

カウンターポイント・グローバル・インサイト

## AIの恩恵を受ける企業： 二次的効果への投資

インサイト | カウンターポイント・グローバル | 2025 年 4 月

### 主な発見

人工知能 (AI) と自動化技術の導入により、労働力の再構築が予想されます。  
私たち運用チームの「Culture Quant」<sup>1</sup> ツールを活用することで、どの企業が AI を活用して効率性を高め、  
コンセンサス予想を上回る利益率拡大を実現できるかを推定することが可能となります。

#### 私たちのチームの推定：



また、このテクノロジーシフトがもたらす、より広範な社会的意味合いと、労働者への経済的影響についても探り、  
労働者にとっての機会が企業の価値創造に合致しているケースを取り上げます。

### AIの恩恵を受ける企業に関するリサーチの概要

カウンターポイント・グローバル運用チームは、AIや自動化技術がビジネスや社会に及ぼす影響について、これらの技術がもたらす  
二次効果の恩恵を受ける企業も含めて調査してきました。この研究は現在も進行中ですが、AIや自動化技術を採用した結果、より  
効率化が図れそうな労働力を持つ企業を体系的に判断するための、私たちの研究を共有しようと考えました。

<sup>1</sup> Culture Quant は、カウンターポイント・グローバルが2019年にハーバード・ビジネススクールの学術専門家と共同で開発したもので、オルタナティブ・データ  
セットとモルガン・スタンレーの機械学習ラボを活用しています。詳細は4ページをご覧ください

<sup>2</sup> 自動化確率および「Automation Wave Model」に関する情報は図表4に記載されています。

<sup>3</sup> カウンターポイント・グローバルの「ダイナミック・ライフサイクル分析」を活用し、顧客、株主、サプライヤー（従業員を含む）間の効率配分を見積もります。「利益」とは、  
利払前税引前利益（EBIT）のことです。

本レポートは、私たちの差別化されたリサーチの柱が、ファンダメンタル主導の投資プロセスをどのように補完しているかを示す一例です：

1. **ディスラプティブ・チェンジ・リサーチ**：同チームは、AIと自動化技術に関する基礎となる洞察を提供し、これらの技術が業界全体に拡大する可能性を評価します。
2. **サステナビリティ・リサーチ**：同チームはCulture Quantツールを開発しました。このツールは、3億人の労働者をカバーするオルタナティブ・データセットを用いて人的資本管理に関する知見を生み出しています。
3. **コンシリエント・リサーチ**：同チームは、企業のライフサイクルにおけるポジションを評価するフレームワークを構築し、ステークホルダー間での経済的余剰の配分決定に寄与しています。
4. **セクターエキスパート&インベスター**：同チームのメンバーは、すべての差別化されたリサーチの柱からの洞察を統合し、企業やセクターの長期的なファンダメンタルベースの分析を補完します。

私たちの第一の目標は、これらのツールや投資に関する知見を駆使して顧客に利益をもたらすことであり、第二の目標は、投資先企業や顧客、他の協力者と共に、人的資本管理の戦略に関する幅広い対話を促進することです。

人的資本管理と企業カルチャーは、人間の創意工夫を解き放つ可能性を秘めています。**私たちがCulture Quantを構築した理由は、カルチャーが無形価値の一形態である一方、株式市場はそれを過小評価しがちであり、体系的な分析を怠っていると考えからです。**2019年以降、私たちのCulture Quantにかかわる研究は、Win-Winの機会を特定することに焦点を当てています。例えば、私たちが行った従業員の経済的エンパワーメントと価値創造を結びつける社内異動に関する研究は、内部昇進の財務的正当性を強化するものでした。

AIと自動化技術に関する私たちの新しい研究は、顧客、株主、サプライヤー、従業員をはじめとするステークホルダー間の潜在的な張力を探るものであり、より複雑なものです。これらの技術を採用することで効率化が図れるかもしれませんが、特定の職務に就く人の数を減らすことにもなりかねません。私たちは、企業がこれらの技術を採用すべきかどうか、あるいはどのように採用すべきかについて見解を述べるつもりはありません。ただ、AIや自動化技術はすでに到来しているか、あるいは間もなく到来するものであり、私たちにはそれらを導入することでもたらされる影響を調査する受託者としての義務があるとは認識しています。

カウンターポイント・グローバルのカルチャーのひとつは、革新的なアイデアのハブとしての役割を果たすことです。この場合、私たちのツールは、人々と企業の双方に利益をもたらす戦略を特定するのに役立つと確信しています。例えば、私たちはリスクリングを評価する方法を研究しています。私たちの水平移動に関する研究は、企業が従業員に新しいスキルや仕事の機会を提供する方法を測定することを目的としており、現在も進行中です。

本レポートは5部構成となっています：**第1部**では、世界を変える技術への投資の歴史から得た教訓を共有します。**第2部**では、経済全体における技術普及に関する新しいモデルを紹介するために、Culture Quantの概要を提供します。**第3部**では、経済的余剰の配分を評価するために、コンシリエント・リサーチのフレームワークを紹介します。**第4部**では、これらの洞察が私たちのポートフォリオにどのように貢献しているかの例を共有します。**第5部**では、技術進化のより広範な社会的意味合いに関する議論で締めくくります。

## フラッシュバック：パークシャー・ハサウェイ2018年5月株主総会より引用

**ANDREW ROSS SORKIN**：「次の質問は、今日会場にいらっしゃるThomas Kamei氏（カウンターポイント・グローバルのインベスター）からです。この質問の前に、彼は（2000年に）ここに来ていて、10歳の時に観客席からあなたに「インターネットはパークシャーの投資の一部を損なう可能性がありますか？」と尋ねたことをお伝えしておきます。そのときあなたは、成り行きを見守りたい、と言いました。彼は目下、最新の質問をかかえています：人工知能はパークシャーのビジネスにどのような影響を与えますか？また、10年後、人工知能の影響により、パークシャーの現在のビジネスにおける従業員数は増えていると思いますか？あるいは減っていると思いますか？」

**WARREN BUFFETT**：「私はAIに関する特別な知見は決して持っていませんが、いろいろなことが起こるであろうというのは確実に言えます。（AIは）特定の分野での雇用を著しく減少させることになると思いますが、それは社会にとっては良いことである一方、特定のビジネスにとっては良くないことかもしれません……（テクノロジーの進歩は）最終的には非常に社会的なものです……他の点では非常に破壊的であり、民主主義がそれにどう反応するかで、大きな問題を引き起こす可能性があります。」

**CHARLIE MUNGER**：「（AIを活用して）すべてが1人の人間によって生産され、残りの人間がただレジャーを楽しむだけでは、アメリカにとって良いこととは思えません。」

**WARREN BUFFETT**：「短期間で生産性が2倍になったら？ 現在1億5,000万人でやっていることを、7,500万人でできるようになったら？」

**CHARLIE MUNGER**：「人々の好意的な反応の早さに驚くことでしょう。アイゼンハワーの時代に似ています。年間5%の（生産性向上）が見られ、人々は喜んだのです。」

**WARREN BUFFETT**：「全員の労働時間を半分にするのは一つの方法ですが、半分の解雇し、残りの半分か働き続けるのは……」

**CHARLIE MUNGER**：（ウォーレンの言葉を遮って）「年率25%（の効率向上）を心配する必要はないと思います。実際に心配なのは、生産性の向上が年率2%未満にとどまるシナリオです。」

**WARREN BUFFETT**：（笑）「よし、次に行こう！ 実に魅力的なテーマだ。しかし、何が起きるかを予測するのは非常に難しい……」

図1

## 「世界を変える技術」への投資

過去1世紀にわたる技術シフトと価値創造の研究

	1900年	2000年	2024年
世界を変えるテクノロジー	自動車	Wi-Fi	AI
一次的受益者：投資例	米国自動車メーカー	ワイヤレス・ルーターメーカー	GPU + ハードウェアメーカー
一次的受益者：投資例の結果	統合と激しい競争	コモディティ化	未定
二次的受益者：テクノロジーが可能にするテーマ	郊外化： 大型小売店	リッチコンテンツの配信： ストリーミング動画	自動化と生成AI： 高効率な労働力
二次的受益者：投資例の結果	WALMART: 1,622 倍のリターン (1980年–2020年) FORD: 23 倍のリターン (1980年–2020年)	NETFLIX: 519 倍のリターン (2002年–2020年) CISCO: 4 倍のリターン (2002年–2020年)	???

