

応募区分：大学部門

チーム名：アウトライヤーズ

チームID：SL2501065



# OUTLIER

## グロースの夜明け

学校：東京大学 3・4年生

メンバー：田代（リーダー）

池田・石田・長坂

指導教員：首藤昭信 教授

## 基礎学習

1. 私たちの生活に必要な財やサービスを [1]生産し、[2]流通させ、[3]消費することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる[4]私的財と、政府が税金等を使って提供する[5]公共財とがある。
2. 経済の主体には、生産・流通の主体である[6]企業、消費の主体である[7]消費者（家計）、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する主体である[8]政府（国・地方公共団体）がある。
3. 通貨には、紙幣や硬貨などの[9]現金通貨と、銀行などに預けられており振替などで決済手段として機能する[10]預金通貨とがある。
4. 国民の金融リテラシー向上を目的として 2024 年に設立された[11]金融経済教育推進機構は、金融経済教育の機会を幅広い年齢層に向けて全国的に提供することを目指し、学校や企業などに講師派遣や、セミナーなどを行っている。
5. 2024 年から始まった新 NISA に関する説明文のうち、正しいものは？ [12] d
  - a. 新 NISA では、資産を積極的に投資に振り向けることを目的に、年間投資額の上限が撤廃された。
  - b. 新 NISA には、毎月積み立てる「つみたて投資枠」と、対象商品が多い「成長投資枠」の 2 つの枠があり、どちらか一方を選択する。
  - c. 新 NISA では、複数の金融機関で NISA 口座を開設できる。
  - d. 新 NISA の口座は、18 歳以上であれば親の同意なしで作ることができる。
6. 日本では人口減少が進む中、性別や年齢、言語や宗教など多様な視点を有する人たちで構成される組織のほうが強さを増すという[13]ダイバーシティの重要性が指摘されている。
7. アメリカが離脱した TPP の基本的な内容を引き継いで締結された「環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定（CPTPP）」は、2024 年にイギリスが参加し現在は[14]12か国となっている。一方、「地域的な包括的経済連携協定（[15]RCEP）」は、日本や中国、韓国など東アジアを中心に[16]15か国が参加し、世界の人口と GDP のおよそ 3 割を占める世界最大規模の自由貿易圏である。
8. グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？ [17] c
  - a. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
  - b. 貿易の自由化に加え、知的所有権や労働者の移動など、幅広い分野での協力を定めた協定を自由貿易協定（FTA）と呼ぶ。
  - c. 自然災害等によりグローバルなサプライチェーン（供給連鎖）が分断されると、世界経済に悪影響が及ぶ懸念がある。
  - d. 近年の日本の国際収支統計をみると「第一次所得収支」が大幅な赤字を計上している。
9. SDGs17 の目標達成のために、どのように資金を集めるかが企業の課題となっており、二酸化炭素を大量に排出するなど環境負荷の大きな事業に対しては、金融機関が融資を停止する動きがある。これは [18] ダイベストメント と呼ばれている。

10. 「持続可能な開発目標（SDGs）」の 17 の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ（3つ以内）、その主な理由を記述してください

関連の深い SDGs の目標	その主な理由
4.質の高い教育をみんなに	理想のグロース企業は積極的な人材育成を行い、将来の経営人材が輩出されるため。
8.働きがいも経済成長も	グロース企業が成長することは企業の新陳代謝や人材の流動性を高め、結果として経済全体の成長につながるため。
9.産業と技術革新の基盤を作ろう	技術を活用したディープテック企業も多く上場しているグロース市場が発達することで技術革新が促進されるため。

11. 「ESG 投資」で重視する 3 つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか？ [19] b
- 経済 — 科学 — 成長
  - 環境 — 社会 — 企業統治**
  - 効率 — 持続可能性 — 企業統治
12. 日本最大の証券取引所は、東京証券取引所（東証）であるが、その他にも [20]名古屋、[21]札幌、[22]福岡 に地方証券取引所があり、地域経済や地域企業のサポート役として存在している。
13. 投資のリスクを小さくする方法には、「長期」、「分散」、[3]積み立ての 3 つが重要とされている。分散投資は [24]資産 や、[25]地域、[26]時間 を分けることで安定した収益が期待できる。
14. 「積立投資」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ [27] c
- 積立投資は、定期的に株式などの金融商品を購入する投資の方法の一つである。
  - 積立投資には定量購入と定額購入の 2 つがある。
  - 積立投資は、元本が保証されている安全な投資方法である。**
  - ドル・コスト平均法では、株価が高いときには少ない数しか株を買えないが、株価が下がれば購入できる株が多くなり平均的な購入価格を抑えることができる。
15. 「人々の注目や関心が経済的な価値を持つ」ということから、SNS で特徴的なビジネスモデルとなっている一方、偽・誤情報の拡散や炎上を助長させる構造を有しており、世界各国で様々な対策や取り組みが進められている考え方はなにか。[28]アテンション・エコノミー
16. 次のうち、株主から出資してもらったお金（自己資本）をどのくらい上手に使って利益を上げているのかを見るための指標はどれか。 [29] a
- ROE**
  - 自己資本比率
  - PER
  - PBR

## 要旨

本レポートでは、これからのグロース市場を牽引し、日本経済の変革を担う企業像として「OUTLIER（アウト라이어）」を提示する。OUTLIERとは、グロース市場のコンセプトに合致した高い成長意欲を有し、従来の枠組みにとらわれない異端性を発揮することで株主価値を高め、さらには日本経済全体に波及効果をもたらす企業を指す。

現在の日本を代表する企業の多くも、創業当初は既存の発想や産業慣行にとらわれない、異端の存在であった。米国において、こうした異端的な成長企業の輩出を担ってきたのがNASDAQである。一方で、日本における成長企業向け市場である東証グロース市場に目を向けると、足元では厳しい停滞が続いている。

我々はグロース市場およびグロース企業が直面する課題を多角的に分析することで、グロース企業としてのあるべき姿を明らかにできると考えた。そして、その到達点として提示される企業像こそがOUTLIERである。我々は、OUTLIERこそが日本経済の停滞を打破し、次なる成長局面を切り拓く存在になりうると信じている。

## 目次

基礎学習.....	2
要旨.....	4
目次.....	4
I 背景・投資テーマ決定.....	5
0. イントロダクション.....	5
1. 背景.....	5
2. グロース企業の抱える課題とOUTLIERの要件.....	6
3. 投資テーマの決定.....	10
II スクリーニング.....	10
1. 第1スクリーニング：成長意欲の保有.....	11
2. 第2スクリーニング：異端性の発揮.....	15
3. 第3スクリーニング：波及効果の実現.....	20
III ポートフォリオ決定.....	24
1. ポートフォリオ配分・銘柄紹介.....	25
2. パフォーマンス分析.....	26
IV インタビュー.....	27
V 日経ストックリーグを通じて学んだこと.....	28
参考文献.....	29

# 背景・投資テーマ決定

## 0. イントロダクション

「彼らは物事を変えてしまう。彼らは人類を前進させる。彼らをクレイジーな連中だとする人もいるが、私たちは彼らを天才だと思う。自分が世界を変えられると信じるほどにクレイジーな人たちこそが、本当に世界を変えていくのだから」——— スティーブ・ジョブズ “Think Different”

倒産寸前の Apple に CEO として復帰したスティーブ・ジョブズは、“Think Different”と呼ばれる CM の中で上記のように語った。映像の中には、アインシュタインやジョンレノンが登場し、世界を変えた人物として称賛されている。ジョブズは、創造性や反骨精神といった企業理念を顧客に語りかけ、自らを既存秩序に挑む異端者の側に位置づけた。その思想的ブランディングは、現在に続く同社の復活の起点となった。

こうした物語は Apple に限られない。今日、日本を代表する企業群も、創業当初は産業慣行や支配的な価値観から大きく逸脱した異端な存在であった。山口県の一呉服店に過ぎなかったファーストリテイリングが世界を代表するアパレルブランドへと成長する姿を、当時誰が想像し得ただろうか。あるいは、花札の製造会社であった任天堂が、世界中に新たな遊びの形を提示する企業になると、誰が考えついただろうか。

そして今この瞬間にも、既存秩序に挑む異端児は、確かに存在しているはずだ。彼らの挑戦を嘲笑する者もいるかもしれない。短期的な視点から、判断を批判する者もいるだろう。しかし、日本企業の停滞が語られる今だからこそ、我々は**世界で戦いうる異端児 (OUTLIER)**を見出したい。いつの日か異端児企業が日本経済の低迷を打破し、新たな夜明けをもたらす存在となることを信じている。

## 1. 背景

本レポートでは、従来の枠組みにとらわれない、独自の戦略で既存秩序に挑む異端児企業を選定することを目指す。

米国に目を向けると、こうした異端児企業は高成長企業向けの市場である NASDAQ から輩出されており、彼らが米国経済、さらには世界経済を牽引してきた。図表 1 は米国の時価総額ランキングであるが、小売業の競争構造を塗り替えたアマゾンや、ガソリン車の既存市場に対して EV で立ち向かったテスラなどの世界的企業が NASDAQ に生まれ、現在でもその市場で投資マネーを惹きつけることで株主価値を高めていることが分かる。

日本において同様の役割を担う存在として期待されるのは、東証グロース市場に上場する企業（以下、グロース企業）である。しかし、**現在のグロース企業の多くは低迷している**。東証（2025）によれば、グロース企業の新規上場時からの時価総額成長率の中

順位	企業名	市場区分
1位	エヌビディア	NASDAQ
2位	アップル	NASDAQ
3位	マイクロソフト	NASDAQ
4位	アマゾンドットコム	NASDAQ
5位	アルファベット	NASDAQ
6位	テスラ	NASDAQ
7位	ブロードコム	NASDAQ
8位	メタ	NASDAQ
9位	イーライリリー	NYSE
10位	ウォルマート	NASDAQ

図表 1：米国時価総額ランキング  
(2025年12月時点、企業重複除く)

中央値はわずか1.1倍にとどまり、市場指数もスタンダード市場およびプライム市場と比較して伸び悩んでいる（図表2参照）。



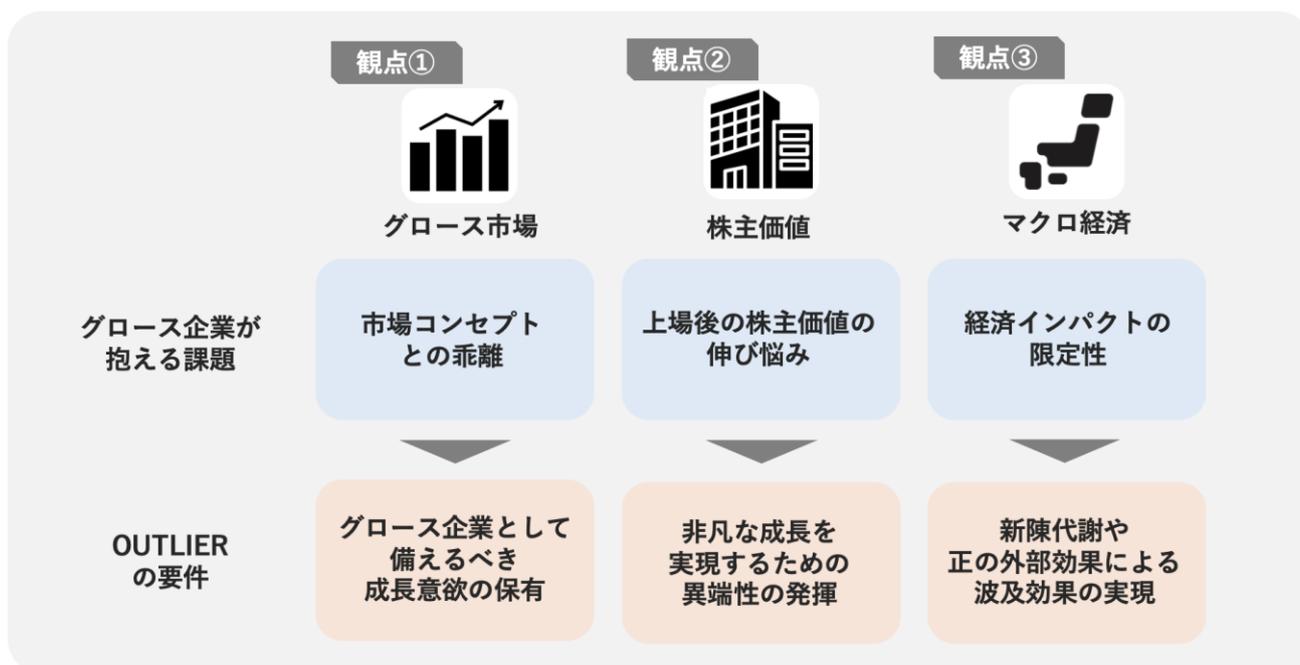
図表2: 直近3年間の市場別指数比較 (基準日=100)

