

## ベンチャー勉強会 報告書

経済を活性化させ、雇用を生み、  
担税力のある産業を創出する為のベンチャー振興

2011年2月3日

### ベンチャー勉強会 メンバー

荒井寿光 東京中小企業投資育成(株) 代表取締役社長  
元特許庁長官  
元内閣官房 知的財産戦略推進事務局長

一柳良雄 (株)一柳アソシエイツ 代表取締役社長

呉 雅俊 日本ベンチャーキャピタル協会 会長  
(株)ツナミネットワークパートナーズ 代表取締役社長

松田修一 早稲田大学ビジネススクール教授  
前日本ベンチャー学会 会長

村井 勝 TX アントレプレナーパートナーズ代表  
元コンパック(株) 社長/会長

本勉強会は、ベンチャーに携わり志を共有する仲間が個人の資格で参加し、議論し、行動をする会です。

## 【目次】

本勉強会の考え	3
1. 本勉強会について	3
2. 日本の本質的課題の解決を念頭に入れたベンチャー振興策の必要性	3
1) 日本の本質的課題	4
2) ベンチャー振興策の在り方	4
現状のベンチャーを取り巻く問題点の総括	5
1. 全般的状況	5
2. 日本の起業風土と人材	5
1) 日本の起業風土	5
2) 経営者	6
3) 人材育成	6
3. 新興市場	7
1) 市場特性の明確化	7
2) 新興企業についての理解	8
3) 上場審査	8
4) 上場会社サポートの強化	8
5) 引受証券会社との密接な連携	8
6) 上場廃止基準	9
7) 上場のメリット	9
8) 罰則制度	9
4. ベンチャー支援体制	9
1) ベンチャーキャピタル	9
2) 税制	10
3) ベンチャー支援体制	10
5. 複合的要因	11
具体的提言	12
1. 新興市場の見直し・改革	12
1) 新興市場の統合とコンセプトの見直し	12
2) 審査制度の抜本の見直し	13
3) まとめ	14
2. 税制の改革	15
1) 総論	15
2) 具体的提言	15
投資家に対するインセンティブ（エンジェル税制の更なる拡充と、欠陥の改善）	15
企業に対するインセンティブ	18
3. 制度的特区（イノベーションカンパニー特区）の必要性	20
4. 研究機関運用の制度改革	22
5. ベンチャーガバナンスと経済犯罪の罰則強化	24

## 本勉強会の考え

### 1. 本勉強会について

本勉強会では、ベンチャー企業を“イノベーションカンパニー”と定義し、「コア技術をベースに知恵を付加したグローバルに成長持続可能な若い企業」と位置付けた。

日本経済の発展をサステナブルなものとし、国際競争力の向上を図るには、経済活力を生み出す様々なイノベーションが不可欠である。その為には、日本の社会システムを、リスクをシェアし、チャレンジし易いものへと変革させる必要がある。

そして、その牽引役として必要なベンチャーの振興を図ることが重要と考え、本勉強会を立ち上げて「具体的な提言と実現に向けての行動」について、議論を重ねた。

本勉強会は、ベンチャーに携わり志を共有する仲間が個人の資格で参加し、議論し、行動をする会で、2010年3月から合計6回開催した会合で議論を深め、本報告書を取りまとめた。

### 2. 日本の本質的課題の解決を念頭に置いたベンチャー振興策の必要性

これからの日本は何で稼いで生きていくのか？ 20年後の日本は何も手を打たないでいくと、どのようなものになるのか？ 20年後はどのような日本の姿を目指すのか？ そのためには、今、我々は何をすべきか？

世界のパラダイムが大きく変化する中で、日本も世界の環境変化に応じて進化発展していくことが重要であり、日本を活性化させる経済成長が不可欠である。その為にはパイを少しでも大きくする改革が必要であり、それを実現する構想と戦略の構築が求められる。

しかし、今の日本(の政治)は、

構想力、戦略の欠如

発信力、コミュニケーション能力の不足

等が指摘され、不安要素は大きい。

地盤沈下が始まったとも言える我が国には今、様々な課題が山積しており、世界の中で存在感も薄れ、将来に希望が持てない国民が増加しているように見える。

将来の日本を、世界から尊敬され、将来に希望の持てる国にするためには、それらの本質的課題を解決していく必要があり、ベンチャー振興策も“その場しのぎ”の個別課題の対策や目先の利害ではなく、全体を見据えた本質的課題に立ち向かう強い意志と戦略が必要である。

## 1) 日本の本質的課題

少子高齢化の進行によるハイコスト社会の到来

- ・少子高齢化の進行により、社会保障費が増大。若年家計の負担が増大。
- ・社会保障の不安から、少子化に拍車。

労働人口の減少による生産活動の縮小

消費人口の減少による内需の減少

社会の不安定化

- ・低賃金雇用の増加による格差の拡大と固定化。
- ・労働意欲の喪失により、社会に庇護されたまま努力を放棄する国民が増加。
- ・将来に希望を持つ人と、「努力しても報われない」と希望を持たない人に二層化。  
“希望格差社会”が進行。

新興国の成長と日本の大企業のグローバル化による国内の空洞化現象の進行と担税力と雇用の担い手の喪失

- ・新興国が世界の主要マーケットに
- ・日本の大企業のグローバル化が加速、拠点は税の安い国や人件費の安い国へ移転

## 2) ベンチャー振興策の在り方

前述の様々な課題に立ち向かう為には、「経済を活性化させ、雇用を生み、担税力のある産業の創出」が不可欠である。その担い手として重要な役割を果たさなければならないのがベンチャー企業である。

そうしたベンチャーを育てる為の振興策は、目先の利害ではなく、

「雇用を生み、経済を活性化させ、担税力のある産業の創出」

という目的を関係者(政治、行政、証券市場、監査法人、ベンチャーキャピタル、経営者等)が共有し、

チャレンジ精神を持ち、世界の市場で力を発揮できる企業を伸ばす環境作り

を行なう、という共通コンセプトのもとに推進されるべきである。

さらに、そうした取り組みを成功させるには、

“努力は報われ、挑戦する者は応援され、成功者は素直に祝福される社会”の構築が不可欠となる。

また、国内市場の縮小が避けられない状況の中で、ベンチャー企業は、グローバルな世界の中で最適な選択肢を選んで生き残ることを考えなければならない。日本企業の持つ強み・特徴(技術・ノウハウ・経営の“DNA”)を世界中のどこかで展開することで、それが大きく日本の発展にも寄与する、という発想が求められる。

