

わが国の時価発行論

桑 田 勇 三

- 第 1 緒 論
- 第 2 時価発行に対する問題点
- 第 3 西欧、米の時価発行
- 第 4 日本楽器の時価発行の場合
- 第 5 時価発行に対する各界の要望
- 第 6 プレミアムの還元と販属の問題
- 第 7 時価発行移行への具体策
- 第 8 企業経営者の社会的責任
- 第 9 企業、引受証券会社、銀行との関係
- 第10 結 論

第 1 緒 論

今さら時価発行について、論ずることはない。理論はつきているといわれているが、わが国においては、これからいかに実行すべきかについて論議されねばならないと思っている。

もともと、西独など西欧先進国では、殆んど時価発行論が問題にならないし、肝心の米国では、永い間の商慣習でスムーズに実行されており、その是非は論じられる必要がないのである。独り、わが国だけが、これを論じ、実行しつつあるが、時価発行を行なう発行会社とその影響を受ける株主、証券界などにおいては、全然立場が異なり、両者少しも協調していない現状である。

この際、この両者以外の第三者が、わが国における両者の立場を慎重に考慮して、具体化する案を研究し、企業側が実行に移しても弊害のないものにせ

ねばならないのである。

そこで、今までに時価発行について論じられている種々の問題、企業側に対する要望ならびに利害関係の異なるために未解決と思われる問題点を釈明する必要にせまられているのである。

第 2 時価発行に対する問題点

これまで、わが国で時価発行に関し研究すべき問題点をあげてみると、

- (イ) わが国の時価発行は、西独式で行なえとか、また米国式の商慣習を植え付けてから、実行せよとなすもの
- (ロ) 日本楽器の時価発行を第一号時価発行とみるもの
- (ハ) 時価発行は自己資本充実、資金コスト低下のために是非行なわねばならんとなすもの
- (ニ) 増資新株のプレミアムは、全部旧株主に還元、販属すべきものとなすもの
- (ホ) 米国式の株式の分割、無額面制をわが国に採用して時価発行を行なえというもの
- (ヘ) 株主の増資新株に対する期待権を侵害するとなすもの
- (ト) 証券会社の発行業務拡大のために時価発行による公募（時価発行）を行なえというもの
- (チ) 時価発行を行なう場合には、時価発行による増資のルールの確立（条件）をまっけて行なうべきであるとなすもの
- (リ) 企業経営者は、経営者道徳と社会的責任をもって時価発行を行なえとなすもの

など解決すべき問題が数多く残されているのである。

以上のように時価発行についての要望が、企業側側へ向けられているが、企業側はこれに答えず、株価が高くなると時価発行を行なう。例えば、昭和36年のピーク時には増資627社のうち半分が公募付で、公募金額900億円（額面250億、プレミアム650億）に及んだのである。その結果、時価発行会社の悪名

西独, 英, 仏の時価発行 (株主割当原則不完全時価発行)			
	株式の種類	増資の方法	公募
西独	額面株のみ 無額面株はない 一般に無記名株式	新株引受権株式法 153 条により, 株主に割当が原則, 額面発行と額面超過発行の併用ならびに株券配当もない	原則なし ただし, 1959 から株主割当の低い Premium 付の時価発行を行なう
英	額面株のみ 無額面発行禁止 額面以下の発行を禁ず	株主に割当を原則とする まれに, 株主割当による市価より 20%—40% 低時価発行で米より有利 (株主に)	
仏	額面株のみ 無額面制なし	原則株主割当 無償増資はある	最近 Premium の少ない時価発行もある
(註)	(1) 不完全時価発行というよりは, 割増金付発行 (2) 江口行雄氏証券研究参照		
完全な時価発行の米国			
	株式の種類	増資の方法	公募
米 (無額面制の時価発行がおきたから)	額面株, 無額面株 優先株など その他 カナダ, ベルギー, チリー, ギリシア は無額面制をとり 時価発行をしている	株主割当の時価発行原則 額面株の株主割当は例外 時価発行の内訳 株主割当 第三者割当 公募 30% 14% 56% 増資の率 (幅) が少ないから, 時価発行が問題になることは少ない 増資新株払込額はこれまでにうけた配当金の 30% 以下	株主以外からも公募する 増資件数の 50% が時価発行 公募値 (時価発行) 安定業種 7%—10% 安 不安定株 発行数の多いもの 10%—20% 安
(註)	(1) 米も時価発行の株主に対する弊を認めているが, 株式の分割, 株券配当をなすことによりこの不利を cover している。しかし (2) 時価発行が証券市場で問題となっていない。		

