

GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION

**KOBE UNIVERSITY**

ROKKO KOBE JAPAN

Discussion Paper Series

# 株式持合いと持合い解消：エントレンチメント・アプローチ

神戸大学大学院経営学研究科助教授 砂川伸幸

## 1. はじめに

「株式持合いとその解消」。前者は、わが国の企業行動にみられる伝統的な現象であり、後者は近年観察される現象である<sup>1</sup>。株式持合いが行われてきた理由には様々な説があるが、中でも敵対的買収（テイクオーバー）に対する備えであるという考え方はよく知られている<sup>2</sup>。これは、企業間で株式を持合うことで、マーケットに流通する株式（浮動株）を減少させ、潜在的なテイクオーバーのリスクを回避する、というものである。一方、株式持合いの解消については、それが近年の現象であるためか、学術的な議論はほとんどなされていない。株式持合いがテイクオーバー回避の手段であるならば、持合いの解消は潜在的なテイクオーバーのリスクが軽減したことを意味するのであろうか。近年のわが国資本市場における規制緩和や外国資本の導入を考えると、わが国におけるテイクオーバーのリスクが軽減したとは考えにくい。むしろ、潜在的なテイクオーバー・リスクは高まっていると考える方が自然であろう。テイクオーバー・リスクの高まりと株式持合いの解消、この一見矛盾しているように思える現象は、どのように理解できるのだろうか。これが本稿の問題意識である。

経営者と株主の利害対立という用語で表されるように、所有と経営が分離した企業では、経営者の意思決定基準が株主利益最大化と異なる傾向にある<sup>3</sup>。例えば、大規模な企業の専門的経営者は、自己の利益や従業員の利益を重視するあまり、株主の利益を犠牲にすることがある。経営者の機会主義的行動を規律づけるため、株主は様々なコーポレート・ガバナンスの手段を用いる。これに対して経営者は、コーポレート・ガバナンスのプレッシャーに対する抵抗力を高めようとする。この経営者の抵抗力、あるいは経営権の強固さはエントレンチメント（entrenchment）とよばれる<sup>4</sup>。企業の経営者が、代表的なガバナンスの手段であるテイクオーバーのプレッシャーを軽減するために株式を持合うという考え方は、このような状況を想定していると思われる。

テイクオーバーの源泉は、経営者の機会主義的な行動が損なう株主の利益である。機会

---

<sup>1</sup> 株式持合い全般について

<sup>2</sup> 株式持合いの機能について

<sup>3</sup> Jensen, Stulz, Zwiebel, Novaes など

<sup>4</sup> エントレンチメントについて詳細に . エントレンチメント・アプローチを取る文献も紹介 . Shleifer and Vishny (1989) や Zwiebel (1996) にしたがって、コーポレート・ガバナンスに対する経営者の抵抗力の強さ、あるいは経営権の強固さをエントレンチメント（entrenchment）とよぶことにしよう。この用語を使うと、本稿における株主持合いは、

主義的な経営者を更迭し、経営資源をより効率的に運用することで株主利益の増加が見込めるとき、テイクオーバーの機会が生じる。テイクオーバーが成功するか否かは、テイクオーバーによる株主利益の増分（テイクオーバーの価値）とテイクオーバーに必要なコストの大小関係で決まる。本稿では、株式持合いがテイクオーバーのコストを増加させ、テイクオーバーを困難にすると仮定する。

経営者と株主間の利害対立の程度が小さいとき、経営者はテイクオーバーのコストを増加させる株式持合いを行うことで、テイクオーバーを回避する。株主持合いによるテイクオーバー・コストの増加が、テイクオーバーの価値を上回るため、テイクオーバーの機会が消滅するのである。このとき、企業経営は経営者の裁量にゆだねられ、機会主義的な行動は制御されない。経営者の行動が株主の利益を大きく損なわない限り、経営者のエントレンチメントがコーポレート・ガバナンスのプレッシャーを遮断する。

経営者と株主の利害が大きく対立するとき、テイクオーバーの価値は大きく、株式持合い下におけるテイクオーバーのコストを上回る。このような状況では、株式持合いによってテイクオーバーを回避することはできない。テイクオーバーを回避するためには、コストの増加ではなく、その価値を低下させることが必要になる。テイクオーバーの価値は、経営者の機会主義的な行動によって生み出されるから、それを小さくするには、機会主義的な行動をとらないこと、いい換えれば株主重視の企業経営を行うことにコミットすればよい。株式持合いの解消は、企業経営の方針を株主重視の方向に転換するメッセージであり、その結果テイクオーバーは回避される。

株式持合いの解消によりエントレンチメントを放棄し、テイクオーバーに対する備えを失った経営者は、株主の利益を損なう機会主義的な企業経営を行うことができない。そのような行動をとれば、すぐにテイクオーバーが起こるからである。株式持合いを解消した企業の経営者は、つねにテイクオーバーのプレッシャーを受けるため、株主の利益を重視する企業経営を行わざるを得ない。このように、株式持合いの解消は、経営者が株主利益を重視する企業経営を行うことの信憑性あるメッセージとなる。経営者が株主の利益を重視するならば、テイクオーバーの価値はなくなるので、テイクオーバーは起こらない。これが本稿のアイデアである。

繰り返しになるが、経営者の機会主義的な行動によって株主の利益が著しく損なわれる場合、機会主義的行動の温床である株式持合いを解消することによって、経営者はテイクオーバーを回避できる。逆に、このような状況では、テイクオーバーのプレッシャーを軽減するはずの株式持合いが、テイクオーバーの原因となる。確かに、株式持合いを行うことでテイクオーバーのコストは増加するが、テイクオーバーの価値がコストを上回るのである。テイクオーバーを回避するには、その価値を低下させる必要があるが、株式持合いを解消しない限り、機会主義的な企業経営が行われる可能性が残り、テイクオーバーの価値は低下しない。経営者と株主の利害が大きく対立するとき、株式持合いがある企業は、テイクオーバーの対象になる。



企業の意思決定プロセスは(図1)に示されている。期首(時点0)において、企業は事業用資産のみを有している。余剰資金は保有していない。企業の資産は期末(時点3)に事業収益を生み出すが、その大きさは企業を取り巻く外部環境と経営者の意思決定に依存する。企業の外部環境(以下状態)は時点1で実現する。生起可能な状態は2つで、それぞれ状態*G*と状態*B*で表される。状態*G*の生起確率は $\theta$ ( $0 < \theta < 1$ )、状態*B*の生起確率は $1 - \theta$ である。状態が実現した後、時点2において経営者は企業経営に関する意思決定を行う。経営者の選択肢は、自己利益重視(経営者重視)の戦略と株主重視の戦略である。経営者重視の戦略を戦略*M*、株主重視の戦略を戦略*S*と記す。

