

第 1 問 答 案 用 紙< 1 >
(経 営 学)

問題 1

問 1

自我の欲求とは、他人からの承認や尊敬、地位や名誉、あるいはそれらに基づく自尊心を得たいという欲求である。

問 2

組織目標のために努力することが従業員自身の目標達成につながるよう両者を統合した上で、従業員への権限委譲を進め、仕事の管理を基本的に従業員自身に委ねるといった態度で臨むべきである。

問 3

動機づけ・衛生

問 4

職務充実とは、通常従事している職務に加え、より上位の職位の従業員が従事しているような難易度の高い職務も併せて従事させるという、職務設計の手法の1つである。職務充実は、職務に対するやりがいや責任感を高めてモチベーションを向上させたり、従業員の職務能力の開拓を促進する効果があるとされている。

問 5

診断型組織開発は、組織の抱える問題すなわち組織や人の短所・欠点に注目し、それを修正しようという手法であるが、短所の修正であるため積極的な取り組みが得づらく、人を萎縮させたり疲弊させたりするという弊害をもたらす。

第 1 問 答 案 用 紙< 2 >
(経 営 学)

問題 2

問 1

バーリ

と

ミーネズ

問 2

企業とその資本の大規模化に伴い株式数の増大と株式所有の分散が進み、大株主が消滅して株式所有に基づく企業への支配力を失った。加えて、企業の大規模化が経営の複雑化をもたらし高い経営能力を有する者の重要性が高まった。こうして、専門経営者が自分自身の任免の権利を実質的に握り企業を支配する経営者支配が成立した。

問 3

米国の機関投資家や日本の外国人投資家など、株主利益軽視への不満や投資利益追求のため、物言わぬ株主から物言う株主へと転換し、市場での株式売却(イグジット)よりも直接的な対話(ヴォイス)を、経営者への影響力行使の手段とする株主が現れるようになった。彼らの影響力増大がコーポレート・ガバナンス論登場の背景にある。

問 4

各委員会は、それぞれ取締役3人以上で構成され、かつ、その取締役の過半数は社外取締役でなければならない。また、各取締役は、執行役は兼務できるが、使用人との兼務は認められていない。

問 5

ドイツ型の統治機構では、資本家の代表である株主と労働者の代表である従業員の共同で重要な意思決定がなされる。すなわち従業員も、最高統治機関である監査役会を通じて、株主と同様に企業の意思決定に影響を与えられる点に特徴がある。

第 2 問 答 案 用 紙< 1 >
(経 営 学)

問題 1

問 1 株価 750 円

問 2 配当性向 40 % 株価 1,000 円

問 3 株価 375 円

問 4 (記号) C

問 5 営業レバレッジ

問 6 資本コスト 8 % 事業価値 87.5 億円

問 7 事業価値 50

問 8 (記号) A

問題 2

問 1 (記号) C

問 2 (エ) 格付け (オ) スワップ (カ) 下落

問 3 ① 2 % ② 1 % ③ 101.97 円

④ 101.75 円 ⑤ 2 % ⑥ 1.52 %

第 2 問 答 案 用 紙＜ 2 ＞
(経 営 学)

問題 3

問 1

①	1,000	②	反対売買	③	S Q 値
---	-------	---	------	---	-------

④	たてぎよく	⑤	減少	⑥	タイムディケイ
---	-------	---	----	---	---------

問 2

本質価値	0	円	時間価値	50	円
------	---	---	------	----	---

問 3

投資戦略の名称	ショート・ストラングル
---------	-------------

清算価格の範囲	10,100円 ～ 10,900円
---------	-------------------

【解答への道】

I 合格ライン

＜第1問＞

問題 1 は **問 2** **問 3** **問 4** で得点することが特に重要となる。それができれば、仮に自我の欲求が自尊欲求と同じと認識できず、**問 1** で得点できなかったとしても、決定的な失点にはならないはずである。なお **問 5** はできなくても気にする必要はない。したがって、全体として5割は取りたい。

問題 2 では、**問 1** **問 2** **問 4** で確実に取り、その上で、**問 3** である程度の部分点が取れば十分であり、**問 5** はできなくても気にしなくてよい。本問も全体として5割は取りたい。

以上総合すると、第1問全体で5割は確保したい。

以下、各問ごとに、より詳細に見ていこう。

問題 1 の **問 1** では、上述したように、自我の欲求が自尊欲求(尊厳欲求)と同じであると認識できたかどうか最大のポイントで、できさえすれば平易な問題である。

問 2 の統合と自己統制による管理については、直前答練第1回で取り上げており、その解答への道に詳しい解説もある。模範解答はその解説部分をほぼそのまま使用している。解説まできっちり目を通していた受講生が多かったことを望むばかりである。

