

経 営 学

講 評 (第1問・第2問)

第1問は、組織論、戦略論、マーケティング等からの出題である。特にサプライズ要素はなく、形式・内容ともに想定範囲内の問題であったと言え、正確かつ網羅的な学習を普段から行っていれば、パス・モデルによる計算のような現場対応的な問題ができなかったとしても合格ラインを死守することはできるはずである。例年よりも解答箇所も多く、運の要素が減ったことで学習時間と得点との相関性が高い内容であったと言える。

第2問は、コーポレート・ファイナンス、CAPM、ポートフォリオ理論、オプション取引等からの出題である。平成の時代の本試験問題を彷彿とさせる基本に忠実な問題が多く、近年の試験の中では最も平易な内容と言える。特にここ数年は、選択形式の問題で全て正しいものを選ばないといけないような理論問題が多く出題されていたため、しっかり学習した受験生でも高得点を確保するのは至難であったが、今回はそういった形式の問題もなく、時間制約的にも余裕があったと思われる。また、今回は、解答箇所が25箇所でなくなったり、記述問題が久しぶりに登場するといった形式面での変更も見られ、全体的に学習をしっかり行った受験生にとって望ましい変更になった印象である。

各問題の目標点数は、第1問が30点程度、第2問が30点程度、合計で60点程度がボーダーラインになると見込んでいる。

第1問 解答<1>
(経営学)

問題1

問1

a	中堅企業者
---	-------

問2

A	オープン
---	------

B	意識
---	----

C	伝達(伝達体系の確立)
---	-------------

問3

命	令	一	元	化	の	原	則	に	反	し	て	成	員	が	2	人	の	上	司
か	ら	指	示	を	受	け	る	た	め	,	指	示	体	系	が	混	乱	す	る
お	そ	れ	が	あ	る	。													

問4

D	チャンドラー
---	--------

E	組織は戦略に従う
---	----------

問5

候補	2
----	---

理由	候	補	2	の	効	用	25	が	満	足	化	基	準	を	最	初	に	超	え	る
	か	ら	で	あ	る	。														

問6

選択肢	②
-----	---

理由	経	済	的	交	換	関	係	を	築	く	の	は	イ	ン	グ	ル	ー	プ	で	は
	な	く	ア	ウ	ト	グ	ル	ー	プ	だ	か	ら	で	あ	る	。				

問7

$I_a > 15$

第 1 問 解 答 < 2 > (経 営 学)

問題 2

問 1

A	導	入	期
---	---	---	---

問 2

リ	ー	ド	ユ	ー	ザ	ー
---	---	---	---	---	---	---

問 3

B	高	価格
---	---	----

C	上澄み吸収	価格戦略
---	-------	------

D	低	価格
---	---	----

E	市場浸透	価格戦略
---	------	------

問 4 - 1

0.424

問 4 - 2

0.288

問 4 - 3

イミテーター係数	q
----------	---

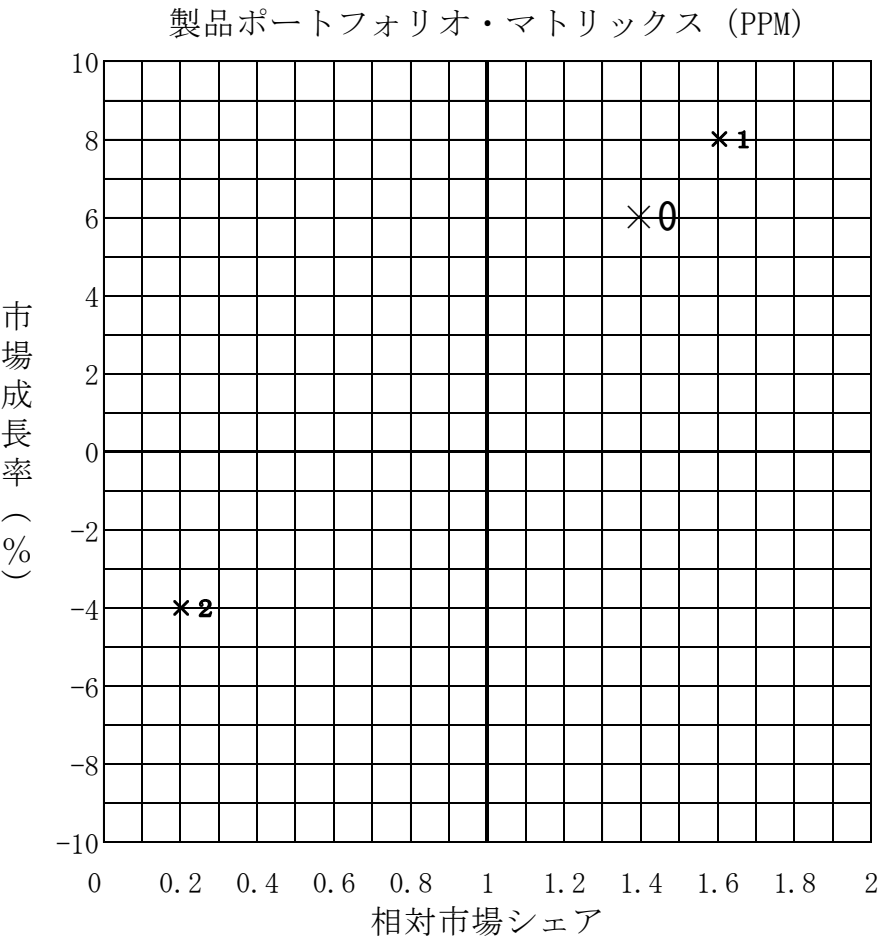
理由	新	規	採	用	者	割	合	の	計	算	に	際	し	,	累	積	採	用	者	割
	合	の	影	響	を	受	け	て	い	る	た	め	で	あ	る	。				

