

# 令和7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23頁)を調べ、不備等があれば黙って挙手し、試験官に申し出してください。

##### 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6頁)を調べ、不備等があれば黙って挙手し、試験官に申し出してください。
- ・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、試験官に申し出してください。
- ・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、試験官に申し出してください。
- 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 7 年論文式経営学

# 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

## 令和7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 4** に答えなさい。

創業された企業が組織として発展を遂げる過程で、どのような課題が生まれ、対処が迫られるのかを一般的に示唆し得るという議論がある。こうした考え方は、組織のライフサイクル論と呼ばれる。ここでは R. L. ダフトと L. E. グレイナーによる議論をもとに考えていく。彼らの議論では、時間と( A )の二つの軸をもとに、組織の発展をいくつかの段階に区切って捉えている。その上で、それぞれの段階には固有の特徴があるという。固有の特徴には、各段階で乗り越えなければならない危機も含まれる。その危機を克服することで、企業は次の段階に移行するとされる。

例えば、創業初期の段階は、一般に、創業者個人に対する依存度が極めて高い状況とされる。創業者のアイデアやカリスマ性が、組織をけん引する状況といえる。しかし、組織が発展を遂げると、個人のアイデアやカリスマ性に依存し続けることに限界が生じる。そこで、組織における分業と調整のあり方が徐々に整備されていくこととなる。また特に、企業の目的、経営や社員の行動のあり方に係る基本的な考え方となる( B )がまとめられ、意識的に組織に流布されることもある。( B )は後の経営の礎のような働きをするとされ、将来の経営成果を左右するという見方さえある。( B )の浸透が、組織文化の醸成と深く関わるからである。

そして、( B )の提示などを通じて社員の意識や職務に対する自信が高まるにつれて、組織は新たな対応を求められるという。それは、( C )の必要性という危機とされる。もともと非公式な要素の強かった段階から、公式化が追求される段階への移行を求めるという。公式化の追求は、創業者・経営者ら個人の資質への依存の高い、創業初期の段階と比べ、属人性の排除へ向かう試みともいえる。この試みを通じて、企業は経営効率を高め、またより幅広い人材活用にも通じていき、その競争力を高めていくことにもなる。しかし同時に、公式化が進展するに従って、また新たな危機が生じることも指摘される。それは、組織の活力を低下させ、そのイノベーションを阻害する要因ともなり得る。この危機に対応すべく、企業は協働の枠組みに修正を施していくこととなる。

そうした試みにもかかわらず、多くの企業は遅かれ早かれ、成長の鈍化を迎える。この段階では、脱成熟に向けた試みが必要となる。その結果次第で、企業のその後が大きく分岐していく。決して一様な道のりではない。

組織のライフサイクル論は、各段階で分岐点に立つ個々の企業に正しい答えを示すわけではない。さらに、当該企業が、その成熟を認識することは極めて難しいという見方さえある。しかし、組織のライフサイクル論は、発展に向かう心構えとなり得る点で有用とされる。

# 令和7年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問 1 空欄( A ), ( B ), ( C )にそれぞれ当てはまる語句の組合せとして最も適切なものを、以下の①～⑧の中から一つ選びなさい。

- ① A. 戦略      B. 理念      C. 権限委譲
- ② A. 戦略      B. 理念      C. リーダーシップ
- ③ A. 戦略      B. SWOT      C. 権限委譲
- ④ A. 戦略      B. SWOT      C. リーダーシップ
- ⑤ A. 規模      B. 理念      C. 権限委譲
- ⑥ A. 規模      B. 理念      C. リーダーシップ
- ⑦ A. 規模      B. SWOT      C. 権限委譲
- ⑧ A. 規模      B. SWOT      C. リーダーシップ

問 2 下線部(ア)は、企業にとって理想的な経営組織のあり方を考える上で、重要な要素の一つとされている。これに関連して、次の **問 2-1** , **問 2-2** の全てに答えなさい。

問 2-1 公式組織のあり方の議論の一つにコンティンジェンシー理論がある。公式化やコンティンジェンシー理論に係る諸議論について、以下の①～⑤の中から、正しいものを二つ選びなさい。

- ① M. ウエーバーが合理的支配の典型としての官僚制組織を唱えたのに対して、R. K. マートンは官僚制組織の逆機能について指摘した。
- ② T. パーンズと G. M. ストーカーによるコンティンジェンシー理論では、環境不安定性と組織特性との適合関係が指摘された。
- ③ J. ウッドワードによるコンティンジェンシー理論では、装置生産においては機械的組織が適合的であると指摘された。
- ④ 経営組織の研究では、コンティンジェンシー・アプローチから普遍主義アプローチへの流れが不可逆的に生じた。
- ⑤ P. R. ローレンスと J. W. ローシュのコンティンジェンシー理論では、分化よりも、一貫して統合の程度の高い組織が有効であると指摘された。

問 2-2 公式化は、組織構造を特徴付ける概念の一つでもある。組織構造の類型の一つに事業部制組織があるが、その説明として、次の文の空欄( a )と( b )に当てはまる最も適切な語句をそれぞれ漢字2文字で答えなさい。

( a )別組織とは異なり、事業部制組織は製造・営業・開発などの( a )を各事業部に内包するという点で自己完結する。互いにライバル意識を持つことにもなる事業部間での調整が難しく、結果として企業全体でみると資源( b )が生じ、資源の余剰や過剰投入・保有につながる。