本来、グロス企業は、プライム企業やスタンダード企業とは異なる戦略で成長し、既存の強者に挑戦していく存在であると考えます。こうした問題意識のもと、本レポートでは、グロス企業にまつわる課題を整理・分析することで、**グロス企業の本来あるべき姿を再定義する**。そして、その役割を体現する**異端児としてのグロス企業を“OUTLIER”**と命名し、投資対象として提示する。

## 2. グロス企業の抱える課題とOUTLIERの要件

本章では、グロス企業にまつわる課題を①「市場」、②「株主価値」、および③「マクロ経済」の3つの観点から分析し、OUTLIERに求める要件を明らかにする。

具体的には、グロス企業の課題として、市場の観点では市場コンセプトとの乖離、株主価値の観点では上場後の株主価値の伸び悩み、マクロ経済の観点では経済インパクトの限定性を課題として設定する。以下では、各課題に対するアプローチとして、OUTLIERの要件を提示する（図表3参照）。



図表3: グロス企業が抱える課題とOUTLIERの要件

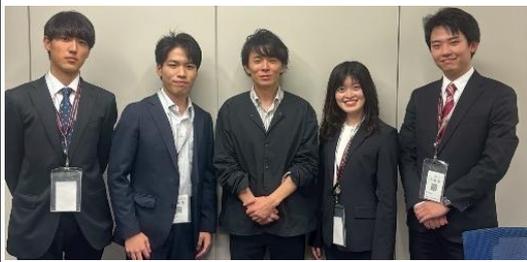
## 2-1. グロース市場の観点

### 課題 1：市場コンセプトとの乖離

グロース企業第1の課題は、**市場コンセプトと実態の乖離**である。本来、グロース市場は高成長を目指す企業のための市場として設計されたが、上場承認基準がプライム市場やスタンダード市場と比べて相対的に低いことにより、IPOの多くがグロース市場に集中している。その結果、**本市場には高成長企業の資金調達の間と新規公開の受け皿という二つの役割が併存**している。こうした状況は、上場を創業家や投資家の資金回収（イグジット）の手段として捉える「上場ゴール」現象を生み、成長を目指すコンセプトに沿わない企業の存在につながっている。

この問題意識のもと、東証も市場コンセプトの明確化と基準再設計に向けた改革を進めている。とりわけ2025年9月に、上場維持基準を5年後に時価総額100億円へ引き上げる方針を決定し、投資家や経営者の間で大きな議論を呼んでいる。我々は、東証の問題意識と改革の意図を確認するため、改革に中心的に関与してきた東京証券取引所の池田直隆氏にインタビュー調査を実施した。

東京証券取引所様 インタビュー	
日時	2025/11/11 16:00～17:00
場所	東京証券取引所
ご担当者様	上場部企画グループ統括課長 池田直隆様
訪問者	田代、池田、石田、長坂



**グロース市場の問題**

東証グロース市場は、高い成長意欲を前提とした、独自の事業戦略や将来像を有する企業が集う市場として設計された。しかし現状では、TAM（総潜在市場）が小さく、新規事業やM&Aといった成長投資を行っていない企業や、そもそもイグジットとして上場自体が目的化している企業が一定数存在しており、市場全体としての成長性が十分に発揮されていないとの指摘がある。

**上場維持基準の意図**

時価総額100億円への上場維持基準の改定は、「規模の小さい企業を市場から排除すること」や「100億円を超えていればよい」といった形式的な基準を設けることを目的としたものではない。むしろ、成長を促すための仕掛けとして、グロース市場に上場する企業が相応しい成長意欲と成長戦略を有しているのかを、経営者自身が改めて問い直す契機となることを意図している。

### OUTLIER 第1の要件：グロース企業として備えるべき成長意欲の保有

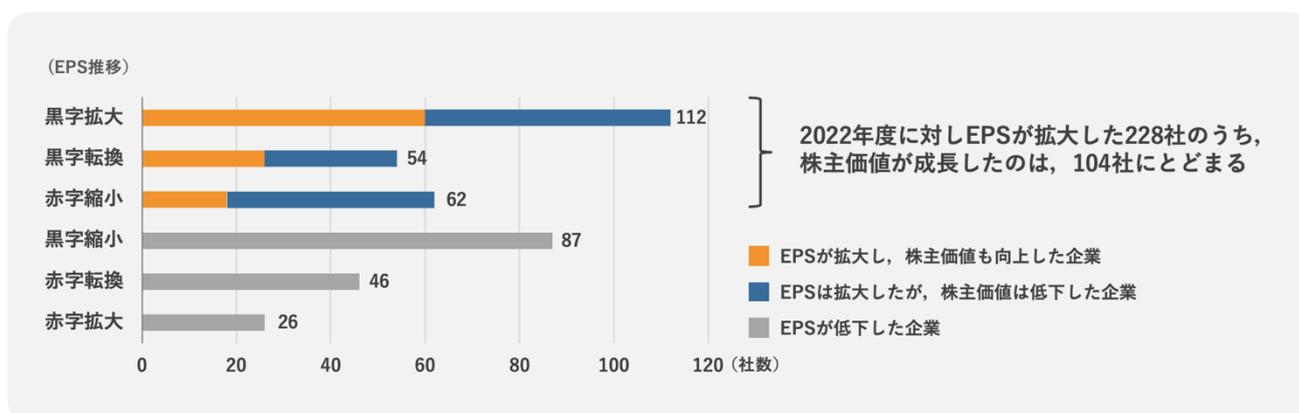
インタビュー調査を踏まえると、本改革は単なる数値基準の強化ではなく、**成長意欲を持ち、継続的に市場から評価される企業がグロース市場に残るべきであるという市場設計者のメッセージ**であると考えられる。成長意欲を持つことは、グロース市場の理念からすれば当然の要請であるにもかかわらず、現状ではなお十分に体现できていない企業が一定数存在する。市場設計者が改めて成長意欲を問い直している今、グロース企業として求められる成長意欲の中身を明確化し、客観的に捉える枠組みを提示する必要があると考えた。

以上より、本レポートでは、OUTLIER 第1の要件を、「**グロース市場に属する企業として本来備えるべき成長意欲の保有**」とする。

## 2-2. 株主価値の観点

### 課題 2：上場後の株主価値の伸び悩み

グロース企業第2の課題は、たとえ企業が成長意欲を有していても、**凡庸な業績で投資家の織り込む期待に届かず、株主価値（時価総額）を十分に上げられていない**ことである。グロース指数が低迷していることは述べたが、本節ではその要因を探るため、まずEPS（1株当たり純利益）の推移に着目する。グロース市場設立時より上場している387社のうち、EPSを成長させた企業は228社存在するが、そのうち、株主価値が向上した企業はわずか104社にとどまる（図表4参照）。これはPER（株価収益率）の修正で説明できる。株価は「 $\text{株価} = \text{EPS} \times \text{PER}$ 」と表されるため、EPSが伸びてもPERが切り下がることによって相殺され、株主価値の上昇に結び付きにくい現象が生じていると考えられる。



図表 4：グロース企業のEPS 推移と株主価値

グロース株に高いPERが付きやすい背景として、投資家が過去の成長を将来にも当てはめ、成長を過大評価しやすいことが指摘されている(Lakonishok et al., 1994)。東証（2025）の調査でも、投資家は特に中小型のグロース企業により高い成長率を求める傾向が確認される。

従って、グロース企業が株主価値を向上させるには、単なるEPS成長では不十分であり、**投資家の期待に応えるような非凡な成長が必要**なのである。

### OUTLIER 第2の要件：非凡な成長を実現するための異端性の発揮

このように高い将来期待が形成されやすいグロース市場において、多くの企業が上場後に株主価値を伸ばすことに苦戦している一方で、投資家の期待に応える業績を示すことによって株主価値が数倍にも成長する企業も存在する。こうしたグロース企業の特徴として、我々は企業の「異端性」に着目した。本レポートにおける異端性とは、**業界規範から戦略的に逸脱し、独自の経営戦略やビジネスモデルを採用していることを指す概念**である。先行研究においては、健全な戦略的逸脱を行っている企業は、業界平均と異なる強い財務パフォーマンスを示す傾向があり、株価においても企業固有の情報が織り込まれやすいことが示されている(Tang et al., 2011; Ye et al., 2021)。また加藤（2022）もスタートアップは既に市場シェアを持つ競合に対抗するため、何らかの差別化を伴う独自性が不可欠であると指摘している。

以上の議論を踏まえ、OUTLIERの第2の要件を、「**業界規範を模倣するのではなく、企業固有の異端性を発揮することで、投資家の期待に応える非凡な成長を実現すること**」とする。

## 2-3. マクロ経済の観点

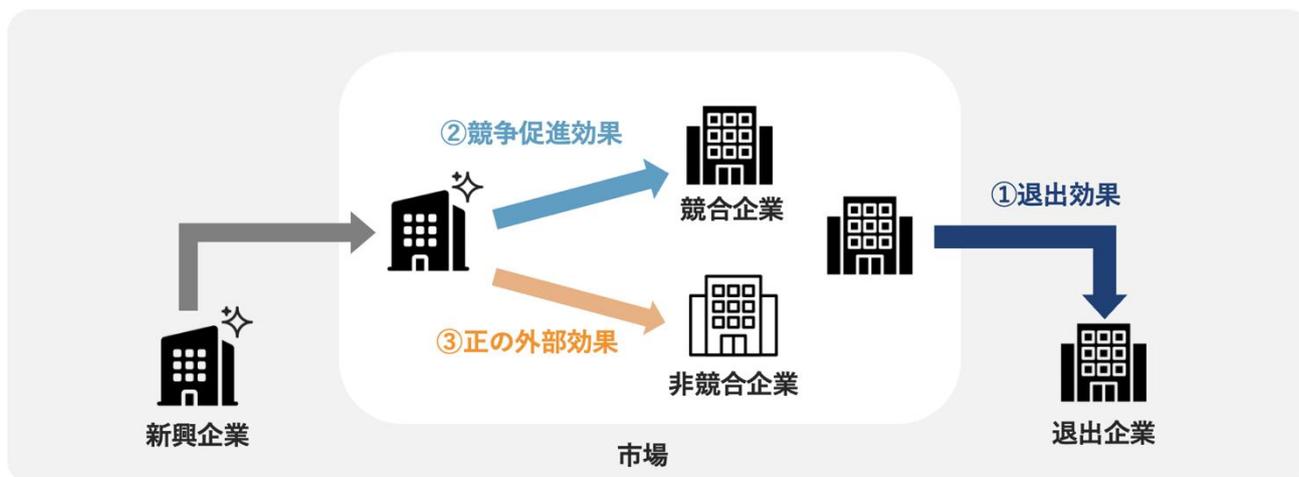
### 課題 3：経済インパクトの限定性

グロース企業第3の課題は、株価を上げられたとしても、日本経済全体の成長を牽引する主体になり得ていないことである。グロース企業には、日本経済全体の成長を牽引する主体となることが期待されている（経済産業省，2023）。米国では、1980年代以降こうした経済成長の主体として、NASDAQに上場した企業群が重要な役割を果たしてきた。直近の象徴的な事例として、Netflixがワーナー・ブラザーズ・ディスカバリーの映画および配信事業の買収を検討しているとの報道がある（日本経済新聞，2025年12月12日）。新興企業として成長した企業が、既存の大企業や産業構造にまで影響を及ぼしうることを示す事例として位置付けられる。日本においても、1980年代から1990年代にかけては、多くの新興企業が市場に参入し、産業構造の転換を牽引してきた。例えば、ソフトバンクやキーエンスは、競争構造自体を変化させ、日本経済の成長の一翼を担った。

