

# テクノロジー・メタモルフォーゼ： 未来への成長シナリオ



JENNISON ASSOCIATES

---

[www.jennison.com](http://www.jennison.com)

本レポートに記載されているウェブサイトの閲覧にあたっては、利用条件・対象顧客の国籍と属性・開示事項をご確認下さい。

本レポートは、機関投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、元本割れを起こす可能性があります。

# テクノロジー・メタモルフォーゼ： 未来への成長シナリオ

- 現在、私たちは新たなテクノロジーの発見、革新、大規模な普及によってもたらされる10年から20年に及ぶ構造的な成長サイクルの真っ只中にある。
- テクノロジーの応用によって、私たちの行動様式は、インターネット上でも実生活上でも影響を受け、変容しつつある。この中で、テクノロジーとその他の経済分野との境界線が曖昧になり、これがさらに新たな製品、収益源、顧客層を創出している。
- こうした状況により、地域的にも世界的にも競争環境が変化しつつあり、伝統企業や投資家は、立ち遅れないためにこうした変化への対応を迫られている。
- 当社のリサーチアナリストは、事業戦略の中核に先進テクノロジーを組み込んだ企業の中から、最も力強い収益成長を達成し得る企業を一貫して見出してきた。
- 投資家にとって、現在進みつつある構造変化は、長期的な成長とリターンへのエクスポージャーを得る重要な機会であると考えている。

---

「生き残るのは最も強いものでも、最も知的なものでもなく、最も変化に対応できるものである」

ーチャールズ・ダーウィン

---

我々は投資家として、次の成長ドライバーは何か、それはどこにあるのか、そして誰がその恩恵を享受するのかを常に自問している。世界的に見て、新たなテクノロジーとそのコンセプトを実装している事業が成長を牽引している。そうしたテクノロジーが製品やサービスを差別化し、顧客基盤を深化・拡大させ、利益を押し上げているからだ。

創造と破壊は絶えず進行している。人々が、生活環境の向上を目指すことや好奇心や創造力を追求することは人間の本質である。現在、私たちは新たなテクノロジーの発見、革新、大規模な普及によってもたらされる、10年から20年に及ぶ構造的な成長サイクルの真っ只中にある。1990年代にパーソナルコンピューティングとネットワークコンピューティングが登場し、2000年代はインターネットが席巻し、2010年代にはスマートフォンとモバイルアプリが急速に普及した。ここ数年は多くの技術的なブレイクスルーが続き、それぞれが新たな商業利用を創出して成長サイクルを形成している。さらに言えば、ビジネスはもはや顧客が望むものを察知するだけでは成立しない。最も革新的な企業は、顧客が望むものを顧客自身が認識する前に察知することさえ行っている。

今日では、私たちの行動様式は、テクノロジーの応用によりインターネット上でも実生活上でも影響を受け、変容しつつある。この中で、テクノロジーとその他の経済分野との境界線が曖昧になり、これが新たな製品、収益源、顧客層を創出している。膨大な可能性が生まれ、企業と消費者は絶えず次なるソリューションを追求している。こうした状況により、地域的にも世界的にも競争環境が変化しつつあり、伝統企業や投資家は、立ち遅れないためにこうした変化への対応を迫られている。

## 計画されざる実験

グローバルなテクノロジー・エコシステムはすでに2020年には広範囲に及んでいたが、新型コロナウイルス感染拡大による制約により、膨大な規模でのデジタル化加速の実証実験が期せずして実行されることになった。驚くべきことに、この実験はうまく機能した。それまでテクノロジーを断片的に利用していた就業者や消費者は、いまや日々数時間も利用するようになった。既に将来のデジタル化に向けて投資を行っていた企業は、新たな現実への対応を急遽迫られた企業よりも大きな成果を上げることができた。

私たちは、コロナ禍発生前の世界に戻ることはない。実際、コロナ禍の間に起こった急速な変化は、未来を照らし出しているものであると我々は考えている。

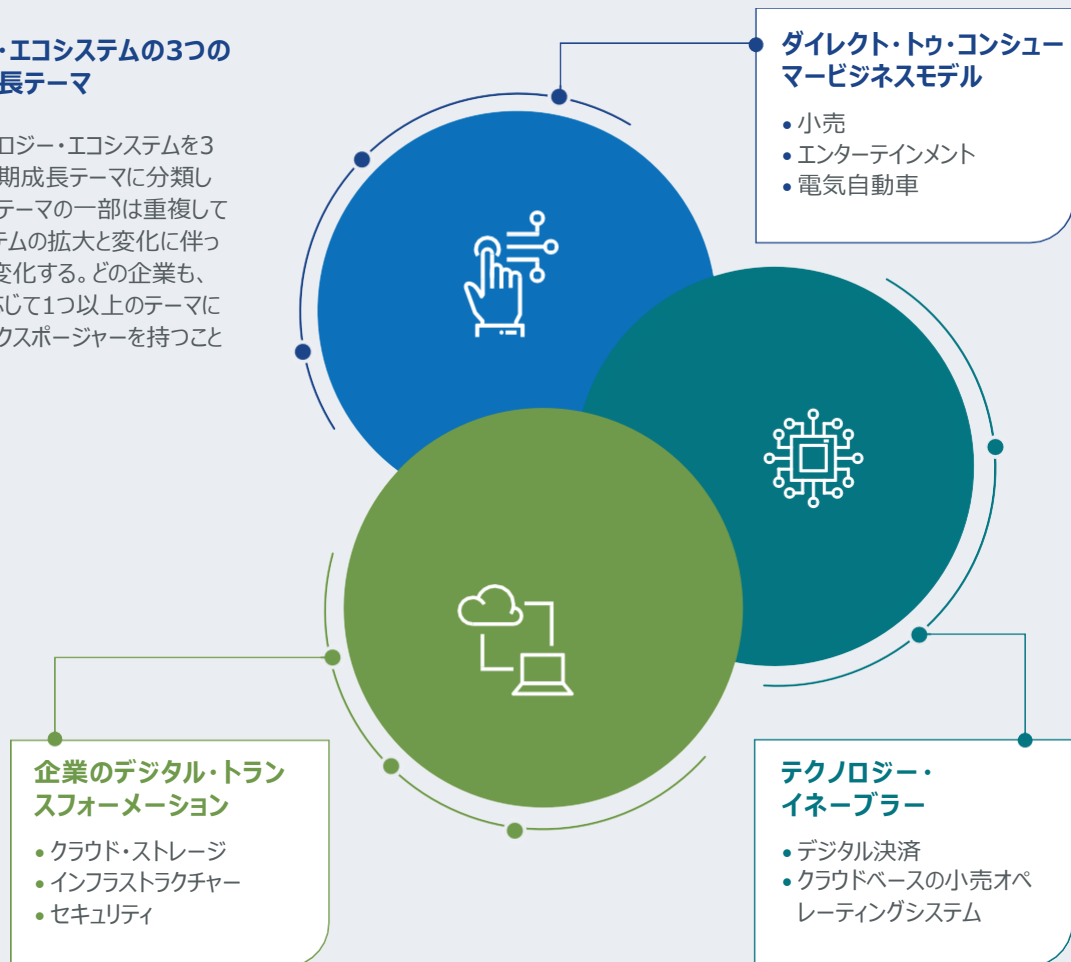
当社のリサーチアナリストは、事業戦略の中核に先進テクノロジーを組み込んだ企業の中から、一貫して最も力強い収益成長を達成し得る企業を見出してきた。我々は投資家のために、業界や国を跨ぐ3つの成長テーマを見い出している。