## 令和7年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

**問 3** 下線部(イ)のような段階では、更なる成長を求めて多角化することも必要となる。多角化に  
関連して、次の **問 3-1** ~ **問 3-3** の全てに答えなさい。

**問 3-1** 経済学者の E. ペンローズは、拡張・多角化の源泉として、企業における未利用資源  
の存在に着目している。未利用資源が企業内に継続的に発生し得る理由の一つとして「資源  
の不可分割性」を指摘している。「資源の不可分割性」がなぜ未利用資源を生み出すのかにつ  
いて、40字以内で説明しなさい。

**問 3-2** 多角化後の各事業ユニットの競争力を見極めるためのツールとして、BCG(Boston  
Consulting Group)が提唱した PPM(Product Portfolio Management)がある。これは、同社  
が測定したとされる経験曲線を基盤としている。経験曲線の概念は、当該製品の生産量と生  
産コストの低下との関係についての測定から導かれた。

ここで J 社が、新たな製品 Z の生産を開始した。製品 Z の生産開始から 200 万個が生産  
された時点での生産コスト(製品 1 個当たり、以下同様)を 10,000 円とする。そして 400 万  
個生産された時点では、生産コストが 15 % 低下したことが分かった。この前提で、生産開  
始から 800 万個が生産された時点での製品 Z の生産コストを、BCG による経験曲線の議論  
に則して計算しなさい。なお、計算結果に端数が生じる場合、小数第 3 位を四捨五入して小  
数第 2 位まで答えること。

# 令和7年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

**問3－3** 企業の多角化の程度を示す、様々な指標が開発され、多角化の程度と企業の業績との関係解明も試みられてきた。もともと各産業分野の企業の競争状態を示す、ハーフィンダール・ハーシュマン指数(Herfindahl-Hirschman Index, 以下 HHI)を援用することで、企業の多角化の進展度を比較することも可能と考えられている。下表は、S社、T社、U社の3社について、それぞれが擁する複数の事業の売上高構成比、及び各企業の多角化の進展度を HHI によって計算したものである。以下のⒶ、Ⓑに答えなさい。

S社	T社	U社
S1事業 25 %	T1事業 30 %	U1事業 35 %
S2事業 25 %	T2事業 25 %	U2事業 30 %
S3事業 25 %	T3事業 25 %	U3事業 15 %
S4事業 25 %	T4事業 15 %	U4事業 15 %
	T5事業 5 %	U5事業 5 %
HHI · · · · · 2,500	HHI · · · · · 2,400	HHI · · · · · ( c )

- Ⓐ U社の多角化の進展度を、S社、T社に倣って HHI を用いて計算し、( c )に当てはまる数値を答えなさい。なお、数値は、計算結果に端数が生じる場合、小数第1位を四捨五入して整数で答えること。
- Ⓑ HHI を用いて、S社、T社、U社の3社について多角化の進展度が高い順に並べた場合、以下に示す①～⑥のどの組合せが正しいか、一つ選んで答えなさい。ただし、選択肢中の不等号について、「A社 > B社」と表示されるとき、A社の方が相対的に多角化の進展度が高いことを示す。

### 多角化の進展度を示す組合せ

相対的に進展度が高い                                   相対的に進展度が低い

- |   |    |   |    |   |    |
|---|----|---|----|---|----|
| ① | T社 | > | U社 | > | S社 |
| ② | T社 | > | S社 | > | U社 |
| ③ | U社 | > | T社 | > | S社 |
| ④ | U社 | > | S社 | > | T社 |
| ⑤ | S社 | > | T社 | > | U社 |
| ⑥ | S社 | > | U社 | > | T社 |

# 令和7年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問 4 下線部(ウ)に関連する以下の文章を読み、文中の( d )に該当する語句をカタカナ5文字で答えなさい。

組織文化の認知的な側面に注目して、企業の環境適応の遅れが生じるメカニズムを説明しようとした、R. H. ブラウン、J. フェッファーや加護野忠男による組織認識論の研究がある。その際、科学史家のT. S. クーンによる( d )という概念の援用が試みられた。T. S. クーンは、( d )を「一般に認められた科学的業績で、一時期の間、専門家に対して問い合わせや考え方のモデルを与えるもの」と定義した。

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7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。

日本ではアントレプレナーが比較的少ないことが、イノベーション停滞の原因の一つと言われている。アントレプレナーとは、事業機会を認識してそれを追求する人々のことである。新規性の高い製品・サービスを提供するスタートアップを起業する人々はもちろんのこと、企業内で革新的な新事業を企画して実行する人材もアントレプレナーに含まれる。

(ア) 個人による事業機会の認識に影響を与えているものの中には、人的資本がある。また、人と人との様々な結びつきに代表される社会関係資本も事業機会の認識に関係している。社会学者である R. S. バートは、アントレプレナーとは人々の間のつながりを仲介することによって利益を得る人であるとした。アントレプレナーは、ある集団と別の集団の間に隙間、いわゆる( A )空隙を橋渡しする位置にあり、その立場を活かして様々な情報をいち早く入手でき、また新しいアイディアを普及させる役割を担う。

企業の従業員、すなわち組織構成員による事業機会の認識には、その組織が蓄積している技術や、組織内で共有され、繰り返し用いられたり参照されたりする定型的な業務の進め方である組織( B )が関係している。具体的には、新しいアイディアを試すための手続や実験的なプロジェクトを支援するような( B )を持つ組織は、従業員による事業機会の認識を促す。対照的に、業務プロセスの標準化や一貫性を求めるタイプの( B )の下では、組織構成員は事業機会をうまく認識できないおそれがある。

