



韓国ディスカウントの解消



セリナ・ルー
アジア株式
ポートフォリオ・マネジャー

2024年4月

“懐疑的な見方をするのは簡単ですが、私が企業経営陣と話したところによると、このプログラムは韓国株式の長らく続いたディスカウントにプラスの影響を与える可能性があると考えているように見えました。”

株主還元を最優先する日本企業の取り組みが最近話題になっている中、私は絶好のタイミングで韓国を訪問することができました。同国の金融委員会（FSC）は最近、企業の「バリューアップ」プログラムを発表しました。それをめぐってはさまざまなニュースが飛び交い、韓国ではこれに対する関心が高まっています。

懐疑的な見方をするのは簡単ですが、私が企業経営陣と話したところによると、このプログラムは韓国株式の長らく続いたディスカウントにプラスの影響を与える可能性があるように見えていました。

「バリューアップ」プログラムとは何か？

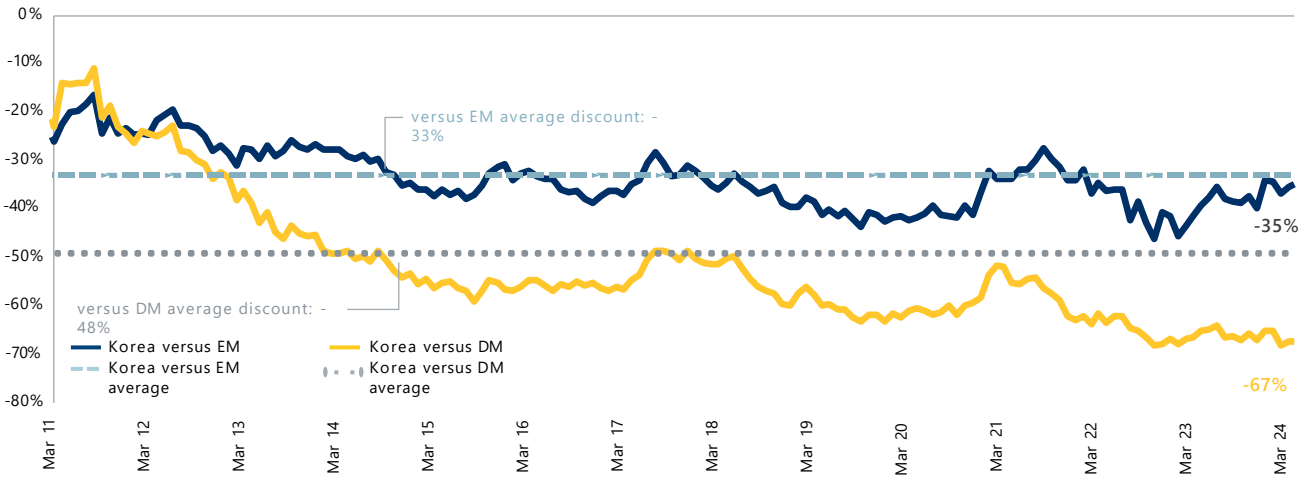
「バリューアップ」プログラムはFSCが今年2月26日に発表したものです。その主な内容は、上場企業に対し、（特に企業価値向上計画に関連した）情報開示の拡大、そして配当性向の改善、自社株買いや消却を含む株主還元政策の改善を促すものです。

背景を説明すると、過去10年間、韓国株式は、低配当、不十分なコーポレート・ガバナンス、特に企業経営と企業体質の弱さなどの要因により、新興市場と先進市場の両方の指数に対して大幅なディスカウントで取引されてきました。

チェボルと呼ばれる同族経営の財閥は、2022年には韓国のGDPの45%近くを占めるようになりました。財閥はしばしば、複雑な企業構造や創業者が支配する取締役会と関連づけられます¹。こうした問題は、しばしばガバナンスや株主の権利、透明性の低下につながり、ひいてはこの市場への投資家の関心を低下させ、それが韓国株式のディスカウントとして表れています。これは同時に経済成長への足かせにもなっています。企業が手頃なコストで資本を調達することが困難になっているからです。

