

●コーポレートガバナンスの現在地二〇二三(一)●

なぜ今資本コストなのか

古布 薫

インベスコ・アセット・マネジメント
運用本部 日本株式運用部 ヘッド・オブ・ESG

《掲載の趣旨》 本年の「コーポレートガバナンスの現在地」を開始する。本企画は、ガバナンスの各テーマについて、有識者に自身の言葉で、当該テーマに企業が取り組むべき理由、行うべき具体的取組み、参考となる実例紹介等をまとめてもらい、読者の皆様が腹落ちして取組みを進めるための実務指針を示すことを目指すものである。本年四月にSSコード・CGコードのフォローアップ会議が公表した「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」では、企業と投資家の自律的な改革の重要性が強調されている。本連載がそのような改革のお役に立てば幸いである。

(編集部)

一 はじめに

本年の「コーポレートガバナンスの現在地」において、資本コストというテーマについて意見を述べられることは投資家として大変ありがたい機会である。二〇一三年六月に閣議決定された日本再興戦略の中でコーポレートガバナンス改革が成長戦略の一つと位置づけられてから一〇年が経過した。コーポレートガバナンス・コード、日本版スチュワードシップ・コードはそれぞれ導入以来二回の改訂が行われた。東京

証券取引所(以下「東証」という)による市場構造改革を経て二〇二三年三月にリリースされた「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」は企業行動に変容を与えようとしている。さらに、これら一連のメッセージが発信される以前から資本コストを意識した経営は長きにわたって投資家にとって最も重要なテーマの一つであり、企業と投資家の間で幾度も激しい対話が展開されてきた。

二〇二三年九月現在、外部環境に目を転じると日本においても金利が本格的に上昇するので

目次

- 一 はじめに
- 二 一連のメッセージの本質
 - 1 東証のメッセージを受けた行動変容
 - 2 上場の意義
 - 3 スチュワードシップ・コード
- 三 資本コストとは何か
 - 1 企業価値との関係
 - 2 資本コストの定義
 - 3 認識ギャップを埋めるための第一歩
- 四 企業が取り組むべき理由——取り組みなくともよい理由とは!?
- 五 企業に期待される取組み
 - 1 外部のステークホルダーを意識した開示と財務分析
 - 2 ESGを含むサステナビリティと企業価値および資本コストの関係性
 - 3 政策保有株式
- 六 取締役会に期待される取組み
- 七 機関投資家が行うべき取組み
 - 1 ファンダメンタル分析とエンゲージメント
 - 2 議決権行使
- 八 これからの資本コスト経営

はないかととらえられていることも一つの変化点であろう。今回「なぜ今資本コストなのか」というタイトルを掲げた背景は、そのような中では、今後財務施策・資本政策によって個々の企業価値の成長性が大きく異なる可能性が高まっていると考えているからである。

なお、本稿は筆者個人の見解であり、所属する組織の見解を示すものではない。また言及す

る企業に関して投資を推奨するものではない。

二 一連のメッセージの本質

1 東証のメッセージを受けた行動変容

資本コストという言葉がコーポレートガバナンス・コードに掲げられ東証から資本コストを意識した経営に関する要請が発信されたことは、企業と投資家における共通言語を広く知らしめたという点で評価されることには間違いない。しかし、東証のメッセージを受けてこれは大変だ、と改善策を外部の助言に求めて開示資料を作り直すことがはじめの一步というケースについては、首をかしげざるを得ない。念のためであるが、コンサルティング会社に相談すべきでないとは考えていない。経営陣が資本コスト経営を理解し株価およびバリュエーションが適切ではないとの認識があるのならば、事業ポートフォリオの見直しやバランスシートの効率化を目指す、もし一時的要因や外部環境要因でバリュエーションの改善が難しいのであれば資本政策や資本市場とのコミュニケーション内容を大胆に見直すことも選択肢になる。これらの議論を円滑かつ効率的に市場に伝える手段が開示であり、開示それ自体が目的ではない。

また、ここで強調したいのは一連のメッセージは、PBRが一倍以上あるいはROEが八%以上であればよいというメッセージではまったくないということだ。東証の資料によると、P