だが、たとえ事業機会は認識できたとしても、人々がそれを追求するとは限らない。例えば期待される需要が小さい場合、有力なドミナント・デザインが存在している場合、あるいは起業の機会費用が大きい場合は、事業機会を追求する者は多くはないだろう。

(イ) あるいはまた、製品をつくるために必要不可欠な特許が既存企業に保有されている場合や、特許の運用が不公正だったり、極めて非効率的だったりする場合も、多くのアントレプレナーは事業機会の追求を諦めるおそれがある。

**問 1** 下線部(ア)に関して、こうした人物はコーポレート・アントレプレナー、又は( a )と呼ばれる。( a )に最も適切な語句をカタカナで答えなさい。

**問 2** 下線部(イ)に関して、人的資本経営の一つとして人材育成が注目されている。以下の文章を読み、( b )と( c )に当てはまる最も適切な語句を答えなさい。( b )はアルファベット 3 文字で、( c )はカタカナ 6 文字で答えなさい。

企業による主な人材育成の方法には、「( b )」、「Off-JT」、「自己啓発支援」の 3 種類がある。近年では、新しい技術や知識を習得し、新たな仕事に活かしていく( c )の重要性も指摘されている。例えば 2020 年のダボス会議において、( c )革命が発表されている。

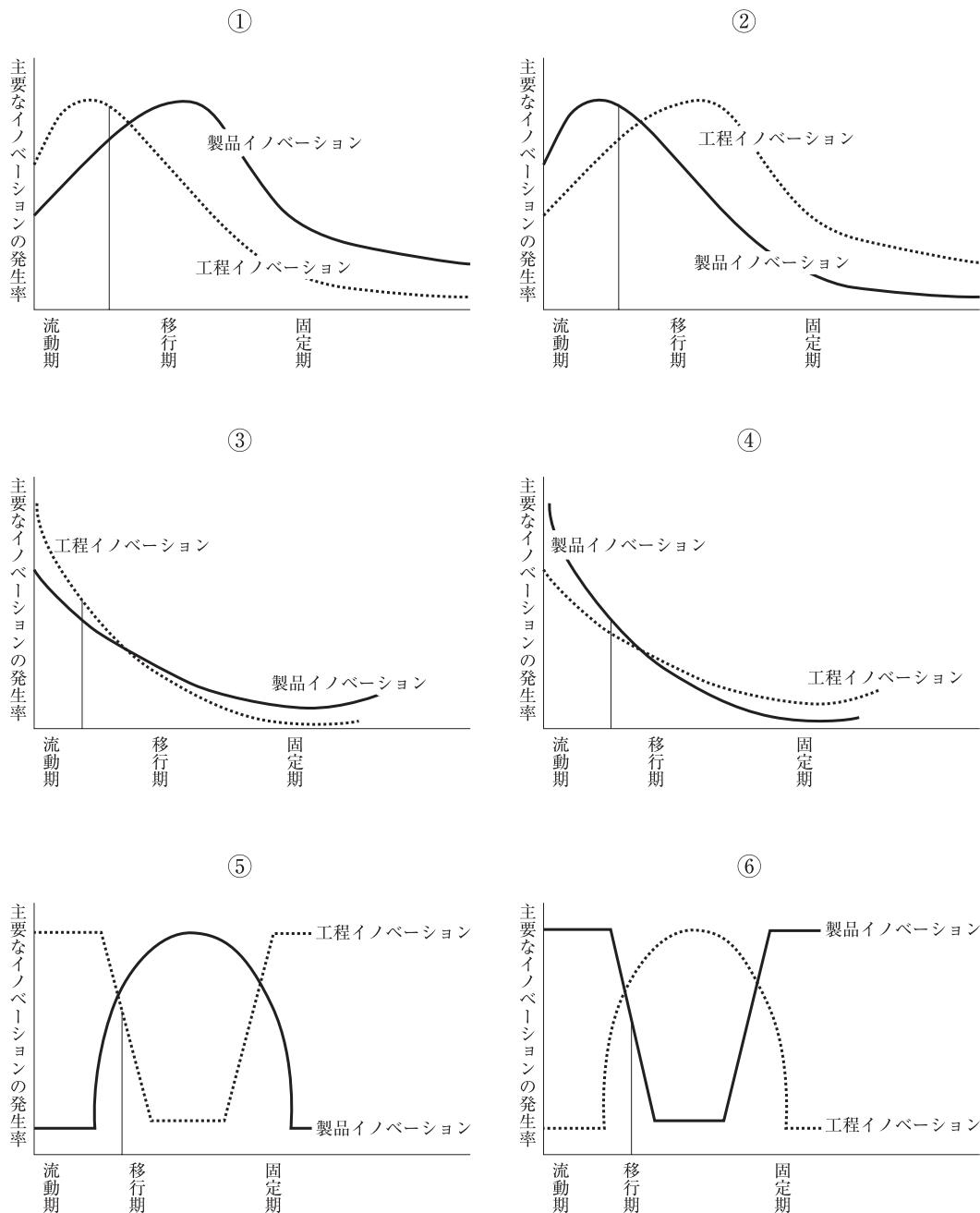
**問 3** 空欄( A )と( B )に当てはまる最も適切な語句を答えなさい。( A )は漢字で、( B )はカタカナ 4 又は 5 文字で答えなさい。

