

令和 8 年試験

論文式試験問題

経営学

注意事項

1 受験上の注意事項

- ・試験官からの注意事項の聞き漏らし／受験案内や試験室及び受験票その他に記載・掲示された注意事項の未確認等，これらを原因とした試験における不利益は自己責任になります。
- ・携帯電話等の通信機器や携行品の取扱いについては，試験官の指示に従ってください。
- ・試験開始の合図があるまで，配付物や筆記用具に触れないでください。
- ・問題に関する質問には，応じません。

2 不正受験や迷惑行為の禁止

- ・不正行為を行った場合／試験官の指示に従わない場合／周囲に迷惑をかける等，適正な試験実施に支障を来す行為を行った場合，直ちに退室を命ずることがあります。

3 試験問題

- ・試験開始の合図後，直ちに頁数(全 17 頁)を調べ，不備等があれば黙って挙手し，試験官に申し出てください。

4 答案用紙

- ・問題冊子の中ほどに挿入してあります。
- ・試験開始の合図後，直ちに頁数(全 7 頁)を調べ，不備等があれば黙って挙手し，試験官に申し出てください。
- ・答案作成に当たっては，ボールペン又は万年筆(いずれも黒インクに限る。消しゴム等でインクが消えるボールペンは不可。)及び修正液又は修正テープ(白色に限る。)を使用してください。これらのもの以外を使用した場合／答案用紙に記入した文字(数字を含む。)の判読が困難な場合，採点されないことがあります。
- ・答案用紙の左上をホッチキス留めしてあります。ホッチキス留めを外した場合は，採点されないことがあります。

5 受験番号シールの貼付

- ・配付後，目視で受験番号及び氏名を確認し，不備等があれば黙って挙手し，試験官に申し出てください。
- ・試験開始の合図後，各答案用紙の右上の所定欄へ全頁に貼付してください。

6 試験終了後

- ・試験終了の合図後，直ちに筆記用具を置き，答案用紙は裏返して通路側に置いてください。
 - ・試験官が答案用紙を集め終わり指示するまで，絶対に席を立たないでください。
 - ・答案用紙が試験官に回収されずに手元に残っていた場合は，直ちに挙手し，試験官に申し出てください。
- 試験官に回収されない場合，いかなる理由があっても答案は採点されません。

7 試験問題(該当ある科目は法令基準等)の持ち帰り

- ・試験終了後，持ち帰ることができます。
- なお，中途退室する場合には，持ち出しは認めません。必要な場合は，各自の席に置いておきますので，試験終了後，速やかに取りに来てください。

令和 8 年論文式経営学

令和 8 年論文式経営学

令和 8 年論文式経営学

令和8年論文式経営学

(経営学)

(満点 100点)

{ 第2問とあわせ }
{ 時間 2時間 }

第1問 (50点)

問題1 次の文章を読み、以下の問1～問7に答えなさい。

経営学では、企業あるいは組織を(A)システムとして捉える考え方がある。この考え方によると、^(ア)企業は一方で外部環境からの影響を受け、また他方で外部環境への働きかけをする。このような外部環境との相互作用の中で、固有の目標を達成すべく企業は経営活動を行っている。

目標達成に向けた経営活動を行うに当たり、企業は組織の形態を選択する。したがって、経営学において組織に関する議論が長く行われてきた。例えば、C. I. バーナードによると、公式組織と非公式組織の二つが指摘されている。公式組織とは「二人以上の人々の(B)的に調整された活動や諸力の体系(システム)」と定義付けられる。そこでは、公式組織の成立要素として、(C)、貢献意欲、共通目的の三つが指摘されている。

企業における組織の基本構造として、職能別組織や事業部制組織、マトリックス組織を挙げることができる。職能別組織とは、営業や生産などの仕事内容によって会社を部門に分けた組織構造であり、事業部制組織とは、製品別や地域別、顧客別などで設計された事業部を構成単位とする分権管理の組織構造である。マトリックス組織とは、例えば職能軸と事業部軸^(イ)を格子状に組み合わせた組織構造である。各組織構造はそれぞれ異なる長所と短所を持っているため、企業は、様々な要因を加味して、より良い組織構造を決定していく。例えば、組織構造と戦略との関連について、経営史家のA. D. (D)はアメリカの大手企業4社の歴史研究から、両概念の関係性を示唆する「(E)」という命題を提示している。