しかし近年では、日本の新規参入率は長期的な低下傾向にあり（中小企業庁，2024），特に現在のグロース企業が、かつての新興企業が果たしたような日本経済の産業構造の転換を牽引する主体として、十分に機能しているとは言い難い。

### OUTLIER 第3の要件：新陳代謝や正の外部効果による波及効果の実現

日本経済の成長を牽引する主体となるための要件として、我々は波及効果に注目した。加藤（2022）によれば、新興企業の市場参入は退出効果・競争促進効果・正の外部効果の3つの波及効果を通じて経済全体の生産性を高める。



図表 5：新興企業がもたらす3つの波及効果

1つ目の退出効果とは、高生産性企業が成長し、低生産性企業が市場から退出することで、労働力や資本などの経済資源がより生産性の高い企業へ配分され、経済全体の生産性が向上する効果を指す。2つ目の競争促進効果とは、新興企業の参入により既存企業の競争圧力が高まり、既存企業の生産性向上やイノベーションが促される効果である。そして3つ目の正の外部効果とは、人材の流動性、技術の波及、起業家精神の醸成などの間接効果を通じてマクロ成長に貢献するというメカニズムである。

以上より、波及効果が大きい企業ほど、資源配分や競争環境を通じて日本経済全体の生産性向上に結びつきやすい。従って本レポートでは、OUTLIER 第3の要件を、「新陳代謝や正の外部効果といった波及効果を実現させること」とする。

### 3. 投資テーマの決定

以上の議論を踏まえ、OUTLIERとは、①グロース市場のコンセプトに合致した高い成長意欲を持ち、②従来の枠組みにとらわれない異端性を発揮することで非凡な成長を見せ、③その成長を通じて日本経済に波及効果をもたらすという3つの要件を満たす企業であると定義する。



#### OUTLIER

グロース企業としての理想の企業像であり、次世代の日本経済のリーダーとなる企業群



##### 成長意欲の保有

グロース市場のコンセプトに合致した成長意欲をもつ



##### 異端性の発揮

異端性を発揮することで非凡な成長を見せる



##### 波及効果の実現

日本経済に対してポジティブな波及効果をもたらす

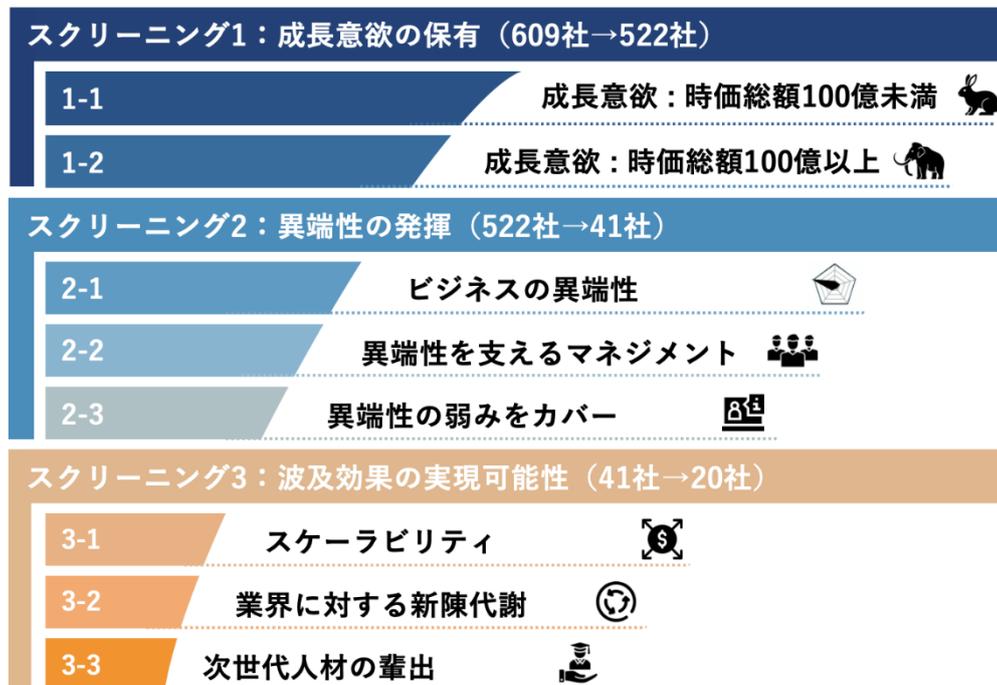
図表6：OUTLIERとは

本レポートの意義は、異端性に着目した企業像であるOUTLIERを提示し、日本経済の次なる成長の柱となりうる企業の姿を示した点にある。加えて、OUTLIERを具体化する過程で、グロース企業が直面する諸課題を多角的に分析した点にも意義がある。学術研究に裏付けられたこれらの分析は、時価総額基準の引き上げや株価低迷といった課題に直面するグロース企業の経営判断に示唆を与え、停滞から次の成長段階、夜明けへと踏み出す契機となることが期待される。

## II スクリーニング

本レポートでは2025年11月時点でグロース市場に上場している609社をスクリーニング対象とする。なお、利用したデータに関して、財務データは「日経 NEEDS Financial Quest」、役員に関するデータは「日経 NEEDS 企業ガバナンス関連データセット」及び「役員四季報 2026年版」から取得し、その他の媒体を使用した場合は都度記載している。

具体的なスクリーニング手法として、図表7に示すように、OUTLIERに求める3つの視点からスクリーニングを行う。まず、第1スクリーニングではグロース企業609社の中から、東証の上場維持基準改革にも触れつつ、上場するに足る成長意欲を有する522社を残す。次に、第2スクリーニングでは、会計数値とテキスト分析を用いて、異端性を発揮し、株主価値を向上させている41社を抽出する。最後に、第3スクリーニングで、新陳代謝と人材輩出に着目し、日本経済に対して波及効果をもたらさうる20社を選出し、ポートフォリオを作成する。

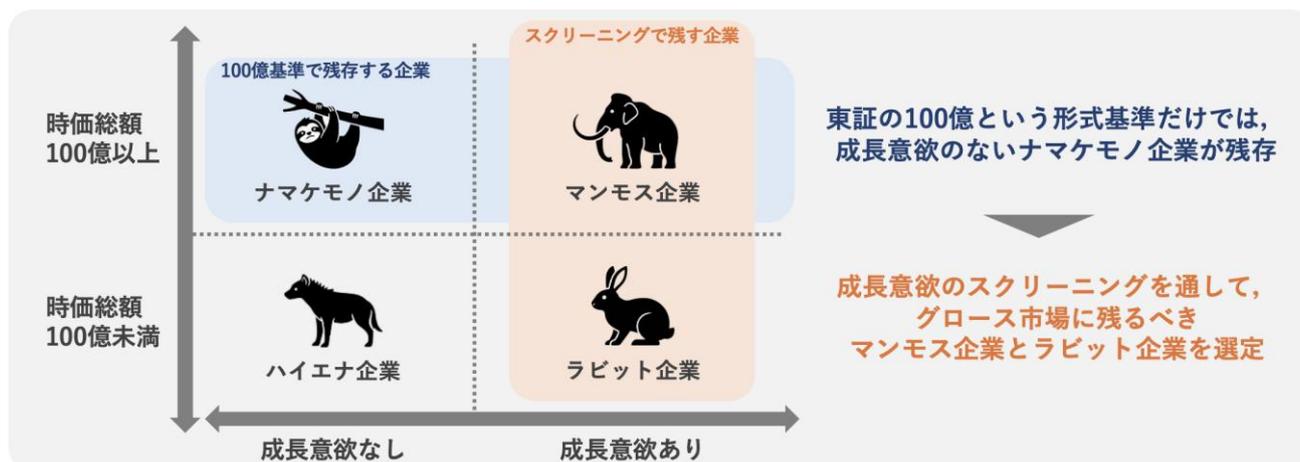


図表 7: スクリーニング概要

## 1. 第1スクリーニング：成長意欲の保有

第1スクリーニングでは、OUTLIERの第1要件として「グロース市場に属する企業として本来備えるべき成長意欲を保有しているか」を測定する。これはOUTLIERの成立を支える基盤であり、グロース企業として当然備えているべき資質である。しかし、実際には、市場コンセプトに合わない成長意欲を欠いた企業が一定数存在しており、東証自身もこの点を問題視している。

東証は、グロース市場改革の一環として、5年後をめどに、上場維持基準を時価総額100億円へ引き上げる方針を発表した。この基準は、グロース企業に成長を促すための動機付けとして設計されたものであり、グロース市場に相応しい成長意欲を企業に求めるという点で、本スクリーニングと共通している。しかし、時価総額のみを用いた基準では、時価総額100億円以上だが成長意欲がない企業（ナマケモノ企業）が残存し、時価総額100億円未満だが成長意欲がある企業（ラビット企業）が除外されてしまう（図表8参照）。成長意欲もなく時価総額も小さいハイエナ企業は議論の対象外である。我々は、会計情報を用いて企業の成長意欲を測定し、グロース市場に残るべき成長意欲を有するマンモス企業とラビット企業を選定する。



図表 8：100億基準と成長意欲保有の関係

- 1-1 
- 1-2 
- 2-1 
- 2-2 
- 2-3 
- 3-1 
- 3-2 
- 3-3 

スクリーニング 1-1 では、時価総額 100 億円未満の企業を対象に、成長意欲を有するラビット企業を選出し、1-2 では時価総額 100 億円以上の企業を対象に、成長意欲を有するマンモス企業を選出する。第 1 スクリーニングで残った企業 522 社は、OUTLIER の第 1 要件を満たす企業群であり、我々が考える本来あるべきグロース市場を形成する企業群である。



## 1-1. 成長意欲（時価総額100億未満）

1-1 では、2025 年 11 月時点で時価総額 100 億円未満の企業を対象に成長意欲を測定し、ラビット企業を選出する。項目①から⑤は 1-2 と共通しており、項目⑥・⑦は 1-1 固有のものである。

### ① 成長機会に対する投資水準は十分か

Smith and Watts (1992) は、企業の成長機会の大きさが投資などの企業活動に反映されることを示した。同研究によれば、成長機会が大きい企業ほど、将来の成長に向けて投資水準は高くなると期待され、成長機会に比して投資が少ない企業は、投資が不十分な可能性がある。ここでは、Richardson (2006) を参考に、成長機会や企業規模等から期待投資水準を推計する。実際の投資額が期待投資水準を大きく下回らない企業を、成長機会に見合った投資を行う企業として、成長意欲を有すると評価する。