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

**問 4** 下線部(ウ)に関して、以下の説明を読み、図①～⑥の中から最も適切な図を一つ選びなさい。なお、図中の縦線は、ドミナント・デザインの登場を示す。

【説明】アバナシー=アッターバック・モデル(Abernathy=Utterback model, 以下 A-U モデル)にある「ドミナント・デザイン」とは、製品の基本設計に関わる概念である。A-U モデルによれば、ドミナント・デザインが出現すると企業間競争のあり方が急激に変化し、それまで多様性に富んだデザインが競争していた状態から、類似したプロダクト・デザインを持つ企業同士の競争へと移行する。



## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問 5 下線部(エ)に関して、以下の文章の( d )～( g )に入る語句の組合せとして最も適切な選択肢を①～⑥の中から一つ選びなさい。

企業で雇用されている多くの者にとって、給与収入は、退職して起業する際に諦めなければならない主要なもの一つだろう。したがって、平均的な賃金水準が低い、高度な産業や競争力の高い既存企業が少ない等の条件が満たされると、アントレプレナーになるという職業選択の機会費用は( d )なり、事業機会を追求して起業する者の割合は( e )なることが多い。

だが、経済規模が大きく、かつ一人当たりGDPも比較的に高い、いわゆる先進国の場合には、起業活動は機会費用だけでは説明できなくなる。例えば( f )に関する企業への規制が厳しいと起業する者の割合は( g )傾向を示すといったように、制度や社会による影響も無視できなくなる。

### 選択肢

- |         |       |          |       |
|---------|-------|----------|-------|
| ① d. 高く | e. 低く | f. 解雇    | g. 減少 |
| ② d. 低く | e. 高く | f. 解雇    | g. 減少 |
| ③ d. 高く | e. 高く | f. 解雇    | g. 増加 |
| ④ d. 低く | e. 低く | f. 独占・寡占 | g. 増加 |
| ⑤ d. 高く | e. 高く | f. 独占・寡占 | g. 減少 |
| ⑥ d. 低く | e. 高く | f. 独占・寡占 | g. 減少 |

問 6 下線部(オ)に関して、以下の説明を読み、次の問6-1及び問6-2に答えなさい。

【説明】日本の特許法では、( h )を「自然法則を利用した、技術的思想の創作のうち、高度のもの」(特許法第2条第1項)と定義している。特許制度は( h )の保護及び利用を図ることにより、産業の発展に寄与することを目的としている。

特許を出願すると審査が行われ、複数の審査等を通過したもののみが特許査定を受けることができる。その後、登録料の納付が完了し特許権が発生すると、特許公報が発行される。特許公報には、特許権者の情報のほか、技術に関する詳細な内容が記載されている。

特許権者は出願から原則として( i )年間、法的保護を受けられる。だが最近は、特許を出願せずに、成果を敢えて秘匿するケースも多いと言われている。

問6-1 ( h )と( i )に当てはまる最も適切な語句又は数値を答えなさい。

# 令和7年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問6－2 特許を出願せずに成果を敢えて秘匿する理由として、「技術内容を非公開にした方がライバルに技術が漏れないから」、「特許の存続期間が終了しても秘密が維持できるから」、「特許侵害が起こった場合、訴訟に係る費用は大きく、損害賠償額は小さい」等、様々なことが想定される。その一方で、秘匿には大きなリスクも存在する。どのようなリスクがあるか40字以内で答えなさい。

## 令和 7 年論文式経営学

# 令和7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 **問 1** 及び **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点第2位を四捨五入して小数点第1位まで答えること。

**問 1** 次の文章を読み、以下の **問 1-1** ~ **問 1-3** に答えなさい。

税や取引費用などを無視する完全資本市場を想定する。投資政策を所与としたうえで、現在の配当政策の変更を検討している企業があるとする。なお、この企業には負債や余剰資金がなく、株主資本だけで資金を調達するものとする。

変更前の配当政策は、今期に予定している投資プロジェクトへの支出額を内部留保によって確保しておき、そのうえで余った資金を全て配当によって株主に分配するものである。一方、変更後の配当政策は、変更前よりも配当を多くするものである。変更後の配当政策では、企業は配当の増加額と同じだけの増資をしなければならない。この増資に既存株主が応じることはない仮定すれば、既存株主の持株比率は増資を原因として低くなる。企業が実際に配当を支払う前の段階で、変更前の配当政策における企業価値は、変更後の配当政策における企業価値( ① )。

企業が実際に配当を支払った後の株価は支払う前と比べて( ② )。このとき、既存株主の富は企業が実際に配当を支払う前( ③ )。

**問 1-1** 文中の空欄①~③に当てはまる最も適切な語句の組合せを、次のア～クの中から一つ選びなさい。

- ア. ①よりも大きい、②変わらない、③よりも大きい
- イ. ①と同じである、②下落する、③よりも大きい
- ウ. ①よりも小さい、②上昇する、③よりも小さい
- エ. ①と同じである、②変わらない、③よりも小さい
- オ. ①よりも大きい、②変わらない、③と同じである
- カ. ①よりも小さい、②上昇する、③と同じである
- キ. ①と同じである、②下落する、③と同じである
- ク. ①よりも大きい、②下落する、③よりも大きい

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問1－2 配当政策の無関連命題について、適切な説明文を次のア～エの中から全て選びなさい。

- ア. 投資政策を所与と前提するのは、投資政策が企業価値に与える影響ではなく、配当と内部留保の割合が企業価値に与える影響を論点としているためである。
- イ. 将来の配当よりも現在の配当を選好する株主がいる状況下では、配当政策の無関連命題が成立しない場合もある。
- ウ. 現在の配当が少なすぎると思う株主が、株式の売却によって資金を得ることを自家製レバレッジと呼ぶ。
- エ. ア～ウに適切な説明文はない。