BR一倍以上の企業のほうが「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示が低位にとどまっているとのことだ（注一）。現状のバリュエーションにかかわらず自社の資本コストおよびバランスシートの効率性向上に向け経営陣が努力すべきというメッセージを正しく理解していただきたい。

2 上場の意義

東証から発信された要請は至極当然の内容であり、株式市場から資金調達している上場企業であればその資金の出し手である株主が要求するリスクテイクを行い収益を生み出す、その過程・結果に十分な透明性を確保することが必要である。上場というステータスは所与のものではない。上場の意義および上場によるコストを再考し、株価・時価総額は自らの行動では変えられない、自社のバリュエーションについて問われてもノーコメントという姿勢はそぐわないというメッセージに込めて上場の意義をあらためて考えることが必要であろう。

3 スチュワードシップ・コード

機関投資家は上場企業に建設的な対話を通じて企業価値向上への後押しをすべきという考えから日本版スチュワードシップ・コードが二〇一四年に制定された。コーポレートガバナンス・コードと合わせ、二つのコードの目的に立ち返るとその目標は、日本企業の持続的成長力の向上に他ならない。原則三および四には、投資先

企業の資本効率を高め持続的成長を実現するための活動を行うべきと明記されている。そして、スチュワードシップ活動に対しても実効性が必要であると述べられている。投資先企業に資本効率を高めるように求めるためには投資家側も資本コストをめぐる議論を十分に理解し企業との対話に臨む必要がある。日本版スチュワードシップ・コードは形式的な議決権行使を支持したり、ESGを含むサステナビリティのみを推進しているわけでは到底ない。策定から一〇年近くが経過した同コードが何を要求しているかということであらためて咀嚼し実践するべきであると自戒を込めて考えている。

三 資本コストとは何か

二で述べたとおり、資本市場で資金調達を行う限り、資金の出し手から一定のリターンを求められるが、この資本に対する「期待収益率」こそが資本コストである。二〇二〇年九月の「人材版伊藤レポート」の公表を機に人件費は費用ではなく投資であり、人的資本の形成が重要という議論を多くみかける。生産年齢人口が減少し人材がより希少な資源になりつつあるわが国において人的資本重視の議論は当然でありまったく同意する。一方、株主が期待するリターンについては、企業目線の「コスト」との位置づけのままであり、仕方なく渋々払うものという印象が免れないのは気のせいだろうか。定義をあらためて考えたい。

1 企業価値との関係

二〇二三年八月に経済産業省により公表された「企業買収における行動指針」における後記の記述がわかりやすい(注二)。

つまり、「企業価値とは、概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和を表すものである。その中には、事業活動において従業員や取引先などのステークホルダーが貢献することにより、定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値も含まれている。……企業価値は株主価値(市場における評価としては時価総額)と負債価値の合計として表される」とされている。

ここに掲げられたように将来キャッシュフロー創出力こそが企業価値の源泉であり、そのキャッシュフロー創出力を予測するのがアクティブに投資判断を行う投資家である。その予測は投資家ごとに使用する前提、企業との対話内容等によって異なることが当然であり、多様な見方があるからこそ市場の中で価格形成がされていくと理解している。

各種ステークホルダーの貢献はすでにこのキャッシュフロー創出力に組み込まれているとの解釈が明快である。従業員の貢献や地域との共存あつてのキャッシュフロー創出力であることは従前から不変であり、「多様なステークホルダーによる非財務価値」は都合よく新たに付け加えられるものではなく、投資家が業績予測する上で織り込まれていると考えられ

る。

そして将来キャッシュフローの総和を現在価値へ割り戻す際の割引率に多くの場面で使用されるのが「資本コスト」である。場合によって異なるが、キャッシュフローを予測する期間はいくつかの企業が設定する中期経営計画策定の期間である三年間を超える長期に設定されることが自然であろう。一定の持続性が試されるほどの長期間であればその予想の範疇にESGを含む非財務情報はリスクとしても機会としても反映されるべきであろう。