(1.1) 成長機会に対する投資

$$InvRate_{i,t} = \alpha + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t-1} + \beta_3 CASH_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + IndustryFE_i + \varepsilon_{i,t}$$

$$InvRate_{i,t} = \frac{(CAPEX_{i,t} + Acq_{i,t} + R\&D_{i,t} - SalePPE_{i,t} - DepAmort_{i,t})}{\frac{TotalAssets_{i,t} + TotalAssets_{i,t-1}}{2}}$$

*Growth* : 成長機会 (トービンの *q*)    *LEV* : 負債比率    *CASH* : 現金    *SIZE* : 総資産の対数    *IndustryFE* : 産業ダミー  
*CAPEX* : 設備投資    *Acq* : 買収投資    *R&D* : 研究開発費    *SalePPE* : 有形固定資産売却額    *DepAmort* : 償却費  
*TotalAssets* : 総資産

### ② 成長機会に対する配当水準は過大でないか

Smith and Watts (1992) は、配当政策も成長機会の違いに応じて体系的に異なることを示した。成長機会が大きい企業ほど内部資金を成長投資に充てる必要があり、配当水準は相対的に低いと期待される。ここでは、成長機会や企業規模等から期待配当水準を推計し、これを大きく上回らない企業を、成長投資を優先した資金配分を行う企業とみなし、成長意欲を有すると評価する。

(1.2) 成長機会に対する配当

$$(D/P)_{i,t} = \alpha + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + IndustryFE_i + \varepsilon_{i,t}$$

$$(D/P)_{i,t} = \frac{Div_{i,t}}{P_{i,t}}$$

*Growth* : 成長機会 (トービンの *q*)    *SIZE* : 総資産の対数    *IndustryFE* : 産業ダミー    *Div* : 配当    *P* : 株価

### ③ 業績連動報酬を設計しているか

Holmström (1979) は、観察不可能な経営者努力を引き出すには、成果に連動して報酬が変動する業績連動報酬が重要であることを示した。業績連動報酬を設計している企業は、株主価値向上に向けた行動を促す仕組みが相対的に強いと解釈し、成長欲を有すると評価する。



#### ④ 役員による株式売却が見られないか

Ke et al. (2003) は、役員等による自社株売却が将来の利益成長の鈍化に先行して増加することを示しており、役員による株式売却は当事者が将来の高成長を見込んでいないことを示すシグナルと考えられる。よって、**上場後に役員等の保有株式の減少がみられない企業を、成長意欲を有すると評価する。**

(1.3) 役員持株比率
$Score = LatestHolding - OldestHolding$
<i>Oldest holding</i> : 最も古い期の役員持株数 (最大 5 期) <i>Latest holding</i> : 直近期末の役員持株数

#### ⑤ 個人投資家を呼び込んでいるか

東証 (2025) は、グロース市場の株主分布は個人投資家比率が 50% を超えるため、成長初期の企業は、個人投資家を主な対象として、認知度向上に向けた個人向け IR (説明会・イベント等) を進めることが重要だと述べている。これを踏まえ、**個人投資家の獲得と流動性向上に資する説明会を定期的に行う企業を、成長意欲を有すると評価する。**

5 年後に上場維持基準が時価総額 100 億円へ引き上げられることで、現時点で基準を満たしていない企業の一部は、**基準達成を目的とした短期的施策を選択しうる**。このような行動は、長期的な株主価値向上を志向するものではなく、成長意欲を欠いていることを意味する。そこで、企業が短期的な数値作りではなく長期的な価値創造を志向しているかを調べるため、以下の 2 項目に基づいて評価する。

#### ⑥ 裁量的費用削減を行っていないか

裁量的費用削減とは、研究開発費・広告費・販管費など将来成長に資する支出を、損失回避や目標利益の達成といった短期的動機から不自然に削減する行動を指す (Roychowdhury, 2006)。この行動は当期利益を押し上げるが、将来キャッシュフローや成長可能性を毀損し、長期的な株主価値向上とは整合的でない。従って、**裁量的費用を過度に削減していない企業を、成長意欲を有すると評価する。**

(1.4) 裁量的費用削減
$\frac{DISX_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{S_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
<i>DISX</i> : 裁量的費用 (研究開発費・広告費・販売費及び一般管理費の合計) <i>A</i> : 総資産 <i>S</i> : 売上

#### ⑦ 暗号資産を保有していないか

直近、暗号資産を保有するグロース企業が増えている (日本経済新聞, 2025 年 12 月 8 日)。暗号資産を保有する企業は、株式リターンが暗号資産に関連するリスク要因によって強く説明され、株価が本業の価値創造より暗号資産価格の変動に左右されやすい (Mercik et al., 2024)。さらに、暗号資産保有は企業の持続的パフォーマンスに負の影響を与えうる (Lee, 2023)。以上を踏まえ、暗号資産の保有は、長期的な株主価値向上よりも、短期株価上昇を狙う行動と解釈し、**暗号資産を保有していない企業を、成長意欲を有すると評価する。**

1-1 では、次頁の図表 9 に基づき加点を行い、得点が 4.5 点以上の企業を通過させた。

項目	説明
適切な投資	(1.1) 式に基づく残差が上位 70%の企業に 1 点加点
適切な配当	(1.2) 式に基づく残差が下位 70%の企業に 1 点加点
業績連動報酬	業績連動報酬を設置している企業に 1 点加点
役員持株数	(1.3) 式の Score が正である企業に 1 点加点
個人投資家呼び込み	CG 報告書の「個人投資家向けに定期的説明会を開催」の欄の記載から定期説明会の開催が確認できる企業に 1 点加点
裁量的費用削減	(1.4) 式に基づく残差が上位 70%の企業に 1 点加点
暗号資産保有	暗号資産を保有していない企業に 1 点加点

図表 9：スクリーニング 1-1 の加点方法



## 1-2. 成長意欲（時価総額100億以上）

1-2 では、2025 年 11 月時点で時価総額が 100 億円以上の企業を対象に成長意欲を測定し、マンモス企業を選出する。①から⑤は 1-1 と共通している項目のため、詳細な説明は割愛する。

### ⑥ 機関投資家を呼び込んでいるか

東証（2025）では、企業は自社の成長ステージに応じた投資家層を意識した情報発信を行う必要があると指摘されている。特に時価総額が 100 億円以上の企業は、個人投資家への対応に加え、機関投資家をターゲットとした効果的な情報発信が求められる。そこで時価総額 100 億円を超えている企業を対象に、**機関投資家を呼び込むための取り組みが確認できる企業を、成長意欲を有すると評価する。**

1-2 では、以下の図表 10 に基づき加点を行い、得点が 3.5 点以上の企業を通過させた。

項目	説明
適切な投資	(1.1) 式に基づく残差が上位 70%の企業に 1 点加点
適切な配当	(1.2) 式に基づく残差が下位 70%の企業に 1 点加点
業績連動報酬	業績連動報酬を設置している企業に 1 点加点
役員持株数	(1.3) 式の Score が正である企業に 1 点加点
個人投資家呼び込み	CG 報告書の「個人投資家向けに定期的説明会を開催」の欄の記載から定期説明会の開催が確認できる企業に 1 点加点
機関投資家呼び込み	CG 報告書の「アナリスト・機関投資家向けに定期的説明会を開催」の欄の記載から定期説明会の開催が確認できる企業に 0.5 点加点
	東証 HP より「機関投資家からのコンタクトを希望するグロース市場上場会社一覧」（2024 年 12 月末時点）に記載がある企業に 0.5 点加点

図表 10：スクリーニング 1-2 の加点方法

## 2. 第2スクリーニング：異端性の発揮

第2スクリーニングでは、OUTLIERの第2要件として「異端性を発揮し株主価値を向上させているか」を測定する。これはOUTLIERの中核であり、グロース企業が高い投資家の期待に応える成長を実現するための鍵となる。異端性を発揮する企業は、業界規範にとらわれず独自の戦略で競争し、業界平均から乖離した財務パフォーマンスを示し、企業評価を向上させていく。

経営学では、異端性を①資源配分が業界規範から乖離する「戦略的逸脱」と、②財・サービスを差別化してプレミアムを得る「差別化戦略」の二側面から捉えてきた。戦略的逸脱は業界平均と異なる財務パフォーマンスにつながり、差別化戦略は高い収益性を達成しやすい (Tang et al., 2011; Campbell, 2000)。一方で、こうした異端性は経営陣の裁量に依存するため、私的利益追求などモラルハザードのリスクも伴うと指摘されている (Habib et al., 2023)。

本スクリーニングでは、中長期的に株主価値を向上させる異端企業を選定するため、3段階で評価を行う。第1に、戦略的逸脱と差別化戦略の2つの観点から定量分析を行い、異端性を発揮している企業を評価する。第2に、企業の異端性を中長期で支えるトップマネジメントの姿を評価する。第3に、異端性に伴うモラルハザードの弱点を、ガバナンスとディスクロージャーでカバーできている企業を評価する。

このような異端企業がグロース市場に集積することで、プライムやスタンダードとは異なる、独自の魅力を持つ市場としての存在感が高まることを期待する。



### 2-1. ビジネスの異端性

#### ① 資源配分戦略が異端であるか

本レポートで着目する戦略的逸脱とは、資源配分が業界規範から乖離していることである (Finkelstein and Hambrick, 1990)。戦略的逸脱をとる企業は、財務パフォーマンスや株価にも業界規範から乖離し、個社固有の結果が表れやすい (Tang et al., 2011; Ye et al., 2021)。戦略的逸脱の研究では、トップマネジメントが裁量的に調整でき、かつ企業パフォーマンスに重要な影響を与える指標として、広告宣伝費や研究開発費など6指標を組み合わせた複合尺度が用いられてきた (Finkelstein and Hambrick, 1990)。本スクリーニングでも、その6指標について産業平均からの乖離の大きさを集計し、資源配分の異端性を測定する。

#### (2.1) 資源配分の6指標

$$(a) \text{広告強度} = \frac{\text{広告費}}{\text{売上高}}, (b) \text{研究開発強度} = \frac{\text{研究開発費}}{\text{売上高}}, (c) \text{設備の新しさ} = \frac{\text{有形固定資産簿価}}{\text{有形固定資産総額}}$$

$$(d) \text{非生産間接費} = \frac{\text{販売費及び一般管理費}}{\text{売上高}}, (e) \text{在庫水準} = \frac{\text{在庫}}{\text{売上高}}, (f) \text{財務レバレッジ} = \frac{\text{長期負債}}{\text{自己資本}}$$

- ① 企業を産業ごとに（日経中分類にもとづき）分類する
- ② (a)～(f)の値を産業ごとに標準化し（平均を引き、標準偏差で割る）、絶対値を取る
- ③ 6つの絶対値の和を戦略的逸脱指数と定義する



## ② ビジネスモデルが異端であるか

革新的で異質な財・サービスを提供する差別化戦略は、正当性獲得が難しいというリスクを伴う一方、高い収益性とパフォーマンスにつながりうる (Miller and Friesen, 1986 ; Campbell, 2000)。ここでは、**有価証券報告書のテキスト分析により、同業他社との記述類似度が低い企業を「差別化されたビジネスモデル」を有すると評価する**。具体的には、Brown and Tucker (2011) を参考に、TF-IDF で有価証券報告書の文章をベクトル化し、コサイン類似度から各社の産業内の企業との平均類似度を算出した。

