

「AI はデジタルビジネスの脅威」とは一概に言えず

ザック・スメルチャク — グローバル株式専門アナリスト兼ポートフォリオ・マネジャー

要点

- AI（人工知能）の台頭によって、ソフトウェアサービスの将来像は大きく変わりつつあります。これは、データプロバイダーやデジタル型ビジネスモデルの終焉を意味するのでしょうか。
- コムジェストではクオリティグロース運用アプローチの下、今後AIの普及が加速するに伴いむしろ重要性が高まり得るデジタル型ビジネスモデルに着目しています。
- リサーチを通じて選別されたのは、持続的な競争優位を十分備えた多様な企業群であり、米国・欧州・アジアにおけるソフトウェア、データプラットフォーム、デジタル決済モデル分野（注1）の企業です。
- この競争優位（モート）は、独自の高品質データ、継続的なイノベーション、顧客業務に深く組み込まれたワークフロー等の代替困難な要素に根ざすとコムジェストはみています。



出所：ゲッティイメージズ

「AI バイブコーディング」の限界

2002年、米ソフトウェア・エンジニアリング界の草分け的存在であるワッツ・ハンフリー氏は「あらゆるビジネスはソフトウェア会社である」と語りました（注2）。今振り返ってみると、これは非常に先見性のある見解でした。当時、マイクロソフトをはじめとするテクノロジー・プロバイダー各社は、ソフトウェアのインストール媒体を物理的 CD-ROM とし、その流通・販売に依存していました。ソフトウェアをアップグレードする度に、ユーザーは新バージョンのパッケージ版製品（マイクロソフトの Windows や Word 等）を購入する必要がありました。

それから20年が経過し、こうした仕組みはほぼ姿を消しました。現在、ソフトウェアは SaaS（Software as a Service：サービスとしてのソフトウェア）の形態で提供されるのが一般的で、クラウド上で稼働し、更新時もパソコンやスマートフォンに自動配信されます。同様の変化は、データプロバイダーの間でも起きました。かつてのオフィスには、床から天井まで続く本棚があり、マニュアル、バインダー、書籍が収められていましたが、これらは今日、検索可能で統合ツールを備えたデジタルサービスに移行しています。また、日々変化する法規制や研究動向に付いていくために、最新版の印刷文書に頼っていた弁護士、医師、研究者も現在では、必要に応じて、信頼できる最新情報を提供するデータベースにアクセスするようになっています。

冒頭で示したハンフリーの発言から9年後、彼の考えを一步先に進める形で、シリコンバレーのベンチャーキャピタル投資家マーク・アンドリーセン氏が「ソフトウェアは世界を飲み込んでいる」と述べました（注3）。2011年以降、デジタルソフトウェアへの移行は急速に進んでいます。実際、図表1に示す通り、物理的 CD や DVD はもはや過去のものとなりつつあり、Spotify や Netflix といったストリーミング・プラットフォームの時代に突入しました。

この10年で実際に「ソフトウェアが世界を飲み込んだ」とすれば、新たな疑問が生じます。今度はAIがソフトウェアを飲み込むのでしょうか（注4）。市場関係者の間では、ソフトウェアサービス、データプロバイダーやデータエクステンジ（ユーザーの属性・行動履歴などのオーディエンスデータを異なる事業者間で交換する仕組み）についての見方が、AIの急速な普及を受けて、見直されつつあります。また「AIがあらゆるものにとって代わるだろう」というシナリオも勢いを増し、市場に浸透しています。最近では、AIはソフトウェアスタック（層として積み重ねられたソフトウェア群）の一部を代替可能か、という議論も交わされるようになりました。さらに、ChatGPT、Claude、

図表1:米国におけるCDの盛衰(1983~2021年)



出所：フェリックス・リヒター “The Rise and Fall of the Compact Disc.” (スタティスタ (統計データ会社)、2022年8月17日)

(注1) データプラットフォーム、データエクステンジ、デジタル決済モデルを含む。

(注2) ニール・シェパード “Is Every Company Really a Software Company Now?” (SAP リーン IX、2024年1月4日)

(注3) マーク・アンドリーセン “Why Software Is Eating the World.” (アンドリーセン・ホロウィッツ、2024年9月9日)

(注4) アリスター・バー “Software Ate the World. Now AI Is Eating Software.” (ビジネスインサイダー、2026年2月5日)

