

ベンチャーキャピタリストの能力開発に資する  
プログラム開発・実証事業  
最終報告

2004年3月31日

# 目 次

1．事業概要	
1 - 1．事業目標	1
1 - 2．ミッション	2
1 - 3．調査方法	3
1 - 4．実施体制	5
2．海外視察調査の結果概要	
2 - 1．スキルスタンダードの策定及び育成プログラムの開発に関する調査	6
2 - 2．より高度なベンチャーキャピタリストの育成に関する調査	12
3．VC業界のニーズ把握等に関するグループインタビューの結果概要	
3 - 1．調査概要	15
3 - 2．本調査で確認された事項	15
4．スキルスタンダードの策定	
4 - 1．スキルセットの種別・分類	19
4 - 2．スキルセットのレベル	20
5．育成プログラムの開発	
5 - 1．育成プログラムの基本方針育成	22
5 - 2．育成プログラムの内容	23
6．育成プログラムの実証・評価	
6 - 1．育成プログラムの実証	26
6 - 2．育成プログラムの評価	28
6 - 3．実証・評価等を通じて得られた示唆	42

# 1．事業概要

## 1 - 1．事業目標

### (1) 目的

新規産業創出の一翼を担う我が国ベンチャービジネスの振興のためには、ベンチャー企業が成長・発展を遂げる上で重要な役割を担う高度専門人材たる「ベンチャーキャピタリスト人材（以下「ベンチャーキャピタリスト」という）」の育成・輩出が不可欠である。

しかしながら、ベンチャーキャピタリストに必要とされるスキル要素の概念整理やスキルアップのための育成プログラムの在り方については、各ベンチャーキャピタル（以下「VC」と略称）のOJTを中心とした個別企業の取組みに留まっており、戦略的な人材育成に対する認識や業界共通のインフラとなるべきものが形成されているとは言い難い状況にある。

本事業では、このような現状に鑑み、VC業界の振興やベンチャー企業が成長・発展を遂げる上で重要な役割を担う高度専門人材たるベンチャーキャピタリストの育成・輩出、延いては社会的認知度の向上に資するインフラ作りを目的として、スキル要素の概念整理（＝スキルスタンダードの策定）及びスキルアップのための体系的な育成プログラムの開発・実証（開発した育成プログラムを用いた特別講座の開設と評価）を行う。

### (2) 成果

本事業では、我が国VC各社のニーズ等の聴取・実態把握、欧米の先進事例の調査・分析等を通じ、我が国VC業界において真のインフラとなり得る、スキル要素を特定・概念整理した「ベンチャーキャピタリストのスキルスタンダード」の策定と、策定されたスキルスタンダードに基づいた「育成プログラム（研修カリキュラム・教材等）」の開発とその効果に関する実証を具体的な目的とする。

また、本事業の目指すべき成果としては、本事業に直接関与しなかったVCも含め、広くVC企業一般から評価されるものであること、特別講座に参加した受講者が十分満足し、その能力向上に効果のあるものであること、ベンチャーキャピタリスト育成のためのプログラムとして、以後幅広く活用されるものであること、を想定している。

さらに、これらの成果を通じて、将来、シニアクラスをターゲットとしたより高度なベンチャーキャピタリストの育成に移行する契機となるなど、先に繋がるものとなること、キャピタリストの認知度・信頼性の向上により優秀な人材がVC業界に流入することに繋がるなど、我が国ベンチャーキャピタリストの質及び社会的地位の向上に資するものとなること、を中長期的な効果として捉え、事業を推進する。

### (3) 対象

我が国ベンチャービジネスの振興を図る上で、ベンチャー企業が成長・発展を遂げる上で重要な役割を担うベンチャーキャピタリストの育成・輩出は不可欠であるが、ベンチャーキャピタリストを「既に我が国に所在する VC に在籍し、VC ビジネスに携っている人材」と狭義に規定してしまうと、インフラとしてのスキルスタンダード等の展開も限定されたものになってしまう。また、ベンチャーキャピタリストの育成・排出には経験者のスキルアップのみならず、新規流入者(新卒・第二新卒、他職種からの転職者)の促進・ボトムアップが不可欠であることは論を待たない。

このため、本事業においては、「VC に在籍しているが比較的経験の浅い人材(比較的経験の浅いベンチャーキャピタリスト)」を主要なターゲットとし、それに加え、「既に他産業での一定のビジネス経験を有し、今後ベンチャーキャピタリストを志す人材」、「MBA 等のビジネススクールで学び、卒業後ベンチャーキャピタリストを志す人材」を、開発する育成プログラムのターゲット(受講者)として想定する。

## 1 - 2 . ミッション

### (1) スキルスタンダードの策定

ベンチャーキャピタリストに限らず、労働者のエンプロイアビリティ向上や円滑な労働移動を図るため、多くの職業・職種においてスキルスタンダードの策定は我が国で注力されているところである。しかし、策定されるスキルスタンダードが真に価値あるものとなるためには、現在、あるいは近い将来における当該市場で評価され、通用する価値あるものとならなければならない。つまり、市場のニーズに立脚したスキルスタンダードの策定ができるか否かが、その価値を大きく左右する重要な論点となり得る。

翻って、ベンチャーキャピタリストが属する労働市場には、企業内労働市場(当該 VC におけるエンプロイアビリティ)や企業外労働市場(他国を含む他 VC におけるエンプロイアビリティ)が並存しており、また、その市場価値は顧客評価(投資先企業における満足度等の評価)によって決定されるものでもある。つまり、ベンチャーキャピタリストの市場価値(Market Value)を決定する要素は、企業内労働市場及び企業外労働市場、顧客評価といった多面的な要素によって構成されるものであり、スキルスタンダードもこれらの要素を十分に踏まえて策定されなければならない。

また、そもそもスキルアップのための体系的な育成プログラムを開発するためには、育成すべきスキル要素を特定・明確化しておくことは必須である。

本事業においては、以上のような認識に基づき、我が国ベンチャービジネス及びベンチャーファイナンス市場の特性を踏まえた上で、ベンチャーキャピタリストの市場価値向上に不可欠且つ開発する育成プログラムの内容を規定する要因となるスキル要素の把握・特定(抽出)を通じて、概念整理(体系化)を行うこととする。

## ( 2 ) 育成プログラムの開発及び実証・評価

策定されたスキルスタンダードをもとに、ベンチャーキャピタリストの市場価値向上に資する育成プログラムを開発することが求められるが、実際には、育成プログラムによってスキルスタンダードとして概要整理された全てのスキルの向上を図ることは困難である。特定のバックグラウンドや資質に係る事項や、実務を通してしか身に付け得ない極めて高度なスキルなど、育成プログラムでは養成し得ないスキルもあると考えられるからである。また、教育効果を高めるためにも、主要なターゲットである比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストの受講ニーズや、業務を統括する立場にあるベンチャーキャピタリストの育成ニーズを踏まえ、内容をある程度絞り込んだ方が望ましいと思われる。

さらに、教育効果という点では、育成プログラムで扱うスキル要素の問題のみならず、プログラムの形態や講師、規模等の運営方法についても、受講ニーズや育成ニーズを踏まえた内容にすることが求められる。

本事業においては、以上のような認識に基づき、育成プログラムを受講者のスキルアップに資する効果的なものとするため、開発方針の策定段階においては可能な限り VC 業界の意向を集約することとし、また、実証・評価を通じて運営方法についても業界のニーズを反映させた望ましいものとなるよう、その在り方を検討することとする。

## 1 - 3 . 調査方法

本事業としては、上記ミッション（スキルスタンダードの策定、育成プログラムの開発及び実証・評価）を達成するため、下記調査を実施する。

### ( 1 ) 海外視察調査

我が国の VC 業界は、米国を中心とする先進諸国の事例から多くのことを学んできた。本事業においても、諸外国の先進事例を学ぶことにより、スキルスタンダードの策定や育成プログラムの開発に資する有益な情報を得られると考えられる。また、本事業の実施が、将来、シニア層をターゲットとしたより高度なベンチャーキャピタリストの育成に移行する契機となるなど、先に繋がるものとするためにも、諸外国の先進事例を学ぶことは有益といえる。

以上のような認識のもと、国際的にも著名なベンチャーキャピタリストを多く輩出している米国の主要 VC ファームや業界団体である NVCA（National Venture Capital Association）、欧州の業界団体である EVCA（European Private Equity & Venture Capital Association）や BVCA（British Venture Capital Association）、韓国の業界団体である KVCA（Korean Venture Capital Association）等を訪問調査し、諸外国での養成方法や NVCA、EVCA、BVCA、KVCA 等におけるスキルスタンダードへの取り組み、育成プログラムの

内容等について、先進事例の実態把握を行い、スキルスタンダードの策定や育成プログラムの開発等に資する示唆を抽出することとした。

## (2) ベンチャーキャピタリストを対象としたグループインタビュー

特別講座に参加した受講者が十分満足し、その能力向上に効果のある育成プログラムを開発するためには、受講対象者のニーズを把握する必要がある。

そこで、本事業において開発する育成プログラムの主要な対象者である比較的経験の浅いベンチャーキャピタリスト(投資経験年数が5年未満程度)を集めたグループインタビューを実施し、現在求められているスキル、受講したいと思うジョブ・トレーニングの内容などに関して、意見の収集を行うこととした。

また、比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストに求められるスキルだけではなく、シニアクラスも含めたスキルの実態把握・特定を図り、我が国としてのスキルスタンダードを策定するためには、投資経験が豊富で業務を統括する立場にあるベンチャーキャピタリストの意向を反映する必要がある。さらに、ベンチャーキャピタリスト育成のためのプログラムとして、以後幅広く活用されることを期すためには、国内の主要なVCにおけるベンチャーキャピタリストの教育方針等を把握することが求められる。

以上を踏まえ、本事業においては、比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストに加え、投資経験が豊富で投資担当責任者もしくは教育担当責任者として業務を統括する立場にあるベンチャーキャピタリスト(投資経験年数が5年以上程度)を集めたグループインタビューも同時に実施し、ベンチャーキャピタリストに求められるスキル、ベンチャーキャピタリストを育成する上での課題などに関して意見の収集を行うこととした。

## (3) ベンチャー企業経営者を対象としたヒアリング調査

スキルスタンダードの策定にあたっては、顧客(投資先企業)の評価基準を確認する必要がある。なぜなら、ベンチャーキャピタリストの市場価値を決定する要素は、労働市場のみならず、顧客評価も含めた多面的な要素によって構成されるものであり、スキルスタンダードの策定に際しても、顧客評価を踏まえて検討することが、真に市場価値のあるスキルスタンダードとするためには必須の事項であると考えられるからである。

以上のような認識のもと、本事業では、VCからの投資を受けた経験のあるベンチャー企業経営者を対象にヒアリング調査を実施し、顧客としてベンチャーキャピタリストに求める役割やスキル(ベンチャーキャピタリストを評価する基準)などについて、実態把握することとした。

## 1 - 4 . 実施体制

本事業は株式会社富士総合研究所が経済産業省との委託契約により事業の推進に注力したが、業界共通の真のインフラとなるスキルスタンダードの策定及び育成プログラムの開発を実現するため、以下の関係機関の協力を頂いた。

### ( 1 ) 日本ベンチャーキャピタル協会

本事業の成果物である「ベンチャーキャピタリストのスキルスタンダード」と「育成プログラム（研修カリキュラム・教材等）」が我が国 VC 業界においてインフラ、スタンダードとなるためには、VC 業界の協力と本事業への参画が不可欠である。

このため、本事業は、民間ベンチャーキャピタル企業各社からの幅広い協力のもと推進したが、その中でも特に、我が国唯一の業界団体である「有限責任中間法人日本ベンチャーキャピタル協会（JVCA：Japan Venture Capital Association）」には、推進委員会及びワーキンググループ<sup>1</sup>の組成支援・参加に加え、先進事例調査として、米国、欧州及び韓国の VC や関係機関（NVCA、EVCA、BVCA、KVCA 等）の育成プログラムの実態調査を担当頂いた。

### ( 2 ) グロービス

株式会社グロービスは MBA 及び企業研修プログラムの開発・運営において豊富なノウハウを有する民間教育機関であり、海外の教育機関との間にも協力関係を有する。本事業においては、育成プログラム（研修カリキュラム・教材等）の開発に加え、Harvard University、Kaufman Foundation など、海外教育機関の既存の研修カリキュラム・教材等の本事業への適用可能性の調査及び本事業で開発する研修カリキュラム・教材等への適用についての検討を担当頂いた。

---

<sup>1</sup> 本事業の推進にあたり、事業計画の立案と実行等を主導するため、推進委員会を設置した。また、ワーキンググループは推進委員会の下部組織として、実務的な議論・作業を行う機能を担った。

## 2. 海外視察調査の結果概要

### 2-1. スキルスタンダードの策定及び育成プログラムの開発に関する調査

#### (1) 調査概要

##### <1>期間・対象

本調査は米国（NVCA 等）、欧州（EVCA、BVCA 等）、韓国（KVCA 等）を対象に実施した。調査期間・対象の詳細は以下の通りである。

##### 【米国視察調査】

調査期間	2003年4月29日～5月8日
調査対象	業界団体(NVCA)、VCファーム(Accel Partners、Ignite Group、Warburg Pincus)、大学・ビジネススクール(Stanford Graduate School of Business、Harvard Business School、Babson College Center of Entrepreneurship)、リサーチ機関(Venture Economics、Venture One)、法律事務所(Wilson Sonsini Goodrich & Rosati) の計10機関。

##### 【欧州視察調査】

調査期間	2003年8月18日～22日
調査対象	業界団体(EVCA、BVCA)、VCファーム(3i)、大学・ビジネススクール(London Business School) の計4機関。