組織の内部においては、企業が組織目標を達成するために組織構成員間の相互作用を検討することが重要になる。古くはホーソン実験によって見いだされたように、従業員は経済合理性に基づいて行動の意思決定をするのではなく、他者との有機的結びつきを重要視して行動する存在であることが明らかになっている。^(ウ)

このことを踏まえると、上司と部下との相互作用であるリーダーシップ、あるいはモチベーションを検討することは企業経営を考える上で肝要である。具体的には、リーダーシップ論において、G. B. グラエンが上司と部下との「関係性」の視点からリーダーシップを捉える必要性を指摘し、リーダー・メンバー交換理論(LMX: leader-member exchange 理論)^(エ)を提唱している。また、モチベーション論においては、J. S. アダムスによる衡平理論(equity 理論)^(オ)が、他者との比較によって個人のモチベーション度合いを説明しようとしている。

令和 8 年論文式経営学

令和8年論文式経営学

問 1 下線部(ア)に関連して、以下の空欄(a)に当てはまる最も適切な語句を漢字で答えなさい。

経済産業省は、2024年に産業競争力強化法を一部改正し、中小企業者を除く常用従業員数2000人以下の会社等を(a)企業者と位置付けている。

問 2 空欄(A)～(C)に当てはまる最も適切な語句をそれぞれ答えなさい。

問 3 下線部(イ)に関連して、マトリックス組織の短所について、H. ファヨールの管理原則における命令の観点から50字以内で説明しなさい。

問 4 空欄(D)及び(E)に当てはまる最も適切な語句をそれぞれ日本語で答えなさい。
ただし、空欄(D)には人名(ファミリーネームのみ)が入り、空欄(E)には命題が入る。

令和 8 年論文式経営学

問 5 下線部ウ)に関連して、次の問いに答えなさい。

H. A. サイモンは経営人(管理人)モデルに基づく意思決定の議論を行った。経営人モデルに基づく、以下の【状況】において、Aさんは候補1～5の中でどの候補を選ぶかを答えなさい。また、その理由を30字以内で答えなさい。

【状況】

Aさんは、現在の住まいから引っ越すため、新たな住まいを見つける必要がある。現在の住まいは、家賃10万円、広さ25m²、最寄りZ駅からの徒歩時間10分である。Aさんの住まいの要素における効用の変化は以下のとおりであると仮定する。

(具体的な効用の変化)

- ・家賃：1万円上がるごとの効用の変化は「－2」とする。
- ・広さ：1m²大きくなるごとの効用の変化は「＋2」とする。
- ・最寄りZ駅からの徒歩時間：1分増えるごとの効用の変化は「－1」とする。

現在の住まいの効用は $20 = (-2) \times 10 + 2 \times 25 + (-1) \times 10$ となる。Aさんは経営人モデルに基づき現在の住まいの効用を満足化基準として意思決定する。不動産業者は以下の表にある候補1から5の順序でAさんに情報を提供していく。ただし、Aさんが提示された候補を新しい住まいとして決めなかったときに、不動産業者は次の候補の情報を一つずつ提供する。

なお、住まいの要素は上記の家賃、広さ、最寄りZ駅からの徒歩時間以外は考えないこととする。

	家賃 (万円)	広さ (m ²)	最寄りZ駅からの 徒歩時間(分)
現在の住まい	10	25	10
候補1	12	30	20
候補2	15	35	15
候補3	13	33	12
候補4	10	40	22
候補5	18	30	5

令和 8 年論文式経営学

問 6 下線部(エ)に関連して、リーダー・メンバー交換理論(LMX 理論)の説明として正しくないものを次の①～④の中から一つ選んだ上で、正しくない理由を40字以内で答えなさい。なお、選択肢の文末の単なる打ち消しは理由としてみなされない。