関係する対象は、外国政府や外国新興市場でも構わない。視野を世界に広げ、日本を含め多数の選択肢を持っておくことが重要である。

## 現状のベンチャーを取り巻く問題点の総括

本勉強会では、日本の本質的課題を共通認識した上で、ベンチャー振興策のコンセプトを構築する必要性から議論をしてきた。

### 1. 全般的状況

日本は今、超少子高齢化に伴う社会のハイコスト化と官（国債）依存の限界 新興国の成長と日本の大企業のグローバル化加速という現状に直面している。

この課題克服のためには、短期間に 100 億円の壁を超えるようなベンチャーを輩出することで、雇用を創出し、経済を活性化させ、担税力のある産業を創出することが不可欠である。そのためには、チャレンジ精神を持ち、世界の市場で力を発揮できる企業を伸ばすという方向での環境作り・改革が必要である。

ところが、経済環境全体は、依然閉塞感が漂っている。ただ、企業業績そのものは、リーマンショック時の金融経済危機及びそれに起因する為替相場の変動等による大幅な悪化から、一部回復の兆しが見えつつある。

IPOに関しては、2010年の新規上場数が20社を超え、国内株式市場への上場が4年ぶりに前年を上回ることになった。回復の兆し、あるいは低迷を脱した、という考え方もあるが、絶対数は依然低水準にとどまる。IPOの低迷に関しては、経済環境の悪化によりベンチャー企業の業績が低迷したことに加え、監査の厳格化やJ-SOXといった負担増の一方で、上場しての調達額が魅力に乏しいといった複合的な要素が原因として考えられる。経済環境は絶えず変動するものではあるが、個々の要因に関してはそれぞれ対応を考えていかないと、IPOの復活は考えにくい現状である。

IPOの課題、また、ベンチャー育成の課題を検討するにあたり重要なことは、この課題は、日本企業の魅力そのものを問われているところでもあり、産業創造も検討する必要がある点である。従来日本はGDP比で研究開発比率は高いと言われる。それを製品・商品化して産業の発展や、企業価値創造に役立てていく仕組みがないことが問題であろう。研究開発と事業化を結びつけることの重要性が大きい。

今日、ベンチャー復興や新興市場改革等、いろいろな対策が部分的に検討はされ、実施されているが、全体のシステムの連携をどう行っていくかといった、根本的、骨太の改革が必要である。以下、ベンチャー振興に関する個々の問題に関して現状の問題点を検討する。

### 2. 日本の起業風土と人材

#### 1) 日本の起業風土

日本における起業は世界の中でも低水準で、現実には厳しい。まず社会的環境として出る

杭を打つ風潮が強く、成功者への尊敬もない。日本はねたみや嫉妬の多い社会風土と言わざるを得ない。ベンチャーは本来ハイリスク・ハイリターンなものである。頑張った者が報われる必要がある。こうした環境をつくらないと、次代を担うべき若者を平凡で、内向きにしてしまう。

また、「ベンチャー」という言葉もあまり印象が良くない。結果、ベンチャー企業そのものがやや閉鎖的で、一般の人や、メディアから遠い存在になっている。ベンチャーを“innovation company”(技術、事業化を含む創造型(=高付加価値型)企業)と定義するとともに、ベンチャーと社会をつなぐ仕組み、あるいは仲介者(機能)が必要ではないか。

## 2) 経営者

実際起業した経営者に関しても、次代を担うといった高い志を持ち続ける経営者そのものが日本は決して多いとは言えない現状である。また、新興市場に上場した経営者についても、その資質を問われることが多々ある。基本的に会社経営に堅実な考え方、実力があれば、IPOしてからも投資家の評価を得られるはずである。しかし、IPOを企業成長へのゴールと認識し、上場したことで安堵してしまうケースも見受けられる。また、新興市場の上場企業は一部若くして起業するケースもあり、社会的倫理や行動に関して期待される認識が十分でないケースがある。また、上場により脚光を浴び、有名となることで、自己中心的になり、その後の経営方針・経営哲学が変わってしまう経営者もいる。

## 3) 人材育成

創業を志す起業家なくして、ベンチャー企業は生まれない。特に創業初期においては、ベンチャー企業とはすなわち創業者そのものであり、起業家人材が、その後のベンチャーの誕生・成長の最大の鍵である。ある分析では、起業家の量という観点から見ると日本の起業活動は世界各国の中でも低い水準にあり、起業家スキルにしても、自分が起業家スキルを有すると考える人の割合も、日本は他国を大きく下回っている。こういった起業家人材不足に関して、起業家教育も十分になされていない。起業家に必要なマインドやスキルを育むことによる起業家人材の拡大は日本の課題であり、日本経済を牽引すべくポテンシャルを有するベンチャー企業の創業者となるように、高いプロフェッショナリズムに基づいた高度な専門教育が望まれる。

また、具体的には、次代の科学技術人材の確保は、日本の重要課題と考えられる。営業力やマネジメントや交渉術等、研究開発以外の能力も備えた若手を育てることが必要である。例えば、産官学連携に関して、産業界と大学はこれまで、理工系人材の育成を巡って対立し、ポストドクは時にやり玉にあげられてきた。企業側と大学側の溝は埋まっていないと言われるが、歩み寄る機運は生まれているようである。人材の育成は難しい。必ず成功する方法があるわけではないが、育てるのではなく、環境を整えて学び習うことで育つの

を見守るしかないとの意見もある。

人材育成は 10 年単位で考える必要があり、特にグローバル人材の育成が長期課題である。

### 3. 新興市場

新興市場に関する現状を嘆く議論は最近関係者間で非常に多くなってきている。上場企業による不祥事が相次ぎ、低迷が続く中、金融危機の影響も残り、新規公開件数の減少や売買代金の低迷が続いている。

すなわちライブドア事件以降、個人をはじめとする投資家の信頼を損なう事件や、粉飾決算等の不祥事件が後を絶たず、投資家が離散した状態が続いており、深刻な状況であるといえる。

新興市場とは、一般的に創業から間もないため財務基盤が十分ではなく新規の資金ニーズのある企業や、成長性のあると思われる企業、一定規模の収益性、継続性のある企業など、多種多様な企業のための取引所市場と考えられている。