##### 【韓国視察調査】

調査期間	2003年10月1日～3日
調査対象	業界団体(KVCA)、VCファーム(Bokwang Investment)、政府機関(中小企業庁)、監査法人(KPMG Samjong Accounting) の計4機関。

##### <2>調査事項

米国、欧州及び韓国におけるベンチャーキャピタリストの社会的ステータス、ベンチャーキャピタリストになるための教育プロセス、ベンチャーキャピタリストに求められるスキル、スキルの習得・向上の方法、など、スキルスタンダードの策定や育成プログラムの開発等に資する示唆を得る上で必要性の高い事項を中心にインタビュー調査を行った。

#### (2) 米国視察調査で確認された事項

##### <1>ベンチャーキャピタリストの社会的ステータス

米国のベンチャーキャピタリストは、非常に高い社会的地位を確立している。このこ

とは、成功を収めた企業幹部が次のキャリアとしてベンチャーキャピタリストに転身するケースが多いことや、初任給水準の高さ、MBA の卒業生の就職先として、ファイナンス関連の分野では Investment Bank と並んで VC が有力な選択肢となっていることなどにも表れている。

#### <2>ベンチャーキャピタリストになるための教育プロセス

米国の VC において、ベンチャーキャピタリストとしての十分なキャリアを確立させるためには、MBA を卒業していること、または、エンジニアリング等理系の大学院レベルの学位を有していることが、事実上、最低限必要な要件となっている。学部卒で VC に入社するケースもあるが、パートナークラスにまで昇格したケースは皆無に等しく、学部卒であっても、入社後 2~3 年程度が経過した時点で MBA に進学し、キャリアアップを図ることが一般的である。

また、MBA の卒業生であっても、VC に入社してからパートナーに昇格するまでには、5 年程度の期間にわたり、投資経験の豊富なベンチャーキャピタリストの指導の下で OJT を受ける必要がある。この OJT を通じたノウハウの蓄積が、ベンチャーキャピタリストとして相応のキャリアを確立し、出資者から認められる上で重視されている。

#### <3>ベンチャーキャピタリストに求められるスキル

米国の VC において、MBA プログラムを通して一定の専門知識を習得している比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストが OJT を通じて身に付けることを期待されるスキルは、ベンチャー投資のプロセスで生じ得る様々な問題・リスクを解決するスキルや、投資先企業の経営者とパートナーとして良好な関係を構築するためのコミュニケーション能力、論理的説得力などのソフトスキルである。Warburg Pincus については、アソシエイトから昇格する上で、デューディリジェンスを単独で遂行する能力を身につけていることが基準とされているとの指摘があった。

一方、シニアクラスのベンチャーキャピタリストに求められる要素としては、実務経験だけでなく、ベンチャー投資の対象となる新興産業についての専門的知識や、豊富な人的ネットワークを有していることなどが指摘された。

#### <4>スキルの習得・向上の方法

米国の VC 業界において重要視されているソフトスキルの習得・向上については、座学よりも OJT の方が適していると認識されている。例えば、Warburg Pincus では、社内で独自開発したカリキュラムに則り、比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストを対象とした Off-JT を実施しているものの、研修の大部分は OJT に依存しているとの由であった。

ただし、スキルの習得・向上を図る上で、座学形式での学習が有効ではないと認識さ

れているわけではない。例えば、ファイナンスやマーケティングに関する知識については、タムシートや財務分析を理解し、あるいは、事業計画から市場性の評価を行う上で、最低限、MBA の 1 年目で履修するコアレベルのスキルを身に付けることが求められている。

実際、ベンチャーキャピタリストの養成を目的とした米国の MBA プログラムには、ケースメソッド<sup>2</sup>が多く取り入れられており、学生の実務経験不足を補う上で有益な役割を果たしているとの指摘もあった。例えば、Harvard Business School においては、1 コースあたり約 20 のケースを扱う。従って、2 年間の MBA プログラムにおいて、約 500 のケースを扱うことになる。ケースメソッドで用いられる教材は頻繁に改訂され、ケースで取り上げられた実際の企業経営者をゲストスピーカーとして招くなど、受講者が現場で行われている意思決定プロセスに触れることができるよう工夫されている。

また、米国の主要な VC に多くのベンチャーキャピタリストを排出している Stanford University や Harvard University のビジネススクールでは、VC 業界での職歴を有する講師が各講座を担当するなど、日常的な接触の中で VC ビジネスを学ぶことができる環境を付与している。

さらに、起業家教育で評価の高い Stanford University や Babson College は、ビジネスプラン・コンテストを毎年開催し、特に優秀なものについては、起業のための資金提供を行うなど、実践的な形式で起業プロセスを経験する機会を提供している。

他方、米国の VC の業界団体である NVCA ( National Venture Capital Association ) は、NASBIC ( National Association of Small Business Investment Companies ) と共同で、ベンチャーキャピタリストを育成するための VCI プログラム ( Venture Capital Institute Program ) を提供している。VCI プログラムは、職歴が 5 年未満のベンチャーキャピタリストを対象とするジュニアプログラム ( Under-Graduate Program ) と、それ以上の者を対象とするシニアプログラム ( Graduate Program ) に分かれている。

ジュニアプログラムの授業内容は、理論よりも実践を重視し、VC ビジネスの基礎を学習できる内容となっている。学部卒で VC に入社した場合には、VC ビジネスに関する一般的な手法を学習する上で有益な内容になっているとの指摘があった。

その反面、合宿形式での集中研修ではあるものの、MBA プログラムと比較し、研修期間が極めて短く ( 5 日間 )、ジュニアプログラムの受講が実務に役立つといえるのかどうかについて、受講経験者からは懐疑的な意見が示された。ベンチャーキャピタリストとしての基礎教育を得られるプログラムというよりも、ネットワーキングの機会として評価されているようである。

---

<sup>2</sup> ケースメソッドとは、詳細な状況設定とデータが与えられたケースを題材に、主人公の立場から与えられた課題を検討する学習手法である。実際のビジネスの現場における意思決定プロセスをシミュレートすることができるため、より実践的効果が高いとされている。

### (3) 欧州視察調査で確認された事項

#### <1>ベンチャーキャピタリストの社会的ステータス

欧州のベンチャーキャピタリストの多くは、MBA ないしはそれに準ずる学位を取得後、数年程度の職務経験を経た上で、VC に入社するケースが多い。VC の初任給は総じて高く<sup>3</sup>、ベンチャーキャピタリストの社会的地位は高いといえる。

#### <2>ベンチャーキャピタリストになるための教育プロセス

欧州の VC の場合、MBA 卒ないしはそれに準ずる学歴を有していること、ブルーチップ企業において 3~7 年程度の職務経験を有していること、などが採用の要件となる。例えば、欧州最大の VC である 3i の場合、同要件を満たした人材を採用した上で、“Knowledge, Skills and Behaviours (KSB)” と呼ばれる人事評価基準に基づいた指導・評価が行われる。

#### <3>ベンチャーキャピタリストに求められるスキル

欧州の VC に在籍する比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストが身に付けることを期待されるコアスキルを、インベストメントプロセスに沿って整理すると、案件開発（投資対象の発掘）、デューディリジェンス（投資審査）、ディールストラクチャリング（案件の条件設定）、バリューアッドサービス及びモニタリング（事業のサポート、フォローアップ）、出口戦略（投資資金の回収方策）の 5 つに分けられる。この中で、最も重視されているコアスキルは、デューディリジェンスである。欧州の多くの VC は、基本審査項目に忠実なオブジェクティブ分析（客観的・定量的分析）を基本にデューディリジェンスを実施しており、比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストは、最初に同分析に係るスキルの習得を求められる。

一方、シニアクラスのベンチャーキャピタリストは、オブジェクティブ分析よりも、サブジェクティブ分析（主観的・定性的分析）に係るスキルを求められる。また、デューディリジェンスよりも、バリューアッドサービス及びモニタリングに関するスキルが重視されるようになる。バリューアッドサービス及びモニタリングは、ベンチャー企業の経営をサポートし、投資を成功に導くための重要な要素と認識されており、シニアクラスのベンチャーキャピタリストが担うべき領域と位置付けられている。

#### <4>スキルの習得・向上の方法

欧州では、米国以上に様々な育成プログラムが活発に展開されている。例えば、EVCA は EVCA Institute を設立し、実務経験レベルやポジションに応じた育成プログラム（入門コース、上級コース、財務担当者・ファンド管理者コース）を提供している。BVCA

<sup>3</sup> 例えば、3i の場合、初任給は概ね 5,000 ポンド（約 1,000 万円）程度である。2 年目には、6,500 ポンド（約 1,300 万円）にまで増加する。

においても、実務経験レベルや対象テーマ別に育成プログラム（基礎コース、社外取締役コース、PE 投資業務の法律書類コース、交渉スキルコース、VC 業務入門コース、欧州コース）が提供されている。

また、一部の VC は、EVCA や BVCA といった外部機関の育成プログラムを利用するだけでなく、独自のプログラムを開発し、スキルの習得・向上を促進している。例えば、3i の場合、EVCA などと同様に、実務経験レベルやポジションに応じた育成プログラム（Introductory Program、Later Stage Program、Group Training Program）を開発し、社内研修として定期的実施している。

比較的経験の浅い人材を対象としたコースは、インベストメントプロセスに沿って体系的にスキルを習得・向上できる内容になっているが、MBO や MBI 関連のセッションを含んでいる場合が多い。MBO や MBI を積極的に展開する欧州の VC ファームの特徴が反映された結果といえる。

これらの育成プログラムの多くは、ケースメソッド方式を取り入れており、London Business School の卒業生などからも実践性が高いとの評価を得ている。講師の多くは、現役のベンチャーキャピタリストないしは VC 業務の経験者が務めており、より実践性を高めるため、自身が担当した案件をケースとして取り上げ、インタラクティブな形態の授業を展開している。

米国と比較し、育成プログラムが積極的に活用されている背景には、VC 業界の歴史が相対的に浅く、また、規模の大きい VC ファームが多く存在することがあげられる。ベンチャーキャピタリストの全般的な投資経験も浅いため、比較的経験の浅い人材を対象とした育成プログラムが多い。しかし、経験の蓄積が深まっている昨今、シニアクラスのベンチャーキャピタリストを対象とした育成プログラムの重要性が高まっている。実際、BVCA は会員企業の育成ニーズを踏まえ、シニアクラスをターゲットとした育成プログラムにも注力するようになった。

#### （４）韓国視察調査で確認された事項

##### <1>ベンチャーキャピタリストの社会的ステータス

韓国のベンチャーキャピタリストの社会的地位は総じて高い。多くのベンチャーキャピタリストは、トップレベルの学歴・職歴を有しており、同年代の平均的な水準を上回る給与を得ている。

また、韓国の場合、VC（創業投資会社）の設立は登録制度に則っているが、資本規模等に加え、KVCA の会長が認定するベンチャーキャピタリスト育成プログラム（＝KVCA が実施するベンチャーキャピタリスト育成プログラム）が、登録要件に組み込まれている<sup>4</sup>。あくまでも登録要件の 1 つであり、資格制度（国家資格）という形態にはな

<sup>4</sup> 創業投資会社を設立するためには、「規定の専門人員を 3 名以上在籍させること」との要件が定められており、同規定の 1 つが「KVCA のベンチャーキャピタリスト育成プログラムの教育課程を履修し、修了試験に合格した者」となっている。

っていないが、受講者（卒業生）であるベンチャーキャピタリストの社会的地位やスキルレベルを実質的に担保するものとなっている。

#### <2>ベンチャーキャピタリストになるための教育プロセス

韓国の場合、社会的評価の高い大学<sup>5</sup>を卒業後、米国の大学で MBA を取得するか、事業会社や金融機関等での勤務を経て、VC に就職するケースが多い。また、ベンチャーキャピタリストとしてのノウハウの蓄積については、米国と同様、OJT を通じてなされている。

#### <3>ベンチャーキャピタリストに求められるスキル

韓国の VC 業界において、最も重視されているスキルは、ベンチャーファイナンスと Industry Expertise の両領域に係わるものである。両領域のいずれかについて、専門的な知識・経験を有さなければ、VC に就職することは困難といえる。VC に採用されたばかりの経験の浅いベンチャーキャピタリストは、最初に欠けている一方のスキルの習得を目指すことになる。

他方、一定の経験を積んだベンチャーキャピタリストは、バリューアッドサービスやモニタリングに関するスキルを身に付けることが求められる。ベンチャー企業を運営できるだけのマネジメント能力や、経営者を適切な方向に導くコーチング能力が重視されている。

#### <4>スキルの習得・向上の方法

韓国のベンチャーキャピタリストの多くは、OJT を通じてスキルの習得・向上を図っている。韓国の代表的な VC である Bokwang Investment においても、特別な育成プログラムは用意されておらず、研修の大部分は OJT に依存している。

ただし、米国の大学の MBA プログラムなどは、一定の評価を得ており、座学形式での学習の有効性が否定されているわけではない。米国の大学の MBA プログラムは、コアスキルを身に付けるための手段として、積極的に活用されている。

一方、KVCA はベンチャーキャピタリストを育成するための KVICI プログラム( Korean Venture Capital Institute Program )を提供している。同プログラムは、NVCA の VCI プログラムをベンチマークとして開発されたものであり、経験の浅いベンチャーキャピタリストに求められるコアスキルをインベストメントプロセスに沿って学べる内容になっている。

上述の通り、同プログラムは政府が認可する VC（創業投資会社）の登録要件に組み込まれているため、受講者は同プログラムを受講後に修了試験を受ける。同試験は、ベンチャーキャピタリストに求められる極めて基本的な知識を問うものであり、大半の受