出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、カウンタースポイント・グローバル、ファクトセット、www.History.com、米国運輸省連邦高速道路局（2023年12月31日現在）。

## 第1部 – 世界を変えるテクノロジーへの投資

私たちは、過去100年間の主要なテクノロジーシフトを研究し、これらの力が産業全体を破壊的に変革し、投資状況を再構築する可能性があることを認識しています。Stan DeLaney が率いるディスラプティブ・チェンジ・リサーチの取り組みは2004年に始まり、業界に破壊的変革をもたらす態勢が整った企業や、リスクのある既存企業の特定を目指しています。

世界を変えるようなテクノロジーを研究する中で、私たちが発見したひとつのパターンは、最良の投資対象は大抵の場合、明白な一次的な企業ではなく、むしろ二次的な企業であったということです。短期的には、市場は新技術を実現させた企業を過大評価することが多いのですが、長期的には、これらの技術を効果的に利用する企業が最も持続的な価値を生み出します。

例えば、自動車が20世紀の交通手段を再定義すると予想し、1920年に米国の自動車メーカーにバスケット投資をしていた場合、激しい競争、大規模な業界再編、そして平均を下回る株式リターンを経験していたでしょう。対照的に、自動車が郊外化を可能にするという**二次的影響**を認識していれば、大型小売店の台頭を予想できたかもしれません。新規株式公開（IPO）から10年後の1980年にウォルマートに投資した場合、2020年までにその価値は**1,600倍以上のリターン**をもたらしました。これは、同じ期間に自動車メーカーのフォードを保有した場合のリターンの約70倍に相当します<sup>4</sup>。

同様に、Wi-Fiが世界標準になることを予見し、Wi-Fiルーターメーカーに投資していた場合、製品がコモディティ化することで相対的に低い株主リターンしか得られなかったでしょう。一方、ストリーミングビデオ産業が二次効果であることを認識し、2002年のIPO時にネットフリックスに投資していた場合、初期投資の**500倍以上のリターン**を得られたでしょう。これは、同時期におけるネットワーク・ワイヤレスソリューションメーカーであるシスコのリターンを100倍以上も上回るものです<sup>4</sup>。

現在市場が注目している新興技術はAIです。投資家は、一次的な恩恵を享受できる大規模言語モデル（LLM）の学習に不可欠な画像処理半導体（GPU）メーカーに注目し群がってきました。LLMは、自然言語処理タスクのために設計された機械学習モデルです。そのうち、画像、音声、映像の処理と生成の両方が可能なマルチモーダルなものになるかもしれません。

<sup>4</sup> ファクトセット

企業に関する議論は情報提供のみを目的としており、記載された証券または上記セクターの売買を推奨するものではありません。見解、意見および予測は、市場、経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。

半導体メーカーの長期的な見通しは不透明ですが、過去の破壊的な技術革新の歴史が示すように、資本主義は初期優位性を最終的に競争によって消滅させます。しかしながら、AIの二次的効果の一つ、すなわちブルーカラー労働者とホワイトカラー労働者の双方における大幅な生産性向上については確信を持っています。

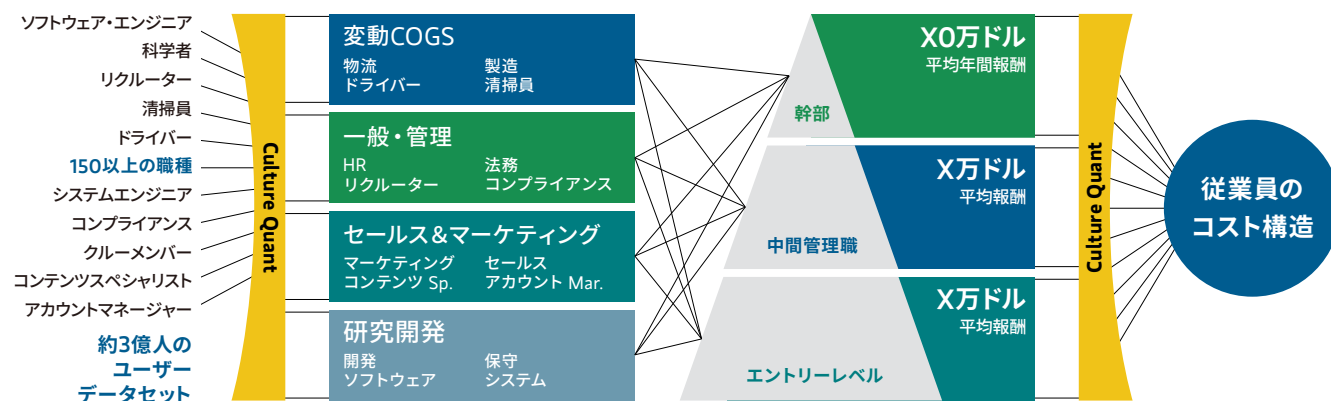
世界経済フォーラムの『Future of Jobs Report 2025』では、1,400万人の労働者を代表する1,000社以上の雇用主を対象に調査が行われ、回答者の86%が2030年までにAIが自社ビジネスを変革すると予測しています<sup>5</sup>。この変革は、これらの技術を企業環境に導入するアプリケーションを開発する起業家によって推進されるでしょう。この動向はより広範な疑問を提起します。すなわち、どの上場企業が、大幅な効率化による恩恵を受け得る労働力構造を有しているのか、ということです。

本稿では、AIや自動化技術による生産性向上が期待できる企業を体系的に特定するために、私たちがCulture Quantツール、ダイナミック・ライフサイクル分析フレームワークと、サステナビリティ・リサーチ、コンシリエント・リサーチ、ディスラプティブ・チェンジ・リサーチの、各チームの知見をどのように活用しているかについて、事例を交えてご紹介します。

図2

## Culture Quant - カウンターポイント・グローバル独自のツール

オルタナティブ・データ+モルガン・スタンレー Machine Learning Research Team + カウンターポイント・グローバル・サステナビリティ・リサーチ



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、カウンタポイント・グローバル、Revelio Labs (2024年9月現在)

注記：本調査では2023年時点で1億人の従業員を分析対象とし、うち3,400万人が調査対象の特定上場企業に属しています。

モルガン・スタンレーの機械学習研究チームは、債券、投資運用、電子取引など、会社全体にわたる基本的かつ複雑な課題に取り組むスペシャリストの研究者で構成されています。これは応用研究機関であり、機械学習を中核に据えた新製品の開発と包括的なシステム構築を行っています。当研究所は、時系列分析、推奨システム、ネットワーク理論、大規模言語モデル (LLM)、金融向け自然言語処理 (NLP)、公平性とプライバシーなど、多岐にわたる分野を対象としています。

## 第2部 – Culture Quant：AIの恩恵を受ける企業

企業の投資手法には長期的な変化が生じており、有形資本（生産工場など）から無形資本（知的財産など）への移行が進んでいます。現行の会計基準は主に有形資本の評価を目的として設計されているため、無形資本や企業文化を財務報告で定量化することは困難です。

この課題は、無形資本の原動力となる人間の創意工夫や、創造性を育む企業文化の重要性が増すにつれ、ますます深刻化しています。2019年、カウンタポイント・グローバルのサステナビリティ・リサーチ・チームは、企業内における人的資本の価値理解を深めるため、ハーバード・ビジネススクールの学術専門家との共同研究を開始しました。私たちの独自手法 Culture Quant はこの研究の成果です。

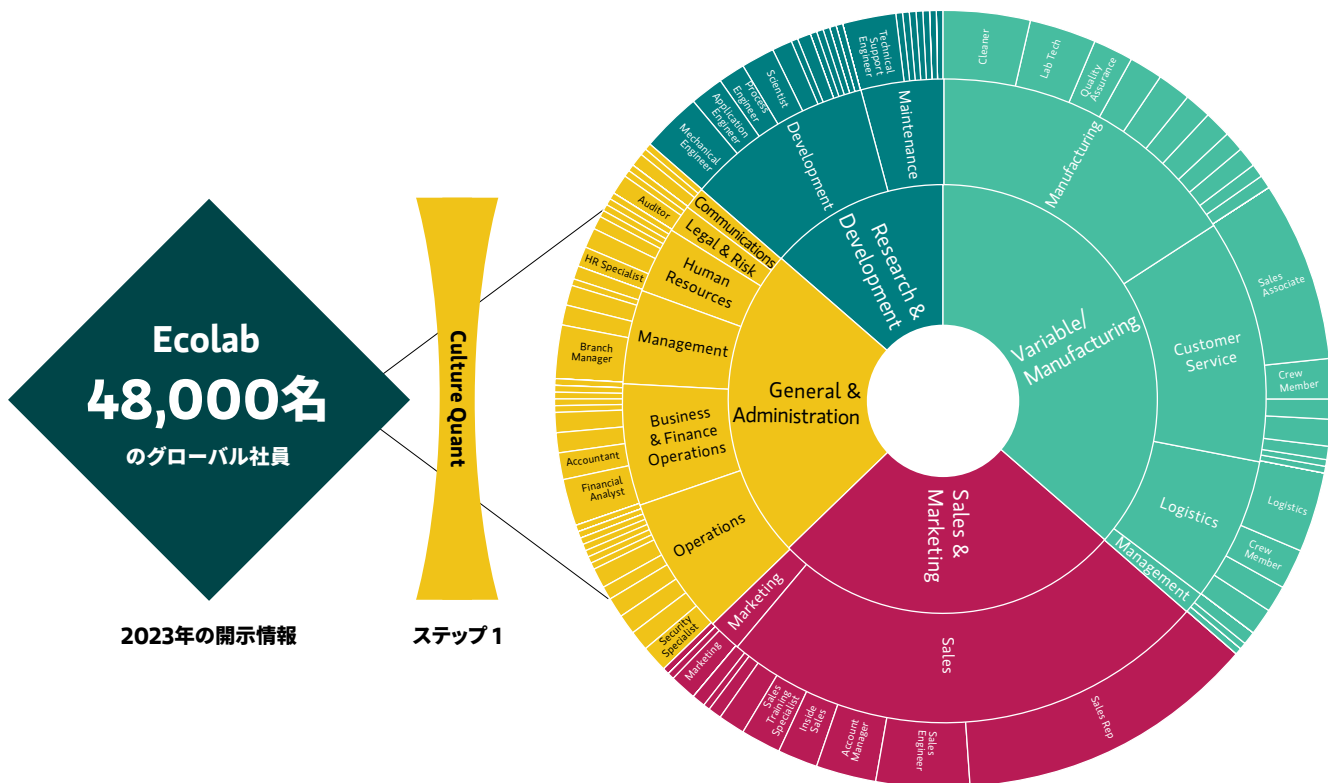
本研究は、従業員が企業の成功における重要なステークホルダーであり、事業差別化と魅力的な株主還元の両方に貢献していることを示すことで、投資家と従業員の利益を一致させる一助となると確信しています。私たちの目標は、企業文化をより深く理解し、それを体系的に評価する手法を確立することです。