経営者が株主価値を重視する企業経営を行い、企業の資産が常に(株主の観点から)効率的に運用されるのであれば、コーポレート・ガバナンスの問題は生じないであろう。しかしながら、経営者と株主の価値観が常に一致しているとは限らない。とくに所有と経営が分離した企業では、経営者の意思決定基準が株主利益の追求と乖離する傾向は大きくなる。本稿でも、株主と経営者の間に利害対立が存在する状況を想定する。このような状況では、経営者重視の戦略*M*と株主重視の戦略*S*がもたらす収益は異なると考えられる。

状態*G*において、戦略*M*がもたらす事業収益を $X_G$ 、戦略*S*がもたらす事業収益を $Y_G$ としよう。同様に状態*B*において、戦略*M*がもたらす収益を $X_B$ 、戦略*S*がもたらす収益を $Y_B$ とする。いずれの状態においても、株主重視の戦略がもたらす事業収益は、経営者重視の戦略がもたらす収益より大きい。すなわち、

$$Y_j - X_j \equiv \Delta_j > 0, j = B, G \quad (1)$$

である。 $\Delta_j$ は戦略*S*がもたらす収益と戦略*M*がもたらす収益の差額であり、経営者が機会主義的に行動する結果失われる株主利益である。コーポレート・ガバナンスが十分に機能し、経営者がつねに株主重視の戦略をとるのであれば、株主の利益は $\Delta_j$ だけ大きくなる。株主利益の増分 $\Delta_j$ は状態に依存する。ここでは、状態*G*における株主利益の増分が、状態*B*における増分より小さいと仮定する。機会主義的な経営者の行動によって失われる利益が小さいという意味で、株主にとって状態*G*は状態*B*より好ましい。

$$\Delta_B > \Delta_G \quad (2)$$

経営者は、自己利益重視の戦略*M*を完遂することで期末に $D > 0$ の利得を受け取る。株主重視の戦略は経営者に利得をもたらさない。このように、株主にとって好ましい戦略と経営者にとって好ましい戦略は一致しない。また、経営者は期末まで企業を経営することで $C > 0$ の利得を受け取る<sup>5</sup>。途中で(テイクオーバーにより)解雇されると、経営者の利得はゼロである。例えば、時点2で戦略*M*を実施しても、その直後にテイクオーバーが起これば、企業経営からの利得*C*はもちろん、戦略*M*からの利得*D*も受け取ることはできない<sup>6</sup>。

<sup>5</sup> 文献引用

<sup>6</sup> 経営者重視の戦略*M*からの利得が期中に受け取れるとしても、 $D < C$ を仮定すれば、以下

経営者にとって最も好ましいのは、期末までテイクオーバーが起こらず、かつ戦略  $M$  を実施できる場合である。このとき経営者の利得は  $C+D$  となる。次いで好ましいのは、戦略  $M$  は実施できないが、期末まで経営者のポジションを維持できる場合である。このとき利得は  $C$  となる。最も好ましくないのは、テイクオーバーによって解雇され、利得がゼロになる場合である。

経営者の行動基準が株主利益の最大化と異なるため、株主は様々な手段でコーポレート・ガバナンスを試みる。本稿では、コーポレート・ガバナンスの手段として、テイクオーバーを考える。テイクオーバーの機会は、時点 0、時点 1、時点 2 において生じる。テイクオーバー起こると、経営者は解雇され、株主の利益を重視する企業経営が行われる<sup>7</sup>。時点 0 と時点 1 でテイクオーバーが成功すると、時点 2 ではつねに株主重視の戦略  $S$  が選択され、期末の企業収益は  $Y_j (j=B, G)$  となる。時点 2 でテイクオーバーの可能性があるのは、経営者が自己利益重視の戦略  $M$  を選択した場合である。ただし、企業収益が改善されない限りテイクオーバーが行われる理由はないから、テイクオーバーが起こると、企業の経営戦略は株主重視の戦略  $S$  に変更される。一旦決定した経営戦略を変更するには一定のコスト  $Z > 0$  が必要であるとしよう<sup>8</sup>。したがって、時点 2 でテイクオーバーが行われると、期末の事業収益は  $Y_j - Z (j=B, G)$  となる。テイクオーバーが行われるのは、それが株主に追加的な利益をもたらすからである。時点 2 におけるテイクオーバーの可能性を排除しないため、

$$Y_j - Z > X_j \Rightarrow \Delta_j > Z \quad (3)$$

を仮定しよう。

仮定 (2)(3) より、次の不等式が成り立つ。

$$\Delta_G - Z < \max\{\Delta_B - Z, \Delta_G\} < \Delta_B \quad (4)$$

本稿では、 $\max\{\Delta_B - Z, \Delta_G\} = \Delta_G$  となるケースをとりあげる。これは、経営戦略を変更するコストが比較的大きく、

$$\Delta_B - \Delta_G \leq Z \quad (5)$$

が満たされる場合に成り立つ<sup>9</sup>。もちろん、経営戦略を変更するコストが比較的小さく (5)

の議論は影響を受けない。

<sup>7</sup> 経営者が自己利益を追求するためには、ある一定期間経営者の地位にとどまり、企業事情に精通する必要があると考えられる。したがって、テイク・オーバーによって新規に雇用される経営者は、たとえ機会主義的な経済主体だとしても、相当の期間自己利益を追求することはできないであろう。

<sup>8</sup> 戦略変更のコストが状態に依存するとしても議論の本質は変わらない。

<sup>9</sup> パラメーターが  $\Delta_B < 2\Delta_G$  を満たすとき、(3)(5) が両立する。

が満たされない場合も以下と同様に分析できる。

経営者がテイクオーバーに抵抗する術をもたなければ、その機会主義的行動は完全に規律づけられる。実際、(3)の下では、テイクオーバーによって株主の利益は増加するので、時点2で戦略  $M$  が選択されると直後にテイクオーバーが起こる。したがって、経営者は時点2で株主重視の戦略  $S$  をとらざるを得ない。株主重視の戦略をとる限りテイクオーバーは回避され、経営者は利得  $D > 0$  を受け取ることができる。一方、時点2で自己利益を重視する戦略  $M$  を選択すると、テイクオーバーによって解雇されるため、経営者の利得はゼロになる。