(図1)

1. ダイレクト・トゥ・コンシューマー・ビジネスモデル
2. テクノロジー・イネーブラー
3. 企業のデジタル・トランスフォーメーション

**図 1:**  
テクノロジー・エコシステムの3つの  
長期的な成長テーマ

この図はテクノロジー・エコシステムを3つの主要な長期成長テーマに分類したものである。テーマの一部は重複しており、エコシステムの拡大と変化に伴ってその重複も変化する。どの企業も、事業分野に応じて1つ以上のテーマに様々な形でエクスポージャーを持つことができる。



上記概念図は例示のみを目的としています。

2021年9月30日現在  
出所：ジェニソン・アソシエイツ



## 1.ダイレクト・トゥ・コンシューマー ビジネスモデル

ダイレクト・トゥ・コンシューマー（直販）のチャネルは、製品の販売者が中間業者を介さずに消費者と関係性を構築することで、潜在顧客にアクセスするために必要な高額な費用や投資を回避することを可能にする。企業は、より優れたパーソナルサービスの提供を通じた顧客ロイヤルティの構築や対象市場の拡大を実現し、最小限の取引コストで国境を越えたマーケティングや販売力の向上を図ることができる。こうしたビジネスモデルはいくつかの業界で競争環境を根本的に変化させており、eコマースのさらなる拡大に伴って伸び続けると考えられる。

世界の小売売上高に占めるeコマースの割合は、新型コロナウイルス感染拡大防止のためのロックダウン措置やステイホームを背景に2019年の13.6%から2020年には18.0%へと大きく増加した（図2）。これは1年間の増加としては過去6年間で最も大幅なもので、今後の持続的成長に向けた新たな基準になると考えられる。

歴史的に、破壊的創造をもたらすテクノロジーのトレンドはまず米国や中国で生起したが、そうしたテクノロジーは世界的に拡大する。今日、eコマースの普及率は中国が20%台後半、米国が20%前後で<sup>1</sup>、企業がその売上構成をオンライン販売に向けてシフトを続けるにつれ着実に上昇していくと予測される。

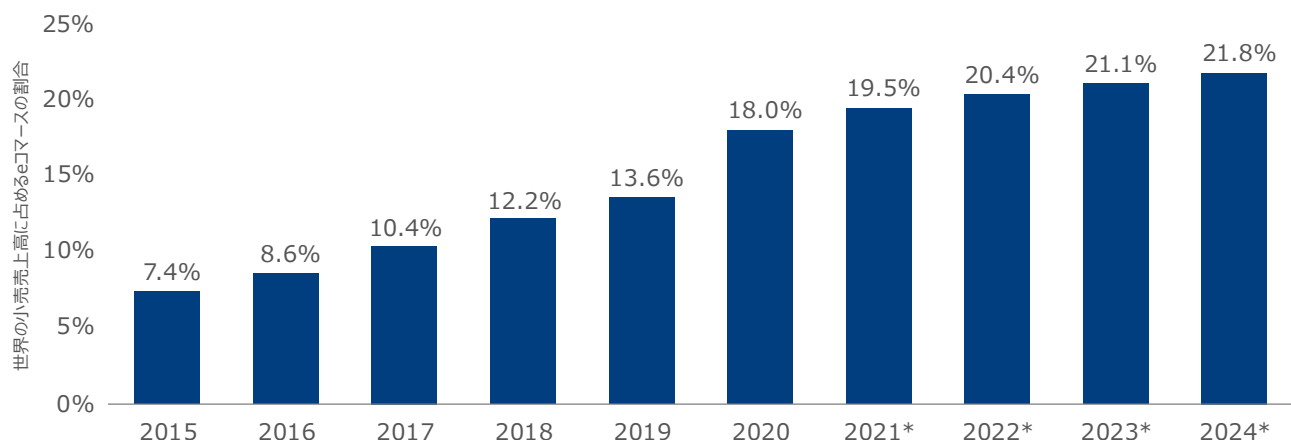
米中以外の地域では、さらに魅力的なビジネス機会がある。中南米と東南アジアのeコマース普及率は依然、1桁台前半の水準にあり、今後数年間の成長余地の大きさを示唆している<sup>2</sup>。

例えば、アルゼンチンを拠点とするeコマースプラットフォームのMercado Libreは、中南米で高いシェアを獲得しており、オンラインのeコマース市場と収益性の高い決済事業を成功裏に統合したことが成長に大きく寄与している。