<sup>5</sup> [https://reports.weforum.org/docs/WEF\\_Future\\_of\\_Jobs\\_Report\\_2025.pdf](https://reports.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Jobs_Report_2025.pdf)

図3

## 従業員コスト構造の可視化

業例：Ecolab Inc.



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、カウンターポイント・グローバル、Ecolab Inc.、Revelio Labs、2023年12月31日現在

## Culture Quant にかかわる研究と主な調査結果

私たちの初期の Culture Quant にかかわる研究は、モルガン・スタンレーの Machine Learning Research Lab との共同で実施され、過去10年間にわたり**3億人以上の従業員**に関する月次雇用者データを提供するオルタナティブ・データセットを活用しました。このデータセットにより、**企業レベルでの従業員離職率**を推定することが可能となりました。これは、多くの企業が開示していない重要な統計指標です。本調査では、**高い従業員定着率と株価のアウトパフォーマンス**との間に**強い正の相関関係**が確認されました。さらに、従業員定着率の向上と将来の株主還元との因果関係が存在する可能性も示唆されています。

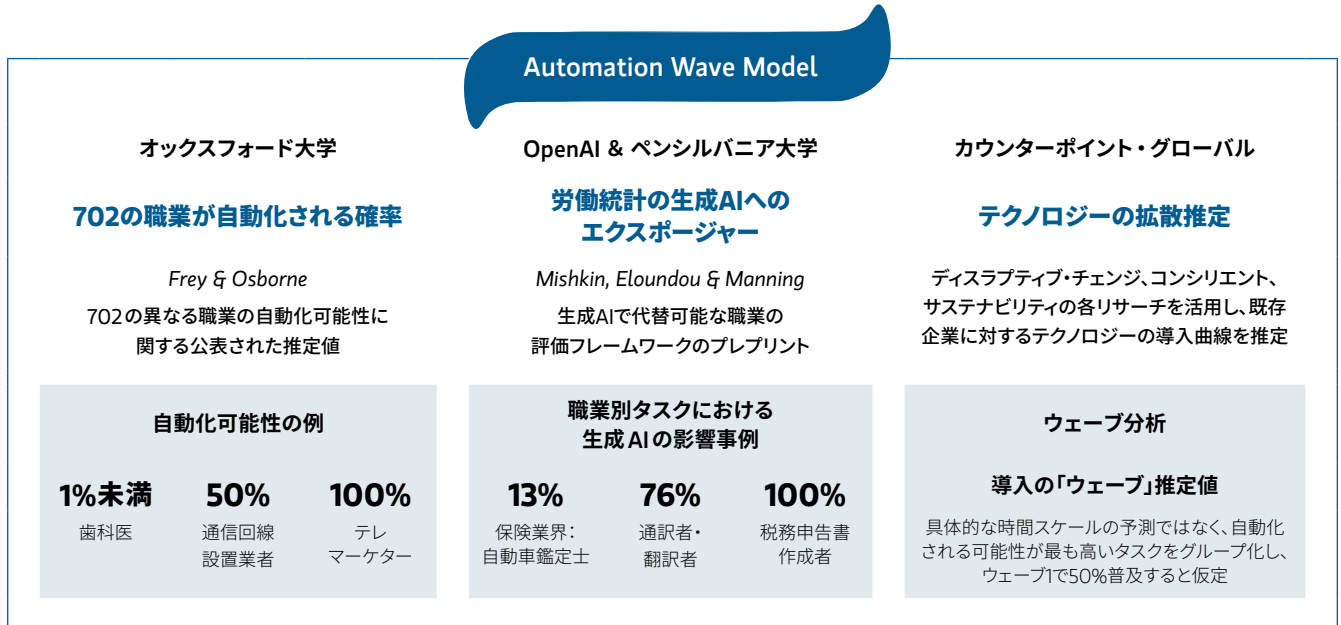
近年では、営業部門の効率性や若手社員の異動率（具体的には、社内昇進と外部採用の比率）に関する研究も分析対象に追加しています。最新の研究では、様々な調査結果を統合し、企業の総従業員コストを推定しています。具体的には、企業内の職種構成と各役職に付随する報酬を分析します。Culture Quant の「従業員コスト構造ツール」は、企業が通常開示する限定的な情報を超えた深い洞察を提供し、従業員コストの推定精度を高めます。

例えば、水と食品安全関連製品を手掛ける Ecolab は、年次報告書 (Form 10-K) において「全世界で48,000名の従業員を有する」と記載しています。この開示は概括的で、実用的な詳細を欠いています。私たちのツールを用いることで、清掃員、営業担当者、会計士といった特定の職務に対して企業が支払う金額を推定することが可能です。このレベルの洞察により、標準的な開示情報よりも高い精度で従業員コストを評価できます。従業員コストに対する理解を深めることで、自動化技術がもたらす潜在的な財務的影響を評価することも可能となります。

企業に関する内容は情報提供のみを目的としており、記載された個別証券または上記セクターの売買を推奨するものではありません。上記の見解、意見および予測は、市場、経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。



## Culture Quant 「Automation Wave」 推定



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、カウンターポイント・グローバル、Ecolab Inc.、Revelio Labs、2023年12月31日現在、Carl Frey & Michael Osborne『The Future of Employment（雇用の未来）』、Tyna Eloundou, Sam Manning, Pamela Mishkin, Daniel Rock『GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of LLMs（LLMの労働市場への影響の可能性についての初期の考察）』

## Culture Quantを活用したAI受益者の推定

このプロセスの第二段階は「Automation Wave Model」であり、学術研究を統合して、どの職種が最も高い確率で自動化されるかを推定します。

職種別の影響を評価するため、オックスフォード大学のCarl Benedikt Frey教授とMichael Osborne教授による研究を活用しています。この研究では702の異なる職業について自動化確率を推定しています<sup>6</sup>。彼らの結論は、創造性、人間との相互作用、反復可能性などの要素に基づいて各職種を評価した結果に基づいています。その結果、自動化確率には幅広いスペクトルが存在することが示されています。一方の極端な例として、テレマーケティング担当者は100%の自動化可能性に直面しているのに対し、反対側では歯科医は0%の確率を有しています。その後、生成AIの最近の進歩（OpenAIのPamela Mishkin氏、Tyna Eloundou氏、Sam Manning氏、およびペンシルバニア大学のDaniel Rock氏らの研究を参照）を組み込むことで、職業マップを精緻化しました<sup>7</sup>。

当モデルでは技術導入の波を予測します。自動化確率が高い職種（75%以上）では、中期的には半数が自動化されると想定しています。この変化は既に進行中であり、コールセンターなどテクノロジー導入が容易な職種では企業が人員削減を進めています。場合によっては、ソフトウェア搭載エージェントが人間とのやり取りよりも顧客満足度を高める可能性すらあります。

特定の職種はテクノロジーに取って代わられるよりもテクノロジーで補完される可能性が高いものの、テクノロジーが人間の業務から担う割合はさらに拡大すると予想されます。世界経済フォーラムの『Future of Work』調査によれば、1,000社の雇用主を代表する回答者は、現時点で業務の47%が主に人間によって、22%がテクノロジーによって、30%がテクノロジーと連携した人間によって遂行されていると推計しています。雇用主は、テクノロジー単独による業務シェアが2030年までに22%から34%へ増加すると予測する一方、人間が遂行する業務は同期間に47%から33%へ減少すると見込まれています<sup>8</sup>。

「Automation Wave Model」により、自動化後の従業員コストと人件費削減による経済的余剰を推定できます。ただし、第一波の自動化完了時期については具体的なタイムラインを想定していません。したがって、本分析は企業の売上成長や経時的な経費レバレッジを考慮しない静的なスナップショットとなります。