---

<sup>5</sup> ソウル大学、延世大学、高麗大学のいずれかを卒業している場合が多数を占める。

講者は一定の水準を上回るが、水準を下回った受講者は、課程修了の認証を得られないことになる。

KVCA は講座内容のブラッシュアップを図るため、同プログラムを実施後、受講者を対象とした満足度調査を実施し、毎年プログラム内容に関して、全体の約 3 割を改訂している。タイムリーなテーマの提供に注力している他、内容が適切であっても、十分な資質・能力を有した講師でなければ受講者のスキルアップを図ることはできないとの認識から、満足度の低い講師を入れ替えるなど、講師の人選には細心の注意が払われている。

## 2 - 2 . より高度なベンチャーキャピタリストの育成に関する調査

### ( 1 ) 調査概要

#### <1>期間・対象

本調査は米国（NVCA 等）を対象に実施した。調査期間・対象の詳細は以下の通りである。

#### 【米国視察調査】

調査期間	2004 年 3 月 21 日～3 月 27 日
調査対象	業界団体（NVCA）、VC ファーム（Anthem Capital Management、Emerging Technology Partners、Kleiner Perkins Caufield & Byers）、機関投資家（California Public Employees' Retirement System）、コンサルティングファーム（AZCA、Venture Connection）の計 7 機関。

#### <2>調査事項

シニアクラスのベンチャーキャピタリストに求められるスキル、スキルの習得・向上の方法、など、シニアクラスをターゲットとしたより高度なベンチャーキャピタリストの育成等に資する示唆を得る上で必要性の高い事項を中心にインタビュー調査を行った。

### ( 2 ) 本調査で確認された事項

#### <1>シニアクラスのベンチャーキャピタリストに求められるスキル

米国において、シニアクラスのベンチャーキャピタリストに求められるスキルは、インベストメントプロセスに関連するスキルと、VC の運営に関するスキル（ファンドの組成・管理・運営・回収、ジェネラルパートナーとしての責任、出資者への利益分配など）の 2 つに大別される。

前者については、レベルの高低は別として比較的経験の浅いベンチャーキャピタリス

トにも求められる要素であるが<sup>6</sup>、シニアクラスのベンチャーキャピタリストにステップアップを図る上では、むしろ後者の VC の運営に関するスキルの習得が重要となっている。具体的には、高い IRR を達成し得るファンドストラクチャーを立案した上でファンドを組成・運用するスキルや、ファンドのジェネラルパートナーとして出資者に必要十分な情報開示を行い適切な報酬を得た上で十分な利益分配を行えるスキルなど、投資や VC の存続の前提となる投資資金に係る事項がより重要視されている。

なお、米国の VC 業界におけるキャリアパスの特殊性には留意しなければならない。前述の通り、ベンチャーキャピタリストとして十分なキャリアを確立させるためには、MBA の取得やエンジニアリング等理系の大学院レベルの学位を有していることが 1 つの要件になっているが、同要件に加え、経営経験を有すること(起業経験を有すること、ベンチャー企業を経営した経験を有すること、あるいは、大手企業の事業本部長クラス以上を歴任していること)が前提になる。したがって、VC ファームのアソシエイトとして職歴を重ねたとしても、経営経験を積まなければパートナーに昇格することは不可能に等しく、上記のような経営経験のないアソシエイトがシニアクラスにステップアップする過程で事業会社やベンチャー企業に一度転職し、後に VC に復職するケースが多くなっている。

上記スキル要件については、このような米国独自ともいえるキャリアパスとスキル習得の在り方を前提として成り立っている事実 zu 若干の留意が必要である。

## <2>スキルの習得・向上の方法

シニアクラスのベンチャーキャピタリストに求められるスキルは、基本的に実務を通じて身に付けるものと認識されている。

しかし、座学形式での学習が全て否定されているわけではない。一部のシニアクラスのベンチャーキャピタリストは、法律事務所等のセミナーなどを利用し、法律や制度の最新の改定情報等を入手している。

また、前述の通り、NVCA と NASBIC が共同して提供している VCI プログラムは、ジュニアプログラム ( Under-Graduate Program ) とシニアプログラム ( Graduate Program ) に分かれており、後者は投資経験が 5 年以上のベンチャーキャピタリストを対象としている<sup>7</sup>。同シニアプログラムは、ファンドの組成・管理やジェネラルパートナーとリミテッドパートナーの関係、投資先企業の役員会議における利害対立の解決方法、コーポレート・ガバナンス、投資契約における条件交渉の在り方など、シニアクラスのベンチャーキャピタリストに求められるスキルの習得・向上を企図した内容になっている。ただし、シニアクラスのベンチャーキャピタリストは既に相応の投資経験やトラックレコー

<sup>6</sup> シニアクラスのベンチャーキャピタリストでは、企業価値向上のための各種経営支援や投資先企業との条件交渉、利害対立の際の解決方法等がより重視されている。

<sup>7</sup> あくまでも投資経験で 5 年であり、米国の場合、ベンチャーキャピタリストとしての職歴を重ねる前に事業会社での勤務経験や経営経験を積んでいたたりするため、就業経験年数としては相応になる。

ドを積み重ねている人材であり、インベストメントプロセスに係る実務的なスキル習得よりも、むしろファンドの組成・管理に係る事項やタイムリーでアドホックなテーマについての情報収集・整理に関するニーズが強く、個々人によって関心のあるテーマも異なるため、同プログラムの内容も毎年変更がなされている<sup>8</sup>。また、ジュニアプログラムは既に 29 年間にわたる実績がある一方で、シニアプログラムは 4 年間の実績があるのみで、未だ試行錯誤の段階にあるとされている。

なお、ジュニアプログラムと同様、シニアプログラムも合宿形式で集中的に実施されている（3 日間）が、シニアクラスのベンチャーキャピタリストは極めて多忙であるため、関心のあるセッションのみ受講するといったケースも散見されるようである。

---

<sup>8</sup> 毎年 VC に対してアンケートを実施し、その結果を踏まえて適宜テーマを変更している。

### 3 . V C 業界のニーズ把握等に関するグループインタビューの結果概要

#### 3 - 1 . 調査概要

##### ( 1 ) 期間・対象

本グループインタビューは、2003年5月から7月にかけて実施した。比較的経験の浅いベンチャーキャピタリスを集めたグループインタビューについては、2回実施し、合計で9社のVCから参加を得た。一方、投資経験が豊富で業務を統括する立場にあるベンチャーキャピタリストを集めたグループインタビューについては、4回実施し、合計で17社のVCから参加を得た。本グループインタビュー全体では、日本ベンチャーキャピタル協会の非会員企業を含む総計21社（双方のグループインタビューに参加頂いたVCもあるため、延べでは26社の参加となる）のVCから参加を得られた。

##### ( 2 ) 調査事項

比較的経験の浅いベンチャーキャピタリスを集めたグループインタビューについては、業務内容（職務経歴、現在担当している業務等）、ジョブ・トレーニングの内容（ジョブ・トレーニングの受講経験、受講希望等）、ベンチャーキャピタリストに求められるスキル（比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストに求められるスキル、今後向上させたいスキル等）、育成プログラムに対する要望（プログラムの内容、形態、講師等）など、主に受講ニーズについて示唆を得られる事項を中心にインタビューを行った。

他方、投資経験が豊富で業務を統括する立場にあるベンチャーキャピタリストを集めたグループインタビューについては、キャリアパス及び採用・昇格等の基準（一般的な職務経歴・キャリアパス、採用・昇格等の判断基準等）、ベンチャーキャピタリストに求められるスキル（比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストに求められるスキル、シニアクラスのベンチャーキャピタリストに求められるスキル等）、育成プログラムに対する要望（プログラムの内容、形態、講師等）など、スキルスタンダードや育成ニーズについて示唆を得られる事項を中心にインタビューを行った。

#### 3 - 2 . 本調査で確認された事項

##### ( 1 ) ベンチャーキャピタリストになるための教育プロセス

我が国では、MBAのような体系的育成プログラムを受講する機会を得ないまま、VCにプロパー採用されるケースが多い。入社後についても、ベンチャーキャピタリストと

しての特別な育成プログラムを受講することは少なく、OJTを通じたスキルアップが基本となっている<sup>9</sup>。

一部のVCは、Off-JTの一環として、監査法人等のベンチャー企業経営者向けの株式公開セミナー等を活用しているが、受講者の満足度は概して低く、ベンチャーキャピタリストを主要なターゲットとした体系的且つ実務的な育成プログラムの整備を望む意見が散見された。

なお、我が国のVCにおいては、系列会社からの出向者がベンチャーキャピタリストとして投資業務を担当していることも多いが、このようなケースの場合、3~5年程度で出向元に戻ることも多く、短期間で業務に習熟することが求められている。

## (2) ベンチャーキャピタリストに求められるスキル

いずれのグループインタビューにおいても、ベンチャーキャピタリストが投資業務を遂行する上で求められるスキルとしては、「法務・税務（投資契約書の作成・締結、知的所有権に係る法務、取締役・監査役の権限・責任、IPOに係る法務・税務、倒産・廃業等に伴う清算に係る手続きなど）」、「ベンチャーファイナンス（企業価値評価、キャピタルゲインの予測、資本政策の策定、第三者割当増資・バイアウト投資等の選択・実行、収益計画・増資計画等の立案、株主構成の調整など）」、「Management Support（企業経営の支援、企業戦略・事業計画の立案・支援、マーケティング戦略の立案・実行、人事管理・人材確保など）」、「Industry Expertise（技術力・競争力評価のための専門的知見、テクノロジーマネジメントの実行・支援、市場環境・業界動向・競合他社の事業戦略等に関する見識など）」の4つの領域に整理され得るとの意見で一致した。

上記4領域の中で、「法務・税務」及び「ベンチャーファイナンス」に含まれるものは、概してベンチャーキャピタリストとしてのキャリアの基礎を築くための基本的なスキルに該当するとの指摘がある一方、両領域に含まれるスキルの中でも、知的所有権に係る法務や倒産・廃業等に伴う清算に係る手続きなどは、特殊・専門性が高く、シニアクラスのベンチャーキャピタリストに求められる高度なスキルに区分されるとの意見もあった。また、「Industry Expertise」については、各VCによって認識に若干の相違があったが、高度なスキルに区分されるとの意見が相対的に多かった。

さらに、シニアクラスへのスキルアップを図るためには、上記に加え、「投資案件や起業可能性を見極めるスキル（インキュベーションに係るスキル）」の他、投資先の企業価値を高めてExitを実現するためのスキルとして、「Industry Expertise」、「多様なExit戦略の立案能力（マイルストーンを達成できなかった場合の代替案の作成・実行能力、Trade Salesに関する専門知識、失敗投資先の清算手続きに関する法務・税務など）」、「投資先を正しく導くためのソフトスキル（コミュニケーション能力、リーダーシップ能力、

<sup>9</sup> 一部の上場VCでは、1ヶ月程度の研修プログラムを実施しているが、当該VCが過去に手掛けた投資案件についてのレビュー等が中心で、インベストメントプロセス全般にわたる体系的なものではなく、やはりOJTと自己啓発の比重が高いという現実がある。

交渉力、リスク探知能力など)」が重要との意見も散見された。

また、シニアクラスのベンチャーキャピタリストに求められる要件については、特定のスキルを身に付けているかどうかや、一定の知識レベルに達しているかどうかといった視点のみで判断することは難しく、業務の実行可能性や求められる役割等を基準に定義されるべきものであるとの意見が大勢を占めた。具体的な要件としては、「投資対象となり得る案件を早期段階で発掘し、投資計画を見据えた起業・スタートアップを計画・支援・実行できること」、「潜在的なリスクを探知・算定し、バリュエーションに反映させることができること」、「ビジネスプランや成長可能正当を見極め、適正な投資の可否判断が下せること」、「企業価値の向上と IPO 等の実現に向けて、投資先企業の成長過程をプランニングし、適切且つ時期を得たアドバイス・支援を実行できること」、「常にリスクとリターン、投資期間内のマイルストーン、想定される Exit 等を認識した上で、投資先企業をモニタリングし、経営状況にあわせて適切な資本政策やコンサルティング支援を実行できること」、「IPO 以外の多様な Exit 戦略の手法を熟知し、投資期間内にリターンの最大化を図り得る Exit 手法を選択・実行できること」、「実態が顕在化する前に、リビングデッドの状態を察知し、リスクを極小化させ得る Exit 手法（清算手続き等）を選択・実行できること」などが指摘された。

なお、シニアクラスのベンチャーキャピタリストとして十分なキャリアを確立するためのより高度（特殊・専門的）なスキルについては、一定の経験や資質が前提になるとの認識で一致した。

### （3）育成プログラムに対する要望

比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストを対象とした育成プログラムの内容については、いずれのグループインタビューにおいても、デューディリジェンスから Exit に至るまでのインベストメントプロセスに関連するコアスキルを体系的に習得・向上できるものにすべきとの認識で一致した（ファンドの組成・管理など、VC の運営に関するものは、同育成プログラムの対象外とすべきとされた）。

個別具体的な内容については、様々な意見が開陳されたが、相対的に「手法の概説だけでなく、投資に係る意思決定プロセスと判断基準に触れる機会」を要望する意見が多かった。また、我が国の VC 業界における教育プロセスの現状を踏まえ、「VC に在籍しているが比較的経験の浅い人材 = 学部卒後のプロパー入社、若しくは、(VC 以外の)他職種からの中途入社の後、1~2 年程度投資業務を経験したベンチャーキャピタリスト（ベンチャーキャピタリストに不可欠なスキル要素の全般、若しくは、その一部について、投資業務の経験を通じ一定の知識・経験を有しているものの、それを体系的に学ぶ機会を得ていないベンチャーキャピタリスト）」を主対象とした内容とすることが効果的ではないか、との指摘が散見された。

