この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

第1問答案用紙＜1＞
（経　営　学）

受験番号シール貼付欄

問題 1

問 1

a	形式知	b	ＳＥＣＩ	e	連結化
c	4	d	6	f	3

問 2－1

g	産学連携	h	ベンチャー	i	アントレプレナー
j	エンジェル	k	流動		

問 2－2

③

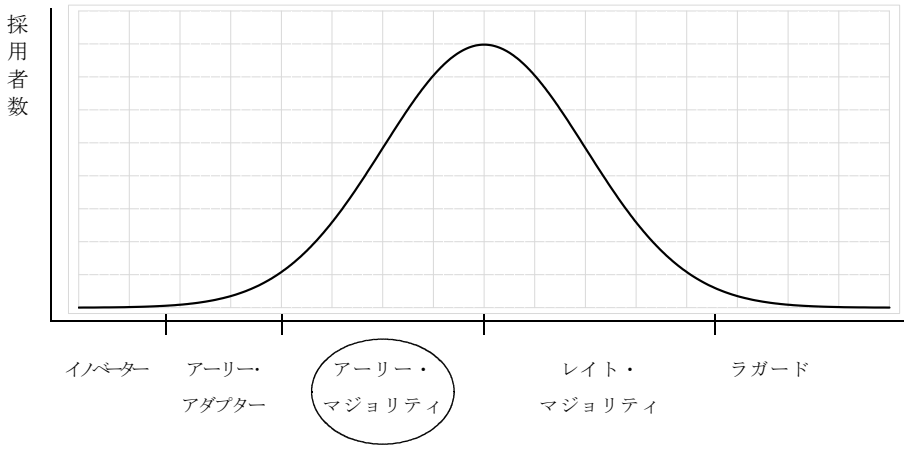
問 3

オープンイノベーション

問 4

②

問 5



問 6

情	報	財	は	生	産	の	初	期	投	資	は	大	き	い	が	限	界	費	用
は	小	さ	く	,	グ	ロ	ー	バ	ル	市	場	参	入	に	よ	り	規	模	の
経	済	が	強	く	働	く	。	イ	ン	タ	ー	ネ	ッ	ト	等	の	Ｉ	Ｃ	Ｔ
発	達	は	,	参	入	の	際	の	流	通	コ	ス	ト	を	著	し	く	低	下
さ	せ	た	た	め	,	若	い	企	業	の	参	入	を	可	能	に	し	た	。

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

第1問答案用紙＜2＞
（経　営　学）

受験番号シール貼付欄

問題 2

問 1

A	機械

B	テクニカルコア

問 2

①	④

問 3

④

問 4－1

③

問 4－2

B	C	E	H

問 5

変	化	の	激	し	い	環	境	下	に	お	い	て	,	組	織	を	抜	本	的
に	変	革	す	る	た	め	に	は	,	そ	れ	ま	で	の	成	功	体	験	や
常	識	を	捨	て	,	新	し	い	行	動	様	式	を	作	り	上	げ	る	こ
と	が	必	要	に	な	る	。	そ	れ	ゆ	え	,	従	来	の	行	動	規	範
や	価	値	観	を	前	提	と	し	た	シ	ン	グ	ル	・	ル	ー	プ	学	習
で	は	十	分	で	は	な	く	,	行	動	規	範	や	価	値	観	の	変	化
を	伴	う	ダ	ブ	ル	・	ル	ー	プ	学	習	が	よ	り	重	要	に	な	る
の	で	あ	る	。															