<sup>6</sup> Carl Frey & Michael Osborne『The Future of Employment（雇用の未来）』

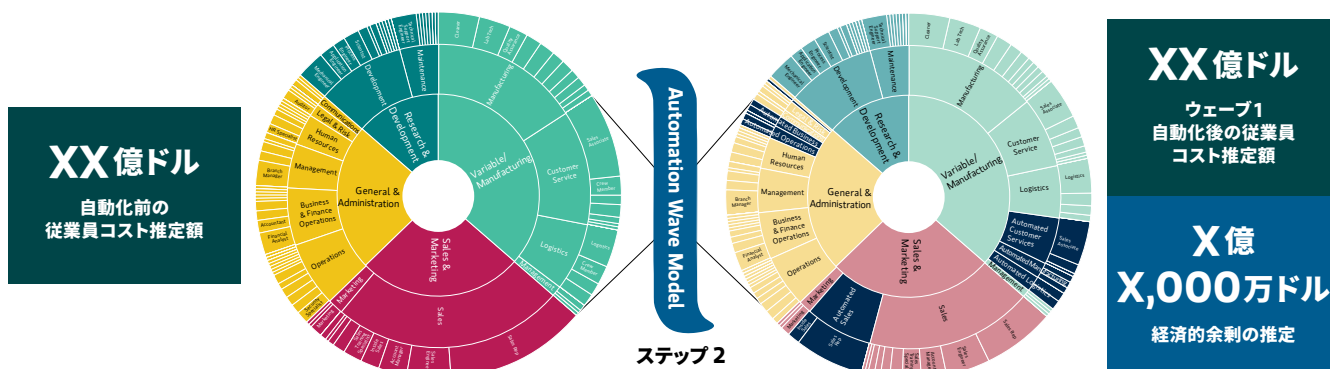
<sup>7</sup> Tyna Eloundou, Sam Manning, Pamela Mishkin, Daniel Rock,『GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of LLMs（LLMの労働市場への影響の可能性についての初期の考察）』

<sup>8</sup> [https://reports.weforum.org/docs/WEF\\_Future\\_of\\_Jobs\\_Report\\_2025.pdf](https://reports.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Jobs_Report_2025.pdf)

図5

## Automation Wave Modelの従業員コスト構造への適用

業例：Ecolab Inc.

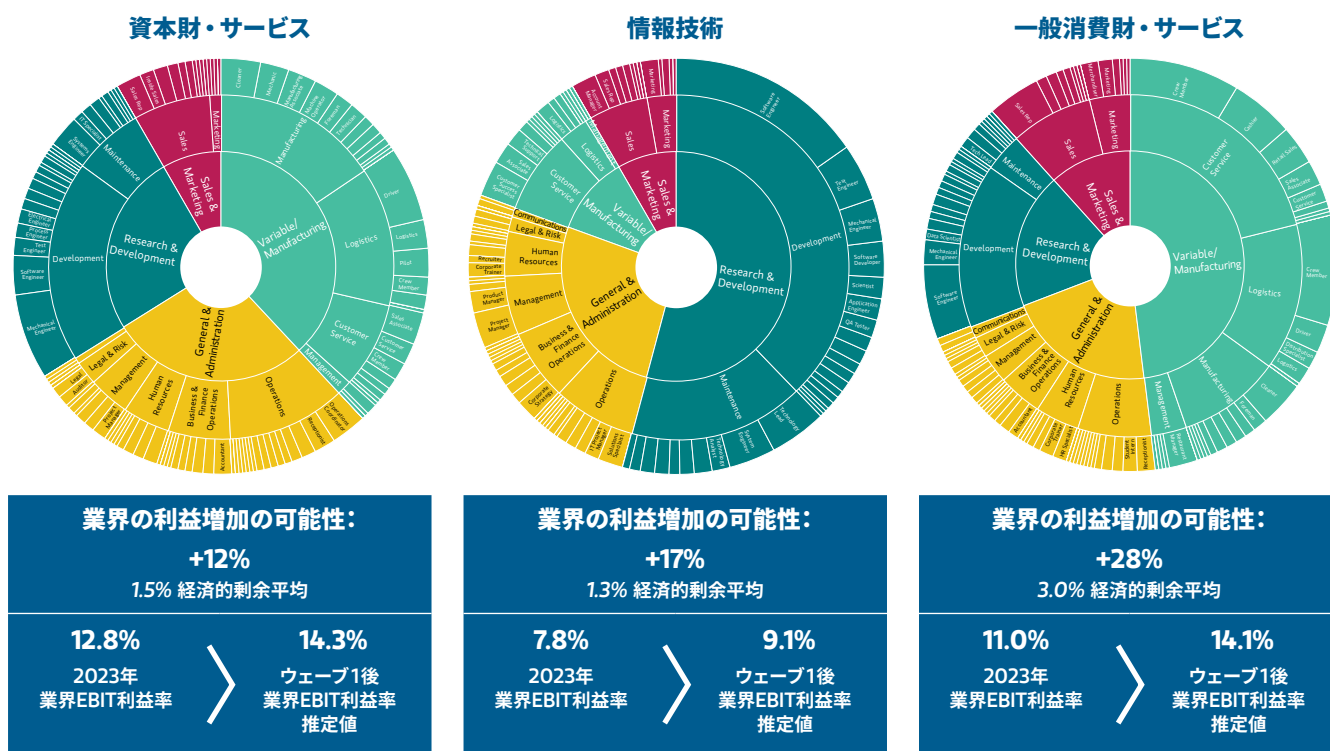


出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント カウンターポイント・グローバル、Ecolab Inc、Revelio Labs、2024年9月現在

さらに、私たちの推定値にはこれらの技術の導入・運用コストは含まれていません<sup>9</sup>。企業は導入に必要な資本投資に伴う追加的な営業費用や減価償却費に直面する可能性が高いでしょう。今後推定値を精緻化していく予定ではありますが、この初期分析は自動化による潜在的な効率性向上の概観を提供します。しかしながら、先進技術が利用可能となり、経営陣が競争圧力に駆られても、導入が即座に行われることは稀です。多くの企業は、これらの革新技術を完全に統合するためにプロセスを適応させる過程で、遅延を経験することになります。

図6

## 業界別の推定値概要：潜在的な業界マージンを改善する経済的余剰



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、カウンターポイント・グローバル、ファクトセット、Revelio Labs (2024年9月現在) 上記の見解、意見および予測は、市場、経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。

<sup>9</sup> 企業に関する内容は情報提供のみを目的としており、記載された個別証券または上記セクターの売買を推奨するものではありません。上記の見解、意見および予測は、市場、経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。

これらの知見を企業レベルから適用し、より広範なセクターレベルでの効率性向上を観察するために拡張することができます：

売上高に対する割合（EBITマージン）で測定されるこれらの利益は、当初は資本財・サービスセクターにおける1.5%のマージン拡大など控えめに見えるかもしれませんが、特に成熟した低マージン産業において、潜在的な利益プールを大幅に拡大する可能性があります。例えば、一般消費財・サービスセクターにおける3.0%のマージン増加は、潜在的な利益プールの28%拡大に相当します（図表6参照）。この分析から必然的に重要な疑問が生じます。自動化によって生み出された経済的余剰は、最終的にどのステークホルダーが獲得するのでしょうか。企業は価格引き下げを通じて顧客に還元するのでしょうか。それとも余剰を自社に留保し、利益率を向上させて株主利益を増大させるのでしょうか。あるいは、サプライヤーや労働者が交渉力を高め、価格や賃金の引き上げを実現するのでしょうか。

企業がこの余剰をステークホルダー間でどのようにアロケートするかを理解するため、コンシリアント・リサーチチームの企業ライフサイクルと産業構造に関する研究を参照します。

### 第3部－価値創造とステークホルダーによる価値獲得

経済的余剰がステークホルダー間でどのように配分されるかを理解するため、ハーバード・ビジネススクールのFelix Oberholzer-Gee教授によって普及したフレームワーク「Value Stick」を用います（図表7参照）。このツールは、顧客、サプライヤー、株主間の相互作用を検証することで、価値創造と配分を分析する体系的なアプローチを提供します。

- 1. 支払い意欲：**Value Stickの最上部に位置するのは、買い手が商品やサービスに感じる最大価値額です。支払意思額が高いほど、消費者がその製品に付与する価値は大きくなります。
- 2. 価格：**支払意思額の下位に位置するのは、企業が製品やサービスに対して実際に請求する金額です。支払意思額と価格の差は**消費者余剰**を表し、買い手が「良いディールで手に入った」と感じる度合いを反映します。
- 3. コスト：**価格の下位に位置するのはコストであり、労働力、原材料、その他の投入要素など、商品やサービスを生産するために必要なすべての支出を含みます。価格とコストの差額が、企業の**経済的利益率**を決定します。
- 4. 販売意欲：**Value Stickの最下位には、企業が従業員を含む供給者に対して支払う最低限の金額が位置します。この金額を下回ると供給者は取引を打ち切り、関係を終了させる可能性があります。コストと販売意欲の差は「**供給者余剰**」と呼ばれます。

これらの概念を具体化するため、ファストフードチェーンShake Shackの事例を見てみましょう。これらの見積もりは、企業開示情報、経営陣との議論、および同社が提供する顧客価値（すなわち卓越した美味しさ）に対する、私たちの認識に基づいています。