- ① リーダー(上司)がメンバー(部下)との良好な関係を形成するためには、他人的関係、知人的関係、成熟した関係の3段階を経ることが指摘されている。
- ② リーダー(上司)が経済的な交換関係を形成するメンバー(部下)たちのことをイングループ(内集団)という。
- ③ リーダー(上司)との質の高い交換関係を築いたメンバー(部下)は、高い職務満足や職務成果など肯定的な態度・成果を示すことが明らかになっている。
- ④ LMX 理論は、リーダーシップをリーダー(上司)とメンバー(部下)との間の2者関係で捉えることを基本とし、その関係性の質は等価でないことを前提としている。

問 7 下線部(オ)に関連して、次の問いに答えなさい。なお、計算過程で端数が生じる場合、計算途中では四捨五入せず、最終数値の小数第3位を四捨五入して小数第2位まで答えること。

アダムスの衡平理論は、自分と他者を比べたときに知覚する衡平状態又は不衡平状態が個人のモチベーションを左右するとする理論である。今、当人であるAさんは、比較対象であるBさんの仕事へのインプット(I_b)を10、Bさんのアウトカム(O_b)を14であったと知覚している。さらにAさんが自身のアウトカム(O_a)を21であると判断したときに、過小不衡平状態となるAさんのインプット(I_a)の範囲がどのようなになるか、「 I_a 」を用いた数式で答えなさい。

令和 8 年論文式経営学

問題 2 次の文章を読み、以下の 問 1 ～ 問 8 に答えなさい。

製品やサービスには、人間をはじめとした生物と同様に、生まれ、成長し、衰退していくという考えをもとにした「製品ライフサイクル(product lifecycle)」という概念がある。製品ライフサイクルでは、製品の一生を四つの段階に分けている。

まず、第1の段階である「(A)期」では、新しい製品が市場に投入される。言うまでもなく、新製品が市場に出るまでには厳しい淘汰のプロセスがあり、数多くの新製品のアイデアの中から、実際に製品となるものはごく少数である。また、新製品にどのような価格を付けるかは製品特性や企業の市場戦略に依存する。代表的な価格戦略として、高価格で販売するか、あるいは低価格で販売するかという二つの戦略がある。製品の品質を左右する技術進展のスピードが速いなどの理由により、製品の開発コストを早期に回収することを目指す場合は、(B)で販売する(C)価格戦略が適合しているとされる。一方で、新製品にネットワーク外部性があるなどの理由により、早期に市場シェアを引き上げたい場合には、(D)で販売する(E)価格戦略が適合しているとされる。

多くの新製品は、発売直後はほとんど消費者には知られていないため、まずは製品を知ってもらうことが必要になる。消費者に知られていない新しい製品の場合、少数の消費者がまず製品を採用し、採用者が徐々に増加する。ただし、市場で成功した製品の後継製品や、大量の広告宣伝を行ったゲーム機など、反復的な購買を想定しない財やサービスなどは、新発売直後に急速に普及し、その後普及速度が緩やかになっていくという推移をたどることがある。

次に、第2の段階である「成長期」では、市場が大きく成長するが、新規参入が見られるようになり、市場は競争的になっていく。一般に先行企業は市場で有利なポジションを維持することができるが、全ての先行企業が競争優位性を維持することはできないとは限らない。先行して市場に参入した企業は後発に市場シェアを奪われないように努める必要がある。

第3の段階である「成熟期」では、当該製品市場に多くの企業が参入している状態にある。参入企業は既に複数の競争地位に分かれており、それぞれの地位には適した目標と戦略がある。最大シェアを持ち市場地位の最も高い(F)は自身の地位を維持することを目指とし、これに対して(G)はその地位を狙う。また、競争地位の低い企業である(H)には二つの目標があり、売上規模の拡大を目標とするのであれば(G)を目指すことになり、高い利益率を目標とするのであれば(I)を目指すことになる。

最後に、第4の段階として製品は「衰退期」を迎える。製品が衰退期に入る背景はいくつかあるが、更なる普及の余地がなくなったり、優れた代替品が出現したりすることによって、市場は縮小していく。また、企業が自ら代替となる新製品を投入し、既存製品のライフサイクルを短縮化することもある。

