

〔経営〕

1.

「所有と支配の分離」とは、会社（株式）の所有者である株主が、会社に対する支配権-取締役会を通じて経営者を任免する力-をもたない状態のことである。バーリとミーンズは、米国における 1929 年時点の総資産上位 200 社の所有構造を調査し、筆頭株主が支配力を持ちうるだけの持株比率（彼らはそれを「20%」とした）をもたない企業が 44%を占めることを明らかにした。彼らは、こうした企業では所有権をもつ株主の代わりに経営者自身が会社を事実上支配しているとして、これを「経営者支配」と呼んだ。所有権が本来もつはずの支配権能が空洞化し、株式会社の支配に関する制度と実態が乖離していることを「所有と支配の分離」は含意している。

一方、「所有と経営の分離」は、会社の経営を所有者たる株主が自ら行うのではなく専門経営者が行うことを言う。その専門経営者を株主が任免する力をもつ場合もあり、そのとき「所有と経営」は分離していても「所有と支配」は一致している。それゆえ「所有と経営の分離」と「所有と支配の分離」は概念的に区別される。

企業の大規模化に伴う株式所有の分散によっておきる「所有と支配の分離」という現象は、20 世紀半ば以降、日本を含めいくつもの国々で生じた。それによって実質的支配権をもつに至った巨大企業の経営者をいかに規律づけるかは、現在のコーポレート・ガバナンス論の主要問題となっており、バーリとミーンズの発見はこうした議論の源流に位置づけられる。

2.

日本企業の株式持ち合い（以下、「持ち合い」という）は、第二次大戦後の財閥解体・証券民主化で株式所有が分散し、投機家グループなどからの株式買い占め事件が頻発したことへの対応として、1952 年の講和条約発行で同系企業間での株式所有が解禁されて以降、旧財閥系企業同士の間で始まった。その後、1967 年から資本自由化が段階的に実施され 1975 年に完全自由化が実現する過程で、外国資本による乗っ取りの脅威が高まったことから、旧財閥系以外の企業も含めて株式持ち合いが進展した。以上のような 2 つの波を経て定着をみた持ち合いは、1980 年代後半のバブル経済期にさらに拡大し、90 年代前半までがそのピークとなった。

こうした経緯が物語るように、持ち合いは「敵対的な株主からの脅威（買い占めや買収）を排除する」ために始まり、それはその後も主要な理由であり続けた。一方、株式の長期保有を前提とする持ち合いは、持ち合う企業や金融機関の間の「長期的取引関係のシンボル」

としての役割も果たした。そのため、三井、三菱、住友などの企業集団でも、自動車産業などにおけるいわゆる「系列」でも、またメインバンク関係でも、そこに参画する企業／金融機関同士の長期的な紐帯の表象として、持ち合いはほぼ例外なく行われた。

その持ち合い関係において、企業／金融機関は持ち合いの相手方に対してむやみに株主権を行使することは避け、いわばサイレント・パートナーとして協調的行動をとる。それゆえ、持ち合いは敵対的株主の参入を妨げることと相俟って「企業に対する株主全般からの影響力を弱める」ことになる。このこともまた、企業は株主のものではなく従業員のもの（少なくとも、株主だけのものではない）という企業観を戦後長くもってきた日本企業に、持ち合いを促し、維持させた要因と考えられる。

3.

①

上場会社による近年の政策保有株式縮減傾向の直接的な要因としては、2つのことが挙げられる。第一に、2015年に策定・導入（2018年、2021年に改訂）されたコーポレートガバナンス・コードによって、政策保有の縮減等に関する方針の開示や個別の政策保有株式の保有に係る合理性の検証とその開示が各上場会社に求められるようになったこと、第二に、それとも呼応して、国内外の機関投資家や議決権行使助言会社が、上場会社に対して政策保有株式縮減を求める対応（例えば、縮減状況を考慮して取締役選任議案の賛否の判断）をとるようになったことである。これら一連の動きを通じて縮減が求められるのは、政策保有＝持ち合いが、(a)企業の資本効率を低下させること、(b)経営者に対する株主からの規律が働きにくくコーポレート・ガバナンスの機能不全を招くこと、による。投資家（株式市場）からの圧力の高まり等で上場会社の経営者が株主を強く意識するようになったこともあり、政策保有株式の縮減が顕著に進んでいる。

