

東京都青梅市末広町 1-7-2
株式会社やまびこ
取締役会 御中
代表取締役社長執行役員
久保 浩 様

2026 年 7 月 24 日

企業価値向上ご提言書

目次

1. はじめに
2. 貴社の歴史的経緯と優位性の源泉
3. 株価評価の現状とその要因
4. 具体策のご提言
5. 結びに

1. はじめに

貴社（株式会社やまびこ）株式を運用顧客口座にて保有しております、Hibiki Path Advisors（2026年1月以降は Hibiki Path Advisors SPC。以下、両者を合わせて「私ども」又は「弊社」といいます。）と申します。本日は、貴社の企業価値向上施策に関して久保社長をはじめとする取締役会の皆様にご提言があり、このような書簡を送付させていただきました。社外取締役含む取締役会構成メンバー全員にてご回覧及び内容の審議をいただきたく存じます。なお、本書簡は送付後適切なタイミングで弊社ウェブサイトにて一般公開する予定です。

弊社は国内外の機関投資家・国内の法人及び個人の長期資金をお預かりしていることから、「企業の本源的価値に対して株価が割安であること」「経営陣と建設的な対話ができ、共に価値を高められること」といった要素を多面的に評価し、日々の値動きや四半期業績に振り回されることなく、中長期の視点で投資を行っております。一般的にアクティビストとして一括りにされがちではありますが、私どもの特徴は、原則的には経営陣に対し親和的、建設的な形で企業価値向上策の考え方につき提示をさせていただきつつ、その上で、株主価値向上に対する見解が大きく異なる状況が発生し、株主共同利益の最大化に資すると判断した場合には私どもからの株主提案も行う¹フレキシブルさがございます。

尚、私どもは2025年8月開催の2025年12月期第2四半期決算説明会の参加以来、決算説明会・個別IR面談・盛岡事業所見学会等を通して、貴社との間で企業価値向上に向けた有意義な対話を継続させていただいております。また、先日開催された「造園緑化機械展示会2026 in 東京」や「CSPI 2026」にも向学のために足を運ぶ等、貴社に対して継続的に強い関心を持っております。その上でECHO・共立・新ダイワという強力なブランド群を有し、さらなる成長の途上にある貴社の株式の市場評価が、貴社の本源的価値を十分に反映できていないと強く感じており、その評価ギャップを埋める一助となれないかと考え、提言を含む書簡を認めた次第となります。

本書簡の構成についてお伝えいたします。まず、「2. 貴社の歴史的経緯と優位性の源泉」にて、貴社が持つ本質的な強みについて歴史的な観点から私どもの理解を述べます。その上で、「3. 株価評価の現状とその要因」にて貴社の株価評価がそのような強みを十分反映できていない現状とその要因についてご説明いたします。さらに、貴社の強みを株式市場に周知し、現状の株価評価を脱するため「4. 具体策のご提言」にご提言を差し上げ、「5. 結びに」にて本書簡のめとさせていただければと存じます。数十ページにわたる長い書簡となりますが、何卒宜しくお願い致します。

¹ 友好的な形を維持したまま株主提案を行うこともしばしばあり、株主権利行使即ち敵対的姿勢ということを意味しない点も大きな特徴としてございます。

2. 貴社の歴史的経緯と優位性の源泉

私どもが感じている貴社の強み及び魅力は、まず何といたっても刈払機・パワーブロワ・チェーンソー等の小型屋外作業機械（Outdoor Power Equipment、以下、「OPE」といいます。）ビジネスにおける確かな技術に基づく世界プレゼンスの高さにあります。とりわけプロ向け・エンジン製のハンドヘルド製品で世界的に高いシェアを有され、特に北米におけるシェアが高いと理解しております。また、貴社が保有する主要 3 ブランド、ECHO・共立・新ダイワは、その道のプロではない私どもでも存じ上げており、確固たるブランド力を有されているものと思料致します。

尚、私どもは、企業の本源的な価値は、長い歴史をかけて地層の堆積のように形成されるものと考えており、投資開始時にはその投資先企業の苦悩と成功の歴史、そしてその経路依存性を深く理解するところから始めます。貴社についても同様で、その強みの源泉を本当の意味で理解するには、過去 4～5 年の状況を見るだけでは足りず、創業当初からのその道のりをつぶさに分析致しました。私どもの結論として、貴社の強みが形成された道筋は以下の「**三つの軸**」で整理出来ると考えております。外からの視点という意味でこちらに先ずご共有をさせていただきます。

軸1： 造園と都市景観整備の歴史

軸2： 北米での ECHO の戦略

軸3： 経営統合

先ず、第一の軸の造園と都市景観整備の歴史においては、第二次大戦後の米国の都市化・都市自体の拡大と郊外化が急速に進む中で、庭のある戸建て住宅を保有することがステータス、所謂アメリカンドリームとなり、そのような実需に基づく都市の景観整備政策が現在の独特の市場に通じる土台を形成していった過程を読み取ります。第二の軸では、この分野で後発参入企業であった貴社がどのようにして市場に食い込んでいったのかその企業行動を中心に分析し、貴社の企業としての個性に肉薄することを試みます。第三の軸が経営統合についてです。貴社は 2008 年に株式会社共立（以下、「共立社」又は「貴社」といいます。）と新ダイワ工業株式会社（以下、「新ダイワ社」又は「貴社」といいます。）が経営統合することにより設立されましたが、円高不況と環境規制のダブルパンチをこの英断で乗り切った場面を切り取って見てみます。この三つの軸を通じて、この「知る人ぞ知る OPE 市場」における貴社の軌跡から、企業としての背骨の強さの理由を理解することが出来ます。まさにそこが本源的価値に通じる部分となります。

軸1： 造園と都市景観整備の歴史

(1) 緑地管理の起源

第一の軸は、市場そのものの歴史についてです。OPE という器具の起源は、やはり長年自然と共生する概念が人々の生活に浸透していた欧州となります。一般的には、その起源は 1830 年の英国で Edwin Beard Budding が発明した、人が押すことでローラーから回転刃へ動力が伝達されるタイプの芝刈り機と言われています。英国やフランスでは、古くから多くの美しい城や宮殿が存在し、その

主（あるじ）たる貴族や領主によって、自身の権力を誇示するために美しい庭園をこしらえることは一般的であり、既に当地に深く根付いていた社会的文化と言えます。一方で、19 世紀当時、そのような造園の維持管理には人工による鎌等を用いた多くの手作業が必要だったため、その生活を享受できるのはごく一部の人々に限られました。そのギャップを解消し、造園の概念にイノベーションを巻き起こしたのが芝刈り機であり、少ない労力で均一な仕上がりにすることを可能にしました。

図 1：現存する最古の芝刈り機の一つ（Budding Lawn Mower No. 1623）



（出所：[Museum of Gardening](#)）

また、チェーンソーの発祥も欧州・ドイツとされます²。整形外科医 Bernhard Heine によって 1830 年に発明されると、1926 年には Andreas Stihl が特許を取得して、量産体制に入りました。同氏が設立した Stihl 社はご存じの通り、現在においても OPE 市場で強いブランド力を有しています。このように、OPE の発祥は、多くの場合現在最大の市場規模を持つ米国ではなく、風土的特性から自然との共生という価値観を有していた欧州だったのです。このような、OPE という概念の草創期において共立社（1947 年創業）および新ダイワ社（1952 年創業）はまだ存在すらしておらず、貴社製品は後発品であり、決してパイオニアとは言えない立ち位置であったことも理解することができます（詳細は本章後段にて）。

話を OPE の歴史に戻しましょう。このように欧州で始まった OPE ですが、19 世紀になり欧州から多くの移民が新しい生活を追い求め米国に移り住むようになり、その発展も次第に米国に伝播します。実際、1868 年には米国で初めて芝刈り機に関連する特許が取得され、1888 年にはニューヨーク初となるゴルフ場が開設されました。しかし、緑地管理に対する関心が高まった最も重要な要因は、当時の米国で発生していた都市部の人口集中にあると考えております。Census のデータ³によると、1800 年のニューヨーク市人口は 60,515 人であったのに対し 1850 年は 515,547 名と、その伸びは急激なものでした。その反作用として公衆衛生上の問題が発生⁴し、解決策の一つとして現代もニューヨ

² https://www.husqvarna.com/au/learn-and-discover/history-of-the-chainsaw-celebrating-60-years/?srsltid=AfmBOoqs_q-1UxVt4QhnWFy--pAwnlUGN9Nbcj7C7a7EbaOOxDjfhZhY

³ <https://www.census.gov/about/history/historical-censuses-and-surveys/decade-facts.1900.html#list-tab-2036066290>

⁴ <https://collections.nlm.nih.gov/bookviewer?PID=nlm:nlmuid-63140820R-bk>

一カーの心のよりどころであるセントラルパークが Frederick Law Olmsted らによって設計される等、人によって管理された形の緑地整備への意識が人口爆発と共に高まりました。

図 2：Central Park 開園前後のマンハッタン



(出所：[CENTRAL PARK CONSERVANCY](#)、[OLMSTED NETWORK](#))

Olmsted の持つ思想自体、欧州のそれに強い影響を受けていたと考えられます。OLMSTED NETWORK⁵によると、同氏は 1850 年に英国 Liverpool の Birkenhead Park を訪れ、その際公園 (Park) という存在が米国にももたらされるべきだと確信します。またセントラルパークの設計にあたっては英国出身の Calvert Vaux と共同で取り組んでおり、ここからも欧州の影響が見て取れます。尤も、Olmsted らの思想は主に公園の設計に留まるもので、本格的に OPE の市場拡大を喚起するものとまではいかなかったと考えられますが、都市と自然を融合していく姿勢がまさに米国にも自然と広がったことにより、次に述べる「アメリカンドリーム」の価値観の礎となりました。

(2) 第二次世界大戦後の「アメリカンドリーム」

市場のブレイクスルーが起こったのは、第二次世界大戦後となります。その頃、米国では終戦を端緒とする大きな社会変容が発生しておりました。多くの従軍兵士が戦争を終え米国へ帰還してきましたが、同国では当初その住宅需要を十分に満たすことができませんでした。Yale University の記事⁶によると、退役後、約 600 万人が親戚や友人の家の空きスペースに身を寄せ、さらに 50 万人が仮設住宅に暮らしたとされます。この深刻な問題を解決するために新たな住宅供給場所としてスポットライトが当たったのが郊外です。郊外は土地に余裕もあり、安価に広い庭を持つ一戸建てを供給することができました。また、GI Bill と呼ばれる退役軍人支援制度による住宅購入支援もあり、郊外居住比率と持ち家比率は上昇⁷しました。元々自然の豊かな北米にて、人々の生活範囲が都市の外 (郊外) に広がっていくその流れの中で、整備された庭を持つ戸建て住宅を郊外に持つことは社会的なステータス (i.e. アメリカンドリーム) として米国民の意識に刻み込まれます。

⁵ <https://olmsted.org/frederick-law-olmsted/life/>

⁶ <https://yalebooks.yale.edu/2025/04/23/how-levittown-set-the-stage-for-todays-housing-crisis/>

⁷ BBC 記事によると、1920 年に 17% だった郊外居住比率は 1960 年には 31% へ上昇。Census によると、同期間で全米の持ち家比率は 45.6% から 61.9% まで上昇

一般家庭が庭を持つことにより、その整備も家計ごとによる喫緊の課題となり、OPE に対する民間需要が拡大することとなります。つまり、手に入れた社会的ステータスを維持するための必須アイテムとして OPE 市場が急拡大へ舵を切ったのです。帰還兵を受け入れるために 1947 年に開発された Levittown という街では比較的安価に多くの戸建て住宅が供給されましたが、まさに新興住宅地としての美しい都市景観を住人皆の協力で維持すべく芝の生育期には週に 1 回の整備を住民に義務付ける⁸など、庭の整備を求められる人の絶対数が急速に増えていったと想像されます（同時に、庭には芝生があるのが当たり前であったことも読み取れます）。1950~60 年代の園芸雑誌では芝生の手入れの行き届き具合を競う隣人競争を嘆く社説⁹も相次いで掲載されたとされますが、それだけ自宅の庭が自身の社会的ステータスに与える影響が大きかったことを感じさせるエピソードです。このようにして OPE は芝文化を背景として米国民の生活の根幹に根付くこととなりました。

このような OPE の民間市場の急拡大を経て、貴社及び共立社主要子会社である ECHO Incorporated（以下、「ECHO 社」又は「貴社」といいます。）が米国に設立されたのは 1972 年であり、新ダイワ社が米国現地法人を設立したのに至っては 1982 年になってのことです。ここからは**第二の軸**に入り、共立社・ECHO 社を中心として貴社の北米での足取りを追ってまいります。

