍率	1.0	2.5
EV/EBITDA倍率	4.1	12.2
ROE(%)	9.4%	10.3%

(note 1) 22/4以降は23/3期の四季報予想を前提に計算し23年3月末株価まで

(note 2) ROEは22/3期までの5ヵ年期間を採用

(出所：Bloombergの情報より Hibiki 作成)

事業構造の改革で言いますとヤマハは以前の多角化が主因となり、過去 10 年で 230 億円に上る特別損失を出しましたが、経営改革を進め、早期にデジタル化に舵を切り、音楽事業を言わば電子楽器分野に世界で先行して広げた点では秀逸な経営判断であったと理解します。事業規模が大きい上にさらに事業成長を株主から求められる総合音楽メーカーとして当然なことであったと感じておりますが、財務戦略及び株主還元戦略に関しては、貴社については、それにしても、財務余力からも「もっと」攻めることにより株主を味方につけることが可能かと感じる次第です。

貴社は、最新の 23/3 期の第三四半期の最新の決算短信を前提としても、現金と有価証券の残高から長短借入金及び退職給付債務を控除し、約 51 億円の現金超過となっており、年間ベースで 120 億円程度の運転資本がかかっている前提においても、資金的には十分対応可能であるばかりでなく、在庫回転マネジメントや生産性には改善余地があると外部から見ても感じております。是非とも、市場を味方につけるべく、さらに進化したキャッシュコンバージョン、財務施策及び株主還元策を貴社内で議論いただければ幸いです。過去からの延長線上での議論ではなく、今後何が可能か、という合理的な議論をいただきたく思っております。

ご提言 3：買収防衛策の廃止と株価の向上

私どもは、貴社が、買収防衛策をすぐにでも廃止することを求めたいと考えます。弊社の調査によると、貴社は、15/3 期頃に、韓国母体の三益楽器という音楽関連企業が突如 10% を超える大株主となり、2018 年の株価高騰時に売却されたという経験をされています。また、香港の HSBC 社が信託名義で 15/3 期に大株主に浮上し、その後 2017 年に貴社の中国向け代理店である Parsons 社と資本業務提携を締結されたと理解しております。実際のこのような株主と貴社の間における議論及び交渉、は外部の私どもは想像しか出来ません。しかしながら、実際 Parsons 社は貴社の中国向け販売拡大において極めて重要な役割を担い、現在においても良好な関係であると理解しておりますし、貴社の中国での販売の結果からすると良い提携であったと理解しております。

こういった会社の過去を紐解きますと、三益楽器は先述しましたスタインウェイの親会社の株式を30%超取得した実績、及び、Parsons社は、2013年と2015年にドイツの老舗ピアノ製造企業を子会社化された実績があり、貴社にとっては、潜在的には経営の連続性に影響を与える（少なくとも）可能性自体はあったことは私どもも理解しております。

そういったご経験をなさったことから、誠に勝手ながら類推し、買収防衛策は、一方からすると、貴社の本質的な価値の維持向上と経営の安定化の視点からはしごく当然とも言えますが、他方、つまり、資本市場の一般的な参加者の立場からすると、そういった買収防衛策の存在が、企業価値の最大化の障壁となっている、という見方も出来てしまうのです。そのような背景もあり、先代の河合滋氏を引き継ぎ、実質的な企業価値及びブランド価値の向上を長年先導及び実現してきた河合弘隆会長兼社長の22/3期の株主総会における信任率が70%を下回るという、本質的にはあってはならない、異常事態を招いてしまっているのではないのでしょうか。