②（出題の意図）

・政策保有株式縮減の是非について、解答者自身の意見を問うものである。是か非のいずれかが正解ということではなく、是であれ非であれ、解答者自身の考えを、事実を踏まえつつ論理的かつ明瞭に叙述することを最低限求めている。

・政策保有株式縮減の背景として、①の解答例で挙げた(a)資本効率の向上と(b)ガバナンスの強化は一般論に属することゆえ、単にこれに言及するだけでは十分とは言えない。(a)や(b)をさらに掘り下げる(例えば(b)について、経営者の規律に具体的にはどのような影響が及び、それが経営上の意思決定に(短期のみならず中長期的にも)どのような変化をもたら

すか)、あるいは(a) (b)以外にもどのような影響が及びうるか (例: 例えば、持ち合いを解消することで従来の企業間関係の紐帯が緩むことをどう評価するか) などを、「多面的に」考察することが期待される。

・こうした考察を通じて、政策保有株式縮減のメリットとデメリットの双方を比較考量し、その是非を総合的に判断するのが理想ではあるが、解答時間や字数の制約があるため、必ずしもそこまでの綿密さを求めるものではない (すなわち、回答者が是とするなら是の根拠、非とするなら非の根拠を中心に述べるので差し支えない)。

・設問において「経営全般に与える影響」を考慮するよう指示している。言うまでもなく、本問が〔経営〕領域の試験問題だからである。政策保有株式の縮減は、企業経営のある一つの重要な側面の変化であるが、このような変化は、経営全般の様々な側面に作用を及ぼす。企業の経営という観点から、そうした作用にまで思考を展開することができるかどうかを見るのが、この設問の究極的な意図である。

以 上

2. メーカーが、ナショナル・ブランド(以下 NB)に加えて、特定の小売業者のためのプライベート・ブランド(以下 PB)を製造し、当該の小売業者に対して NB も PB も提供することを、デュアル・ブランディングという。

NB を展開するメーカーがデュアル・ブランディングを行う究極的な目的は、当該の小売業者における自社の NB ブランドの売上シェアの増大だと考えられる。メーカーがこのような目標を持つと想定して、以下の(1)(2)(3)の設問に答えなさい。

(1) メーカーがデュアル・ブランディングを促進する理由として、当該の取引先小売業者におけるカテゴリーマネジメントへの影響力の増加が考えられる。なぜそれがデュアル・ブランディングを促進する理由となるのかを説明しなさい。

(2) メーカーがデュアル・ブランディングを抑制する理由として、自社 NB に対する消費者の知覚品質の低下が考えられる。なぜそれがデュアル・ブランディングを抑制する理由となるのかを説明しなさい。

(3) デュアル・ブランディングの実施に対しては、メーカー個別の特徴もまた影響を与える。メーカー個別の特徴としては、以下に挙げた①～④の 4 つがある。これらから任意の 2 つを選択し、それぞれに関して、メーカーのデュアル・ブランディングの実施に対して、正の影響を与えるのか、あるいは負の影響を与えるのかを明らかにした上で、その理由を論じなさい。

① 当該市場における自社 NB の成長率

② 自社 NB 生産の規模

③ 自社 NB の製品ラインの幅(製品カテゴリーの多さ)

④ 自社 NB の差別化の程度

【出題意図説明】

<全体解説>

NB(ナショナルブランド)を展開するメーカーによる、特定の小売のためのPB(プライベートブランド)の提供の意思決定には、当該小売の戦略との適合性、自社のNBとPBとの関係性、自社の置かれた市場環境、市場ポジション等様々な要素が関わり、複雑な因果関係を考慮する必要がある。このような複雑な因果関係に関する仮説構築能力を問う問題である。当該小売業者における自社NBの売上シェア拡大のために、自社NB単体ではなく、PBも供給することで自社NBの売上シェアが拡大するという間接的なメカニズムを検討してもらいたい。