そもそも新興市場は日本経済の成長と活性化を図るために不可欠なインフラを形成しており、新興市場が開設された 1999 年から 2000 年以降で、これまでに新興市場に新規上場した会社は 1000 社を超えた。創業間もない、あるいは発展段階にある企業に資本市場からの資金調達手段の道筋を拓いたこと、また、起業家の憧れの存在となる基盤を確立し、起業家創出に向け少なからざる先駆的効果を与えたことなどは高く評価できる。また、成長のための資金を必要とする企業にとっては、新規上場に伴う公募増資、売出しは重要なツールである。新興市場への上場は、企業にとって資金調達の円滑化や多様化などをもたらずという意味で、企業の成長の重要な通過点となっている。

しかし、信頼性の低下等による売買代金の急激な減少に加え、2008 年夏以降の金融経済危機が拍車をかけたことにより新興市場の低迷は特に深刻な状況となった。加えて、2010 年にマザーズ上場会社のうちに新規公開前から継続して財務諸表の虚偽表示（架空売上の計上）を行っていた事案が複数発覚し、市場の信頼性がさらに低下している。

そもそも会社による法令違反や不祥事の発生、また、流動性の低下などは、新興企業に限った問題ではない。このような事象に関して、あたかも新興企業に特有であるかのような誤解と偏見が多々見られる報道がある。また、日本として、株式市場への上場の国民経済的意義や役割に関する教育や啓蒙活動が十分でないと感じられる。

#### 1) 市場特性の明確化

新興市場には既存産業の企業群と、ベンチャー企業群が混在し、また、本則市場への登竜門的市場か否かという点においても議論があり、「新興市場」としての位置づけが不明確である。また、長期間にわたって上場している企業が新興市場に留まることが適当でないとの指摘がある一方、除外することも問題があると思われる。

国内には新興市場が複数あり、その位置づけが不明確であること、適切な競争原理も働

いていないということのほか、ある市場で上場承認されなかった企業が他の新興市場に上場するケースが散見されており、新興市場の質に関する議論も出てきている。

## 2) 新興企業についての理解

新興市場に上場する会社の知名度が個人投資家に必ずしも浸透していない。少しでも個人投資家にとってベンチャーを身近に感じる施策が必要ではないかと思われる。また、昨今の新興企業の事業の中にはこれまでになかった新しいビジネスモデルがあり、投資家が理解しにくいのではないかという懸念もある。

## 3) 上場審査

新興市場の信頼低下等により、審査基準が実質的に厳格化していると言われる。結果的に、将来性よりも、目先の利益が見込めるいわば「出来上がった企業」が新規上場の中心になっているように見える。新興企業は厳しい審査（特に業績面）をクリアするため、背伸びした結果、上場後は息切れしてしまうといった悪循環にも陥っている。さらに、上場後は体制面のチェックがされないため、管理体制や利益管理を緩めてしまう企業も多くなっている。また、イノベーションと将来の成長を期待できるようなテクノロジーは、証券会社による評価が難しく、敬遠されがちとも言われ、証券会社や市場のハードルが本意に高くなってしまっているような印象を受ける。

一方、上場審査の過程で、経営者が上場に係る一連の手続き等を理解していないなど、経営者自らが上場に対する認識を十分に持っていないのではないかと思われる場合がある。上場前の社長面談等の上場審査への取り組みが不十分と考えられる。

また、各取引所は、上場申請会社に対して上場審査上上場が承認されなかった場合も含め、問題となった点や、改善すべき点についてのフィードバックがあってもいいのではないかと思われる。

## 4) 上場会社サポートの強化

適時開示、内部統制など、上場会社へのサポートも不十分ではないかと思われる。そもそも日本企業はIPO等目先のEXITを意識しているせいか、上場後も企業を育てる仕組みというものが無い。例えば、業績悪化の際に適切なアドバイスをできる人が会社の周りにいないと言われる。その結果、株価のパフォーマンスも低迷し、POに結びつかなくなったり、反社会的勢力のつけいる恐れを高くしたりしている可能性がある。

## 5) 引受証券会社との密接な連携

未熟な上場準備会社にとっては、上場のための適切なサポートを証券会社の引受担当者に期待している。ただ、一部担当者が十分企業を理解していない、あるいは親身になってサポートしていないという意見を聞くことがある。一方、証券会社の上場審査担当者を取

引所の担当者との間にも、問題意識の共有が不足しているのではないかとされることもある。

#### 6) 上場廃止基準

上場時は優良企業でも、上場後、会社の内部管理体制等が弱くなっていくことはあり、特に新興市場は成長段階の企業が多く上場することから会社の変質するリスクはあり、その意味で今の退出基準は厳格性という側面において適切ではないのではないかとと思われる。退出基準を適切に整備することにより、日本の投資家の投資への取り組みや自己責任の意識などを深めることが必要ではないか。

#### 7) 上場のメリット

新興市場の上場会社に本則市場とほぼ同等のルールが課されていることにより、企業にとっての大きな負担になっている。内部統制制度や、監査の厳格化など、コスト負担が増大しており、経営者が上場のメリットを感じられなくなっている。

また、上場しても企業ブランドの向上に結び付かない場合、あるいは、良い人材が大企業に行ってしまうなど本来上場のメリットとして考えられていたことを享受できず、上場の魅力そのものが一部失せてきている。

#### 8) 罰則制度

新興市場の低迷が続く中、2010年に起きた新興市場でのエフオーアイ社やシニアコミュニケーション社の粉飾決算事件は、新興市場のあり方についての議論を加速させた。市場機能の向上のため、信頼性回復と活性化の双方に向けた施策が喫緊の課題となっている。そもそもライブドア事件を機に、「市場離れ」が加速した。市場の透明性・公平性の確保には、監視委と検察当局が連携し、できるだけ早く不正の目を摘み、企業側には正確な情報の重要性の認識が求められている。今後、こういった事件が起きないようにするための一つの考え方として、罰則を重くする等の予防策も検討する必要がある。

### 4. ベンチャー支援体制

#### 1) ベンチャーキャピタル

ベンチャー企業に主に出資する投資会社「ベンチャーキャピタル」の動向を調査している経済産業省所管のベンチャーエンタープライズセンターによると、2008年度の投資総額は約1,000億円。07年度の半分、06年度の3分の1の水準に落ち込んだ。一方、全米ベンチャーキャピタル協会がまとめた08年の年間投資総額は2兆7700億円。07年より少ないが、06年を上回った。1社当たりの平均投資額も米国が7億円強と、日本の10倍程度に達する。実際、国内では相当の高い評価を得ないと5億円の投資を引き出せない。しかし米国では技術系なら日本の10倍出るケースがあってもおかしくないと言われる。資金力は事