令和 8 年論文式経営学

令和8年論文式経営学

問 1 文中の空欄(A)に当てはまる最も適切な語句を漢字2文字で答えなさい。

問 2 下線部(ア)について、「一般的な利用者よりも早く潜在的に価値ある市場ニーズを把握しており、潜在的なニーズを満たすことに高い効用を感じる」という特性を持つ利用者をアイデア創出に活用できる可能性が、E. フォン・ヒッペルによって指摘されている。このような特性を持つ利用者を何と呼ぶか、カタカナ7文字で答えなさい。

問 3 文中の空欄(B)及び(D)には「高価格」又は「低価格」のどちらかの語が入る。また、空欄(C)及び(E)には価格戦略の名称が入る。それぞれに当てはまる最も適切な語句を答えなさい。

問 4 下線部(イ)について、製品普及の推移を表現することができるモデルに、F. バス(F. バース)が1969年に提案したバス・モデル(又はバス普及モデル)がある。このモデルでは係数を変化させることで様々な形状の普及曲線を描くことができる。

簡易な形のバス・モデルは以下のように定義できる。ある期 t において、その期の製品の新規採用者割合を $f(t)$ 、その期末までの累積採用者割合を $F(t)$ とおくと、次期の新規採用者割合 $f(t+1)$ は次のようになる。

$$f(t+1) = p(1 - F(t)) + qF(t)(1 - F(t))$$

ここで、 p 、 q は普及曲線の形状を決める係数である($p, q > 0$)。 $0 \leq F(t) \leq 1$ 、 $F(0) = 0$ 、 $f(0) = 0$ として次の問4-1～問4-3に答えなさい。必要なら以下の表を参考にしよう。

問 4-1 $p = 0.2$ 、 $q = 0.4$ のとき、 $F(2)$ を求めなさい。なお、計算過程で端数が生じる場合、計算途中では四捨五入せず、最終数値の小数第4位を四捨五入して小数第3位まで答えること。

問 4-2 $p = 0.4$ 、 $q = 0.2$ のとき、 $f(2)$ を求めなさい。なお、計算過程で端数が生じる場合、計算途中では四捨五入せず、最終数値の小数第4位を四捨五入して小数第3位まで答えること。

令和 8 年論文式経営学

問 4－3 p, q の片方はイミテーター係数, もう片方はイノベーター係数と呼ばれている。イミテーター係数は p, q のどちらか。 p, q から一つ選び, その理由を 40 字以内で答えなさい。ただし, 「累積採用者割合」, 「新規採用者割合」という語句を用いて, 両者の関係性の視点から理由を説明すること。

表 $f(t)$ と $F(t)$ の推移

$p = 0.2, q = 0.4$			$p = 0.4, q = 0.2$		
t	$f(t)$	$F(t)$	t	$f(t)$	$F(t)$
1	$f(1)$	$F(1)$	1	$f(1)$	$F(1)$
2	$f(2)$	$F(2)$	2	$f(2)$	$F(2)$
3	0.2129	0.6369	3	$f(3)$	$F(3)$
4	0.1651	0.8020	4	0.0824	0.9381
5	0.1031	0.9051	5	0.0364	0.9745
6	0.0533	0.9585	6	0.0152	0.9897
7	0.0242	0.9827	7	0.0062	0.9958
8	0.0103	0.9930	8	0.0025	0.9983

$p = 0.1, q = 0.4$			$p = 0.4, q = 0.1$		
t	$f(t)$	$F(t)$	t	$f(t)$	$F(t)$
1	0.1	0.1	1	0.4	0.4
2	0.126	0.226	2	0.264	0.664
3	0.1474	0.3734	3	0.1567	0.8207
4	0.1562	0.5296	4	0.0864	0.9071
5	0.1467	0.6763	5	0.0456	0.9527
6	0.1199	0.7962	6	0.0234	0.9761
7	0.0853	0.8815	7	0.0119	0.9880
8	0.0536	0.9351	8	0.0060	0.9940

(注) 出題の都合上, 表の一部には $F(t)$ 及び $f(t)$ が挿入されている。表の数値の一部は, 小数点以下第 5 位を四捨五入している。

問 5 下線部(ウ)に関連して, J. B. バーニーは, 企業の保有する資源がその企業に持続的な競争優位をもたらすことができるかを検討する四つの観点を提示している。この観点をアルファベット 4 文字で答えなさい。

