



## 経営の質と企業の価値創造

クリストファー・エネマルケ  
RBC新興国株式チーム  
ポートフォリオ・マネジャー

2024年3月

“私たちの経験から言うと、経営を評価する上で最も重要な点のひとつは、強い企業文化を浸透させ、働きがいのある会社を作ることができるかどうかということです”

経営の質の分析と評価は、常に私たちの新興国株式投資プロセスの重要な部分です。本レポートでは、企業文化、リターン指標の重要性、そして明確な戦略と強力な実行力が重要である理由について考察します。また、経営陣が革新的な能力を持ち、将来にわたって業界の先頭を走り続けることが可能となっている事例についても紹介します。

経営の質は、私たちの投資チェックリストの3つの項目のうちの1つです。図表1は、チェックリストの「経営の質」項目の質問例を示したもので、経営陣の信頼性の実績、事業におけるすべての利害関係者への対応、長期的な視野に立った経営を行っているか、といった質問が含まれています。

2023年、私たちは、新興国企業の成功した経営陣が得意とする重要な要素を特定することによって、経営の質への着眼点をさらに発展させることにしました。チーム・ディスカッション、オフサイト・ワーク、ケース・スタディの分析を通じて、経営の質を評価する上で、企業文化、リターンを重視する姿勢、明確な戦略とその執行能力、未来への投資が特に重要な要素であることがわかりました。

### 企業文化

私たちの経験から言うと、経営を評価する上で最も重要な点のひとつは、強い企業文化を浸透させ、働きがいのある会社を作ることができるかどうかということです。勝てる企業文化を持つことは、企業にとって大きな競争力となり得ます。

企業文化の重要性は、「働きがいのある会社ベスト100」ランキングにランクインした企業の長期的なパフォーマンスを見れば明らかです。ランキングの発表が始まった1998年から2023年までの間に、これらの企業は2,286%上昇しており、S&P500指数の664%を大きく上回り、その差は1,622%となっています（図表2）。25年7か月の期間の年複利成長率（CAGR）の差は5%を超える計算になります。

働きがいのある会社として常に名前が挙がり、強い文化を持つ会社のひとつがメルカド・リブレです。同社はラテンアメリカのオンライン・マーケットプレイス企業であり、eコマースとフィンテックの分野でラテンアメリカの多くの地域で事業を展開しています。メルカド・リブレは、「働きがいのある会社」2021年版で、ラテンアメリカで4位、世界で20位にランクインしました（図表3）。

同社は、起業家精神と卓越した文化を組織全体に築き上げることを常に目指してきました。経営陣は、市場のリーダーであり続けるためには、最高の人材を惹きつけ、積極的に関与させ、育成する必要があると考えています。そのため、企業文化として、人とチームに焦点を当て、従業員の身体的・精神的な健康を優先し、誰もが潜在能力を最大限に発揮できる多様で包摂的な環境を構築しました。

私たちは企業の経営陣と会うたびに文化について質問します。また、企業の施設を訪問し、経営トップだけでなく、従業員やさまざまな層の経営陣と話をすることも重要だと考えています。これは、企業文化が組織全体で一貫性を持っていることを確認する上で重要なことです。

### リターンを重視する姿勢

私たちの投資哲学におけるもうひとつの重要な要素は、キャッシュフロー投資利益率（CFROI）が高く、持続可能な企業への投資です。これは、企業のキャッシュフロー創出能力を重視する指標です。新興国市場で長期的に最も成功した企業のいくつかは、以下のような企業であることが分かっています。それは、CFROI、投下資本利益率（ROIC）、経済的付加価値（EVA）などの指標において、一貫して高いリターンを生み出すことに焦点を当ててきた企業です。

図表 1: 「経営の質」に関する質問例

経営の質	
1	経営陣に対する信頼性の実績は？
2	企業と経営陣の文化は革新的か？
3	企業はステークホルダーに対して適切に対応しようとしているか？
4	企業文化はどのようなものか？
5	経営陣は長期的な視点で考えているか？ 将来の成長の土台作りのために、時には短期的な利益を犠牲にすることもできるか？