### 小売

ダイレクト・トゥ・コンシューマー（直販）ビジネスモデルは、小売セクターにおいて成長と収益性の牽引役としての重要性を高めている。グローバルブランド企業は、このビジネスモデルを通じて製品の流通販売における支配力を向上させている。直販ビジネスで成功した企業はオムニ（統合）チャネル・アプローチによって大きな成果を上げており、その分野は高級品からアスレジャーに至るまで小売業界の広範な分野に及んでいる。オンライン販売と実店舗を統合したアプローチは、特にパンデミック下の店舗閉鎖時に大きな効果を上げた。実効的な直販戦略で投資を行う企業は将来に向けて有利なポジションにあると考えており、既に直販モデルを採用していた企業や、直販アプローチを選択し卸売業者経由の流通量を大幅に減らした企業がこれに含まれる。

図 2: eコマースは長期的な成長機会を提供



\* 予想  
2021年7月1日現在  
出所: Statista

## エンターテインメント

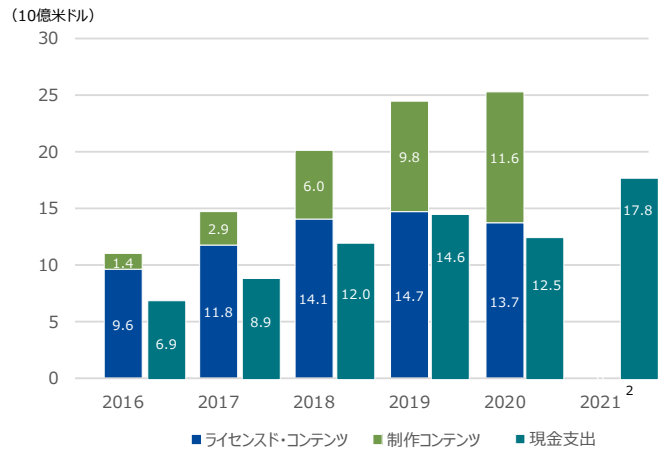
ダイレクト・トゥ・コンシューマー（直販）アプローチの最も知られた例の1つはNetflixだ。同社は、このモデルを通じ自社コンテンツのストリーミング事業を立ち上げ、確立した。同社はテクノロジーを駆使し、当初のDVDの通販会社から現在の確固たるストリーミング・プラットフォームへと転換を果たした。NetflixはCMの無いサブスクリプションベースのプラットフォームを通じて、消費者自身がコンテンツを視聴する時間や場所を選ぶ権利を提供し、メディアやエンターテインメント業界に創造的破壊をもたらした。同社はケーブルTVやリニアTVとは全く異なる代替手段を提供する新たなスタンダードを打ち立て、自社コンテンツの制作に積極的に投資する初のストリーミングコンテンツ企業となった（図3）。2021年にはオリジナル作品がアカデミー賞7部門を受賞したほか、エミー賞129部門にノミネートされ44部門で受賞した。番組制作の成功は新規加入者の増加につながり、Hulu、Disney+、Amazon Primeといった主要競合相手に対する競争優位性の重要な要素を形成している。

Netflixは、英語以外の言語のコンテンツの配信に止まらず、自社による制作にも投資するという同社の方針を反映し、その加入者は世界的に大きく増加している（図3）。Netflixはグローバルな視聴者を引き付ける番組の制作に加え、地域の嗜好を反映した作品に地域の人気タレントを起用してきた。こうしたアプローチによりローカル市場に足掛かりを築いたことが、競合他社を凌ぐグローバル加入者の増加をもたらした主な理由の1つとなっている。Netflixの2021年6月時点の加入者数は約2億900万人で、その70%弱を北米と欧州・中東・アフリカ（EMEA）地域が占める。Netflixは2022年にゲーム事業に参入する見通しで、これにより競合他社とのプラットフォームの差別化が一段と図られ、サブスクリプション料金引き上げの余地が生じる可能性がある。

エンターテインメントは勝者総取りの業界ではなく、将来的にはいくつかのプラットフォームが業界全体の収益の大半を獲得すると予測している。

図 3: Netflix: より多くのオリジナルコンテンツを製作...

Netflixのコンテンツ制作費：世界全体<sup>1</sup>

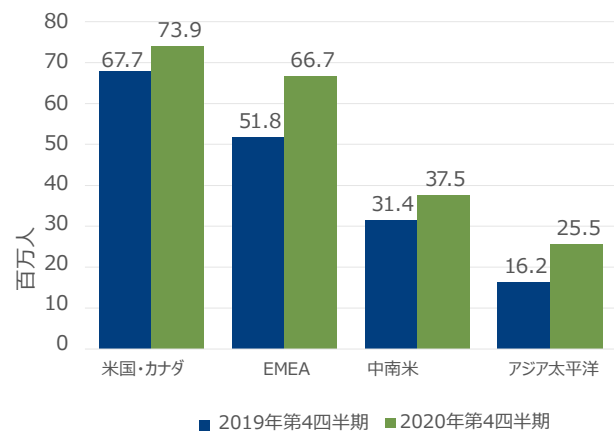


1. ライセンスドコンテンツ及び制作コンテンツはNetflixの貸借対照表上のコンテンツ資産で、Netflixがすでに支払いを済ませプラットフォーム上に残るコンテンツが含まれる。現金支出には制作コンテンツへの投資が含まれるが、Netflixはデータの内訳を開示していない。我々は制作コンテンツが現金支出の70%超を占める可能性が高いと推定している。

2. Jennisonによる推定

## ... 拡大するグローバル視聴者のために

Netflixの有料ストリーミング加入者数：2019年第4四半期末及び2020年第4四半期末



出所: Jennison, Netflix, Statista

## 電気自動車

Teslaは、様々な観点から電気自動車（EV）業界のリーダーの座にあるが、同社もEVをオンライン販売することでダイレクト・トゥ・コンシューマー（直販）モデルを取り入れている。このアプローチによって最終購買者との距離を縮めると共に、ディーラー網に付随する諸費用を無くすことに成功している。Teslaが実証しているように、直販モデルは投下資本利益率の向上につながり、100年近くにわたりほぼ変わらぬ方法でビジネスを行ってきた自動車業界に大きなイノベーションをもたらしている。