業化のスピードに直結するため、市場での勝敗を左右する。2006年のライブドア事件以降、国内でのベンチャーを取り巻く環境が大きく悪化した。一部、日本に見切りをつけ、海外に成長の場を求める動きも出ている。

以上のようなVCの日米の差を考えると、日本のVCが十分には機能していないという結果となってしまう。VCに関してはいろいろな意見があるが、例えば、ベンチャーキャピタリストとしての夢、希望、行動力を持っている人が少ない、あるいは人材が少ないと言われる。多くは夢のある投資家というより、サラリーマンとして保身と無難に仕事をする人だ。実際、多くのVCが数の上ではあるが、投資金額そのものが少なかったり、機能していないと言われるVCが多くなったりという結果となっている。そもそもリターンが期待できない現状では投資額が少なくなることもやむを得ない部分もあり、まさに悪循環に陥っていると考えることができる。一方、個人の投資家も少なく、また、ビジネスを理解し、ハンズオンでサポートするVCも少なくなっており、資金の担い手でかつ上場の指南役としてのVCへの期待は薄くなっている現状であると考えられる。

## 2) 税制

まだまだ十分に利益を生み出せないベンチャーにとって、日本の税率は高すぎる。税制に関してはいろいろと改革の試みはなされているようであるが、ベンチャー目線にたった税制の改革が望まれる。

また、エンジェル税制に関しても、エンジェル税制の推進そのものが危ぶまれる欠陥も指摘されており、また個人投資家には制度が十分に認知されていない部分があると考えられる。個人投資家が安心してベンチャーに投資できるような仕組みづくりが必要ではないかと思う。

税制には、その前提となる理念やポリシー、そして知恵を使った仕組みづくりが不可欠であるが、日本の税制は、つじつま合わせの歴史である。

## 3) ベンチャー支援体制

未熟なベンチャーに対して、サポートのあり方を如何に検討するかが難しい。資金、ノウハウ、人材、情報、販路、技術等、サポートが必要な事項はいくつでも考えられるが、立場が違くと立ち位置や目的が違うので、情報が偏ったり不足したりして、結果的にベンチャーを育成する仕組みが日本に根付いていない。

また、官庁等でベンチャーに対する支援策、何らかの仕組みを検討しようとするも、ベンチャー市場関連に精通している人材即ち、専門家が不足している。人事異動サイクルが2年毎であることが多く、結果ベンチャーの成長を見届けたり、歴史を語るができなくなっているという事実がある。

## 5. 複合的要因

ベンチャーが低迷していることは、日本のIPOの件数に如実に表れている。2009年は19社と、ピーク時の2000年の204社の約10分の1に落ち込んだ。IPO社数の推移は、株式市場の状況、上場予定会社の業績動向、IPOを取り巻く法令等の状況などの要因によって大きく変化する。その中でも、株式市場の状況に焦点をあてて分析すると、株価水準が低い時に相対的にIPO社数が低迷していることがわかる。また、IPOを取り巻く法令等の状況についても、規制の強化 - IPO市場の低迷 - 市場活性化のための規制緩和 - 問題企業の発生というサイクルが繰り返されてきた。

この10年を見ると、まず2000年前後に各証券取引所による新興市場の開設ブームが起り、これにより現在のIPOマーケットが整備されたことは記憶に新しいと思われる。一方で、2006年1月のいわゆるライブドア事件に代表されるように、新興市場を中心とした上場企業の不祥事が頻発したため、上場予定会社に対してもコンプライアンスやディスクロージャー等に関する上場審査の厳格化が進み、近年のIPO社数の低迷へとつながった。

IPO社数に影響する要因は複数あるが、上記の規制や上場審査内容の関係のほか、経済環境そのもの、市場の調達額、監査等の上場関連費用等があげられる。すなわち、一定の上場の利益等の目安や上場審査上求められる管理のレベルがあるため、会社は管理体制等に必要十分なコストを負担した上で、成長のための利益獲得というハードルを越えなくてはならず、そのハードルが高くなったことに加え、上場しても十分な資金が調達できない市場環境を見て上場そのものを見直す傾向があるといった、負の連鎖に現在は陥っていると考えられる。したがって、一定の利益をあげられるような利益体質を作ること、その体質を作るまでの支援体制が必要なこと、また実際の審査もできるだけベンチャーの実態に即したものであること、そして晴れて上場した会社に関しても十分社会に認知され、上場後もサポートする社会体制が整備されていくこと等が必要であることが分かる。あくまでも企業の業種・業態他、各論はそれぞれあるのではあるが、個々の要素に関して十分な検討をしていくと同時に、負の連鎖を断ち切れるような抜本的な改革が必要なことはすでに自明のことであるように思われる。

## 具体的提言

### 1. 新興市場の見直し・改革

新興市場の信頼回復と活性化は、市場関係者の中で喫緊のテーマとして取り組みが始まっている。当勉強会でも、ベンチャー振興のために新興市場の見直しは重要な課題として検討を実施した。

信頼回復と活性化は表裏一体のものである。信頼の回復のために審査制度をただ単に厳格化するといった考え方は本末転倒であり、如何に投資家が安心して投資できるかといった市場環境作りをしていくことと、各ベンチャー企業が魅力ある戦略として新興市場への上場をとらえ、それをステップとして更なる成長を果たしていくべくわかりやすくかつ合理的な審査体制を構築していくことは、まさに市場改革の両輪と考えている。

新興市場の見直しと言った場合、新興市場全般に関わること、証券取引所に関する事、各企業（発行体）に関する事、市場参加者に関する事、投資家に関する事、法令や税制に関する事等多面にわたり検討をする必要がある。当勉強会の議論では、目先の改善というよりは、信頼回復と活性化のための抜本的改革を提案するべく、全般的な改革・改善と、各個別論点の見直しを同時に検討したが、特に以下の点に焦点を当て、提言とした。