なお、育成プログラムの形態としては、実務に直接役立つものとするためにも、ある

いは、実務経験の不足を補うためにも、ケースメソッドを中心とすべきとの要望が相次いだ。講師についても、同様の理由により、現場の第一線で活躍するシニアクラスのベンチャーキャピタリスト(一定の実務経験・専門性を有したベンチャーキャピタリスト)を要望する意見が多かった。

## 4 . スキルスタンダードの策定

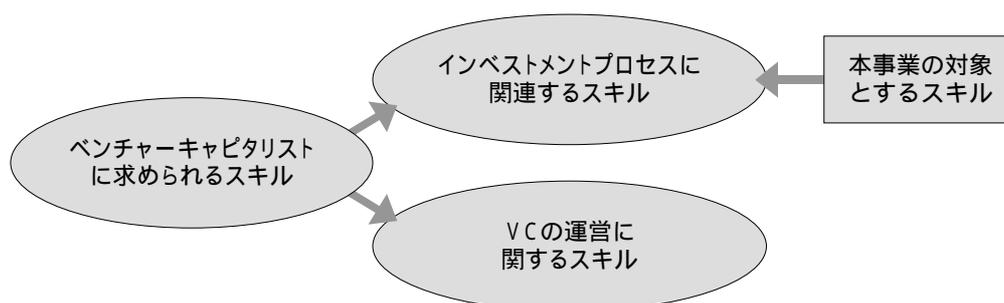
### 4 - 1 . スキルセットの種別・分類

#### ( 1 ) 本事業の対象とするスキル

ベンチャーキャピタリストに求められるスキルを広く捉えた場合、インベストメントプロセスに関連するスキルに加え、VC の運営に関するもの（ファンドの組成・管理・運営・回収、ジェネラルパートナーとしての責任、出資者への利益分配など）も含まれることになる。

しかしながら、ベンチャーキャピタリストに求められるスキルの中で、コア部分を担っているもの（コアスキル）は、インベストメントプロセスに関連するスキルであること、また、本事業が比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストの育成を企図したものであること等を踏まえ、本事業においては、インベストメントプロセスに関連するスキルを対象に、スキルスタンダードを策定した。

【本事業の対象とするスキル】



#### ( 2 ) コアスキルの位置付け

インベストメントプロセスを遂行する上で、必要とされるスキルは、概ね「法務・税務」、「ベンチャーファイナンス」、「Management Support」、「Industry Expertise」の4領域に整理される。

また、インベストメントプロセスは、「Deal Finding & Incubating（案件の発掘、創業支援）」、「Due Diligence & Valuation（ビジネスプランの評価、企業価値評価、マネジメント能力の評価、技術力・競争力評価のための専門的知見、会計監査、投資の可否判断）」、「Deal Structuring（資本政策、投資手法、投資契約、知的所有権）」、「Value Added Service & Monitoring（企業経営、企業戦略、オペレーティング、マネジメント、追加資金調達・資本政策、企業価値向上のための専門的知見）」、「Exit（IPO 関連、Trade Sales 関連、ワークアウト関連）」の5つの段階に分類される。

以上のような認識に基づき、スキル領域とインベストメントプロセスとの相関におい

て、ベンチャーキャピタリストに求められるコアスキルの位置付けを下図の通り整理・分類した。

【コアスキルの位置付け】

	Deal Finding & Incubating	Due Diligence & Valuation	Deal Structuring	Value Added Service & Monitoring	Exit
法務・税務			投資契約		ワークアウト 関連
ベンチャー ファイナンス	創業支援	企業価値 評価		追加資金調達 資本政策	
Management Support		会計監査	知的 所有権	企業経営 企業戦略	IPO・ Trade Sales 関連
Industry Expertise	案件の 発掘	ビジネスプラン・ マネジメント能力 の評価	資本政策 投資手法	オペレーティング マネジメント	
		技術力・競争力 評価のための 専門的知見		企業価値向上の ための専門的知見	
		投資の 可否判断			

#### 4 - 2 . スキルセットのレベル

ベンチャーキャピタリストに求められるスキルは、「ベンチャーキャピタリストとしてのキャリアの基礎を築くための基本的なスキル」と、「シニアクラスのベンチャーキャピタリストとして十分なキャリアを確立するためのより高度（特殊・専門的）なスキル」の2つのレベルに区分される。シニアクラスのベンチャーキャピタリストであれば、基礎的なスキルに加え、より高度（特殊・専門的）なスキルも体得する必要がある。

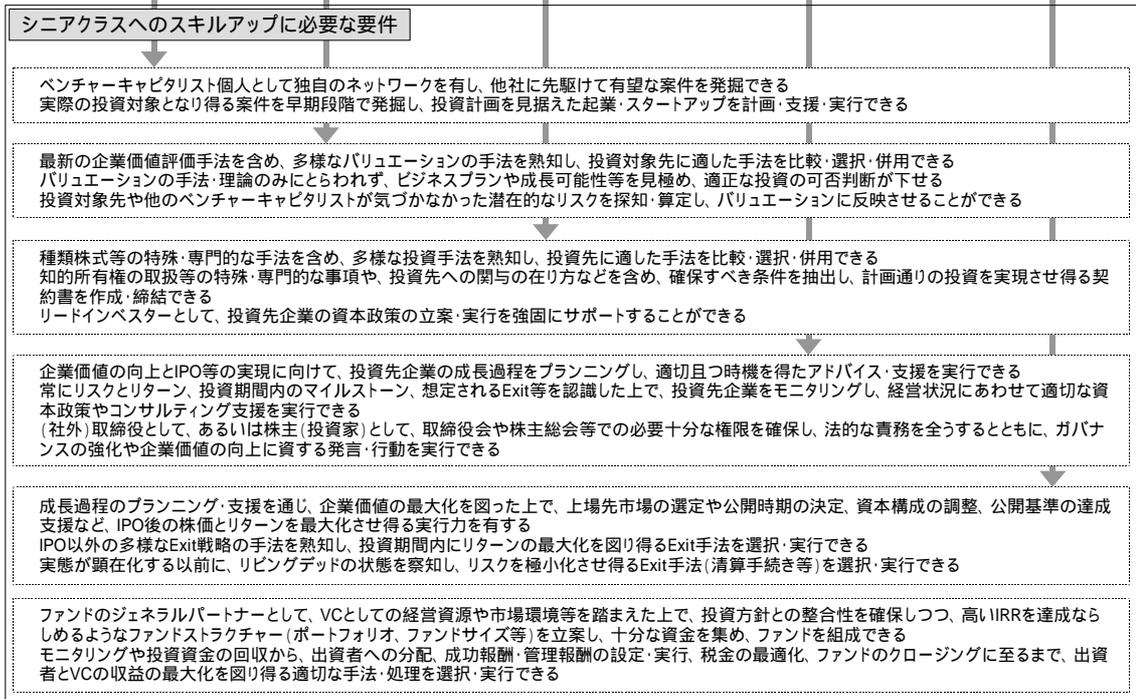
また、シニアクラスのベンチャーキャピタリストに求められる要件に関しては、特定のスキルを身につけているかどうかや、一定の知識レベルに達しているかどうかといった視点のみで判断することは難しく、業務の実行可能性や求められる役割等を基準に定義されるべきものである。

以上のような認識に基づき、インベストメントプロセスの段階別に、「ベンチャーキャピタリストとしてのキャリアの基礎を築くための基本的なスキル」、「シニアクラスのベンチャーキャピタリストとして十分なキャリアを確立するためのより高度（特殊・専門的）なスキル」及び「シニアクラスへのスキルアップに必要な要件」を整理した。各スキルのレベル及び要件については、次頁の図の通りである。

なお、本事業においては、インベストメントプロセスに関連するスキルを主対象にスキルスタンダードの策定を行ったが、シニアクラスへのスキルアップを図る上で、ファンドの組成・管理・運営・回収等に係わる事項は必須となるため、「シニアクラスへのスキルアップに必要な要件」に加えることとした。

【スキルセットのレベル】

	Deal Finding & Incubating	Due Diligence & Valuation	Deal Structuring	Value Added Service & Monitoring	Exit
基本的なスキル	<p>案件の発掘 (関係企業等を通じた情報の入手・紹介、各種情報媒体の活用など) 創業支援 (会社設立に係る法務・税務・会計手続きの処理)</p>	<p>ビジネスプランの評価 (事業計画書の審査、面談調査・周辺調査等の手法) 企業価値評価 (DCF・APV・類似会社比準法・リアルオプション等の評価手法、税務上の株式評価など) マネジメント能力の評価 (経営陣・関係会社等の審査、面談調査・周辺調査の手法など) 投資の可否判断 (スプレッドシートの作成、キャピタルゲインの予測、リスク・リターン分析など)</p>	<p>資本政策 (資金計画・調達スキーム・株主構成・株式公開計画等の策定など) 投資手法 (第三者割当増資・バイアウト投資等の一般的な投資手法の活用など) 投資契約 (権利条項・損害賠償・守秘義務範囲等の確認、タムシート・投資契約書の作成・締結など)</p>	<p>企業経営 (取締役・監査役の権限・責任を始めとする経営参画の手法の理解、企業経営/統治・経営分析・経営管理・業績評価等の手法の活用、税務・会計手続きの処理など) 企業戦略 (市場環境・経営資源等の分析・支援、事業戦略・競争戦略の立案・支援、収益計画の策定・支援など) オペレーティング (市場調査・分析、生産管理・マーケティング戦略の立案・実行など) マネジメント (人事管理、人材確保、ストックオプション等の活用など) 追加資金調達・資本政策 (増資計画の立案・実行、融資資金の確保、社債の発行など)</p>	<p>IPO関連 (上場市場・時期・発行株数・引受証券会社等の公開戦略の策定・支援、社内体制・制度の確立・支援、株主構成等の調整、IPOに係る法務・税務・会計手続きの処理など) Trade Sales関連 (M&amp;A・Buy Back・Secondary Sale等の手法及び実行に係る法務・税務・会計手続きの処理など)</p>
高度なスキル	<p>創業支援 (事業計画の策定支援、会社設立に伴う資金・人材等の調達など)</p>	<p>技術力・競争力評価のための専門的知見 (特許出願資料等の審査、市場環境・技術動向・法規制・行政指導の実態等に関する知見など) 会計監査 (管理会計資料・管理体制等の審査、ショートレビューの作成など) 投資の可否判断 (ポートフォリオ・投資方針との整合性確保など)</p>	<p>投資手法 (備選株式等を始めとする種類株式・新株予約権等の投資手法の活用など) 知的所有権 (知的所有権に係る法務、権利内容・権限の帰属、存続規定・損害賠償等の確認、ライセンス契約書の作成・締結など)</p>	<p>企業経営 (取締役・監査役の権限・責任を始めとする経営参画の手法の活用など) 企業戦略 (資本提携・販売提携・技術提携等の事業提携計画の立案・実行・支援など) 企業価値向上のための専門的知見 (テクノロジーマネジメントの実行・支援、市場環境・業界動向・競合他社の事業戦略・提携の実態等に関する知見など)</p>	<p>ワークアウト関連 (倒産・廃業等に伴う清算に係る法務・税務・会計手続きの処理)</p>



## 5 . 育成プログラムの開発

### 5 - 1 . 育成プログラムの基本方針

#### ( 1 ) 育成プログラムの位置付け

育成プログラムの開発にあたっては、各国の VC 業界における一般的なキャリアパスの在り方が異なっていることに留意する必要がある。

米国では、MBA でベーシックなコアスキルを身に付けたり、一定のオペレーションの経験を経た上で VC に入社する、というパターンが一般的である。しかし、欧州や韓国の VC 業界は、米国よりも相対的に歴史が浅く、必ずしも MBA の取得が一般的になっているわけではないため、各国・各地域のベンチャーキャピタル協会を中心に育成プログラムの開発・提供が進められている。他方、我が国では、MBA のような体系的育成プログラムを受講しないまま、VC にプロパー採用され、OJT を中心に育成がなされているケースが大多数を占めている。

以上のような現状に鑑みれば、我が国において、比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストを対象に VC ビジネスの基礎となるコアスキルを体系的に学ぶ機会を整備することは、極めて社会的意義の高いものと考えられる。

実際、我が国の比較的経験の浅いベンチャーキャピタリストの多くは、自己のスキルアップのために体系的な育成プログラムの受講を強く望んでいる。また、前述した「ベンチャーキャピタリストとしてのキャリアの基礎を築くための基本的なスキル」は、育成プログラムである程度習得することが可能なものであり、この点から考えても、VC 業界のニーズに適った育成プログラムを開発することは、ベンチャー企業が成長・発展を遂げる上で重要な役割を担う高度専門人材たるベンチャーキャピタリストの育成・排出に繋がるものと考えられる。

従って、本事業で開発する育成プログラムの基本方針としては、ベンチャーキャピタリストに求められるコアスキルについて、体系的な教育を実践している Harvard Business School などの MBA プログラムをモデルとして、VC ビジネスの基礎となるコアスキルの習得に焦点を置いたものとする。ただし、同プログラムをモデルとするが、単に一般的な MBA プログラムで提供される必修カリキュラムの構築を目指すのではなく、Harvard Business School などの MBA プログラムで提供されている「ベンチャーキャピタリスト養成コース」をベースとして、我が国において投資業務を展開する VC での実務に耐え得るものとなるようモディファイすることが望ましい。