軸2：ECHO の歩み

1970年代当時、米国ではHomeliteやMcCullochといった地場企業がマーケットを支配しており（図参照）、一見すると日本から来た新参者に勝ち筋はないように見えますが、貴社はそこを打ち破っていかれました。この経営史を辿ることは正に貴社の強みを理解するための極めて重要なピースとなります。

図 3：1970 年代前半のガソリン式チェーンソー市場シェア

	1970	1971	1972	1973
Homelite	35%	31%	28%	28%
McCulloch	33%	33%	27%	27%
Remington/Desa			8%	12%
Beaird-Poulan			8%	12%
Stihl			7-8%	6%
Roper			6%	
Pioneer			4%	
Skil			3%	
Echo			1%	

*数量ベースか金額ベースかは明示されていないものの、前後の文脈から数量ベースと推察される

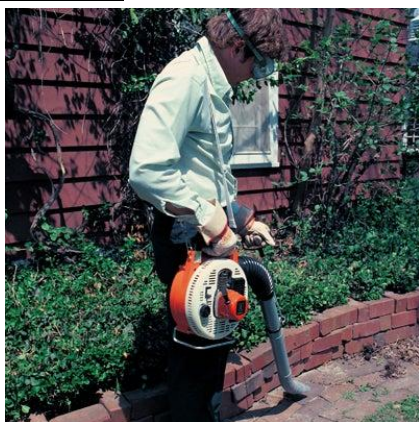
（出所： [The Chain Saw Industry in 1974](#)）

⁸ <https://apcentral.collegeboard.org/series/america-on-the-world-stage/lawn-and-landscape-world-context-1945-2000>

⁹ <https://smithsonianmag.com/2016/03/15/the-great-american-lawn/>

共立社・ECHO 社がブレイクする神風となったのが、1970 年代に発生したカリフォルニア州における大規模干ばつ¹⁰であったと考えられます。アメリカンドリームにより形作られていった緑溢れる郊外には多くの枯葉・枯草が発生しますが、これまでその清掃はホースで水を用い側溝に流す手法が主流でした。しかし、干ばつに伴う水不足により各都市はそれを禁じるに至り、枯葉・枯草処理が窮地に立たされます。その問題を一手に引き受け、解決したのが、共立社が開発したパワーブロワです。元々共立社は 1947 年に共立農機株式会社という名前で設立された文字通りの農機メーカーであり、農薬等の散布機を主力製品の一つとし成長を成し遂げられておりました。しかし、まさに「瓢箪から駒」、貴社の先人の皆様がユーザーを観察していると、干ばつ時を中心に薬剤タンクを取り付けず、単に送風用途で使用している場合が多いことを発見します。そこで元々の技術を応用し、100%送風用途として開発されたパワーブロワが市場投入¹¹されることとなりました。特に干ばつの酷かった 1976 年には世界初の手持ち式パワーブロワを開発¹²、機敏に市場の要請に応えていかれました。現在においても米国における貴社パワーブロワ販売構成比は刈払機の次に販売の多い主力製品であると理解しておりますが、このように突如として現れた新しい需要に即座に対処した/できたことにより、OPE 市場に完全な後進参入業者であった企業でも急激な市場シェア獲得の橋頭堡とすることができたのでしょう。

図 4：新旧パワーブロワ



*左が世界初の手持ち式パワーブロワ、右が最近のモデル

(出所：貴社ホームページ)

自社の持つ技術と社会問題への機敏な対応により ECHO はブランド認知を急速に獲得していかれましたが、後が続かなければ単なる「一発屋」で終わってしまうのも事実です。その点、ECHO は現在も Stihl、Husqvarna と並び top-tier ブランドの一つとなっています。その成功の背景には相応の経営戦略が隠されていると見るのが自然です。それらは①徹底したローカライズとジャパン・バッシン

¹⁰ <https://www.titantec.com/es/blog/when-did-leaf-blowers-become-popular/>

¹¹ 各種文献を調べたところ確認したところ諸説あるようですが、共立社・ECHO 社が世界で初めてパワーブロワを開発されたとするものが多いと認識しております。

¹² https://www.yamabiko-corp.co.jp/history_k/

グの回避、②プロ・セミプロ向け販売の徹底、③価格帯と販売チャネルの差別化の3つに大きく分類されます。

まず、①「徹底したローカライズとジャパン・バッシングの回避」についてです。1972年に設立されたECHO社ですが、当初は「KIORITZ CORP OF AMERICA」という社名で設立されており、単なる共立社のいち海外拠点としての色彩が社名に強く残っておりました。変化は設立から6年後の1978年となります。その頃、社名を現在にも続くECHO Incorporatedに変更されました。ECHOブランドは共立社沿革¹³を確認する限り遅くとも1963年には存在しておりましたが、それを明確に米国内向け旗艦ブランドとして強化していく経営戦略が定まったことの現れが本社名変更であると私どもは捉えております。また、1985年にはイリノイ州 Lake Zurich に新社屋建設とともに現地生産を強化¹⁴され、現地企業として雇用も創出していかれました。

ECHOというブランドをコアに据え、現地に徹底的に適応していったこの戦略こそが、当時の経営陣が取った大変クレバーなご英断でありました。当時、日米間では1970年代頃から断続的に貿易摩擦が発生、特に80年代後半においては「ジャパン・バッシング」と呼ばれる猛烈な日本批判と不買運動が展開されました。政治上でも緊張感が漂い、日本包囲網ともいえる危険な状況でしたが、上述の徹底したローカライズ戦略がその影響を大きく軽減したと考えられます。ECHOという単語は一般的な英単語であり、日本を第一に連想する人は多くありません。KIORITZという聞き馴染みのない語よりも目くじらを立てられるリスクは少なく、トヨタ・日産・本田のような一瞬で日本とわかるブランドよりも影響ははるかに少なかったと想像されます。また、（意図していたかは別として）同時に現地生産も進めることで重商主義的なイデオロギーからの攻撃対象にならないように生産体制も整備したことで不必要なリスクを回避されました。尤も、共立社の業績だけ見ると、円高進行等不可抗力も同時発生し苦戦を強いられたことも事実ではあります。しかしながら、徹底したローカライズによりその影響を軽減、ブランド力という観点では最低限維持・拡大し生き残りに成功したと私どもは捉えております。

貴社の現在の姿にこういった30～40年以上前から行われてきた数々の経営判断が強く影響していることを見るに、企業の本源的価値の経路依存的側面を感じざるを得ません。自国色を廃し「郷に入っては郷に従え」を地で行く、現代にも通じるローカライズ・ブランディング戦略のはしりを貴社が当時から行っていたことには、「名でなく実を取る」という意味でのしたたかな経営上の考え方を伺い知ることが出来ます。

また、②プロ・セミプロ向け販売の徹底による業績の下方硬直性形成も50年超にわたる生き残りの要因であると考えております。ECHO社沿革¹⁵にも記載されておりますが、1970年代前半には石油危機が発生、安価な暖房としての薪を確保するという観点から小型で安価なセンサーに対する需要が創出されました。米国内における販売台数は、1971年に75万台程であったものが1973年には約

¹³ https://www.yamabiko-corp.co.jp/history_k/

¹⁴ <https://www.yamabiko-corp.co.jp/special/id=13243>

¹⁵ https://www.echotools.com/en_us/about-echo/our-history/timeline

171 万台と倍以上に拡大した¹⁶とされます。ECHO も CS-302 等の発売により一部ではその需要に応えていきましたが、プロ・セミプロ向けを主要ターゲットとする根本的な姿勢を崩されることはありませんでした。

一貫したこの姿勢が会社を救うことに繋がります。1980 年代にはチェーンソー需要が剥落することとなったためです。1980 年時点での世界チェーンソー販売台数は 580 万台（米国は 300 万台程¹⁷）でしたが、1984 年までには 340 万台まで急減することとなります¹⁸。実際オイルショック特需を積極的に取っていた会社は苦戦、Black & Decker 傘下であった McCulloch は赤字転落¹⁹、事業売却がなされるまでに至りましたが、ECHO 社はそこまでの憂き目に遭わずに済んでおります。

危機を回避できた背景には、共立社・ECHO 社に当時からコア・コンピタンス経営の理念が浸透していたからだと私どもは見ております。共立社は単なる農機・OPE の会社というよりは、実は小型高性能エンジン製造技術で優れており、会社四季報には 1969 年秋号から暫くの間「エンジンメーカーへ転身中」とヘッドラインに記載されるほどのものでした。エンジン単品での OEM 供給を行うこともあるなど、他社も注目する高い技術力を当時から持たれていたことから、当時から現在まで一貫して高出力（＝上級者向け）製品を主力とされていたと考えております。プロのランドスケーパーや林業従事者は文字通り生業として OPE を使用していることから、一時的な特需に左右されず安定的な成長を見込むことができるため、需要変動の影響は他社に比べて限定的であったのです。

尚、やや本題から話は逸れますが、OPE 事業紹介²⁰ページにおいて自社開発エンジンの高出力化がトピックとなっている構成に加えて、これまでの対話内容等を踏まえると、現在も貴社のコア・コンピタンスは OPE の心臓部と言える「高出力エンジン」にあると考えます。貴社は最終製品アセンブリの工程を需要地に合わせ分散させる一方、エンジンは横須賀事業所における一貫生産体制を維持²¹、年間 200 万台以上の 2 サイクルエンジンを生産²²されておりますが、これはひとえに、最も大切な付加価値部分を守り、強みを維持・強化するための極めて戦略的な施策かと存じます。自社で一貫して効率的に生産するからこそ、(a) 差別化できる高スペックのエンジンを (b) より低コストで (c) 高品質に供給し、更には (d) 年々厳しくなる環境規制にも機敏に対応できる暗黙知を蓄積し、後段で述べるような現在に続く他社との差別化や規制対応力にも繋がっていると考えます。本考察部分は、一部私どもの想像を含みますが、やはり外からは分かりにくく、投資家にはなかなか伝わりにくい貴社の本質的な付加価値部分だと感じています。

閑話休題、最後に、③価格帯と販売チャネルの差別化についてです。市場環境変化によって 1980 年代以降米国地場企業の地位は次第に下がっていきましたが、競争はそれだけではなく、現在 OPE

¹⁶ https://academyci.com/wp-content/uploads/2020/04/Chain_Saw_Industry_in_1974.pdf

¹⁷ <https://www.cpsc.gov/Newsroom/News-Releases/1980/Commission-Approves-Mandatory-Approach-Toward-Reducing-Chain-Saw-Injuries-From-Kickback>

¹⁸ <https://www.encyclopedia.com/books/politics-and-business-magazines/andreas-stihl>

¹⁹ <https://www.encyclopedia.com/social-sciences-and-law/economics-business-and-labor/businesses-and-occupations/black-decker-corp>

²⁰ <https://www.yamabiko-corp.co.jp/corporate/business/ope/>

²¹ <https://jsite.mhlw.go.jp/kanagawa-hellowork/content/contents/002158219.pdf>

²² <https://www.yamabiko-corp.co.jp/sustainability/activities/quality/>

市場大手であると私どもが考える Stihl らとの競争もございます。この競争に負け淘汰されることなく更なる拡大を実現するためには、明確な棲み分けが必要でした。ここからは、Stihl との差別化・棲み分けという観点から語ってまいります。ECHO 社が取った戦略は、Stihl 製品よりも安価で製品を提供する価格戦略、そして 1994 年に実現された、米国ホームセンター大手である THE HOME DEPOT（以下、「ホームデポ」といいます。）における販売チャネルの獲得です。

価格面での差別化は、販売チャネルとも密に絡み合ってきます。Stihl は“*No service, no sale*”²³の原則を掲げ、正規ディーラーのみを通した販売で決して安売りを行わないハイエンド製品としてのブランディングを一貫して取られてきました。一方、ECHO は 70 年代に参入してきた後発の日本メーカー製品です。実際のところ幾ら高品質のプロ向け製品を生産する能力があり、パワーブロワで一世を風靡したとはいえ、すぐに先発メーカーである Stihl 同様のハイエンドなブランドイメージを獲得するのは容易ではありません。そこで貴社が取られたのが、Stihl よりも低価格帯のプロ向け製品に活路を見出す戦略です。現在でも ECHO は Stihl より価格が低い傾向にある²⁴ことが知られています。本戦略は一見すると低マージンになるだけであって好ましくないもののように見えますが、実は必ずしもそうではありません。上述の集中エンジン生産体制も寄与してか、ECHO 製品は競合と比して軽く、使いやすく、壊れにくいという評判を有しており、Stihl ほどの重厚なメンテナンス体制を築く必要がなかったのです。それは ECHO 製品の方が保証期間が長い傾向にあることにもよく表れておりますが、貴社自身が、コスト面と品質面で比較優位に立っていることを理解した上でそれを販売戦略に活用したのが「自らを『安売り』しない『ちょい安売り』戦術」であると言えます。