問 5

V	R	I	O
---	---	---	---

第1問 解答<3>
(経営学)

問6



問7

F リーダー

G チャレンジャー

H フォロワー

I ニッチャー

問8

計画的陳腐化

第2問 解答<1> (経営学)

問題1

問1

問1-1

① コール

② 買い

問1-2

③ 増加

④ 減少

問1-3

(A) 資 産 代 替

問2

問2-1

① 1,000

② 800

③ 1,000

問2-2

④ 1,000

⑤ 80,000

⑥ 1,000

問2-3

⑦ 22

残	存	株	主	か	ら	売	却	株	主	へ	富	の	移	転	が	生	じ	た	。
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---

第2問 解答<2>
(経営学)

問題2

問1

100.7 円

問2

3.7 %

問3

2.8 年

問4

① ジャンク

② 高

問5

① 高 く な る

② 小 さ い

問6

選択肢 ア

(不適切な部分) プット

(修正したもの) コール

第 2 問 解 答<3>
(経 営 学)

問題 3

問 1

1, 860 百万円

問 2

10 %

問 3

23, 715 円

問 4－1

1, 500 百万円

問 4－2

25, 215 百万円

第2問 解答<4>
(経営学)

問題4

問1

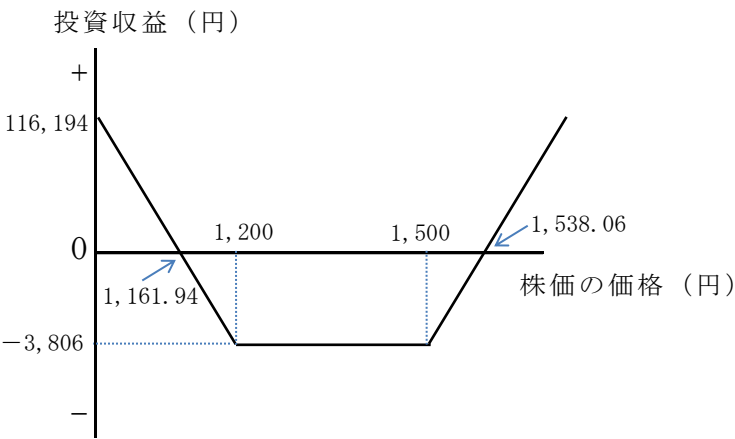
問1-1	12.5	%	問1-2	15	%
------	------	---	------	----	---

問2

問2-1	4,959	円	問2-2	7,656	円
------	-------	---	------	-------	---

問2-3	-13,159	円
------	---------	---

問2-4



問3

シ	ス	テ	マ	テ	イ	ッ	ク	リ	ス	ク	は	分	散	投	資	を	行	っ	て
も	軽	減	す	る	こ	と	が	で	き	な	い	か	ら	で	あ	る	。		

第1問 解説

問題 1

問 1

産業競争力強化法によると、常時使用する従業員の数が二千人以下の会社及び個人(中小企業者を除く。)のことを**中堅企業者**と呼ぶ。

問 2

1 空欄Aについて

「オープン」が当てはまる。組織をオープンシステムと捉えるとは、組織を単体で独立した自己完結的な存在(クローズド・システム)として見るのではなく、常に外部環境と相互に影響し合い、動的に変化し続ける有機的なシステムとして捉える組織理論の考え方である。