出所：RBC GAM、2023年9月

この視点から、最も魅力的な企業のひとつが、ブラジルのWEGです。同社は、電気エンジニアリング、電力関係、オートメーション技術分野における大手企業です。同社は、全従業員がROICを最大化するような働き方をするために、組織全体で多大な努力を払ってきました。例えば、同社の工場にはホワイトボードがあり、すべての従業員が自分の行動が最終的にWEGのROICにどのような影響を与えるかを確認できるようになっています。ROICの水準と持続可能性は、会社の経営陣の重要なKPIでもあり、経営陣の報酬を決める要素にもなっています。

図表 2: 「働きがいのある会社ベスト100」の企業は市場インデックスをアウトパフォーム



出所：Jefferies、2023年8月

図表 3: メルカド・リブレ - 働きがいのある会社ランキング



出所：Mercado Libre 2021年インパクトレポート

図表4は、WEGのROICの推移を示しています。過去10年間で、10%前後から25%以上へと目覚ましい上昇を見せています。

WEGのROICは、同業の優良企業や国際的企業を含めた他社水準を上回っています。同社の規律ある資本配分、底堅く成長しているセグメントへのエクスポージャー、垂直統合戦略による効率改善への絶え間ない注力などが実を結んでいます。

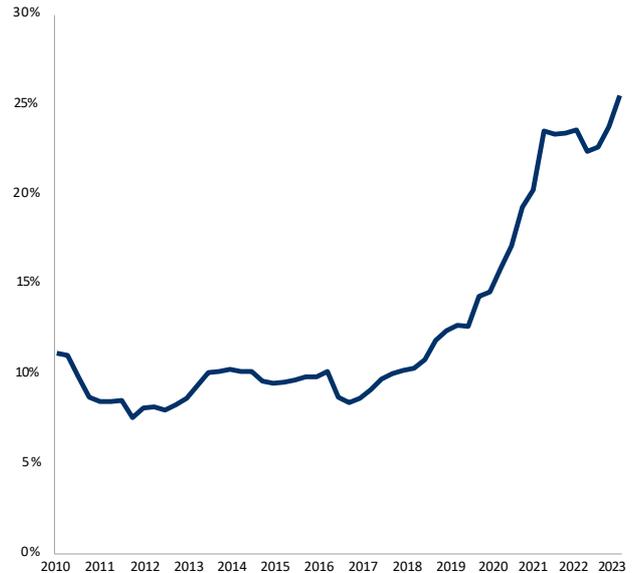
今後も、企業の経営陣と面談する際には、リターン指標を企業がどの程度重要視しているか、そして、これらの指標が経営陣のKPIの一部となっているかどうかを確認する方針です。また、チェックリストの質問項目の一部を変更して、リターンにさらに重点を置くようにしました。

### 明確な戦略と執行能力

明確で透明性の高い長期戦略を策定し、それを毎年、真摯に実行してきた経営陣は、市場から高い評価を得ています。その最たる例が、インドの自動車製造会社でコングロマリットのマヒンドラ&マヒンドラ（以下「M&M」）です。

図表5は、M&Mの株価を示しています。2019年から2021年にかけて下落した後、それ以降は好調な株価推移となっています。これは、資本配分と、強力な執行能力を伴う明確な戦略の重要性を示しています。