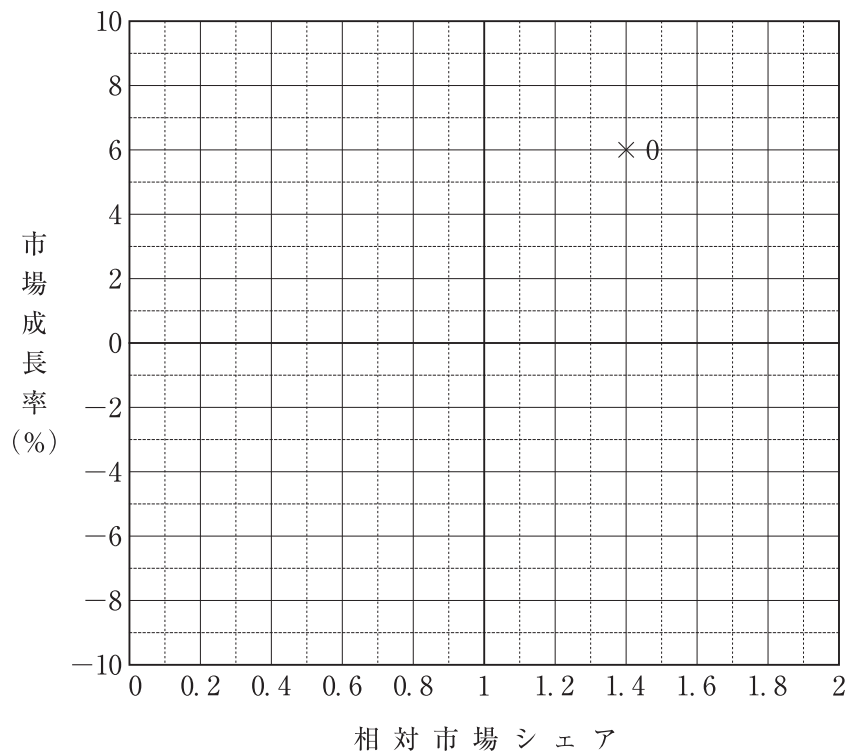
令和 8 年論文式経営学

令和 8 年論文式経営学

- 問 6** 下線部(エ)に関連して、複数の企業が参入する製品市場を考える。ある製品市場で地位が最も高い X 社、次に地位が高い Y 社、相対的に地位が低い Z 社は全て、この市場以外にもいくつかの市場を持つ多角化企業であるとする。この製品市場が異なる時点 1 及び時点 2 で表の状態にあるとき、「時点 1 の X 社の位置」と「時点 2 の Z 社の位置」を、答案用紙にある製品ポートフォリオ・マトリックス (PPM) 図上に記入しなさい。なお、図中の「× 0」は、相対市場シェアが 1.4、市場成長率が 6 % のときの解答例である。時点 1 の X 社は「× 1」、時点 2 の Z 社は「× 2」と、解答例に従って答案用紙の図中に記載すること。

時点	市場成長率	X 社の 市場シェア	Y 社の 市場シェア	Z 社の 市場シェア	その他企業の 市場シェア
時点 1	8 %	40 %	25 %	16 %	19 %
時点 2	−4 %	45 %	25 %	9 %	21 %

製品ポートフォリオ・マトリックス (PPM)



- 問 7** 文中の空欄(F)～(I)には競争地位(ポジション)別戦略における類型が入る。それぞれに最も適切な語句を指定された文字数のカタカナで答えなさい。

F : 4 文字 G : 7 文字 H : 5 文字 I : 5 文字

- 問 8** 下線部(オ)について、このような製品戦略を何というか、最も適切な語句を漢字 6 文字で答えなさい。

令和 8 年論文式経営学

令和8年論文式経営学

(経営学)

(満点 100点) { 第1問とあわせ
時間 2時間 }

第2問 (50点)

問題 1 次の文章を読み、**問 1** ～ **問 2** に答えなさい。なお、計算問題については、計算過程で端数が生じる場合、計算途中では四捨五入せず、最終数値の指定単位での小数第1位を四捨五入して整数で答えること。