をとっても意としない会社もある。とかく、時価発行をやって欲しくない発行会社（内部留保が少なく、配当率の低い、株価の不冴えの会社）が、これを行なうという過去の悪弊が今後も残されている。

第3 西欧、米の時価発行

西独、英、仏の株式の種類、増資の方法、公募をみると、増資は株主割当が原則で、時価発行による公募は殆んど採用せず、例外として僅かのプレミアムを付ける株主割当の時価発行が行なわれつつある。

これは、ここに問題とする完全時価発行、増資に当り相当数の時価発行による公募を行ない旧株主を軽視するものに該当するものでない。いわば不完全時価発行というべきものである。この不完全時価発行、端数整理、無償交付、増

米国企業資金調達割当先別
証券発行状況（普通株）

年	合計	一般公募	株主割当	第三者割当
	千ドル	%	%	%
61	7,718,561	67.1	21.7	11.3
62	1,978,728	67.0	30.7	2.3
63	854,115	59.4	38.7	1.9
64	2,431,055	25.8	69.7	4.5
65	1,892,675	42.4	52.7	4.9

配などを加味した株主優先募入の時価発行など旧株主を尊重したものは、株主に弊害を与えることも少くないので論ずるに足らないのである。

ただ西独は、1959～60年の好況期に時価発行に移行し始め、その方法も別表のごとく、発行価格は額面と時価との中間値とし、引受権の割当も株主に優先し、プレミアムの還元も株主に有利にしている。また政府もこれに対するアンダーライター付無理な増資をチェックし、プレミアムの配分

紐育株式取引所上場会社中無額面株式会社数
(1962年1,551の上場会社)

種 類 別	会 社 数	額 面 株	無 額 面 株
優 先 株	385 ^社	323 ^社	62 ^社
普 通 株	1,166	969	197
合 計	1,551 ^社	1,292 ^社	259 ^社

も企業と株主に公平な配分をなして、時価発行の移行にふみきっておる現状である。

つぎに、米国の場合は、これに反して、いわゆる完全時価発行というべきものであって、わが国では詳細にその制度と商慣習を研究せねばならない。しかし、米国は、自然発生的に植え付けられた制度と慣習によって、この問題について何んら論議される必要のない現状である。しかも、時価発行は無額面（別表参照）の会社の増資から発生し、時価の安い会社でも時価発行が随時行ないうるのである。しかし、わが国では、額面以下の時価の会社は増資ができない。また米国の各銘柄の株価は、わが国のごとく株価の高いものは少ない。これは、もちろん、株式分割によって株数を増加し、また配当金も一株何弗（わが国は年何%）という支払方法で、しかも高率配当とならない現状である。

そこで、時価発行に関連して米国の制度を模倣するとしても、わが国では無額面制は、商法で許していても、一般に通用しない現状である。一株の配当金何円という支払い方法は計算上便利であるが、わが国で直ちに実行する段階ではない。それから株式の分割は、わが国の額面株には、中々行なわれえないことであって、無額面株が相当実施されないと無理であると思われる。

第 4 日本楽器の時価発行の場合

日本楽器は、昭和 43 年 10 月末割当の無償 1:0.2、公募（時価発行）1:0.1（600 万株）株主優先募入による増資を行なうこととした。これを、いわゆる時価発行第一号と一般はいつているが、これは、ここでいう完全時価発行には該当しないと思う。なぜならば、楽器の旧株主は、無償と公募も全部株主に与えられるからである。

完全時価発行というのは、有償に、公募（不特定多数のものに対し株価の 1 割引位の値段で）が相当株数あって、いわゆる、わが国の商慣習となっている増資の新株は、旧株主に割り当てるものという慣習に反するような公募で、株主、投資家の期待権を害するものである。