このコスト競争力と品質の安定性は、ホームデポという一大販路獲得にも活きることとなったと考えております。当初の ECHO 社は多くの代理店を介した販売が主体であり、同じく代理店経由での販売を得意としていた Stihl とは当然ながらバッティングが起これることとなり、規模の拡大にも限界が訪れます。高出力製品に強い ECHO が Stihl と競合することは必然ではありますが、継続的な生き残りのために微妙な「ずらし（miss-direction）」により活路を見出したのがセミプロ領域（高頻度で仕事として使用するプロ層と、低頻度に DIY 等でのみ使う一般層の間）の確保です。ホームデポはホームセンターではあるものの、よりプロ向けに近いラインナップを揃える志向が強い²⁵会社として認知されていると私どもは理解しております。その点、ホームデポとの契約は、ECHO 社にとっては決してコア・コンピタンスから飛び地ではない領域における拡販期待、ホームデポにとっては、これまでの顧客層から離れすぎない価格帯でのプロ・セミプロ向けラインナップの確保という観点で利害が一致したと推測します。使い勝手の良い製品は、ホームセンターのようなサポート体制の薄い店においても取り扱いがしやすいという事情もあり、そのようにして、同じ高出力領域に強みを持つ 2 社の分かりやすい棲み分けが生まれました。現在、ホームデポにおけるエンジン OPE 製品は貴社のほぼ独占的な状況にあると伺っておりますが、これについても、市場環境と競合環境を分析した上での経営戦略上の経路依存性が見出せます。

²³ <https://streamer.gulfcoast.edu/TECH/kallan/MAN3503/SWOT Project/Stihl Inc. Case.pdf>

²⁴ <https://shopping.yahoo.com/home-garden/outdoor/articles/stihl-chainsaws-great-smart-money-014500892.html>

²⁵ <https://ir.homedepot.com/~media/Files/H/HomeDepot-IR/2026/thd-annualreport-2025.pdf>

尚、実際には決してこまめなサポートが必要なプロユーザーを捨てたわけではなく、近年においても代理店の売上比率は ECHO 社の半分程度を占める²⁶と認識しております。あくまで使い勝手の良い ECHO 製品だからこそ取れる需要と供給の隙間を獲得したのがホームデポ向け販路であり、かつ自社の代理店と激しくバッティングしないようにサポート体制や製品ラインナップを調整²⁷しておられるとの理解です。

ここまで①徹底したローカライズとジャパン・バッシングの回避、②プロ・セミプロ向け販売の徹底、③価格帯と販売チャネルの差別化の 3 点について見ました。これらを通じて、自らの強みや潜在的リスクを冷静に分析し余計なリスクを回避するという貴社の特徴が浮かび上がったかと存じます。さらに抽象化すると、マイケル・ポーターの 3 つの基本戦略における「集中戦略²⁸」を着実に遂行し成功を収められたと解釈することもできます。

次は最後の第三の軸、経営統合についてです。

軸3: 円高不況、環境規制のダブルパンチと経営統合

2008 年に実行された共立社と新ダイワ社の経営統合は、逆境を糧にすることが出来たという意味で、貴社の今の姿に極めて重要な示唆を与えています。まず、2018 年放送のテレビ東京系「知られざるガリバー〜エクセレントカンパニーファイル〜²⁹」では、本経営統合について以下のような経緯が語られております。

- 1990 年代に環境規制の波が発生
- これを乗り越えるためには強大な資本力が必要
- そのため、両社はライバル関係を解消、共存共栄の道へ

実際、その頃から OPE を取り巻く環境は変化し、環境を適切に整備していた OPE そのものにも規制の触手が伸びていきました。1990 年にカリフォルニア州にて CARB SORE 規制が採択され小型エンジンが本格規制対象になったほか、連邦 EPA でも 1990 年の Clean Air Act Amendments を起点として次々と規制が導入されます。2000 年代初頭にかけて内容は次々追加されることとなり、OPE メーカー各社は対応に追われることとなりました。

環境規制対応には、製品設計思想の根底からの転換を含め、R&D 及び製造ライン転換に多くの投資が必要となります。厳しくなりつつあった当時の事業環境においては決して容易なものではなかったと思料致します。また、日本企業全般にとって 1985 年のプラザ合意後の円高継続も苦しみを増幅させる要因となり、共立社の 86/11 期と新ダイワ社 86/12 期がともに営業赤字に転落して以降、しば

²⁶ https://ssl4.eir-parts.net/doc/6250/ir_material_for_fiscal_ym1/37071/00.pdf

²⁷ <https://www.youtube.com/watch?v=q89o0Wj7vo>

²⁸ https://mba.globis.ac.jp/about_mba/glossary/detail-12287.html

²⁹ https://txbiz.tv-tokyo.co.jp/gulliver/vod/post_153949

しば両社とも赤字を計上するようになってしまいました。先述の通り、米国でチェンソー市場が急激に収縮した後の時代でもあったことから、両社とも体力的に非常に弱っており、環境規制対応に割くリソースは決して潤沢ではなく、その上、新興国企業の廉価攻勢³⁰も重なり、まさに貴社にとっておそらく過去 50 年で最も苦しかったのがこの環境規制の時代なのではなかったでしょうか。

尤も、環境規制の山場だった経営統合前の数年間は、売上面では勢力を拡大する契機ともなりました。EPA は 2002 年から 2007 年にかけて段階的にハンドヘルド製品向けエンジンの排ガス規制を大幅に強化³¹していき各社が対応に追われましたが、共立社（ECHO 社）、新ダイワ社ともに排ガス規制をクリアした製品を北米で投入し売上増を達成、新ダイワ社に至っては 07/3 期刈払機販売台数は前年比 40%増³²となりました。とはいえ、利益は大きく伸びず（図 6 参照）、終わりの見えない規制強化の中、投資も継続的に必要となることが想定され、独力で持続的に対応し続けられるのかは不透明であったため、一種の「規制対応疲れ」を起こしていたのではないのでしょうか。久保社長は 2005 年 4 月より 2007 年末まで米国三井物産から ECHO 社へ出向、副社長を務めておりましたが、この環境規制対応と販売差別化施策に当時奔走されていたのではないかと勝手に想像しております。

環境規制対応に苦しんだのは同業の各社も同様であり、企業同士の M&A が盛んな海外では、米国を中心として業界内における再編も一気に進行することとなります。図 5 をご覧いただいても分かる通り、2000 年代の業界再編は印象的なディールが立て続けに起こりました。日本でもなじみの深いリョービ、ゼノア、ザマに動きがあっただけでなく、破産した企業の処理的ディールもあり、そして何より一時は米国 OPE 市場で覇権的地位にあった Homelite の OPE ブランドも、ブランド所有者であった John Deere & Company による売却が行われております。

図 5：2000 年代の再編事例（一部抜粋）

年	出来事
2000	MTD Products がリョービの米国園芸機器事業を取得
2000	STIGA Group の誕生
2001	MTD Products が破産後の Garden Way 資産を取得
2002	TTI が Homelite の OPE ビジネスを取得
2002	Simplicity が Snapper を取得
2004	Briggs & Stratton が Simplicity を取得
2007	Husqvarna が Gardena を取得
2007	Husqvarna が Zenoah の OPE 事業を取得
2008	Stihl が ZAMA を取得

（出所：各社及び各メディアサイト*）

*リョービ、STIGA、TROY-BILT、TTI、LAWN & LANDSCAPE(その 1、その 2)、Husqvarna(その 1、その 2)、Stihl

³⁰ <https://www.maff.go.jp/j/shokusan/sanki/sankatu/pdf/081117.pdf> (Japanese only)

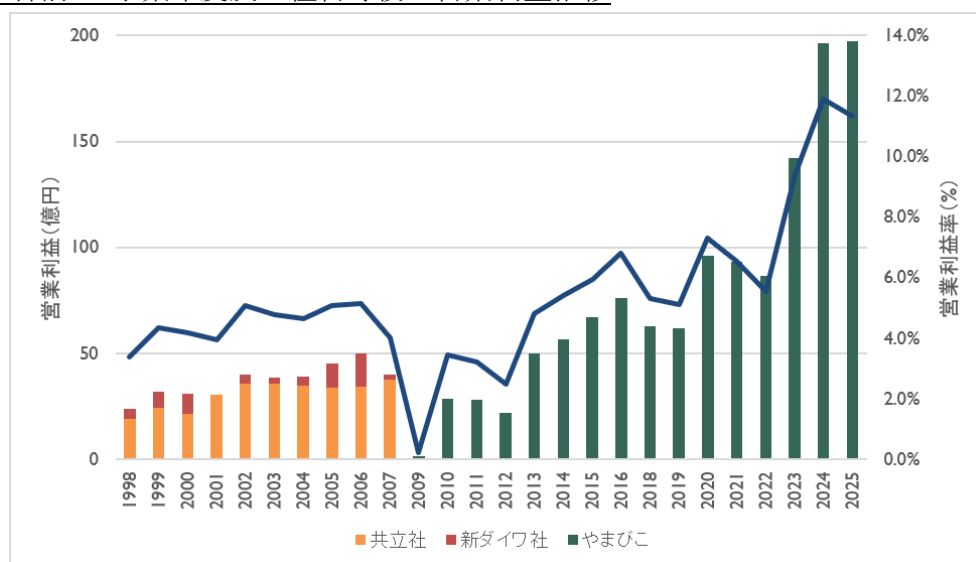
³¹ <https://www.federalregister.gov/documents/2000/04/25/00-7887/phase-2-emission-standards-for-new-nonroad-spark-ignition-handheld-engines-at-or-below-19-kilowatts>

³² https://yamabiko.g.kuroco-img.app/files/user/ir/pdf/security/shindaiwa/0070GBAE_00.pdf (Japanese only)

おそらくこのような業界再編の潮流も後押ししたこともあり、元々の2社が経営統合の決断を行ったのが2008年でした。当時、新ダイワ社はオーナー系企業の色がまだ色濃く残っていましたが、この両社による「名よりも実を取る」経営統合は貴社のその後の成長をトリガーさせる重要な英断であったと考えます。当時の各社時価総額は新ダイワ社40数億円、共立社150億円強であり企業の規模としては数倍の差が付いておりましたが、あくまで対等な関係を築く方針を取られました。このような建設的な姿勢が、両社の未来志向の統合とその後の企業文化のスムーズな融和を強く後押ししたのだと私どもは考えております。同様に、新会社名を米国のECHOを逆輸入する形から着想を得たと思われる「やまびこ」とし、グループ全体で共鳴しあうイメージにて企業文化のスムーズな融和を後押ししたものと推測しております。

改めて振り返るとこの統合の効果は大きいものでした。統合後数年間は2社の統合前連結営業利益単純合計に届かない状態が続いたものの、その後好転、多少の凹凸がありつつも全体としてみれば指数関数的な利益増を達成されております（図6参照）。実際利益率も改善し、2007年度の営業利益率は約4%（単純合算営業利益÷単純合算売上高）でしたが、2025年度には11%の営業利益率を稼ぎ出すに至っております。売上も環境規制の逆風をはねのけ着実に成長、2009年度の769億円から2025年度には1,740億円と、実に1,000億円近い増収を達成されております。これらの変化には勿論市場環境の変化も一部にはあろうかと存じますが、それ以上に統合による経営リソースの深化、経営効率化や規模の経済の恩恵を感じずにはられません。逆風をも成長の糧にする、「時代の変化をうまく捉える」ことのできる貴社だからこそなした偉業かと存じます。

図6：経営統合前10事業年度及び経営等後の営業利益推移



*統合前について、共立社と新ダイワ社各社の連結営業利益単純合計。統合後はやまびこの連結営業利益。統合前営業利益率は2社営業利益単純合計を売上高単純合計で除し算出

*1998~2007年は、同年11月で終了する共立社事業年度及び翌年3月に終了する新ダイワ社事業年度実績の合算。2009~2016年は、翌年3月に終了する事業年度を参照。2018年度以降は、同年12月に終了する事業年度を参照