(2.2) TF-IDF	
$TF - IDF(t, d) = tf(t, d) \times idf(t)$	
$tf(t, d)$ : 文書 $d$ における語 $t$ の出現頻度	$idf(t)$ : 文書集合全体における語 $t$ の希少性

(2.3) コサイン類似度	
企業 $i$ と企業 $j$ のコサイン類似度 = $\frac{\mathbf{x}_i \cdot \mathbf{x}_j}{ \mathbf{x}_i   \mathbf{x}_j }$	
$\mathbf{x}_i, \mathbf{x}_j$ : 企業 $i, j$ の TF-IDF ベクトル $ \mathbf{x} $ : ベクトルの大きさ $\mathbf{x}_i \cdot \mathbf{x}_j$ : 内積	

## ③ 健全な異端性を発揮しているか

①と②によって、異端な戦略をもつ企業群を選定したが、その異端な戦略が企業のパフォーマンスに対して負の影響を及ぼしては意味がない。リスクの大きい逸脱戦略は、他企業との同調的な戦略に対して、大きな成功か大きな失敗という極端な業績につながりやすい (Finkelstein and Hambrick, 1990)。Tang et al. (2011) は、企業の戦略について、健全な戦略的逸脱と不健全な戦略的逸脱という区別を設け、健全な逸脱は正の方向に異端な業績につながるとした。我々は上記で測定した**異端性を正の方向に発揮できている企業を、健全な異端性を発揮している企業と評価する**。

ここでは、Tang et al. (2011) や Selling and Stickney (1989) に倣い、総資産利益率(ROA)と売上高利益率(OPM)を用いて、それらが産業平均を上回る企業を通過させた。

(2.4) 収益性指標	
(a) $ROA = \frac{\text{営業利益}}{(\text{期首総資産} + \text{期末総資産})/2}$ , (b) $OPM = \frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}$	

2-1 では、以下の図表 11 に基づき加点を行った。

項目	説明
経営戦略の異端性	資源配分の 6 指標の絶対値が上位 5% に 3 点, 上位 10% に 2 点, 上位 15% に 1 点加点
ビジネスモデルの異端性	同産業企業とのテキストの類似性が低い上位 5% に 3 点, 上位 10% に 2 点, 上位 15% に 1 点加点
健全な異端性	ROA と OPM とともに産業平均を超えている企業を通過させる

図表 11 スクリーニング 2-1 の加点方法



## 2-2. 異端性を支えるマネジメント

ビル・ゲイツが率いたマイクロソフトやイーロン・マスクが率いたテスラのように、強いリーダーシップを持つ CEO が異端性を発揮し、大きな成功につながった例は少なくない。本スクリーニングでは、異端性を中長期で発揮する原動力として、CEO 及び意思決定を行うトップマネジメントチーム（以下、TMT）に着目する。CEO は企業戦略の方向性を定めるだけでなく、その戦略を実行に移すよう組織を動かす中心的役割を担う (Calori et al., 1994 ; Gioia and Chittipeddi, 1991)。その他の役員も TMT として戦略意思決定に関与し、企業のリスクテイクや柔軟な戦略実行を支える役割を担う。とりわけ、グロース企業は規模が比較的小さく、意思決定がトップに集中しやすいため、CEO と TMT の影響は相対的に大きいと考えられる。

以上より、2-2 では、異端性を中長期で支える CEO に加え、戦略実行に必要なリソース提供や意思決定の柔軟性という観点から TMT も評価する。これにより、前節で測った異端性を中長期で発揮できるような企業を選出する。

### ① CEO に起業家精神があるか

まずは CEO の起業家精神を測定する。CEO の起業家精神とは CEO の起業家的な行動、特に企業レベルでも見られるリスクテイキング、革新、先駆性などの特性をもつ一貫した注意パターンを指す (Keil et al., 2017)。CEO の起業家精神は戦略的变化の大きさに正の影響を与え、激しい競争の中で、企業の競争優位性と長期的な存続を維持する上で極めて重要な役割を果たす (Wang et al., 2021)。

Short et al. (2010) は、米国の「株主への手紙 (LTS)」を分析対象として、CEO の起業家精神を定量的に測定した。ここでは、Short et al. (2010) が起業家精神を測定するのに使用した 290 の英単語リストに対して日本語版 259 単語を作成し、ホームページ上のトップメッセージにおける当該単語の累計登場量を求めることで CEO の起業家精神を測定し、起業家精神の高い CEO を評価する。

### ② CEO がリスクテイクを行う属性か

次に、リスクテイクな企業戦略に結びつく CEO の属性を評価する。ここでは年齢、教育レベル、経歴多様性に注目した。年齢については、高齢になるに従い経営者の学習能力が衰え、リスクの少ない投資を通じて企業のリスクテイクを低減するため (Hambrick and Mason, 1984; Serfling, 2014)、産業平均より若い CEO を評価する。また、高度な教育を受けた CEO はより積極的な戦略をとる傾向があることから (Bertrand et al., 2003)、大学院卒以上の学歴をもつ CEO を評価する。最後に、CEO になる前に経験したキャリアの多様性が戦略的逸脱と正の相関をもつことから (Crossland et al., 2014)、他社在籍経験がある CEO を評価する。

### ③ CEO に裁量権があるか

企業の異端性を中長期的に発揮するためには、CEO の特性に加え、CEO の意思決定が戦略に反映されるだけの裁量が必要である。(Tang et al., 2011)。近年、ガバナンス強化の文脈から委員会設置など権限分散が進む一方、異端な戦略を採る企業では、起業家精神やリスクテイクを担う CEO に一定の裁量

が必要となる。現代のコーポレート・ガバナンスの議論とは異なるが、異端性に着目する本スクリーニングの特徴の1つとなる。

CEOの権力は、組織上の地位に由来する公的権力と、対人関係から生じる非公的権力に区分される(Blau, 1964)。公的権力は、Finkelstein(1992)を参考に、取得可能であった創業者ダミーと持ち株比率を用いて評価する。非公的権力については、CEO在職期間と、在職中に任命された役員数を用いて評価する。これは、在職期間が長く任命役員が多いほど、対人関係を発展させる時間と機会が増え、より強い非公的権力を持つためである(Greve and Mitsuhashi, 2006)。

#### ④ TMT がリスクテイクを行う属性か

TMT がリスクテイクを行う属性であるか評価するために、平均年齢と企業への平均在籍年数を用いる。平均年齢が低く、在籍年数が短いTMTほど、戦略的变化に柔軟であることが示されている(Wiersema and Bantel, 1992)。一方、在籍年数が長期化すると、新規性の高い戦略の採用が抑制され、戦略的同調性が高まりやすい(Finkelstein and Hambrick, 1990)。以上を踏まえ、TMTの在籍年数が短い企業を高く評価する。

#### ⑤ TMT のリソースが多様か

役員の多様性は意思決定における視点の多角化を通じて、組織のパフォーマンスに正の影響を与える(Mishra and Jhunjhunwala, 2013)。Haynes and Hillman(2010)は、役員の知識・経験などの人的資本と、社外ネットワークなどの社会的資本の2つからなる「役員資本」という概念を提示し、その幅が企業の戦略的变化に対して正の効果があることを示した。ここでは、役員の人的資本の幅として教育レベル・資格などの属性を使用し、社会的資本の幅として役員の兼任社数を利用し、多様なリソースを持つTMTを高く評価する。

2-2では、以下の図表12に基づき加点を行った。

項目		説明
CEOの起業家精神		CEOの起業家精神に関する単語の登場頻度が多い企業上位50%に4点加点
CEOの属性	年齢	産業平均のCEO年齢よりCEOの年齢が下回っている場合に1点加点
	教育レベル	CEOの教育レベルが高い(院卒以上)の場合に1点加点
	経験	CEOの他社在籍歴がある場合に1点加点
CEOの裁量権	公的権力	CEOが創業者である場合に1点加点
		CEOとその他役員の最大の持株比率の差が大きい企業上位20%に1点加点
	非公的権力	CEOの在任期間がグロース対比で長い企業上位20%に1点加点
		CEOの在任期間中に任命された役員の割合が高い企業上位20%に1点加点

TMT の属性	年齢	TMT の平均年齢がグロース対比で低い企業上位 20%に 2 点加点
	勤続年数	TMT の平均勤続年数がグロース対比で低い企業上位 20%に 2 点加点
TMT の資本の幅	教育レベル	最終学歴（博士なら 2 点、修士なら 1 点とし役員の中で最大値）に加点
	知見	公認会計士・弁護士・外国人が在籍する場合に 1 点加点
	ネットワーク	役員が兼任している社数の合計が 3 社以上の場合に 1 点加点

図表 12: スクリーニング 2-2 の加点方法



## 2-3. 異端性の弱みをカバー

異端企業は、経営者の裁量によって業界規範から逸脱した戦略を可能にする一方、裁量の濫用による私的利益追求という問題が起こりうる。2-3 では、この負の側面をカバーするため、**ガバナンスとディスクロージャーによりモニタリング能力を高めている企業**を選定する。

### ① ガバナンスにより異端性の弱みをカバーしているか

まず、**ガバナンスを担う主体として取締役会を評価する**。Tang et al. (2011) は、強力な取締役会が、支配的な CEO の下で生じうる業績の下振れリスクを抑制することを示した。そこで、取締役会の機能を測る指標として、先行研究に従って、①取締役会議長の独立性、②取締役会規模、③社外取締役比率、④独立社外取締役の有無に着目する。①について、CEO が取締役会議長を兼務すると、取締役会の監督が弱まりやすい (Mizuchi, 1983)。②の取締役会規模が過大になると、監督機能が低下し、経営者の私的利益追求が強まりうる (青木・新田, 2004)。③について、社外取締役は、独立した視点で助言を行い、経営者適切に評価することでモニタリング機能を向上させる (野間他, 2021)。④の独立社外取締役とは、東証の基準により企業との結びつきが弱いと判断された社外取締役を指し、ガバナンス改善効果が大きいことが示されている (斎藤他, 2016)。

加えて、**株主によるガバナンスも評価する**。機関投資家は高いモニタリング能力を持ち、過大投資や株主価値を損なうプロジェクトを抑制しうる (大橋, 2017)。また、外国人投資家は積極的に経営陣のモニタリングを行うことが知られている (Shleifer and Vishny, 1986 ; McConnell and Servaes, 1990)。以上を踏まえ、機関投資家および外国人投資家の持株比率が相対的に高い企業を評価する。

### ② ディスクロージャーにより異端性の弱みをカバーしているか

戦略的逸脱企業は、自社固有の情報が増えるため、投資家の情報処理コストが高まりやすい (Ye et al., 2021)。そこで、**自主的な情報開示や情報仲介者の活用によって、情報処理コストの低下に取り組む企業を評価する**。

Ye et al. (2021) は、経営者業績予想やプレスリリースといった自主的な開示が、情報の非対称性を緩和し、企業固有情報の株価への織り込みを促すことを示している。従って、経営者業績予想およびプレスリリースの発信頻度を評価する。情報仲介者の活用については、アナリストカバレッジと監査法人に基づいて評価する。これは、戦略的にリスクテイクを行う企業ほどアナリスト等のカバレッジを

得やすく (Barth et al., 2001 ; Lehavay et al., 2011) , 情報の非対称性やエージェンシー問題の低減を目的に, 高品質の監査人を採用する傾向があるからである (Dong et al., 2021)。