今回の楽器の場合に公募が問題になって、相場にやや変動があったのは、当

最近株式時価発行による公募例 (株主優遇の時価発行)					
	増資前 資本金	増 資 割 当 方 法			
		有 償	無 償	公 募 (時価発行)	資 本 構 成
日本楽器 (4.10決算) (配当20%)	30億円	0	43.10.31 割 当 1:0.2 (無) 6 億円 (1,200万株) 30+6=36 20.66-6 =14.66億円	600 万株 (3 億円) 1:0.1 株主優先募入 (払込期日 44.1.20~1.25) 公募価格 44.1.8 350 円; 決定 36+3=39億円(資本金)	50 円×600 万株 = 3 億円 (資本金) 350円-50円(額面) =300円(プレミアム) 300 円×600 万 =18 億円 (資本準備金へ)
資本準備金	20.66				
(証券市場)	無償権 利付 468 円 (10.27)	新株落理論値 = $\frac{\text{権利付き最終日の旧株終り値} - \text{経過配当金}}{1 + \text{無償新株割当率} + (1 - 0.85) \times \text{公募比率}}$ = $\frac{468 \text{ 円} - 4.25 \text{ 円}}{1 + 0.2 + 0.015(0.15 \times 0.1)}$ = $\frac{46.375}{1.215} = 381.6 \dots \dots 382 \text{ 円}$			20.66-6=14.66 14.66+18 =32.66 億円 (増資後資本準備金)
増資後資本金	39億円			時価発行のうち配当金 の対象となるのは、3 億円のみ。18億円は無 利子無配当	44.4 資本金 39 億円 資本準備金 32.66 計 71.66 億円
資本準備金	31.46	0	6 億円		
<p>増資前→30 (資本金)+20.66 (資本準備金)=50.66 億円 (自己資本額)</p> <p>増資後→(30+6+3)+32.66(20.66-6+18)=71.66 (自己資本額)</p> <p>増資後配当負担となる資本金=30+6+3=39 億円</p> <p>有償のみの増資をすれば→(無償もせず公募もせず) 額面株主割当とし 6+3+32.66=41.66 億円 (増資分で配当負担となる資本金仮定額)</p> <p>当社は、とりあえず、配当負担となる資本金が 39 億円であるが、プレミアムによる 資本準備金は、</p> <p>20.66-6 (無償として資本金へ)+18=32.66 億円</p> <p>年 2 割配当として、年 6 億 5 千万円余の配当金が節減される。</p>					

社が公募を行なわないといいながら、時価発行に踏みきったことが、証券市場に動揺を与えた点である。

新株落後の相場の動きも、新株落理論値（別表参照）を中心にした穏健な動きに過ぎない（43.10 権利落後の相場の推移は10月403円—365円、11月400円—357円、12月395円—370円、44年1月430円—401円、2月400円—372円）。

これからの時価発行は、今回の楽器の場合でもわかるように、有償株主割当と比べてどれ程株主として採算上有利かということを慎重に判断すべきにある。時価発行による公募が便乗的なため、後々まで悪影響が、その株式に残り、証券市場全体として、時価発行の弊害がみられることを憂慮しなければならないのである。企業者側にのみ有利な時価発行をやっても、結局当該会社の今後の増資と株価に悪影響を及ぼすこととなるのである。

第5 時価発行に対する各界の要望

最近、企業が行なう時価発行について、利害関係のある株主、証券界、ひいては金融界、生保界などは、各株主の立場をも考慮して、次表のような要望を企業側その他へなし、そのPRに努めている。これに対して、とくに産業界、経団連の動きが注目されるところである。

なお、その他の関係機関の時価発行に対する見解は、つぎのようである。

証券取引審議会——昭和34年（時期尚早論）、35年（証券市場に混乱を与えない程度の一部公募は意義がある）、39年（時価発行の漸進的実行論へ）と、時価発行を認める傾向へ前進した。ついで40、41年に至って、自己資本比率が20%を割ってからは、資本構成是正のため、優先株の発行をも促進し（その配当の損金算入を認める）、新株発行の方式として時価発行を段階的に採用する意見を発表している。

大蔵省——現在の増資について、額面割当制では、企業の自己金融力の拡大に限りがあるので、その解決策としては、基本的に時価発行制度への移行が望ましいとし、また、プレミアムが繰り入れられた資本準備金の資本金への組み入れの励行についても行政指導をしている。

時価発行移行にあたっての各界の意見 (証券団体協議会調)