*2008年度及び2017年度は変則決算につき除外

(出所：Bloomberg、貴社有価証券報告書)

~~~~~

ここまで、3つの軸により貴社の持つ独自性について私どもの視点から肉薄してまいりました。元々欧州で生まれた OPE ですが、戦後米国におけるアメリカンドリーム文脈で市場全体は拡大を遂げる事となりました。そこに後発メーカーとして参入したのが貴社であり、パワーブロウという偶然の産物をブレイクのきっかけとしつつも、そこで生まれたチャンスを巧みなローカライズとコア・コンピタンス経営、価格帯・販売チャネル差別化により生き残り、時間をかけて現在のブランド力の礎を築かれました。また、環境規制や為替環境による逆境も果敢な経営統合により乗り越え、現在の高収益体質へと繋げられました。過去 40~50 年にわたり、こうした様々な市場環境の追い風や向かい風も、その後の飛躍につながるチャンスに変えられてきたその姿から貴社の背骨の強さ、まさに本源的価値、を感じる次第です。

人類（ホモ・サピエンス）は過去 20 万年以上の間、生存のために自然環境と闘い、進化し、開拓し、そして大規模工業化の時代を経て、漸く徐々に自然と共生するように発展してきました。環境破壊の問題や、地球温暖化の加速など、今後の世界的課題が一層と積みあがる中、都市部のヒートアイランド化阻止のための計画的緑化事業、動植物の種の保存のための自然環境の維持、そして再生可能な植林など、人類のサステナブルな維持発展のために必要な環境を整備する黒子として今後 OPE 機器の使われるシーンが飛躍的に拡大していくと私どもは感じています。その市場で貴社はリーダーとして先陣を切ってご活躍いただけるのではないかと、貴社の長い歴史を拝見し、私どもはそう強く感じております。

次章からは、視点を大きく変え、貴社の株式が今、資本市場からどう見られているか、可能な限り客観的な情報をベースに解説をし、その上で当該状況の打開策につきご提言をさせていただきます。

### 3. 株価評価の現状とその要因

ここまで歴史を遡り、私どもが貴社の強みと考える点を述べてまいりました。私どもは、貴社を Stihl、Husqvarna と並ぶ世界大手企業の一つと捉えている一方、株式市場にはその点が十分に認知されておらず、株価は私どもの考える本源的価値に対して 100%程度過小評価<sup>33</sup>の状態にあると考えています。この状況の背景と要因につき考察をしていきたいと思います。

#### (1) 株価評価の現状と高い資本コスト

図 7 の通り、OPE 領域におけるブランド認知度が高い企業群<sup>34</sup>の 5 年平均 PER 倍率は 22 倍程度です<sup>35</sup>が、貴社の PER 倍率は 7.6 倍となっています。

図 7：OPE 各社（一部抜粋）の PER 倍率

（単位：倍）

| 会社名                    | 5年平均<br>PER | レンジ<br>上限   | レンジ<br>下限   | 5年平均<br>割引率  |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| やまびこ                   | <b>7.6</b>  | <b>8.7</b>  | <b>6.5</b>  | <b>13.2%</b> |
| マキタ                    | 28.9        | 49.9        | 7.9         | 3.5%         |
| Husqvarna              | 20.6        | 26.6        | 14.6        | 4.9%         |
| TORO                   | 22.5        | 26.1        | 18.9        | 4.4%         |
| Stanley Black & Decker | 17.2        | 23.7        | 10.7        | 5.8%         |
| 類似企業平均値                | <b>22.3</b> | <b>31.6</b> | <b>13.0</b> | <b>4.6%</b>  |
| 類似企業中央値                | <b>21.6</b> | <b>26.4</b> | <b>12.7</b> | <b>4.6%</b>  |

\*2026 年 7 月 6 日閲覧

\*Husqvarna は Class B 株式のデータを使用

\*割引率は PER の逆数

（出所：Bloomberg）

ちなみに、PER 倍率は理論的アプローチでは以下のように表されます。

配当割引モデル（DDM）より、

$$PER = \frac{\text{配当性向}}{\text{株主資本コスト} - \text{期待成長率}}$$

そして、簡略化のためにここで「配当性向 100%」と仮定すると、以下の式となります。

$$PER = \frac{1}{\text{株主資本コスト} - \text{期待成長率}}$$

<sup>33</sup> 2026 年 6 月 30 日終値 3,775 円に対し、目標株価の現在価値 7,580 円。弊社予想現中計最終年度 28/12 期 EPS 467 円に対し目標 PER 倍率 20 倍で目標株価 9,340 円。2 年先の目標株価であるため、後述の株主資本コスト 11%をもとに  $9,340 \div (1+0.11)^2$  にて現在価値約 7,580 円。尚、中期経営計画において可能性が明記されている自己株式の取得等を織り込んでいない

<sup>34</sup> 前章において、各社得意領域を踏まえ北米における直接競合ではないと判断し取り上げなかった

<sup>35</sup> Husqvarna は過去数年の業績不振により足元評価を大きく下げているものの、5 年平均で見ると 20 倍の水準を獲得している

さらに、「期待成長率が各社同一」という強い仮定を置いてみます。例えば、電動工具大手マキタと貴社への市場の期待する成長率が同一と仮定します（尚、過去の EPS 成長率及び BPS 成長率では貴社の方がマキタより成長率が高い傾向にあります<sup>36</sup>のでこれは極めて控えめな仮定です）。すると、図 7 より、過去 5 年平均 PER 倍率が貴社は 7.6 倍、マキタは 28.9 倍であったので、「配当性向 100%と成長率同一の仮定」の下では、PER 倍率の逆数である割引率の差が市場が想定している株主資本コストの差となります。つまり、

$$\text{市場想定株式資本コスト差：やまびこ(13.2\%) - マキタ(3.5\%) = 9.7\%}$$

本来であれば市場でのシェアも高く、過去の成長実績の高い貴社の方が高い PER 倍率を付与されてもおかしくない状況にも拘わらず、その倍率が相対的に大幅に低く、よって市場から不当ともいえる程の高い資本コストを付与されているとの結果が算出されます。これは、成長実績のナラティブを市場が認知せずに誤解していることを差し引いても極めて大きい差です。この差が具体的に何から来るのか、完全なる検証は困難ですが、市場（株価）から自然と発せられるメッセージを素直に読み解くと、**貴社の株価の変動性(ボラティリティ)と、それに伴うβ値が他社に比べて非常に高いこと**が分かります。資本資産市場論（Capital Asset Pricing Model）では、株主資本コストの計算式は以下となりますので、当然β値が高いと市場から高い資本コストを要求されます。

$$\text{株主資本コスト} = \text{無リスク金利(国債)} + \beta \times \text{マーケットリスクプレミアム}$$

図 8：各社調整後株価ボラティリティ及びβ（2026 年 6 月末時点）

| 会社名                    | ボラティリティ |       |       | β    |      |      |
|------------------------|---------|-------|-------|------|------|------|
|                        | 2年      | 3年    | 5年    | 2年   | 3年   | 5年   |
| やまびこ                   | 39.0%   | 36.6% | 34.0% | 1.36 | 1.29 | 1.21 |
| マキタ                    | 32.2%   | 30.6% | 32.8% | 1.11 | 1.06 | 1.11 |
| Husqvarna              | 31.4%   | 30.8% | 33.2% | 1.08 | 1.13 | 1.17 |
| TORO                   | 27.6%   | 30.7% | 29.1% | 0.96 | 1.00 | 0.99 |
| Stanley Black & Decker | 38.2%   | 35.0% | 35.9% | 1.16 | 1.16 | 1.15 |
| 類似企業平均値                | 32.3%   | 31.8% | 32.8% | 1.08 | 1.09 | 1.10 |
| 類似企業中央値                | 31.8%   | 30.8% | 33.0% | 1.09 | 1.09 | 1.13 |

\*Husqvarna は Class B 株式のデータを使用

\*ボラティリティは、週次株価変化率の標準偏差を $\sqrt{52}$ 倍し年率化

\*β算出に使用されるインデックスは、やまびこ、マキタが東証株価指数、TORO 社、Stanley Black & Decker が S&P500、Husqvarna が OMX Stockholm 30

（出所：Bloomberg）

<sup>36</sup> Appendix1 をご参照



このβの高さが示唆するメッセージは、貴社が同業他社と比較して「**なんだかリスクが高そう・・・**」と考えられているということです。ここで市場が「イメージするリスク」には、「規模の大小リスク」「ガバナンスリスク」など多くの要素ありますが、ファンダメンタル分析を主眼とする投資家にとっては、**業績の変動性(予見性)**が大事な構成要素となります。例えば、極論として「来年の営業利益が2倍になるか半分になるか、赤字になるか、分からない」場合、一か八かを狙う投資家のみが売買をすることになり、流動性も枯渇し、株価も投機的な動き方をするようになり、変動性が高まってしまいます。では、実際に貴社の業績変動性は他社に比べて高いのか？こちらを検証してみます。

以下（図9）では、企業の外部競争力の指標として信頼性の高い、粗利益率の四半期の前年同期比の標準偏差を取っています<sup>37</sup>。

図9：各社粗利益のボラティリティ

|                        | 3年           | 5年           | 10年          |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>やまびこ</b>            | <b>13.4%</b> | <b>12.1%</b> | <b>15.9%</b> |
| マキタ                    | 16.7%        | 20.2%        | 17.3%        |
| Husqvarna              | 14.8%        | 24.0%        | 22.3%        |
| TORO                   | 9.1%         | 14.9%        | 13.3%        |
| Stanley Black & Decker | 20.3%        | 21.4%        | 17.3%        |

（出所：Bloomberg）

この通り、貴社の事業の変動性は他社より低いことが分かります。つまり、過去の実績値としては他社と比較して事業は安定しており、成長率も高いにも拘わらず、株価の変動性は高く、株式資本コストも他社に比べて大幅に高い、という状態にあるのです。これは、貴社の企業としての長年の実績、現在での OPE 市場での競争優位性、高い収益性からして、驚くべきミスマッチであり、これを許容し続けてはならないと考えます。

## （2）割安・高資本コストの原因

貴社株式が類似企業対比で割安・高資本コストに評価されてしまっている理由は、私どもとしては、大きく分けて以下2点と考えております。

- 認知不足（ブランド力の未織り込み）
- バランスシートのメタボリック傾向への懸念

<sup>37</sup> 各四半期の粗利益に対し、前年同期比変化率を算出。その上で、変化率の母標準偏差を算出。3年は2023-2025年の計12四半期、5年は2021-2025年の計20四半期、10年は2016-2025年の計40四半期の前年同期比を使用。年表記は原則として暦年を使用、例えば第1四半期は1-3月を示すが、TORO社のみ1月四半期決算であるため暦年上の1Qは2-4月とした

## 認知不足（ブランド力の未織り込み）

私どもは、貴社の統合から約 18 年経っているにも拘わらず、資本市場内では、やまびこという社名と貴社の強いブランド名がリンクしていないと感じています。マキタ、Husqvarna、TORO 社、Stanley Black & Decker は夫々社名と保有ブランドが一致<sup>38</sup>しています。農林・造園業従事者の皆様からすれば「ECHO・共立・新ダイワ→やまびこが製造・販売している」は常識としても、資本市場、特に海外機関投資家の間では同様には浸透しておらず、極めて勿体ない状況です。ブランド力は、まさに消費者からの信頼であり、価格決定力であり、超過利潤の源泉であり、であるからこそ、高い企業評価の源泉となります。

特に、外国人投資家への認知向上は喫緊の課題であると感じます。貴社は海外売上高比率が 70% を超え、海外、特に米国で ECHO の強いブランド認知を獲得しているにも拘わらず、直近でも外国人保有比率は僅か 20% 程度に留まります。機械セクターの平均 36.5%<sup>39</sup>に対しても大きく劣後しています。外国人投資家に対して既に極めて強いフックを持っているにも拘わらず、そのブランド力を資本市場で活用しきれていない現状が浮き彫りとなります。