<各論の解答例>

以下は解答例であり、異なった見解を述べている場合でもその説明の中で一貫性のある論理が展開されていればよい。

(1) メーカーがデュアル・ブランディングを促進する理由として、当該の取引先小売業者におけるカテゴリーマネジメントへの影響力の増加が考えられる。なぜそれがデュアル・ブランディングを促進する理由となるのかを説明しなさい。

小売業者は製品を単体で管理するのみではなく、NBとPBの適切なミックスから構成されたカテゴリー全体のパフォーマンスを考慮する。オリジナルな共同開発を行える能力のあるメーカーであれば、自社開発のPBをカテゴリーの中心に位置づける小売業者に対して、小売業者に対する交渉力を得てNBの取扱量を増やしてもらえる可能性がある。小売業者の代わりにカテゴリー全体に対する提案を行う立場にあるメーカーであれば、自社NB製品と直接競合はしないPB製品を設計することで、カテゴリー全体の売上を増やし、NBの売り上げも伸ばすことができる。

(2) メーカーがデュアル・ブランディングを抑制する理由として、自社NBに対する消費者の知覚品質の低下が考えられる。なぜそれがデュアル・ブランディングを抑制する理由となるのかを説明しなさい。

あるメーカーのNBに対する消費者の知覚品質が低下するのは、NBとPBの知覚品質の差が少なく、NBの品質に対する評価が下がってしまうからである。このような場合には、NBから、相対的に価格の安いPBへのスイッチングが起こる。NBが十分な差別化を図れていない場合には、PBがNBの代替品となる。この場合PBの導入によりNBの売り上げは下がってしまうため、デュアル・ブランディングは抑制される。

(3) デュアル・ブランディングの実施に対しては、メーカー個別の特徴もまた影響を与える。メーカー個別の特徴としては、以下に挙げた①～④の4つがある。これらから任意の2つを選択し、それぞれに関して、メーカーのデュアル・ブランディングの実施に対して、正の影響を与えるのか、あるいは負の影響を与えるのかを明らかにした上で、その理由を論じなさい。

① 当該市場における自社 NB の成長率

自社 NB の売り上げが成長している場合には、一般的には、デュアル・ブランディングは抑制される。自社 NB が成長期にある場合には、NB に資源投下し価値を高め、潜在的な顧客獲得を図ることができると考えられる。PB の導入を行うと、NB の価値構築が不十分なまま、潜在顧客の流出を招いてしまうリスクがあるため、デュアル・ブランディングは避けられると考えられる。一方で、NB の成長率が鈍化している場合、NB のブランド価値が少なくとも一定の消費者にとって認知されて愛顧を獲得しており、PB に対して差別化を維持できるならば、PB の導入により新しい顧客を獲得する可能性があるためデュアル・ブランディング実行に対して正の影響がある。

② 自社 NB 生産の規模

自社 NB 生産の規模は一般には、デュアル・ブランディングにとって正の影響を与える。生産のキャパシティが十分に確保できないとそもそも NB に加えて PB を生産することはできない。業界の競合他社に比べて大きな生産規模を持つ場合には、より大きな規模の経済を達成できるので、生産費用面で優位に立つことができる。小売業者の望む生産量や受発注のロットに柔軟に対応するためにも生産規模が大きい方が有利となる。しかし、業界の水準と比べて生産の規模が大きい場合でも、すでに NB の生産でキャパシティを使い切っている場合には、PB の追加的生産は不可能である。

③ 自社 NB の製品ラインの幅（製品カテゴリーの多さ）

自社 NB の製品ラインの幅の広さと、デュアル・ブランディングとの関係は、一般的には正の影響を及ぼすと考えられる。幅広いカテゴリーにおいて NB の生産経験を持つメーカーは、小売業者の独自の PL 開発の要求に対して柔軟に対応できる可能性がある。特に、小売業者自身が、自社の PB に対して、クロスカテゴリーで統一したブランド政策を採用する場合には、複数の NB 企業に別々に PB の開発と生産を依頼するよりも一社にまとめて依頼できた方が効率的でかつ効果的な PB マネジメントが可能となる。