経営者がテイクオーバーに抵抗できるならば、議論は異なってくる。第1節で紹介したように、コーポレート・ガバナンスに対する経営者の抵抗力の強さ、あるいは経営権の強固さはエンtrenチメントとよばれる。以下では、企業の経営者が株式相互持合いを通じてエンtrenチメントを強化し、テイクオーバーに対抗するケースを考える。

簡単化のため、株式持合いは2つの同質的な企業である企業  $a$  と企業  $b$  の間で行われるとしよう。企業  $a$  と企業  $b$  は時点1における状態生起が独立であることを除いて、まったく同じである<sup>10</sup>。すなわち、両企業とも期末の営業集益の分布は等しい。この仮定は、記号を簡略化し分析を容易にするためであり、期末の収益分布が異なる企業間の持合いを考えた場合でも議論の本質は変わらない。株式持合いは、双方の企業が追加的に  $n$  株 ( $n > 0$ ) を発行し、株式交換することで実施されるとしよう<sup>11</sup>。株式持合いが行われた場合、それぞれの企業は、相手企業の発行済み株式の  $n/(1+n)$  の割合をもつことになる。ここで、

$$\alpha \equiv n/(1+n) \tag{6}$$

と定義しておこう。もちろん、 $0 < \alpha < 1$  である。

株式持合いの解消は、一旦持ち合った株式を市場に売却する行為である。株式持合いは双方の合意が必要であるが、持合い解消はいずれか一方の意思で可能となる。例えば、企業  $a$  が持合い解消を決定すれば、企業  $b$  に解消の意思がなくても相互持合いは解消される。

本稿では、株式持合いがテイクオーバーを困難にすると仮定し、そのことを次のようにモデル化する<sup>12</sup>。株式持合いが行われていない場合（持合いが解消された場合を含む）、テイクオーバーによって株価が上昇するのであればテイクオーバーが行われる。すなわち、時点  $t$  において株式持合いがない企業  $i$  ( $i = a, b$ ) の株価を  $P_i^t(n)$ 、テイクオーバー後の株価を  $P_i$  とすると、

---

<sup>10</sup> 収益分布の独立性も議論の本質には影響しない。

<sup>11</sup> 次節で示すように、株式持合いは時点0において行われる。時点0においては、企業  $a$  と企業  $b$  の株価は等しくなるので、等価交換という形で  $n$  株の持合いが可能になる。

<sup>12</sup> テイクオーバーの成功に必要な株式数が発行済み株式の  $\beta$  割合であるとき、持合いがなければマーケットから  $\beta$  株を買い集めることでテイクオーバーが成功する。株式持合いの下では、マーケットから  $(1+n)\beta$  株を集める必要がある。

$$P_t - P_t^i(n) > 0 \quad (7)$$

が成り立つときテイクオーバーがおこる。一方、株式持合いがある場合、経営者の更迭による株価の上昇が  $e > 0$  を超えるならばテイクオーバーが行われる。すなわち、時点  $t$  において株式持合いがある企業  $i$  ( $i=a, b$ ) の株価を  $P_t^i(h)$  とすると、

$$P_t - P_t^i(h) > e \quad (8)$$

が成り立つときテイクオーバーがおこる。(7)(8)の右辺は、テイクオーバーが株主にもたらす利益、すなわちテイクオーバーの価値であり、右辺はテイクオーバーのコストと解釈できる。株式持合いがないとき、テイクオーバーのコストはゼロである。一方、株式持合いがあるとき、テイクオーバーには正のコストが必要となる。テイクオーバーの価値がコストを上回らない限り、テイクオーバーはおこらない。経営者は、株式持合いを行うことでテイクオーバーのハードルを高め、テイクオーバーを困難にする。テイクオーバーのコスト  $e$  は、株式持合いによるエントレンチメント強化の程度と解釈してもよい。

テイクオーバーの条件(7)(8)が成り立つか否かを調べるには、株式持合いがある場合の株価とない持合いがない場合の株価を求める必要がある。そこで、株式持合い下の株価と持合い解消後の株価が、どのように求められるかについて述べておこう。企業  $a$  と企業  $b$  は同質的であるから、企業  $a$  についての結論は企業  $b$  にも適用できる。時点  $t$  において予想される企業  $i$  の事業収益の期待値を  $F_t^i$  とする。このとき、企業  $b$  と発行済み株式の  $\alpha$  割合を持ち合っている企業  $a$  の株価は、

$$P_t^a(h) = \frac{F_t^a + \alpha F_t^b}{1 + \alpha} \quad (9)$$

で与えられる。また、株式持合いを時点  $t$  で解消した直後の株価は、

$$P_t^a(n) = \frac{F_t^a + \alpha F_t^b}{1 + \alpha} \quad (10)$$

で与えられる。 $F_t^i$  は持合い解消後に予想される企業  $i$  の事業収益の期待値である。(9)(10)から分かるように、株式持合いの解消前後で企業収益の期待値が不変であれば、持合い解消は株価に影響しない。なお、(9)(10)の導出は文末の Appendix に示されている。

### 3. 株式持合いと持合い解消

経営者のエントレンチメントの指標  $e$  が下記を満たすとしよう。

$$\Delta_G \leq e < \Delta_B \quad (11)$$

このとき、2つの企業は時点0において株式持合を行い、時点1で実現する状態に応じて、株式持合いを継続したり解消したりする。

まず、時点1において企業*a*と企業*b*がともに状態*G*に面した場合を考えよう。分布の独立性の仮定から、このケースは確率 $\theta$ で生起する。企業*a*と企業*b*はまったく同じ環境に置かれているため、経営者の意思決定も等しくなる。この場合、株式持合いがなければ、テイクオーバーを恐れる経営者は、時点2において株主重視の戦略*S*をとらざるを得ない。一方、株式持合いを行えば、経営者は時点2で自己利益重視の戦略*M*を実行できる。このことを確認しておこう。(9)(10)より、株式持合いの有無に関わらず、経営者重視の戦略*M*が実施された後の企業*a*の株価は、

$$P_2^a(n) = P_2^a(h) = X_G$$

で与えられる。また、戦略*M*が実施された後、テイクオーバーがおこると、株価は、

$$P_2^a = Y_G - Z$$

となる。仮定(3)と(11)の下では、

$$P_2^a - P_2^a(n) > 0$$

$$P_2^a - P_2^a(h) = \Delta_G - Z \leq e$$

が成り立つ。上の式は、株式持合いが無いとき、戦略*M*を選択するとテイクオーバーがおこることを意味する(条件(7)が成り立つ)。株式持合いが無いとき、経営者は時点2で株主重視の戦略*S*をとらざるを得ない。下の式は、株式持合いがあるとき、戦略*M*を選択してもテイクオーバーがおこらないことを意味する(条件(8)が成り立たない)。株式持合いの下では、経営者は自己にとって有益な(株主にとって不利な)戦略*M*を実施する。