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

受験番号シール貼付欄

第2問答案用紙＜1＞
（経　営　学）

問題 1

問 1－1	オ
問 1－2	③　ウ
	④　ア
問 1－3	ウ
問 2－1	1,028　億円
問 2－2	477.70　億円

問題 2

問 1－1	15　%
問 1－2	イ
問 1－3	オ
問 2－1	エ
問 2－2	イ
問 2－3	(1)配当：　イ
	(2)自社株買い：　オ

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

第2問答案用紙＜2＞
（経　営　学）

受験番号シール貼付欄

問題 3

問 1－1	11.00
問 1－2	15,125.86 円
問 2－1	(ア) ⑤
問 2－2	(イ) 80 %
問 3－1	97 %
問 3－2	30 百万円

問題 4

問 1－1	(ア) 9,900 円
問 1－2	1,590 円
問 1－3	708.42 円
問 2－1	9,801 円
問 2－2	右のいずれか正しい方を○で囲むこと：権利行使する，　権利行使しない オプション価格：1,590 円
問 2－3	878.01 円

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

【解答への道】

Ⅰ　合　格　ラ　イ　ン

＜第１問＞

今年度の問題は，イノベーション，大学発ベンチャー，ＳＥＣＩモデル，コンティンジェンシー理論，組織文化，組織学習，多国籍企業など，幅広い分野からの出題であった。一部テキストに記載のない内容が含まれるものの，大半は講義・答練で取り上げている内容であり，万遍なく学習してさえいれば，問題 1 で７割前後，問題 2 で５割前後，全体では６割前後取れているはずであり，その程度取れていればまったく心配ない。

問題 1

本問では問 1 から問 5 でどれだけ取れたかが極めて重要である。問 6 の論述問題は内容的にも字数的にも解答しづらく，ここは部分点が取れれば十分である。

問 1 は(a)(b)(e)が正答必須，(c)(d)(f)のうち２つ以上取りたい。問 2 は問 2－1 (j)と，問 2－2 以外は必ず取りたい。問 3 は正答必須，問 4 は直前講義テキストに記載があり，できれば取りたい。問 5 の作図については，上級テキスト④17章本文の14ページの図を書いた受験生もいたと思われる。ただ，縦軸が「採用者数」で「普及率」や「累積採用者数」ではないこと，および，問題文が「分布図」を書くことを求めていることから，17章補論21ページの図を書くべきであると考えられる。また，○で囲むカテゴリーについて，アーリーアダプターにするか悩んだかもしれない。下線部(エ)に「新規性が極めて高い製品」とあり，そのような製品の場合，アーリーアダプターとアーリーマジョリティの間の溝(キャズム)が大きく，アーリーマジョリティに普及しないと世の中に広まらないとされている。よって，アーリーマジョリティを○で囲むのが正解となる。問 6 の論述問題の点数にもよるが，問 5 の出来が，７割ないしそれ以上取れるかどうかの分かれ目となるであろう。

問題 2

本問では，問 1 のＡ，問 2 問 4－1 が正答必須，さらに問 5 の論述で配点の５割くらいの部分点を得たい。そうすれば全体で５割くらいになる。仮に，５割に行かなかったとしても，問題 1 との合計で５割を超えていれば，十分に合格圏であろう。

問 3 と問 4－2 は埋没と考えてよく，気にする必要はないが，念のため補足しておく。

メディア・リッチネス理論では，ある事柄を一定時間内に理解するための情報量の多さをメディア・リッチネスといい，メディア・リッチネスの高い順から［対面＞ビデオ＞音声＞文章＞画像］になるとする。

ホフステードによる国民文化の違いを示す指標は，権力格差，集団主義⇔個人主義，女性らしさ⇔男性らしさ，不確実性の回避，短期志向⇔長期志向，人生の楽しみ方，の６つである。

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

＜第２問＞

全体的に基礎的・標準的問題が多く，７割超取れても何ら不思議ではない。とはいえ，本番ならではの緊張感や，それが生み出すケアレスミスを考慮すると，素点で５割強から６割弱得点できれば，偏差値で50～52くらいになると予想している。