- ・ 新興市場の統合とコンセプトの明確化
- ・ 審査制度の抜本の見直し

#### 1) 新興市場の統合とコンセプトの見直し

（現状認識）

大阪証券取引所傘下のジャスダックとヘラクレスが2010年10月に統合した。大証は「失われた信頼を回復する」ことをコンセプトに、新興市場再生への決意を語った。日本の新興市場は、新ジャスダック他、東証マザーズ、セントレックス、Qボード、アンビシャスと5市場になり、2000年以降上場銘柄数はこれらの市場で1000社を超えた。たしかに新興市場が一気に拡大したと言えるが、一方で、それぞれの市場の特徴・違いが見えない、市場間での過当競争により一部の取引所の上場審査が甘かった等の指摘も出てきている。

（具体的提言）

新興市場にある程度の規模や歴史もある企業が残っていることそのものはやむを得ない。しかし、新興市場と言っているからには、これから成長し、日本企業を将来代表するような企業に育っていくための登竜門の一つであることの意義を忘れてはならない。IPOが確かに成長企業の戦略のすべてではないが、新規産業への適切な資金供給を通じてその育成を図ることにより、日本経済の成長に資するという新興市場の責務は重要である。

具体的には、新興市場の数の問題である。各市場の特徴を出し、それを周知させていくのに、現在の新興市場の数は集約される必要がある。グローバルな視点から、競争力(魅力)のある市場づくりは急務である。

次に、各ベンチャーが上場を目指すにあたって、その市場がどのような特徴を持っているか、できるだけわかりやすく明確な方がいい。自社の戦略とできるだけマッチしている方がいいのは当然ではあるが、ほとんどの企業が初めての試みとなる上場にあたって、目指すべきゴールのイメージが明瞭のほうがいいのは自明のことである。また、その特徴に沿った形での具体的な審査項目や規制の在り方等も併せて検討する必要がある。

具体的には、次で述べる審査制度にも関連するが、各市場に応じた規制の緩和、退場ルールの設定や、例えば、規制を緩和した新興市場に関しては上場後 2 年程度は管理体制等を定期的にチェックするといった新しい仕組みを導入し、あくまでも東証 1 部とは違った形での運営が行われることが望まれる。

## 2) 審査制度の抜本的見直し

### (現状認識)

ここ数年の傾向として、虚偽記載、粉飾決算や反社会的勢力との関係などから問題化したり、上場廃止になったりするケースが増加してきたことを受けて、新興株式市場の各取引所は慎重に審査しており、また、引受証券会社や監査法人でも同様に慎重になっている。こうしたことから、ベンチャー企業等から、上場審査が実質的に強化、厳格化しているとの指摘もなされている。上場審査のうち形式基準に係る部分については変化がない、あるいは一部緩和が行われているものの、実質審査に係る部分(企業の内容、ビジネスモデル、リスク情報等開示の適切性、企業経営の健全性、公益・投資者保護の観点等)の審査が強化・厳格化されているとの声が強い。また、業績に関しての一定の実績を重視しているのではないかといった、安定的な企業を求めているような印象を特にベンチャー企業、ベンチャーキャピタル等は持っているようである。具体的に強化された項目としては、内部管理体制、反社会的勢力との関係、事業計画の合理性等が挙げられている。いずれも審査が重要な項目であることは事実であり、特に反社会的勢力との関係については、近年問題の深刻さが指摘されていることから、各取引所ともに一層重点的な取り組みがなされているところである。

### (具体的提言)

こうした審査制度の厳格化の背景を考慮した上で、審査制度の改革の必要性はどこにあるのか。それは過度に保守的になっている実質審査の部分、ある程度柔軟に行っていくこと、及び審査内容、その趣旨をより明瞭にし、それを周知徹底していくことであると考える。

改めて過度になっている審査上の問題点を考えると、ベンチャーキャピタルや実際のベ

ンチャー企業の関係者から一部言われるのは、審査が、ベンチャー企業には事実上整備しえない内部管理組織の整備を求められる場合、調査対象となる反社会的勢力の定義・範囲が明確でなく対応に苦慮する場合、事業計画の合理性を求めるあまり、ベンチャー企業の成長に伴う将来の不確実性が十分に求められない場合等もあるということである。さらに、一部関係者に聞くと、不明瞭な審査基準に関しては、形式基準をクリアしても業績審査になっている、また、不明瞭なガバナンス認識に関しては、管理が適時開示体制よりも予実管理に重い比重が置かれていると言われる。結果、上場審査に時間と労力と費用がかかり機動的な資金調達を阻害され、上場時期が遅れることで成長の機会を逸する、あるいは、実績がもう一步で業績審査に通らず上場できず、資金繰りが悪化し倒産するケースがある、ということである。

以上のことから再考するに、審査内容とスピード、そして投資家が安心して投資できる信頼性の面から、審査の基本的考え方や審査体制、手法 具体的審査項目についての改革が必要であると考える。

審査は最終的には取引所が行うが、可能な限り証券会社や監査法人と連携し、総合的に判断する。何が問題で、何が不足しているか、できれば早い段階で会社に指摘し、改善できるように導ける体制にする。また、審査が通らなかった会社に関しては、何が問題だったか等をフィードバックするとともに、可能な範囲で、一般にも公表して、今後の対策の一助となるようにする。一般的にも、継続して審査制度や審査内容の趣旨等を広くわかりやすく解説する。

実績審査を可能な範囲で行わない。コンプライアンス違反や粉飾等に関して、法律、会計面の適正性・透明性や、開示体制面の充分性に審査の主たる事項を置く。また、アナリスト等を積極的に活用して、成長性を考慮する体制を強化する。

今日までの審査体制の良かった点を残した上で、「厳格」というイメージから、「信頼ある合理的な実質審査」にさらに脱却していくことが必要と考える。

### 3)まとめ

新興市場を魅力ある市場として再構築するために、新興市場のあり方、コンセプト、その認知といった面と、魅力ある市場にふさわしい信頼性があるかつ合理的な審査基準の設定を提言として掲げた。具体的には新興市場の数を絞り、東証1部、2部とのコンセプトの違いを明確にしていくと同時に、審査の内容を一部変え、特に審査項目の趣旨もできるだけわかりやすいものにして認知させていく努力が必要であるとした。結果として、市場へのデビューはやや自由度の高いものになる一方、退出基準を厳しくし、志が高く成長の可能性のある企業が存続していく仕組みの構築を求めた。審査すべきは上場前の財務体質・予算実績の差異ではなく、ディスクロージャーとコンプライアンス体制と成長可能性である。