一方、米国の VCI プログラムのようなネットワーキング機会の提供を主眼とするものや、既にコアスキルを身に付けたシニアクラスを対象としたより高度なレベルのものについては、コアスキルの体系的な教育機会を提供し得た次の段階のものとして捉えることとした。

## (2) 育成プログラムのターゲット

我が国の VC 業界におけるキャリアパスの現状や、VC 各社の育成ニーズ等を踏まえると、ベンチャーキャピタリストの市場価値向上に資する効果的なものとするためには、「VC に在籍しているが比較的経験の浅い人材 = 学部卒後のプロパー入社、若しくは、(VC 以外の)他職種からの中途入社の後、1~2 年程度投資業務を経験したベンチャーキャピタリスト(ベンチャーキャピタリストに不可欠なスキル要素の全般、若しくは、その一部について、投資業務の経験を通じ一定の知識・経験を有しているものの、それを体系的に学ぶ機会を得ていないベンチャーキャピタリスト)」を主対象(ターゲット)とした育成プログラムを開発することが望ましいと考えられる。従って、育成プログラムの開発にあたっては、上記ターゲットのスキルアップに寄与することを主眼とした。

ただし、ベンチャーキャピタリストの育成・輩出には、経験者のスキルアップのみならず、新規流入者の促進・ボトムアップが不可欠であるため、「既に他産業での一定のビジネス経験を有し、今後ベンチャーキャピタリストを志す人材」や「MBA 等のビジネススクールで学び、卒業後ベンチャーキャピタリストを志す人材」の受講にも耐え得る内容とすることを心掛けた。

## 5 - 2 . 育成プログラムの内容

体系的な教育機会の付与を第一義的な役割と据えた上で、デューディリジェンスから Exit に至るまでのインベストメントプロセスに関連するコアスキルを体系的に習得・向上できる育成プログラムを開発した。

また、「既に他産業での一定のビジネス経験を有し、今後ベンチャーキャピタリストを志す人材」や「MBA 等のビジネススクールで学び、卒業後ベンチャーキャピタリストを志す人材」の受講を考慮し、VC の仕組みや位置付けを包括的に学習できるセッションを組み込んだ構成とした。

育成プログラムの形態としては、実務に直接役立つものとするためにも、あるいは、実務経験の不足を補うためにも、ケースメソッドを中心に据えた内容とした。ケースを読み解く上で必要となる知識については、事前に配布する副読教材(サイドリーディング)等で補うこととした。

さらに、ベンチャーキャピタリストを育成するためのプログラムとして、将来的にはビジネススクール等でも活用されることを想定し、MBA における単位認定基準に合わせ、3 時間のセッションを 9 セッション(計 27 時間)設定する構成としている。

育成プログラムの全体像については、次頁の表の通りである。

【育成プログラムの全体像】

	テ ー マ	内 容
第 1 回	ベンチャーキャピタルの仕組み	VC がどのようなビジネスモデルに基づいて成り立っているのか、通常どのような投資手法を通じて投資を実施しているのかを概観する。
第 2 回	ベンチャーファイナンス	ベンチャー企業のファイナンスソース(資金調達源)の中に占める VC の資金の位置付けを理解する。デットとエクイティの根本的な差を理解し、VC の資金の意義を理解する。
第 3 回	デューデリジェンス&バリュエーション 投資機会の検討	投資対象先のビジネスプランを評価し、投資の検討を進めるか否かについて検討する。ビジネスプランの評価に際しての目の付け所やデューデリジェンスの方法を学習する。
第 4 回	デューデリジェンス&バリュエーション バリュエーション	投資を検討する際に利用されているベンチャーキャピタルメソッドを習得する。また、投資に使用される証券・優先株の意義を理解する。
第 5 回	デューデリジェンス&バリュエーション 総合	パイアウトのケースを題材に、デューデリジェンスの重要性とキャッシュフローをベースにしたバリュエーションの手法を学習する。
第 6 回	ディールストラクチャー	VC の投資契約についての理解を深める。投資契約書の主要項目について学習し、各要項がVC 投資のリスクを軽減する上で、どのような機能を果たし得るのかについて理解する。
第 7 回	付加価値サービス	VC の付加価値活動について理解する。資金提供だけに留まらない VC の付加価値サービス(取締役会を通じたモニタリング、戦略立案の支援、追加資金の調達、人材の補強など)について理解を深める。
第 8 回	投資回収 (Exit)      IPO	IPO による投資回収に関して、主要な点(タイムフレーム、IPO ディスカウント、VC ディスカウント、ロックアップなど)を理解する。様々なステークホルダーの利益を調整しながら、投資利益を確保することの難しさを認識する。
第 9 回	投資回収 (Exit)      Trade Sales	Trade Sales による投資回収に関して、主要な点(M&A の考え方、IPO と Trade Sales の長短、現金買収と株式交換の長短など)を理解する。ベンチャー企業の経営者とベンチャーキャピタリストの微妙な関係(投資回収・EXIT における思惑の差)を認識する。

なお、教材については、受講者の学習用のものだけでなく、教材(ケース)の活用方法や講義を行う際の論点、学習のポイント等を説明した講師用のティーチングノートセッション別に作成した。受講者用の教材として開発したものについては、次頁の表の通りである。

【受講者用教材一覧】

	教 材 名	区 分
第 1 回	GO コーポレーション	メインリーディング
	ベンチャーキャピタルのしくみ	サイドリーディング
第 2 回	ダイナシティ	メインリーディング
	卓越した事業計画の作り方 中小企業は大企業の縮小版ではない	サイドリーディング
第 3 回	演習:ディールのスクリーニングとデューデリジェンスプラン ウォールナット・ベンチャー・アソシエイツ(A)	メインリーディング
	アントレプレナーのつくうソ:トップ 10 ベンチャーキャピタルのデューデリジェンス	サイドリーディング
第 4 回	ウォールナット・ベンチャー・アソシエイツ(B) ウォールナット・ベンチャー・アソシエイツ(C) ウォールナット・ベンチャー・アソシエイツ(D) ベンチャーキャピタルの手法 - 評価上の問題	メインリーディング
	米国ベンチャーキャピタルの企業価値評価方法概論 マルチプル法の使い方	サイドリーディング
第 5 回	エイパックス・パートナーズとダイアローグ・セミコンダクター	メインリーディング
	VC 投資に利用される証券 (優先株と普通株)	サイドリーディング
第 6 回	トレンドセッター社のタームシート交渉	メインリーディング
	用語解説:ベンチャーキャピタル用語 参考資料:株式投資契約書(サンプル)	サイドリーディング
第 7 回	ベンチャーキャピタルのケース挿話	メインリーディング
	ゴンゾ・ディジメーション・ホールディング:「成長の痛み」を乗り越える マネジメント・システムとマネジメント・チームの構築	サイドリーディング
第 8 回	ワークスアプリケーションズの IPO(A) ワークスアプリケーションズの IPO(B)	メインリーディング
	日本の株式公開について ワークスアプリケーションズ:成長を加速する資金調達(理論編) ワークスアプリケーションズ:成長を加速する資金調達(社長インタビュー編)	サイドリーディング
第 9 回	アイクレオ(A)	メインリーディング
	アイクレオ(B) 企業買収に払い過ぎていませんか?	サイドリーディング

「メインリーディング」は、本講座で直接使用する教材であり、ケースのストーリーや課題を検討する上で必要となるデータ等が記述されている。一方、「サイドリーディング」とは、当該セッションを受講する上で役立つ基本的な事項や周辺情報等が記載されている副読教材のことを指す。

## 6 . 育成プログラムの実証・評価

開発された育成プログラムの実証・評価を行うため、2003年12月から2004年3月にかけて特別講座（公開講座）を開設した。6種のコース（関東地区集中コース、関東地区2月集中コース、関東地区平日コース、関東地区休日コース、関西地区平日コース、関西地区休日コース）を設置し、計154名の受講者の参加を得た。

### 6 - 1 . 育成プログラムの実証

#### (1) 講師

特別講座を担当する講師は、ベンチャーキャピタリストの実務に精通しているだけではなく、一定のティーチングスキルを有していることが求められる。故に、「ベンチャーキャピタリストとしての実務経験・専門性」と「受講者の学習効果を高めるティーチングスキル」の双方を兼ね備えた人材を招聘するべく、講師の人選を行った。

講師の構成については、先行して実施された関東地区集中コースを除き、セッション別に当該テーマについて高い専門性を有するベンチャーキャピタリストを招聘した。関東地区集中コースについては、講師構成の適切性に関する示唆を抽出するためだけではなく、講師研修を一部兼ねて実施したため<sup>10</sup>、第1回セッションを除いて育成プログラムの開発担当者が講師を担当した。

#### (2) ゲストスピーカー

専門家ならではの豊富な実務経験・専門知識に裏打ちされた知見に接する機会を提供するため、一部のセッションについては、現場の第一線で活躍している当該分野の専門家をゲストスピーカーとして招聘した。ゲストスピーカーを招聘したセッション及びゲストスピーカーの属性は、以下の通りである。

---

<sup>10</sup> 講義内容の平準化を図るため、他コースの講師には、教材（ケース）の使用方法やティーチングのポイントを記したティーチングノートを供与するとともに、関東地区集中コースを傍聴して頂いた（一部の講師については、傍聴頂くことが困難であったため、関東地区集中コースの講義内容を収録したビデオテープの供与によって代替した）。

【ゲストスピーカーの構成】

	テ ー マ	ゲストスピーカーの属性
第 2 回	ベンチャーファイナンス	VC を利用して成長したベンチャー企業の起業家
第 5 回	デューデリジェンス&バリュエーション 総合	VC の会計デューデリジェンスに精通した公認会計士
第 6 回	ディールストラクチャー	VC の法務デューデリジェンスに精通した弁護士
第 7 回	付加価値サービス	ハンズオン投資に関する豊富な実務経験を有するベンチャーキャピタリスト
第 8 回	投資回収 (Exit) IPO	証券会社の株式公開引受部門の担当者
第 9 回	投資回収 (Exit) Trade Sales	M&A のアドバイザー

( 3 ) 受講者

受講者の募集は、企業推薦（日本ベンチャーキャピタル協会の会員企業及びグループインタビュー等に協力頂いた企業を通じた応募）、大学推薦（講座開設場所を提供頂いた慶應義塾大学及び立命館大学を通じた応募）、講師推薦（本講座の講師を通じた応募）、公募（本講座の専用サイト<sup>11</sup>を通じた一般公募）の 4 種の方法を通じて行った。

ケースメソッドを通じた学習の場合、受講者のレベル（スキル・知識等）をある程度揃えた方が、学習効果が高まるため、受講者の募集にあたっては、各人材区分別に以下の要件を提示した。

【各人材区分別の応募要件】

区 分	要 件
VC に在籍しているが比較的経験の浅い人材	1～2 年程度投資業務を経験していること ファイナンス・企業戦略・マーケティング・マネジメント・アカウンティング等の企業経営全般に関する基礎的な知識を有していること
既に他産業での一定のビジネス経験を有し、今後ベンチャーキャピタリストを志す人材	ファイナンス関連・プライベートエクイティ投資関連等の業務経験を有すること MBA 等のビジネススクールで学んだ経験を有すること 受講後のキャリア形成のビジョンが VC 業務との関係において明確であること
MBA 等のビジネススクールで学び、卒業後ベンチャーキャピタリストを志す人材	勤務経験を有すること ファイナンス関連の科目を取得していること 受講後のキャリア形成のビジョンが VC 業務との関係において明確であること

また、上記に加え、「MBA の必修科目に組み込まれている企業経営等の基本的な知識や、インベストメントプロセスに係る一定の業務経験を有し、関連する基礎的スキルを

<sup>11</sup> <http://www.vc-program.com/>

身につけていること」を前提要件として提示し、具体的なスキルレベルを例示した。例示したスキルレベルについては、下表の通りである。

【受講の前提となるスキルレベル(例示)】

<p>1)ファイナンス、アカウンティング</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- 財務諸表(企業の各種決算資料など)の読み方を理解し、基本的な財務分析手法(ROE、ROA、PBR など)に関する知識を有すること</li><li>- 理論株価や投資収益率(IRR など)の算定について、そのフレームワークを理解していること</li><li>- 一般的な企業価値評価手法(DCF、類似会社比準法など)に関する知識を有すること</li></ul>
<p>2)マネジメント</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- 企業のマネジメント手法に関する基礎的な知識(競争戦略、事業戦略、SWOT分析、3C分析、マーケティング戦略など)を有すること</li></ul>

受講者の構成については、本育成プログラムが「VC に在籍しているが比較的経験の浅い人材」を主対象(ターゲット)とするものであることを踏まえ、同人材が受講者全体の7~8割程度を占めるよう配慮した。

本講座全体の受講者数は、初期の段階で100名程度(1コース20名程度、5コース設置)を想定していたが、予想を大幅に上回る応募を受けたため、1コースあたりの定員枠を30名程度に拡大するだけでなく、新たに1コース(関東地区2月集中コース)を追加し、最終的に計154名の受講者を受け入れた<sup>12)</sup>。

#### (4) コース運営

事前学習や事後の反復学習などを行い、スキルの習得・向上を図る上で、どのようなスケジュールでコースを運営することが望ましいかを判断するため、4日間連続で集中的に実施するコース(集中コース)、1セット2日間(土日)を2セット実施する変則的な集中コース(2月集中コース)、平日の夜間に毎週講座を開講するコース(平日コース)、休日に毎週講座を開講するコース(休日コース)の4種のコースを設定した。また、多様な受講者のアクセシビリティを確保するため、平日コースと休日コースについては、関東と関西の両地区において講座を開講した。