このことを所与とするとき、時点1において経営者は株式持合いの継続を選択する<sup>13</sup>。その理由は次の通りである。株式持合いがあるとき、時点2では戦略*M*がとられるから、時点1における株価は、

$$P_1^a(h) = X_G$$

で与えられる。一方、時点1でテイクオーバーが行われると、時点2では戦略*S*がとられるから、テイクオーバー後の株価は、

---

<sup>13</sup> 後の命題3で示すように、時点0で株式持合いが行われるから、時点1で株式持合いをするという意思決定は、株式持合いを継続するという意思決定と同意である。

$$P_1^a = Y_G$$

で与えられる。仮定(11)の下では、

$$P_1^a - P_1^a(h) = \Delta_G \leq e$$

が成り立つので、株式持合いがあるとき、時点1でテイクオーバーはおこらない(条件(8)が成り立たない)。株式持合いなければ(あるいは持合いを解消すれば)、時点2では株主重視の戦略  $S$  がとられるので、やはり時点1においてテイクオーバーはおこらない。テイクオーバーのリスクがない以上、経営者にとって好ましいのは、時点2で戦略  $M$  が実施できる株式持合いである。

このように、両企業の外部環境がともに状態  $G$  のとき、時点1において株式持合いが継続され、時点2において経営者重視の戦略  $M$  が実施される。株式持合いによるエントレンチメントが、テイクオーバーに対する防壁の役割を果たす。この場合、経営者が必ずしも株主重視の企業経営を行う必要はない。

次に、時点1において企業  $a$  と企業  $b$  の外部環境がともに状態  $B$  である場合を考えよう(生起確率は  $(1-\theta)^2$  である)。この場合、時点1で株式持合いは解消され、時点2では株主重視の戦略  $S$  が選択される<sup>14</sup>。時点2における経営者の行動は、上の場合と同様である。すなわち、仮定(11)の下では、株式持合いがあると経営者は自己利益重視の戦略  $M$  を実施し、株式持合いがないと株主重視の戦略  $S$  を実施する。

このことを所与として、時点1における株式持合い戦略を検討する。株式持合いが継続されるとき、時点1における企業  $a$  の株価は、

$$P_1^a(h) = X_B$$

で与えられる。時点1でテイクオーバーがおこると、時点2では株主重視の戦略  $S$  がとられるから、テイクオーバー直後の株価は、

$$P_1^a = Y_B$$

で与えられる。仮定(11)の下では、

$$P_1^a - P_1^a(h) = \Delta_B > e$$

が成り立つので、株式持合いがあれば、時点1においてテイクオーバーがおこる(条件(8)が成り立つ)。株式持合いがなければ、時点2で株主重視の戦略が実施されるため、時点1でテイクオーバーがおきる理由はない。テイクオーバーを恐れる経営者は、時点1におい

---

<sup>14</sup> 時点0で株式持合いが行われるため、株式持合いをしないという意味決定を持合いの解消と表現する。

て株式持合い解消する。その結果、時点 2 において株主重視の戦略  $S$  が実施される。

テイクオーバーを回避するために株式持合い解消する、という結果が導かれるのは興味深い。この結果を直接サポートするのは、株式持合いの有無が時点 2 における経営者の意思決定に影響を与えるという事実であるが、その背景には戦略変更にかかるコストがかかるという仮定がある。このことについて述べておこう。

戦略変更のコストがゼロであれば、経営者が時点 2 で戦略  $M$  を実施した後、テイクオーバーの価値は  $\Delta_B$  となりコスト  $e$  を上回る（条件（8）が満たされる）。よって、テイクオーバーがおこる。テイクオーバーを回避するため、経営者は株主重視の戦略  $S$  を選択せざるを得ない。このように、企業がコストをかけず経営戦略を変更できれば、株式持合いの有無に関わらず、経営者は時点 2 で株主重視の戦略  $S$  を選択する。このとき、時点 1 における株式持合いの戦略は、経営者にとって中立である。例えば、すでに株式持合いが行われているとき、経営者が時点 1 で持合いを解消する理由はない。

戦略の変更にかかるコストがかかるという本稿のシナリオでは、上で示したように、株式持合いの有無が時点 2 における経営者の意思決定に影響する。株式持合いがあるとき、時点 2 において経営者は戦略  $M$  を選択する。戦略変更のコストがかかる分テイクオーバーの価値は小さくなり（ $\Delta_B - Z$ ）、テイクオーバーのコスト  $e$  を下回る（条件（8）が満たされない）。ところが、この事実が時点 1 において株式持合いが解消される理由となる。経営者が企業戦略を決定する以前にテイクオーバーがおこると、戦略変更のコストがかからない分テイクオーバーの価値は大きく、コストを上回る（条件（8）がクリアされる）。すなわち、経営者が戦略  $M$  を実施することを意味する株式持合いの下では、時点 1 においてテイクオーバーがおきる。経営者の機会主義的行動の温床となる株式持合いが、テイクオーバーの原因になるのである。時点 1 におけるテイクオーバーを回避するため、経営者は株式持合い解消する。株式持合いが解消されると、時点 2 において株主重視の戦略  $S$  がとられるから、テイクオーバーの価値はなくなる。よって、時点 1 においてテイクオーバーがおきることはない。このように、両企業の経営者の機会主義的行動が株主の利益を大きく損ねるとき、経営者は株式持合いを解消することで、株主重視の経営戦略をとることにコミットし、テイクオーバーを回避する。

