



RBC BlueBay
Asset Management

韓国:ソウル探訪

ウィル・ヘイズ
新興国株式チーム
シニア・アナリスト

2025年5月

「苦勞して勝ち取った民主主義に対する脅威は軽視されることなく、数時間のうちに国会はユン前大統領に宣言を撤回させる強硬な対応を取りました。」

「自由な大韓民国を守るために一生を捧げます。私を信じてください。」

尹錫悦（ユン・ソンニョル）前大統領、2024年12月

これはいつもの火曜の夜のテレビではありませんでした。

韓国が民主主義国家になったのはそれほど昔のことではなく、1988年からです。それ以前は軍事独裁政権下にありました。ユン前大統領が非常戒厳を宣言し、国民の夜の平穩を中断してテレビで上記のコメントを述べて締めくくったとき、それは本能に訴えるような衝撃を与えました。戒厳令の見通しは、かつての軍事政権を生き抜いた、あるいはそれを知っている人々の間に、多くの感情や記憶を掘り起こしました。苦勞して勝ち取った民主主義に対する脅威は軽視されることなく、数時間のうちに国会はユン前大統領に宣言を撤回させる強硬な対応を取りました。憲法の強靭さを見ることは心強いものでしたが、その影響は残りました。

ソウルに到着すると、ユン前大統領に対する弾劾手続きの最終結果を待ちながら、いまだ政治的停滞が続いている状況が明らかになりました。しかし、私たちが目にしたのは、世界的なニュース報道や通貨安の影響下にあっても、新興国市場の中で最も「発展した」国の一つである韓国の人々は、ほとんどの場合、普段通りに仕事をしているという現実でした。ある意味、それは過去の大統領たちが辿った運命を考えれば驚くべきことではないのかもしれませんが。弾劾、投獄、自殺といった出来事は、不安定で混乱の多い政治情勢の中で頻繁に見られる特徴でもあります。一方で、野党の大統領候補である「共に民主党」の党首もまた、自らの法的責任に直面しています。このような状況を目の当たりにすると、なぜこれほどまでにリスクの高いトップの職を目指す人がいるのか、不思議に思わざるを得ません。



ユン前大統領の非常戒厳宣言

12月の政治ドラマの主な舞台となったのは国会議事堂であり、私たちが共に民主党の議員と会談した場所でもありました。現在進行中の大きな変化の一つとして、コーポレート・ガバナンス基準を向上させ、「韓国ディスカウント¹」を解消するための措置の一環として、商法の改正が挙げられます。現行の法律では、韓国における取締役の受託者責任は株主ではなく、企業そのものに対してのみ負うものとされています。しかし、これが変更される予定です。相続文化が深く根付いており、家族経営の財閥が支配的な韓国において、少数株主に損害を与える行為について取締役会のメンバーが法的な説明責任を負うようになることは、権力のバランスに大きな変化をもたらすでしょう。また、「立証責任」も企業側から投資家側に有利に働くようになるため、こうした変化の潜在的な影響は軽視できません。

この動きに対する懸念の一つとして、大統領の弾劾により、企業の「バリュアップ」イニシアティブ²や株主価値向上に関連する取り組みが、少なくとも一時的に停滞してしまうのではないかと、いう点が挙げられました。しかし、韓国で行った複数のミーティングの結果、心強いことに、誰が指導者であっても共に民主党の優先事項は少数株主の利益と一致する可能性が高いことが示されました。韓国は、過去5年間で個人投資家の数が3倍に増加した国です。この増加により、投資家は政治家にとって重要な政治基盤となりつつあり、株主の権利はますます超党派的な関心事となっています。そのため、株式投資家を遠ざけることは政治的にリスクの高い行為となるでしょう。

議論から得られた重要なポイントの1つは、韓国企業や投資家の間での期待感でした。今後3カ月以内に、同国では商法改正、国内での空売り解禁、新大統領の選挙などが行われる可能性があります。これらの出来事はすべて、コーポレート・ガバナンスの改善につながり、投資機会の新たな源泉をもたらす可能性があるため、アクティビスト投資家たちはその機会を捉えようとしています。コーポレート・ガバナンスに注目するアクティビスト投資家との対話では、規制の強化により、株主重視の考え方を受け入れていない企業に対しての圧力を継続しやすくなるという期待が語られました。変化の具体的な程度はまだ明確ではありませんが、変化そのものが進行中であり、企業に働きかける準備をしている投資家が数多くいるという前向きな意見を聞き、非常に勇気づけられました。

また、企業との面談を通じて、多くの韓国企業が株主還元的重要性を改めて認識し始めていることを実感しました。増配、自己株式の買い戻しおよび消却といった株主還元策が幅広く議論されており、多くの企業が積極的に投資家からベストプラクティスに関するフィードバックを求めている姿勢が見受けられました。



銘柄選択とカラーミキシングの達人！

「変化の具体的な程度はまだ明確ではありませんが、変化そのものが進行中であるという前向きな意見を聞いて勇気づけられました。」

これまでのコーポレート・ガバナンスの弱点を警戒する投資家がいる一方で、少数株主への対応を急速に改善している企業もあります。

韓国は依然として輸出主導型の経済です。最近の政治的な論争を受けて防衛および造船産業を通じた恩恵を受けています。しかし、今回の面談では、韓国のあまり工業的でない輸出品の一つである文化に光を当てました。特にKビューティは、2010年代半ばに中国で人気を博した後、今や西側諸国を席卷しています。オンラインで素早く広まるため、ティーンエイジャーの近くにいる人なら誰でもKコスメについて聞いたことがあるでしょう。これらは、高品質でありながら手頃な価格で提供されています。Beauty of Joseonのような魅力的な独立ブランドによって生み出され、迅速な納期と強力な顧客関係を持つ化粧品オリジナルデザインメーカー（「ODM」）によって作られています。ブランドやODMから、物流業者、デバイスメーカーに至るまで、Kビューティのバリューチェーン全体のさまざまな企業と会いました。研究開発施設を訪問し、さらには独自の色合いを作るためのカラーメイクアップデザインスタジオを体験するなどして、私たちが目にしたものに感銘を受けました。