2-3 では, 以下の図表 13 に基づき加点を行った。

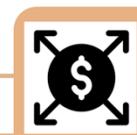
項目		説明
取締役会構成	会議長	CEO の取締役会議長非兼任で 1 点加点
	規模	取締役会の人数がグロス企業全体の下位 50% で 1 点加点
	社外取締役	取締役会に占める社外取締役の割合がグロス企業全体の上位 50% で 1 点加点
	独立社外取締役	独立社外取締役が 1 名以上指定されている場合に 1 点加点
株主構成	機関投資家	機関投資家の株式保有比率がグロス企業全体の上位 50% で 2 点加点
	外国人投資家	外国人投資家の株式保有比率がグロス企業全体の上位 50% で 2 点加点
ディスクロージャー充実度	経営者 予想業績	直近 1 年間で経営者予想業績の開示頻度がグロス企業全体の上位 50% で 1 点加点
	適時開示	直近 1 年間で任意含む適時開示の開示頻度がグロス企業全体の上位 50% で 1 点加点
エージェンツ 利用	アナリスト	アナリストカバレッジが 1 人以上あれば 1 点加点
	監査法人	大手監査法人 (Big4) を選択していれば 1 点加点

図表 13 : スクリーニング 2-3 の加点方法

### 3. 第 3 スクリーニング : 波及効果の実現

第 3 スクリーニングでは, OUTLIER 第 3 の要件である「波及効果を実現しているか」に着目する。現在のグロス企業には, 日本経済を牽引する主体になれていないという課題があった。我々が OUTLIER の求めるのは, 成長意欲を持ち, 非凡な成長を見せることだけでなく, 日本経済に波及効果をもたらすことである。

こうした企業を選出するにあたり, まず, 企業が将来どれだけの規模に成長しうるか (スケーラビリティ) に着目する。これは, 企業規模が小さい場合, 波及効果が生じたとしても日本経済への影響が限定的となるからである。そのうえで, 冒頭で紹介した加藤 (2022) を参考に, 「新陳代謝の実現」と「経営人材輩出」の二点を測定し, 日本経済に波及効果をもたらす企業を選出する。



#### 3-1. スケーラビリティ

3-1 では, 日本経済に波及効果を及ぼしうる前提として, 企業のスケーラビリティを評価する。企業規模が小さいほど, 波及効果が生じてマクロへのインパクトは限定されやすい。第 2 スクリーニング通過企業のうち, ①十分に大きな TAM (総潜在市場) を有し, かつ②当該市場を開拓・獲得しうる企業を選定する。

### ① TAM は十分に大きいか

企業が将来的に大きな市場を獲得しうるかを評価するため、**企業が開示する TAM に着目する**。IR 資料等の TAM 開示に加え、有価証券報告書における新規事業及び海外展開の記述を参照し、市場規模の大きさと拡張余地が確認できる企業をスケラビリティが高い企業として評価する。

### ② TAM の実現可能性は高いか

TAM の実現可能性については、Eisenmann (2020) を参考に、**重要業績評価指標 (KPI) と中長期計画の 2 点から評価する**。第一に、KPI については、企業理解において財務指標だけでは限界があり、事業 KPI の活用が有用だと指摘されている(Haber and Schriever, 2019)。ただし、Schilit and Perler (2010) は、KPI には恣意的な設計や操作の余地があり、継続性が担保されない場合があると述べる。以上を踏まえ、有価証券報告書の「経営方針の達成状況を判断するための客観的指標」の開示から、KPI の設定有無、設定数および時系列開示を評価項目とした。次に、中長期目標については、東証が開示を要請している「事業計画及び成長可能性に関する説明資料」において、具体的な財務数値を用いて中長期計画を設定している企業が、将来の見通しが明確な企業として評価した。

3-1 では、以下の図表 14 に基づき加点を行った。

項目		説明
TAM の大きさ	企業開示の TAM	「事業計画及び成長可能性に関する説明資料」において、開示されている TAM の上位 50% 企業に 1 点加点
TAM の実現可能性	KPI 開示	有価証券報告書における「経営方針の達成状況を判断するための客観的指標」において、伝統的な財務指標のみが開示されている場合 0.5 点、事業 KPI に基づく指標を開示している場合は 1 点加点
		開示 KPI 数の上位 50% 企業に 1 点加点
	中長期会計目標	「事業計画及び成長可能性に関する説明資料」において、財務数値の目標を明示している場合 1 点加点

図表 14: スクリーニング 3-1 の加点方法



## 3-2. 業界に対する新陳代謝

3-2 では、波及効果の一つとして、**新陳代謝を通じて日本経済全体の生産性を高める能力を評価する**。伊藤・松浦 (2010) は、日本の全要素生産性 (TFP) の成長率を要因分解し、生産性の低い企業・事業所の退出を通じた新陳代謝が十分に機能していない可能性を示唆している。

この背景を説明する仮説の一つが「**ゾンビ企業仮説**」である。ゾンビ企業とは、業績が悪く回復見込みが乏しいにも関わらず、債権者や政府の支援によって存続する企業を指す (Caballero et al., 2008; 星, 2006)。これらの研究に従えば、退出すべき企業が市場に残ることで、低生産性企業が需要・資金・人材を占有し、退出が遅れる。結果として、高生産性企業の参入や成長が阻害され、経済全体の生産性上昇が抑えられうる。

そこで本スクリーニングでは、まずゾンビ企業が相対的に多い市場で事業展開する企業に着目し、**新陳代謝への潜在的寄与が大きい企業を捉える**。また、企業の退出には、M&Aによる退出と清算による退出という2つの経路がある(Wennberg, 2010)。この枠組みを踏まえ、M&Aと清算の双方の観点から、企業が産業の**新陳代謝に与える影響を評価する**。

### ① ゾンビ企業の多い産業で事業展開を行っているか

ゾンビ企業が相対的に多い産業で事業展開する企業ほど、成長を通じて低生産性企業の退出を促し、新陳代謝への潜在的寄与が大きいと仮定する。Fukuda and Nakamura (2011)に基づきゾンビ企業を判定し、日経産業中分類ごとにゾンビ企業比率を算出して産業別の多寡を特定する。そのうえで、**ゾンビ企業比率が高い産業に属する企業を、新陳代謝への潜在的寄与が相対的に大きい企業として評価する**。

(3.1) Fukuda and Nakamura (2011)

$$R_{i,t}^* = r_{s,t-1}BS_{i,t-1} + \left( \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 r_{l,t-j} \right) BL_{i,t-1} + \left( \min_{k=1,\dots,5} r_{cb,t-k} \right) Bonds_{i,t-1}$$

$R_{i,t}^*$ : 最低利子支払額  $BS_{i,t-1}$ : 短期借入金  $BL_{i,t-1}$ : 長期借入金  $Bonds_{i,t-1}$ : 社債・転換社債  
 $r_{s,t-1}$ : 前年の平均短期プライムレート  $\left( \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 r_{l,t-j} \right)$ : 過去5年の平均長期プライムレート  
 $\left( \min_{k=1,\dots,5} r_{cb,t-k} \right)$ : 過去5年間で発行された転換社債のクーポン率のうち最も低かったもの

上記の式で最低利子支払額を算出した上で①かつ②の条件を満たす企業をゾンビ企業と判定する

- ① 営業損益+受取利息配当金、または利払い前税引き前損益のいずれかが、最低利子支払額を下回っている
- ② 前年度の借入金残高に対して当年度の借入金残高が増えている、または実際の利子支払額が最低利子支払額を下回っている

### ② M&Aを通じた新陳代謝を実現するか

生産性の高い企業がM&Aを行えば、人材や経営資源がより生産性の高い主体へ移転し、経済全体の生産性向上につながりうる。Maksimovic and Phillips (2001)は、M&Aを通じた事業資産の再配分効果の有用性を示している。こうしたM&Aにおける実際の意思決定の考え方をより具体的に把握するため、西友を約3,800億円で購入したトライアルホールディングスに対してインタビューを実施した。

#### 株式会社トライアルホールディングス様 インタビュー

日時	2025/12/20 15:00~15:30
場所	トライアル HD様 浜松町オフィス
ご担当者様	IRご担当 瀬戸様 秋元様
訪問者	田代, 池田, 石田



Q: 西友の買収は非常に大きな意思決定であったが、どのような考えのもとで可能だったのか。

A: 当社では、常に10年、20年先を見据えて、会社の成長や小売業界全体の将来像を考えながら、いま何を判断すべきかを検討している。そうした長期的な視点に立つと、西友の買収は決して逃したくない機会だった。小売業界は今後さらに寡占化が進むと考えている。その中で、自社の立ち位置を検討し、店舗展開が限定的であった関東エリアにおいて高いプレゼンスを持つ西友は、今後の成長に向けた最適なパートナーであると判断した。当社は「小売業界のムダ・ムラ・ムリをなくす」という目標を掲げ、長期的に小売業界全体の生産性向上に貢献していきたいと考えている。

上記のインタビューからも、テクノロジーなどを活用し高い生産性を誇る企業がM&Aを行うことで、自社だけでなく、業界全体に対してもポジティブな影響が生じうると考えられる。本スクリーニングでは、こうした知見から、**M&Aを通じて資源再配分を促しうる企業を、新陳代謝の担い手として評価する。**

### ③ 清算を通じた新陳代謝を実現するか

マクロ経済学では、企業の新陳代謝を捉える指標として、総要素生産性（TFP）が広く用いられている。Hopenhayn (1992) は、高生産性企業が残存し低生産性企業が退出するメカニズムを示し、参入と退出が同時に生じることで産業全体の生産性分布が長期的に安定することを明らかにした。Foster et al. (2008) は、TFP を売上ベースと物量ベースに区別し、とりわけ売上ベースの TFP が参入・退出といった新陳代謝の動態を説明するうえで有効であることを示している。以上を踏まえ、**売上ベースの TFP が高い企業を、新陳代謝の実現可能性が高い企業として評価する。**

(3.2) TFP（全要素生産性）	
$Y = AL^{\alpha}K^{\beta} \quad (\alpha > 0, \beta > 0)$	
上式で表されるコブダグラス型の生産関数による定式化を行い、対数変換を行なった上で、資本と労働の投入量で説明できない残差を全要素生産性として定義する	
$Y$ : 生産量 $L$ : 労働投入量 $K$ : 資本投入量 $\alpha$ : 労働分配率 $\beta$ : 資本分配率	
①代理変数として生産量として付加価値額, 労働投入量として従業員数, 資本投入量として有形固定資産を用いる ②JIP データベース 2023 より労働分配率及び資本分配率を算出した	

3-2 では、以下の図表 15 に基づき加点を行った。

項目		説明
新陳代謝への潜在的寄与度	ゾンビ企業	日経中分類においてゾンビ企業の存在が確認されている産業に属する企業に 1 点加点
	M&A	上場後 M&A を実行している場合 1 点加点
新陳代謝の実現	清算	企業単位で算出した TFP がサンプル内企業の上位 50% に該当する企業に 1 点加点

図表 15 : スクリーニング 3-2 の加点方法



### 3-3. 次世代人材の輩出

3-3 では、波及効果のうち、**人材輩出、とりわけ経営人材を輩出する能力を評価する。**過去の高成長企業の中には、自社の成長にとどまらず、次の挑戦を担う創業者・経営者を生み出し、人材の起点となった企業がある。代表例として、PayPal 出身者による「PayPal Mafia」である。PayPal の元従業員が Tesla, SpaceX, YouTube 等の創業や初期経営に関与し、シリコンバレーの企業生態系に構造的影響を与えたと指摘されている（日本経済新聞、2015年11月20日）。こうした特定企業から多数の創業者・経営者が生まれる現象は、経営学・起業研究では Entrepreneurial Spawning（起業家輩出）と呼ばれ（Gompers, 2005）、従業員の業務経験の幅、リスク志向の人材の採用、ネットワーク構築の三要素が主要因とされる。開業率の低さが課題とされる日本において、経営人材の輩出は日本経済に対して大き