## 6 - 2 . 育成プログラムの評価

育成プログラムの内容や本講座の運営方法の在り方等、特別講座について評価を下し、効果的な運営方法等に関して示唆を得るため、受講者を対象としたアンケートを実施した。アンケートは2回にわたって実施し、本育成プログラム全体に対する意見・要望等を訊いた「全体アンケート」の回答者数は145(有効回答率94.2%)、セッション別に意

<sup>12)</sup> 本講座の開講を案内していないVCも少なくないため、潜在的な受講ニーズは極めて高いと考えられる。

見・要望等を訊いた「各回アンケート」の回答者数は151(有効回答率98.1%)<sup>13</sup>となった。また、一部の講師、受講者及び受講者の所属するVCに対しては、インタビュー調査を実施し、意見・要望等を聴取した。

### (1) 受講者の構成

本講座に参加した154名の受講者の内訳は以下の通りである。

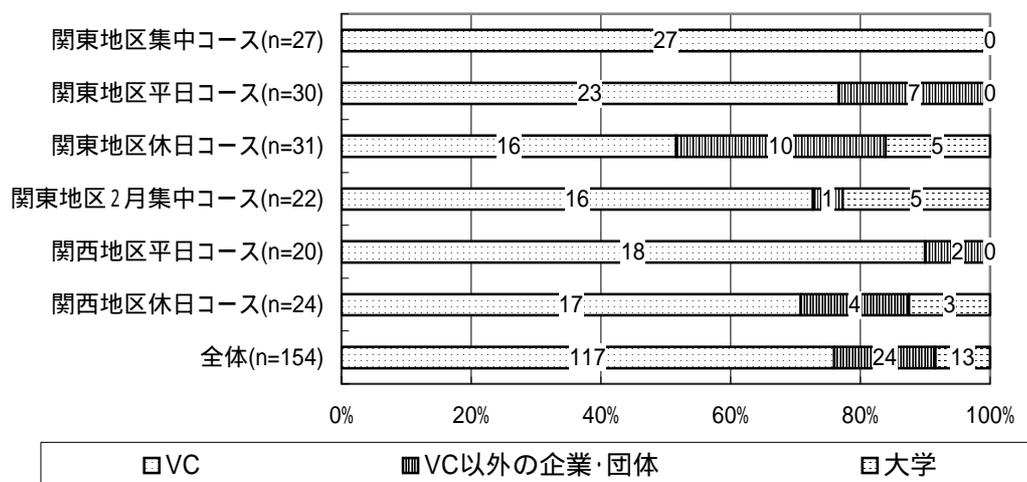
#### <1>所属機関別の構成

受講者の所属機関別(VC、VC以外の企業・団体、大学)の構成は以下の通りである。

【所属機関別の構成 / 表】

	関東地区						関西地区						計	
	集中コース		平日コース		休日コース		2月集中コース		平日コース		休日コース			
VC	27名	100.0%	23名	76.7%	16名	51.6%	16名	72.7%	18名	90.0%	17名	70.8%	117名	76.0%
VC以外の企業・団体	0名	0.0%	7名	23.3%	10名	32.3%	1名	4.5%	2名	10.0%	4名	16.7%	24名	15.6%
大学	0名	0.0%	0名	0.0%	5名	16.1%	5名	22.7%	0名	0.0%	3名	12.5%	13名	8.4%
計	27名	100.0%	30名	100.0%	31名	100.0%	22名	100.0%	20名	100.0%	24名	100.0%	154名	100.0%

【所属機関別の構成 / グラフ】



#### <2>能力レベル別の構成

受講者の能力レベル別(レベルA、レベルB、レベルC)の構成は以下の通りである。

能力レベルとは、事務局が当該受講者の能力(知識・スキル)を経歴や発言内容等から判断し、3段階で評価したものである。本講座のターゲットである「1~2年程度投資業務を経験したベンチャーキャピタリスト(ベンチャーキャピタリストに不可欠なスキル要素の全般、若しくは、その一部について、投資業務の経験を通じ一定の知識・経験

<sup>13</sup> 一部欠席のある受講者や、一部設題に未回答の受講者がいるため、セッション別の有効回答数は異なる。

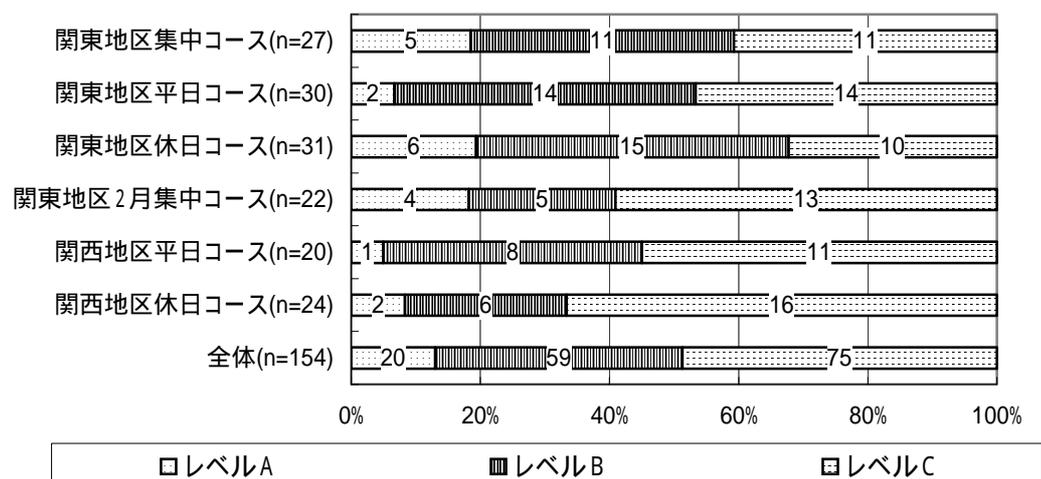
を有しているベンチャーキャピタリスト)」との要件を満たしていると判断した受講者をレベルBに区分した。一方、同水準よりも高いレベルにあるとの判断に至った受講者は、レベルAに区分し、劣った水準にあると判断した受講者は、レベルCとした。

結果、全体の約4割がレベルBに区分され、レベルAは1割程度、レベルCは5割程度となった。いずれのコースにおいても、レベルAに区分される受講者は少数派で、大多数はレベルBないしはレベルCに区分された。

【能力レベル別の構成 / 表】

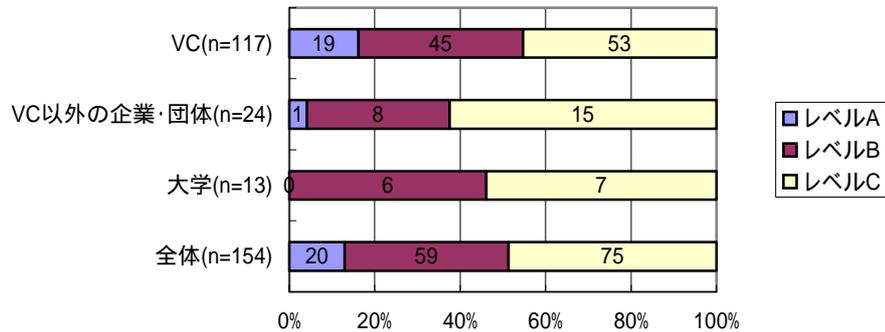
	関東地区								関西地区				計	
	集中コース		平日コース		休日コース		2月集中コース		平日コース		休日コース			
レベルA	5名	18.5%	2名	6.7%	6名	19.4%	4名	18.2%	1名	5.0%	2名	8.3%	20名	13.0%
レベルB	11名	40.7%	14名	46.7%	15名	48.4%	5名	22.7%	8名	40.0%	6名	25.0%	59名	38.3%
レベルC	11名	40.7%	14名	46.7%	10名	32.3%	13名	59.1%	11名	55.0%	16名	66.7%	75名	48.7%
計	27名	100.0%	30名	100.0%	31名	100.0%	22名	100.0%	20名	100.0%	24名	100.0%	154名	100.0%

【能力レベル別の構成 / グラフ】

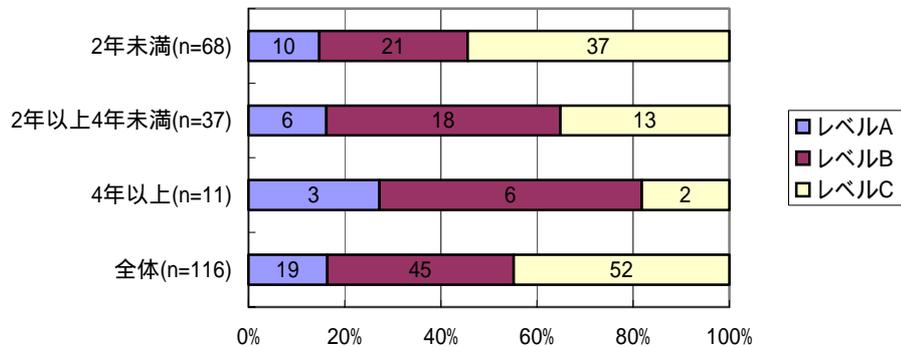


所属機関別に分布をみると、能力レベルの高い受講者の多くは、「VC」に所属していることが確認された。また、VCに所属している受講者を対象に、経験年数別（VCでの勤務経験年数）の分布をみたところ、経験年数の豊富さに応じて、能力レベルの高い受講者の割合も高まることが確認された。

【能力レベル別の構成 / 所属機関別クロス集計】



【能力レベル別の構成 / 経験年数別クロス集計】

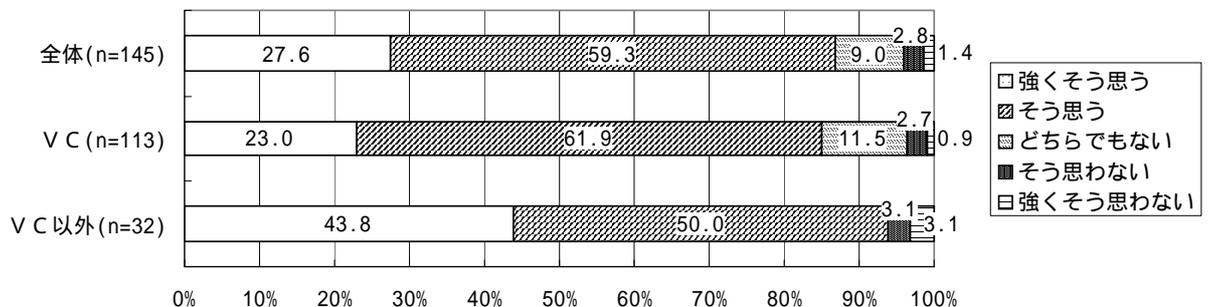


(2) 本講座全体に対する評価・満足度

<1>一般的な評価・満足度

「本講座は十分評価・満足できる内容だった」との問いに対し、いずれの機関に所属する受講者も、9割近くは「強くそう思う」ないしは「そう思う」と回答した。

【本講座は十分評価・満足できる内容だった / 所属機関別クロス集計 / 全体アンケート】



上記事項につき、自由回答で意見を訊いたところ、「実務に役立つものだった」、「体系的に学習することができた」、「必要な知識全般を学ぶことができた」といった講座内

容をポジティブに評価する意見が全体の 8 割近くを占めた。また、「ジョブ・トレーニング等との差異」を問う設題においても、「体系的に知識を習得できた」、「知識を整理することができた」、「様々な観点からの意見・指摘を得て刺激になった」といったポジティブな回答が示された。これらは、本育成プログラムの設計コンセプトの正しさを裏付ける評価といえる。

また、受講者や受講者の所属する VC を対象としたインタビュー調査でも、「評価・満足できる内容だった」との回答を得ており、本育成プログラムは VC 業界の育成ニーズに適った内容だったと判断され得る。

【全般的な評価・満足度 / 自由回答(主な回答) / 全体アンケート】

十分評価・満足できる内容でした。知識の整理といくつか実務に役立つポイント・考え方を習得することが出来ました。
まずは既に述べた通り、VC 全般の実務知識を知ったということで非常に有用であった。その他、VC 実務の方々との人脈及び意見交換ができたこと、また VC 講師の多様な考え方に触れることができたことなど、非常にためになった。その意味で十分満足できる内容であった。
繰り返しになりますが、(1)米国の VC 投資のスキームを学べたこと、(2)日本国内の経験ある VC の話を聞いたこと、(3)クラスメート同士で新しいネットワークを気づけたという点で本講座への満足度はかなり高いかと存じます。
一般の書籍を通じた知識獲得では、具体論への適用において限界がどうしてもありますが、今回の講座であればケースメソッドも豊富であり、より業務に密着した形でスキル向上を図ることができたのではないかと思います。
総合的にはテキスト、講師陣、受講生とどれをとっても期待以上のものであった。