2 空欄Bについて

「意識」が当てはまる。バーナードは、組織を「二人以上の人々の意識的に調整された活動や諸力の体系」と定義している。

3 空欄Cについて

「伝達」や「伝達体系の確立」等が当てはまる。この他に、共通目的と貢献意欲を加えて、組織が成立するための3要素とされる。

問 3

ファヨールの管理原則との一つに命令一元化の法則がある。これは、ある活動の担当者は一人の責任者からの命令のみを受け取らなければならないという原則である。縦の命令系統と横の命令系統が存在し、両者が同じように重視されているマトリックス組織では、命令一元化の法則を遵守することが困難となる。

問 4

1 空欄Dについて

「チャンドラー」が当てはまる。アルフレッド・デュポン・チャンドラーは米国の経営史家である。

2 空欄Eについて

「組織は戦略に従う」が当てはまる。チャンドラーが示した組織と戦略に関する有名な命題である。

問 5

1 効用の算定

候補 1 $(-2) \times 12 + 2 \times 30 + (-1) \times 20 = 16$

候補 2 $(-2) \times 15 + 2 \times 35 + (-1) \times 15 = 25$

候補 3 $(-2) \times 13 + 2 \times 33 + (-1) \times 12 = 28$

候補 4 $(-2) \times 10 + 2 \times 40 + (-1) \times 22 = 38$

候補 5 $(-2) \times 18 + 2 \times 30 + (-1) \times 5 = 19$

2 候補の選択

候補 2 が満足化基準の効用 20 を超えるため、以降の候補の紹介を待つ前に A さんは候補 2 を選択する。

問6

選択肢②が誤りである。リーダー・メンバー交換理論とは、リーダーシップがリーダー単独で成立するものでなく、フォロワーとの関係性の中で発現するものとする理論である。一人のリーダーと複数のフォロワーという関係でなく、一人のリーダーと一人の部下の関係に焦点を当てている。ここでのリーダーとフォロワーの関係は、互いに報酬を交換することで成立すると考えている。具体的には、リーダーはフォロワーに対して賞与や昇進、信頼や注目等を提供し、フォロワーはリーダーに対して業務の遂行、信頼や忠誠を提供することで関係が成立する。リーダーとフォロワーの関係性が良好な(LMXが高い)集団をイングループ、そうでない(LMXが低い)集団をアウトグループとしており、リーダーシップの効力はイングループにおいて大きく発揮される。

イングループでは、上司と部下との間で社会的交換が行われる。つまり、信頼関係を基に、上司からの期待に対して、部下は自発的・意欲的な貢献で応えるというような交換関係である。他方、アウトグループでは、上司と部下との間で経済的交換が行われる。つまり、信頼関係がなくとも、契約さえあれば成立するもので、労働に対して決められた給与の支払いを行うというような交換関係である。

問7

1 Bさんのインプットに対するアウトカムの算定

$$14 \div 10 = 1.4$$

2 過小報酬となるAさんのアウトカムに対するインプットの範囲の算定

$$21 \div 1a < 1.4$$

$$\therefore 1a > 15$$

問題 2

問 1 & 問 3

1 空欄 A について

「導入」が当てはまる。製品ライフサイクル仮説によると、製品は時間の経過と従い、導入期、成長期、成熟期、衰退期という 4 つのステージを不可逆的に進む。

2 空欄 B と C について

「高価格」と「上澄み吸収」が当てはまる。製品の開発コストを早期に回収するために、初期に高価格を設定する方法を上澄み吸収価格戦略(スキミング・プライシング)という。

3 空欄 D と E について

「低価格」と「市場浸透」が当てはまる。早期に市場シェアを拡大するために、低価格を設定する方法を市場浸透価格戦略(ペネトレーション・プライシング)という。

問 2

E. フォン・ヒッペルによる **リードユーザー** とは、市場には存在しない製品やサービスを必要とする人々(将来的に一般化されるニーズを先んじて有している消費者)である。リードユーザー手法とは、彼らの体験や専門知識を引き出すことでイノベーションの創出をはかる手法である。

問4

1 バス・モデルについて

製品の普及がどのように進むのか、普及曲線にはさまざまな形状が考えられる。フランク・M・バスによるバス・モデルは、多様な普及曲線を表現するモデルである。当該モデルでは、消費者をイノベーターとイミテーターに分類する。イノベーターとは、他の消費者の動向に関係なく採用の判断を行う消費者であるのに対し、イミテーターとは、他の消費者の動向に影響を受けて採用の判断を行う消費者である。