加えて、ソフトウェアエンジニアによって創業されたTeslaは、実体として車輪のついたコンピュータを販売することで、消費者の自動車所有体験をさらに変革している。例えば、同社の統合されたソフトウェアプラットフォームは、ソフトウェアのアップグレードを通じてほぼ全ての問題を遠隔操作で解決し（これは残存価値の向上にもつながる）、主に自動運転機能に関わるサブスクリプションベースのサービスの導入を可能にしている。

### 電気自動車への雪崩現象：従来型自動車メーカーにとって破壊的局面

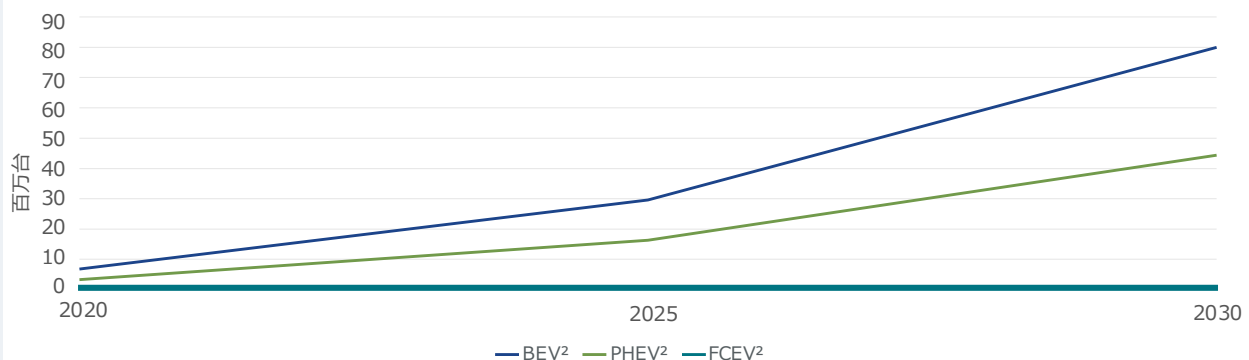
環境破壊への関心を日に日に高めつつある消費者、政府、規制当局からの圧力が強まる状況下、内燃型エンジンの時代は終焉に向かいつつある。米国では、2030年までに国内新車販売の半数を電気自動車にする大統領令がバイデン大統領により発令され、議会で審議されているインフラ法案には電気自動車充電拠点の整備が盛り込まれている。カリフォルニア州は2035年までに内燃型エンジンを搭載した乗用車とピックアップトラックの新車販売を禁止する計画で、同様の措置は世界中で発表または検討されている。

中国は2035年にハイブリッド車を除く化石燃料車の販売を禁止すると発表し、英国も2030年を目標に同様の措置を講じると明言している。これと同時に、電気自動車の成長は今後10年で急加速すると予想されている（図4）。

自動車業界における購入様式、テクノロジー、製造の構造的変化は明確な勝者と敗者を生むとみている。全ての従来型自動車メーカーがこうしたディスラプションをうまく切り抜けることができるとは考えにくい。

図 4: 電気自動車需要は急拡大が見込まれる

STEPSにおける世界の電気自動車台数シナリオ<sup>1</sup> 2020-2030年



1 STEPSはStated Policies Scenario（公共政策シナリオ）の略で、今日の政策目標により導かれ得るエネルギーセクターの方向性を詳細に示している。

2 BEVはバッテリー式電気自動車、FCEVは燃料電池電気自動車、PHEVはプラグインハイブリッド電気自動車を表す。

2021年4月29日現在

出所：国際エネルギー機関

## 2. テクノロジー・イネーブラー

ダイレクト・トゥ・コンシューマー（直販）モデル事業の成功は、テクノロジー・エコシステムを構成する他の部分に大きく依存している。僅か数年前まで、新興企業や起業家は、テクノロジーの実装にあたり大いなる困難に直面していた。顧客とより関わるために、ウェブサイト構築し、管理し、サポートのためのインフラストラクチャーを整備する必要があった。今日では、このようなインフラストラクチャーや専門知識は、eコマースやその他のデジタルエコシステムの領域への参入を簡素化することを目的とした企業を通じ、容易かつ比較的安価に導入することが可能となっている。我々はこれらの企業をテクノロジー・イネーブラーと呼び、その投資機会は大きく、かつ拡大していると考えている。

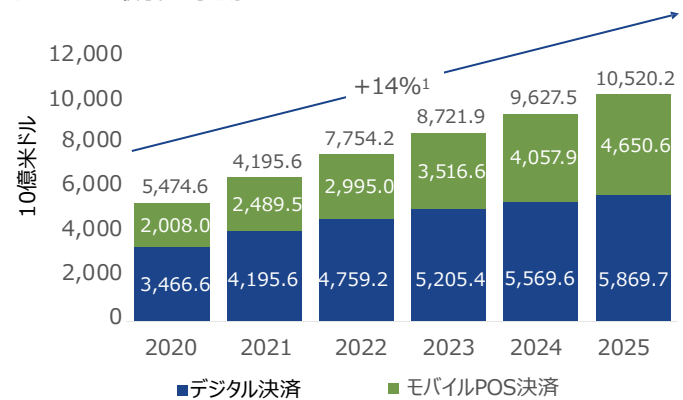
テクノロジー・イネーブラーは、eコマース事業や電子決済を舞台裏でサポートするためのインフラストラクチャーや専門知識を提供する。例えば、電子決済は、デジタル経済に不可欠であり、かつ成長している領域である。2020年の世界の電子決済取引額は5.4兆ドルに上った<sup>3</sup>。現金取引から電子的なクレジット・デビット取引への長期的な流れは今後も継続し、向こう5年間で米国及び欧州において年率15%超、中国において年率10%超の成長を遂げると見込まれている<sup>4</sup>。多くの消費者、特に新興国市場の消費者は、アクセスの欠如、コスト、不便さ等の理由により銀行システムから除外されている<sup>5</sup>。eコマースプラットフォーム及びオンライン金融商品・サービスの提供者にとって、この大規模かつ未開拓の消費者層は、大きな事業機会となる。