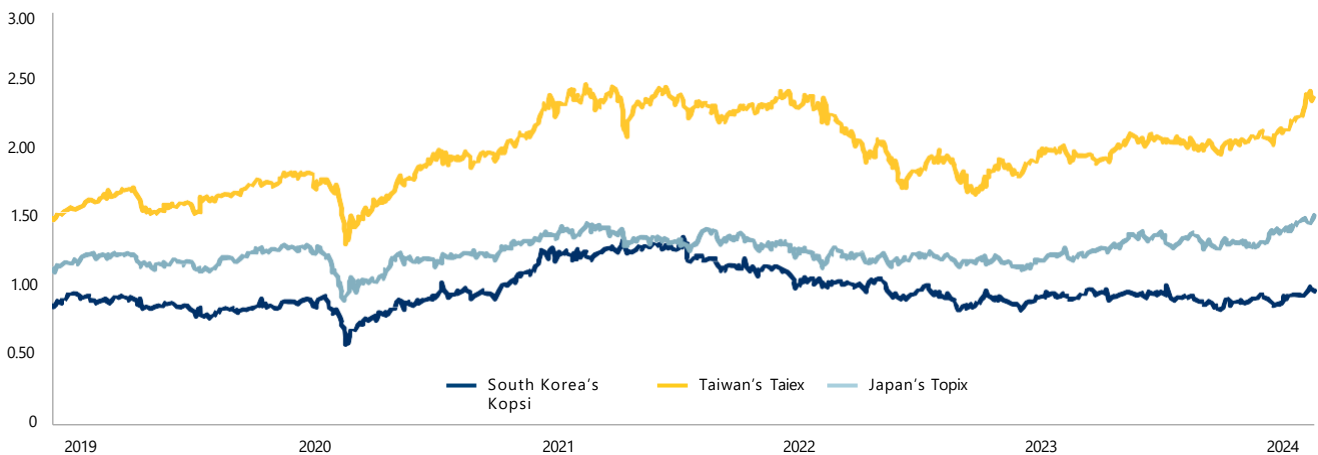
¹ Bloomberg, [What is the 'Korea Discount' and why is it a problem?](#), 2024年3月6日

韓国の株式市場は新興国市場（EM）と先進国市場（DM）のいずれと比べても割安感が強い



出所：Goldman Sachs、2024年3月20日

P/Bの比較（韓国、台湾、日本）



出所：Bloomberg、2024年3月20日

近隣諸国との競争

このプログラムは、日本における最近のガバナンス改革に反応したものであります。日本の改革は、すでに大きな反響を呼び、日経平均株価を歴史的な高値に押し上げる要因となっています。

日本は韓国にとって最も近い隣国の一つであり、特に自動車や電子機器の輸出、海外からの資本投資、研究開発などの分野で、両国は自然と競争関係に置かれています。企業価値を高めることに関して、韓国が「キャッチアップ」の必要性を感じているのは驚くことではありません。東京証券取引所が企業価値を創造する日本企業の上位グループに焦点を当てることを目的としてプライム・インデックスを発表しました。韓国でもFSCが、新たなインデックスを導入する計画を発表し、質が高く価値のある企業で構成されるグループを作り出そうとしています。

日本、そして韓国がコーポレート・ガバナンス改革で道を切り開いている今、この現象がさらに世界に広がるかどうか、興味深いところ です。

中国への投資環境については、現在、「ABC」（「Anything But China」）と言われる中国を避けようとする雰囲気が強まっています。しかし、中国政府は国営企業（「SOE」）に対して、株主還元と資本効率の改善に努めるよう促しており、バリュエーションの再評価を促す意図が見られます。MSCI中国指数の50%を国営企業が占めているため、国営企業の改善は、バリュエーション・ディスカウントに大きな影響を与える可能性があります。

国内市場への回帰

政治的な観点からも、「バリュエーション」プログラムによる）国内市場の株価上昇が有権者の支持を後押しする可能性があります。政策立案者は国内人口5,200万人の4分の1以上を占める個人投資家の支持を得る必要性を強く意識しています。特に、このプログラムは若年層の支持を集めるかもしれません。この層は、不動産価格の下落にもかかわらず、住宅市場に参入できていませんが、このプログラムによって株式投資が促進されれば、株価が上昇してより多くの支持を集めることができるでしょう。

このプログラムの可能性ははっきりとしています、まだ始まったばかりです。国内および海外の投資家と議論したところ、有益な洞察が得られました。FSCが開催したコンファレンスに出席した外国人投資家のコンセンサスは、このイニシアチブが確かに市場への関心を高め、コリア・ディスカウントの縮小につながるというものでした。

一方、国内投資家はより慎重で、具体的な施策がないことや、企業の参加が任意であることに関心を寄せています。4月の選挙結果も改革路線を揺るがす可能性があり、プログラムの潜在的成功にさらなる不確実性を加えています。

企業訪問

私の韓国訪問中、企業経営陣との議論は当然のことながら「バリューアップ」プログラムに及びましたが、企業の時価総額によって回答はさまざまでした。小規模な企業からは、フリー・キャッシュ・フローは限られており、今後数年間の大規模な設備投資計画があるため、株主還元を短期的に改善するのは難しいという懸念を聞きました。

“最近の韓国では、インフレ率の上昇を受けてEVの販売が鈍化し、全体的な国内消費も低迷しています。しかし、EVメーカーとのミーティングでは、明るい見通しが示されました。”