上記は、自由回答で得られた意見の中で、複数人から同様の指摘があったものなど、「代表的である」と判断されたものを抽出し、列記したものである。

【ジョブ・トレーニング等との差異 / 自由回答(主な回答) / 全体アンケート】

<p>社内の勉強会や外部研修ではレベルの高い講師の方を数多く、しかもテーマ毎にお招きすることは困難であり格段の差異があった。また体系的に知識を習得できるという点でも OJT では到底得られないものばかりであり大変参考になった。</p>
<p>OJT のみでは、そもそもどうしてそう考えるのかという理論的な部分がおろそかになりがち、改めて木の幹の部分から枝先にたどり着くという作業を行うことに効果があると思う。</p>
<p>本講座出席によって、一連の知識の取得および整理ができました。他の受講生の意見を聞いて、所属会社内でのレベルでなく、VC 業界としてのレベルがそれとなく認識できたように思います。やはり、ケーススタディを活用した進め方は有効と思います。</p>
<p>本講座は VC 育成という明確な目的の元組まれたプログラムであり、その明確な目的が自己の目的と完全に合致した講座だったため、とても有用なものだった。外部の研修・講座はもっとジェネラルなものが多く、すなわち必要のない努力を強いられることもあるが、今回の講座は違った。</p>
<p>ベンチャーキャピタリストを対象にした講座であり、そのためのスキル習得には効果が高かった。一連の投資業務の展開の中で、入り口から出口まで体系的に学べたのは良かった。OJT 等では細切れになってしまい体系的には学べない。外部研修等もノウハウ的なものも多く、投資案件を検討すると言うものはなかった。</p>
<p>OJT では自分の会社のやり方しか覚えられず、Off-JT では実務で試すフレームワークとしては、一般論に過ぎる傾向があるため、本講座で実際に自分の手と頭をつかって作業をする本講座は、その両者の橋渡しの意味があり、その点が非常に良い点だと思います。また、基本的にそれぞれの VC で少人数のチームを組んで投資を行うことが多いと思いますが、そうした中では限られたバックグラウンドを持つ同僚・上司からのインプットが中心となりますが、今回は多様なバックグラウンドの方々から様々なインプットをもらうことができる点は他の手段に勝るポイントだと思います。</p>

上記は、自由回答で得られた意見の中で、複数人から同様の指摘があったものなど、「代表的である」と判断されたものを抽出し、列記したものである。

## <2>スキルアップ

本講座を受講したことによって、どのようなスキルの向上を図ることができたかと訊いたところ、得られた知識を実際に実務で活用し、自身のスキルアップの度合いを確認する機会を得られていない段階であるにもかかわらず、「知識の整理に役立った」、「今後修得すべき知識が明確になった」といった意見が示された。また、「意欲が高まった」、「意識改革につながった」といった回答もあった。習得できた知識として具体的に指摘されたものの中では、デューデリジェンスやバリュエーションに関わるものが最も多く、全体の約 2 割を占めた。

受講者や受講者の所属する VC を対象としたインタビュー調査においても、同様の回答を得ており、本育成プログラムの有効性や学習効果については一定の評価を得たと判断され得る。

【スキルアップ / 自由回答(主な回答) / 全体アンケート】

<p>今まで想像上でしかなかった、日本のベンチャーキャピタリストの水準を肌で感じる事が出来てよかった。実務に必要な知識と、学問的に必要な知識の線引きや境界線が見えた感じがする。今後は特にファイナンスの計算関係を中心に勉強しなくてはと思った。</p>
<p>実際の投資検討や企業評価の場面で、テキストを復習することがあればスキルアップにつながっていくものと思います。ワークス AP のケーススタディは実践において、ベストプラクティスな意味合いで意識をしています。</p>
<p>初めてVCについてどっぷり漬かる時間が取れたという事で、戻ってから見る書類の意味がわかったり、社内での会話も少しずつ理解できるようになった。私にとってはとても有益だったと思う。</p>
<p>キャピタリストとしての目指すべき方向がおぼろげながら見えてきた。講義内容や他社からの参加者との意見交換で、自社で使っている様々な手法や考え方が、大きくは外れていないことが確認できた。最先端の VC や米国の事例を学んだことで、今までは消極的なアプローチをしがちな案件についてもスムーズに入ることが出来ると思う(例えば、VC 比率が高い案件や、投資時に比較的複雑な投資契約が必要となる案件など)。</p>
<p>様々な論点についてポイントを押さえた資料が用意されており、今後継続的に参考書として使えそう。知識が増え、それに伴い判断に必要なオプションを増やすことができた。</p>
<p>体系的に学ぶことができたことが一番の効果。普段行っている業務が理論的、体系的に結びついたこと。改めて何が不足しているのかを理解し、問題意識として持てたこと。</p>
<p>デューデリジェンスの効率化を意識するようになった。スペシャリストの体験談等で様々な事例を吸収できたので、業務知識の幅が広がった。バリュエーション等、VC 業界標準の考え方を知ることができ、職場でも自信を持って、案件に対する議論ができるようになった。職場で不足している点、今後取り組むべき方向性等を再認識させられた。</p>

上記は、自由回答で得られた意見の中で、複数人から同様の指摘があったものなど、「代表的である」と判断されたものを抽出し、列記したものである。

### <3>継続性の意義

本講座は継続実施に耐えられるものかどうかを聞いたところ、「継続する意義のある講座である」、「継続実施に耐えられる」といったポジティブな意見が全体の約 85%を占めた。受講者の所属する VC から同様の指摘を得ており、本講座を継続的に実施することは、VC 業界の育成ニーズを満たすことになるだけでなく、共通認識の醸成や、案件の相互紹介・協調投資等を通じた VC 投資の活性化<sup>14</sup>・業界全体としての投資効率の向上、ベンチャーキャピタリストの育成・輩出に寄与するものと考えられる。

<sup>14</sup> 実際、特別講座の修了生の間では、既に案件の相互紹介やデューデリジェンスに係る情報交換、協調投資の打診・検討など、個々人の意識改革やスキルアップに留まらず、VC 投資の活性化につながるような具体的な動きが起きつつあることの報告を受けている。

【継続性の意義 / 自由回答(主な回答) / 全体アンケート】

<p>第一線で活躍されるキャピタリストの方が講師を務め体系的に VC の業務を学べるという講座はあまりなく貴重だと思います(講演会はあるでしょうが)。</p>
<p>ビジネススクールにおいても、ベンチャーキャピタルに関する講義は非常に少ないと感じる。ビジネススクールを卒業して VC を目指す人を増やすという意味でも、このようなプログラムは非常に意義あるものとする。</p>
<p>是非継続して頂きたいと思います。ベンチャー企業への投資手法・知識は未だ一般的に(例えば書籍等から)学べる機会は少ないと感じています。ベンチャーキャピタリストの育成なくして、ベンチャー投資が発展していくことはないと思います。</p>
<p>十分意義あると思います。VC 業界にはこのような体系的な学習といったものがなく、OJT による教育が中心だったと思う。このような研修が行われる事により業界内で共通の言語が生まれ、意志の疎通も今後スムーズに行われると思う。</p>
<p>特に国内 VC 業界においては、設立の背景・出身母体が様々で投資判断のスタンダードが何となく曖昧していると評される中で今回のこのような講座は、継続的に実施する意義があるものと感じております。</p>
<p>銀行のように全行ほぼ画一的な融資姿勢では VB は育たないことから、様々な VC があり投資判断等はそれぞれ多様性がなければならないと考えるが、VC は小規模なところが多く独りよがりになりがちな面もある。その中で VC 業界の透明性や信頼性確保の為、本講座においてベンチャーキャピタリストの能力の一定水準の確保や行動規範を学ぶことは大変重要なことと考え、是非継続して欲しいと考える。また、VB のサポートとして VC 業界拡大の為にベンチャーキャピタリストのネットワーク作りに有効な当講座は大変重要な役割を果たすと考えます。</p>

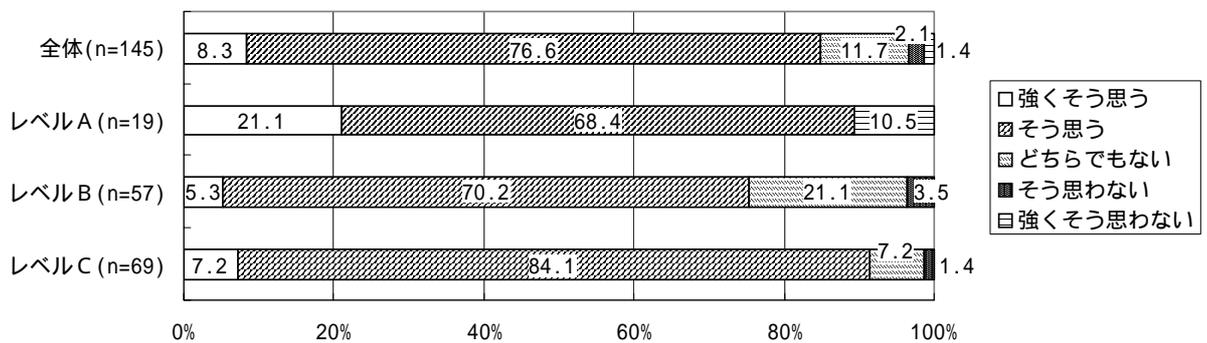
上記は、自由回答で得られた意見の中で、複数人から同様の指摘があったものなど、「代表的である」と判断されたものを抽出し、列記したものである。

(3) 講座内容・教材・課題

<1>スキル・知識の対象範囲

「学びたいと考えていたスキル・知識は網羅されていた」との問いに対し、約 85%の受講者は、「強くそう思う」ないしは「そう思う」と回答した。特に能力レベルでレベル C に該当する受講者は、9 割以上が「強くそう思う」ないしは「そう思う」と回答した。本育成プログラムの網羅性について、高い評価を得られたといえる。

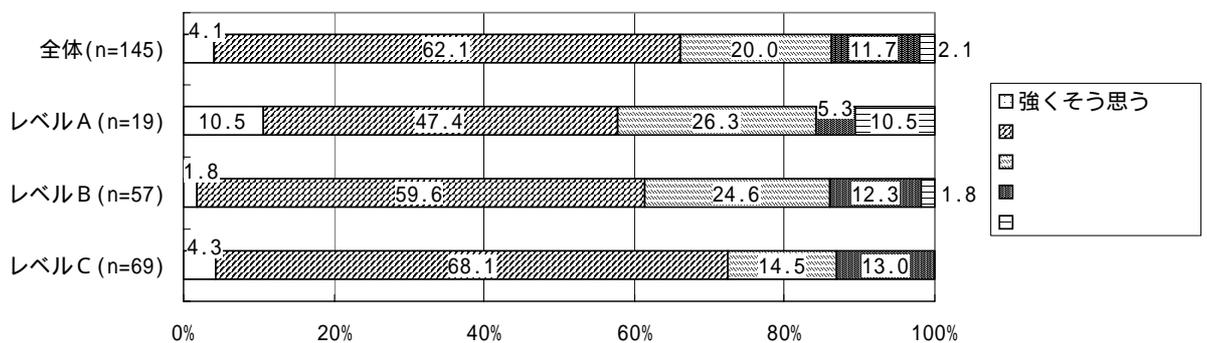
【学びたいと考えていたスキル・知識は網羅されていた / 能力レベル別クロス集計 / 全体アンケート】



### <2>テーマ設定のバランス

「本講座のテーマ設定(講座内容)のバランスは適切だった」との問いに対し、約65%の受講者は、「強くそう思う」ないしは「そう思う」と回答した。「強くそう思う」及び「そう思う」と回答した受講者の割合は、能力レベルが低いほど高まる傾向があった。概ね適正なバランス構成だったと判断されたようである。

【テーマ設定(講座内容)のバランスは適切だった / 能力レベル別クロス集計 / 全体アンケート】



### <3>選択科目として検討すべきテーマ

選択科目として取り上げるべき専門的なテーマについて訊いたところ、ITやバイオなど個別業界に特有の事項及び資本政策関連の事項を指摘する意見が、それぞれ全体の約15%を占めた。次いで、知的財産権関連の事項を指摘する意見が全体の約1割を占めた。その他、事業計画や企業経営関連の事項、法務関連の事項、付加価値サービス関連の事項、ディールストラクチャー関連の事項、ファンドの組成・管理関連の事項を指摘する意見もあった。本プログラムをベースとしながらも、その発展的な活用形態として、今後は、特にニーズの高いテーマについて、選択科目として取り上げることの是非等を検討する余地があると思われる。

【選択科目の設置 / 自由回答 (主な回答) / 全体アンケート】

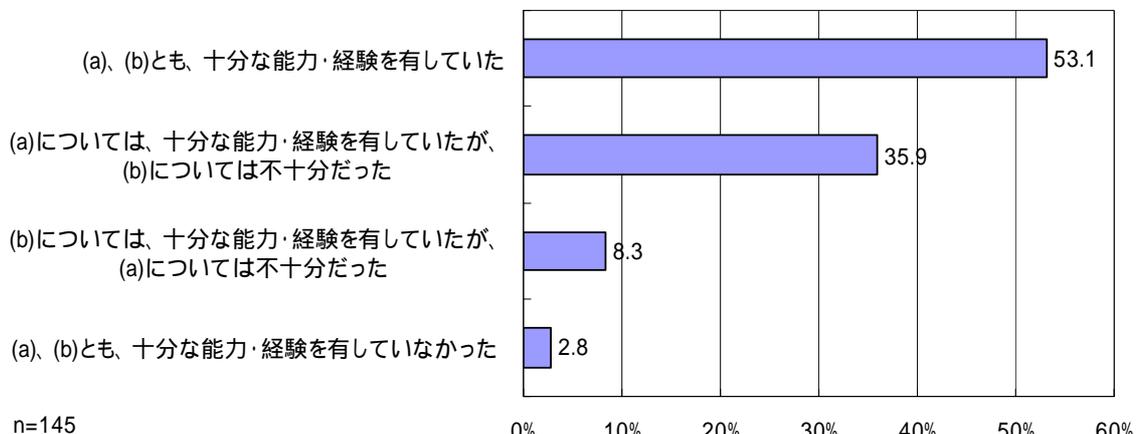
<p>今回のテーマでもあったが、バイアウトやM&amp;Aは通常のベンチャーキャピタリストではあまり馴染みがない部分は通常のテーマとは別に選択科目としてより専門的な講義があっても良いと思う。</p>
<p>専門的なテーマを選択できる事は非常に良いと思います。科目としては IT、バイオなどのビジネスモデルを評価するにあたっての基礎知識講座などがあればよいと思います。</p>
<p>選択科目を設定することは良いと思います。ベンチャーキャピタリストの主要な業務として、ファンド・レイズについても勉強したいと思いました。特に、投資家から見たベンチャーキャピタル・ファンド、それを扱うベンチャーキャピタリストのフィデューシャリー・デューティー等についても扱って欲しいと思います。</p>
<p>選択項目が広がる事はよい事と考えます。専門講座のイメージとしては、業種別(IT、バイオ)の他に事業承継等を切り口とした資本政策提案などキャピタリストとしてのソリューション力アップに資するものが、長い目でキャピタリスト全体の底上げにも有効であると考えます。</p>
<p>今回は体系的なプログラムであり、あまり細部に至らなかったのはかえって良かったのではないかと思います。付加的に選択科目を設定するのは賛成です。例示のような資本政策の最新の考え方、公認会計士による VC 業務の様々な局面での税務上の問題点と実務的処理方法、弁理士によるベンチャー企業の特許戦略、等。</p>