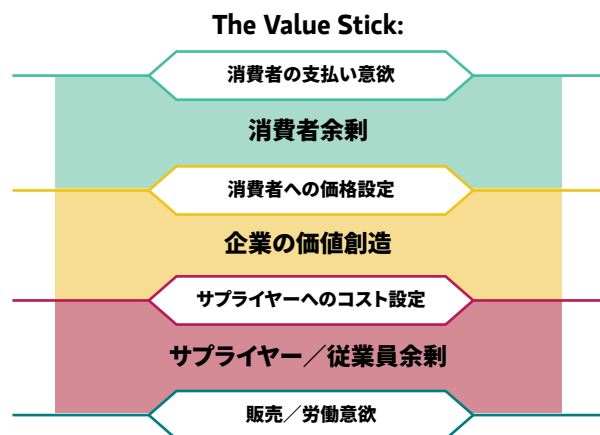
図表8に示されるように、Value Stickの最下層から始めます。私たちはShackBurgerとCrinkle Cut Friesのセット1食あたり、11分の労働を要すると見積もっています。時給12ドルの最低賃金では、これは**1食あたり2.20ドル**の労働コストに相当します（ $11 \div 60 \times \$12 = \$2.20$ ）。しかしながら、Shake Shackは人的資本を重視し、卓越したおもてなし体験の提供を目指しています。優秀なチームメンバーの採用と定着を図るため、同社は従業員に**時給18ドル（最低賃金の50%増）**を支払っています。これにより、1食あたりの人件費は**3.30ドル**に増加します（ $11 \div 60 \times 18 \text{ドル} = 3.30 \text{ドル}$ ）。

Shake Shackは**1食を11.50ドル**で販売し、**20%のレストラン営業利益率**を達成しています（1食あたり5.90ドルの食材費・店舗賃料を含む）。**顧客の支払意思額は20ドル**と推定されます。比較対象として、ニューヨーク市のGramercy Tavern Taproomで提供される高級バーガー「Tavern Burger」（鴨の

図7

#### 価値創造の張力

会社の枠を超えて焦点を広げる



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・カウンタートポイント・グローバル。Felix Oberholzer-Gee氏の著書『Better, Simpler Strategy: A Value-Based Guide to Exceptional Performance (Boston, MA: Harvard Business Review Press, 2021), 14.』に基づく。

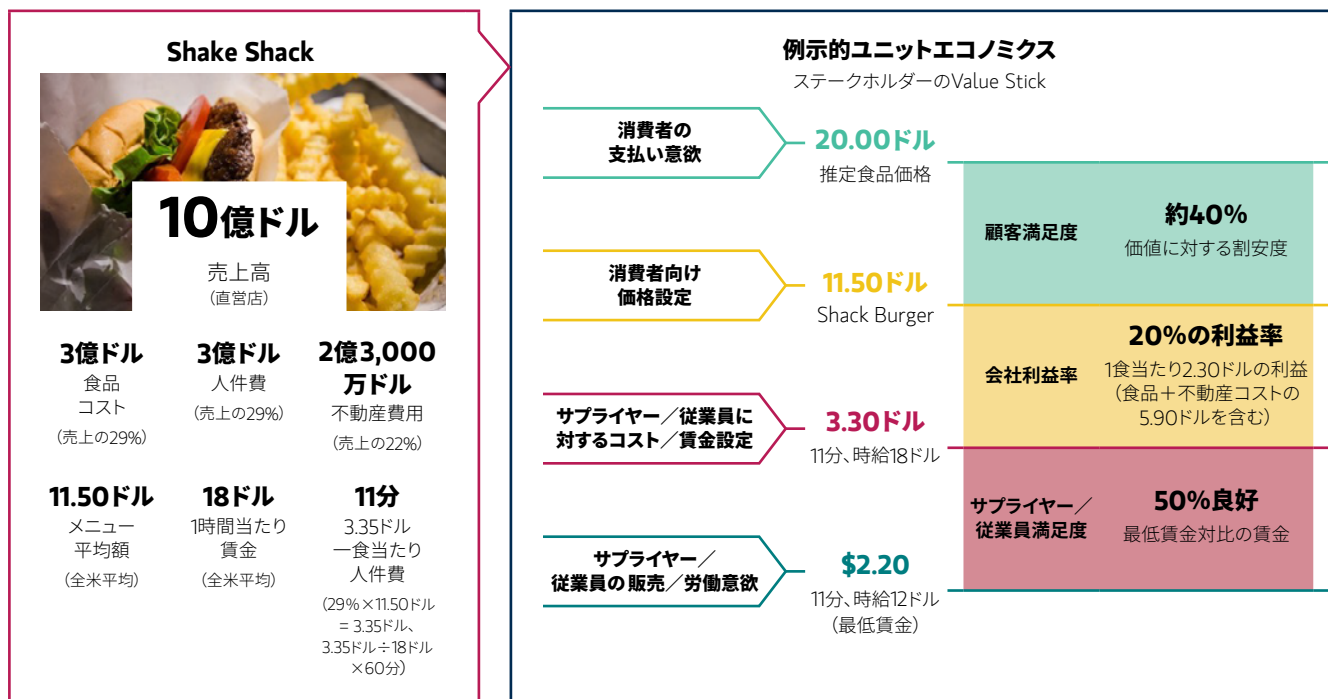
上記企業に関する議論は情報提供のみを目的としており、記載された証券または上記セクターの売買を推奨するものではありません。



図8

## 価値創造とステークホルダーの価値獲得

コンシリエント・リサーチの洞察



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、カウンターポイント・グローバル、Shake Shack, Inc.、2023年度現在。上記企業に関する議論は情報提供のみを目的としており、記載された証券または上記セクターの売買を推奨するものではありません。見解、意見および予測は、市場、経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。

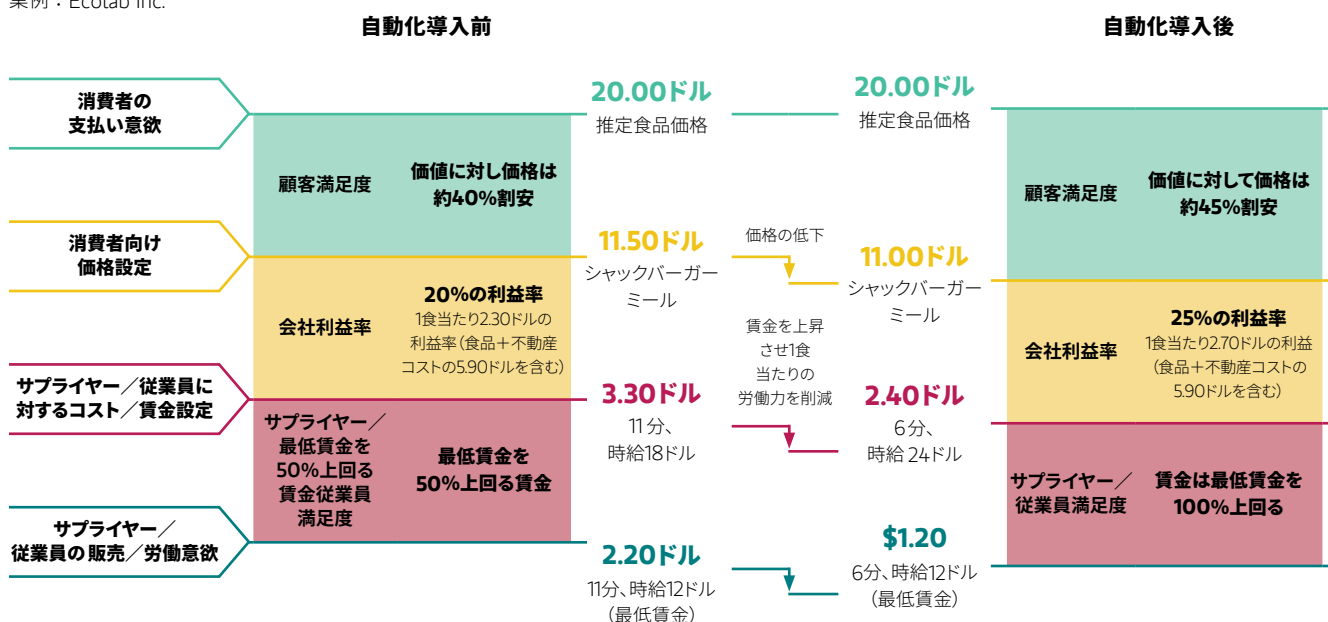
油で揚げたポテトチップス付き)は、ShackBurgerの原型となった商品であり、2024年秋時点で35ドルで販売されています。これにより、**消費者余剰** (支払意思額と価格の差)は**8.50ドル** (20ドル－11.50ドル) となります。

次に、中期的に普及が見込まれている自動化技術をShake Shackが導入するシナリオに**Value Stick**を適用してみましょう。

図9

## Automation Wave Modelの従業員コスト構造への適用

業例：Ecolab Inc.