④ 自社 NB の差別化の程度

自社 NB の差別化の程度は、デュアル・ブランディングにとって、一般的に負の影響を与えるが、他の要因との組み合わせによっては、正の影響を与える場合も考えられる。負の影響を与える要因としては、設問（２）で考察したように、PB の導入により、NB の知覚価値が下がり、NB のマージンが減少し、また、顧客が NB から PB にスイッチしてしまう可能性が高まるからである。自社 NB の差別化の程度が高いほど、このリスクは大きいと考えられる。しかしながら一方で、自社 NB の差別化の程度の高さが、デュアル・ブランディングにとって正の影響を受ける場合も考えられる。自社 NB が非常に高いブランド価値を構築していて顧客の高いロイヤルティを獲得している場合、PB が導入されても自社 NB の知覚価値は低下せず、顧客のロイヤルティも損なわれない。この場合には、PB の導入により新しい顧客を獲得する可能性があるためデュアル・ブランディングが実行される。

【会計】

3－A. 連結財務諸表に関する以下の全ての問いに答えなさい。

- (1) 「子会社」 および「関連会社」とは何か説明しなさい。
- (2) 上場会社が連結財務諸表を作成する際、関連会社の株式は「持分法」によって評価される。持分法がどのような会計処理であるのか説明した上で、持分法が「一行連結」と呼ばれる理由を説明しなさい。
- (3) 上場会社が連結財務諸表を作成する際、関連会社株式について持分法によって評価するのではなく、公正価値によって評価すべきであるという考え方がある。関連会社株式は、持分法によって評価されるべきものなのかそれとも公正価値によって評価されるべきものなのかを、根拠を示した上で論じなさい。

出題意図

本設問は、受験者の財務会計に関する基本的知識を問うと同時に、論理的思考力を確認することを目的とするものである。

- (1) ここでは連結の対象となる「子会社」および持分法の適用対象となる「関連会社」の内容が問われている。会社Aによって、発行済み議決権付き株式の一定割合以上を保有されるなどして支配されている会社を「子会社」と呼び、Aにより発行済み議決権付き株式の一定割合以上を保有されるなどして重要な影響を受ける会社を「関連会社」と呼ぶが、これらの点を理解していることが必要である。

また、次の諸点への言及のあることが望ましい。すなわち、一般に日本では、子会社は、発行済み議決権付き株式の過半数をAによって実質的に（自己の計算によって）保有されている（持株基準）、もしくは40%以上を実質的に（自己の計算によって）保有された上で、支配を受けている一定の事実がある（支配力基準）ことをもってA会社の子会社と判定されること。そして、関連会社は発行済み議決権付き株式の20%以上50%以下をAによって実質的に保有されている（持株基準）か、または15%以上20%未満を実質的に保有された上で強い影響を受けている一定の事実がある（影響力基準）ことをもってA会社の関連会社と判定されることである。

なお、上記の「実質的に保有」あるいは「自己の計算によって保有」の具体的内容や、支配ないし影響を受けている「一定の事実」の具体例や一般的内容について触れていることが望ましい。

- (2) ここでは、持分法とは何かが問われている。持分法は従来、有価証券（株式）の評価方法の1つと考えられていたが、現在の日本では、投資会社Aが連結財務諸表を作

成する際に、Aの保有する被投資会社（関連会社）の株式を評価する際に用いられる会計処理法となっている。ここでは持分法が、被投資会社の純資産及び損益のうち投資会社に帰属する部分の変動に応じて、被投資会社株式の評価額を連結決算日ごとに修正する方法だということを理解している必要がある。

また持分法が「一行連結」と呼ばれる理由として、以下の2点を理解していることが望ましい。1 つめは、連結貸借対照表において関連会社株式の評価額は、当該関連会社の投資会社に帰属する純資産額、すなわち資産および負債の差額となるため、関連会社の資産・負債の総額の代わりにそれらの純額を「関連会社株式」という1つの項目で表していると見なすことができるという点である。そして2つめは、この関連会社の貸借対照表上の評価額の変化は、連結損益計算書において「持分法による投資損益」として計上されるが、これも関連会社の損益を連結損益計算書において1行で表示していると考えることができるという点である。

いずれにしても持分法は、（一行に）簡略化されているとはいえ、関連会社の財務諸表を投資会社の財務諸表に連結するのと同様の結果をもたらすものである点が理解されていることが望ましい。