ある時点 t における新規採用割合を $f(t)$ 、その期末までの累積採用割合を $F(t)$ とすると、その期末までにまだ採用していない人の割合は $(1-F(t))$ になり、このうち p の割合だけ消費者は他者の動向に関係なく採用する。したがって、まだ採用していない人のうち、常に p の割合だけ採用が行われる。この p をイノベーター(イノベーション)係数と呼ぶ。一方、他者の動向に影響を受ける消費者は $F(t)$ の影響下にあると仮定し、 $qF(t)$ の割合が採用する。この q をイミテーター(イミテーション)係数と呼ぶ。以上より、次期における新規採用者割合は、次の文字式で表現することができる。

$$\begin{aligned} f(t+1) &= P(1-F(t)) + qF(t)(1-F(t)) \\ &= \text{イノベーターによる新規採用割合} + \text{イミテーターによる新規採用割合} \end{aligned}$$

イノベーター係数とイミテーター係数の大小関係からさまざまな普及曲線を表現することができる。 $P > q$ の場合、すなわちイノベーターの方がイミテーターよりも多い場合、製品の普及は急速に進む。反対に、 $P < q$ の場合、すなわちイノベーターの方がイミテーターよりも少ない場合、製品の普及は緩やかに進む。

2 問4-1の計算

$f(1)$ は時点1(開始時点)における新規採用割合であり、これは累積採用割合 $F(1)$ と一致する。そして、その値は、他者の動向に関係なく採用するイノベーターの割合 0.2 と一致する。したがって、 $f(2)$ 及び $F(2)$ は次のように計算することができる。

$$\begin{aligned} f(2) &= 0.2 \times (1 - 0.2) + 0.4 \times 0.2 \times (1 - 0.2) \\ &= 0.224 \\ F(2) &= 0.2(1 \text{ 時点の累積採用割合}) + 0.224(2 \text{ 時点の新規採用割合}) \\ &= 0.424 \end{aligned}$$

3 問4-2の計算

$f(1)$ は時点1(開始時点)における新規採用割合であり、これは累積採用割合 $F(1)$ と一致する。そして、その値は、他者の動向に関係なく採用するイノベーターの割合 0.4 と一致する。したがって、 $f(2)$ 及び $F(2)$ は次のように計算することができる($F(2)$ 以降は参考。)。

$$\begin{aligned} f(2) &= 0.4 \times (1 - 0.4) + 0.2 \times 0.4 \times (1 - 0.4) \\ &= 0.288 \\ F(2) &= 0.4 + 0.288 = 0.688 \\ f(3) &= 0.4 \times (1 - 0.688) + 0.2 \times 0.688 \times (1 - 0.688) \\ &\approx 0.1677 \\ F(3) &= 0.688 + 0.1677 \\ &= 0.8557 \end{aligned}$$

問 5

J. B. バーニーは、資源アプローチを代表する分析手法である **V R I O** 分析を提示している。価値、希少性、模倣困難性、組織の 4 要素を充足できる経営資源を保有することで、持続的な競争優位を確立することができる。

問 6**1 時点 1 における各社の相対的市場シェアの算定**

$$\text{X 社} \quad 40\% \div 25\% = 1.6$$

$$\text{Y 社} \quad 25\% \div 40\% = 0.625$$

$$\text{Z 社} \quad 16\% \div 40\% = 0.4$$

2 時点 2 における各社の相対的市場シェアの算定

$$\text{X 社} \quad 45\% \div 25\% = 1.8$$

$$\text{Y 社} \quad 25\% \div 45\% = 0.555\cdots$$

$$\text{Z 社} \quad 9\% \div 45\% = 0.2$$

問 7**1 空欄 F について**

「リーダー」が当てはまる。市場において最大シェアを有する企業である。

2 空欄 G について

「チャレンジャー」が当てはまる。市場において第 2 位又は第 3 位のシェアを有し、リーダーの地位を狙う企業である。

3 空欄 H について

「フォロワー」が当てはまる。市場においてシェアが小さく、リーダーリーダーへの挑戦的な行動を取るのではなく、リーダーへの追随をしようとする企業である。

4 空欄 I について

「ニッチャー」が当てはまる。当該市場においてわずかなシェアしか有していないが、特定のサブ市場において強みを有する企業である。

問 8

計画的陳腐化とは、売り手である企業が、製品ライフサイクルを自ら短縮させることである。製品の寿命を計画的に短縮化することによって、消費者の需要を刺激するマーケティング手法であるが、資源の浪費や旧モデルの処理といった企業の社会的責任の問題と常に結びついている。