## 2. 税制の改革

### 1) 総論

我が国の税制は、ベンチャー企業の経営基盤、成長力の強化と言った観点から、他の先進諸国等と比較して十分な措置がとられていない。

創業間もなく財務基盤が脆弱なベンチャー企業において、我が国の法人実効税率は、先進諸国やアジア諸国と比較すると高く、また、他の諸施策（優遇税制措置）についてもその効果が十分ではない。

また、投資家側の視点からのエンジェル税制に関しても、個人投資家には十分に認知されておらず、また、内容も他の先進諸国と比較して十分でない部分があり、個人投資家が安心してベンチャーに投資できるような仕組みづくりが必要である。

ベンチャー企業の育成を支援し、10年先を見据えた国際競争力のある税制改革が必要である。

### 2) 具体的提言

投資家に対するインセンティブ（エンジェル税制の更なる拡充と、欠陥の改善）

我が国においてもエンジェル税制は拡充されたが、英国や仏国等と比較して見劣りする部分がある。また、個人投資家に対する制度活用の機会は、十分に提供されているとは言えない。さらに、エンジェル税制の推進そのものが危ぶまれる欠陥も指摘されており、早急な見直しが求められる。

譲渡益課税に対する課税優遇の復活

英米仏のエンジェル税制では、長期保有（3年、5年等）の株式を売却した際の譲渡益に対する課税優遇がある（2007年 経済産業省資料より）。

我が国では、ベンチャー投資の場合、売却時点の優遇よりも、投資時点での優遇を強化すべきとの考え方から、平成20年度の税制改革で譲渡益の優遇（3年以上の保有で譲渡益の1/2を課税）は廃止され、引き換えに投資時点での所得控除が強化された。

しかしながら、長期保有にインセンティブを与える観点から、長期保有株式の譲渡益に対する課税優遇を、今一度検討すべきである。

譲渡損の相殺のキャリーオーバーの延長

株式売却時の損失の繰越期間は、日本の3年に対して、米国【無期限】、英国【無期限】、仏国【5年】となっている。我が国も繰越期間の延長をすべきである（2007年 経済産業省資料より）。

譲渡損の相殺の対象所得範囲の拡大

株式売却時の損失を相殺できる範囲は、日本では、他の株式譲渡益に限定されるが、米

英仏は、他の所得との相殺が可能。

我が国も相殺できる所得の範囲を広げるべきである。

### エンジェル税制適格投資信託制度の創設

我が国のエンジェル税制は、個人投資家に対して制度活用機会が十分に提供されていないとは言えない。

そこで、税制優遇を組み合わせ、英国のVCT（ベンチャーキャピタルトラスト）の様な制度の創設により、多くの個人投資家に対して制度活用機会を提供することを検討すべきである。

（参考）諸外国と日本のエンジェル税制の比較（2007年 経済産業省資料より抜粋）

	日本	米国	英国	仏国
投資時点	A、Bから選択 A：投資額の全額を所得控除（上限1000万円） B：投資額全額を、他の株式譲渡益から控除。（上限なし）	投資額全額を、他の株式譲渡益から控除。（上限なし）	A、Bの併用可能 A：投資額の20%を所得控除（上限約1億円） B：投資額全額を、他の株式譲渡益から控除。（上限なし）	投資額の25%を所得控除（上限約500万円）
譲渡益	平成20年から廃止。 投資時点の所得控除と引き替えに廃止された。（19年度までは、3年以上保有で、譲渡益の1/2を控除できた）	5年以上保有で、譲渡益の1/2を非課税。	3年以上保有で譲渡益の全額を非課税。	8年以上保有で譲渡益の全額を非課税。
損失	損失を他の株式譲渡益と相殺。 損失の繰越しは3年。	損失を他の所得と相殺。 損失の繰越しは無期限。	損失を他の所得と相殺。 損失の繰越しは無期限。	損失を他の所得と相殺。 損失の繰越しは5年。
その他			VCT（ベンチャーキャピタルトラスト） 投資額の70%以上を未公開企業に投資する等の要件を備えた投資証券からの配当金、投資証券売却益の課税が免除。 新規発行の投資証券を5年以上保有した場合、VCT投資額の20%の所得控除。	

### エンジェル税制の欠陥の早急な改善

経営者一族や既存株主とは無縁でそれぞれ面識もないエンジェルによる出資が、上位3

名の出資金額が50%を超えたことで同族企業と解釈されてしまい、出資者全員がエンジェル税制の対象とならないと判断される事例があり、制度の欠陥として指摘されている。

このケースは、エンジェル税制適用対象の個人の出資者が数名賛同し、エンジェル税制対象企業として認定されているベンチャーにそれぞれ1,000万円の出資金の払込みを行ない、出資が閉められた時点で、結果として上位3名の合計出資総額(3,000万円)の割合が出資総額(5,9000万円)の50%を超えたものである。この3名は親族でも縁故関係でもなく、それぞれが面識もない人達であるが、同族会社に該当するものと判断され、出資者全員がエンジェル税制の対象から外された。

ただしこの場合、出資金額では50%を超えるものの、発行済み株式の構成比率は3名を合算しても11%であったことから、後に解釈が修正され、エンジェル税制対象者として認められた。新たな解釈は、発行済み株式数のうち上位3人の合計が50%を超えるか、議決権に影響を及ぼす場合は、エンジェル税制対象として認めない、とのことであった。

このケースの問題点は、以下に集約される。

- ・ 出資の時点で家族でも縁故関係もない無縁の第三者の出資比率が、結果として50%を超えた場合、これを同族会社と解釈することには無理がある。
- ・ 同族会社の判定は出資以前の状況ではなく、出資額が確定した時点で決められるため、善意の第三者がベンチャー企業に出資する時点では同族会社になるかどうかは判断ができない。

同族会社の規定の趣旨は、一族で経営意思の自由裁量のもとにガバナンスが効かなくなること回避することが狙いであるはずで、無縁の3名がたまたま形式的に同族会社を構成する場合、同族会社の規定を画一的に適用することは問題である。研究者など資金の乏しい起業家がベンチャーを設立し、エンジェルが出資をする場合、このような事態は通常起こりうることであるが、これは制度検討中には想定されていなかったことと思われる。

出資金の払込み後にエンジェル税制を拒絶されることがあるとなれば、エンジェルは出資に消極的にならざるを得ず、また、これらの問題を回避する為の、つじつま合わせの株式操作が行なわれかねない。さらには、エンジェルに税制を紹介した者や経営者の信用を失墜させることにもつながる。これは、エンジェル税制の推進そのものが危ぶまれる制度上の欠陥であり、早急な改善が求められる。