問 1 オプション価格評価の理論に基づけば、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(①)オプションの(②)建てのポジションとして表現できる。以上を前提として、株主と債権者の利害対立の問題を検討する。オプション価格評価の理論では、原資産価格のボラティリティーが増加すると、(①)オプションの現在価値は増加し、その結果として株主価値も増加する。これは、企業全体のリスクが高まり利益の変動幅が拡大する一方で、株主有限責任制度の下では株主の最大損失が出資額に限定されているためである。この状況下では、企業価値が低下するにもかかわらず、企業が現在保有する低リスク資産をより高リスクの資産に置き換える可能性がある。この場合、株主価値は(③)し、負債価値は(④)するが、これは、株主と債権者の利害対立の問題として M. ジェンセンらによって主張された(A)問題と呼ばれる現象である。

問 1－1 上記の文中の空欄①及び②に当てはまる最も適切な語句を答えなさい。

問 1－2 上記の文中の空欄③及び④に当てはまる最も適切な語句を答えなさい。

問 1－3 上記の文中の空欄(A)に当てはまる最も適切な語句を漢字4文字で答えなさい。

令和 8 年論文式経営学

問 2 完全資本市場が成立していると仮定する。また、株主と経営者の利害は一致しており、企業価値最大化が企業の目的であるとする。現在、株主資本のみで資金調達を行う X 社が、余剰資金 2,000 万円と実物資産 8,000 万円を保有している。ただし、余剰資金の投資対象となるような正の正味現在価値(NPV)を持つ新規の投資案は存在しない。また、X 社の実物資産及び株価はファンダメンタルズに基づいて正しく評価されている。なお、X 社の発行済株式数は 10 万株である。ここで、余剰資金の全額を活用して、1 株当たり 200 円の特別配当の実施を検討する。この場合、特別配当を実施する直前の株価は(①)円、特別配当の実施直後(配当権利落ち後)の株価は(②)円となる。この結果、特別配当の実施によって 1 株当たりの株主の富は(③)円となる。

次に、特別配当の代替策として、余剰資金の全額を活用する自社株買いを検討する。ここでは、自社株買いに応じて株式を売却した株主のことを売却株主、自社株買いが実施された際に株式を売却せず、当該取引後も引き続き当該企業の株式を保有している株主のことを残存株主と表現する。自社株買いを実施する直前の株価は(④)円であり、この価格で自社株買いを全額実行できるとすれば、自社株買い実施後(消却後)の発行済株式数は(⑤)株となり、1 株当たりの残存株主の富は(⑥)円となる。

ところで、現実の資本市場においては、自社株買いに際して理論価格に一定のプレミアムが上乘せされることがある。そこで、上記の条件を一部修正し、理論株価に対して 10 % のプレミアムを含む価格で自社株買いを全額実行すると仮定する。この場合、(⑥)円から、自社株買い実施後(消却後)の残存株主 1 株当たりの株主の富を差し引いた金額は(⑦)円となる。

問 2－1 上記の文中の空欄①～③に当てはまる最も適切な数値を答えなさい。

問 2－2 上記の文中の空欄④～⑥に当てはまる最も適切な数値を答えなさい。

問 2－3 上記の文中の空欄⑦に当てはまる最も適切な数値を答えなさい。その上で、(⑦)円が示す経済的な意味について、次のキーワードを全て使って 20 字以内で説明しなさい。

キーワード：売却株主、残存株主

令和 8 年論文式経営学

令和 8 年論文式経営学

問題 2 次の文章を読み、以下の **問 1** ～ **問 6** に答えなさい。本問では、利払いは年 1 回であり、金利は 1 年複利とする。利払いや元本償還などのキャッシュ・フローは期末に発生する。なお、計算問題については、計算過程で端数が生じる場合、計算途中では四捨五入せず、最終数値の指定単位での小数第 2 位を四捨五入して小数第 1 位まで答えること。

債券市場について考える。発行市場では、発行体(企業、政府など)が、社債や国債などの確定利付証券を発行する。流通市場では、それらが投資家によって売買される。表は、国債のスポット・レートを示している。

表 国債のスポット・レート

満期(残存期間)	1 年	2 年	3 年
スポット・レート	1.3 %	2.5 %	3.8 %

問 1 利付国債 A は、額面 100 円、クーポン・レート 4 %、満期(残存期間) 3 年である。現時点は利払い直後である。表のスポット・レートを用いて、利付国債 A の現時点での価格を求めなさい。(単位：円)