2 資本コストの定義

前述のとおり資本コストとはその資金の出し手が期待する収益率である。自社の資本コストを社内加重平均資本コスト(WACC)の公式に当てはめて計算したもの、資本市場の理解と乖離していたという事例もあるのではないだろうか。資本コストを意識することはデジタルにそのパーセンテージを計算し開示することが目的ではなく、自社の事業内容を今一度精査し、各事業の外部環境・競争環境を勘案した上で、期待される収益率水準がどこにあるか、その水準が資本市場の見解、つまり株価が示すバリエーションとギャップがあるか否かを議論するスタートラインにつくためと考える。

試算されるWACCの計算には経営判断の成果の一つである資本構成が反映され、そのうちの株主資本コスト(リスクフリーレート+ベータ値×リスクプレミアム)には各企業のベータ値

が多くの場合過去一定期間の実績値として使用される。このように、WACCや株主資本コストの計算は資本構成、収益のボラティリティ、金利を含むマクロ環境変化の可能性等、明確な数値化や一般化が難しい項目や将来変化し得る項目が含まれる。そうすると、WACCの計算過程に経営の意思・成果が反映される一方、株価から類推される投資家が期待する収益率つまり株主資本コストにも投資家の意思や前提が反映されることになる。資本コストに関する対話は経営陣と投資家の意思・評価を照らし合わせ、ギャップがある場合はそのギャップを埋めていく作業であると考ええる。

日本IR協議会の佐藤淑子専務理事の分析によると、二〇一九年と少し前のデータになるがIR優良企業では二つのコードの導入を境にベータ値が市場平均を上回る傾向がみられたとある(注三)。意思を持つて投資家との対話や開示拡充を行う企業において株価がポジティブに反応したためと考えられる。ベータ値が上がれば資本コストも上がるが、これは単純な資本コスト上昇として消極的にとらえるべきではないだろう。

企業価値拡大の基となる将来キャッシュフロー創出機会と、現在価値に割り引く際に使用する自社の資本コストのあるべき水準を見極めた上で、資本市場と意思をもった対話を行い、持続的な企業価値拡大の実現を目指す、これこそが資本コスト経営ではないだろうか。

3 認識ギャップを埋めるための第一歩

自社で考える資本コストと資本市場の認識ギャップが大きい場合は、まず対話を通じ認識を共有することが第一歩である。

市場の認識を受け止めたという点で優れた開示がみずほフィナンシャルグループの資料（注四）である。この資料は、一連のシステム障害を受け前経営陣が退任した後、就任した新社長による新しいパーパスおよび中期経営計画の発表という重要なタイミングで示された。当該資料には現在の株価から類推した、資本市場の同社に対する期待成長率がマイナス四%とされている。自らの成長率をマイナスと開示したことに驚いた向きもあっただろうが、ここで重要な点は資本市場の現在の評価を真摯に受け止めたという点である。この資料を対外公表することについて社内で議論があったに違いないが、それでも開示しようとした意思決定プロセスにこそ価値があるように思う。銀行業界は外部環境変化の影響も大きく自助努力のみで解決できる課題ばかりではないが、その上で事業ポートフォリオ改革に臨み、リスクアセットを積み増す領域と削減する領域が同時に示されており、今後の同社の成長を占う上で重要な一歩となる。

四 企業が取り組むべき理由——取り組

まなくともよい理由とは？

この連載への執筆のご依頼をいただいた際、想定される記載内容として「企業が資本コスト経営に取り組むべき理由」という項目があった。果たして「資本コスト経営に取り組まなくともよい理由」というのは上場企業に存在し得るのだろうか。三で述べた企業価値拡大を実現する資本コスト経営に取り組まない企業には株価下落、バリュエーション低下、被買取リスクの上昇、加えてより長期的には優秀な人材を獲得できないことによる人的資本形成機会の喪失がペナルティとして課されると考えられる。また、自社の株式を役員のみならず、長期的な目線を備えた制度設計の下、社員にも報酬の一部として付与しているケースも今後増えると思われる。さらに、株主還元を議論する際に「従業員の給料や賞与を増やしていないのに配当だけ増やすとは気が引ける」というコメントを耳にするが、従業員や顧客等のステークホルダーへの配分がなされた後の最終利益こそが株主に帰属する。つまり、資本コスト経営とはすべてのステークホルダーにかかわる議論であり、事業を行うための資本提供者である株主に対するリターンを最大化することに取り組まなくともよい理由は存在しない。