問題 1

運転資本管理及び投資意思決定からの出題である。いずれも管理会計論に近い内容であり，経営学として学習していなかったとしても，ある程度の得点は獲得しておきたい。特にＣＣＣについての **問 1 － 2** **問 1 － 3** は落とせない問題だろう。 **問 2** は問題文の読み取りが難しく，正答できればアドバンテージになると思われる。

問 1

流動資産の保有に伴うコストのうち，保持費用は，流動資産を保有することにより生じるコストであり，在庫保管に係る倉庫費用のようなコストがある。一方，不足費用は，流動資産が不足することにより生じるコストであり，欠品による売上機会の喪失のようなコストがある。

キャッシュ・コンバージョン・サイクル（以下ＣＣＣ）は，「棚卸資産回転期間＋売上債権回転期間－仕入債務回転期間」と表現される指標である。すなわち，「仕入（代金未払）から販売代金の回収まで」にかかる日数から，「仕入（代金未払）から代金の支払まで」にかかる日数を差し引いて計算する。また，ＣＣＣが長期化する原因としては，不良在庫の発生による棚卸資産回転期間の長期化や，売上債権の回収遅延による売上債権回転期間の長期化がある。一方で，仕入債務の支払遅延があると仕入債務回転期間が長期化するため，結果としてＣＣＣが長期化しないケースがある。

問 2

問 2－1

まず，設備投資額が1,000億円，残存価額10%，償却期間３年の定額法であるから，各期の減価償却費は以下のようになる。

$$\frac{1,000 \times 0.9}{3\text{年}} = 300\text{（億円）}$$

また，第１期及び第２期の予想フリー・キャッシュ・フロー（以下ＦＣＦ）は，

第１期：280 ×（１－0.3）＋ 300 －（120 － 100） ＝ 476（億円）

第２期：420 ×（１－0.3）＋ 300 －（120 － 120） ＝ 594（億円）

となり，第３期の予想ＦＣＦには，問題の設定から下記の金額が加算されることとなる。

120 － 売却益に係る法人税{(120－残存価額100)×0.3} ＋ 土地の売却価額200 ＝ 314（億円）

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

よって，第３期の予想ＦＣＦは以下のようになる。

第３期：420×（１－0.3）＋300 －（０－120）＋314 ＝ 1,028（億円）

問 2－2

まず，Ｙ社の加重平均資本コストは以下のようになる。

$$10 \times \frac{6}{10} + 6 \times \frac{4}{10} \times (1-0.3) = 7.68\ (\%)$$

次に，新規投資プロジェクトの初期投資額は以下のようになる（遊休土地の売却価額は機会費用であり，初期投資額に含める点に注意すること）。

100 ＋ 1,000 ＋ 200 ＝ 1,300（億円）

よって，新規投資プロジェクトの正味現在価値は以下のようになる。

$$\frac{476}{(1+0.0768)} + \frac{594}{(1+0.0768)^2} + \frac{1,028}{(1+0.0768)^3} - 1,300 = 477.697\cdots$$

$$\rightarrow 477.70\ (億円)$$

問題 2

本問は，投資意思決定（ＩＲＲ），完全市場下における企業価値，資本コスト，ＲＯＥに関する基本的な知識を問う問題である。

問 1

問 1－1

各投資案の内部収益率をＩＲＲ*とすると，以下のように示すことができる。

投資案Ａ：　$300 = \dfrac{40}{IRR_A}$　　$\therefore IRR_A = 13.333\cdots\%$

投資案Ｂ：$-400 = \dfrac{-60}{IRR_B}$　　$\therefore IRR_B = 15\%$

投資案Ｃ：　$500 = \dfrac{70}{IRR_C - (-0.03)}$　　$\therefore IRR_C = 11\%$

したがって，内部収益率が最も高い投資案は投資案Ｂであり，その値は15%である。

問 1－2

投資案の採否は「内部収益率が資本コストを上回る」かつ「正味現在価値が正である」ことが条件であり，各投資案に関して以下のとおりとなる。

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

投資案	内部収益率		資本コスト	正味現在価値
A	13.33…％	＞	12.0％	33.33…※1 ＞ 0
B	15％	＞	12.0％	－100※2 ＜ 0
C	11％	＜	12.0％	－33.33…※3 ＜ 0