	証 券 界	金 融 界	生 保 界
発行価格		。当面は株式の発行価格を時価と額面の中間とし、かつ株主割当で行なう方式(西独流のプレミアム発行方式)あるいは増資の一部に限って時価発行を行なう方式が現実的と考えられる。	いわゆる西独方式に準じて額面と時価の中間以下の範囲で投資家の利回りを考慮した発行価格とする。
引受権	当分の間、時価発行による公募を行なう場合にも、株主に優先募入の機会を与えること。	株主割当あるいは一部時価発行の場合の株主優先募入の方法は株主権尊重の見地からのみならず株主構成に急激な変化をもたらさない点からみてもメリットがあり、株主安定化工作の趣旨にも合致する。	原則として株主割当として、公募の場合は株主優先募入とする。
プレミアムの還元	時価発行により、企業が取得したプレミアムは可及的速やかに株主に還元すること。	当分の間は、いわゆるプレミアムの還元につき企業側が予め株主に計画を示す等の配慮を行なうことが望ましい。	プレミアムの還元を時価発行に大前提とする。可及的速やかに株主へ還元することとし、時価発行の目論見書に還元の具体的計画を明記する。
配 当	時価発行を現実に行なう場合には、増配を行なうか、配当据置を前提に無償交付を行なうか、またはこれを併用すること。		時価発行後は少くとも従前の配当率を維持し、増益になった場合は増配を行なうこと。
調整機関	産業、金融、証券界三者共通の場において移行についての基本原則を確立することが要請される。	産業、証券、金融界等からなる調整機関を設け、量質について調整をはかり漸進的に実施していくことが望ましい。	審査機関を設け一定の基準に適う優良会社のみ到时価発行を認める。審査機関のメンバーには生保界の代表者を加える。
時価発行の予告	従来の増資方法を改め、時価発行に移行する会社は、可能な方法により、事前に株主に周知せしめ効果ある手段をとること。		時価発行に移行する前には、必ず現在株主の期待にこたえる程度の額面割当増資を行なうこととし、その額面発行増資の目論見書に次回から時価発行を行なう旨を明記する。
その 他	時価発行への移行は段階的に行なうことが重要であり、銘柄を厳選し、一つ一つ積み上げ方式により実施すること。	時価発行へ移行するにあたっては、新株引受権売買市場拡充、無額面制、株式分割制の導入を検討する。	

第6 プレミアムの還元と販属の問題

有償株主割当増資があると、株価の高い程、プレミアムが株主の利得となり、増資が歓迎される。それが、増資の一部にせよ時価発行による公募があると、それだけ株主の利得が減ずるから、時価発行による公募が喜ばれないことはわかる。

しかし、根本問題は、資本準備金となるプレミアムは全部株主に還元すべきか、株主に販属するものかについては、議論のあるところである。

つぎに資本構成について、プレミアムは一先ず資本準備金として積立てられ、中々資本金に組み入れられない現状である。昭和36年までの公募で増資プレミアムのうち40年までに株主に還元分は10%程度、これをたとえば、同じ法定準備金の一つである再評価積立金にみても、法でその資本組入を強制(配当制限による)しても、その積立金が中々資本金に組み入れられていないのである。

そこで、政府は一定の時限まで右の組み入れをしないものは、資本金とみな

すと強行手段を講じている位である。

わが国の株式の募集方法(全法人)

年	株主割当	第三者割当	一般募集 (公募)	合計
34	88.9%	3.0%	8.1%	100%
35	88.6	3.2	8.2	100
36	91.1	2.4	6.5	100
37	89.2	3.1	7.7	100
38	85.5	5.2	9.3	100
39	92.9	3.7	3.4	100
40	83.3	9.7	6.9	100
41	79.5	13.8	6.7	100
42	79.6	14.9	5.5	100
平均	86.5%	6.6%	6.9%	100%

(註) 大蔵省証券局年報調

また、現在商法は、会社が法定準備金を資本金に組み入れて発行する新株を株主に無償交付することができる(規定(商法293条の3)している)ので、かならず、組み入れなければならないとはいっていない。