図表 4: WEGのROICの推移

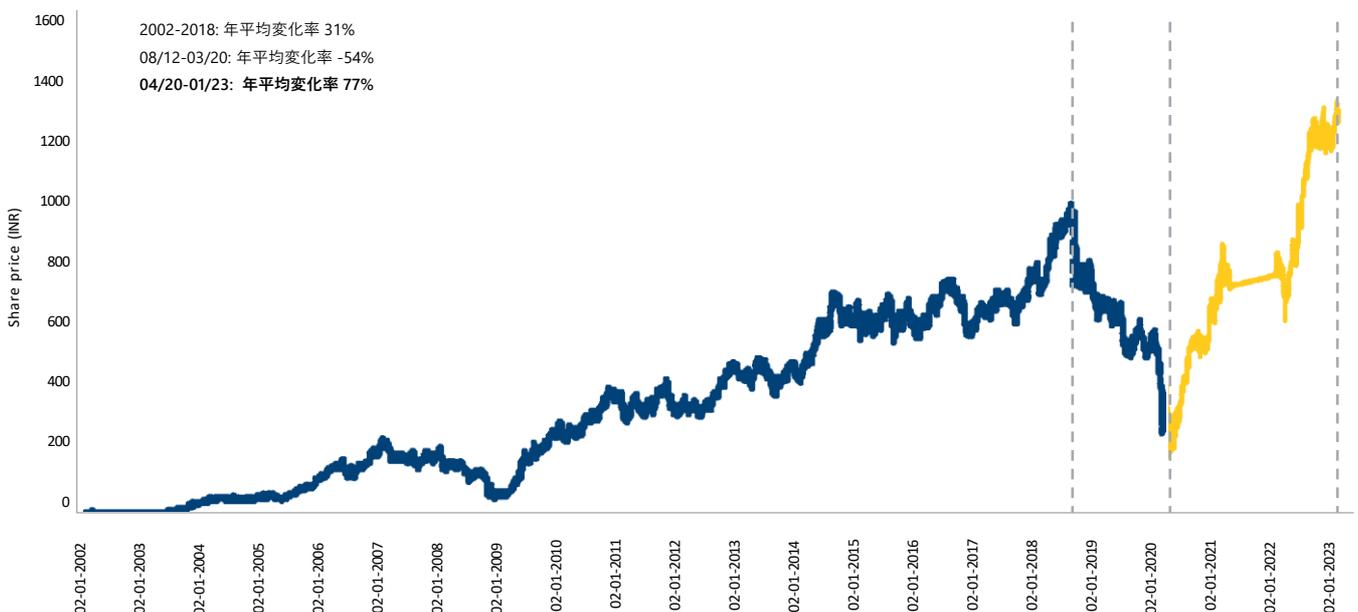


出所: Bloomberg、2023年9月

### “WEGのROICは、同業の優良企業や国際的企業を含めた他社水準を上回っています”

2019年から2021年にかけての株価の下落は、M&Mが中核事業への集中を事実上失い始めたために生じました。同社は非中核事業分野や海外子会社に多角化し、収益性と経営資源に大きな足かせをもたらしました。

図表 5: M&M – 戦略と執行の重要性



出所: Mahindra & Mahindra投資家プレゼンテーション、2023年2月

この状況を受けて、同社の共同創設者であるジャグディッシュ・マヒンドラの孫である、アナンド・マヒンドラ会長は、専門的な経営者を活用することに決めました。アナンド会長はグループCEOを退任し、親族ではないアニッシュ・シャー博士がCEOに就任しました。親族以外の人物がCEOに就任するのは初めてのことで、これは戦略の全面的な変更を意味するものでした。シャー博士は、その後数年間にわたって実行すべき戦略を打ち出しました。この戦略の主要な点は、赤字事業の再生または撤退、ROEを18%に改善することでした。

M&Mはここ数年、この戦略を非常に適切に実行し、2020-21年の低水準から大幅なROEの改善を果たしました（図表6）。2023年にはROEが20%に達し、当初、目標としていたROE18%を上回りました。そして図表5に示すように、株価のパフォーマンスはこのリターン改善を大きく反映したのとなりました。

経営の質の評価において、この側面が重要であると考え、チェックリストの質問を改良しました。現在では以下のように質問するようにしました。「経営陣は、将来の持続可能なリターンを生み出すための明確な戦略を有しているか、そして、それをどのように実行したか？」