問1－3 株価の配当割引モデルについて、適切な説明文を次のア～オの中から全て選びなさい。

- ア. 株主がその投資から得られる利益には配当とキャピタル・ゲイン(値上がり益)の2種類があるにもかかわらず、配当割引モデルはキャピタル・ゲインを計算の対象外としているため、配当を好む投資家にとっては適切であるが、それ以外の投資家にとっては適切ではない。
- イ. 株式市場が均衡している状況では、配当割引モデルが成立している。
- ウ. 配当が毎期一定で永久に続くと予想される場合、配当を株主の要求収益率で割ることによって理論株価を求めることができる。
- エ. 配当割引モデルによると将来の配当が多いほど現在の株価は高くなる。したがって、完全資本市場で投資政策を所与とする場合であっても、配当政策の無関連命題が正しいとは限らない。
- オ. ア～エに適切な説明文はない。

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問2 次の文章を読み、以下の **問2-1** ~ **問2-3** に答えなさい。

不完全資本市場において、配当政策は株主の富に影響を与える可能性がある。税制によつては、配当とキャピタル・ゲインは異なった税率で課税される場合がある。よつて、配当のほうが税の負担が重くなる投資家の場合、企業が全く配当を支払わないほうが税を節約できるはずである。ところが、そのような投資家の中にも、実際には配当を受け取りたがる者が存在する。このような一見すると不可解な現象に理論的な説明を与えるため、エージェンシー・コストや情報の非対称性など、他の不完全要素も着目されるようになり、配当政策の理論が発展してきた経緯がある。なお、利益を分配するための手段として、企業は配当の代わりに自社株買いを実施することもできる。

問2-1 下線部に関連するものとして、適切な説明文を次のア～オの中から全て選びなさい。

- ア. 株主・経営者間のエージェンシー問題は、株主と経営者の利害対立を原因とする企業価値の減少であり、配当ができるだけ少なくすることによってこのエージェンシー問題を緩和できるという考え方がある。
- イ. 個々の投資家はどのような配当政策が与えられても、株式を売買することによって望ましい消費パターンに調整できる。したがつて、株式売買手数料を考慮に入れても、株主の富はどのような配当政策でも同じになる。
- ウ. 配当によって株主・経営者間のエージェンシー問題を緩和することができるならば、そこから得られるメリットは、配当を原因として税や企業経費が余計にかかるデメリットを打ち消すぐらいに大きいかもしれない。したがつて、配当政策の変更は企業価値を高める可能性がある。
- エ. 配当によって敢えて内部留保を減らすと、資金調達の頻度を高めて外部の投資家からの監視にさらされる場合がある。その場合、経営者に対する規律を高めて株主・経営者間のエージェンシー問題を緩和するという考え方がある。
- オ. ア～エに適切な説明文はない。

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問2－2　自社株買いについて、適切な説明文を次のア～カの中から全て選びなさい。

- ア. 企業が自社株買いをした後に、我が国では買い戻した株式は速やかに消却しなければならない。
- イ. 完全資本市場において企業が自社株買いをすると、市場に出回っている株式数が減少するため、需給バランスの改善によって株価が上昇する。
- ウ. 企業が自社株買いをするとき、我が国では買付期間と予定している買戻金額を公表したうえで、流通市場で買付をしなければならない。
- エ. 株価が過大評価されている場合に自社株を買い戻すと、そのこと自体は自社株買いに応じた株主に損失を与える。したがって、企業の経営者は株価が過小評価されている場合に限って自社株買いを実施したがると想定できる。
- オ. 企業がいったん買い戻した株式を、再び投資家に売却することによって資金を調達する行動は、インサイダー取引を禁止する規定に抵触するため、我が国の法律では認められていない。
- カ. ア～オに適切な説明文はない。

問2－3　自社株買いを実施する直前において市場に出回っている株式数を5,000万株、そのときの株価を20円とする。また、企業が買い戻す株式数を1,000万株とし、買戻価格は実施する直前の株価であるとする。このとき、自社株買いを実施した直後の株価を答えなさい。ただし、税などを考慮に入れない完全資本市場を仮定する。

# 令和7年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

**問題 2** 次の **問 1** 及び **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点第 2 位を四捨五入して小数点第 1 位まで答えること。

**問 1** 次の文章を読み、以下の **問 1-1** ~ **問 1-4** に答えなさい。

エンタープライズ・割引キャッシュ・フロー法を使って、A 社の企業価値及び理論株価を算出することを考える。A 社の財務状況は以下のとおりである。1 年を 1 期として、現時点は、第 1 期の期首とする。表 1 は、第 1 期末(1 年後)から第 3 期末(3 年後)までの期待される財務数値を示している。第 4 期末以降のフリー・キャッシュ・フロー(FCF)は、第 3 期末の FCF と同額で永久に持続すると期待されている。現時点の負債(時価)は 500 億円、非事業用資産価値(時価)は 100 億円である。法人税率は 30 % である。加重平均資本コストは 10 % である。発行済み株式総数は、5 千万株である。全てのキャッシュ・フローは期末に発生する。

表1 A 社の財務データ (単位：億円)