つぎに、プレミアムを積み立てた資本準備金と剰余金との考え方が、

商法は、資本＝資本金＋法定準備金（資本準備金＋利益準備金＋再評価積立金）＋剰余金 としているが、

会計学上、企業会計原則では、剰余金＝会社の純資産額－資本金 で、この剰余金＝資本剰余金（法定準備金）＋利益剰余金 とみ、資本準備金も剰余金としている。

そこで、この剰余金が株主持ち分説によれば、株主に販属するものとみるが、企業体持ち分説によれば当然会社のもとなるとみるのである。結局、ここにいうプレミアムが会社のものか、株主のものかが不一致のまま、自己の立場上御都合主義で論じられている現状である。

しかし、現実には、企業の所有と経営の分離が、今や遊離の状態となり、企業即株主という観念は薄くなっている。事実、この時価発行のプレミアムの問題について、株主側と企業者側と対立の観がある（証券経済学会年報創刊号片山伍一氏のわが国における時価発行と企業資本の充実参照）。

第 7 時価発行移行への具体策

時価発行についての論議がどうであろうと、米国と商慣習の異なるわが国は機会あるごとに、日本式の時価発行が実行されるであろう。

すなわち、時価発行要請論者の理由とするところは、日本経済の国際化への前進、企業の自己資本充実、資本コストの引き下げのため、企業の配当率の低下が限界点（増資減配のため）に達しているなどである。しかし、これらの名目を通すために、無理して時価発行を行なう必要は何等ないのである。

米国の時価発行で学びうるものを、わが国に植え付け、慣習づけるにはこれから数十年の歳月を要するであろう。

まず、わが国としては、つぎのような根本問題を解決することが先決問題である。

(1) 法の改正

法人税の軽減——企業に対する法人税、地方税が重課のため、企業側は、支出の節減による内部留保を重視しない。そこで支出軽減分を法的に強制して内

部積立をなさしめることである。

とくに、法人の交際費については、重課のために浪費が多い(42年7,000億円)ので、交際費を節減して内部留保に充当することが可能となるような税制上の措置を講じることである。

以上の税制の軽減策をとらず、徒らに、自己資本充実のため時価発行促進策をとることは、根本的にその姿勢を正さざるものである。

資本準備金の資本金組み入れ促進——資本準備金が資本金の1割超のものは超過の部分を資本金(大資本の会社は5%超につき)に組み入れる。また再評価積立金と資本準備金と両方あるものは、資本準備金の方から先に資本金へ組み入れるなどである。

証取法の改正——証取法は、僅か210条であるが、そのうち投資者保護という言葉は、いたるところに唱われている。しかも第2章に「証券の募集または売出に関する届出」を設けながら、時価発行による投資者の損害防止の明確な規定に欠けているのである。そこでこれからでも迅かに改正すべきである。

商法の改正——商法は、時価発行を建て前としているが、商法280条の10,11によると、不公正な方法と価格で株式を発行し、そのため株主が不利益となる場合には、会社に対し、制裁規定があるが、これだけの規定では、殆んど不公正に当たる場合を見出し難い現状である。明確な規定に改正すべきである。

(ロ) 時価発行調整機関の新設——以上のごとく法的規制をなすと共に自治的に各界の代表者(企業者側からも代表者を出す)からなる時価発行に関する調整機関を設けることである(増資について増資等調整懇談会のあるごとく)。

これによって、企業側も一方的に時価発行を行わず、量、質について調整をはかり、証券界、金融界、生保界など各界などの要望に応じながら、日本式な時価発行を漸進的に行なうべきである。

この調整機関では、時価発行のルールをつくることである。この点野田全治氏株式時価発行の研究212頁以下にも述べられ、また、上記第5の各界の企業側への要望も参考に一定のルールを定めることである。もちろん、それに企業者側代表の意見を参酌したものでなくてはならない。

そのほか、時価発行をなしうる優良発行会社の条件として、その会社の資金需要が多く、成長力があり業績が好調で時価 250 円以上、利益金一株 20 円以上、正味資産一株 150 円以上が時価発行をなしうる適格会社となすなどを定めることである。

しかし、事實は、これらの基準に不適格の会社が時価発行を希望しているのである。

第 8 企業経営者の社会的責任

現在、企業経営者の株主に対する観念について、明かに株主優遇と株主軽視の二つの考え方がみられる。

そこで、プレミアムの販属についても企業者としては、上述のごとく企業者持ち分説（株主軽視）がとられ勝ちである。

現に経済同友会が約 400 社について企業経営者の考え方を調査したところ、株主本位に考えて行動している経営者は 4 分の 1 で、残り 4 分の 3 の経営者は、株主の利益のみを考えてはられないという傾向である（野田全治著 220 頁）。本題の時価発行についても、株主の反対を押しきって行なう経営者道徳と、これが社会に及ぼす責任を痛感せざるをえないのである。