第2問 解説

問題 1

問 1

問 1-1

企業価値から社債価値を控除した金額が株式価値となる。企業価値が社債価値を上回っていれば株式価値はプラスとなるが、企業価値が社債価値を下回っていても株式価値はマイナスとはならず、ゼロとなる。なぜなら、株主は有限責任であるため、自己の出資額以上の責任を負うことがないからである。換言すれば損失の下限がゼロで固定されているのである。このことから、株式価値は企業価値を原資産価格とし、負債価値を権利行使価格とするコール(①)オプションの買い(②)建てのポジションとして表現できる。

問 1-2

株主が有限責任であることを利用し、リスクの高い投資を積極的に行うことで株主価値は増加(③)するが、負債価値(債権者の価値)が減少(④)することで、企業価値が減少する。

問 1-3

上記のエージェンシー問題は、「資産代替」と呼ばれる。他にも、リスク・シフティングやリスクー投資選好、過大投資等の種々の表現があるが、漢字4文字という指定であるため資産代替と答える必要がある。

問 2**問 2-1 & 問 2-2****1 特別配当を実施する場合****(1) 配当直前の株価**

$$(2,000 \text{ 万円} + 8,000 \text{ 万円}) \div 10 \text{ 万株} = @1,000 \text{ 円 (①)}$$

(2) 配当直後の株価

$$\begin{aligned} &8,000 \text{ 万円} \div 10 \text{ 万株} \\ &= @1,000 \text{ 円} - @200 \text{ 円} \\ &= @800 \text{ 円 (②)} \end{aligned}$$

(3) 1株当たりの株主の富

$$@200 \text{ 円} + @800 \text{ 円} = @1,000 \text{ 円 (③)}$$

2 自社株買いを実施する場合**(1) 自社株買い直前の株価**

$$(2,000 \text{ 万円} + 8,000 \text{ 万円}) \div 10 \text{ 万株} = @1,000 \text{ 円 (④)}$$

(2) 自社株買い直後の株価

自社株買いの前後で株価は変動しないため、@1,000 円である。

(3) 自社株買い直後の発行済株式数

$$10 \text{ 万株} - 2,000 \text{ 万円} \div @1,000 \text{ 円} = 80,000 \text{ 株 (⑤)}$$

(4) 残存株主の富

$$8,000 \text{ 万円} \div 8 \text{ 万株} = @1,000 \text{ 円 (⑥)}$$

問 2-3**1 プレミアムを上乗せした場合の残存株主の富の算定**

$$\begin{aligned} &10 \text{ 万株} - 2,000 \text{ 万円} \div \{ @1,000 \text{ 円} \times (1 + 10\%) \} = 81,818.1 \cdots \text{株 (自社株買い直後の発行済株式数)} \\ &8,000 \text{ 万円} \div = 81,818.1 \cdots \text{株} = @977.7 \cdots \text{円} \end{aligned}$$

2 プレミアムを上乗せした場合の残存株主の富の減少額の算定

$$@1,000 \text{ 円} - @977.7 \cdots \text{円} = @22.2 \cdots \text{円} \rightarrow @22 \text{ 円 (⑦)}$$

上記の金額だけ、残存株主から売却株主へ富が移転したこととなる。

問題 2

問 1

$$\frac{4}{(1+1.3\%)} + \frac{4}{(1+2.5\%)^2} + \frac{104}{(1+3.8\%)^3} = 100.74\cdots\text{円} \rightarrow 100.7\text{円}$$

問 2

$$(1+1.3\%) \times (1+_1f_2) = (1+2.5\%)^2$$

$$\therefore _1f_2 = 3.71\cdots\% \rightarrow 3.7\%$$

問 3

$$\frac{\frac{8}{(1+8\%)} \times 1 + \frac{8}{(1+8\%)^2} \times 2 + \frac{108}{(1+8\%)^3} \times 3}{100} = 2.78\cdots\text{年} \rightarrow 2.8\text{年}$$

問 4

格付けがBBB(トリプルB)以上の社債は、一般の投資家が購入するのに相応しい社債ということで、投資適格債券と呼ばれる。一方、格付けがBB(ダブルB)以下の社債は、投機的債券もしくは**ジャンク**(①)債と呼ばれる。ジャンク債は信用リスクが高い分、投資適格債券よりも複利最終利回り(期待リターン)は**高い**(②)傾向にある。