以上の結果を命題としてまとめておこう。

**命題 1** 両企業の外部環境がともに状態  $G$  の場合、時点 1 で株式持合いが継続され、時点 2 で経営者重視の戦略が実施される。両企業の外部環境がともに状態  $B$  の場合、時点 1 で株式持合いは解消され、時点 2 で株主重視の戦略が実施される。いずれの場合もテイクオーバーは起こらない。

命題 1 が示すように、いずれの場合にもテイクオーバーはおこらない。しかしながら、テイクオーバーを回避するメカニズムは、2 つの場合で大きく異なる。経営者の機会主義的

行動によって失われる株主の利益が小さいとき（両企業がともに状態  $G$ ）、いい換えると経営者と株主の利害対立が小さいとき、経営者は株式持合いを行うことでテイクオーバーのコストを高め、テイクオーバーを回避する。株式持合いは、コーポレート・ガバナンスのプレッシャーを遮断し、経営者に機会主義的行動を許す。一方、経営者の機会主義的行動が株主の利益を大きく損なうとき（両企業が状態  $B$ ）、いい換えると経営者と株主の利害対立が大きいとき、株式持合いによってテイクオーバーを困難にするだけでは、テイクオーバーを回避できない。テイクオーバーを回避するためには、テイクオーバーの理由そのものを消去する必要がある。株式持合いの解消はその手段である。株式持合いを解消することで、テイクオーバーのプレッシャーを遮断する術を失った経営者は、株主の利益を追求せざるを得ない。経営者が株主を重視する企業経営を行う以上、テイクオーバーの理由はなくなるであろう。

企業  $a$  と企業  $b$  の外部環境が異なる場合、条件（11）だけでは経営者の行動を特徴づけることができない。ここでは、企業  $a$  が状態  $B$ 、企業  $b$  が状態  $G$  にある場合を考えよう（生起確率は  $\theta(1-\theta)$  である）。企業  $a$  が状態  $G$ 、企業  $b$  が状態  $B$  にある場合も全く同様に議論できる。時点 1 において株式持合いが継続されるとき、時点 2 において両経営者とも自己利益重視の戦略  $M$  を選択する。実際、(9) より、株式持合いがあるとき両経営者が戦略  $M$  を実施すると、企業  $a$  と企業  $b$  の株価は、それぞれ

$$P_2^a(h) = \frac{X_B + \alpha X_G}{1 + \alpha} \quad P_2^b(h) = \frac{X_G + \alpha X_B}{1 + \alpha}$$

で与えられる。企業  $a$  のテイクオーバー後の株価は、企業  $b$  がテイクオーバーされたときに最大となるから、

$$P_2^a \leq \frac{Y_B + \alpha Y_G}{1 + \alpha} - Z$$

を満たす<sup>15</sup>。同様に、企業  $b$  のテイクオーバー後の株価は、

$$P_2^b \leq \frac{Y_G + \alpha Y_B}{1 + \alpha} - Z$$

を満たす。容易に示せるように、(2)(5)(11) の下では、

$$P_2^b - P_2^b(h) < P_2^a - P_2^a(h) < e$$

が成り立つ。すなわち、株式持合いがあるとき、両企業の経営者が戦略  $M$  を選択してもテイクオーバーは起こらない（条件（8）が満たされない）。

<sup>15</sup> 企業  $B$  がテイクオーバーされると企業  $B$  の期末収益は  $Y_G - Z$  となり、テイクオーバーされないときの収益  $X_G$  を上回る。

このことを所与として時点 1 における持合い戦略を考えよう．時点 1 で株式持合いがあるとき，企業  $a$  と企業  $b$  の株価は，それぞれ

$$P_1^a(h) = \frac{X_B + \alpha X_G}{1 + \alpha} \quad P_1^b(h) = \frac{X_G + \alpha X_B}{1 + \alpha}$$

で与えられる．時点 1 において一方の企業がテイクオーバーされると，直後に株式持合いは解消されるとしよう<sup>16</sup>．持合いが解消されると，テイクオーバーのコストがゼロになる．したがって，相手企業が時点 1 でテイクオーバーされなくても，その経営者は株主重視の戦略  $S$  をとらざるを得ない．相手企業が時点 1 でテイクオーバーされれば，やはり時点 2 において戦略  $S$  が選択される．よって，企業  $a$  と企業  $b$  のテイクオーバー後の株価は，それぞれ

$$P_1^a = \frac{Y_B + \alpha Y_G}{1 + \alpha} \quad P_1^b = \frac{Y_G + \alpha Y_B}{1 + \alpha}$$

となる．時点 1 では，経営戦略の変更に伴うコストが不要であることに注意しよう．

ところで，仮定 (2) の下では，

$$\Delta_G < P_1^b - P_1^b(h) < P_1^a - P_1^a(h) < \Delta_B$$

であるから，条件 (11) だけでは，時点 1 においてテイクオーバーがおこるか否かを結論づけることはできない．時点 1 における経営者の意思決定を特徴づけるためには，追加的な条件が必要となる．

株式持合いがあるときのテイクオーバーの条件 (8) より，

$$P_1^a - P_1^a(h) = \frac{\Delta_B + \alpha \Delta_G}{1 + \alpha} \leq e < \Delta_B \quad (12)$$

が満たされれば，時点 1 でテイクオーバーはおこらない．このとき，時点 2 において両企業とも経営者重視の戦略  $M$  を実施する．一方，

$$\Delta_G \leq e < \frac{\Delta_B + \alpha \Delta_G}{1 + \alpha} \quad (13)$$

<sup>16</sup> 例えば，企業  $a$  がテイクオーバーされたとしよう．株式持合いを解消すると，エントレンチメントがなくなる企業  $b$  の経営者は，時点 2 で株主重視の戦略  $S$  をとらざるを得ず，企業  $a$  の株価は上昇する．株式持合いを解消しなければ，企業  $b$  の経営者は，時点 1 においてテイクオーバーされない限り，経営者重視の戦略を実行する．これは，企業  $a$  の株主にとって好ましくない．したがって，企業  $b$  の経営者が時点 1 でテイクオーバーされるか否かに関わらず，持合いを解消するのがテイクオーバー後の企業  $a$  の株主にとって最適となる．

が満たされれば、時点 1 において株式持合いがあるとき、企業  $a$  はテイクオーバーされる。テイクオーバーを回避するため、企業  $a$  は株式持合いを解消するであろう。とくに、パラメーターが、

$$\frac{\Delta_G + \alpha\Delta_B}{1+\alpha} \leq e < \frac{\Delta_B + \alpha\Delta_G}{1+\alpha}$$