伝統的な現金・カード決済から電子決済への移行は、世界規模の潮流だが、未だ道半ば（図表5）であり、且つ世界規模の潮流（図表6）であると考えており、潜在的な成長性は依然として非常に大きいと予測される。

規模の観点でグローバルな電子決済を先導しているのは中国であり、世界初のキャッシュレス経済へ向けた措置を講じている。Tencent (WeChat Pay) 及び Alibaba (Alipay) を代表とする中国のインターネット企業は、スマートフォンを通じて便利で安全なサービスを提供することにより、高まる金融サービスへの消費者ニーズに応えた。

図表5：電子決済は拡大が見込まれる

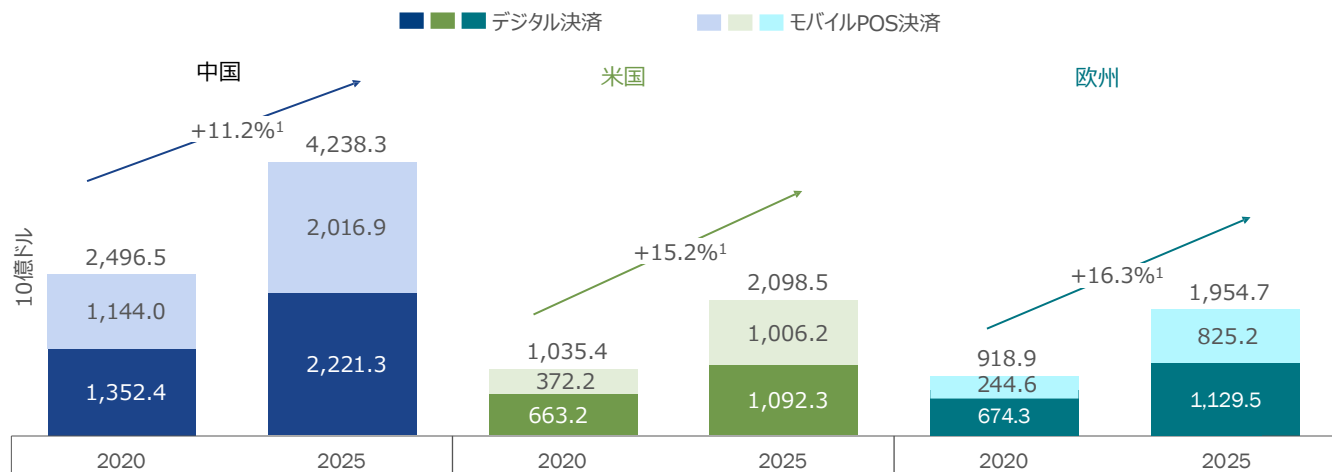
グローバル取引額予測



1 CAGR  
2020年12月31日現在  
出所：Statista

図表6：電子決済は主要地域において年率二桁台で成長している

デジタル決済及びモバイルPOS決済



1 CAGR  
2021年1月現在  
出所：Statista Digital Market Outlook

洗練された金融テクノロジー及びサービスが存在する先進国市場でも、新興企業が競争とは無縁だと見られる領域においてプレゼンスを確立している。例えば、Square Cashは決済処理を行うと共に、企業に対し金融及びマーケティングサービスを提供している。また、Squareは、銀行サービスが行き届かない層に対し決済処理サービスを提供しており、銀行システムの仲介機能を迂回し、ネットワーク決済処理システムを回避し、より多くの金融商品へのアクセスを消費者に提供している。

一方で、カナダのShopifyのようなイネーブラーは、単独で新たな事業分野を創出している。同社は、オンライン店舗を開業しようとする企業に対し、電子決済の管理やウェブサイト構築にまつわる手間を省くワンストップサービスを提供している。Shopifyのサービスにより、企業や起業家はオンライン事業を速やかに立ち上げる一方で、Amazon経由で商品を販売する様な間接的な関係とは異なり、自社ブランドを通じた顧客との直接的な関係構築、維持を容易に行うことができる。

また、Shopifyは、顧客がオンライン決済を行う際、Apple Pay や Google Wallet等複数のベンダーを利用できる仕様を用意しており、個別に決済サービスを設定し管理する煩雑さを軽減している。また重要なことに、Shopifyは、Shop Payと呼ばれる、フィンテックサービスのStripeを利用した自社独自の決済ソリューションを提供している。Shop Payを利用した場合、決済完了までの時間が通常より70%速くなり、その結果（サイトにアクセスした消費者が実際に購入に至る比率である）コンバージョン率は他社の決済オプションに比べ2倍近くに達することから、Shopifyを利用する業者の間で極めて高い評価を得ている。

Shopifyは、自社のプラットフォーム上でShop Payにより処理された全てのeコマース取引から定額の手数料を受け取るため、このサービスは収益拡大の主な原動力となっている。2021年上半期にShopifyで行われた取引高のほぼ半分は、Shop Payによって処理されている<sup>6</sup>。

事業規模が更に拡大すれば、Shopifyの営業利益率は極めて高くなるだろう。Shopifyのビジネスモデルは、粗利率の高いサブスクリプションサービスが牽引し、拡張性の高いShop Payからの定額手数料収益がそれを補強する構造となっている。