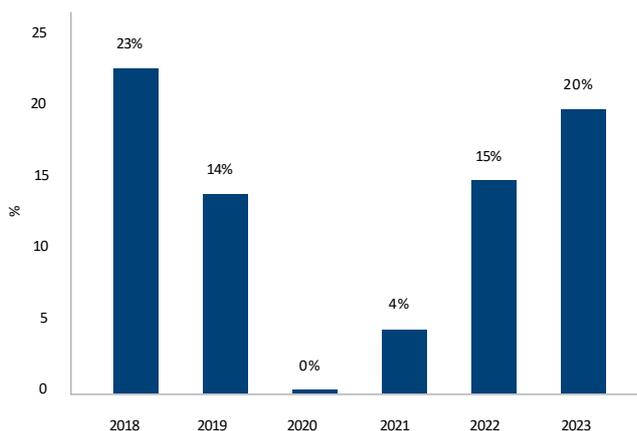
## 未来への投資

あらゆる産業でディスラプション（創造的破壊）が見られますが、テクノロジー・セクターが常に最前線に存在しています。このセクターは、多くの場合においてディスラプションの要因を作り出すとともに、それ自身がディスラプションが最も早いスピードで起こる産業にもなっています。私たちのような長期投資家にとって難しいのは、テクノロジー関連セクターの銘柄選択を適切に行なうことと、長期的な構造的成長分野への投資を同時に成立させることです。テクノロジー関連セクターは、イノベーションによる既存事業の破壊が他のセクターよりも速いため、経営陣がイノベーションを継続し、長期にわたって最先端を走り続ける能力を持っているかどうか重要です。

台湾企業のデルタ電子は、過去20年間、構造的に成長を遂げる分野で何度も自社のポジショニングを変えることができた一例です。デルタ電子は1971年に設立され、現在では世界最大の電源部品および電源ソリューション・プロバイダーとなっています。

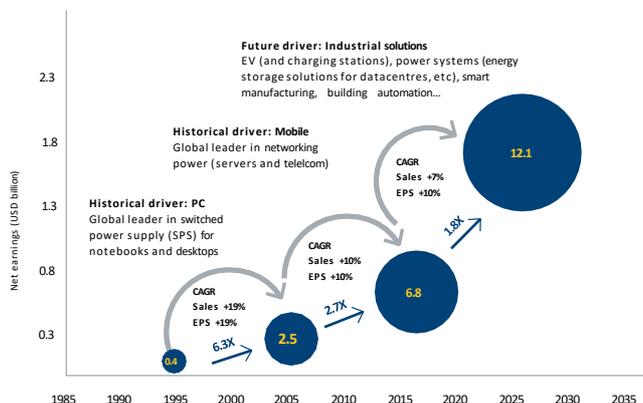
デルタ電子の経営陣は、過去20年間にわたり、新たな成長機会を獲得するために事業戦略を転換してきました（図表7）。また、重要なことは、新たな技術革新が起こるたびに、同社にとって参入可能な市場が拡大し続けてきたということです。同社は、1995年から2005年にかけて好調なパソコン需要を受けて、年平均19%の売上、及び1株利益成長を達成しました。2006年から2015年にかけては、モバイル技術の台頭とともに、モバイル・アプリケーション（モバイル向け電子部品、サーバー、テレコム・パワーなど）の需要が好調で、売上や1株利益は年平均10%の成長となりました。

図表 6: M&MのROE



出所: Bloomberg、2023年8月

図表 7: デルタ電子の事業の変遷



出所: Goldman Sachs Global Investment Research、2018年10月  
円のサイズは売上、数字の単位は10億米ドル

デルタ電子は今後もその柔軟なビジネスモデルを活用し、今後5~10年で、スマート・マニファクチャリング、電力システム製品、電気自動車（EV）充電ソリューションなどの分野で産業ソリューション・プロバイダーになれると私たちは信じています。

デルタ電子の経営陣は、同社は脱炭素による恩恵を自然と享受できる位置にいます。収益の大部分が、様々な市場で活用されるグリーン技術やエネルギー効率に関連したものとなっているからです。最近では、EV、データセンター、スマート・マニファクチャリングなどの市場に参入する一方、主に家電製品向けとなっている旧来の電力関連製品事業からは徐々に撤退を図っています。

経営陣のイノベーションに対する能力と未来への投資については、これまでも経営の質を確認するチェックリストの重要な項目でした。そのため、この分野に関してはチェックリストに特別な変更は加えていません。

執筆者

## クリストファー・エネマルケ

ポートフォリオ・マネジャー



クリストファーはRBC新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャーです。現在はラテンアメリカと韓国のリサーチを担当しています。過去には、インド、中国、台湾を担当した経験もあります。2013年にアナリストとして入社しました。それ以前は、コペンハーゲンで、北欧を拠点とする金融サービスグループの投資運用部門に勤務していました。2010年に投資業界でのキャリアをスタートさせました。



RBC BlueBay  
Asset Management

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号  
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではありません。またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）の資産マネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略

(年率、税抜き)

投資対象	投資適格債	マーキング債	バレンゴット・ファイナンス	転換社債
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略

(年率、税抜き)

運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断し情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容をお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上