を満たすとき、企業  $b$  は株式持合いの解消を望まない。しかしながら、企業  $a$  が持合いの解消の意志をもつため、結局株式持合いは解消される。株式持合いの解消後、時点 2 で両企業は株主重視の戦略  $S$  を選択する。

この結果をまとめておこう。

**命題 2** . 両企業の外部環境が異なるとき、条件 (12) が満たされるならば、時点 1 で株式持合いが継続され、時点 2 で経営者重視の戦略が実施される。条件 (13) が満たされるならば、時点 1 で株式持合いは解消され、時点 2 で株主重視の戦略が実施される。いずれの場合もテイクオーバーは起こらない。

命題 2 は、2 つの企業の状態が異なるとき、経営者のエントレンチメントが相対的に大きければ ((12) が満たされれば) 株式持合いは継続され、エントレンチメントが相対的に小さければ ((13) が満たされれば) 株式持合いが解消されることを意味している。

最後に、時点 0 における株式持合いとテイクオーバーの可能性について考える。これまでの議論は、時点 0 における株式持合いの有無に依存しないことに注意しよう。例えば、時点 1 で株式持合いが望ましいとき、時点 0 で既に持合いが行われていれば、持合いを継続すればよい。時点 0 で持合が行われていなければ、時点 1 で新たに株式持合いを行えばよい。時点 1 で株式持合いが望ましくないとき、時点 0 で持合いが行われていれば、持合いを解消すればよい。時点 0 で持合いが行われていなければ、時点 1 においても持ち合わなければよい。このように、時点 0 における株式持合い戦略は、時点 1 と時点 2 における現経営者の意思決定に影響しない。その結果、時点 0 における (テイクオーバーがおこる前の) 企業の株価は、時点 0 における株式持合い戦略に依存しないことが分かる。時点 0 における株式持合い戦略は、テイクオーバーの条件にのみ影響を与える。

命題 1, 命題 2 より、(12) が満たされるとき、時点 0 における企業  $i$  の株価は、

$$P_0^i(n) = P_0^i(h) = \theta^2 X_G + (1-\theta)^2 Y_B + \theta(1-\theta) \frac{X_B + \alpha X_G}{1+\alpha} + \theta(1-\theta) \frac{X_G + \alpha X_B}{1+\alpha}$$

で与えられる。右辺第一項は、両企業ともに状態  $G$  が生じたときの株価と生起確率の積、第二項は両企業ともに状態  $B$  が生じたときの株価と生起確率の積、第三項は自身が状態  $B$ ・相手企業が状態  $G$  であるときの株価と生起確率の積、第四項は自身が状態  $G$ ・相手企

業が状態  $B$  であるときの株価と生起確率の積である。同様に、(13) が満たされるとき、時点 0 における企業  $i$  の株価は、

$$P_0^i(n) = P_0^i(h) = \theta^2 X_G + (1-\theta)^2 Y_B + \theta(1-\theta) \frac{Y_B + \alpha Y_G}{1+\alpha} + \theta(1-\theta) \frac{Y_G + \alpha Y_B}{1+\alpha}$$

で与えられる。

時点 0 においてテイクオーバーがおこれば、企業が時点 2 でとる戦略は、株主重視の戦略  $S$  である。したがって、テイクオーバー後の株価は下記で与えられる<sup>17</sup>。

$$P_0^i = \theta Y_G + (1-\theta) Y_B$$

(12)(13) のいずれが満たされる場合においても、下記が成り立つことは容易に示せる。

$$P_0^i - P_0^i(n) > 0$$

これは、時点 0 で株式持合いがなければとテイクオーバーがおこる（条件 (7) が満たされる）ことを意味する。

また、(12) が満たされるとき、

$$\begin{aligned} & P_0^i - P_0^i(h) \\ &= \theta^2 \Delta_G + \theta(1-\theta) \frac{\Delta_G + \alpha \Delta_B}{1+\alpha} + \theta(1-\theta) \frac{\Delta_B + \alpha \Delta_G}{1+\alpha} \\ &< \{\theta^2 + 2\theta(1-\theta)\} \frac{\Delta_B + \alpha \Delta_G}{1+\alpha} \\ &\leq e \end{aligned}$$

が成り立つから、株式持合いがあれば時点 0 においてテイクオーバーはおこらない（条件 (8) が満たされない）。(13) が満たされるときも、

$$P_0^i - P_0^i(h) = \theta^2 \Delta_G < e$$

が成り立つから、株式持合いがあればテイクオーバーはおこらない。両企業の経営者が、テイクオーバーを回避するために、時点 0 で株式持合いに合意することは明らかであろう。

**命題 3**．時点 0 において、両企業の経営者は株式持合いを行う。時点 0 においてテイクオーバーはおこらない。

このように本稿が提示するモデルでは、テイクオーバーを回避するために株式持合いが

---

<sup>17</sup> 時点 0 で株式持合いがないときは明らかである。時点 0 で株式持合いが行われても、テイクオーバー後に持合いが解消されることに注意して (10) を用いると、次式が得られる。

行われ、テイクオーバーを回避するために株式持合いが解消される。株式持合いが解消されるのは、経営者の機会主義的行動が、株主に大きな損失を与える場合（経営者重視の戦略と株主重視の戦略の収益格差が大きい場合）である。このとき、経営者は株式持合いをみずから解消することで、株主重視の経営方針への転換をアピールする。その結果、テイクオーバーは回避される。

#### 4. まとめ

本稿では、企業の株式持合いとその解消を、経営者のエントレンチメントという視点から検討した。株主と経営者の利害対立の程度が小さい、すなわち経営者の機会主義的行動により失われる株主の利益が小さいとき、株式持合いはテイクオーバーを回避する有効な手段となる。しかしながら、利害対立の程度が大きくなると、経営者の機会主義的行動の温床となる株式持合いが、テイクオーバーの原因になる。このとき、経営者は、株式持合いを解消することで、株主重視の企業経営を行うことにコミットし、テイクオーバーを回避する。このように本稿のシナリオでは、機会主義的な経営者が、テイクオーバーのリスクを回避するために、株式持合いと持合い解消を機動的に行う。