※１：(40／0.12)－300

※２：(－60／0.12)＋400

※３：{70／[0.12－(－0.03)]}－500

ここで，投資案Ｂは「現時点で400万円借りて毎期60万円を永続的に支払う借入」と捉えると分かりやすいかもしれない。つまり，借入利子率（本問の場合，ＩＲＲに相当）が資本コスト以上ということは，返済額の現在価値が現時点でのＣＦ（借入額）以上となり，「棄却すべき（借りないほうがよい）」となる。したがって，採択すべき投資案は「投資案Ａ」であり，投資案Ｂと投資案Ｃは棄却することになるので，正解は「イ」となる。

問 1－3

まず，アとイについては，前問の数値例を用いると正否を簡単に判定できる。

ア．前問の投資案の中でＩＲＲ最大はＢであるが，これは棄却される。よって誤りである。

イ．前問の投資案の中でＩＲＲと資本コストの差が最大なのは棄却されるＢである。よって，これも誤りである。

次に，前述のように，投資案の採否は「内部収益率が資本コストを上回る」かつ「正味現在価値が正である」ことが条件であり，特に，複数のＩＲＲがある投資案の採否では，ＮＰＶを用いるのが基本である。ウとエについては，複数のＩＲＲがある投資案をＩＲＲのみで判定しようとしており，両方とも誤りと言える。

したがって，正解は「オ」となる。

問 2

問 2－1

完全市場下において，キャッシュフローなどの企業の実物的側面に変化がない場合，負債比率（資本構成）が変化してもMM第一命題より企業価値は一定となる。

そして同様の条件の下では，総資本利益率（ＲＯＡ）は一定であり負債提供者のリスク負担はゼロなので負債利子率も一定である。ここで，ＲＯＡとＲＯＥの関係を示す数式（レバレッジ効果）は次のとおりである。

$$\text{ＲＯＥ}=\text{ＲＯＡ}+(\text{ＲＯＡ}-\text{負債利子率})\times\frac{\text{負債資本}}{\text{株主資本}}$$

負債比率が増加すると，[負債資本／株主資本]が上昇するのでＲＯＥは上昇する。したがって，正解は「エ」となる。

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

問 2－2

前述と同様の条件では，負債比率が増加するとMM第二命題より株主資本コストは上昇する。そして，MM第二命題で算定した株主資本コストを負債比率変更後の加重平均資本コストを算定する数式に代入すると，変更前の加重平均資本コストと一致することとなる。

したがって，正解は「イ」となる。

問 2－3

前述と同様の条件で余剰現金を用いて配当した場合，現金流出分だけ株式時価総額は減少するが流通株式数は不変なので，株価は下落する。他方，企業の実物的側面は変化していないので株主に配分されるキャッシュフローは一定である。つまり，配分されるキャッシュフローは一定で，株式時価総額（株主資本）は減少しているのでＲＯＥは上昇することになる。したがって，株主還元を配当で行った場合，正解は「イ」となる。

また，自社株買いで株主還元を行った場合，株式時価総額も流通株式数も減少するので，結局，株価は不変となる。そして，配当と同様に，配分されるキャッシュフローは一定で，株式時価総額（株主資本）は減少しているのでＲＯＥは上昇することになる。したがって，株主還元を自社株買いで行った場合，正解は「オ」となる。

問題 3

期待効用とリスクプレミアム，平均－分散アプローチに基づく資産選択，VaR（バリューアットリスク）に関する基本的・標準的な問題である。特に問 2 については，確実に正答したい。