な意義を持つ（中小企業白書，2020）。以上を踏まえ、**経営人材を継続的に輩出しうる企業を、人材の起点として評価する。**

### ① 業務経験の幅が広いか

初めに、従業員の経験する業務の幅に着目する。起業家は、財務や営業、組織運営など複数領域のスキルを統合的に扱う必要があるため、多様な業務を経験するほど起業確率が高いとされる（Lazear, 2005）。ここでは、業務経験の幅の代理指標として一人当たり人件費を用いる。これが高い企業ほど、**従業員一人当たり求められる役割が多岐にわたり、結果として業務経験の幅が広がるとみなす。**

### ② リスク志向の高い人材を採用しているか

成長企業やベンチャー企業には、将来起業を志向する者が集まりやすい。これは、企業の文化や採用方針が、リスク許容度の高い人的資本を集積させ、それが起業家輩出につながるというメカニズムである。Bago et al. (2022) は、リスク許容度の高い人材や高能力の人材ほど、固定給ではなく出来高払い契約を好むことを示している。これらを踏まえ、**従業員に対するストックオプションの設計がある企業をリスク志向の高い人材を採用する企業として評価する。**

### ③ ネットワークが構築される環境か

最後に、ネットワークの構築に着目する。従業員は企業活動を通じて、顧客、投資家、技術者、共同創業者候補など、多様な外部主体とのネットワークを形成する。これらは、起業時の資金調達や取引先獲得、初期組織の立ち上げに活用され、成功確率を高めうる。Hellmann (2002) は、ベンチャーキャピタル（以下、VC）が投資先企業にネットワークを提供し、投資先の専門化や組織能力の優位性につながることを報告している。以上を踏まえ、**VC から出資を受けている企業は外部ネットワークを構築できる可能性が高いと評価する。**

3-3 では、以下の図表 16 に基づき加点を行った。

項目		説明
次世代人材の輩出	業務経験の幅	従業員 1 人当たり人件費がサンプル内企業の上位 50%企業に 1 点加点
	リスク嗜好の高い人材の採用	従業員に対するストックオプションの潜在株式比率がサンプル内企業の上位 50%企業に 1 点加点
	ネットワークの構築	上場のタイミングで VC が主要株主に含まれていた場合に 1 点加点

図表 16 : スクリーニング 3-3 の加点方法

## III ポートフォリオ決定

スクリーニングの結果、東証グロース市場に上場している 20 銘柄への投資が決定した。本章では、ポートフォリオの配分決定、各銘柄の紹介、そしてパフォーマンスの分析を行う。

## 1. ポートフォリオ配分・銘柄紹介

ここでは、選出した企業について、企業概要と異端性の背景を紹介する。異端性偏差値は、第2スクリーニングにおいて測定した「資源配分の異端性」と「ビジネスモデルの異端性」について、全グローバル企業を母集団とした偏差値に表したものである。異端性の説明については各社IR資料等を参照して作成した。

企業	PF配分・企業概要		異端性偏差値	
141A	投資比率: 2.49%	投資金額: 112,143 円	資源配分: 69	ビジネス: 39
トライアルHD	九州地盤のディスカウントストア。2025年7月に西友を約3800億円で買収し、関東圏へ進出。ITやデータの活用による効率的な店舗運営で他社との差別化を図る。			
2158	投資比率: 5.19%	投資金額: 233,782 円	資源配分: 46	ビジネス: 63
FRONTEO	行動情報科学データ解析会社。10年を超えるAI運用実績をもつ。近年は自社開発の特化型AIを応用して多分野へのソリューションサービスを提供している。			
215A	投資比率: 5.40%	投資金額: 243,255 円	資源配分: 47	ビジネス: 63
タイミー	求人情報サービス会社。スポットバイト市場を新規に開拓し、登録事業者数を伸ばす。先行者優位性を享受し同市場でトップのポジショニングを維持。			
247A	投資比率: 5.68%	投資金額: 255,651 円	資源配分: 71	ビジネス: 53
Aiロボティクス	自社美容商品のダイレクト販売会社。広告運用業務を効率化するため、自社開発AIシステム「SELL」を開発。精度の高い顧客獲得・マーケティングを強みとする。			
3416	投資比率: 5.71%	投資金額: 257,121 円	資源配分: 63	ビジネス: 57
ピクスタ	デジタル素材提供会社。43万人以上の強固なクリエイター基盤と圧倒的なコンテンツ数で競合優位性をもつ。事業投資にも積極的。			
4377	投資比率: 4.93%	投資金額: 222,271 円	資源配分: 70	ビジネス: 50
ワンキャリア	就職支援のデータメディアサービス会社。偏差値の高い大学生を中心に利用者シェアを獲得し、現在の売り手市場である就活において、企業側の高い採用意欲を取り込む。			
4490	投資比率: 3.26%	投資金額: 146,981 円	資源配分: 53	ビジネス: 50
ビザスク	ナレッジシェアリング会社。エキスパートインタビューの市場を開拓。米国企業の買収にも挑戦している。			
4495	投資比率: 5.88%	投資金額: 264,980 円	資源配分: 52	ビジネス: 63
アイキューブドシステムズ	モバイルデバイス管理サービス会社。モバイルデバイスの管理というユニークなビジネスモデルでトップシェアを確立。豊富なオプションサービスにより差別化に成功。			
4570	投資比率: 4.69%	投資金額: 211,259 円	資源配分: 49	ビジネス: 59
免疫生物研究所	抗体試薬の研究開発型企業。創薬企業でありながら化粧品や試薬など医薬品に限定しない収益モデルを構築することでリスクの分散を行っていることが特徴。			
5038	投資比率: 5.96%	投資金額: 268,340 円	資源配分: 47	ビジネス: 66
eWeLL	住宅医療支援ソフト開発会社。在宅医療の現場業務の効率化を主軸にすることで他社にはないサービスを展開。データを活用することで多角化にも成功。			

5892	投資比率: 3.18%	投資金額: 143,069 円	資源配分: 59	ビジネス: 47
yutori	アパレル DC ブランド運営会社。Z 世代向けマーケティングに強み。CEO の積極的なメディア露出により採用や知名度向上がなされている。			
6224	投資比率: 8.00%	投資金額: 360,362 円	資源配分: 107	ビジネス: 47
JRC	コンベヤ部品メーカー。旺盛なリプレイス需要に加え、工事・メンテナンス案件が拡大するとともに、海外案件・大型案件が増加。			
7110	投資比率: 4.14%	投資金額: 186,436 円	資源配分: 51	ビジネス: 55
クラシコム	ライフカルチャー製品の開発販売会社。強固なブランドイメージを確立することで他社との差別化に成功。動画や記事を通じて「暮らし」の提案を行う。			
7685	投資比率: 3.11%	投資金額: 140,122 円	資源配分: 57	ビジネス: 47
BuySell Technologies	リユース品の買取販売会社。出張訪問買取の業界 No2 を買収することで同業界内での競争優位性を構築。他にもリユース領域での買収を通じて知見を吸収。			
7803	投資比率: 5.06%	投資金額: 227,846 円	資源配分: 54	ビジネス: 58
ブシロード	コンテンツ・IP 開発会社。カード商品やデジタルゲームなど複数の商品において自社 IP を展開し普及させるワンストップメディアミックス戦略が特徴。			
9166	投資比率: 5.19%	投資金額: 233,920 円	資源配分: 46	ビジネス: 63
GENDA	エンターテインメント事業のグループ会社。「連続的な非連続な成長」を掲げ従来にないスピードでの買収と資金調達を実行。経営陣も各領域のエキスパートにより構成。			
9338	投資比率: 4.99%	投資金額: 224,570 円	資源配分: 44	ビジネス: 63
INFO RICH	モバイルバッテリーレンタル会社。モバイルバッテリーレンタルの市場を開拓。積極的な海外展開も他のグロース市場には見られない特徴である。			
9467	投資比率: 5.05%	投資金額: 227,255 円	資源配分: 46	ビジネス: 62
アルファポリス	書籍出版会社。作品投稿サイトを活用して才能豊かな作家を抱えつつ、漫画化・アニメ化というバリューチェーンを保有している点が画期的。			
9554	投資比率: 6.66%	投資金額: 300,036 円	資源配分: 47	ビジネス: 69
AVIC	インターネット広告サービス会社。データの積極的な活用により、サービス水準の維持や適切な人材配置を実現。大企業との協業で予算の大きい顧客を安定的に確保。			
9560	投資比率: 5.44%	投資金額: 245,094 円	資源配分: 48	ビジネス: 63
プログリット	英語学習サービス会社。高単価かつ短期集中の英語コーチングサービスという新たなビジネスモデルを開拓。株主総会を重視する IR 姿勢も特徴的。			

## 2. パフォーマンス分析

OUTLIER は、第 2 の要件である**異端性を発揮し株主価値を向上させる**ため、高い投資パフォーマンスを示すと考えられる。これを検証すべくパフォーマンス分析を行った。

ポートフォリオ（以下、PF）銘柄の上場タイミングを考慮して、2024 年 12 月から 2025 年 11 月までの 1 年間 PF を保持した場合を仮定し、累積リターンを計算した。図表 17 は、2024 年 12 月 1 日から 2025 年 11 月 30 日までの日次リターンに基づく累積リターンを TOPIX およびグロース市場指数と比較



図表 17：PF 日次パフォーマンス

	リターン	リスク	シャープ レシオ
	= R	= $\sigma$	= $R/\sigma$
PF	0.578	0.257	2.249
グロース 市場指数	0.127	0.245	0.518
TOPIX	0.234	0.201	1.164

図表 18：PF リスクリターン

したグラフである。このグラフより、1 年間の累積リターンでは、本 PF が TOPIX およびグロース市場指数を大幅に上回っており、OUTLIER が高い投資パフォーマンスを示していることがわかる。

また、上記の 1 年間におけるリターンとリスク（日次リターンの標準偏差）を分析した上で、リスクフリーレートを 0 としてシャープレシオを算出した（図表 18 参照）。本ポートフォリオは、他指数と比べてシャープレシオが有意であり、優れたリスク対比リターンを提供していることが示唆された。

以上より、市場指数が伸び悩んでいるグロース市場においても、OUTLIER によるポートフォリオは高いリターンを実現しており、第 2 の課題として提起した株主価値の伸び悩みに対する解となっていることが確認できた。

## IV インタビュー

これまで我々は、グロース市場の課題をベースに、理想のグロース企業像として OUTLIER を選出してきた。こうした企業の異端性をさらに言語化するため、投資ポートフォリオに選出された企業から 2 社インタビューを実施した。

株式会社 yutori 様 インタビュー	
日時	2025/12/8 10:00～11:00
場所	yutori 様 オフィス
ご担当者様	IR ご担当 樋口様
訪問者	田代, 池田, 石田

**Q：他社にはない貴社独自の強みはどこであると考えているか。**  
**A：若い社員が多く在籍する自立分散型の組織であることを強く意識している。特定の CEO 個人にブランドが紐づく経営ではなく、ブランドごとにチームを設けて、収益を創出する組織構造を構築している点が特徴だ。当社の最大の強みは、Z 世代向けマーケティングにおける高い実行力にある。顧客との感覚的な距離が近い若い人材を継続的に採用し、積極的に権限を委譲する仕組みを作っていることが競争優位性になっていると考えている。一方で上場企業としてより高い成長を実現するために、従来知見のなかった顧客層をターゲットとした商品に関しては M&A を活用する方針であり、小嶋陽菜氏が代表を務める heart relation 社の買収もその一環である。**