問 3 は動機づけ・衛生理論の方が望ましいが、2要因理論でも少なくとも部分点は得られるであろう。

問 4 の職務充実については、講義や答練で重要概念として取り上げており、特に問題はないだろう。ただし、本問の場合解答スペースが比較的広く、知識をうまくふくらませて記述できたかどうか、高い評価を得られるか否かのポイントになると思われる。

問 5 のポジティブ・アプローチはその名の通り、人や組織のポジティブな面に着目しようという考え方で、大まかに言えば長所を伸ばしていこうというものである。これとは対照的に、人や組織の短所や欠陥といったネガティブな面に注目し、それを修正していこうとする考え方はギャップ・アプローチと呼ばれる。職場での最高体験に基づいた組織開発手法である対話型はポジティブ・アプローチに、従来の診断型はギャップ・アプローチに、それぞれ基づいている。一般的に、人にとって長所を伸ばす方が楽であり、短所を直す方が苦しく人を疲弊させる。こうした観点から解答は作成されている。実は問題文に、「人的資源の疲弊という問題がポジティブ・アプローチ誕生の背景」という旨の記述がある。この記述をヒントにすれば、それなりの解答が書けたということである。やはり「問題文は十二分に読み込む」が鉄則である。

なお本問については、環境の複雑性という観点からの、次のような解答でも一定の評価が得られるであろう。

「環境が複雑化しその変化が激しい現代では、組織の抱える問題を特定化することが容易ではなく、

目指すべきゴールも見えにくい、そのような中で診断型を導入しようとする、組織開発の目的や方法に納得感が得られず、メンバーの主体的な取り組みが得にくくなるという弊害が生じうる。」

問題 2 **問 1** の解答は三戸教授の表記に合わせて「バーリ」としているが、「バーリー」でも問題ないと思われる。

問 2 は上級テキストにも説明がある通り、株主の支配力の低下と経営者の重要性の増大という2点が、経営者支配をもたらすという点がポイントである。

問 3 については、日米の株主構成の変化、およびイグジット(exit)からヴォイス(voice)へという行動の変化を中心に記述すればよいであろう。この論点自体は上級テキストにも記述がある基本的なものであるが、本問では、限られたスペースの中でコンパクトにまとめることが少し難しかったかもしれない。

問 4 は、企業法で学習している論点であり、問題はないであろう。

問 5 のドイツ型の統治機構の特徴は、資本家と労働者がともに企業の意思決定に影響を与えるという点にある。

<第2問>

出題の意図をつかみにくい問題や計算方法に悩む問題が、所々、見受けられたとはいえ、ほとんどが基礎的問題であり、満点に近い得点が取れた受験生もいたのではないだろうか。したがって、合格するには7割程度は取っておきたい問題だったといえる。以下で各小問ごとに見ていこう。

問題 1

配当割引モデルを用いた株価算定の問題である **問 1** ～ **問 4** は基本的な内容であり、問題なかったであろう。 **問 5** は、論文直前講義テキストの財務分析の問題でテーマにしており、それを確認していれば書けたであろう。 **問 6** **問 7** の事業価値の算定については、見慣れない出題パターンに戸惑ったかもしれないが、問題自体は決して難しいものではない。せめて **問 6** は正答が望まれる。 **問 8** については、「固定比率大→営業レバレッジ大→リスク大→リターン(資本コスト)大」という基本的なリスクとリターンの関係から、容易に答えを導き出すことができたはずである。

問 1

株価を算定するにあたり、一株あたり利益およびサステイナブル成長率は以下のように算定することができる。

$$1 \text{ 株あたり利益} = \frac{1,000 \text{ 億円} \times 10\%}{2 \text{ 億株}} = 50 \text{ 円}$$

$$\text{サステイナブル成長率} = 10\% \times (1 - 60\%) = 4\%$$

よって、現在の株価は以下になる。

$$\text{株価} = \frac{50 \text{ 円} \times 60\%}{8\% - 4\%} = 750 \text{ 円}$$

問 2

見直し後の配当性向を $x\%$ とすると、サステイナブル成長率は以下のように示すことができる。

$$\text{サステイナブル成長率} = 10\% \times (1 - x\%) = 6\% \quad \therefore x\% = 40\%$$

よって、配当性向見直し後の株価は以下ようになる。

$$\text{株価} = \frac{50\text{円} \times 40\%}{8\% - 4\%} = 1,000\text{円}$$

問 3

株主資本コストが12%の場合の株価は以下ようになる。

$$\text{株価} = \frac{50\text{円} \times 60\%}{12\% - 4\%} = 375\text{円}$$

問 4

PBRは以下のように示すことができる。

$$\text{PBR(株価純資産倍率)} = \frac{\text{株価}}{\text{純資産}} = \frac{375\text{円}}{500\text{円}} < 1$$