問 2 国債市場での 2 年日期首に始まる 1 年物のフォワード・レートを、表のスポット・レートを用いて求めなさい。(単位：%)

問 3 社債 B は、額面 100 円、クーポン・レート 8 %、満期(残存期間) 3 年であり、パー発行される。現時点での社債 B のマコーレー・デュレーションを求めなさい。(単位：年)

問 4 債券格付けに関する以下の文中の空欄①及び②に当てはまる適切な語句を答えなさい。①はカタカナで答えなさい。

格付け会社は、債券の信用リスク評価を行っている。リスクの大きな投機的格付けの債券を(①)債と呼ぶ。他の条件が同じであれば、投資適格の債券よりも、(①)債のほうが、複利最終利回りは(②)傾向がある。

令和 8 年論文式経営学

問 5 金利の期間構造に関する以下の文中の空欄①及び②に当てはまる適切な語句をそれぞれ5文字以内で答えなさい。

金利の期間構造とは、満期(残存期間)の長さと金利の関係を言う。横軸を満期、縦軸を金利とした図を描くと、右上がりの構造は、長期金利が短期金利よりも高くなるケースを表す。このケースに対して、いくつかの理論仮説が提示されている。期待仮説によると、投資家が現在の金利よりも将来の金利の方が(①)と期待しているなら、このケースが生じる。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が(②)場合、このケースが生じる。

問 6 転換社債(転換社債型新株予約権付社債)について、最も不適切な説明文を、次のア～エの中から一つ選びなさい。また、選択した説明文の中での不適切な部分とそれを正しく修正したものを答えなさい。

- ア. 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、プット・オプションの性質を持っている。
- イ. 転換社債の価値は、普通社債の価値と転換価値のどちらか大きい方にオプションの時間価値を追加したものである。
- ウ. 株価が転換価格を上回っている場合、保有者は転換権の行使を通じて、株式売却利益を得ることができる。
- エ. 転換社債のクーポン・レートは、類似の条件の下で、一般的に、普通社債よりも低くなる。

令和 8 年論文式経営学

令和8年論文式経営学

問題 3 次の文章を読み、以下の **問 1** ～ **問 4** に答えなさい。なお、計算問題については、計算過程で端数が生じる場合、計算途中では四捨五入せず、最終数値の指定単位での小数第2位を四捨五入して小数第1位まで答えること。

A社の株価、企業価値について考える。現在は今期の期首であり、前期の財務データは表のとおりである。負債・非事業用資産(非営業用資産)が無く、発行済み株式数100万株、株式ベータ1.5、法人税率30%である。フリー・キャッシュフロー(FCF)は毎期末に発生し、今期末以降、FCFの成長率は2%で永久に続くことが予想される。市場ポートフォリオの期待収益率は7%、無リスク利率は1%と仮定する。なお、株式市場では資本資産評価モデル(CAPM)が成立しているとする。

表 A社の前期の財務状況 (単位：百万円)

	前期
売上高	42,000
売上原価	26,000
販売費及び一般管理費(販管費)	12,000
(販管費)減価償却費	2,000
(販管費)減価償却費以外	10,000
EBIT(利払前税引前利益)	4,000
ΔNWC(正味運転資本増分)	840
CAPEX(資本的支出)	2,100

問 1 前期のFCFを答えなさい。(単位：百万円)

問 2 資本資産評価モデル(CAPM)を用いて、株主資本コストを答えなさい。(単位：%)

問 3 現時点の理論株価を答えなさい。(単位：円)

令和 8 年論文式経営学

令和 8 年論文式経営学

問 4 A 社は 50 億円を利率 3 % で借入し、同額で自社株買いを行うとする。なお、負債調達及び自社株買いは企業の来期以降の事業内容に影響を及ぼさず、自社株買い時の株価は自社株買い実施後の企業価値の変化を織り込んだ株価とする。自社株買いによる取引コスト、倒産コストはゼロとし、節税効果の割引率は利率と同じであり、負債額は今後変更しないと仮定する。