一方、大企業は前向きな反応を示しており、すでに自社株買いや配当、自己株式の消却を通じて株主還元を増やす計画を検討している段階です。すべての企業にとって、6月に発表されるFSCによる最終ガイドラインが、計画を固める上で重要になりそうです。

すでに多くの企業が、多くの個人投資家、国民年金基金の保有率の高さ、一般株主の権利向上に対する政府の姿勢などから、プレッシャーを受けています。このため、このプログラムに対する私たちの意見は全般として前向きです。これは、少数株主と支配株主の利害を一致させるために必要な手段を経営陣に提供するはずで、総じて言えば、資本システムの非効率性に対処する助けとなります。鈍化している韓国の経済成長に新たな追い風となるはずで、

韓国の電気自動車ビジョン

「バリューアップ」プログラムについては、今回の訪問を通して強いメッセージを受け取りましたが、それだけが今回のテーマだったわけではありません。韓国の電気自動車（EV）市場にも強い焦点が当てられました。



韓国の電気自動車充電ステーション

最近の韓国では、インフレ率の上昇を受けてEVの販売が鈍化し、全体的な国内消費も低迷しています。しかし、EVメーカーとのミーティングでは、明るい見通しが示されました

韓国の2大自動車会社である現代自動車と起亜自動車の工場見学では、製品の品質と技術革新に注力することで、米国市場での販売が順調に伸びていることがわかりました。現代自動車と起亜自動車の経営陣は、両社の電動化についての構想を繰り返し説明してくれました。また、2045年のネットゼロ目標（韓国全体の目標より5年前倒し）についてもあらためてコメントしていました。今後1年間では、より手頃な価格帯のモデルを含む新製品を投入することで、売上を拡大し、より幅広い市場に対応することが期待できそうです。

起亜の経営陣はまた、現在米国で建設中のEV工場による生産能力拡大計画を強調しました。これによって、北米での製品供給がサポートされ、インフレ抑制法に基づく新たなEV税額控除を享受できるようになります。しかしそれでも、サプライチェーンの一部は、コスト競争力のある中国に依存する可能性が高いでしょう。

主要なEV用バッテリーメーカー、正極材メーカー、セパレーターメーカーとのミーティングでは、最近の数量と価格の動向の弱さにもかかわらず、新モデルの発売が目前に迫っていること、バッテリー容量が向上していることから、良好な見通しが裏付けられました。また、EUと米国では、完成車メーカーを中国のサプライチェーンから切り離そうとする立法措置が強化されており、これが韓国の電池・EV材料市場の支援材料となる可能性があります。実際、韓国の3大電池メーカーは、中国を除くEV用電池の世界市場の半分近くを占めており、こうした措置が実施されれば、明らかに恩恵を受けることになります²。

² Bloomberg, [Korean battery makers ease driver anxiety with winter-proof cells](#), 2024年3月11日



韓国免税店の客足は低迷

とはいえ、中国のEV市場についても、その製品競争力とコスト競争力、そして強力な国内サプライチェーンにより、引き続き明るい見通しがあると考えており、世界のEV市場の主要プレイヤーであり続けると予想しています。しかし、世界のEV需要が拡大する中で、韓国がそのパイを奪う余地は十分にあると思われます。

消費低迷が依然として懸念材料

韓国の見通しに関しては、明るい材料がたくさんある一方で、国内消費とインバウンド旅行の低迷は、すぐには解消できない経済的懸念となっています。

百貨店各社とのミーティングでは慎重な見通しが示されました。パンデミック、インフレ圧力、不動産価格の下落などの影響を受けた消費者購買力の低下と戦っているためです。免税店企業もまた、中国からのインバウンド観光客の回復の遅れから苦境に立たされています。中国系免税店の大幅な値引きがさらなる売上減に拍車をかけています。実際に免税店を訪問しましたが、この需要低迷を感じる事ができました。



インバウンドの低迷が売上低下に直結

“韓国は、経済成長が鈍化している成熟国であり、消費動向も現状ではあまり好調とは言えません。”

このような小売業の視察は、それ以外の業界企業とのミーティングや「バリュー・アップ」プログラムに関する議論とは対照的で興味深いものでした。韓国は、経済成長が鈍化している成熟国であり、消費動向も現状では勢いがあるとは言えません。

しかし、韓国企業や経済全体に新たな息吹を吹き込む余地があるのは明らかです。経営陣がFSCのイニシアチブにおおむね好意的な反応を示していることは良い兆候であり、このプログラムが始まれば、韓国に対する投資家の関心が高まることが予想されます。特に、最近の日本株の上昇がそれを予感させます。

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）のアセット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.



RBC BlueBay
Asset Management

■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・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬 (上限)	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬 (上限)	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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詳しくは、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あり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た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しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、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。