株式会社 GENDA 様 インタビュー	
日時	2025/12/22 15:00~16:00
場所	GENDA 様 オフィス
ご担当者様	CFO 渡邊様
訪問者	田代, 石田
<p><b>Q：他社にはない貴社独自の強みはどこであると考えているか。</b></p> <p><b>A：M&amp;A を戦略的に活用し株主価値の向上を図ってきたこれまでの取り組みについて、大きな手応えを感じている。一方で、連続的な M&amp;A を見据えた待機資金の確保を目的として公募増資を実施してきた結果、比較的短い時間軸でのリターンを重視する投資家にとっては、投資判断が難しい局面を生じさせていた。今後は流動性の観点からも、より幅広い時間軸の投資家に当社株式を保有していただくことが重要であると考えている。資本市場からの評価や声を適切に受け止め、それを自社戦略へ反映させていく姿勢は、今後の日本企業にとって一層重要性を増していくと考えている。</b></p>	

お話を伺った 2 社は、短期的な成果にとらわれることなく、長期的な視点で投資を行い、自社の強みを継続的に伸ばしていた。我々が「異端性」と呼んできたものは、各社が時間をかけて磨き上げてきた、他社には代替しえない固有の強みにほかならないことが明らかになった。一方で、上場企業として求められるガバナンスの確保や資本効率の追求とのバランスにも十分な配慮がなされていた。以上を踏まえ、我々が選出した OUTLIER は、理想のグロース企業像を体現しているとの確信を得た。

## V 日経STOCKリーグを通して学んだこと

本レポートの作成に向き合い続けた 9 か月間を振り返ると、困難に向き合いながら、個性豊かなメンバーと真摯に学び続けた日々が鮮明に蘇る。ある人は、「ここが踏ん張りどころだから」とチームを叱咤激励し続けた。ある人は、豊富な経済知識と論理力で議論をリードし、チームの方向性を決定付けた。ある人は、持ち前の元気で想像力で場を盛り上げ、チームに推進力をもたらした。1 人たりともチームから欠けていたら、このレポートが日の目を見ることはなかったと思う。

「感動はサプライズから生まれる。」首藤先生がくださったこのアドバイスを胸に刻み、従来の枠に収まらないアイデアを模索し続けた。こうした葛藤の末、全員が納得できるアウトプットを追い求め、我々は“OUTLIER”という一つの企業像に到達した。周囲に迎合せず独自の価値を追求する企業像は、対話を重ねて合理的な着地点を見出そうと粘り抜いた我々自身の姿勢とも重なって見える。相手の考えを受け止め、自分の考えを丁寧に伝えた上で、チームとしての成果を生み出す——この経験に勝る学びはないと感じている。今後、我々はそれぞれ異なる道へと進んでいくが、共に悩み、議論し、戦い抜いたこの 9 か月間は、必ずや将来の糧になると信じている。

最後に、私たちの成長の糧となる数々の助言をくださり、行き詰まった際には親身にご相談に乗っていただいた首藤先生、ならびにゼミの先輩方・同期の皆様にご心より感謝申し上げます。また、お忙しい中にもかかわらず早くインタビューをお引き受けくださった、東京証券取引所上場部 池田様、株式会社 yutori 樋口様、株式会社トライアルホールディングス 瀬戸様・秋元様、株式会社 GENDA 渡邊様にも深く御礼申し上げます。加えて、日本経済新聞社、野村ホールディングスをはじめ、本コンテストの運営を支えてくださったすべての皆様に、心より感謝申し上げます。

## 参考文献

- Bago et al. 2022. Experimental evidence on the relationship between risk preferences and the selection of compensation contracts. *Journal of Economic Behavior & Organization* 202: 336-350.
- Barth et al. 2001. Analyst Coverage and Intangible Assets. *Journal of Accounting Research* 39(1): 1-34
- Bertrand et al. 2003. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy* 111(5): 1043-1075
- Blau. 1964. Exchange and Power in Social Life. *Wiley*.
- Brown and Tucker. 2011. Large-Sample Evidence on Firms' Year-Over-Year MD&A Modifications. *Journal of Accounting Research* 49(2): 309-346.
- Calori et al. 1994. CEOs' Cognitive Maps and the Scope of the Organization. *Strategic Management Journal* 15(6): 437-457.
- Campbell. 2000. The Proactive Employee: Managing Workplace Initiative. *The Academy of Management Executive* 14(3): 52-66.
- Crossland et al. 2014. CEO Career Variety: Effects on Firm-Level Strategic and Social Novelty. *The Academy of Management Journal* 57(3): 652-674.
- Dong et al. 2021. Strategic deviance and auditor choice. *Journal of Business Finance & Accounting* 48(5-6):1047-1077.
- Eisenmann. 2020. Why startups fail. *Harvard Business Review* 98(3): 66-75.
- Foster et al. 2008. Reallocation, Firm Turnover, and Efficiency: Selection on Productivity or Profitability? *American Economic Review* 98(1): 394-425.
- Finkelstein and Hambrick. 1990. Top-Management-Team Tenure and Organizational Outcomes: The Moderating Role of Managerial Discretion. *Administrative Science Quarterly* 35(3): 484-503.
- Finkelstein. 1992. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation. *The Academy of Management Journal* 35(3): 505-538.
- Fukuda and Nakamura. 2011. Why did 'zombie' firms recover in Japan? *The World Economy* 34(7): 1124-1137.
- Gioia and Chittipeddi. 1991. Sensemaking and Sensegiving in Strategic Change Initiation. *Strategic Management Journal* 12(6): 433-448.
- Gompers et al. 2005. Entrepreneurial spawning: Public corporations and the genesis of new ventures, 1986-1999. *The Journal of Finance* 60(2): 577-614.
- Greve and Mitsuhashi. 2006. Power and Constraint: CEO Networks and Strategic Change. *Strategic Management Journal* 27(12): 1197-1212.
- Haber and Schriever. 2019. Business model-related key performance indicators in management reports—An empirical study of the German HDAX companies. *Journal of Business Economics* 89(9-10): 1163-1204.
- Hambrick and Finkelstein. 1987. Managerial Discretion: A Bridge between Polar Views of Organizational Outcomes. *Research in Organizational Behavior* 9: 369-406
- Hambrick and Mason. 1984. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *The Academy of Management Review* 9(2): 193-206
- Haynes and Hillman. 2010. The Effect of Board Capital and CEO Power on Strategic Change. *Journal of Management* 36(5): 1145-1168.
- Hellmann. 2002. A Theory of Strategic Venture Investing. *Journal of Financial Economics* 64(2): 285-314.
- Holmström. 1979. Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics* 10(1): 74-91.
- Hopenhayn. 1992. Entry, Exit, and firm Dynamics in Long Run Equilibrium. *Econometrica* 60(5): 1127-1150.
- Ke et al. 2003. What insiders know about future earnings and how they use it: Evidence from insider trades. *Journal of Accounting and Economics* 35(3): 315-346.
- Keil et al. 2017. CEO Entrepreneurial Orientation, Entrenchment, and Firm Value Creation. *Entrepreneurship Theory and Practice* 41(4): 475-504.
- Lakonishok et al. 1994. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance* 49(5): 1541-1578.
- Lazear. 2005. Entrepreneurship. *Journal of Labor Economics* 23(4): 649-680.
- Lee. 2023. Cryptocurrency holdings and corporate performance. *Finance Research Letters* 55(Part A).
- Lehavy et al. 2011. The Effect of Annual Report Complexity on Analyst Following, Forecast Accuracy, and Information Dispersion. *The Accounting Review* 86(3): 1087-1115.
- Maksimovic and Phillips. 2001. The Market for Corporate Assets: Who Sells to Whom? *The Journal of Finance* 56(6): 2019-2065.
- McConnell and Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27(2): 595-612.

- Mercik et al. 2024. Understanding crypto-asset exposure: An investigation of its impact on performance and stock sensitivity among listed companies. *International Review of Financial Analysis* 92.
- Miller and Friesen. 1986. Porter's (1980) Generic Strategies and Performance: An Empirical Examination with American Data. Part II: Performance Implications. *Organization Studies* 7(3): 255-261.
- Mishra and Jhunjhunwala. 2013. Diversity and the Effective Corporate Board. *The International Journal of Business in Society* 13(5): 599-619.
- Mizruchi. 1983. Who Controls Whom? An Examination of the Relation Between Management and Boards of Directors in Large American Corporations. *Academy of Management Review* 8(3): 426-435.
- Richardson. 2006. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies* 11: 159-189.
- Roychowdhury. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42(3): 335-370.
- Schilit and Perler. 2010. Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks & Fraud in Financial Reports. *McGraw-Hill Education*.
- Selling and Stickney. 1989. The Effects of Business Environment and Strategy on a Firm's Rate of Return on Assets. *Financial Analysts Journal* 45: 43-52.
- Serfling. 2014. CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance* 25: 251-273.
- Shleifer and Vishny. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* 94(3): 461-488.
- Short et al. 2010. Construct Validation Using Computer-Aided Text Analysis: An Illustration Using Entrepreneurial Orientation. *Organizational Research Methods* 13(2): 320-347.
- Smith and Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32(3): 263-292.
- Tang et al. 2011. Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board. *Journal of Management Studies* 48(7): 1479-1503.
- Wang et al. 2021. The effect of CEO entrepreneurial orientation on firm strategic change: The moderating roles of managerial discretion. *Journal of Engineering and Technology Management* 59.
- Wennberg. 2010. Reconceptualizing entrepreneurial exit: Divergent exit routes and their determinants. *Journal of Business Venturing* 25(4): 361-375.
- Wiersema and Bantel. 1992. Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change. *Academy of Management Journal* 35(1): 91-121
- Ye et al. 2021. Strategic deviation and stock return synchronicity. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 36(1): 172-194.
- 青木・新田 (2004) 「日本企業の取締役会規模と企業パフォーマンス」, 『会計』,166(2), 24-36 頁。
- 大橋 (2017) 「機関投資家によるモニタリングと投資効率性」, 『三田学会雑誌』,110(2), 235-257 頁。
- 加藤 (2022) 「スタートアップの経済学-新しい企業の誕生と成長プロセス-」, 有斐閣。
- 経済産業省 (2023 年 3 月) 「グロース企業の成長実現に向けた研究会 報告書」。
- 斎藤等 (2016) 「取締役会の独立性と株主価値-独立社外取締役は株主価値を高めるか-」, 『日本経済研究』第 73 号, 27-56 頁。
- 野間他 (2021) 「社外取締役の導入が企業価値に与える影響」, 『Disclosure & IR = ディスクロージャー & IR / ディスクロージャー & IR 総合研究所』宝印刷株式会社 編, 19:2021.11, 46-55 頁。
- 星 (2006) 「ゾンビ企業の経済学:何が起きていて,何をすべきか」, 『経済政策ジャーナル』第 3 巻 第 1 号, 24-47 頁。
- 中小企業庁 (2020) 「2020 年版 中小企業白書」。
- 東京証券取引所上場部 (2025 年 2 月 18 日) 「グロース市場における今後の対応」  
<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/um3qrc000000t58p.pdf> (2026 年 1 月 2 日閲覧)。
- 「暗号資産保有の専門上場企業, 世界で倍増 投資に妙味も株価が急変動」『日本経済新聞』2025 年 12 月 8 日
- 「今夜の NEXT 米ワーカー買収, ネットフリックスの野望は」『日本経済新聞』2025 年 12 月 12 日
- 「ペイパルマフィア席卷 出身者人脈、シリコンバレー動かす 後進に投資、成功の連鎖」『日本経済新聞』2015 年 11 月 20 日