問 4－1 節税効果の現在価値を答えなさい。(単位：百万円)

問 4－2 自社株買い後の企業価値を答えなさい。(単位：百万円)

令和 8 年論文式経営学

令和 8 年論文式経営学

問題 4 次の文章を読み、以下の **問 1** ～ **問 3** に答えなさい。なお、計算問題については、計算過程で端数が生じる場合、計算途中で四捨五入はせず、最終数値の指定単位での小数第 2 位を四捨五入して小数第 1 位まで答えること。

問 1 現在(期首)と将来(期末)からなる 1 期モデルを考える。ある経済では、将来に同じ確率 $\pi = 0.5$ で状態 1 (好況期)と状態 2 (不況期)という 2 つの状態のいずれかが生じる。株式 A と株式 B のリターンが以下のように予想されている。ここで、保有額の 25 % を株式 A に、残りの 75 % を株式 B に投資するポートフォリオを考える。

表 株式 A と株式 B のリターン

	株式 A のリターン	株式 B のリターン
状態 1 (好況期) $\pi = 0.5$	+ 20 %	+ 30 %
状態 2 (不況期) $\pi = 0.5$	− 10 %	0 %

問 1 − 1 このポートフォリオの期待リターンを計算しなさい。(単位：%)

問 1 − 2 このポートフォリオのリスク(標準偏差)を計算しなさい。(単位：%)

令和 8 年論文式経営学

令和 8 年論文式経営学

- 問 2** 表 1 は C 社の株式オプションの今日の価格(プレミアム)である。オプションの満期日は 1 か月後である。C 社の今日の株価は 1,382 円で、株式オプションの取引単位は、原資産となる株式 100 株分を 1 単位(1 枚)とする。C 社には今日から 1 か月以内に配当支払いの予定はない。なお、これらのオプションはヨーロピアン・タイプであるが、オプションの価格が理論通りに付いているとは限らない。

表 1 C 社の株式オプションの今日の価格

行使価格(円)	コール価格(円)	プット価格(円)
1,600	9.23	257.16
1,500	22.45	175.43
1,400	50.41	89.47
1,300	100.68	48.12
1,200	175.43	15.61

表 2 には、C 社の株式(以下、本間において「原株」という。)と株式オプション(コール、プット)を使った投資戦略が書かれている。いずれも今日、実施する投資戦略である。なお、投資戦略を採用する投資家の投資収益は、期末のペイオフから今日の投資戦略構築コスト(あるいは受け取り)を差し引いたものとする。

表 2 今日の投資戦略

投資戦略 1	行使価格 1,400 円のコールを 1 単位買う
投資戦略 2	原株 100 株を買い、行使価格 1,400 円のコールを 1 単位売る
投資戦略 3	行使価格 1,500 円のコールと行使価格 1,200 円のプットを 1 単位ずつ買う

- 問 2-1** 原株が 1 か月後に 1,500 円になったときに、投資戦略 1 を採用した投資家の 1 か月間の投資収益を計算しなさい。(単位：円)
- 問 2-2** 今日から半月後に原株が 1,500 円に、行使価格 1,400 円のコールが 126.97 円になったとき、投資戦略 1 を採用した投資家がコールを売却した場合、半月間の投資収益を計算しなさい。(単位：円)
- 問 2-3** 原株が 1 か月後に 1,200 円になったときに、投資戦略 2 を採用している投資家の 1 か月間の投資収益を計算しなさい。(単位：円)

令和 8 年論文式経営学

令和 8 年論文式経営学

問 2－4 投資戦略 3 を採用した投資家の今日時点で予測される 1 か月後における投資収益を、
答案用紙の図に描きなさい。必要な数字をペイオフ図に書き入れること。

問 3 米国でサブプライムローンに投資した証券化商品の価格が下落し、不良債権化する問題が発生すると、世界的に信用不安が拡大した。欧州の銀行は分散投資によってポートフォリオのリスク軽減を図っていたが、それにもかかわらず、多額の損失を計上した。分散投資を行っても損失を回避できなかった理由をポートフォリオ理論に基づいて 40 字以内で説明しなさい。

令和 8 年論文式経営学

令和 8 年論文式経営学

令和 8 年論文式経営学