本稿で導かれた結果は、とくに株式持合いの解消について、次のような実証的インプリケーションをもつと考えられる。第一に、株式持合いの解消は、経営者と株主の利害対立が大きい企業において、より頻繁にみられるであろう。利害対立が小さい企業においては、株式持合いが継続されやすい。ただし、持合い相手企業の利害対立問題が大きければ、相手企業が持合いを解消してくる可能性がある。第二に、持合い解消の大きさは、経営者と株主の利害対立の大きさと正の関係をもつと予想される。経営者の持ち株比率が小さいほど、報酬体系が固定的であるほど、また取締役会に占める外部取締役の数が少ないほど、経営者が株主利益を追求するインセンティブは小さいであろう。したがって、株式持合い解消の大きさは、これらの指標と正の関係をもつと考えられる。第三に、経営者のエントレンチメントが強固なほど、株式持合いは解消されにくい。これは、命題 2 から導かれる予想である。経営者の持ち株比率が大きいほど、在職期間が長いほど、また内部取締役の数が多いほど、経営者のエントレンチメントは強固であると考えられる<sup>18</sup>。株式持合いの解消の大きさは、これらエントレンチメントの代理指標と負の関係にあると考えられる。

近年、わが国において、株主が企業経営に干渉する傾向が強まったといわれる。これは、企業経営が株主利益を軽視していることへの警鐘であろう。このような状況において、コーポレート・ガバナンスのプレッシャーに対抗する株式持合い継続すると、株主利益を軽視した企業経営が続くことを懸念する株主は、経営者へのプレッシャーを強めるであろう。

---

<sup>18</sup> 経営者のエントレンチメントの代理指標については、Berger, Ofek, and Yermack(1997)が詳しい。

株主からのプレッシャーを遠ざけるため、経営者は株式持合いを解消し、経営方針を株主重視へと転換することをアピールする必要がある。株式持合いの解消は、コーポレート・ガバナンスに対抗する手段を自ら放棄する行為であるがゆえに、株主重視の経営姿勢というアピールに信憑性をもたせる。このように考えると、わが国における株式持合いの解消は、企業経営が株主重視の方向に変わっていくプロセスとみなせる。

### 補論：株式持合い、持合い解消と株価

株式持合いが株価に与える影響については、二木（1975）、若杉（1982）、倉沢（1984）が詳細に分析している。ここでは、本稿のフレームワークにおける株式持合いと株価、持合い解消と株価の関係を示しておこう。

企業  $i$  ( $i=a, b$ ) の事業収益の期待値を  $F^i$  とする。発行済み株式数が 1 であるから、株式持合いがない場合の株価は  $F^i$  に一致する。株式持合いが行われている場合、企業の期末キャッシュフローは、自社の事業収益と相手企業のキャッシュフローに占める持分の和となる。本稿では、企業  $a$  と企業  $b$  が発行済み株式の  $\alpha$  割合を持合うケースを考えているので、株式持合い下における企業  $i$  の期待キャッシュフロー  $E^i$  について下記が成り立つ。

$$E^a = F^a + \alpha E^b \quad (A1)$$

$$E^b = F^b + \alpha E^a \quad (A2)$$

2つの企業は同質的であるから、以下では企業  $a$  についてのみ考える。(A1)(A2) を  $E^a$  について解くと下記が得られる。

$$E^a = (F^a + \alpha F^b) / (1 - \alpha^2) \quad (A3)$$

株式持合い後の発行済み株式数は  $1+n$  である。したがって、株式持合いがあるとき、企業  $a$  の株価  $P^a(h)$  は下記で与えられる。

$$P^a(h) = \frac{E^a}{1+n} = \frac{F^a + \alpha F^b}{1+\alpha} \quad (A4)$$

途中、 $1/(1+n)=(1-\alpha)$  を用いてある。(A4) は、株式持合いがあるときの株価であり、第2節(9)式に相当する。企業  $a$  と企業  $b$  の事業収益の期待値が等しいとき ( $F^a=F^b$  が成り立つとき)、株式持合いは株価に影響しない。また、容易に確認できるように、株式持合いがあるときの企業  $b$  の株価を  $P^b(h)$  とすると、

$$P^a(h) + P^b(h) = F^a + F^b \quad (A5)$$

が成り立つ。すなわち、2つの企業が株式持合い行うとき、持合い前後における株価の和は

不変である。この意味で、株式持合いは株価に中立的であるといえる。ただし、この議論には、株式持合いが両企業の事業収益の分布に影響しない、という前提が必要である。

次に、株式持合いの解消と株価の関係を調べよう。持合い解消後の企業  $i$  の株価を  $P^i(n)$  とする。このとき、持合い解消後の両企業の期待キャッシュフロー  $G^i$  は下記で与えられる。

$$G^a = F^a + nP^2(n) \quad (\text{A6})$$

$$G^b = F^b + nP^1(n) \quad (\text{A7})$$

例えば、企業  $a$  の期待キャッシュフローは、期末の事業収益（右辺第 1 項）と企業  $b$  の株式の売却代金（右辺第 2 項）の和である。一旦株式持合いが実施されると、発行済み株式数は  $1+n$  となるから、持合い解消後の株価について下記が成り立つ。

$$P^a(n) = \frac{G^a}{1+n} = (1-\alpha)[F^a + \alpha P^b(n)/(1-\alpha)] = (1-\alpha)F^a + \alpha P^b(n) \quad (\text{A8})$$

$$P^b(n) = \frac{G^b}{1+n} = (1-\alpha)[F^b + \alpha P^a(n)/(1-\alpha)] = (1-\alpha)F^b + \alpha P^a(n) \quad (\text{A9})$$

途中、 $n=\alpha/(1-\alpha)$  を用いてある。(A8)(A9) を  $P^a(n)$  について解くと、

$$P^a(n) = \frac{F^a + \alpha F^b}{1+\alpha} \quad (\text{A10})$$

が得られる。(A10) は持合い解消後の株価であり、第 2 節 (10) 式に相当する。

[2002.1.28 605]