期	第1期末	第2期末	第3期末
営業利益	300	320	330
設備投資	120	120	120
減価償却費	60	60	60
運転資本純増	5	5	5

**問 1-1** A 社の第 1 期末の FCF を答えなさい。(単位：億円)

**問 1-2** A 社の現時点での企業価値を答えなさい。なお、計算に当たって必要な場合には、

**問 1-1** で解答した数値をそのまま用いること。(単位：億円)

**問 1-3** A 社の現時点での理論株価を答えなさい。なお、計算に当たって必要な場合には、

**問 1-1** 及び **問 1-2** で解答した数値をそのまま用いること。(単位：円)

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問1－4 エンタープライズ・割引キャッシュ・フロー法による企業価値評価に関する適切な説明文を、次のア～オの中から全て選びなさい。

- ア. FCFには、株主に帰属するキャッシュ・フローが含まれる。
- イ. 加重平均資本コストは、資本構成の比率をウェイトとして、配当利回りと借入金利を平均したものである。
- ウ. 株主資本コストの推計に資本資産評価モデルを用いる場合、無リスク資産収益率の指標としては、社債金利よりも国債金利のほうが適している。
- エ. ターミナル・バリューは、企業の倒産リスクが高いときに加算される価値である。
- オ. ア～エに適切な説明文はない。

問2 次の文章を読み、以下の問2－1 及び問2－2 に答えなさい。

類似企業比較法を使って、B社の価値を算出することを考える。B社は未上場企業である。同業種に属するX社、Y社、Z社は上場しており、B社の類似企業とする。表2は、各社の財務データである。

表2 各社の財務データ (単位：億円)

	B社	X社	Y社	Z社
営業利益	40	14	30	20
減価償却費	9	5	8	4
当期純利益	23	7	18	18
株式時価総額		80	140	110
負債(時価)		20	70	50

問2－1 マルチプルとして類似企業の企業価値/EBITDA倍率の単純平均値を用いて、B社の推定される企業価値を答えなさい。(単位：億円)

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問2－2 別のマルチプルの候補として、(a)PERと(b)PBRがある。それぞれのマルチプルの分母に用いられる一株当たり指標の組合せとして最も適切なものを、次のア～クの中から一つ選びなさい。

- ア. (a)純資産 (b)当期純利益
- イ. (a)営業利益 (b)総資産
- ウ. (a)当期純利益 (b)純資産
- エ. (a)総資産 (b)当期純利益
- オ. (a)営業利益 (b)純資産
- カ. (a)当期純利益 (b)総資産
- キ. (a)純資産 (b)営業利益
- ク. (a)総資産 (b)営業利益

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問題 3 次の文章を読み、以下の **問 1** ~ **問 6** に答えなさい。

裁定機会が存在せず、一物一価の法則が成り立っている競争的な市場において、全ての (1)情報が資産の市場価値に反映されるならば、資産のファンダメンタル価値(本来の価値)と市場価値は一致する。このような競争的な市場では、個別証券のリスク・プレミアムはシステムティック・リスクの影響を受ける。(2)システムティック・リスクを測定するためには、これ以上リスクを分散化することができない(3)効率的ポートフォリオを求める必要がある。この効率的ポートフォリオを求めることができれば任意の証券の期待収益率を算出することができる。

証券の期待収益率を算出する関数において、ファクターとして一つの効率的ポートフォリオで全てのシステムティック・リスクをとらえるモデルはシングル・ファクター・モデル、ファクターとして複数のポートフォリオでとらえるモデルは(4)マルチ・ファクター・モデルと呼ばれている。

問 1 (1)情報が資産の市場価値に反映されるという考えに効率的市場仮説がある。効率的市場仮説に関する適切な説明文を、次のア～オの中から全て選びなさい。

- ア. 現在の証券価格には、過去の証券価格情報が全て反映されているという考えは、セミストロング・フォームの市場効率性と言われている。
- イ. 現在の証券価格には、全ての公開情報が反映されているという考えはストロング・フォームの市場効率性と言われている。
- ウ. セミストロング・フォームの市場効率性が成り立つならば、どのような公開情報を用いた取引によっても一貫してリスクに見合った以上の収益を上げることはできない。
- エ. 現在の証券価格には、公開情報の一部が証券価格に反映されているという考えは、セミストロング・フォームの市場効率性と言われている。
- オ. ア～エに適切な説明文はない。

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問 2 (2)システムティック・リスクや(3)効率的ポートフォリオにおける適切な説明文を、次のア～オの中から全て選びなさい。

- ア. 効率的ポートフォリオの期待収益率は、収益率の分散の水準が同じポートフォリオの中で最も高い。
- イ. 個別証券の収益率の変動は、システムティック・リスクと一致する。
- ウ. 全ての証券に影響を及ぼすような証券価格の変動リスクは、分散可能リスクと呼ばれている。
- エ. 個別企業の証券価格に影響を及ぼすシステムティック・リスクを測る尺度にはベータ値がある。
- オ. ア～エに適切な説明文はない。

問 3 証券の期待収益率を求めるモデルに、資本資産評価モデルがある。資本資産評価モデルについて適切な説明文を、次のア～オの中から全て選びなさい。

- ア. 資本資産評価モデルにおいて、投資家は競争的市場価格で全ての証券を売買できることが仮定されている。
- イ. 資本資産評価モデルにおいて、全ての投資家は証券価格のボラティリティと期待収益率について全く同じ期待を持つことが仮定されている。
- ウ. 資本市場線は、証券のベータ値と期待収益率の間に線形関係があることを示している。
- エ. 全ての投資家は平均分散アプローチに基づいてポートフォリオを選択することが仮定されている。
- オ. ア～エに適切な説明文はない。