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、カウンターポイント・グローバル、Shake Shack, Inc.、2023年度現在。上記企業に関する議論は情報提供のみを目的としており、記載された証券または上記セクターの売買を推奨するものではありません。見解、意見および予測は、市場、経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。

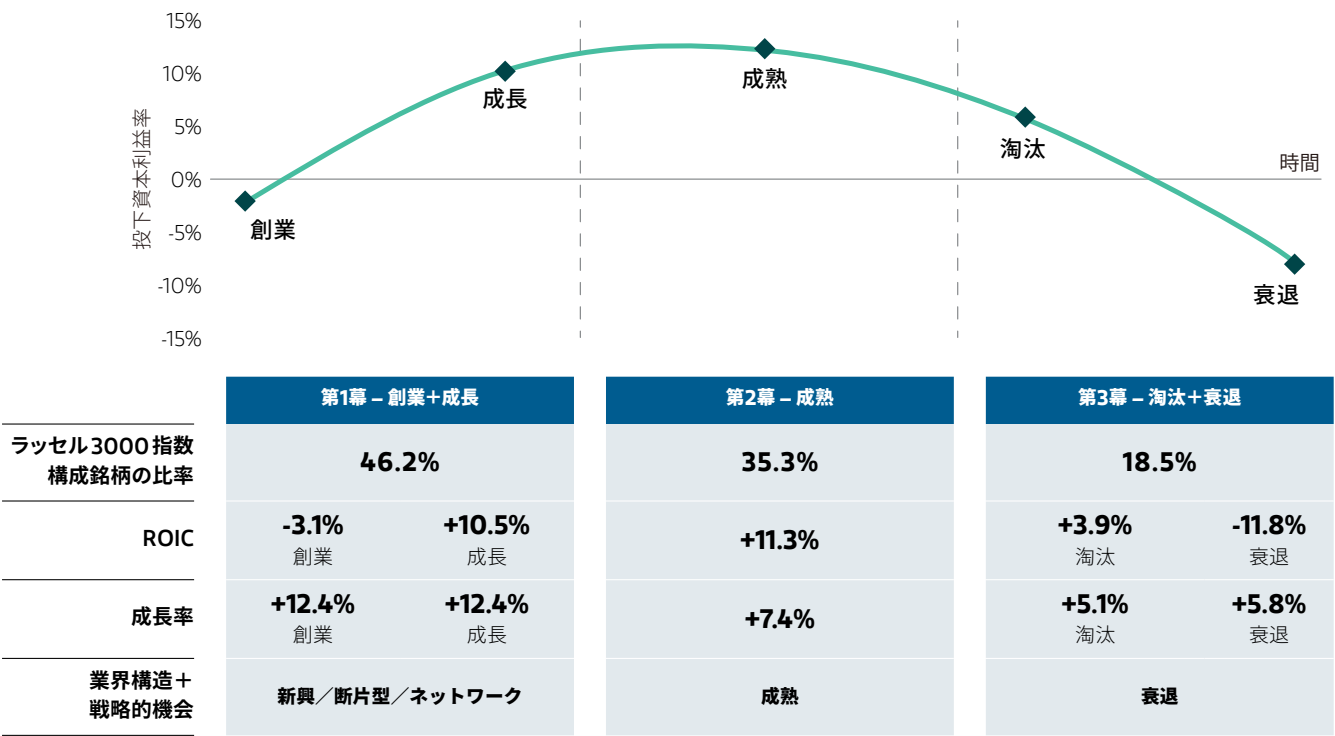
図9の右下から始めます：自動化により、1食あたりの必要な労働時間は11分から6分に短縮される可能性があります。このシナリオでは、Shake Shackは時給を33%引き上げて24ドルとし、食事価格を0.50ドル値下げしても、店舗レベルでの利益率を20%から25%に高めることが可能です。支払意思額が一定の場合（調理時間の短縮によりむしろ増加する可能性もあります）、消費者余剰は8.50ドルから9.00ドルに、企業利益は2.30ドルから2.70ドルに、供給者余剰は1.10ドルから1.20ドルにそれぞれ増加します。

追加的な経済的余剰を顧客、株主、労働者、供給者の間で公平に分配する企業もある一方、私たちは、企業のライフサイクルにおける位置付けが、これらのステークホルダー間での余剰配分を決定する重要な要素となると考えております。この配分を体系的に評価するため、私たちはコンシリエント・リサーチによる第二のフレームワークである「ダイナミック・ライフサイクル分析」を適用しています。

ダイナミック・ライフサイクル分析

企業が適切なライフサイクル段階に分類された後、投資資本利益率（ROIC）や売上高成長率などの属性を分析することが可能です（図表10参照）。次に、これらのライフサイクルカテゴリーを、コンシリエント・リサーチの「業界構造と戦略的機会フレームワーク」にマッピングします（Jay Barney 著『Gaining and Sustaining Competitive Advantage（競争優位を獲得し維持する）』、Michael Porter 著『Competitive Strategy（競争戦略）』、Michael PorterとKathryn Harrigan共著『Strategies for Declining Businesses（衰退するビジネスにおける戦略）』からの知見を参考にしています）。

図10  
企業のライフサイクルにおける資本配分と戦略  
コンシリエント・リサーチの洞察 - ダイナミック・ライフサイクル分析、産業構造、および戦略的機会



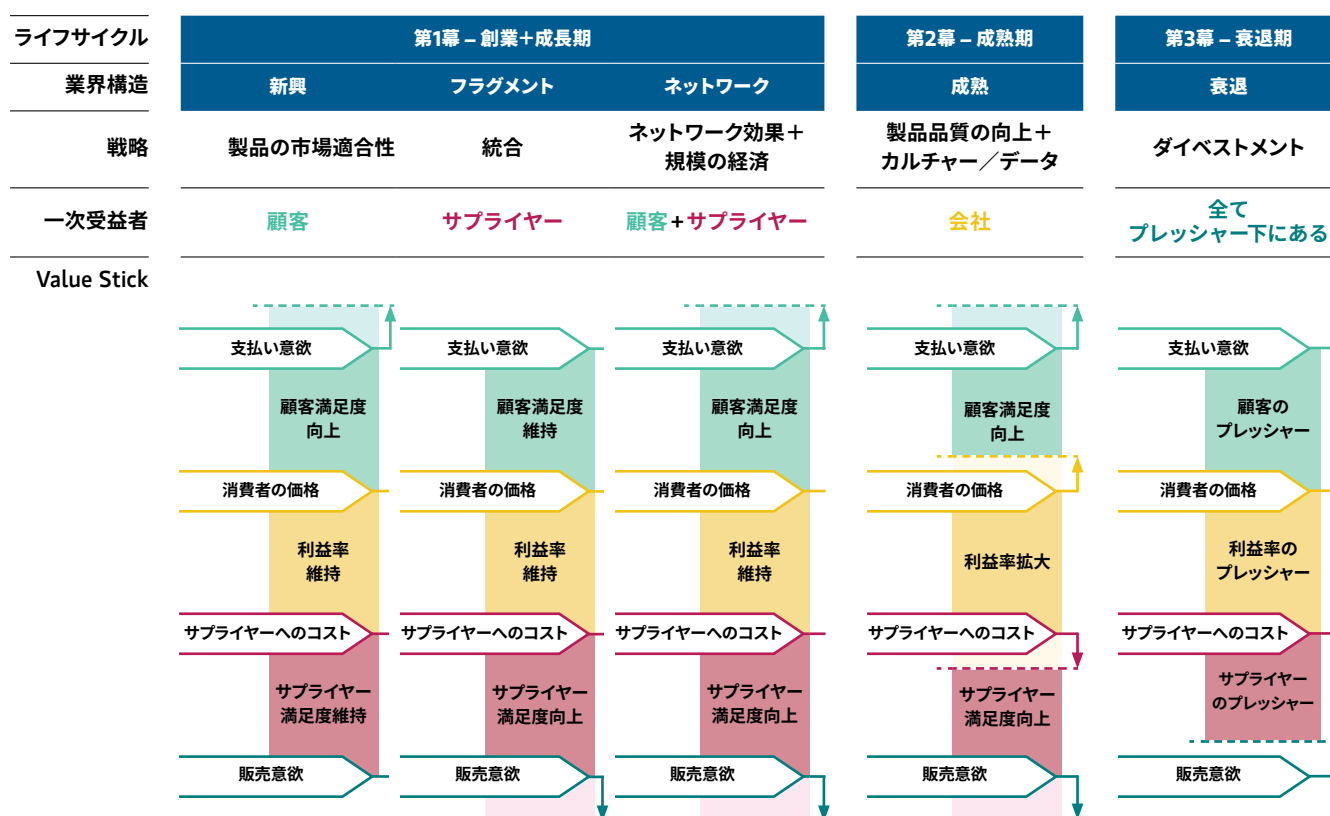
出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、カウンターポイント・グローバル、ファクトセット。図表は仮定のものであり、情報提供のみを目的としています。詳しくは、「Trading Stages in Company Life Cycle」をご覧ください。注：ユニバースは金融・不動産セクターを除くラッセル3000指数構成銘柄です。ROIC＝投下資本利益率、今後3年間の名目売上成長率、年率換算。成長率＝今後3年間の名目売上成長率、年率換算。見解、意見および予測は、市場、経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。