私どもは、貴社が、資本市場と正面から向き合い、ある意味、そのリトマス試験紙ともいえる、「株価」と真摯に向き合い、買収防衛策ではなくて市場から企業価値をしっかりと評価していただく、という正攻法にて、今後も継続的に成長をされていくことを心から求めています。改めて、買収防衛策を、すぐにでも廃止することをご提言したいと考えます。言わずもがな、かもしれませんが、誰しものが株を売ったり買ったりできる資本市場において、株価の向上こそが、最も現実的、最も効果的、そして本質的な買収防衛策に当たるはずであると私どもは考えます。

~~~~~

以上、貴社の事業価値が市場で十分に評価されない原因と私どもが考える3つの課題に対して、3つのご提言とさせていただきます。尚、私どもは、全ての株主に問うべきと判断した場合には株主提案も辞さない投資家ですが、資本主義の中心である崇高な株主総会の場合、不毛な言い争いに陥るような提案は原則しない方針を持っております。今回のこの書簡は「上場企業としての」貴社の成長を応援したいという気持ちによるご提案だにご理解賜れば幸いですし、貴社のことを真剣に考えている一株主よりこのような提案があったことを真摯に受け止めていただき、経営陣、従業員株主、取引先株主含む貴社全ての株主にメリット

があると思われる上記提案を取締役会・経営会議体にてご検討いただき、経過を逐次、全ての株主に適時開示を頂きたいようお願い申し上げます。

東証による市場改革の流れが急激に進化している状況で、上場企業の皆さまにとっては、好むと好まざると、このような市場との対話に対して多大な時間とエネルギーを割くことが今後もさらに求められていくものと存じます。上場を維持する場合は、それと正面と向き合うことが求められます。しかし、実は盲目的に上場を維持することだけが正解ではなく、MBOなどで上場を廃止して、市場の雑音から距離を置いて中長期目線で企業の価値を維持向上していくという方向性も実は多くの企業にとり間違った道筋ではないと言えることも事実ですし、この2月に弊社の別の主要投資先であった精密パイプメーカーのイハラサイエンス社がまさに再成長のために敢えてMBOをご決断されました。本レターが、愛の鞭のような形で、貴社にとって、ブランド価値及び企業価値の最大化にとってこういった道筋がいいのかを改めて見つめなおしていただく良いきっかけになることを祈っております。

以上

2023年5月8日

39 Temple Street #02-01, Singapore 058584

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.



※尚、本書簡は、投資先の皆様との建設的な対話の「見える化」を目的として私どもよりウェブサイト等に公開される可能性がございます。

本書簡の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書簡は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。



## Appendix.

**貴社の企業価値評価における諸前提（Hibiki 社内前提）**

| <b>WACC計算</b>               |                                 |                           |
|-----------------------------|---------------------------------|---------------------------|
| a                           | 市場無リスク金利                        | 1.0%                      |
| b                           | ベータ値（個別株式の市場に対する相関）             | 0.93                      |
| c                           | 市場リスクプレミアム                      | 6.0%                      |
| d                           | 資本コスト (COE)                     | =a+c*b                    |
| e                           | 借入コスト (COD)（仮定）                 | 2.0%                      |
| f                           | 時価総額（百万円）                       | 23,637                    |
| g                           | ネットキャッシュ（百万円） 22/3期実績（退職給付債務控除） | 8,565                     |
| h                           | 資本比率                            | 100.0%                    |
| i                           | 税率                              | 30.0%                     |
| j                           | <b>WACC</b>                     | <b>=h*d+(1-h)*e*(1-i)</b> |
| <b>ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法</b> |                                 |                           |
| k                           | 正常化FCF（百万円）                     | 2,400                     |
| j                           | WACC                            | 6.6%                      |
| l                           | 成長率（最終）                         | 0.0%                      |
| m                           | 企業価値（百万円）                       | =k/(j-l)                  |
| n                           | ネットキャッシュ（百万円） 22/3期実績（退職給付債務控除） | 8,565                     |
| o                           | 株式価値（百万円）                       | =m+n                      |
| p                           | 自己株控除後株式数（百万株） 22/3期実績          | 8.6                       |
| q                           | <b>理論株価（円）</b>                  | <b>o/p</b>                |
|                             |                                 | <b>5,240</b>              |

（出典: 貴社開示資料、Bloomberg より Hibiki 作成）