## 令和7年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問 4 資本資産評価モデルのベータ値について適切な説明文を、次のア～オの中から全て選びなさい。

- ア. ある証券のベータ値とは、その証券の収益率と市場ポートフォリオの収益率の共分散を市場ポートフォリオの収益率の分散で除した値である。
- イ. 過去の収益率を用いて特定の証券のベータ値を推定する状況を考える。縦軸を証券の超過収益率、横軸を市場ポートフォリオの超過収益率とした散布図において、最もよくあてはまる直線の傾きはベータ値の推定値となる。
- ウ. 証券ごとにベータ値は異なるが、証券ごとのアンシステマティック・リスクがベータ値に反映されることはない。
- エ. 市場ポートフォリオのベータ値はゼロであり、市場ポートフォリオより大きなベータ値をとる証券は市場よりも激しい値動きをする傾向にある。
- オ. ア～エに適切な説明文はない。

問 5 現実世界において、投資家の中にはバイアスを伴った行動をとる場合がある。こうした投資家の行動バイアスについて適切な説明文を、次のア～オの中から全て選びなさい。

- ア. 投資家は最初に取得した特定の情報に偏重した意思決定を行ってしまう行動バイアスがある。この行動バイアスはアンカリング効果と言われている。
- イ. 投資家は購入してから値上がりした証券を保有し続け、値下がりした証券をすぐに売却したがる行動バイアスがある。この行動バイアスはディスポジション効果(気質効果)と言われている。
- ウ. 投資家は他人の情報からの利益を期待し、過度に自分の情報を利用しない行動バイアスがある。この行動バイアスは情報カスケード効果と言われている。
- エ. 自らの知識、判断能力などを過大に評価し、過度なリスクを負うといった行動バイアスがある。この行動バイアスは自信過剰バイアスと呼ばれている。
- オ. ア～エに適切な説明文はない。

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問 6 (4)マルチ・ファクター・モデルにはファマ・フレンチの3ファクター・モデルがある。

ファマ・フレンチの3ファクター・モデルに関する適切な説明文を、次のア～エの中から全て選びなさい。

- ア. 3つのファクターのうちの1つは市場ファクターである。
- イ. 3つのファクターのうちの1つは規模ファクターである。規模ファクターは、企業の株式時価総額が大きな株式のポートフォリオと時価総額が小さな株式のポートフォリオのリターンの合計を通じて導き出されている。
- ウ. 簿価に比べ時価が低い株式(簿価／時価比率が高い株式)はグロース株と呼ばれ、逆に高い株(簿価／時価比率が低い株式)はバリュー株と言われている。
- エ. ア～ウに適切な説明文はない。

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問題 4 次の **問 1** ~ **問 4** に答えなさい。

**問 1** 次の文章を読み、以下の **問 1-1** 及び **問 1-2** 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、最終数値の指定単位での小数点未満を四捨五入して整数で答えること。

現在(期首)と将来(期末)からなる1期間モデルを考える。A氏の現在の富は2,200万円であり、その内訳は現金200万円と2,000万円の不動産である。現金は無リスク資産への投資により1期間で5%の収益率を確保できる。将来、不動産は2%の確率で災害に遭いその価値が0円(損害は2,000万円)になるが、災害に遭わなかった場合の価値は2,000万円である。期間中の不動産の売却は考慮しない。期待効用の最大化を目的とするA氏の効用 $U$ は将来の富 $W$ のみに依存し、 $U = \sqrt{W}$ の効用関数を仮定する。

**問 1-1** A氏の将来の富に関する確実性等価を答えなさい。(単位:万円)

**問 1-2** A氏の不動産が災害に遭った場合に損害を全額補償する保険がある。このとき、A氏が自ら支払ってもよいと思う保険料の最大額を答えなさい。保険料は、現在において手持ちの現金から支払う。なお、計算に当たって必要な場合には **問 1-1** で解答した数値をそのまま用いること。(単位:万円)

**問 2** 次の文章を読み、以下の **問 2-1** 及び **問 2-2** 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、最終数値の指定単位での小数点第2位を四捨五入して小数点第1位まで答えること。

現在(期首)と将来(期末)からなる1期間モデルを考える。ある経済では、将来に同じ確率で好景気と不景気という二つの状態のいずれかが生じる。この経済のもと、証券市場の市場ポートフォリオの収益率、当該市場に属する二つの証券XとYの収益率は以下の表のとおり予想されている。市場ポートフォリオは効率的ポートフォリオであるとし、この1期間における無リスク資産収益率は1%であると仮定する。このとき、以下の各間に答えなさい。

状態	市場ポートフォリオの収益率	証券Xの収益率	証券Yの収益率
好景気	15 %	30 %	10 %
不景気	5 %	- 10 %	4 %

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

問2－1 証券Xのベータ値を答えなさい。

問2－2 証券Yのジェンセンのアルファ値を答えなさい。(単位：%)

問3 次の文章を読み、以下の問3－1及び問3－2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、最終数値の指定単位での小数点第2位を四捨五入して小数点第1位まで答えること。

現在(期首)と将来(期末)からなる1期間モデルを考える。現在の初期投資額が100億円である投資プロジェクトZがある。Zは将来の景気動向によってその価値が左右されるが、現在の将来キャッシュ・フロー予測によると、Zの将来キャッシュフローの現在価値は110億円である。一方で、投資を期末まで延期することで、現在では判明していない景気動向が明らかになる。ここでは、景気が良くなる場合と悪化する場合の2つの状態のみを仮定し、将来的Zの価値は、景気が良くなった場合には200億円、景気が悪化した場合には50億円になると予想されている。この1期間における無リスク資産収益率は5%である。