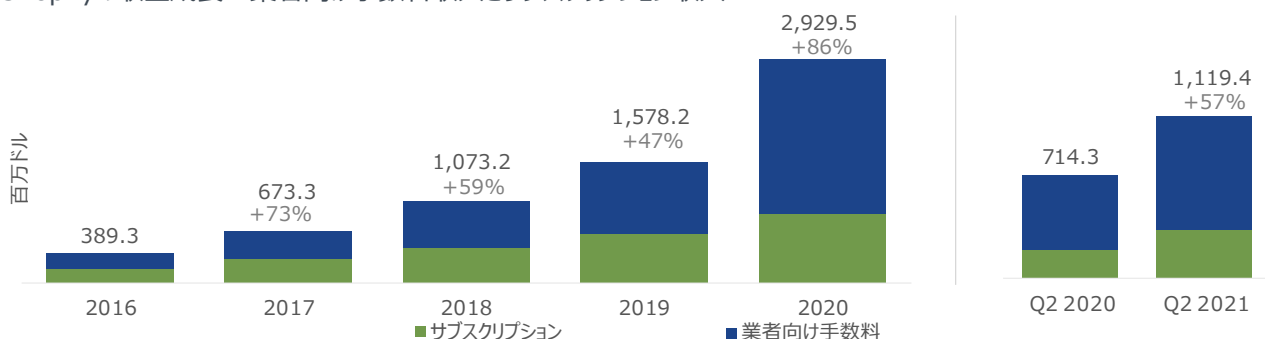
Shopifyがイノベーション、サービス強化、そしてセキュリティ上の脅威を初めとする課題への対処に注力していることは、重要な点である。同社は、あらゆる規模の業者にとって有益となるサービスや機能を継続的に追加している。特に、Shopifyは国境を超えたeコマース、配送ソリューション、そして中小企業への貸付ソリューションを強力に推進している。

Shopifyの様なテクノロジー・イネーブラーの存在により、起業家から有名ブランドに至るまで、斬新なアイデアを素早く市場に展開し、状況の変化に応じ速やかに方針転換をすることが可能となる。Shopifyは、新規事業の立ち上げが加速し、より多くの企業が長期的なeコマース戦略を構築したことで多大な恩恵を受けたテクノロジー・イネーブラーの、ほんの一例である（図表7）。創業当初から、Shopifyは大手eコマース企業によるツールを、起業家達にもあまねく利用可能とすることに注力してきた。現在、同社はKylie Cosmetics やGymshark等のデジタル世代の消費者直販ブランドに最も支持されるサービスであると同時に、HasbroやAnheuser-Busch等の大手ブランドをサポートする能力も備えている。

テクノロジー・イネーブラーの成長は、世界中で見られる現象であり、我々は、既存企業のみならず、企業の競争力維持や規模拡大に必要な足場を築く革新的で創造破壊的な企業にも機会を提供していると判断している。このトレンドは、我々のテクノロジー・エコシステムに関する第三のテーマ企業のデジタル・トランスフォーメーションと密接に関わっている。

## 図表7：急拡大するeコマースの潮流に乗る

Shopifyの収益成長：業者向け手数料収入とサブスクリプション収入



2021年6月30日現在  
出所: Shopify

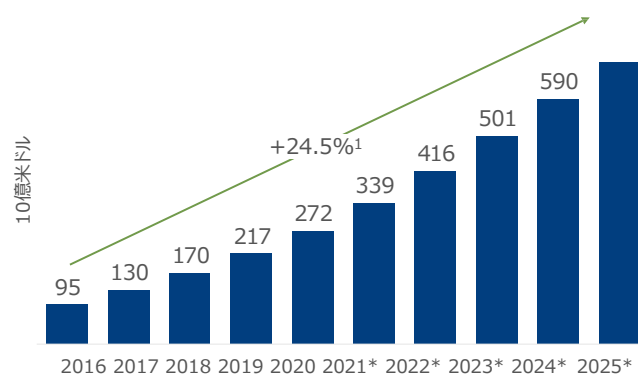


### 3. 企業におけるデジタルトランスフォーメーション

我々は、クラウドサービスの出現を、インターネットの到来に匹敵するテクノロジーのパラダイムシフトと捉えている。その理由を最も広範囲に捉えれば、クラウドサービスはデータの保存、管理、そして提供の方法を再定義することにある。世界全体のパブリッククラウド・サービスの売上は、年率平均25%近くのペースで拡大し、2025年には6,790億ドルに達すると見込まれている。（図表8）

**図表8：クラウド上で樓閣を構築**

世界全体におけるパブリッククラウドの売上



1 CAGR (年福利成長率)

\*予想値

2020年12月31日現在

出典：Statista

この投資テーマは、ある意味で、長期的なトレンドが改めて現出したものであると言える。米国の設備投資のパターンは、オールドエコノミーの業種からネクストエコノミーの業種にシフトするという趨勢を示している。1980年代初頭から2020年初頭にかけて、オールドエコノミー業種への設備投資の比率は、70%超から50%弱にまで低下した（図表9）。一方で、ネクストエコノミー業種への設備投資の比率は20%台半ばから50%超と、2倍以上に増加した（図表9）。

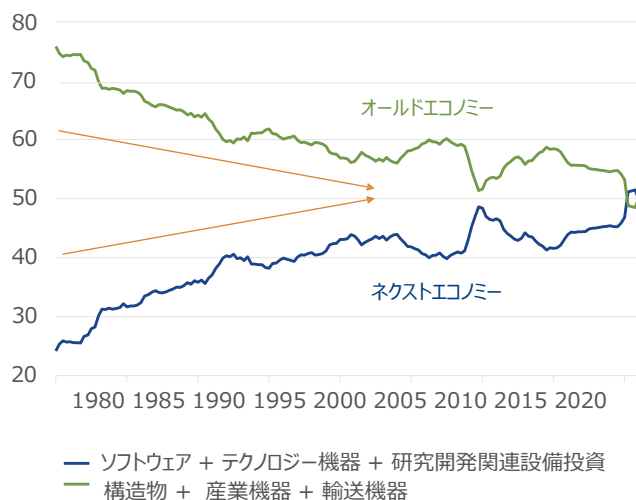
近年では、米国におけるソフトウェア及び研究開発関連投資が拡大する一方、テクノロジー機器への投資は縮小している（図表9）。我々は、このシフトは明白であると共に、依然として継続中だと考えている。