¹主にコーポレート・ガバナンスに対する懸念から、韓国企業が世界の同業他社に比べて低いバリュエーションで取引される傾向を表すために使用される用語。

²このプログラムは、金融サービス委員会が「韓国ディスカウント」を解消しようとする枠組みを設立した2024年初頭に開始されました。詳細情報: プレスリリース - FSC (fsc.go.kr)

カラー化粧品はあまり得意ではありませんが、日焼けを予防するSPFS50にはなじみがあるので、韓国の日焼け対策の品質を試すことは貴重な体験でした。質感も香りも軽く、見慣れているベタベタした強い刺激のあるものとは違い、韓国の化粧品の評判が世界的に高まっている理由がわかります。国内有数の美容品店であるオーブヤングは、ソウルでは至る所にあり、地元では非常に人気がある一方で、外国人訪問者にとっても巡礼すべき場所となっています。私たちは自ら訪問し、非常に手頃な価格で提供されているスキンケア製品の品揃えに圧倒されました。賑わう店に立つと、オーブヤングの魅力や、なぜ化粧品専門店セウォラから百貨店のセルフリッジにおいてまで、韓国化粧品が注目を集めているのかを簡単に理解することができました。

「労働人口が減少するトレンドの中で最良の人材を引きつけるために企業はさらに努力しなければなりません。」

人口動態の観点から見ると、韓国の高齢化と出生率の低下は、技術的に進んだこの国が引き続きロボット工学とAIに注力する必要があることを示しています。これを示す証拠はすでに公共の場所で見ることができます。私たちが訪問したモールの1つではロボットによる飲料の準備と提供が行われていました。また、労働人口が減少するトレンドの中で最良の人材を引きつけるために企業はさらに努力しなければなりません。韓国は、厳しい労働文化で有名ですが、私たちとの面談では、トップクラスの企業は従業員のニーズをますます真剣に受け止めていることを強調していました。子を持ちながら働くことの難しさを半導体メーカーと議論し、マタニティ休暇およびパタニティ休暇の必要性が高まっていることもわかりました。この企業の場合、育児休業制度はほとんどの欧米企業を上回っています。韓国で働く親であることは決して簡単なことではありませんが、保育施設が増え、母親の職場復帰がより容易になりつつあることがわかりました。職場での性別による影響は依然として残されており、男女間の賃金格差や上級職に就く女性の数は、期待されたほどには進んでいませんが、こうした行動や措置は状況の改善に役立つはずで



Kビューティの販売店を訪問

また、大手製薬会社の従業員福利厚生センターを見学し、大手飲食店、銀行支店、ジム、診察室、ギフトショップ、美容院、歯科医院、メンタルヘルスとカウンセリングの専門施設、さらにはエステティックセンターなどを含む施設の数々に羨望の眼差しを向けました。最上階にある「大学」施設を結婚式場として利用するという会社の提案を多くの従業員が受け入れていることには懐疑的ですが、従業員が価値を感じ、満足する施設を設置して従業員からのフィードバックを受け止めていることがわかりました。若い労働者がますます希少になっていく中で、このような取り組みは継続しなければならず、実際に訪問することで、施設が生み出す大学キャンパスのような雰囲気を感じることができました。

私たちは仁川国際空港から帰路につきましたが、その14時間のフライトは、現在直面している地政学的環境の崩壊の証となっており、飛行時間はロシア上空を避けるために2時間延長されました。韓国は依然として輸出を重要視しており、地政学のおよび国内政治的混乱の影響を免れることはできません。それでも、私たちは慎重でいつも楽観視しています。ドラマからDRAM（半導体メモリ）、ハードウェアからスキンケアまで、輸出品は多様化しており、同国で前向きな変化が進んでいると考えています。しかし、フライトと同様に、その途中ひどい揺れを経験する可能性もあるかもしれません。

執筆者

ウィル・ヘイズ

シニア・アナリスト、新興国株式チーム

2015年、英国ユニバーシティ・カレッジ・ロンドンにてフランス語およびラテン語のBA取得



RBC GAM新興国株式チームのシニア・アナリスト。韓国と南アフリカのリサーチを担当し、ポートフォリオ・マネジャーと緊密に連携し、トップダウンとボトムアップの両方のリサーチをサポート。チームのプロダクト・スペシャリスト、その後アナリストを経て、2023年から現職。2019年にクライアント・サービス・マネジャーとして入社し、既存の機関投資家顧客を担当しました。入社以前は、英国の年金ファンドでクライアント・リレーション・マネジャーとして現地当局の顧客を担当。それ以前、資産運用調査会社のシニア・アナリストとして、機関投資家やオルタナティブ・ファンドと密接に勤務。2015年に投資業界でのキャリアをスタート。



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（Royal Bank of Canada（RBC））の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management（U.S.） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc.（RBC GAM Inc.）、RBC Global Asset Management（UK） Limited（RBC GAM – UK）、RBC Global Asset Management（Asia） Limited（RBC GAM – Asia）、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、英国金融行動監視機構（FCA）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
	ヘッジ戦略	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れるようお願いいたします。

以上