問3－1 景気が良くなる場合のリスク中立確率を答えなさい。(単位：%)

問3－2 投資プロジェクトZを期末まで延期可能なリアル・オプションの現在価値を答えなさい。ただし、期末まで延期することで初期投資額は無リスク資産収益率の分だけ増加する。なお、計算に当たって必要な場合には問3－1で解答した数値をそのまま用いること。(単位：億円)

問4 次の文章を読み、以下の問題に答えなさい。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、最終数値の指定単位での小数点第2位を四捨五入して小数点第1位まで答えること。

現在(期首)と将来(期末)からなる1期間モデルを考える。現在、1ドル150円(直物為替レート)、1期間のドル金利が5%，円金利が0.5%である。このとき、無裁定条件が成立するならば、現在における先渡為替レートは1ドル何円になるか答えなさい。(単位：円)

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和7年論文式経営学

第2問 **問題4** 参考資料

W	$\sqrt{W}$	W	$\sqrt{W}$	W	$\sqrt{W}$	W	$\sqrt{W}$	W	$\sqrt{W}$
10	3. 16	460	21. 45	910	30. 17	1360	36. 88	1810	42. 54
20	4. 47	470	21. 68	920	30. 33	1370	37. 01	1820	42. 66
30	5. 48	480	21. 91	930	30. 50	1380	37. 15	1830	42. 78
40	6. 32	490	22. 14	940	30. 66	1390	37. 28	1840	42. 90
50	7. 07	500	22. 36	950	30. 82	1400	37. 42	1850	43. 01
60	7. 75	510	22. 58	960	30. 98	1410	37. 55	1860	43. 13
70	8. 37	520	22. 80	970	31. 14	1420	37. 68	1870	43. 24
80	8. 94	530	23. 02	980	31. 30	1430	37. 82	1880	43. 36
90	9. 49	540	23. 24	990	31. 46	1440	37. 95	1890	43. 47
100	10. 00	550	23. 45	1000	31. 62	1450	38. 08	1900	43. 59
110	10. 49	560	23. 66	1010	31. 78	1460	38. 21	1910	43. 70
120	10. 95	570	23. 87	1020	31. 94	1470	38. 34	1920	43. 82
130	11. 40	580	24. 08	1030	32. 09	1480	38. 47	1930	43. 93
140	11. 83	590	24. 29	1040	32. 25	1490	38. 60	1940	44. 05
150	12. 25	600	24. 49	1050	32. 40	1500	38. 73	1950	44. 16
160	12. 65	610	24. 70	1060	32. 56	1510	38. 86	1960	44. 27
170	13. 04	620	24. 90	1070	32. 71	1520	38. 99	1970	44. 38
180	13. 42	630	25. 10	1080	32. 86	1530	39. 12	1980	44. 50
190	13. 78	640	25. 30	1090	33. 02	1540	39. 24	1990	44. 61
200	14. 14	650	25. 50	1100	33. 17	1550	39. 37	2000	44. 72
210	14. 49	660	25. 69	1110	33. 32	1560	39. 50	2010	44. 83
220	14. 83	670	25. 88	1120	33. 47	1570	39. 62	2020	44. 94
230	15. 17	680	26. 08	1130	33. 62	1580	39. 75	2030	45. 06
240	15. 49	690	26. 27	1140	33. 76	1590	39. 87	2040	45. 17
250	15. 81	700	26. 46	1150	33. 91	1600	40. 00	2050	45. 28
260	16. 12	710	26. 65	1160	34. 06	1610	40. 12	2060	45. 39
270	16. 43	720	26. 83	1170	34. 21	1620	40. 25	2070	45. 50
280	16. 73	730	27. 02	1180	34. 35	1630	40. 37	2080	45. 61
290	17. 03	740	27. 20	1190	34. 50	1640	40. 50	2090	45. 72
300	17. 32	750	27. 39	1200	34. 64	1650	40. 62	2100	45. 83
310	17. 61	760	27. 57	1210	34. 79	1660	40. 74	2110	45. 93
320	17. 89	770	27. 75	1220	34. 93	1670	40. 87	2120	46. 04
330	18. 17	780	27. 93	1230	35. 07	1680	40. 99	2130	46. 15
340	18. 44	790	28. 11	1240	35. 21	1690	41. 11	2140	46. 26
350	18. 71	800	28. 28	1250	35. 36	1700	41. 23	2150	46. 37
360	18. 97	810	28. 46	1260	35. 50	1710	41. 35	2160	46. 48
370	19. 24	820	28. 64	1270	35. 64	1720	41. 47	2170	46. 58
380	19. 49	830	28. 81	1280	35. 78	1730	41. 59	2180	46. 69
390	19. 75	840	28. 98	1290	35. 92	1740	41. 71	2190	46. 80
400	20. 00	850	29. 15	1300	36. 06	1750	41. 83	2200	46. 90
410	20. 25	860	29. 33	1310	36. 19	1760	41. 95	2210	47. 01
420	20. 49	870	29. 50	1320	36. 33	1770	42. 07	2220	47. 12
430	20. 74	880	29. 66	1330	36. 47	1780	42. 19	2230	47. 22
440	20. 98	890	29. 83	1340	36. 61	1790	42. 31	2240	47. 33
450	21. 21	900	30. 00	1350	36. 74	1800	42. 43	2250	47. 43

# 令和7年論文式経営学

## 令和 7 年論文式経営学

## 令和 7 年論文式経営学