尚、ブランド認知拡大がバリュエーション上昇につながった例として、栃木県に本社を置く株式会社ナカニシ（以下、「ナカニシ」といいます。）の戦術には、貴社に通じる示唆があらうと考え、Appendix 2 に詳細記載しております。会社四季報 2000 年秋号時点で既に「歯科治療用ハンドピースで世界二位」と記載されたように、世界的に高い競争力を有していますが、2012 年頃より「ダントツ No.1」というパワーワードを打ち出して攻めの IR 活動を展開し、2011 年から 2015 年までの 4 年間合計で、業績改善による EPS 37% 上昇に加え、PER 倍率が 9 倍から 21 倍に一気に拡大したことにより株価は 3 倍以上の上昇となりました。

## バランスシートのメタボリック傾向への懸念

経営統合により高い利益水準を獲得したことで、資本蓄積が加速し、現在（25/12 期末）では純資産比率が 70% を超える過剰資本と言える状態となっています。資本市場の間で、さらなる資本蓄積による将来的な資本効率悪化懸念（いわゆるアンカリングバイアス）が生じ、それがディスカウントの要因となっていると存じます。ROE は現在、TOPIX 平均（約 10%）よりも高い 14% 目標を掲げておられることには敬意を表しますが、それと併せて現状を踏まえた上での最適資本構成に対する経営意思（ディシプリンとしての意思表示）が示されておらず、結果として企業評価の割安さ、資本コストの高さの遠因になっていると私どもは考えます。

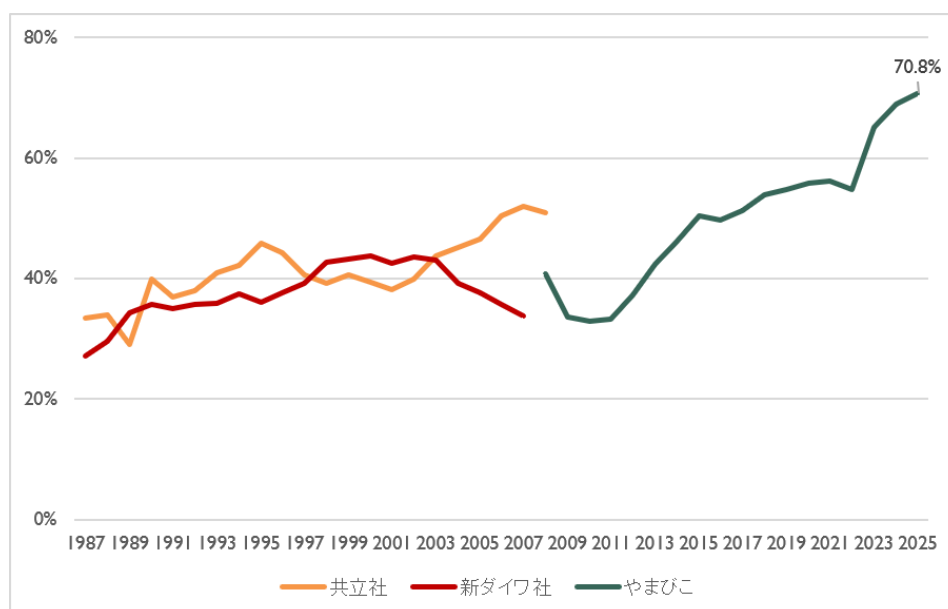
純資産比率は、共立社と新ダイワ社が経営統合する前は概ね 40% 前後で推移しておりました（図 10）が、次第にその比率が上昇、足元 25/12 期には 70.8% という高水準に達しております。純資産比率改善は、過去の業績悪化局面を経験された中では、大きな目標でもあったことが推察されますが、

<sup>38</sup> 各社、社名と一致しないブランドも保有、又は保有していたことがある

<sup>39</sup> <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/um3qrc000001nwjv-att/j-bunpu2024.pdf>

先述の通り、貴社の事業ボラティリティが他社に比べて比較的安定してきていることからすると、既に過剰な水準と評されてもやむを得ません。

図 10：純資産比率の推移



\*共立社の年度表記は、同年 11 月で終了する事業年度実績。例えば、1987 年度は 87/11 月期実績

\*新ダイワ社年度は、同年 12 月又は翌年 3 月に終了する年度実績。例えば、1987 年度は 87/12 期、1997 年度は 98/3 期

\*やまびこ年度は、翌年 3 月又は同年 12 月に終了する年度実績。例えば、2009 年度は 10/3 期、2018 年度は 18/12 期

(出所：各社有価証券報告書)

尚、本年 2 月に公表された中期経営計画 2028<sup>40</sup>における資本政策は、キャッシュアロケーションのイメージ図掲載、配当性向 30%導入、自己株買いの可能性明記、資本効率向上の旨明記、高水準の ROE 目標設定等がなされ、安定配当と ROE 10%目標を資本政策目標とした中期経営計画 2025<sup>41</sup>と比べると如実な進歩を遂げられていますが、キャピタルディシプリンのピースが欠けていることによって、貴社の ROE 目標達成への道筋に対して市場が十分な信任を置けていない状況が続いているものと考えられます。

#### 4. 具体策のご提言

ここからは具体的な施策のご提言を申し上げます。以下 2 点となります。

- (1)PER 倍率 20 倍以上の安定的達成を長期 KPI とした市場認知向上活動、
- (2)規律ある株主還元と資本効率へのコミットメント、に分けて提言を行ってまいります。

以降、解説させていただきます。

<sup>40</sup> [https://ssl4.eir-parts.net/doc/6250/ir\\_material\\_for\\_fiscal\\_yml/199518/00.pdf](https://ssl4.eir-parts.net/doc/6250/ir_material_for_fiscal_yml/199518/00.pdf)

<sup>41</sup> [https://ssl4.eir-parts.net/doc/6250/ir\\_material\\_for\\_fiscal\\_yml/132071/00.pdf](https://ssl4.eir-parts.net/doc/6250/ir_material_for_fiscal_yml/132071/00.pdf)

## (1) PER 倍率 20 倍以上の安定的達成を長期 KPI とした市場認知向上活動

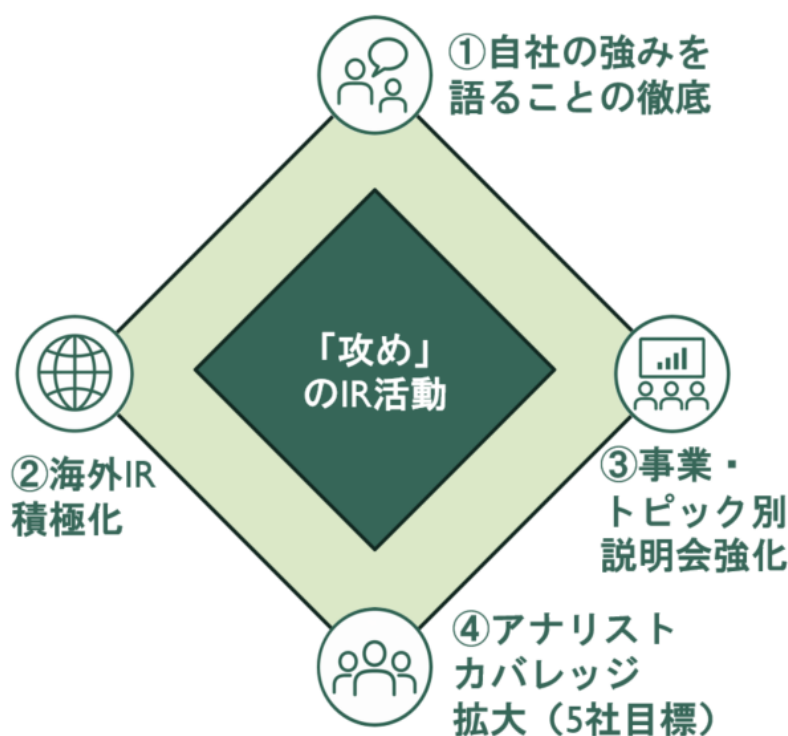
まず、安定して 20 倍台の PER 倍率を達成することを目標とした認知度向上策を打ち出していただくことをご提言致します。この、20 倍という水準には実は感情的ではない理論的な根拠があります。先述の PER 倍率計算式（ $\text{PER} = \frac{\text{配当性向}}{\text{株主資本コスト} - \text{期待成長率}}$ ）で、配当性向 30% 目標、DDM モデルにおけるサステナブル成長率計算（ $\text{ROE } 14\% \times (1 - \text{配当性向 } 30\%)$ ）では、成長率は 9.8% です。また、 $\beta$  水準と国債金利上昇傾向を踏まえ、株主資本コストを仮に保守的に 11%<sup>42</sup>と置くと、理論 PER 倍率は 25 倍となり、小型株ディスカウントや認知ディスカウントを踏まえて割り引いても最低 20 倍台は目指すべき水準だと考えます。

私どもが考えた施策は、(i)さらなる「攻め」の IR 活動、(ii)英語社名の変更の 2 つです。

### (i) さらなる「攻め」の IR 活動

有効な打ち手として、次の四角形の各頂点を施策・対策項目として、KPI 及び時間軸を伴うロードマップにより PDCA を管理していくことをお勧めいたします。製造業である貴社にとり、このようなアプローチは実はお得意なのではないか、と推察しております。具体的には、以下ご提言致します。

図 11：「攻め」の IR 活動ご提言全体像



（出所：Hibiki 作成）

<sup>42</sup>リスクフリーレートを 2.6%、マーケットリスクプレミアムを 6%と置いたとき、 $\beta$ を過去水準の 1.2~1.4 とすると 9.8~11%となる。後段の  $\beta$  低減施策を織り込んでおらず非常に保守的であり、実際の株主資本コストはさらに低くなりうる（＝理論 PER 倍率も高くなる）点留意



先ず今すぐ開始出来ることとして①IRでの「自社の強みナラティブ」の徹底的押し出しです。2026年6月末時点で東証の上場企業は4,000社程と、経済規模が3倍以上の米国とほぼ同じでその数が過剰という指摘もなされています。その中、人口減少で国内の年金資金が減少し、加えて持合いが解消される環境下、自社株式を中長期で保有してもらえらる機関投資家及び個人投資家の拡大は至上命題と言えます。私どもから投資先にお送りした2023年のレター「6つの提言<sup>43</sup>」の第10章に建設的株主を引き込むことの重要性につき記載をさせていただきました。既に投資家（株主）の注目の奪い合いは椅子取りゲームの様相を呈しつつある中、貴社の認知不足の現状では、何が凄いのかなのか伝わりづらく、不利な状態です。その現状を打破できるのがIRであり、あらゆる投資家接点で先ず「OPE 世界大手メーカーであり、あの有名ブランドを有する」という点を語りつくして頂きたいと存じます。

尚、投資家の新規投資先候補の調査過程において、どのIR資料やイベントから入るかは千差万別ですが、昨今のデジタル化の進展で、企業の情報も洪水のように氾濫しており、その選別に多大な時間とエネルギーを取られています。アナリストが先ず初めて目に入る資料にて、その企業の魅力に対して強い関心を持ってない場合、分析の手が止まり、他の優先度が高い会社の分析に流れるのが現実です。いかに関心を失わずに惹きつけるかという意味で、IRというよりはマーケティングのユニークセリングポイント（USP）のような考え方の導入が必要かと存じます。

例えば、貴社も事業関係がある、TORO社の決算説明資料<sup>44</sup>は参考となります。決算説明資料は数字のアップデート+α程度となりがちです。同社も冒頭こそ業績ハイライトが優先掲載されておりますが、その後詳細に入る前に3ページをかけて会社概要、ブランドポートフォリオ、そしてInvestment Thesis（何故ウチに投資すべきなのか）までピッチをしています。まさに、USPの発想です。初めてTORO社のことを知る投資家に対してもフレンドリーな資料構成となっております。同社の相対的に高いPER倍率水準（5年平均22.5倍）は、このような地道な努力の積み上げで形作られてきたことが良くわかる好例であると言えます。尚、毎回同じことを語ること（繰り返すこと）に対する抵抗があるかもしれませんが、常に「一見さん」として立ち寄った投資家に関心を持っていただくためには必要なスタンスであると私どもは考えます。

<sup>43</sup> 持合い構造に関する経営史学的考察と6つの提言 (Hibiki Path Advisors)

<sup>44</sup> <https://www.thetorocompany.com/static-files/f4755ee6-5f43-4eb8-8ac8-d6687a8b796a>

図 12 : TORO 社開示



(出所 : TORO 社 IR サイト)

②海外 IR の積極化も貴社ならではの重要なピースです。既に述べた通り、貴社の海外投資家比率は、事業上の存在感と比すと低く、大いに改善余地がございます。既に ECHO ブランドの認知がある貴社にとり、材料は揃っておられます。具体的な検討をお願いしたい施策は、決算説明会の同時通訳及び海外ロードショーの実施の二つです。前者は、言語の壁を取り払うことで、海外アナリストにもライブにて門戸を広げるという、当然の成り行きです。後者の、海外ロードショーは、日本国内在住アナリストでは、OPE 市場の大きさ、深さに、直感的に気づけない場合もありますが、それこそ海外、特に米国のアナリストの方こそ、貴社のブランド価値に気づける住環境に居り、貴社の強さのナラティブ浸透が容易である、という仮説によるものです。

③事業・トピック別説明会強化もご提言申し上げます。複数事業を持つ企業は、1 年に 1~数回のペースで、個別の事業・トピックについてフォーカスした説明会を実施することがあります。例えば、味の素は 2025 年度には年 4 回もの決算説明会とは異なる IR イベントを開催されております<sup>45</sup>。通常の決算説明会とは異なり、有望領域の強みや中長期的ビジョンにフォーカスした対話を行えるため、より効率的に成長期待を促すことが可能となります。例えば貴社と友好的関係を築いておられる井関農機も、欧州事業と国内大型機戦略の事業説明会を 2026 年 4 月に実施<sup>46</sup>し、成長期待醸成と IR 積極化の印象を投資家に対して与えることに成功しています。貴社も 26/12 期第 2 四半期決算説明会で

<sup>45</sup> [https://www.ajinomoto.co.jp/company/jp/ir/event/business\\_briefing.html](https://www.ajinomoto.co.jp/company/jp/ir/event/business_briefing.html)

<sup>46</sup> [https://www.iseki.co.jp/cms/upload/pdf/ir/management/zplan\\_2026.04.pdf](https://www.iseki.co.jp/cms/upload/pdf/ir/management/zplan_2026.04.pdf)

はロボット事業説明会を実施予定、取り組みを始められたところですが、「ECHO Incorporated 説明会」も非常に有効ではないでしょうか。一般的な市場動向の理解も兼ねられる会とし、機械業界や輸出業全般を見ているような幅広い投資家とも接点を持ち、ECHO・ECHO 社の強みを押し出して伝達することにより国内外の投資家層の間口は広がっていくと考えます。また、他の事業もトピックのあるタイミングにて同様に説明会など通じて事業説明を発信し続けていただくことで、投資家からの注目を継続的に維持することも可能となります。

最後に、④アナリストカバレッジ拡大(5 社目標)です。カバレッジが増えることのメリットは数多くあります。まず、貴社の存在そのもの、エクイティストーリーやカタリスト等基礎情報が認知され、彼らのレポートきっかけとした投資家接点も増加するでしょう。また、カバレッジが増えればアナリスト間の「株価や業績の見方の幅」が生まれますが、彼らが貴社をフォローし、率先して業績アップデートを行うので、突然の業績サプライズに伴う株価乱高下を一定程度予防することも期待でき、まさに「予見性の向上」につながることでリスクプレミアム低減に結びつきます。尚、機関投資家にとっても、リサーチを開始する際にはカバレッジの状況とそのレポート内容を確認、会社概要や重要なカタリストについて、発行体への取材よりも先にアナリストに聞き取りを行うのが典型的な動き方であり、アナリストカバレッジは基本的にはプラスとなります。

このような問題意識の中、カバレッジを現在の2社から5社に増加させるべく、アクションを取っていただきたく存じます。比較企業のカバレッジ社数<sup>47</sup>は、マキタ 14 社、Husqvarna 8 社、TORO 社 6 社、Stanley Black & Decker 18 社となります。証券会社のカバレッジは時価総額や流動性が高い方が原則的に優先されますが、それと同時に成長性の高そうな企業、割安な企業もアナリストは関心を持ってヒアリングを行います。ですので、貴社として十分に現実的な目線として5社程度を目標にいただけるかと存じます。ただ、これには貴社サイドからの証券会社への継続的アプローチによる関係構築が必要不可欠です。カバレッジ獲得は、投資家獲得活動と同じく、営業活動の要素を多く含んでおります。直ぐにはカバレッジを獲得できなかったとしても、長きに亘りリレーションを構築していくことで貴社の存在が忘却の彼方に行ってしまうことを防ぎ、将来良きタイミングでのカバーに繋がることと存じます。