Gemini、DeepSeek 等の大規模言語モデル（LLM）に自然言語で指示を出すソフトウェア開発手法、いわゆる「バイブコーディング」を利用すれば、専門知識なしにソフトウェアを開発し、伝統的なソフトウェア会社やデジタル・ビジネスモデルが従来提供してきたものと同様のサービスを提供できる可能性もあるため、バイブコーディング肯定論者も増えています（注5）。

AI の登場で、構造的勝者の競争優位「モート」は一層高く

コムジェストでは、将来を予測しようとはせず、あくまでもボトムアップのリサーチに基づくクオリティグロス運用アプローチに依拠しています。AI がよく言われているような形で、ソフトウェアの終焉をもたらすとは考えていません。独自データへのアクセスに企業間で優劣・格差があっても、AI を活用することで、より革新的な形で、利用可能な情報を高速かつ安価に活用できるため、ソフトウェア業界の競争は激化し、現在の業界構造が揺らぐ可能性があります。通信インフラの構築時やインターネットの黎明期と同様、投資家は変化のスピードを過大評価する反面、AI が数十年位で及ぼす影響は過小評価するかもしれません（注6）。この AI 過渡期においては、将来の最終的な株価評価倍率（ターミナル・マルチプル）に関する議論が本格化する遙か前の段階で、競争力や体力のある企業が持続的に増益を達成できるとコムジェストはみています。

コムジェストの投資先企業は、データプロバイダー、データエクステンジ、決済ネットワーク、企業資源計画（ERP）、アプリケーションソフトウェアなど、デジタルインフラの幅広い領域に及びます。プログラミングソフトウェアがまさに現在そうであるように、デジタル経済市場には、一見すると参入障壁が低い、または、ないに等しいような分野が散見されますが、その真価は、長期にわたり競争力を維持できるかどうかにあるとコムジェストは考えます。長期的な成功へのハードルとなるのは、事業規模、収益の持続可能性、ネットワーク効果、規制対応、データガバナンス、高い信頼性とブランド認知です。これらはまさに、長年市場で生き延びてきたソフトウェア／デジタル企業と新進気鋭の AI 企業とを峻別する要素です。

今後、勝者と敗者が出てくるのは避けられないでしょう。コムジェストのみるところ、最もリスクに晒されやすいのは、持続可能な競争優位を持たないソフトウェア、デジタル、オンラインプラットフォーム企業です。特に脆弱とみられるのは、AI 関連投資を十分に行っていない企業、あるいは（統合的な製品によって）顧客への付加価値や（生産性向上やコスト削減を通して）自社への付加価値を創出できていない企業です。株式報酬等のインセンティブによって人材を定着できない企業もまた、後れを取るリスクがあります。同様に、AI を謳い文句にしたマーケティングを展開しながらも、成果ベース課金ではなく、旧来型のユーザー数（席数）課金の収益体系に固執する企業も、競争力の維持に苦戦する可能性があります。

こうした状況下、コムジェストでは基本的に、競争力が削がれるリスクのあるソフトウェア／デジタル企業への投資は限定的としています。一方で、LLM にはない優位性（独自のデータベース、顧客ワークフローとの一体化、切り替えコストの高い統合製品など）を有するソフトウェアサービス企業やデータプロバイダー企業を選好して、ポートフォリオを構築しています。また十分な規模を備え、収益性が高いビジネスモデルにも注目しています。また精緻なファンダメンタルズ分析も行っているため、ある企業が、対処可能な一過性の打撃に見舞われているのか、ビジネスモデルに構造的な打撃が及ぶ（「構造的衰退」説）リスクがあるのかの判別も可能です（注7）。最もクオリティの高い企業は、AI の活用によって、競争優位を高め、長期的に利益成長を積み上げられるとコムジェストはみています。

質の高いデータの重要性

生成 AI が普及するにつれ、信頼性が高く検証可能なデータへの需要も高まっています。ユーザーが LLM の弱点とみなすのは、ハルシネーション（AI が誤った情報を出力してしまう現象）や事実誤認ですが、その多くは、情報源の少なさやキュレーション（情報の編集・整理）の不十分さに起因します（注8）。また近年では、ある AI モデルが別の（非人間）AI モデルで生成されたデータで学習した場合、誤った情報を生み出すことを示す証拠も増えています（注9）。責任の重い現場に従事する専門家にとって、AI による誤った情報は、金銭的、法的あるいは風評面で莫大なコストを生じさせるリスクがあります。