問 5

短期金利よりも長期金利の方が高く、イールドカーブの形状が順イールドになる場合、期待仮説によると、投資家は現在の金利よりも将来の金利の方が**高くなる**(①)と期待している。また、長期債券よりも短期債券の金利変化による価格変動リスク(デュレーション)が**小さい**(②)場合、投資家は長期債券への投資に対して追加的なリスクプレミアムを要求するため、短期金利よりも長期金利の方が高くなる。

問 6

選択肢アが誤りである。転換社債に付された新株予約権の部分は、投資家にとって、コール・オプションの性質を持っている。権利を行使することで株式を入手することができることから、転換社債の保有者はコール・オプションの買い建てを行っていることとなる。

問題 3 (単位：百万円)

問 1

$$4,000 \times (1 - 30\%) + 2,000 - 840 - 2,100 = 1,860$$

問 2

$$1\% + (7\% - 1\%) \times 1.5 = 10\%$$

問 3

$$\frac{1,860 \times (1 + 2\%)}{(10\% - 2\%)} = 23,715 \text{ (株主価値} = \text{企業価値)}$$

$$23,715 \div 100 \text{ 万株} = @23,715 \text{ 円}$$

問 4

問 4-1

$$50 \text{ 億円} \times 30\% = 1,500$$

問 4-2

$$23,715 \text{ (資本構成変更前の企業価値)} + 1,500 \text{ (負債の節税効果)} = 25,215$$

問題 4

問 1 & 問 2

1 各状態におけるポートフォリオのリターンの算定

状態 1 $20\% \times 0.25 + 30\% \times 0.75 = 27.5\%$

状態 2 $-10\% \times 0.25 + 0\% \times 0.75 = -2.5\%$

2 ポートフォリオの期待リターンとリスクの算定

(1) 期待リターン

$27.5\% \times 50\% + (-2.5\%) \times 50\% = 12.5\%$

(2) 収益率の分散

$50\% \times (27.5 - 12.5)^2 + 50\% \times (-2.5 - 12.5\%)^2 = 225$

(3) 収益率の標準偏差

分散の平方根を算定すると **15%**である。

問 2-1

$(1,500 \text{ 円} - 1,400 \text{ 円} - 50.41 \text{ 円}) \times 100 \text{ 株} = \mathbf{4,959 \text{ 円}}$

問 2-2

$(126.97 \text{ 円} - 50.41 \text{ 円}) \times 100 \text{ 株} = \mathbf{7,656 \text{ 円}}$

問 2-3

1 原株 100 株の損益の算定

$(1,200 \text{ 円} - 1,382 \text{ 円}) \times 100 \text{ 株} = -18,200 \text{ 円}$

2 コール 1 単位の売りの損益の算定

原資産価格 < 権利行使価格より、買い手は権利を放棄することから、オプションプレミアムが売り手の収益となる。

$50.41 \text{ 円} \times 100 \text{ 株} = 5,041 \text{ 円}$

3 投資戦略の損益の算定

$-18,200 \text{ 円} + 5,041 \text{ 円} = \mathbf{-13,159 \text{ 円}}$

問 2-4

1 コール 1 単位の買いの損益の算定

原資産価格 < 権利行使価格より、買い手は権利を放棄することから、オプションプレミアムが買い手の損失となる。

$-22.45 \text{ 円} \times 100 \text{ 株} = -2,245 \text{ 円}$

2 プット 1 単位の買いの損益の算定

原資産価格 = 権利行使価格より、買い手は権利を放棄することから、オプションプレミアムが買い手の損失となる。

$-15.61 \text{ 円} \times 100 \text{ 株} = -1,561 \text{ 円}$

3 投資戦略の損益の算定

$-2,245 \text{ 円} + (-)1,561 \text{ 円} = \mathbf{-3,806 \text{ 円}}$

4 投資戦略の損益分岐点の算定

上限 $1,500 \text{ 円} + 3,806 \text{ 円} \div 100 \text{ 株} = 1,538.06 \text{ 円}$

下限 $1,200 \text{ 円} - 3,806 \text{ 円} \div 100 \text{ 株} = 1,161.94 \text{ 円}$

問3

システマティックリスクは、景気変動や税率の変更等の市場全体が被るリスクであり、市場内に存在する銘柄に分散投資を行ったところで軽減することができない。