五 企業に期待される取組み

1 外部のステークホルダーを意識した開示と財務分析

三で述べた企業価値および資本コストを算出し投資判断を行うに当たり、外部のステークホルダーである投資家は開示情報を用いて分析を行い、また他社比較を行う。企業の方と対話を行っている、この他社比較という観点があり意識されていないと感じられることが時折ある。非財務情報の開示に関して「他社の好事例」は頻繁に問い合わせを受けるが、資本コスト経営に関しても好事例の追求がよりなされてもよいだろう。また同時に開示に関する悪い事例も共有されることが必要だと考える。その上で外部のステークホルダーである投資家の視点をもつて自社の財務分析・キャッシュフロー分析を実践していただきたい。

実践していただくバランスシート経営の要さ、現金が価値を生まないこと、そして株価値を予測する上で一株当たり利益を議論することの重要性を実感していただけるのではないだろうか。コロナ禍において「緊急事態なので還元よりも現金保有を優先」という企業もあっただろう。現金保有に関して定量的な基準がないケースもあり、何よりキャッシュフローの観点から価値を生まない過剰な現金保有は企業価値を棄損し得る要因になる。そして冒頭に述べた

ように金利が上昇する局面が訪れるかもしれない。あらためてバランスシートを見直し資本コストにかなう適切な資本政策を検討する中で必然的に一株当たり利益の算出において意味のある施策の必要性を実感できるのではないだろうか。

2 ESGを含むサステナビリティと企業価値および資本コストの関係性

ESGを含むサステナビリティによる企業価値へのインパクトを定量的に示そうという動きはすでに起きている。資本コスト経営の観点からはサステナビリティに関する適切な情報開示は企業価値算出に際し、キャッシュフロー創出力に対するジビリティおよび確信度を高めることによって、資本コスト低下に貢献することが期待できる。

すでに金利を含む外部環境要因に言及したが、ESGにおけるEの観点である自然環境変化はエネルギーコストや規制対応コストとしてすでに現実の財務に影響を及ぼしている。資本市場を通じてリスクマネーを供給する投資家は設備投資や買収等を通じたリスクテイクによってリターンを得ることに期待するが、これは環境課題に関しても同様のことがいえるのではない。何らかの環境課題が技術革新やロビー活動を通じて事業機会になり得るのであればキャッシュフロー創出機会を生み出す。その分野で優位な地位を築くことができれば業績のジビリティを高め資本コストを低下させる影響

が期待できる。

SやGの観点での環境変化も当然に影響を及ぼし得る。昨今の働き方改革や多様性促進の流れを理解できず旧態依然とした従業員に対する施策を続けている場合は企業価値創出を支えるに十分な人的資本が確保できないだろう。また経営を監督するに十分な適性・独立性に欠け、多様性を確保できずに集団浅慮に陥る可能性のある取締役会では、成長性や持続性を阻害し結果として資本コストを上昇させる可能性がある。

ESGを含むサステナビリティと、キャッシュフローに基づく企業価値は決して切り離して議論されるものではない。二〇二三年六月に公表されたIFRSによるサステナビリティ情報の開示基準（注五）でも同様の考えが示されていると認識する。

3 政策保有株式

資本コスト経営を考える上で政策保有株式の議論は外せない。純投資以外の目的で保有される株式は政策保有株式、有価証券報告書では特定投資株式と示される。多くの企業でその保有意義が検証されているものの資本コストの観点からはいずれも保有を続ける十分な理由には至っていない。

政策保有株式は企業の最適な資本配分を妨げているが、保有している企業だけではなく保有させている企業の問題こそが大きい。政策保有株式を売却してより高い収益が期待できる分野

に資本配分したいと考えても、顧客でもある保有させている側がそれを阻む、取引縮小をちらつかせ阻害しているのではないかとという問題だ。この事態について保有させている側の企業の取締役会は認識しているのだろうか。特に社外取締役においては他上場企業の経営経験を有していたり、社外取締役を兼任している方もいるだろう。市場全体で取り組むべきこの課題に社外取締役の果たす役割は大きいことから、ぜひ積極的に関与していただきたい。課題解決の第一歩として、すでに複数社が実行しているが、コーポレートガバナンスコード原則一―四についての開示に「政策保有株主から売却を打診された場合には妨げない」という一文を入れることが推奨される。