ソフトウェア会社にとって、そして、AI ベースのアプリケーションにとっても同様に、今後は、高い信頼性とクオリティを兼ね備えたデータセットがより一層重要性を増す見込みです。コムジェストでは、この動向から恩恵を受ける立場にある企業として、英国の情報提供・分析会社であるレレックスに注目しています。同社は、法律、医療、科学の専門家が利用する

(注5) ジョー・タイディ “Major ‘vibe-Coding’ Platform Orchids Is Easily Hacked, Researcher Finds.” (BBC ニュース、2026年2月13日)

(注6) ラナ・フォラーハー “Silicon Valley Called - the 1990s Are Back.” (フィナンシャル・タイムズ、2025年10月27日)

(注7) クレイトン・M・クリステンセン “The Innovator’s Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail.” (ハーバード・ビジネススクール、1997年)

(注8) アダム・ツェーヴェ “Researchers Discover a Shortcoming That Makes LLMS Less Reliable.” (マサチューセッツ工科大学、2025年11月26日)

(注9) イリア・シュマイロフ、ザハール・シュマイロフ、イロン・ザオ、ニコラス・パパノット、ロス・アンダーソン、ヤリン・ギャル “AI Models Collapse When Trained on Recursively Generated Data.” (ネイチャー、2024年7月24日)

製品の基盤となる、広範なデジタルアーカイブや独自データセットを保有しています。これら専門分野では、情報の精度や正確性が不可欠です。レックスグループ傘下の法律情報サービス企業レクシスネクシス (LexisNexis) は、法的・公的記録の世界最大級のデータベースを有しており、その文書件数は1,380億件以上に及びます (注10)。

レックスの株価収益率 (PER) は、2021年~2025年の間に拡大しました。これは「AIによって新たな商機が生まれることで、データ資産の収益化が可能になる」との投資家の期待を反映しています (注11)。2025年、リーガル部門は9%近い増収を達成しました (注12)。また同社は継続的に自社株買いを行っており、事業の持続力に対する経営陣の自信もうかがえます (注13)。

1970年代に初のオンライン法律調査サービスとして発足したレクシスネクシスは、数十年を掛けて、判例、裁判記録、司法判断の網羅的なアーカイブを構築してきました。さらに同社は、(一般には公開されていない) ライセンスコンテンツのコーパス (大量のテキスト資料) も保有、管理しており、その内容は継続的に更新され、毎日およそ200万件の文書が追加されています (注14)。生データにとどまらず、文書冒頭の概要文、引用情報、要約といった (本編ではない) 派生情報の知的財産についても、同社は数十年にわたり蓄積、保有しています。これらは著作権によって保護されており、(特定分野に特化していない) 汎用的 LLM が容易に複製できるものではありません (注15)。ここで重要な点は、レクシスネクシスが自社製品について契約上の責任を負っていることです。これに対し、AIベンダーの多くは、ライセンスデータの上に構築されたワークフローの一部として機能しているに過ぎず、基盤となる独自データセットを都度置き換えるわけではありません (注16)。



米国に拠点を置くデータ分析会社であるベリスク・アナリティクスも、保険分野において同様の構造的優位性を有しています。同社の独自データセットには、1971年からの保険引受データ約390億件と、保険金請求データ19億超件が含まれており、米国の損害保険分野における最大級のデータリポジトリの一つです。これらデータの豊富さ、カバーする

時期の長さ、そして業務との直接関連性は、引受判断の精度向上、不正の防止、リスク評価に資するものであり、汎用的なAIモデルでは敵わない強固な競争優位を生み出しています。

同社のデータは顧客の業務プロセスに深く組み込まれており、それゆえ、顧客にとっての切り替えコストが高く、いずれの景気局面においても恒常的な需要が期待できます。実際、2007年~2009年の世界金融危機時でさえ、事業の拡大が続きました。直近2025年の内部成長率も約+7%に達しており、同社は企業体質の強さを証明するとともに、市場におけるリーダーシップの地位を維持しています (注17)。

信用情報企業についても取り上げます。アイルランド・ダブリンに本社を置くエクスペリアンは、世界三大信用情報機関の一角であり、世界各国で10億人超の個人および1億5,000万社の企業に関する信用情報を保有しています (注18)。同社の大規模なデータベース、それを基盤とした様々な関係性は、AIを活用する潜在的な競合企業にとって高い参入障壁となっています。金融機関が与信判断を行う際に、信頼性の高いデータは不可欠です。このデータへの高い依存性こそが、同社のビジネスモデルを一層強固なものにしているとコムジェストは分析します。