企業の投資拡大は、当該企業による、事業機会を捉え、全社的な収益成長率を高める能力と直結していることが多い。最大手かつ最も成功しているテクノロジー企業では、研究開発投資及び設備投資の売上に占める比率は、市場全体の水準を大きく上回っている。

大規模で規模の経済性が高いプラットフォームにおいてさえも、設備投資水準は市場全体の水準より高い。このようなテクノロジー・インフラストラクチャーへの投資は、将来の収益拡大の中核的なけん引役となる。

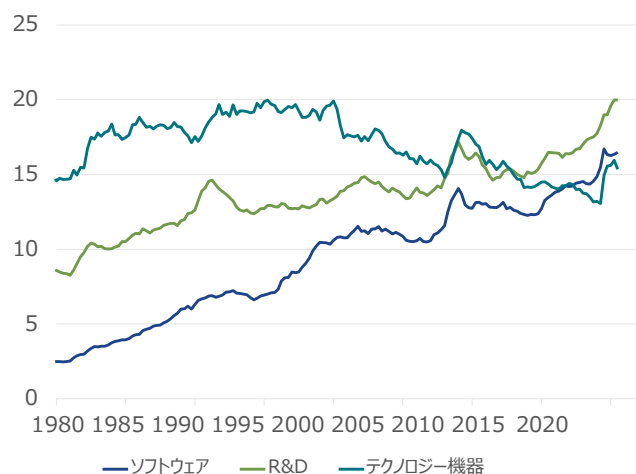
**図表9：**  
**米国のソフトウェア、テクノロジー及び研究開発関連設備投資は、全体の50%超を占めるまでに拡大しており....**

米国設備投資全体に占める比率（%）



**...そしてその成長は、ソフトウェアおよび研究開発関連投資の拡大がけん引している**

米国設備投資全体に占める比率（%）



2021年6月30日現在

出典：Cornerstone Macro (使用許諾取得済). Bureau of Economic Analysis, [www.bea.gov](http://www.bea.gov), 注：NIPA表 1.5.5. 米国、国民所得・生産勘定、名目国内民間総投資、固定資産投資、非居住用設備、装置、情報処理機器

## SaaSの事業機会

サービスとしてのソフトウェア（Software-as-a-service：SaaS）企業は、アプリケーションの管理や顧客との密接な関与に必要なソフトウェアを開発する。これらのソフトウェアをクラウドを用いて配布・保管することで、エンドユーザーはソフトウェアの更新作業や自社・自家デバイスの空き容量の心配から解放され、作業工程やデバイス容量管理の負担軽減となる。このビジネスモデルにより、ユーザーの利便性が最大化され、ソフトウェアプロバイダには収益の強化と安定化がもたらされる。

一例を挙げると、SaaS企業の一つであるDocuSignは、本人による「自筆署名」が必要とされる紙ベースの手続きに代わる、電子署名ソフトウェアの大手プロバイダである。電子署名導入のメリットは枚挙に暇がなく、使い勝手の良さ、複数部署による並行作業や修正履歴管理、環境負荷の低減、書類の電子的保管、そして内容検索機能の向上など、多岐にわたる。しかしながら、DocuSignが提供するソフトウェアの真の力は、同社が文書作成者に提供するツールにある。DocuSignの電子署名サービスは、顧客が利用する既存のアプリケーション上で提供可能となっている。これにより、契約成立までの利用割合を示すコンバージョン率の向上と、その間の時間短縮が実現する。DocuSignは、多くは顧客毎に異なる業務プロセスに深く根付いた署名及び確認プロセスに関し、顧客毎にカスタマイズした作業工程の設計を提供している。

自社、顧客及び株主に対し、最終的に長期にわたり真の価値を創出できる企業は、ほんの一握りだ。これらの企業は、業界リーダーや、ライフサイクルの初期段階にある企業であることが多い。そのような企業は、規模と長期持続性の両方を兼ね備えた質の高い成長性という、我々のリサーチアナリストが追求する稀有な特性を有している。

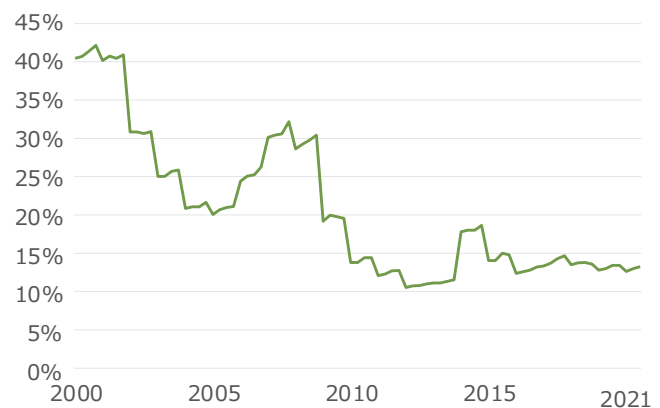
電子署名の潜在市場規模は260億ドル超であり、グローバル経済のあらゆるセクターに存在する。<sup>7</sup> COVID-19がもたらした隔離及びソーシャルディスタンスにより、電子署名の導入は劇的に加速した。そして今後も、紙とペンによる手続きに回帰する顧客はほとんどいないであろうと考えられる。電子署名の利用は、2020年に到達した高い水準から、今後も一貫して増加し続けると予測している。