ところで政策保有株式の保有残高に関する数値が議決権行使基準に組み入れられる傾向が増えて以来、有価証券報告書における区分を理由が不明瞭なまま純投資に変更するケースが複数みられる。この点についても取締役会の厳しい監督が必要だ。純投資に変更したからには資本コスト経営により沿った投資であると判断したのであるから、その保有から得られる収益性についてこれまで以上に明示的・定量的に開示を行うべきである。

六 取締役会に期待される取組み

五では政策保有株式を題材に取締役会の責務に触れた。経営の執行を監督する取締役会にお

いても資本コストの議論が当然要求される。たとえば、報酬の決定要因にROEなど資本効率をKPIとして設定している企業では活発な議論がなされているはずである。一方、H Rガバナンスリーダーズの調査(注六)では、日本における取締役の保有するスキルで「ファイナンス」が挙げられているのは全体の四・二%だという。これはあまりにも低すぎる。本来なら全員が備えているべきスキルである。日立製作所はコアスキルと位置づけ、取締役全員が財務・会計のスキルを有しているとしている(注七)。ファイナンスのスキルというのは何もCFO経験や公認会計士資格を有している必要はない。資本コストの議論をはじめとするコーポレート・ファイナンスの基本的な知識を有することが望まれる。そうでなければ、上場企業の取締役会として資本市場からの資本コスト経営の要請に応えられないからである。

この点に関して大建工業の事例を取り上げたい。筆者は同社をアナリストとしてカバーしたり、直接対話の機会を持ったことはない。過去に日経アニュアルリポートアワードの一次審査で複数回同社の統合報告書を読ませていただいた。必要な開示項目をすべて抑える真面目な企業との印象を受けた。財務のパートではバランスシートの目指す姿が示されており、社外取締役から「事業ポートフォリオの見直しをしたが株式市場の評価が高まった」と言い難い(注八)。「市場区分でプライムを選択するのか議論が必要(注九)」という趣旨のコメントが掲載

されていた。率直なコメントをする社外取締役、それらを掲載する執行双方に好印象を持った。そして二〇二三年八月、大株主である伊藤忠によるTOB実施が公表された。その際大建工業側から公表されたTOB決定までの同社取締役会と伊藤忠との複数回にわたる買収価格をめぐるやり取り(注一〇)を興味深く読んだ。TOBという有事への対応に当たり普段から資本コスト経営を意識していた取締役会だからこそ、少数株主利益を最大化しようとする対応が可能になったのだろうと想像する。

七 機関投資家が行うべき取組み

二〇二三に記したとおり、投資家は日本版スチュワードシップ・コードを受けているのである。同コードが求める日本企業の持続的な価値創造のためにインベストメント・チェーンの一翼を担う存在として自らの役割を果たすことが望まれる。筆者も実務に携わる一担当者としてその実行が容易ではないことを実感する。日本版コードにある、運用戦略に沿った活動云々ということは非常に理にかなっている。資本市場にはアクティブ・パッシブ、長期・短期、インパクトファンド等々、多様な投資家が存在することが合理的な株価形成をサポートすることになる。

二〇二三年八月に公表された東証における市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の資料では、上場会社「『資本コストや株価を

意識した経営の実現』への取組みを進めるうえで感じている課題」として中期視点で企業価値を分析・判断するアナリストが減少しているという答えが回答数一九二のうち二九%に上り、アクティブ運用よりパッシブ運用が増加しているという回答が三五%に上るという結果が示された(注一一)。投資家が企業の資本コスト経営強化のために果たせる役割は何であろうか。

1 ファンダメンタル分析とエンゲージメント

投資家は投資先企業の業績予想・財務分析をどのように行っているのか、各々の運用哲学と照らし合わせ何を評価し保有しているのか、あるいは保有していないのであればどこに確信度が不足しているのかを企業側とざっくりばらんに議論してもよいのではないか。企業側からも投資家へ積極的に質問を投げかけていただきたい。そうすれば、資本市場の目線を持つIR担当者がそれを社内フィードバックしてくれるはずである。外部のステークホルダーである投資家の期待する施策は実務上、現実的には難しいケースも多いだろう。その前提の上で施策の実現を阻むものは何なのか、対話において企業側に上場している意義を理解してもらいながら議論する資質とその議論に備える準備が投資家には望まれる。