以上の事例を総合すると、ソフトウェア分野における持続的な競争優位の源泉の一つは、質の高い独自データにあることが理解できます。もう一つの源泉として、顧客ワークフローへの統合が挙げられます。より具体的には、切り替えコストの高さとシステム導入に伴うリスクを背景に、長期的な顧客関係が強化され、持続的な利益成長につながるという構造です。

「粘着力」による高い顧客維持率

コムジェストでは、デジタル・ビジネスモデルは概して、顧客との「粘着性」が非常に強く、顧客維持率が高くなる傾向があると考えています。というのも、当該製品が顧客企業の日常のワークフローに深く組み込まれ、バックオフィス・システムとも統合されているためです。例えば、ERPソフトウェアの導入に当たっては、当該企業の規模や事業の広がり、業務の複雑さに応じて、6ヵ月から数年を要することがあります (注19)。ERPシステムは企業活動の

(注10) [レクシスネクシス社ウェブサイト](#) (2026年2月16日アクセス時点)

(注11) クリス・ヒューズ [“AI Software Selloff: Who Is on the Other Side of the Trade?”](#) (ブルームバーグ、2026年2月11日)

(注12) [2025年上半期\(1-6月期\)決算発表資料](#) (RELX、2025年7月24日)

(注13) ニルス・ブラットリー [“How to Deal with the ‘Claude Crash’: Relx Should Keep Buying Back Shares, Then Buy More.”](#) (ガーディアン、2026年2月12日)

(注14) [レクシスネクシス社ウェブサイト](#) (2026年2月16日アクセス時点)

(注15) ロン・シュメルツァー [“AI-Powered Law Firms: LexisNexis CTO Reveals Why Waiting Is Not an Option.”](#) (フォーブス、2025年3月25日)

(注16) [“Claude Crash Impact on Thomson Reuters + LexisNexis Is Irrational.”](#) (アーティフィシャル・ロイヤー (Artificial Lawyer)、2026年2月4日)

(注17) [2024年コーポレート・レスポンスビリティ・レポート](#) (Verisk Analytics、2025年2月26日)

(注18) [2025年上半期\(4-9月期\)決算発表資料](#) (Experian、2025年11月12日)

(注19) [“Getting an ERP Transformation Back on Track.”](#) (マッキンゼー・アンド・カンパニー、2024年7月14日)

基幹機能であり、カスタマイズされたインターフェースや製品・機能を通じて、人事、給与、サプライチェーン、経営管理報告などの業務が相互に連携するという仕組みです。

これら機能を全く別のシステムへ移行しようとするれば、コストが高むうえ、業務に混乱を来す可能性もあります。業務プロセスの再設計、データの移行、従業員の再教育などが必要になるためです。移行には時間を要するだけでなく、業務上のリスクも伴います。以上の理由から、特定の ERP システムが一朝一夕で LLM に代替されることはないとコムジエストは考えます。

顧客との「粘着性」を持つ企業の好例としては、日本の ERP プロバイダーであるオービックが挙げられます。同企業をコムジエストの投資ユニバースに初めて組み入れたのは 2005 年でした。オービックは 1968 年に野田順弘氏が創業し、主に日本の中小企業向けソリューションを手掛けています。野田氏は筆頭個人株主として、現在も会長を務めています（注 20）。直近の通期決算では、売上高が前年比+8.6%拡大し、営業利益に関しては、31 年連続増益を達成しました（注 21）。



同社は累積導入数を伸ばし続けており、顧客数は 4 年前の 2 万 4,000 社から 2024 年第 3 四半期（10-12 月期）には 2 万 8,000 社へと増加しました（注 22）。また市場シェアは 2024 年末時点で 11.8%と、日本国内の ERP ベンダーでトップの座を維持しています（注 23）。日本企業の間で経理・財務や在庫管理を含む業務プロセスのデジタル化、サービスのクラウドへの移行が進むなか、オービックは、この構造的なトレンドの恩恵を享受するうえで優位な地位にあるとコムジエストは考えます。

AI という括りに縛られない企業選別

コムジエストの運用アプローチでは、AI を固有の投資テーマとは位置付けていません。引き続き、ボトムアップ分析とクオリティグロース投資の基準に基づき、個別企業を一つ一つ厳選してポートフォリオを構築する方針です。ソフトウェア企業であれ、医薬品企業や消費関連企業であれ、我々が企業評価の際に注目するポイントは常に同じです。それは、当該企業が持続的な競争優位によって、二桁の利益成長を維持できるのかという点です。競争優位の要素としては、強固なバランスシート、継続的な研究開発投資、着実な実行力を重視する企業文化などが挙げられます。