- (3) 投資会社による関連会社に対する投資は、通常の投資と同じであると考えて「公正価値」等によって評価すべきなのか、それとも子会社に対する投資と同じように考えて「一行連結」の形で処理すべきなのかが問われており、論理的な思考力を測るための設問である。

単に投資会社Aが被投資会社の発行済み議決権付き株式の50%以下の一定以上の割合を保有したからといって、必ずしも被投資会社が投資会社Aによって重要な影響力を及ぼされているとは限らない。たとえば、当該投資会社Aと同等の株式数を実質的に保有する会社Bが存在する場合、被投資会社はAではなくBの影響下または支配下にある場合があり得る。また、ある被投資会社のたとえば20~30%程度の株式を保有した上で影響力を及ぼそうとしても、被投資会社の抵抗等により、それが果たせない場合が考えられる。したがって関連会社株式を、完全に支配している子会社の株式と同じように扱う（一行で連結する）ことになる持分法によって評価するのは適切ではなく、通常の金融商品として公正価値で評価することが望ましいとする考え方が成立する。このように関連会社を子会社と同じように扱うことの問題点を指摘した上で、公正価値評価の妥当性を論ずることは、一つの模範解答となろう。

なお、現行の持分法による関連会社株式評価を是とする考え方を展開すること、すなわち、関連会社は子会社に準ずるものであって、同様の会計処理が望ましい、という考え方を論理的に展開することも可能である。この場合、被投資会社の株式を、投資会社から切り離された独立した金融商品として公正価値で評価することは批判の対象となるであろう。

なお、関連会社株式について公正価値による評価を行うことであろうと、持分法を適用することであろうと、一貫した論理によって説明できていれば、いずれであっても問題ない。

出題の意図

会計 3－B

- (1) では、原価計算には多様な目的がある中、財務会計目的と管理会計の経常的目的と臨時的目的という体系に含まれる各種目的を具体的に理解しているかを把握する意図で出題した。具体的には、財務会計目的としては公開財務諸表の作成目的、管理会計の経常的目的としては原価管理や利益管理など、管理会計の臨時的目的としては経営意思決定などが想定される。
- (2) では、原価計算制度と特殊原価調査という原価計算の分類を正しく理解しているかを把握する意図で出題した。原価計算制度は複式簿記と有機的に結合して行われており、(1)の財務会計目的の財務諸表作成目的や管理会計の経常的目的の原価管理や利益管理などに役立つように実施される。一方、特殊原価調査は複式簿記との有機的結合はなく、必要に応じて、(1)の管理会計の臨時目的の経営意思決定に役立つように実施される。
- (3) では、原価計算には多様な目的がある中、すべての目的に適合性を持つ唯一絶対的な原価（情報）があるわけではなく、多様な目的それぞれに適合した原価（情報）を計算し提供する必要があるということを理解しているかを把握する意図で出題した。(1)で挙げた具体的な原価計算目的によって、全部原価で計算する必要がある場合や変動費のみで計算する必要がある場合などがあるが、そうした点を具体的に説明することが期待される。

【金融】

【出題の意図】

本節問は、大学院レベルの金融を学ぶ上で必要なミニマムエッセンシャルが習得できているか確認することを目的としている。

以下の全ての問いに答えなさい。

- (1) 投資家・企業間の情報の非対称性が、企業の資金調達または資本構成の意思決定に与える影響について、二つの考え方を説明しなさい。それぞれどのような情報の偏在が問題となるのか説明すること。

【模範解答】

情報の偏在が資金調達・資本構成に与える影響に関する代表的な考え方としては、負債のシグナリング理論とペッキング・オーダー理論がある。

負債のシグナリング理論は次のとおり。高収益企業と低収益企業が混在する株式市場では、市場（投資家）は両者を識別できず平均的な価値評価をするため、株価は高収益企業では過小評価、低収益企業では過大評価される可能性がある。高収益企業が過小評価を回避するためにはレバレッジを高めるが有効である。これは高レバレッジの選択は倒産リスクを高めるため、負債償還の十分な収益の裏付けがない低収益企業は選択することができず、市場に対して説得的に収益性が高いことを伝達できるからである。そのため、高収益企業は高レバレッジ、低収益企業は低レバレッジを選択する可能性があることをシグナリング理論は指摘している。