問 1

期待効用は，効用の期待値であり，「(確率)×(効用)」の和で計算できる。本問の投資家Ｙが運用を行う場合の期待効用の値(ＥＵ)は，

$$
\begin{aligned}
\text{ＥＵ} &= 0.5\times\log 120{,}000 + 0.5\times\log 30{,}000 \\
&= 0.5\times 11.695 + 0.5\times 10.309 \\
&= 11.002 \\
&\fallingdotseq 11.00 \quad \text{（小数点第 3 位四捨五入）}
\end{aligned}
$$

と求められる。

次に，投資家Ｙが運用を行う場合の富Ｗの期待値Ｅ(Ｗ)は，

$$
\begin{aligned}
\text{Ｅ(Ｗ)} &= 0.5\times 120{,}000 + 0.5\times 30{,}000 \\
&= 75{,}000
\end{aligned}
$$

と計算できる。

また，投資家Ｙが運用を行う場合と同等な期待効用（ＥＵ＝11）をもたらす確実な富Ｗ（これを確実性等価という）は，

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

$$W = e^{11}$$
$$= 59,874.142$$

と求められる。

以上より，リスク・プレミアムの値は，

$$\text{リスク・プレミアム} = 75,000 - 59,874.142$$
$$= 15,125.858$$
$$\fallingdotseq 15,125.86 \quad \text{（小数点第３位四捨五入）}$$

と計算できる。

問 2

問 2－2

ミューチュアルファンドＡのベータをβ_Aとすると，

$$10 = 6 + \beta_A \times (11 - 6)$$

より，$\beta_A = 0.8$と求められる。

ここで，ミューチュアルファンドＢのベータ（β_Bとする）はβ_Aと等しく，$\beta_B = 0.8$である。

また，市場ポートフォリオのベータは１，無リスク資産のベータは０であるから，ミューチュアルファンドＢのリスク資産の割合（ｘとする）は，加重平均を用いて，

$$0.8 = x \times 1 + (1 - x) \times 0$$
$$\therefore\ x = 0.8 \rightarrow 80\%$$

と求められる。

問 3

本問における最大損失額と累積確率の関係は，以下のようにまとめられる。

最大損失額	－50	－20	30	80	（単位：百万円）
累 積 確 率	94	97	99	100	（単位：％）

上表より，最大損失額が－20(百万円)となる累積確率，すなわち，損失がマイナス20百万円以下となる累積確率は，97％である。

VaR（バリュー・アット・リスク）とは，ある一定の信頼水準の下における，期待最大損失額のことである。

本問の損失分布より，累積確率が初めて98％以上となるときの最大損失額は30百万円であるから，98％の信頼水準における１年後のVaRは，30(百万円)ということになる。

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

問題 4

本問は，プットオプション価格を２項過程モデルで算定する基礎的な問題である。

問 1

問 1－1

１期後の株式Ｓの株価とリスク中立確率より，現時点における株式Ｓの株価（P_0）は以下のようになる。

$$P_0 = \frac{0.55 \times 10,890 + 0.45 \times 8,910}{1.01} = 9,900 \text{（円）}$$

問 1－2

現時点におけるプットオプションの価格をＰとすると，以下のように示すことができる。

$$P \begin{cases} \max(10,500 - 10,890,\ 0) \rightarrow 0 \\ \max(10,500 - 8,910,\ 0) \rightarrow 1,590 \end{cases}$$

したがって，１年後に満期となるヨーロピアンプットオプションの満期におけるペイオフのうち，金額が大きい数値は1,590円となる。

問 1－3

１年後に満期となるヨーロピアンプットオプションの現在価格（Ｐ）は以下のとおりである。

$$P = \frac{0.55 \times 0 + 0.45 \times 1,590}{1.01} = 708.415\cdots \rightarrow 708.42 \text{（円）}$$

問 2

問 2－1

点Ｅにおける株式Ｓの株価は，現時点（Ａ）から１年後に10％上昇（10,890円）した後，２年後に10％下落した数値となるので，9,801（∵10,890×0.9）円となる。