この運用アプローチの下では、ソフトウェア企業を均質、画一的な存在と捉えることはありません。AI 時代を迎え、すべての企業が同じように変化に適応できるわけではないとコムジエストは認識しており、破壊的な変革によって、事業基盤が脆弱なソフトウェア企業があぶり出されるシナリオを想定しています。現在の AI を巡る熱狂から距離を置いて眺めると、企業の優劣が顕在化する構図はコムジエストの経験則と重なります。我々は約 40 年に及ぶ運用経験を通して、技術革新の波が産業構造を変え、既存企業を淘汰していく様子を繰り返し目にしてきました。

ソフトウェア業界としても、この種の企業淘汰を経験するのは初めてではありません。従来の物理的メディアは、Spotify や Netflix のようなデジタルプラットフォームへと置き換えられました。クオリティグロース投資家であるコムジエストの役割は、技術的転換点の一つ一つ正確に予測することではなく、その新技術の活用が可能とみられる、防御力の高い競争優位を備えた企業を見極めることにあります。その観点から注目しているのが、独自データへのアクセス、顧客の業務ワークフローと一体化した製品、そして高度に統合されたビジネスモデルを備えたソフトウェアサービス企業です。これら企業は、最新世代の AI モデルや「バイブコーディング」によるディスラプション（破壊的な変化）に対して、強い耐性を発揮できる地位にあるとコムジエストはみています。



ザック・スメルチャクは 2016 年にアナリストとしてコムジエストに入社。現在、パリ本社でグローバル株式専門のアナリスト兼ポートフォリオ・マネジャーを務めており、当グループの投資委員会メンバーでもある。コムジエスト入社前は、2015 年からポーラー・キャピタル・ホールディングズ (Polar Capital Holdings) に在籍し、同社のグローバル・マルチアセット・インカム戦略のアナリスト/ポートフォリオ・マネジャーを務める。それ以前、2011 年からはミラボー・アセット・マネジメント (Mirabaud Asset Management) で、グローバル株式を扱うアナリストとして勤務。2006 年にロンドンのデロイトでキャリアをスタート。保証業務とアドバイザー業務に従事した後、トランザクションサービス部門に異動して、運用および財務のデューデリジェンスを担当。南アフリカのケープタウン大学で経営学の荣誉学士号（財務）を取得。CFA®資格保有者であり、2009 年以降はスコットランド勅許会計士協会会員。

(注 20) オービック株主・株式情報 (2026 年 2 月 16 日アクセス時点)

(注 21) オービック決算発表資料 (2025 年 3 月 31 日)

(注 22) オービック決算発表資料 (2025 年 3 月 31 日)

(注 23) オービック統合報告書 2025 (2026 年 2 月 16 日アクセス時点)

重要な情報

運用報酬：当社の投資運用サービスをご利用になる場合の当社の報酬については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提（投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等）により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

ご負担頂く費用等：当社の投資運用サービスをご利用になる場合、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。これらの費用については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

リスク情報：投資運用業において行われる運用は、主に国内外の株式や公社債等の債券などの値動きがある有価証券を投資対象としており、投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあります。投資対象は、個別の投資信託または投資一任契約毎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。株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資信託または投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資信託または投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資信託または投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。

注記：本資料に記載されている過去の例はあくまでも投資運用業務における運用のご参考として表示したものです。過去の例は将来の運用成果を保証するものではありません。本資料はコムジエスト・グループの運用方針やファンドの商品性格および運用状況等に関する情報提供を目的に、コムジエスト・エス・エー社が作成した資料等に基づきコムジエスト・アセットマネジメント株式会社が作成したものです。本資料は、当グループのファンドの取引を勧誘又は推奨するものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。特定の商品や取引、あるいは資料中に個別の銘柄名等が含まれている場合であっても、当該銘柄への金融商品取引を勧誘・推奨するものではありません。本資料は弊社が信頼できると考える情報等に基づいて作成されておりますが、その正確性・完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。投資される際には、投資リスク及びご負担いただく手数料などの諸費用について約款等でご確認の上、ご自身の責任と判断をお願いします。当社の事前の承諾なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配付等する行為はお断りします。

商号等：コムジエスト・アセットマネジメント株式会社(金融商品取引業者)

登録番号：関東財務局長(金商)第 1696 号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会

業務内容：当社は金融商品取引業者として投資運用業、第二種金融商品取引業及び投資助言・代理業を行っております。