ペッキング・オーダー理論は次のとおり。企業価値が高い企業と低い企業が混在し、かつ株式市場が両者を識別できない場合、高価値企業は過小評価、低価値企業は過大評価される可能性がある。こうした状況では、公募増資で新規プロジェクトの所要資金を調達しようとすると高価値企業による増資は情報格差がないときに比べて発行条件が悪くなるため、プロジェクトの遂行を諦めるかもしれない。こうした企業価値の毀損を回避するため、企業は情報の偏在が資金調達コストに与える影響が小さい調達方法、すなわち内部資金、負債、株式の順に資金調達を行うことをペッキング・オーダー理論は指摘している。

- (2) 短期売買を通じた利益獲得を優先し、投資先企業の成長や価値向上を軽視した投資家の行動様式を、ショートターミズム（短期志向、短期主義）と呼ぶ。企業経営に与えるショートターミズムの影響を回避もしくは軽減するための方法を3つ挙げて説明しなさい。

【模範解答】

ショートターミズムによる影響を回避するための第一の方法は種類株の発行である。例えば普通株に比べて議決権を多く付与する種類株を創業者に対して発行することで創業者が支配株主になれば、創業時から掲げる経営理念の遂行が可能になる。第二の方法は、より直接的に短期投資家に対する議決権を制限することである。例えばフランスで制定されたフロランジュ法は長期間株式を保有する投資家に対しては議決権を多く付与し、短期保有の株主に対する経営参加権を制限している。ただし、第一、第二の方法とも株主平等原則に抵触すると同時に、市場の価格発見機能を毀損するため適正な株価形成の妨げとなる可能性がある。第三の方法は上場企業による非公開化である。非公開化すれば短期売買による弊害を回避し、会社の方針をスピーディーに経営に反映させることができる。しかし、企業の成長に必要な資金を機動的に調達できなくなるということは非公開化する場合には大きなコストになる。

- (3) ポートフォリオ理論における分離定理について図を用いて説明した上で、インデックス運用の合理性について説明しなさい。また、コーポレートガバナンスの観点から、インデックス運用の問題点について説明しなさい。

【模範解答】

リスク証券しかない場合の効率的フロンティアと安全証券を示す縦軸上の座標から引いた直線の接点は接点ポートフォリオと呼ばれ、個々の投資家は危険回避度に応じて接点ポートフォリオと安全証券の組入比率を決定することで最適ポートフォリオを選択する。分離定理は、リスク証券の最適ポートフォリオ（接点ポートフォリオ）の選択は、最終的なポートフォリオ選択（つまり接点ポートフォリオと安全証券の組入比率の選択）から独立して行われることを主張している。均衡において接点ポートフォリオはマーケット・ポートフォリオであり、またマーケット全体と連動するのがインデックス・ファンドであることから、ポートフォリオ理論はインデックス運用の合理性を示唆している。

ただし、近年におけるインデックス運用の拡大はコーポレートガバナンスの弱体化を招くことが懸念されている。これは、インデックス・トラッカーは投資先が多いため、十分な情報収集に基づき各企業に対する適切なエンゲージメントが行うことが困難になるからである。

(図は省略)

5 いずれも数学・数理分析を進める上で必須となる線形代数、微分積分、確率に関する基本的知識と考え方を問う問題である。

(1) 3変数の連立一次方程式を、行列を用いて解くことを想定している。線形代数に関する基本的知識と考え方を問う問題である。

①係数行列や階数を定義にしたがって計算すればよい。

②①を用いると定数 t を定めることが出来る。

(2) 多変数の微分積分の分野で学ぶ基本的知識と考え方を問うことを想定している。 x, y に関する2階偏微分を計算して極値を調べればよい。

(3) 確率の分野で学ぶ基本的知識と考え方を問う問題である。

①結合確率を示す表を用いて、 a を定めればよい。

②相関係数を定義にしたがって計算すればよい。

③独立性を定義にしたがって確認すればよい。