あるいは現時点（Ａ）から１年後に10％下落（8,910円）した後，２年後に10％上昇した数値となるので，9,801（∵8,910×1.1）円となる。

問 2－2

点Ｃにおけるプットオプションのペイオフは，この時点で権利行使した場合のペイオフと権利行使せずに２年後に権利行使する場合のペイオフの比較となる。まず，点Ｃにおいて権利行使する場合は，

P_C：max（10,500－8,910，０）→ 1,590

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

となり，点Ｃにおいて権利行使せず２年後に権利行使する場合のプットオプションの価格（P_C）は，以下のとおりとなる。なお，１年後に株式Ｓの株価（点Ｃ）が下落して，更に２年後も同様に下落した場合の株式Ｓの株価（点Ｆ）は8,019（∵8,910×0.9）円である。

$$P_C \begin{cases} \max(10{,}500-9{,}801,\ 0) \rightarrow 699 \\ \max(10{,}500-8{,}019,\ 0) \rightarrow 2{,}481 \end{cases}$$

$$P_C = \frac{0.55\times 699+0.45\times 2{,}481}{1.01} = 1{,}486.039\cdots \rightarrow 1{,}486.04\text{（円）}$$

したがって，点Ｃにおけるプットオプションのペイオフは，

P_C：max（1,590，1,486.04）→ 1,590

となり，点Ｃにおいて権利行使したほうが有利となる。

問 2－3

まず，点Ｂのおけるプットオプションの価格（P_B）は，以下のとおりである。なお，１年後に株式Ｓの株価（点Ｂ）が上昇して，更に２年後も同様に上昇した場合の株式Ｓの株価（点Ｄ）は11,979（∵10,890×1.1）円である。

$$P_B \begin{cases} \max(10{,}500-11{,}979,\ 0) \rightarrow 0 \\ \max(10{,}500-9{,}801,\ 0) \rightarrow 699 \end{cases}$$

$$P_B = \frac{0.55\times 0+0.45\times 699}{1.01} = 311.435\cdots\text{（円）}$$

そして，点Ａにおけるプットオプションの価格（P_A）は，以下のとおりである。なお，アメリカンタイプの場合，ヨーロピアンタイプと異なり満期日以内でも権利行使は可能である。したがって，点Ｂでは（権利行使価格が株価を下回っているため）権利行使せず，２年後に権利行使するか否かとなるため上記のような算定となる。これに対して，点Ｃでは（権利行使価格が株価を下回っているため）権利行使を行うので点Ｃのペイオフは1,590となる。

$$P_A \begin{cases} 311.435\cdots \\ 1{,}590 \end{cases}$$

$$P_A = \frac{0.55\times 311.435\cdots+0.45\times 1{,}590}{1.01} = 878.009\cdots \rightarrow 878.01\text{（円）}$$

この解答速報の著作権はＴＡＣ(株)のものであり，無断転載・転用を禁じます。

Ⅱ　答練との対応関係

＜第１問＞

問題 1

直 前 答 練 第 1 回　第１問　問題１　問２

直 前 答 練 第 3 回　第１問　問題１　問３

問題 2

全 国 模 試 第 2 回　第１問　問題２　問４

＜第２問＞

問題 1

基 礎 答 練 第 1 回　第１問　問題３　問１

応 用 答 練 第 1 回　第２問　問題１　問１

直 前 答 練 第 1 回　第２問　問題１　問１　問題４　問１

直 前 答 練 第 3 回　第２問　問題３　問１

全 国 模 試 第 2 回　第２問　問題４　問３

問題 2

基 礎 答 練 第 1 回　第２問　問題１　問題２

直 前 答 練 第 3 回　第２問　問題１　問１

問題 3

直 前 答 練 第 2 回　第２問　問題３　問１

問題 4

応 用 答 練 第 2 回　第２問　問題４　問１

全 国 模 試 第 2 回　第２問　問題１　問１