二〇二三年四月に公表された金融庁によるアクションプログラム(注一二)においては「グローバル投資家との対話促進」が課題とされて

いる。考えすぎかもしれないが国内の投資家との間では、より本質的な対話がまだ欠けているという示唆であろうか。投資家側も十分に備える必要がある。昨今、非財務情報に関する対話が促進される側面が多いように感じるが、より期待されているのは財務・非財務にかかわらず、三Iで挙げたような企業価値向上に資するような対話を、十分な準備をした上で行うことであろう。

一方政策保有株式のように市場全体のさらなる意識改革が必要なアジェンダの場合は協働エンゲージメントがもたらす影響にも期待したい。未だその定義が不明瞭で二の足を踏まざるを得ない投資家もいる中、協働エンゲージメントを促進するような明確な制度設計が示されることが期待される。協働エンゲージメントは企業側にとっても対話の効率性を改善させる策となるだろう。

2 議決権行使

資本コスト経営と議決権行使に関連して行使基準にROEや株主還元性向などの具体的なKPIが設定されているケースもあるが、二〇二三年株主総会では株主提案として直接的な議案は取締役選任や定款変更であるものの、成果を伴った資本コスト経営が行われているか否か、合理的な株主還元を伴う資本政策が行われているか否か、が問われるケースが複数みられた。

二3で述べたように日本版スチュワードシッ

プ・コードは形式的な議決権行使を求めている。対話を通じて得られた情報に基づき議決権行使ガイドラインをオーバーライドすることがある。対話の内容によって資本コスト経営に対する評価は変わり得る。対話の内容は投資家のスキルにも直結するためすべてをつまびらかにすることは難しい側面がある。しかし、資本コスト経営に関し取締役会への評価が議決権行使に反映される場合、あるいはそれ以外の重要な議案についても、議決権行使の意思決定プロセスおよび結果について投資先企業や顧客を含むステークホルダーに対し透明性を担保することが求められている。

八 これからの資本コスト経営

コーポレートガバナンス・コードや東証からの要請によって、あるべき資本コストの議論が変わるわけではない。コンプライ・オア・エクスプレインや市場区分の選択、上場・非上場の選択の自由もあるので、それぞれが選択した市場のルールに則って活動すべきということが共通認識になったことに意義がある。企業だけではなく投資家側も企業価値算定や資本コストの議論に立ち返り、エンゲージメントに臨むことによつて、今後長期的に訪れるかもしれない日本株市場の持続的成長に対する確信度が高まるのではないだろうか。

(注一) 東京証券取引所「『資本コストや株主価値を意図した経営の実現に向けた対応』に関する企

業の対応状況とフォローアップ」(二〇二三年八月二十九日)二頁。

(注二) 経済産業省「企業買収における行動指針——企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(二〇二三年八月二日)八頁〜九頁。

(注三) 佐藤淑子「IRの効果を考える——『資本コストの通減』を起点にして」日本インベスター・リレーションズ一三巻一号(二〇一九)三頁〜一六頁。

(注四) みずほフィナンシャルグループ「二〇二二年度決算会社説明会」(二〇二三年五月一八日)資料本編一九頁。

(注五) IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information. (注六) 三上諒子「日米欧の取締役会の多様性の現況とは」HRGL Sustainability Opinion No.64 (二〇二二)五頁図表三。

(注七) 日立製作所「日立統合報告書二〇二三」四〇頁。

(注八) 大建工業「総合報告書DAI KEN G ループレポート二〇二二」五七頁。

(注九) 大建工業「総合報告書DAI KEN G ループレポート二〇二二」五七頁。

(注一〇) 大建工業「BPIインベストメント合同会社による当社株式に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」(二〇二三年八月一〇日)一〇頁〜一二頁。

(注一一) 東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」第一回会議資料3「東証説明資料①」四頁。

(注一二) 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」(二〇二三年四月二六日)五頁。

(こぶ・かおる)