問 6

変動費用のみで固定費が存在しないという設定なので、新規事業のベータは1であり、それゆえ、資本コストは資本資産評価モデルを用いて以下のように示すことができる。

$$\text{新規事業の資本コスト} = 2\% + 6\% \times 1 = 8\%$$

この場合の事業価値は、限界利益を割り引いた現在価値として示すことができるので、以下のようなになる。

$$\text{限界利益} = \text{売上高}15\text{億円} - 8\text{億円} = 7\text{億円}$$

$$\text{事業価値} = \frac{7\text{億円}}{8\%} = 87.5\text{億円}$$

問 7

固定費が存在する場合の事業価値は、限界利益の割引現在価値（割引率8%）から固定費の現在価値（割引率は無リスク利子率）を控除した金額となるので、以下のようなになる。

$$\text{限界利益} = \text{売上高}15\text{億円} - 7\text{億円} = 8\text{億円}$$

$$\text{事業価値} = \frac{8\text{億円}}{8\%} - \frac{1\text{億円}}{2\%} = 50\text{億円}$$

問題 2

まず、**問 1** および **問 2** の記号・語句の穴埋めについては、基本的な内容であるため問題なかったであろう。

次に、**問 3** の①②③④については、債券発行時点(2年前)と本日時点で利回りが変化してい

る点に惑わされなければ、簡単な債券の利回りと価格の計算であり、完答できたはずである。

⑤⑥については、このようなデフォルトリスクを考慮した問題の場合、上級テキストの巻末問題にあるように(第9章 **問題8** **問4**)、通常リスク中立的投資家を前提とする。⑥の期待収益率は、満期(1年後)における期待キャッシュフローを現在価格100円と等しくする割引率であるが、その値は本問のケースにおけるリスクフリーレートであると捉えられる。それゆえ(問題では問われていないが)、この期待収益率と複利最終利回り2%との差が、信用リスクプレミアムになる。

【計算過程】

問3

①：額面と発行価格が等しいため、クーポンレートと利回りは等しくなる。

$$\textcircled{3} : \frac{2 \text{ 円}}{(1 + 1\%)} + \frac{102 \text{ 円}}{(1 + 1\%)^2} = 101.970 \cdots \approx 101.97 \text{ 円}$$

$$\textcircled{4} : \frac{2 \text{ 円}}{(1 + 1.4\%)} + \frac{2 \text{ 円}}{(1 + 1.4\%)^2} + \frac{102 \text{ 円}}{(1 + 1.4\%)^3} = 101.750 \cdots \approx 101.75$$

⑤：(複利最終)利回りは以下の式を満たす r として求めることができる。

$$100 = \frac{102}{1 + r} \quad r = 2\%$$

⑥：1年後94%の確率で102億円受け取るか、6%の確率で94億円(∵102億円－8億円)受け取ることになる。また、現在の価値が100円であるので、この債券の期待収益率を k_B とすると、以下の式を満たす k_B を求めればよいことになる。

$$100 = \frac{102 \times 94\% + 94 \times 6\%}{1 + k_B} \quad k_B = 1.52\%$$

問題3

「枚」、「建玉」、「SQ値」に関する **問1** ①③④については、全て上級テキストに記載のある概念であるが、重要性の高いものという位置づけではなかったため、正答できた受験生はそれ程多くはないであろう。それに対し、②⑤⑥および **問2** については、重要概念・重要論点として取り上げてきたものであり、正答しなければならない問題である。また、 **問3** については、投資戦略の名称はともかく、清算価格の範囲については、類似したペイオフ図を書かせる問題を、直前答練でも出題しており、正答して欲しい問題といえる。

【計算過程】

問2

現在の日経平均株価は10,500円であるため、権利行使価格10,250円のプットオプションはアウトオブザマネーとなる。ここで、オプションプレミアムは本源価値と時間価値の合計で示される。よって本源価値は0円となり、時間価値は50円となる。

問 3

日経平均の動きに対するオプション全体の損益は次表のように示すことができる。よって、損益が0円以上になるのは、10,100円から10,900円の範囲となる。

日経平均株価	プットオプション	コールオプション	プレミアム	合計
10,000	-250	0	150	-100
10,100	-150	0	150	0
10,250	0	0	150	150
10,750	0	0	150	150
10,900	0	-150	150	0
11,000	0	-250	150	-100

Ⅱ 答練との対応関係

<第1問>

問題 1

直前答練第2回 第1問 問題1

問題 2

応用答練第2回 第1問 問題2

<第2問>

問題 1

基礎答練第1回 第1問 問題2

応用答練第1回 第1問 問題1

直前答練第3回 第2問 問題2 問1

問題 2

基礎答練第1回 第1問 問題1 問1

応用答練第1回 第2問 問題3

理論補強答練第2回 問題1 問2

全答練第1回 第2問 問題1 問3

問題 3

基礎答練第2回 第2問 問題3

直前答練第4回 第2問 問題3 問2

全答練第2回 第2問 問題1 問1