~~~~~

これまで述べたものの多くは準備に多くの工数がかかることは私どもとしても重々承知しており、その過程では IR の皆様の負担が一層増加することがあろうかと存じます。しかしながら、貴社の株価の割安さの解消こそが企業価値最大化の重要な道筋であることは間違いなく、喫緊の課題として必要性につきご理解いただき、実行に移して頂きますと幸いです。

⁴⁷ 2026 年 6 月 30 日現在

(ii) 英語社名の変更

保有ブランドと社名が一致しておらず、やまびこという社名から ECHO・共立・新ダイワが連想できない問題を根本的に解決してしまうのが、「では元から社名とブランドをリンクさせればよい」という発想です。社名変更は株主総会において定款変更を承認するために特別決議での可決が必要で、少なくないスイッチングコストが発生しうる点は承知しておりますが、特に、英語社名変更は優先順位が高いと考えております。現在の英語社名は日本語をローマ字化した Yamabiko Corporation であり、海外投資家にとって馴染みが薄くなっております。一見すると些末な点のようにも見えますが、これこそが海外投資家からの認知を下げている大きな要因と私どもは考えており、ご提言させていただきます。単純に英語社名を、例えばですが、ECHO Global Corporation とするだけでも状況は改善すると思料致します。

社名変更自体、実は昨今の日本においてもかなり一般的なものです。2025 年に社名を変更した上場企業数は日本取引所のまとめによると 74 社に上ります。ブランド一致を目的とした社名変更も歴史的に一般的で、日本光学→ニコン、松下電器産業→パナソニック、日本ガイシ→NGK、総合警備保障→ALSOK 等、数多く存在します。Yamabiko という名には 2 社の統合と融和に関わり様々な想いが込められていることと理解しておりますが、その一つに、まさに山彦の英語訳でもあり、貴社のグローバル展開の礎となった米国の ECHO ブランドの存在があると存じます。

~~~~~

次に自転車の前輪後輪でいう、後輪（漕ぐ動力元）の財務施策に関するご提言です。

## (2) 規律ある株主還元と資本効率へのコミットメント

企業価値の最大化のために、具体策として以下ご提案させていただきます。

- i. 自己株式の消却
- ii. DOE の導入
- iii. 最適資本構成目標の導入
- iv. 業績連動株式報酬における ROE に占める割合の増加



## 自己株式の消却

先ず、直ぐ行える施策としての、自己株式の大半の消却です。その上で、今後自己株式の取得を検討される際には、即時消却とセットにすることで、株主価値を意識した経営の姿勢が市場に浸透するものと存じます。

自己株式取得の本質的な効果は、「一株当たり価値を濃縮させる＝既存株主の価値を増やす」ことにあります。一方で、会社法は自己株式を「株式会社が有する自己の株式」と定義し（会社法 113 条 4 項）、あくまで発行済株式の一部として位置づけていると解釈できるかと存じます。そのうえで、自己株式については議決権を認めず（同 308 条 2 項）、剰余金の配当の対象からも除外する（同 453 条）等、株主権を実質的に停止された株式として扱っています。しかし、自己株式の取得のみでは発行済株式総数は減少しておらず、発行済株式総数が減るのは、会社法 178 条に基づき自己株式を消却したとき、すなわち当該株式を法的にも完全に消滅させた時点に限られます。

ここの投資家（株主）とのギャップが生じます。決算短信上では自己株は EPS の株数計算から除外されるため既に効果が発現しているように見えますが、金庫株を抱え続けると①発行済株式の中に株主権が停止された株が存在し資本構成が見えづらくなる、②希薄化オプションが将来行使される懸念が生じる、こととなり、投資家からは潜在的な不確実性リスク要因と見なされます。

自己株式を消却すると、こうした不確実性が一気に解消され、今後自己株買いが発動された場合の市場へのメッセージ効果も強くなります。貴社は 2011 年に大株主であった三井物産から自己株式を取得<sup>48</sup>、その後の割当てを経て残った分が現在も残っており、26/12 期 1Q 末時点での自己株式の割合は約 7.3%に上ります。すべて消却された場合、理論的には完全希薄化後の一株当たり価値が約 7.8%<sup>49</sup>増加します。

以上を踏まえ、取得済みの自己株式を金庫株として抱え続けるのではなく、原則として速やかに消却し、発行済株式総数を減少させることが望ましいと考えます。これは実際に、私どもは貴社のみならず全ての投資先をお願いをしております。将来、成長投資や M&A 等のために資金調達が必要となる場合には、米国の企業が行うように、その時点で新株発行もしくは社債として、借入のみならず、市場と対話しながらベストな資本コストで調達することが可能であり、まさに将来のそういった攻めのタイミングが来た時にライバルと差をつけるための一つ一つのプロセスこそが企業価値最大化といえるでしょう。

<sup>48</sup> <https://ssl4.cir-parts.net/doc/6250/tdnet/865708/00.pdf>

<sup>49</sup>  $1 \div (1 - 3,201,362 \text{ 株} \div 44,108,428 \text{ 株}) - 1$



## DOE の導入

DOE とは、Dividend on Equity の略で、純資産ないし BPS に対して何パーセント相当の配当を行ったかを指す指標です。

現在貴社は、「安定配当を継続し、配当性向 30%を目安に配当を実施」との配当政策を採用しておられますが、実は配当性向に基づく方針は予見性が高くないという盲点がございます。例えば、「業績が短期的に減益となった場合に、果たして減配するのか否か」「安定配当の定義は何か」という審議に取締役会の相当の時間とエネルギーを割く事例が相次いでいることを私どもも存じ上げております。勿論配当は極めて大事なことでありますが、DOE を導入することでその「悩み」は純資産に連動する「フォーミュラ」となり一気に解消し、より重要な経営戦略の方に大切な取締役会の時間を割いていただくことが可能となります。

また、DOE では、配当がストックである純資産から算出され、利益が BS に積み上がれば配当額も自動的に積み上がるため、高い予見性を有し、株主や投資家のリスク評価にプラスに影響します。DOE であれば安定配当の本来持つ理念をそのままに、短期的な業績変動が影響を与えず、恣意性が入り得ない仕組みであるため、貴社にとって大きな課題であると先にご指摘をさせていただいた  $\beta$  を低減させる効果を持ちます。

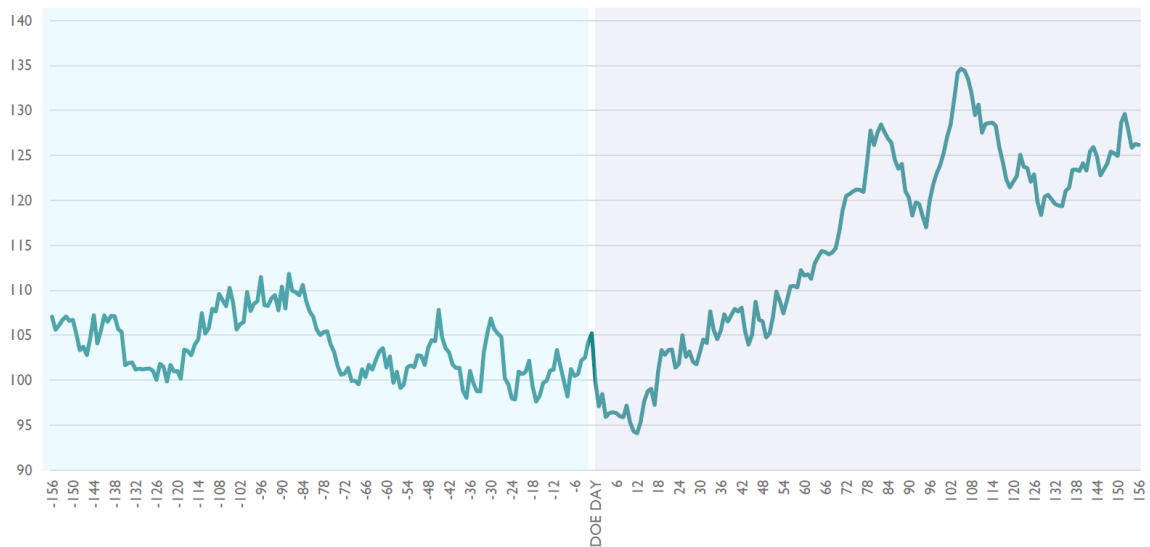
有名な例は丸井グループです。同社は 2023 年 5 月に DOE 8%（分母は自己資本）を配当政策として導入されましたが、2 年後の 2025 年 3 月時点における  $\beta$  は 0.49 と、導入時の 1.11 から大きく減少しました。これは、マーケットリスクプレミアムを 6%としたときの株主資本コストを 3.72%減少させる効果を得たこととなりますので、どれだけ衝撃的なものかご理解頂けようかと存じます。勿論、23/3 期 DPS 59 円から DOE 導入により 24/3 期 101 円まで大幅増配となった事情もあるでしょうが、この配当水準の継続性への信用がなければ長期保有はなされず、中長期的な  $\beta$  低下は起きません。それだけ DOE に基づく配当は、市場から高い評価を得ていると言えます<sup>50</sup>。

さらに私ども独自の検証を行っております。下記図 13 は 2020 年以降に DOE を配当政策として導入した代表的な企業の中で流動性と時価総額の両面から上位となる 5 社（NGK、第一三共、大林組、住友商事、グンゼ）を選択し、導入を発表した週を 100 として対 TOPIX 相対株価を前後 3 年で指数化し、その単純平均をとったものです。当然業績等の影響もあろう<sup>51</sup>かと存じますが、株価にプラスの影響があることが示唆されます。

<sup>50</sup> <https://www.nikkei.com/article/DGKKZO88093490W5A410C2DTB000/>

<sup>51</sup> 集計の詳細等補足事項は Appendix 3 参照

図 13 : DOE 導入前後の株価パフォーマンス

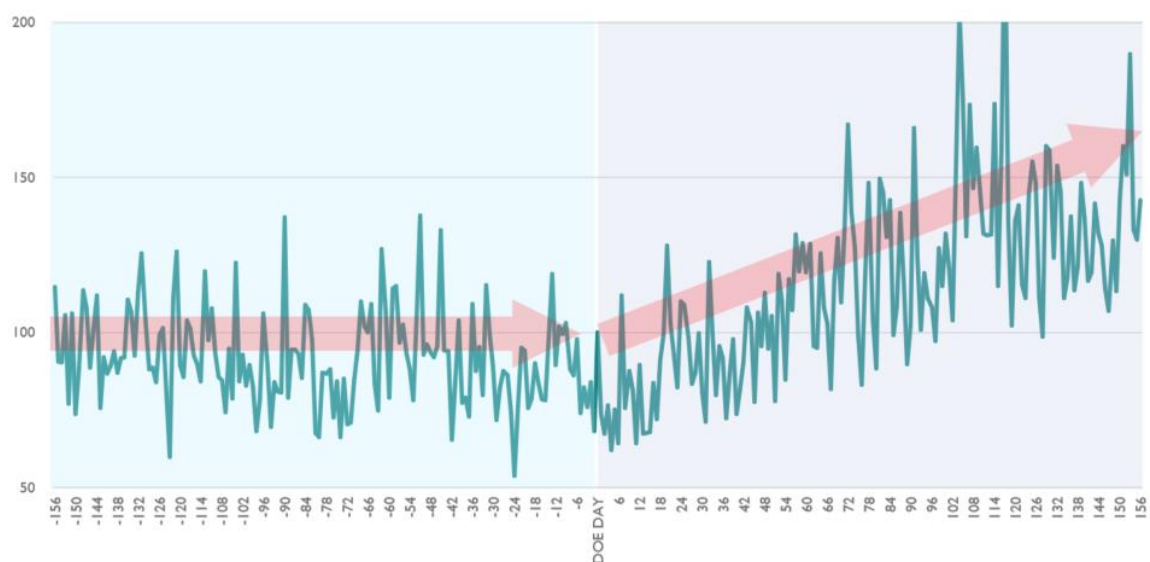


\*DOE 導入週の各社株価÷TOPIX を 100 とし、前後 156 週間（3 年）の週次株価パフォーマンスを各社において測定、その値を単純平均

（出所：Bloomberg、四季報オンライン、各社 IR 資料）

また、同様に DOE 導入後に売買代金も上昇しております。取引株数は導入前後で横ばいか微減程度ですので、安定株主を増加させつつも株価パフォーマンス上昇によって流動性を維持・向上させていることがご理解いただけたかと存じます。

図 14 : DOE 導入後の売買代金



\*DOE 導入週の各社売買代金を 100 とし単純平均

（出所：Bloomberg、四季報オンライン、各社 IR 資料）

26/12 期から開始されたばかりの中期経営計画に対し、配当政策の転換を発表することには困難が伴うことも承知しておりますが、貴社の経営審議時間の高度化（マインドシェア改善）、市場評価の改善などプラス面が多く、是非可及的速やかにご検討開始いただくことをお願い致します。

## 最適資本構成目標の導入

現状の利益計画と財務施策を前提とすると、私どもの試算では中計最終年度の 28/12 期末には純資産比率は 75%前後まで達しうると見ております<sup>52</sup>。また、計算上では ROE も 13%弱に留まり、このままでは 14%目標達成のハードルも上がるため、最適資本構成目標を導入いただきたく存じます。