しかし、真の経営者は、ソニー吉井常務の言のごとく、企業の繁栄と株主の優遇のもとに、間接投資から直接投資による増資を行なうに際し、時価発行をなすべきである。そこに企業と株主は対立でなく、両者の利害が完全に一致するのである。

また、わが国の代表会社である日立系、松下系は、これまで株主優遇で誤っていた見方（大型会社は配当率は低くてもよい、金利水準から配当率は 1 割でよろしいという安定配当観）を改めて、株主優遇措置を打ち出しているのである。

よろしく企業経営者たるものは、この時価発行について、つぎのような反対があることをも十分反省して行なうべきである。

すなわち、

(イ) 現在の株式市場の株価は、先見性のもとに、2 回先の額面割当による増

資を織り込んでいるので、これが対策を講じて行なわねばならない。

(ロ) 過去のプレミアムが株主に還元していない現状であるから、株主は時価発行を行なわんとする経営者の増資会社を敬遠する。この点は、とくに外人投資家に多い。

(ハ) わが国の公募による時価発行値段が余りに時価に近く高いので、その実施後株価の下落率が大きく、とくに不況期にその悪影響が大きく現われる現象がある。

そのため、その会社の株価操作も不調に終り、投資家、証券会社の信用にも影響するのであるから、公募値段の決定には、引受証券会社も慎重であってほしい。

第 9 企業、引受証券会社、銀行との関係

これまで、社債を発行する場合には、その発行会社（委託者）、金融機関（受託者）とその引受証券会社（証取法 65 条）の三者の間に、それぞれの法的立場に基き、それに系列関係が社債の消化先と関連して結ばれていた。

これに対し、株式の発行の場合は、まず増資が有償株主割当によるものときは、証券会社の引受行為は殆んど無関係で行なわれる。また従来は、公募は、端株整理のための公募、公開株（未上場会社株式の公開、大株主の既発行証券の分売）、それからいわゆる完全時価発行の公募であったが、それほど経済的関係はなかった。

ところが、時価発行による公募が論議されることとなった現在においては、引受証券会社と発行会社が同体の関係（発行価格の決定、株価維持のための対策、時価発行手取金の使途）が生じ、そこに企業系列の銀行を入れたグループ関係（たとえば住友グループ、三菱グループ、富士グループなど）が、とくに法的でなく、経済的立場から留意されることとなってきた。

それは、過去十年来、銀行は証券会社に関与する力が、資金面と支配面において、大きくなったため、企業の時価発行に当たっても、引受力和信用力のある証券会社との経済的な緊密さを求めんとする微妙な関係がとくに生じつつあ

るからである。

また、証券会社は、引受業務の拡大に伴って、投機的売買から投資業者に脱皮して、その地位を向上するための再編成に迫られているのである。

第 10 結 論

わが国の時価発行移行の道は、これから直線コースを辿りうるとは思われない。しかし、そこには、時価発行によるプレミアム企業の自己資金として、十分に活用され、これが株主に対して、無償交付、増配、株配などのかたちで適正に報いられるという株主尊重によるものでなくてはならないのである。

それから、ひろく資本市場の健全な発達をはかるべきときに当り、この時価発行問題に関連して、企業経営者の社会的責任、信用力ある引受証券会社の公的使命においてこれら両者に密接な関係のある金融機関にとって、高いウェイトのある今後の問題となりつつあるのである。

参 考 資 料

- 株式時価発行の研究 (野田全治著)
- 公募と時価発行の諸問題 (日本証券経済研究所の証券研究 1962. 12. 第 5 卷江口行雄氏など)
- わが国における時価発行と企業資本の充実 (証券経済学会年報創刊号 片山伍一氏)
- 公募と時価発行の問題, アメリカの証券市場その I, 新株発行形態の検討 (野村証券調査部シリーズ集)
- 時価発行論 (東京証券取引所雑誌証券 昭 43. 7 号, 42. 5 号, 41. 11 号)
- 日本の証券政策 (総合政策研究会著) 第七章株式の時価発行問題参照
- その他時事論説