これらのフレームワークを統合することで、企業を三つの段階（**第一幕**－導入期と成長期、**第二幕**－成熟期、**第三幕**－淘汰期と衰退期）に分類します。

**第一幕**においては、基礎研究を適用し、企業をさらに三つの業界類型（**新興型、分散型、ネットワーク型**）に分類します。これらの分類により、顧客、株主、サプライヤーの間で余剰価値がどのように分配されるかを推定することが可能となります。例えば、新興成長企業はプロダクト・マーケット・フィットの確立を優先するため、余剰価値のより大きな割合が消費者余剰の拡大（価格引き下げまたは製品品質向上による）にアロケーションされます（図表11左欄参照）。

一方、成熟企業は規模の経済を活用して顧客提供価値を高めつつコスト削減を図り、営業利益率を漸進的に拡大します。この経済的論理は「共有規模の経済性」といった概念の基盤となっており、倉庫型小売業者のCostcoのような企業が有する成功の中核をなしてきました。さらに、第一幕および第二幕段階の企業は、効率性向上による利益の一部を従業員育成や報酬に再投資する場合があります。私たちの最初の Culture Quant 分析では、従業員定着率と株価のアウトパフォーマンスとの間に正の相関関係（おそらく因果関係）が認められました。

**図11**  
**コンシリエント・リサーチの「産業構造と戦略的機会」の適用**  
経済的余剰の配分を推定するアプローチ

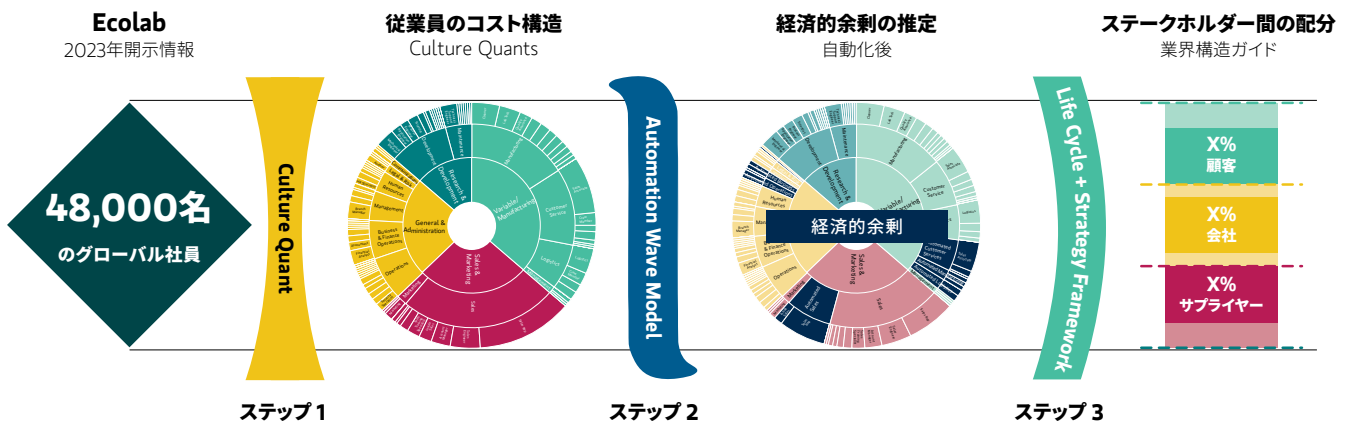


出所：Jay B. Barney『Gaining and Sustaining Competitive Advantage（競争優位の獲得と維持）』第4版（ロンドン：Pearson Education、2013年）、84頁；Michael E. Porter『Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors（競争戦略：業界と競合分析の技法）』（ニューヨーク：The Free Press、1980年）；Kathryn Rudie Harrigan『Strategies for Declining Businesses（衰退産業の戦略）』（マサチューセッツ州レキシントン：Lexington Books、1980年）

企業に関する議論は情報提供のみを目的としており、記載された証券または上記セクターの売買を推奨するものではありません。見解、意見および予測は、市場、経済その他の状況により随時変更される可能性があり、必ずしも実現するとは限りません。

図12

まとめ – 自動化による経済余剰のステークホルダー間配分の推定



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、カウンターポイント・グローバル、Ecolab Inc.、Revelio Labs (2024年9月現在)

要約すると、私たちのプロセスにより、不透明で有益な情報が得られない企業開示から、従業員コスト構造のより明確な理解へと移行することが可能となります。これにより、自動化技術導入による企業の効率性向上効果を推定し、その余剰が顧客、株主、サプライヤーの間にどのように分配されるかを評価できます。

私たちが試算したところ、**上場企業上位1,000社が「自動化の可能性が高い」職務の半数を自動化した場合、170万人の雇用が削減され、企業は年間2,070億ドルの労働コスト削減が可能**となります。

なお、これらの試算には技術導入コストは含まれておらず、具体的な期間も明示されておらず、また当該企業の成長見込みも考慮されていません。むしろ、これらの技術が企業環境をいかに再構築しうるかについての規模感を示すことを目的としています。

全1,000社の上場企業指数全体に私たちの余剰アロケーションのフレームワークを適用すると、顧客は労働コストと供給コストの低下により720億ドルの節約効果享受し、サプライヤーは480億ドルを獲得し、企業は残りの870億ドルの余剰を増加利益として保持すると推定されます。**企業が870億ドルの効率化による利益獲得を実現した場合 (利益総額は1兆8,280億ドルから1兆9,150億ドルへ拡大)、これは対象企業全体の営業EBIT利益プールが5%増加することを意味します。**

ただし、効率化による利益は均等に分配されるとは予想されておらず、特定の企業や業界がより大きな影響を受けると推計されています。効率性向上の恩恵を最も多く享受すると推定される上位25%の企業においては、利益プールが16%拡大し、3,110億ドルから3,610億ドルに増加すると予測されます。集計統計は有用な方向性に関する知見を提供しますが、より価値ある調査は企業固有のレベルでこれらの変化を分析することに焦点を当てるべきだと考えています。

## 第4部 – これらの洞察はポートフォリオにどのように貢献するか

カウンターポイント・グローバルでは、何よりもまずファンダメンタルズ投資を重視しています。しかしながら、投資プロセスを補完できる場合には、Culture Quantなどの定量分析ツールも活用します (Culture Quant AI受益企業ダッシュボードの概要は図表15をご参照ください)。AI受益企業に関する私たちの分析は、コンセンサス予想がまだ十分に考慮していない潜在的な利益率の獲得可能性を浮き彫りにしています (具体例は図表13をご参照ください)。



図13

## ポートフォリオへの影響：差異に関するインサイト

Tailwinds戦略におけるAIエクスポージャー

プロセス		機会の特定		分析		リスク管理	
セクターの専門性	サンプル：Tailwinds Holdings	AIイネーブラーとインフラ成長：  ASMLホールディングス (ASML) チップメーカーの軍拡競争+地政学主導の「(親しい関係にある国に限定して供給網を構築する) フレンドシェアリング」  アイトロン (ITRI) AIデータセンターがエネルギー需要を牽引しており、電力のダイナミック価格設定にはスマートグリッド(賢い電力網)が必要		新興技術で強化されたモート(事業防衛)  Waste Connections (WCN) 廃棄物分別における自動化の拡大により、WCNは優先買収者となる  Axon Ent. (AXON) 警察官のボディカメラのデータモート(競争優位性)が効率とネットワーク効果を高める		永続性：破壊的変革の難しさ  Union Pacific (UNP) 自動化による資材効率の向上(33,000本の鉄道枕木の荷降ろしが10日から6時間に)  Ecolab (ECL) 2万6,000人の現場社員を通じ、従来のセクターにおける安全性とリソース効率を実現	
		差別化されたリサーチの柱：		CQ: AIによる経済的余剰			
		DCR: 新しい破壊的変革企業の設立  オーロラ (AUR) 自動運転トラックのプラットフォームとエコシステム：固定資産の利用率と安全性の向上  シンボティック (SYM) 倉庫自動化のためのロボット工学(42のWMT倉庫に導入中)		SR: Culture Quants：コンセンサス外のマージン捕捉  シンタス (CTAS) 集中清掃施設における自動化と、クロスセリングのための販売技術の活用  シェイクシャック (SHAK) 店舗での自動化を駆使して、処理効率、労働稼働率、アップセルを向上させる。		CR: GICSエクスポージャーをMLでディスラプション  SCIG-投資エクスポージャーグルーピングの体系的クラスタリング  機械学習 (ML) の進歩を活用し、類似性に基づくグループ分けと主要エンドマーケットに基づくグループ分けを行う	

出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、カウンターポイント・グローバル。企業に関する議論は情報提供のみを目的としており、記載された証券または上記セクターの売買を推奨するものではありません。