図 15：簡易財務シミュレーション概要

|          | 実績     | 予想     | 予想     | 予想     |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| (単位:億円)  | 25/12期 | 26/12期 | 27/12期 | 28/12期 |
| 売上高      | 1,740  | 1,850  | 1,971  | 2,100  |
| 営業利益     | 197    | 210    | 239    | 273    |
| 当期純利益    | 144    | 150    | 169    | 191    |
| 配当総額     | 37     | 45     | 51     | 57     |
| 期末純資産    | 1,200  | 1,305  | 1,423  | 1,557  |
| 期末総資産    | 1,695  | 1,809  | 1,938  | 2,081  |
| 純資産比率(%) | 70.8%  | 72.1%  | 73.4%  | 74.8%  |
| 期中平均純資産  | 1,137  | 1,252  | 1,364  | 1,490  |
| ROE(%)   | 12.7%  | 12.0%  | 12.4%  | 12.8%  |

\*配当は、配当性向 30%、25/12 期末発行済み株式数（自己株式を除く）が継続する前提

\*26/12 期業績、DPS は貴社ガイダンス。28/12 期は中計、当期純利益は営業利益目標に 0.7 を乗じた。27/12 期は 26/12 期～28/12 期の CAGR を 26/12 期業績予想に乗じた

\*純資産比率算定に用いる総資産は、運転資本が売上・売上原価に連動、有形固定資産が設備投資・減価償却計画と連動、現預金が業績及び上記各項目に連動、有利子負債その他一定と仮定を置いて算出

（出所：貴社中期経営計画 2028 及び 25/12 期通期決算短信より Hibiki 作成）

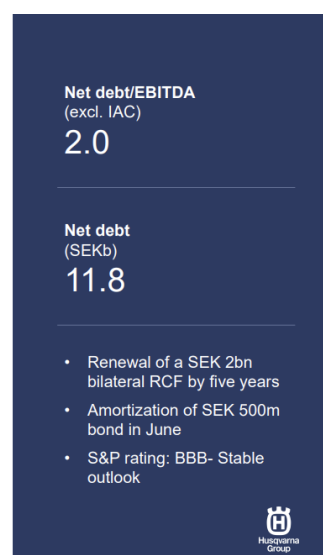
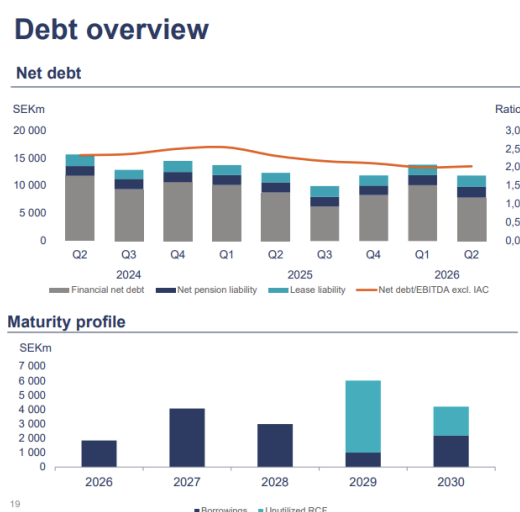
例えば、安全性の観点で既に十分に優良企業とされる（a）純資産比率 65%まで縮減するとなれば、現状の 28/12 期想定総資産約 2,080 億円に対して、あるべき純資産は 1,350 億円程度となり、現配当政策では純資産は 1,550 億円と 200 億円程度過剰と計算されます。また、（b）ROE 14%の達成という観点では、28/12 期予想純利益約 190 億円で計算すると分母である純資産は約 125 億円過剰となります。人間の身体に例えても最近では、BMI（Body Mass Index）という指数にも示されるように、身長に見合う体重（加えて筋肉質と体脂肪の最適バランス）が健康診断等で指摘される時代です。企業も同様に、どの国に上場しているか関係なくグローバルな競争を勝ち抜くために健康体質を維持することが求められる時代に入っているのです。最適資本構成を提示することによってその企業は強

<sup>52</sup>中計業績目標及び Q1 時点 26/12 期ガイダンスが達成され、自己株式の取得が行われず、配当性向 30%が維持される前提で一定の仮定を置き算出。ROE の試算も同様

い覚悟を持って企業価値最大化に取り組んでいることを市場に宣言することになります。「資本が厚い程優良」とされた時代は日本の昭和の間接金融支配時代の名残であり、既に過去のものとなっているのです。

適切な最適資本構成の別のアプローチとして、ネットデット/EBITDA 倍率も検討の余地があります。一般に本指標は3倍以内であれば財務上健全とされ、貴社25/12期 EBITDA は約240億円を踏まえれば720億円規模のネットデット（現状25/12期は約56億円のネットキャッシュ<sup>53</sup>）までは許容され得ます。競合のHusqvarnaは2.5倍以内<sup>54</sup>に収めることを明示しておりますが、それは**2.5倍以内であれば適切なリスクテイクを行う**という攻めの宣言でもあります。水準レベルを社内設定の上で開示するかは別判断としても、日本に比べて資本市場の厚みが薄いといえるストックホルム市場においてもこのような企業姿勢が評価されている点（過去5年平均PERは20.6倍、EV/EBITDAは8.6倍<sup>55</sup>）について一考の余地があろうかと存じます。

図16：Husqvarnaのネットデット管理



（出所：Husqvarna FY26 Q2 決算説明資料）

<sup>53</sup> 現金同等物として投資有価証券を含む

<sup>54</sup> <https://www.husqvarnagroup.com/sites/husqvarna/files/pr/202603249629-1.pdf>

<sup>55</sup> 21/12期~25/12期の期末におけるEV/EBITDA倍率を平均

## 業績連動株式報酬における ROE に占める割合の増加

貴社は役員報酬として業績連動株式報酬を導入されており、有価証券報告書上でその計算式を開示している点で極めて秀逸だと感じております。その計算式は 25/12 期時点において以下の通りと理解しております。

$$\text{役職別基礎ポイント}^a \times \text{業績連動乗数}^b \times (1 + \text{インセンティブ報酬率}^c)$$

全対象者の合計上限 45,000pt(250 百万円)、1 ポイント 1 株相当

a: 取締役内の役職別に付された算定のベース。代表取締役社長執行役員で 1,950 ポイント

b: (税前利益-60 億円)/20 億円。上限 3.75

c: 中計に掲げる ROE 目標を達成していれば、1 年目 0.03、2 年目 0.04、最終年 0.05。達成できなければ 0

ただ、現在のインセンティブ報酬の比率は、率直に非常に低いと感じます。中計最終年度の 3 年目に目標達成された場合も、インセンティブ報酬率は貴社フォーミュラで 0.05、付与ポイント全体に占める割合は 5%弱<sup>56</sup>に過ぎません。折角高い目標を掲げ、邁進されているにも拘わらず、そのメリットを受け取るのが外部株主ばかりとなる現状は健全とは言えず、例えばインセンティブ報酬率の上限を 0.5（全体の割合 33.3%）等に上昇させても問題なく、反対に株主と目線を一緒にする強いアンカリング効果も働くことと存じます。当然、ROE を過剰に重視してしまう水準まで報酬割合を引き上げれば、会社を縮小均衡へ持っていくインセンティブが生じうるという批判があろうかと存じますが、これは、上記の 1/3 水準では杞憂であると私どもは考えます。人間にはそもそも安定化バイアスがある上に、企業に所属する皆様には家族の今後の人生もかかっている状況であり、資本収益性のみを追求するような経営をすることは善管注意義務以前の常識的倫理観として起こりえないと私どもは感じております。

~~~~~

一部の経営層やメディアにはアクティビストの提言は短期的な利益のみを追求するものであり、誤りだというバイアスが存在します。しかし、私どもは貴社の歴史を研究し、本源的価値を認識し、市場からつけられている価値とそのギャップが大きいことに気づき、このような提言となっております。私どもは、貴社とのこれまでの対話内容から、貴社が極めて柔軟性が高く、合理的な経営思想を持たれる企業であるという印象を受けております。本ご提言内容に関しましては是非とも貴社内で予断を持たずに活発に審議いただき、長期的な企業価値向上に向けてのきっかけとしていただきますようお願い申し上げます。

⁵⁶ $0.05 \div (1+0.05)$

5. 結びに

貴社は前身企業を含めて 80 年近い歴史を経て現在の強力なブランド群を築くに至りました。特に ECHO を中心とした北米地域における存在感の高さは業界人であれば誰しもが知るところかと存じます。その苦難の歴史から編み出されたものこそが貴社の「本源的価値」の土台です。

しかし、ブランド認知を含む貴社の本源的価値は十分に株式市場へ伝わっておりません。この現状は、これまでご指摘させていただいた通り、資本市場（投資家）との情報の非対称性が高い状況にあることが背景にあると私どもは感じております。お伝えしておりますように、IR 施策、そして、より資本市場を意識したディシプリナリーな資本政策の両輪によってこの状況を打破していただきたく存じます。私どもは今は貴社にとりチャンスだと認識しております。貴社は、事業ポートフォリオの抜本的見直しや撤退という重い判断を要するような状況ではなく、事業的にはロボット製品や電動化対応製品など多くのオポチュニティが開けています。積極的な IR 活動や資本規律整備により、これまで別の角度から企業価値向上を阻んでいたと考えられる要素を取り払うことが出来るのです。

ここまで様々な問題提起とご提言をさせていただきましたが、あくまで貴社を応援し、正しい評価を得てほしいという叱咤激励の気持ちから来るものです。今後 1~2 年の短期の時間軸では共立社 80 周年、経営統合 20 周年もございます。これらの重要な節目に向け、そしてその後の成長に向け、株主や潜在的株主を含むあらゆるステークホルダーから正当に評価される企業として大きな飛躍を遂げられることを心から祈念しておりますことを申し添え、本書簡の結びとさせていただきます。

以上

2026 年 7 月 24 日

Hibiki Path Advisors SPC

Hibiki@3dipartners.com

Appendix 1: 貴社とマキタの調整後 EPS/BPS 平均成長率 (CAGR)