同族会社を意図して払い込まれる場合(出資者が払い込み以前の株主の親族や資本関係などがある場合)を除いてはエンジェル税制適応者として認めるべきである。

なお、増資に際し、新株予約権の付与対象者も、増資対象株主になることが、07年の金証法で改正されたが、もし同族判断に、起業家や従業員への予約権付与があった場合、税制上は、予約権を含めた同族判断は予定していないと考えられることから、法律間の齟齬も問題になる。この問題は、予約権の取り扱いも含めて、議論をする必要がある。

### 企業に対するインセンティブ

#### 法人実効税率の引き下げ

各国の法人実効税率が引き下げられている中、我が国の法人実効税率は、約 40%と先進諸国で最高水準となっており、各国との実効税率の差は、約 15%となっている。

この結果、海外企業の国内からの撤退、及び国内企業の販売・生産・研究開発拠点等の海外への移転を促し、国内産業の空洞化が一層進む要因になっている。

特に財務基盤が脆弱なベンチャー企業においては、この高い法人実効税率の影響は極めて高いと言える。

我が国の法人実効税率を国際水準または、東アジア諸国と同水準にまで引き下げる必要がある。

なお、政府は、2011 年度税制改正大綱において、経済の活性化、雇用の拡大を目的に法人税率を引き下げ、地方税を含めた実効税率を先進諸国の最高水準の約 40%から 5%下げる決定をした。

(参考：法人実効税率)

・OECD 諸国：26.3%

・東アジア諸国

韓国：24.2%

中国：25%

香港：16.5%

シンガポール：17%

台湾：20%

#### 優遇税制措置

ベンチャー企業を育成するため、経営が軌道にのり安定するまでの間、課税の軽減・減免、繰越欠損金控除期間の延長、欠損金の繰戻還付期間の延長・適用企業の拡充等の優遇措置を図る必要がある。開業一般を向上させることが経済活性化に不可欠であることを考えると、業種の特定に加えて、会社設立数年間の課税恩典を導入すべきである。

(課税の軽減・減免)

我が国の税制において、特にベンチャー企業のみを適用対象とした課税の軽減・減免措置は見当たらない。

(参考：JETRO HP より)

韓国：

創業中小企業、創業ベンチャー中小企業等は、創業後、最初に所得が発生した課税年度

とその後 3 年間については、当該事業から発生した所得に対する法人税の 50%に相当する税額の減免を受けることができる（創業中小企業等に対する税額減免（租特法 6 条））。

（繰越欠損金控除期間）

我が国の税制において、欠損金の繰越控除期間は、税制改革（平成 16 年）により 5 年から 7 年に延長されたが、諸外国と比べて十分な期間とは言えない。欠損金の繰越期間を延長する必要がある。

（参考：JETRO HP より）

韓国：

各事業年度の開始日前 10 年（2008 年以前は 5 年）以内に開始した事業年度に発生した欠損金は、その後の各事業年度の課税標準計算において控除される。

台湾：

会社組織の営利事業が青色申告または会計士監査を受けて管轄税務機関により審査確定されている欠損金については、10 年間繰り越し、課税所得からの控除に供することができる。ただし、2009 年 1 月 6 日の所得税法修正施行前の繰越欠損金については、税務機関より審査確定を受け、かつ課税所得からの控除に供していないものに限られる。（2009 年 1 月 21 日公布、所得税法第 39 条修正）

（欠損金の繰戻還付期間の延長・適用企業の拡充）

中小企業に対しては、欠損金の繰戻還付制度を適用し、繰越期間が 1 年とされているが、繰越期間を延長するとともに、中小企業のみならず、適用対象企業を拡充する必要がある。

法人版エンジェル税制

個人投資家のみならず、法人のベンチャー企業への投資を促すため、ベンチャー企業への投資を行った企業への優遇措置を図る必要がある（法人版エンジェル税制）。

### 3. 制度的特区(イノベーションカンパニー特区)の必要性

ベンチャー振興に関わる様々な課題の解決の為に、関係者(政治、行政、ベンチャーキャピタル、監査法人、研究機関・大学、税制、ベンチャー経営者等)が、個々の利害や“その場しのぎ”の対応を行なうことでは不十分である。関係者それぞれが、共通の目標に向かって連動した行動をとれる仕組みの構築が求められる。

例えば、「コア技術をベースに知恵を付加したグローバルに成長持続可能な若い企業」を“イノベーションカンパニー”と位置付け、制度的特区(従来型の地域を限定した特区でなく、“イノベーションカンパニー振興”という分野に対する試行的な制度の特例を認めること)による横断的なイノベーション創出策の構築とその実施、即ち、規制緩和など“制度”の特別運用の検討が求められる。

具体的には例えば、「科学技術立国日本を支えるイノベーションカンパニー1000社上場計画」等のキーワードを掲げ、イノベーションカンパニーの認定制度の導入、新興市場上場の要件緩和、イノベーションカンパニーとそれに出資する投資家(個人および法人)に対する税制優遇、行政の様々な制度利用時の優先審査(特許審査等)、リバースマージ(上場後のM&A)の推進などを実施することで、起業家、金融(ベンチャーキャピタル等)、証券会社、投資家等がインセンティブを持てる仕組みを構築することが考えられる。

(参考：韓国のベンチャー認定制度)

・新産業創出を国として応援する韓国の「ベンチャー認定制度」は、参考になる。

1997年8月「ベンチャー企業に関する特別措置法」(ベンチャー特別法。10年の時限立法。2006年に10年延長された)制定により、ベンチャー企業を認定する制度が創設。

以下の要件のうち、どれか一つを満たした企業を認定。

- (1) ベンチャーキャピタルが投資した企業(ベンチャーキャピタル投資企業)
- (2) 売上高に対して研究開発費が高い企業(研究開発投資企業)
- (3) 特許を事業化した企業(新技術投資企業)

手厚い優遇

- ・法人税、所得税の減税
- ・KOSDAQ市場への上場における形式要件を約半分に緩和  
(最低資本金、直近売上高、直近利益等)
- ・特許の優先審査
- ・各種中小企業支援政策の優先審査
- ・兵役特例企業の優先指定