## より速い適応を求めて

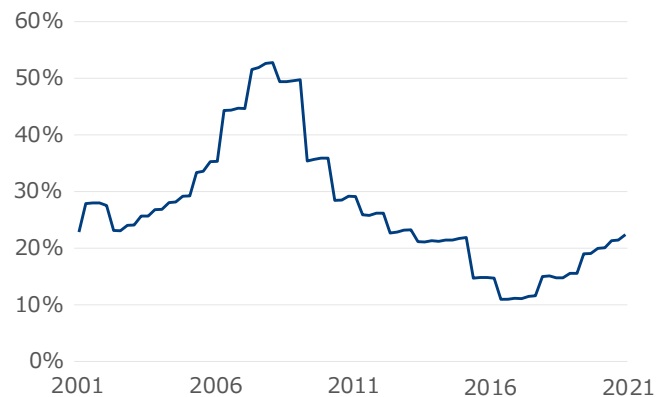
全ての企業が、自社の事業を少しでも早くデジタル化すべく躍起になっている。これは生存競争である。テクノロジーを駆使する企業を見出すのは容易いが、それらのうちのどの企業が、急速な成長を遂げると同時に、ビジネスモデルの確立と利益の確保ができるかを見極めることは遥かに困難である。このような課題に加え、売上高の力強い成長を示す企業が減少し、株式市場におけるダイナミックな投資機会が失われつつある。米国では、S&P500インデックスの構成企業のうち、5年間にわたり売上高が15%以上増加した企業の比率は、2000年の40%から2021年には15%未満まで下落した。MSCIオールカントリ・ワールド・インデックス（ACWI）の構成企業においても、2008年の50%超から2021年の約20%へと、同様の下落が見られた。（図表10）

**図表10：力強い売上成長は益々稀少に**

5年間で売上高が年平均15%超増加した企業の比率<sup>1</sup>：  
S&P 500 構成企業



5年間で売上高が年平均15%超増加した企業の比率<sup>1</sup>：  
MSCI ACWI構成企業



<sup>1</sup> 5年間の売上高増加倍率（四半期毎に記録されたもの）  
2021年6月30日現在  
出典：FactSet

自社、顧客及び株主に対し、最終的に長期にわたり真の価値を創出できる企業は、ほんの一握りだ。これらの企業は、業界リーダーや、ライフサイクルの初期段階にある企業であることが多い。そのような企業は、規模と長期持続性の両方を兼ね備えた質の高い成長性という、我々のリサーチアナリストが追求する稀有な特性を有している。

テクノロジー分野における成長機会の拡大は、単一の商品やコンセプトの成功よりは、むしろ、企業がその周辺にある製品やサービスからより多くの収益源を獲得できるか否かにかかっている。成功例としては、AmazonとAlphabetが挙げられる。両社は、多様な収益源からキャッシュフローを獲得するために、時と共に事業を多角化し、その範囲はデジタル広告からクラウドのサブスクリプション・サービスにまで及んでいる。

パンデミック・ショックは、テクノロジーが主導する新たな世界をより鮮明に浮かび上がらせた。もとよりテクノロジーに投資、又はそれを自社の戦略に深く根付かせていた多くの企業は有利な立ち位置にあり、このトレンドは、コロナ禍の最悪期が過ぎても減速することはないと考えている。様々な業界で、企業はバランスシートにおける実物資産の削減を進め、より高い利益率と持続可能な収益性を追求している。これは、多額の実物資産を保有するビジネスモデルと比較し、高い総資産利益率、低い利益変動性、高い柔軟性及び規模の経済に基づくより大きなコスト削減等のメリットがある。投資家にとり、これは、刻々と変化する時代において、長期的成長とリターンを享受する絶好の機会であると考えている。

ジェニソン・アソシエイツのグローブ株式運用チームは1969年に設立され、同チームが運用する資産は1,208億ドルにのぼり、米国、グローバル及び新興国市場を網羅している\*。当社は、企業のファンダメンタルズに対する徹底した調査に基づき、ベンチマークにとらわれないポートフォリオを構築することで、確信度の高いアクティブ投資を行なっている。成長率が高く、ユニークなビジネスモデルと長期的な競争優位性により経済価値を生み出す業界リーダーである企業に投資することで、長期的に高いパフォーマンスをあげることが出来ると考えている。このような企業に、成長サイクルの初期段階、つまり、その将来性が市場で十分に評価される遙か前の段階で投資することを目指している。

\* 2021年6月30日現在、ジェニソン・アソシエイツの運用資産総額は2,414億ドル。

## 注釈

<sup>1</sup> 中国および米国のデータ: “How e-commerce share of retail soared across the globe: A look at eight countries,” McKinsey & Company, 2021年3月5日現在

<sup>2</sup> ASEANのデータ: J.P. Morgan estimates, Euromonitor, EDTA, and MOEA. 2019年12月31日現在 南米のデータ: Statista, 2020年3月現在 EBANX; AMI. 2020年4月現在

<sup>3</sup> Researchandmarkets.com, 2021年6月7日現在

<sup>4</sup> Statista, 2021年1月現在

<sup>5</sup> 直近のデータ（2017年時点）によると、17億人の成人が銀行口座を持たないが、そのうち三分の二は携帯電話を所有しており、金融サービスへのアクセスが可能と推定されている。世界銀行, “The Global Findex” 2018年4月19日現在。

<sup>6</sup> Shopify

<sup>7</sup> DocuSign

## 留意事項

- ※ 本資料は、PGIMジャパン株式会社（以下、当社）の関係会社であるJennison Associates LLC（ジェニソン・アソシエイツLLC、以下ジェニソン）が作成し、当社が翻訳編集したものです。原文レポート（英語）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。ジェニソンは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクの資産運用部門であるPGIM傘下のアクティブ運用に特化した運用会社です。
- ※ 本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。
- ※ 本資料は、当社グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。
- ※ 記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。
- ※ 本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。
- ※ 本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できるとジェニソンが判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性についてジェニソンが保証するものではありません。
- ※ 過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ※ 本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。
- ※ 当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。
- ※ “Jennison Associates”、“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。
- ※ PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。



# JENNISON ASSOCIATES



Jennison Associates LLC  
[www.jennison.com](http://www.jennison.com)



ニューヨーク・オフィス：466 Lexington Avenue, New York, New York 10017  
ボストン・オフィス：One International Place, Suite 4300, Boston, MA 02110

本レポートに記載されているウェブサイトの閲覧にあたっては、利用条件・対象顧客の国籍と属性・開示事項をご確認下さい。

PGIMジャパン株式会社  
金融商品取引業者関東財務局長（金商）第392号  
加入協会一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会  
PGIMJ86141