		3年CAGR (22-25年)	5年CAGR (20-25年)	10年CAGR (15-25年)
EPS	やまびこ	32.6%	17.2%	12.0%
	マキタ	90.9%	5.6%	6.9%
BPS	やまびこ	16.4%	15.3%	10.2%
	マキタ	10.9%	9.8%	8.1%

*貴社年度表記は、翌年 3 月又は同年 12 月に終了する事業年度実績。例えば、2015 年度は 16/3 期、2018 年度は 18/12 期実績。2017 年度は変則決算

*マキタ年度は、翌年 3 月に終了する事業年度実績。例えば、2025 年度は 26/3 期

(出所：四季報オンライン、Bloomberg)

Appendix 2: ナカニシの「ダントツ No.1」戦略

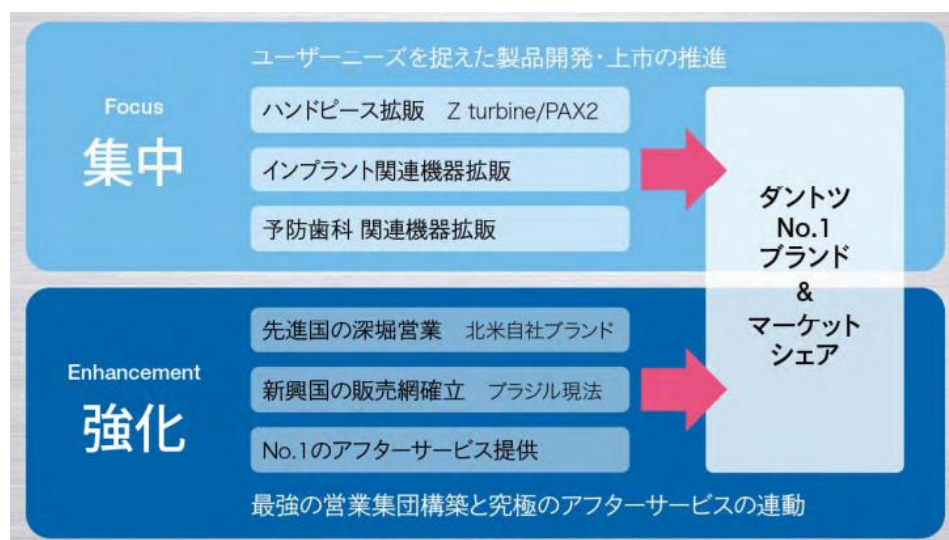
ナカニシは、会社四季報において「歯科製品で世界首位級」とされるニッチトップ企業で、NSK という強力なブランドを有され、直近 25/12 期は海外売上高比率が 88%超にまで至ります。少なくとも会社四季報アーカイブが残っている 2000 年秋号には「歯科治療用ハンドピースで世界二位」とあり、長い間ニッチトップ企業でしたが、2011 年末時点で PER 倍率は約 9.1 倍とふるいませんでした。

しかし、同時期からブランド認知や IR 上のナラティブにプロアクティブな変化を起こされるようになります。2012 年 2 月 16 日開催の通期決算説明会⁵⁷では「ダントツ No.1 ブランド&マーケットシェア」というスローガンを掲げました。元々アフターサービスの文脈でダントツという言葉は使用⁵⁸しておりましたが、その理念をブランド全体へと拡張しました。さらに 2013 年度からは見やすいデザインの資料へと進化するなど、単なる事業成長にとどまらず投資家にどう訴求していくかの視点を取り入れられるようになりました。

⁵⁷ <https://www.nakanishi-inc.jp/app/wp-content/uploads/2020/10/11Q4ks.pdf>

⁵⁸ <https://www.nakanishi-inc.jp/app/wp-content/uploads/2020/10/11Q2ks.pdf>

図：ナカニシの「ダントツ No.1 ブランド&マーケットシェア」戦略



（出所：ナカニシ決算説明会資料）

これらの効果はてきめんだったと考えております。下図がその変化となります。2011 年末において 475 円（株式分割等調整後）だった株価が 2015 年末には 1,568 円まで約 230%上昇しましたが、実は同期間の EPS 成長率は 37%であり、多くは PER 倍率の上昇に支えられた現象でした。当時の円安傾向が成長期待を醸成する一因となったことも確かでしょうが、それ以上の劇的な PER 倍率成長を遂げております。開示の変化と照らし合わすに、投資家間でのブランド認知拡大により成長の質が評価されバリュエーションが切り上がったと解釈するのが自然ではないでしょうか。

図：ナカニシの調整後年末株価・EPS・PER 倍率変化

	2011	2012	2013	2014	2015	期間計
株価	475	574	1,003	1,703	1,568	-
EPS	52	49	54	80	72	-
PER	9.1	11.7	18.6	21.3	21.9	-
株価変化率	-	20.9%	74.8%	69.8%	-7.9%	230.4%
EPS変化率	-	-6.0%	9.6%	48.3%	-10.3%	37.1%
PER変化率	-	28.6%	59.5%	14.5%	2.6%	141.0%

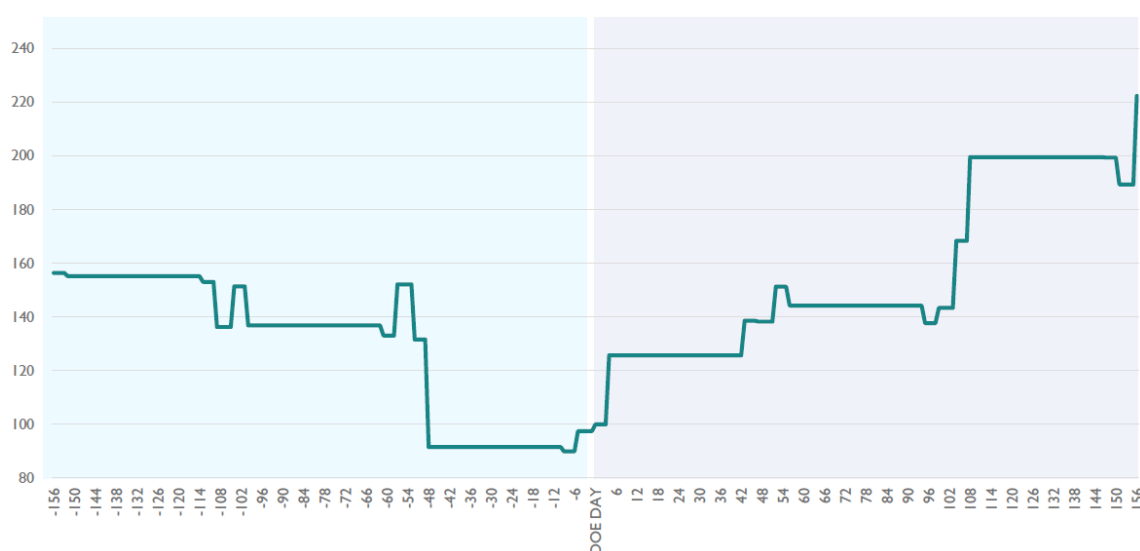
（出所：Bloomberg）

ナカニシの事例は貴社にとっても示唆に富んでおります。まず、投資家の間ではナカニシ株式と NSK がリンクしておらず、数ある精密機器メーカーの一つ程度の認識だったと想像されます。しかし、そこから「ダントツ No.1」を目指すと言明することで既に高いブランド力を有することを示唆、IR 全体も並行して抜本的に改善することで認知が広がり、割安さを解消するに至りました。また、実際の成長を大きく上回る形でバリュエーションの是正が進みました。それだけ投資家はブランドという言葉に反応し、成長期待を勝手に醸成してくれるのです。貴社も、ECHO・共立・新ダイワの持つブランド力をアピールしない手はありません。

Appendix 3:DOE 導入効果分析の要件

- NGK（5333）、第一三共（4568）、大林組（1802）、住友商事（8053）、グンゼ（3002）を事例として選択
- 最近（2020 年以降）の DOE 導入事例を優先的に選択。時価総額と流動性も十分大きく、セクターも偏っていないため、昨今の市場全体の環境を前提とした評価が順当に反映されやすい企業群となっている
- データは、Bloomberg より週次データを取得。取得期間は、各社において DOE 導入が発表された週を起点とし、1 年を 52 週とした際凡そ 3 年にあたる前後 156 週間とした
- 図に使用されるデータへの加工にあたっては、各社において DOE 導入週の値を 100 とし指数化を行った。その上で 5 社を単純平均することで個社要因を廃した

図：営業利益の推移



*各週が該当する年度の営業利益実績を、DOE 導入週が該当する事業年度を 100 とし単純平均

(出所：Bloomberg、四季報オンライン、各社 IR 資料)

本書簡は、いかなるサービス若しくは商品の提案、勧誘若しくはマーケティング、広告、誘因又は表明ではなく、投資商品若しくはいかなる種類の投資の売買の助言若しくは投資商品の購入若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、何らかの取引を実行すること若しくは(条件が記載されているか否かを問わず)その他の行為を避けるべきことを推奨するものではなく、また、いかなる特定の投資若しくは投資戦略のメリットなどに関する意見でもありません。戦略や取引のいかなる事例も、単に説明を目的としたものであり、過去又は将来の戦略や実績を示すものではなく、特定の戦略の成功可能性を示すものでもありません。また、本書簡は、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言でもありません。

本書簡では、株式会社やまびこ(以下「やまびこ」といいます。)及びやまびこグループ会社の事業に関する弊社の評価、推定及び意見を示しています。

本書簡は、公表されている情報(弊社は別途の検証を行っていません。)に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。

弊社は、本書簡に記載された情報が正確で信頼できるものであると信じていますが、弊社は、当該情報や記載されているやまびこ、やまびこグループ会社及びその他の企業に関する記述、口頭でのコミュニケーションについての正確性、完全性又は信頼性について何らの表明又は保証を行うものではありません。また、弊社は、これらの記述やコミュニケーション(それについての不正確性や欠落も含みます)についてのいかなる責任を負うものではありません。なお、公開会社については、公開会社又はその内部者が保有する非公開情報のうち、当該公開会社が公開していない情報が存在する場合があります。したがって、本書簡に記載されている全ての情報は、何らかの保証をするものではなく、「現状のまま」で表示されており、弊社はその情報の正確性、完全性又は適時性や、使用した結果について何らの表明も暗示的に行うものではありません。自ら専門家の助言を得て、関連する問題に関して自ら評価を行ってください。弊社は、本書簡に含まれる情報(それについての不正確性や欠落も含みます)の全部又は一部の使用やそれに関連して発生したいかなる損失に対しても、いかなる義務又は責任も負いません。いかなる投資も、完全な資本の喪失を含む重大なリスクを伴います。いかなる予測や見積りも、単に説明を目的としたものであり、想定される損益の上限を示したものとして捉えるべきではありません。弊社は、いかなる人に通知することなく、本書簡の全部又は一部を変更することができますが、本書簡における修正、更新、追加情報若しくは資料を提供する義務、又は不正確を訂正する義務は負いません。

本書簡には、公開の第三者情報源(以下「第三者資料」といいます。)からのコンテンツ若しくは引用、又はそれらへのハイパーリンクが含まれ得ます。本書簡における第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、弊社が独自に検証を行ったものではなく、必ずしも弊社の見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、弊社とは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本書簡に第三者資料を提供することは、弊社が第三者資料の内容の一部について支持若しくは同意すること、又は第三者資料の著者若しくは発行者が、関連する事項に関して弊社が表明した見解を支持若しくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

弊社は、やまびこ及びやまびこグループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、弊社が、自ら又は他の株主を通じて、やまびこの株主総会で提案することを意図するものではありません。また、弊社は、やまびこ及びやまびこグループ会社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

弊社は、現在、やまびこ及びやまびこグループ会社の有価証券を実質的に保有し、及び／又は経済的利害関係を有しており、将来においても保有し、又は経済的利害関係を有する可能性があります。

弊社は、やまびこ及びやまびこグループ会社に対する投資について、継続的に、また、様々な要因に応じて、やまびこ及びやまびこグループ会社の財政状態及び戦略的方向性、やまびこ及びやまびこグループ会社との協議の結果、全体的な市場環境、弊社が利用可能なその他の投資機会、やまびこ及びやまびこグループ会社の有価証券の購入又は売却を希望する価格で実行する可能性など、いつでも(弊社がポジションを得た後の公開市場又は非公開の取引を含みます)、売買、カバー、ヘッジ、又は投資の形態や実体(やまびこ及びやまびこグループ会社の有価証券を含みます)を、関係法令で許容されるいかなる方法によっても、変更する可能性があり、また、そのような変更について他者に通知する義務を明示的に負うものではありません。また、弊社は、やまびこ及びやまびこグループ会社に対する投資に関して適当と判断するいかなる行動も取る権利を留保します。この行動は、取締役会、経営陣又は他の投資家とのコミュニケーションを含みますが、これに限られません。