## 引用文献

倉澤資成，1984，「株式持合と企業価値」ファイナンス研究 1，43 - 58。

二木雄策，1984，「株式持合いの財務効果 若杉，倉澤論文に対するコメント」ファイナンス研究 2，37 - 47。

若杉敬明，1982，「株式持合の財務的意義」日本経営財務研究会編『日本の経営財務の解明』中央経済社。

## ディスカッション・ペーパー出版目録

| 番号      | 著者                              | 論文名   | 出版年月      |
|---------|---------------------------------|---|-----------|
| 2001・1  | 畠田 敬<br>砂川 伸幸                   | Stock Price Behavior Surrounding Repurchase Announcements:<br>Evidence from Japan               | 1 / 2001  |
| 2001・2  | 中嶋 道靖<br>水口 剛<br>國部 克彦<br>大西 靖  | IMUのマテリアル・フロー・コスト会計(2000年10月版)  | 1 / 2001  |
| 2001・3  | 奥林 康司                           | Japanese Manufacturers Without Factories:<br>Cases of Sony, Matsushita, Misumi, People          | 1 / 2001  |
| 2001・4  | 國部 克彦<br>野田 昭宏<br>大西 靖<br>品部 友美 | Determinants of Environmental Report Publication<br>in Japanese Companies                       | 2 / 2001  |
| 2001・5  | 宮下 國生                           | Logistics Strategy of Japanese Port Management  | 2 / 2001  |
| 2001・6  | 坂下 昭宣                           | 機能主義的組織文化論の課題と方法  | 3 / 2001  |
| 2001・7  | 國部 克彦<br>梨岡英理子<br>大工原梨恵         | 日本企業の環境会計:東証一部上場企業 2000年11月現在の実態調査  | 3 / 2001  |
| 2001・8  | 國部 克彦<br>倉阪 智子                  | Corporate Environmental Accounting:<br>A Japanese Perspective                                   | 3 / 2001  |
| 2001・9  | 村田 修造                           | 日米経営比較(6) 医療・介護と経営学   | 4 / 2001  |
| 2001・10 | 矢野 誠<br>出井 文男                   | A Trade Model with Vertical Production Chain and Competition<br>Policy in the Downstream Sector | 12 / 2000 |
| 2001・11 | 大倉 真人                           | 生命保険における危険分類について<br>大量性要件と同質性要件とのトレードオフ問題を中心として   | 5 / 2001  |
| 2001・12 | 大倉 真人                           | リスク細分型保険は本当に望ましいか?  | 5 / 2001  |
| 2001・13 | 村田 修造                           | 日米経営比較(5) 日米企業間摩擦   | 6 / 2001  |
| 2001・14 | 奥林 康司<br>高階 利徳                  | 大企業OB会会員の職務経歴と再就業に関する実態調査報告書  | 7 / 2001  |
| 2001・15 | 原 拓志                            | 医薬品の社会的形成   | 7 / 2001  |
| 2001・16 | 村田 修造                           | 日米経営比較(7) 日本経営の再生に向けて   | 7 / 2001  |
| 2001・17 | 上林 憲雄                           | Cultural influences on IT usage among workers:<br>a UK-Japanese comparison                      | 7 / 2001  |
| 2001・18 | 福田 祐一                           | A Test for Rational Bubbles in Stock Prices   | 7 / 2001  |
| 2001・19 | 田中 一弘<br>延岡 健太郎                 | 有効な企業統治改革に向けて:執行役員制と企業の意思決定能力   | 7 / 2001  |

## ディスカッション・ペーパー出版目録

| 番号      | 著者                                      | 論文名  | 出版年月      |
|---------|---|--|-----------|
| 2001・20 | 田中 一弘                                   | 執行役員制導入によるトップ・マネジメントの変容  | 7 / 2001  |
| 2001・21 | 大倉 真人                                   | リスク細分型保険は本当に望ましいか？ <改訂版>   | 8 / 2001  |
| 2001・22 | 田中 一弘                                   | 企業統治論序説  | 8 / 2001  |
| 2001・23 | 大倉 真人                                   | 損害防止努力インセンティブに関する一考察<br>主体均衡分析による検討  | 8 / 2001  |
| 2001・24 | 國部 克彦<br>野田 昭宏<br>大西 靖<br>品部 友美<br>東田 明 | 日本企業による環境情報開示の規定要因<br>環境報告書の発行と質の分析  | 8 / 2001  |
| 2001・25 | 國部 克彦<br>品部 友美<br>東田 明<br>大西 靖<br>野田 昭宏 | 日本企業の環境報告書分析<br>内容分析と規定要因  | 8 / 2001  |
| 2001・26 | 國部 克彦<br>梨岡 英理子                         | 日本企業の環境会計：東証一部上場企業の実態調査  | 8 / 2001  |
| 2001・27 | 高木 雅一                                   | Elementary Study of East Asian Corporate and Management System   | 9 / 2001  |
| 2001・28 | 大倉 真人                                   | 保険市場における価格・非価格競争   | 9 / 2001  |
| 2001・29 | 高尾 厚                                    | なぜ近代保険と原始的共済とが併存するのか？<br>近代保険普及に関する進化経済学的研究  | 9 / 2001  |
| 2001・30 | 大倉 真人                                   | An Essay in the Economics of Post-loss Minimisation:<br>An Analysis of the Effectiveness of the Insurance Law and<br>Clauses                                 | 9 / 2001  |
| 2001・31 | 高木 雅一                                   | 阪神地域と東南アジアとの連携<br>相互利益のビジネス機会を探る   | 9 / 2001  |
| 2001・32 | 上林 憲雄<br>Harry<br>Scarborough           | Cultural influences on IT use amongst factory managers:<br>A UK-Japanese comparison  | 10 / 2001 |
| 2001・33 | 水谷 文俊<br>浦西 秀司                          | The Post Office vs. Parcel Delivery Companies: Competition<br>Effects on Costs and Productivity  | 10 / 2001 |
| 2001・34 | 大倉 真人                                   | An Essay in the Economics of Post-loss Minimisation: An<br>Analysis of the Effectiveness of the Insurance Law and Clauses<br><revised version of No.2001・30> | 11 / 2001 |
| 2001・35 | 原田 勉                                    | 日本における IT パラドクスの再検討<br>～ IT 革命の終焉とはじまり～  | 11 / 2001 |

## ディスカッション・ペーパー出版目録

| 番号      | 著者    | 論文名   | 出版年月      |
|---------|-------|---|-----------|
| 2001・36 | 砂川 伸幸 | Open-Market Repurchase Announcements, Actual Repurchases, and Stock Price Behavior in Inefficient markets | 12 / 2001 |
| 2001・37 | 砂川 伸幸 | Corporate Financial Strategy and Stock Price Behavior in a Noise Trader Model with Limited Arbitrage      | 12 / 2001 |
| 2002・1  | 砂川 伸幸 | 株式持合いと持合い解消：エントレンチメント・アプローチ   | 1 / 2002  |