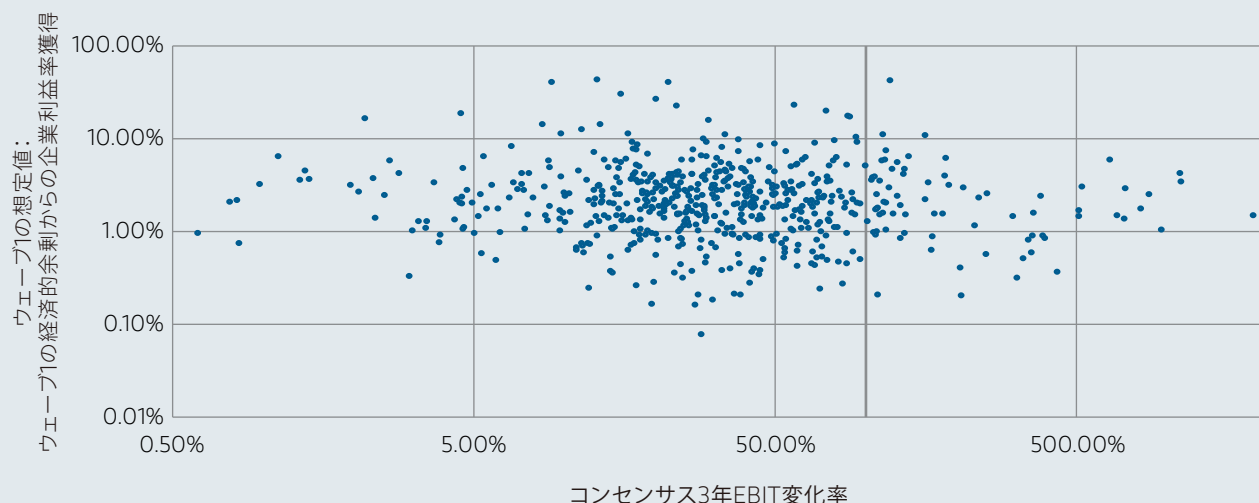
## Culture Quant AIダッシュボード

以下はCulture Quant AI受益企業ダッシュボードのスクリーンショットです。このインタラクティブツールは、今後3年間の企業レベルでの利益率拡大見込みを、コンセンサス予想の営業利益率成長率と比較して提示します。カウンターポイント・グローバルは特定企業を掘り下げ、職種別カテゴリーごとの利益率拡大を調査し、自動化により削減可能な営業コストの割合を分析できます。このダッシュボードはMSIMのサステナビリティ技術・データチームが開発し、分析から得られた2,300万以上のデータポイントを可視化しています。

図14

## Culture Quant

労働とAI / 自動化



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、カウンターポイント・グローバル、ファクトセット、Revelio Labs (2024年9月現在)

## 第5部 – より広範な社会的影響

2019年より、私たちはサステナビリティ・リサーチの一環として Culture Quantを開始し、利益と目的が一致する「社会的」テーマを探索してきました。この取り組みを通じて、投資と収益性の観点から、企業文化が知的財産などの無形価値創造の重要な推進力であり、それが企業価値においてますます重要な要素となっていることを認識しました。同時に、従業員を主要なステークホルダーとして維持し、その能力を発揮させる企業は、経済的機会を創出するだけでなく、長期的な事業レジリエンスと競争優位性を強化すると考えています。

しかしながら、多くの投資家が「社会的」調査を定性的かつ削減的な手法でアプローチしている現状も確認しました。主にリスクを特定し、投資対象から企業を除外する手法です。一方、Culture Quantは定量的かつ付加的なアプローチを採用しています。強固な企業文化を有する企業を体系的に特定することは、投資機会を示す貴重なシグナルとなり得ると確信しています。

初期の研究では、企業と従業員ステークホルダーの双方に利益をもたらす win-win のシナリオを特定しました。この研究は、高い従業員定着率が株価パフォーマンスの向上と相関関係にあること、さらにはその要因となり得ることを示す説得力のある事例を提供しました。この財務的根拠は、従業員中心の取り組みを拡大する意義をさらに強固なものにしました。

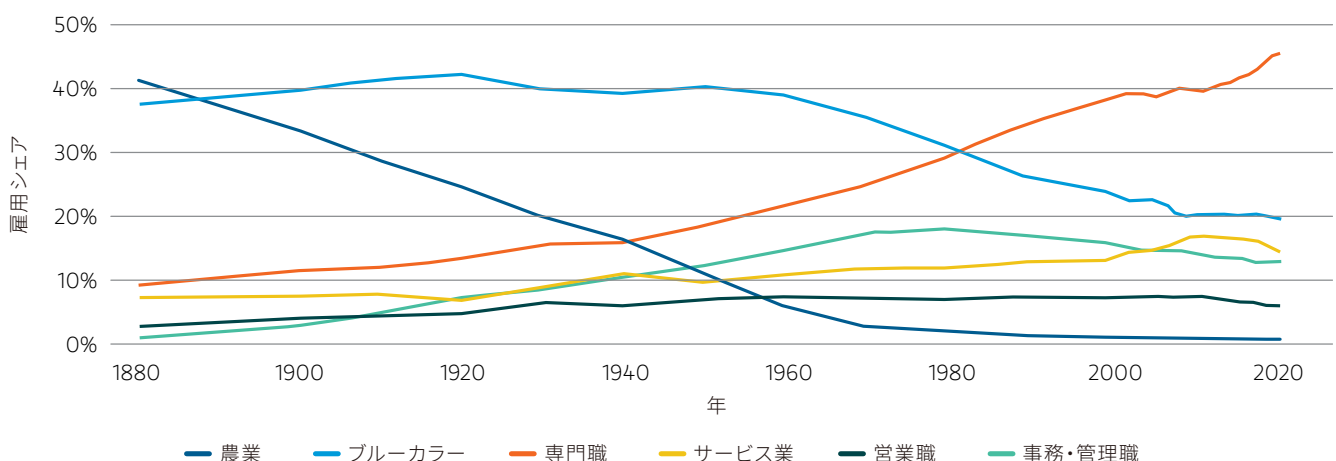
現在のAI受益企業に関する研究は、従業員定着率の分析よりも複雑です。顧客、株主、サプライヤー（サプライヤーカテゴリー内で最も重要なグループは従業員です）の間に緊張関係が生じるためです。AI導入は効率化を促進する一方で、特定の職務における雇用者数を大幅に減少させる可能性もあります。企業がAIを導入すべきか否かについての判断を下すものではありませんが、この技術は既に存在しているか、あるいは間もなく普及するものであり、その潜在的な経済的影響を探索する責任が私たちには有するものです。

労働市場は、過去において有する形で、この新たな現実に適応する可能性があります。David Deming、Christopher Ong、Lawrence Summers 各教授による最近の論文「Technology Disruption in the U.S. Labor Market（米国労働市場におけるテクノロジーの破壊的変革）」は、農業経済から製造業経済への歴史的転換を前例として検証しています。同論文では次のように記されています：

「20世紀初頭、米国の雇用の40%は農業に従事していたが、今日では2%未満である…20世紀初頭、農業の雇用が急速に減少したにもかかわらず、農業生産高は高度に機械化されるにつれて急上昇を続けた。農業の機械化を可能にしたのと同じ技術が、工場労働の生産性も向上させ、組立ラインのような新しい工程の改善を実現し、新しい雇用を生み出した」<sup>10</sup>

図15

### 米国の労働市場における職業構造の変化、1880年～2024年<sup>11</sup>



出所：www.economicstrategygroup.org/wp-content/uploads/2024/10/Deming-Ong-Summers-AESG-2024.pdf

<sup>10</sup> <https://www.economicstrategygroup.org/wp-content/uploads/2024/10/Deming-Ong-Summers-AESG-2024.pdf>

<sup>11</sup> 注：計算は、1880年から2000年までの10年ごとの米国国勢調査データ（1890年を除く）、および2001年から2022年までの米国地域社会調査（ACS）サンプル（2020年を除く）に基づくもので、出所はIntegrated Public Use Microdata Series（IPUMS）（ラグルズ他、2024）。職業は、Autor and Dorm 2013で使用されたIPUMS occ 1950の符号化と方法論を使用して、数十年にわたり2桁のSOCコードに整合されています。サンプルは、18歳から64歳の非施設居住者で、非軍事職種（職業）の回答を提供した労働者に限定されています。

過去のテクノロジーの進化と現在のAI主導の変革との重要な相違点は、変化の速度にあります。AIと自動化の進歩は、年単位や十年単位ではなく、数週間から数ヶ月の単位で起こっています。この変化に対応する中で、社会がリスクリング、スキルアップ、賃金管理の戦略に関するさらなる研究を進める機会が生まれています。

カウンターポイント・グローバルは革新的なアイデアの拠点となることを目指し、人と企業の双方に利益をもたらす戦略を特定するツールを開発中です。例えば、若手社員を中間管理職へ昇進させる企業文化を持つ企業を特定する「内部異動」の定量化手法を新たに構築しました。特定の条件下では、この指標と株価パフォーマンスの間に正の相関関係が認められました。

現在、私たちは「水平的移動 (Horizontal Mobility)」が高い企業、すなわち従業員に新たなスキルを提供し、異なる役割への移行を可能にする傾向が強い企業を特定する研究を設計中です。この研究を推進するため、「AI時代における良質な雇用創出におけるアセットオーナーの役割」に焦点を当てた他機関との連携を進めています。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが2025年4月に海外で発行したレポートを邦訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。本書はカウンターポイント・グローバル株式運用チームが運用する運用戦略に関する情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

#### 重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、当社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

#### 1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとしします。

#### 2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

#### 3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

#### 4. 受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

#### リスクについて

当運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

#### お問い合わせ先

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会