ベンチャー特別法により、ベンチャー認証制度の他、次のような政策を実施

- ・ベンチャーキャピタルに投資資金を注入。国際開発協会(IBRD)から借りた 5000 億ウォン(約 365 億円)のうち 1356 億ウォン(約 100 億円)をベンチャーキャピタル支援に投入。
- ・年金等の機関投資家に対してベンチャー投資を許容。
- ・優秀な研究者がベンチャーで仕事をするインセンティブ。国立大学教授や研究員にベンチャー企業参与を条件に 3 年の休職を許容。ストックオプションも認める。
- ・立地支援。インキュベーション施設の建設主に対し、減税や施設費支援。

最近の主な成果

- ・認証を受けたことのあるベンチャーのうち、
  - 売上高 1000 億(約 73 億円)～3000 億ウォン： 213 社 (2009 年。前年比 31 社増)
  - 売上高 3000 億～5000 億ウォン(約 365 億円)： 21 社 (2009 年。前年比 12 社増)
- ・売上高 1000 億ウォン超の企業が雇用する社員数：89,749 人 (2009 年。前年比 1 万人増)

#### 4. 研究機関運用の制度改革

大学や産総研等の研究機関には、イノベーションを期待できる素晴らしい技術が多く存在する。ところが、その素晴らしい研究成果が事業化された例はごくわずかで、我が国の経済活性化や雇用の創出に貢献しているとは言い難い。

その原因の一つとして、事業化・産業化する仕組みの欠落が挙げられる。現状、産総研等の関係者（監督官庁の役人も含め）は、自分たちの開発技術の売上がいくらになっているか、事業化が実現されているか等について無関心である。それはミッションに含まれていないからである。

技術開発・研究は、事業化・産業化されることで、初めて人々の役に立ち、イノベーションになる。大学の知財を移転するための TLO は、技術移転に力点が置かれているため、事業化・産業化、これによる社会貢献までの一貫した評価システムがないのが現実である。

そこで、研究機関運用の制度改革(特に評価の仕組みの導入)と、事業化推進の為の仕組みを構築すべきと考える。例えば、研究機関の成果(売上げ)に対するチェック機能を設けること、さらに研究機関のマネジメント担当者のミッションとして「成果の事業化・産業化」を明確に位置づけること等が考えられる。

(参考：米国の SRI(スタンフォード・リサーチ・インスティテュート))

米国では SRI(スタンフォード・リサーチ・インスティテュート)のような成功事例がある。SRI は、元はスタンフォード大学内の組織であったが、現在は民間の研究機関である。スタンフォード大学等の研究のうち、ビジネス化できそうな技術を引受けて、「ビジネス化の研究」をする組織で、これまでに多くの産業やベンチャーを生みだし、組織として 600 億円/年ほどの売上がある自立した組織である。

SRI は欧州の国の国家プロジェクトに対して、その仕組みを移転するコンサルも行っているが、日本ではこうした仕組みを導入しようという動きはない。

SRI では、すでに多くの成功事例を輩出し、これらの経験に基づいた教育制度も世界各国政府の依頼により実施している。我が国でもこのような実験を本格的に行う価値があるのではないだろうか。

米国では地域ごとに事業化を過去に経験した人達を中心にエンジェル団体の活動が活発に行われている。エンジェルは事業化の初期段階で資金提供するとともに、それぞれの支援企業の事業化のノウハウについても日常の経営支援や指導もおこなっている。これらの活動は、地域の自治体がつくる各種インキュベーションセンターの運用なども地域のエンジェル団体に任されている。現在、我が国ではベンチャーのインキュベーションセンターは地方自治体が運営しているが、これらの運営者は地方自治体官僚などで占められており、ベンチャー企業の事業化経験者がほとんど存在しない。我が国においても、インキュベ

ションセンターとエンジェルの活動を、より効率的かつ機能的に行うため、運営は地方官僚もしくは地方官僚 OB ではなく、事業化経験者の団体であるエンジェル団体に依頼する仕組みをつくってはどうか。我が国のインキュベーションセンターでもアドバイザー制度を採用しているが、個別に採用され、単年度採用も多く、インキュベーションセンター全体の運営の効率化を図るところまでには至っていない。そのうえ、これ等の人達は主に大企業などに長年勤めたベテランなどを採用しているケースが多い。少人数で構成されるベンチャー企業の経営を経験した人達は少なく、大企業における経験が必ずしも役に立たない場合も多い。運営はエンジェル団体にまかせ、地方自治体は適正に運用されているかどうかの監督に専念する仕組みに変えてはどうか。地方自治体の運用コストの削減も叫ばれる中、民間のこれら経営権者が運用することで、効率化もはかられ、経費の軽減にもつながるのではないだろうか。

## 5.ベンチャーガバナンスと経済犯罪の罰則強化

ベンチャーは社会や顧客に支持されて持続的成長が可能であり、雇用創出と担税力強化とを同時に達成することができる。

ベンチャーに関係するステークホルダー(利害関係者)が拡大・多様化するに従って、彼らに対する情報開示と説明責任とが不可欠になる。ベンチャーは、自社の企業価値を高めることと同時に、ステークホルダーに対する信頼という社会価値の向上を目標にする必要があり、それを達成することで、リスクに挑戦した起業家を含む経営チームは、株式出資等によるキャピタルゲインを得ることができるのである。

証券市場は、企業価値や社会価値の達成努力を適正に評価する場でなければならない。しかし、経営チームとステークホルダーとの間には、経営実態に対する情報の非対称性が存在し、開示情報を実態よりも良く見せようとする粉飾が行われることがある。

情報の非対称性を活用した長期にわたる粉飾等の経済犯罪の発覚は、当該企業とそのステークホルダーへの影響に加えて、業界や証券市場全体への不信感を生み出す。

このような回復困難な影響を考えた時、我が国の経済犯罪に対する罰則は、その社会的影響の大きさに対して罰則が軽いのではないかと考えられる。諸外国の罰則等も参考にし、罰則強化の方向で検討されるべきである。特に上場企業の経営陣による粉飾等、経済社会に与える影響の大きな犯罪に対しては、厳罰を課すことによる抑止力が必要ではないかと考える。

【 検 討 経 過 】

・ 第 1 回 2010 年 3 月 10 日

・ 第 2 回 2010 年 4 月 5 日

・ 第 3 回 2010 年 5 月 17 日

・ 第 4 回 2010 年 6 月 4 日

・ 第 5 回 2010 年 7 月 26 日

・ 第 6 回 2010 年 9 月 27 日