上記は、自由回答で得られた意見の中で、複数人から同様の指摘があったものなど、「代表的である」と判断されたものを抽出し、列記したものである。

(4) 講師

本講座を担当する講師に求められる能力・経験は、「(a)ベンチャーキャピタリストとしての実務経験・専門性」と、「(b)受講者の学習効果を高めるティーチングスキル」の2つがあると認識しているが、実際に本講座を担当した講師は同能力・経験を有していたかとの設題に対し、「(a)、(b)とも、十分な能力・経験を有していた」との回答が全体の約半数を占めた。次いで、約35%の受講者が「(a)については、十分な能力・経験を有していたが、(b)については不十分だった」と回答した。

【本講座を担当する講師に求められる能力・経験 / 全体アンケート】



また、上記事項につき、自由回答で意見を訊いたところ、ティーチングスキル関連の事項を指摘する意見が多く、全体の約 25%を占めた。講師のティーチングスキルの向上を図ることができれば、受講者の満足度や学習効果はより高まると考えられる。本プログラムにおいても、講師用のティーチングノート（ティーチングマニュアル）を作成・提供したが、ケースメソッドを前提としたティーチングノウハウに関するレクチャーを実施したり、同じ講師が何度か同一セッションを担当し、経験を積み重ねることなどにより、ティーチングスキルの向上を図り得ると思われる。

【講師の能力・経験 / 自由回答(主な回答) / 全体アンケート】

理論や事例を紹介するだけでなく、そこにいたる思考過程・方法を指導出来る能力が必要だと感じました。

講師の方が超多忙であることは重々承知しておりますが、講師の方が受け持つセッションの前一週間は、受講生から講師の方に自由に連絡を取れるような仕組みがあったら良いのでは思いました。つまり、事前に受講生が、セッションで扱うケースの疑問点や取り上げてもらいたい受講生の日ごろの疑問等を講師につけることができれば、セッション当日における学習効果はもっと高まるのではと思いました。

上記は、自由回答で得られた意見の中で、複数人から同様の指摘があったものなど、「代表的である」と判断されたものを抽出し、列記したものである。

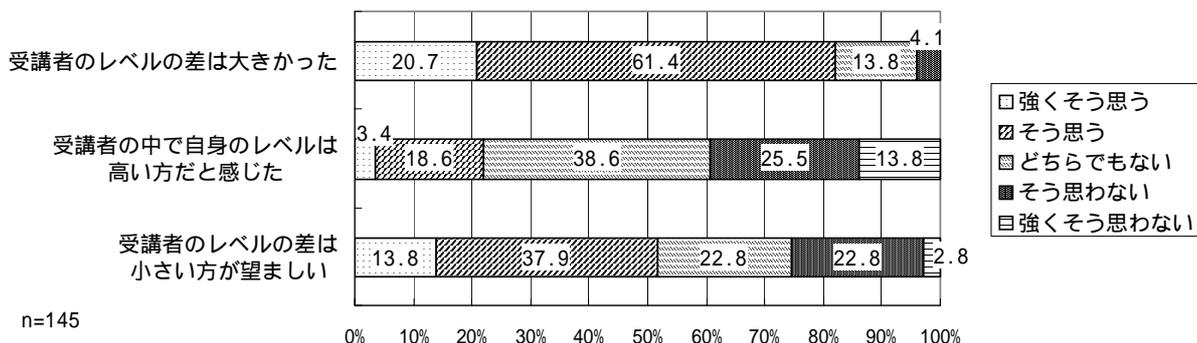
## (5) 受講者

### <1>受講者のレベル

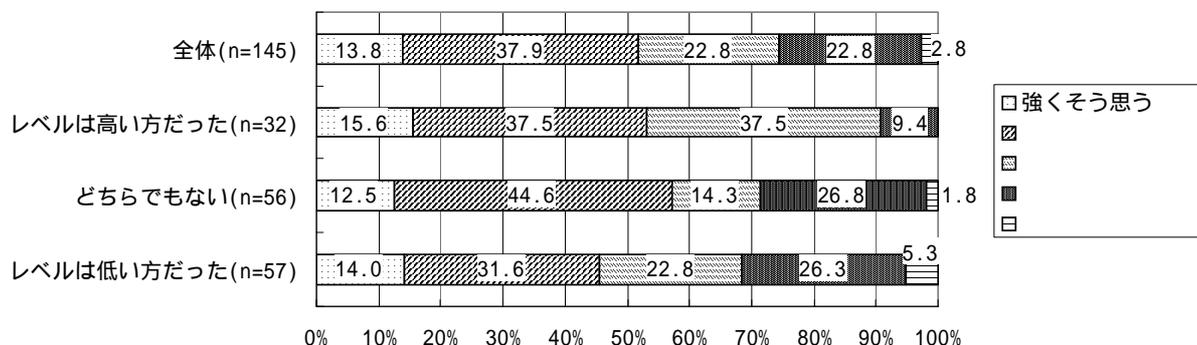
「受講者のレベルの差は大きかった」との問いに対し、約 8 割の受講者が「強くそう思う」ないしは「そう思う」と回答した。他方、「受講者の中で自身のレベルは高い方だと感じた」との設題に対し、約 4 割の受講者は「どちらでもない」と回答した。

「受講者のレベルの差は小さい方が望ましい」との問いに対しては、過半数の受講者が「強くそう思う」ないしは「そう思う」と回答しているが、「レベルは低い方だった」と感じている受講者に限ると、「強くそう思う」ないしは「そう思う」と回答した受講者の割合は半数を下回る。したがって、レベルが高い、あるいは、レベルが中程度にあると認識している受講者ほど、レベルの平準化を望んでいると思われる。

【受講者のレベル / 全体アンケート】



【受講者のレベルの差は小さい方が望ましい / レベル認識別クロス集計 / 全体アンケート】



「受講者の中で自身のレベルは高い方だと感じた」との設題に対し、「強くそう思う」及び「そう思う」と回答した受講者を「レベルは高い方だった」、「どちらでもない」と回答した受講者を「どちらでもない」、「そう思わない」及び「強くそう思わない」と回答した受講者を「レベルは低い方だった」に区分し、上記レベル認識別のクロス集計を行った。

また、受講者のレベルについて、自由回答で意見を訊いたところ、事前の試験や経歴等での審査でレベルの平準化をより図るべきとの意見が相対的に多く、全体の2割近くを占めた。また、レベル別や経験年数別にコースを分けるべきとの回答もあった。いずれにしても、同一クラス内でのレベル・知識の平準化を望む意見が過半数を占めており、受講の前提となる要件等をより厳密に適用したり、受講者のレベルを事前に把握するべく応募用紙の記入項目をより精緻にしたりすることなどによって、平準化を図ることができれば、学習効果も高まると思われる。

一方、事前予習の程度を指摘する意見も多く、全体の約1割を占めた。例えば、課題への回答の事前提出を義務付けるなどして、事前学習の程度の差を小さくすることができれば、学習効果の向上が望めるのではないかと推察される。

【受講者のレベル / 自由回答(主な回答) / 全体アンケート】

受講者のレベルの差というより、研修に対する取組姿勢の差だと思いました。私は、VC の実務経験が余り無い為、大変なプレッシャーを感じ、それを克服すべく、研修前1月位前から必死になって「ベンチャー」や「MBA」の本を読みました。勿論平日のみならず土日の時間の空いた時に勉強しました。お陰で知識も向上しましたが、研修もさる事ながら事前の勉強がいかに大事かという事は分かっていました。でも、全く本を読まずに研修に来ている人がいてびっくりしました。もっと、会社を代表して参加しているのですから、自覚とプライドを持って行動すべきです。立派な事を言う積りはありませんが、学習効果を高める為にも、最低限の事前学習は必要です。

私自身のレベルは高いと思わないので、逆にレベルの高い方と一緒にできて非常に勉強になりました。しかし、レベルの高い方からすれば物足りなかったのではと思いました。

受講者のレベルは確か高かったですが、受講者全体で見ればそれほどレベル差があったようには感じなかった。レベル差というより取り組み姿勢、準備状況に差が大きかったように思います。自身のレベル感は低くないと感じました。学習効果を高めるためにはレベル差が小さい方が望ましいと思う。

上記は、自由回答で得られた意見の中で、複数人から同様の指摘があったものなど、「代表的である」と判断されたものを抽出し、列記したものである。

<2>受講対象者

本講座を受講するに相応しい人材について訊いたところ、1~2年程度の投資業務経験を指摘する意見が多く、全体の2割近くを占めた。同意見を含め、経験を基準とする意見が全体の約半数を占めていたが、高い意識・意欲や、一定水準以上の知識を基準とすべきとの意見もあった。経験の程度だけではなく、意識や意欲、知識レベル等を基準に応募要件等をより厳密にすることによって、レベルや知識の平準化、延いては、学習効果の向上に寄与すると考えられる。

【受講対象者 / 自由回答(主な回答) / 全体アンケート】

<p>非常に難しいテーマだと思う。その理由は会社の投資スタイルにより状況が全く異なるからである。一般的には在籍年数や年齢ではなく、実際の経験の多寡が大きく影響すると思う。また、経験と言っても単に検討件数や投資件数に比例するわけでもなく、案件の検討の仕方、投資後の企業への係り方、ベンチャー投資なのかバイアウト投資なのか、ベンチャー投資であればハンズオンタイプなのか、ハンズオフタイプなのかによっても大きな違いが出ると思うので、これらの視点からコースそのものを分けてしまうのも一つの方法かも知れない。</p>
<p>VC 業界で、半年～1年半、平均で1年ぐらいのキャリアを持ち、他人が担当した案件等で、投資に関するひと通りの流れは頭に入っているという人間が、相応しいのだと思う。</p>
<p>証券アナリストの基礎科目を理解していることが前提として必要であろう。</p>
<p>やはり今回のようなある程度の経験を前提にした応募が好ましいのではないかと思います。全く前提がないと問題意識・課題を持って講義に臨むことはできないのではないのでしょうか。</p>
<p>一連の投資業務(ファインディングから Exit まで)を経験し、VC 投資を概観できることが必要ではないでしょうか。</p>

上記は、自由回答で得られた意見の中で、複数人から同様の指摘があったものなど、「代表的である」と判断されたものを抽出し、列記したものである。

(6) 講座運営

課題への取り組みを含め、事前学習や事後の反復学習などを行い、スキル・知識の習得を図る上で、望ましいコース運営の在り方を訊いたところ、毎週実施するコース(本講座における平日コース及び休日コースのようなコース運営)を指摘する意見が全体の約45%を占めた。次いで、集中的に実施するコース(本講座における集中コース及び2月集中コースのようなコース運営)を指摘する意見が全体の約2割を占めた。また、約1割の受講者は、隔週で実施するコースが望ましいと回答した。受講者のニーズに応えるとの観点からすれば、本講座同様、いくつかの選択肢を示すことが重要と思われるが、それが困難な場合には、毎週実施するコースを基本として開講することが望ましいと思われる。

【コース運営 / 自由回答(主な回答) / 全体アンケート】

それぞれ仕事のある中で多様なコース設定をしていただいたのはありがたかった、当初から日程が決まっていたので特段調整等に支障はでなかったし、週一回の講義であったため徐々に予習のペース等もつかめてちょうどよい間隔であったと考える。
個人的には休日集中コースだから受けた、というのがあります。ある程度実務から離れた、集中した時間を持って考えたかったということ、毎週夜行く、というほど積み重ねを求めていますので、本講座はある程度実務経験者を集めていくのであれば、毎週知識付与というよりは自分のやり方を再検証する時間を確保する、という考えで利用させていただきたいように思います。
集中コースより毎週受講するほうが予習・復習の時間がとれてよいと思います。集中コースは時間に制約がある方が短期間で受講するにはよいコースだと思います。
隔週土曜日が良いと思います。土曜日に出てくる程度の意欲のない方に研修は無駄です。
休日コースが最も望ましい。14 時という時間設定は予習可能であり、都合が良かった。社会人であれば、平日の夜間は難しいと考えられる。結局はワークロードの量と時間の問題。

上記は、自由回答で得られた意見の中で、複数人から同様の指摘があったものなど、「代表的である」と判断されたものを抽出し、列記したものである。

## 6 - 3 . 実証・評価等を通じて得られた示唆

### (1) 実証・評価を通じて得られた成果

前述した通り、本事業の目指すべき成果としては、本事業に直接関与しなかった VC も含め、広く VC 企業一般から評価されるものであること、特別講座に参加した受講者が十分満足し、その能力向上に効果のあるものであること、ベンチャーキャピタリスト育成のためのプログラムとして、以後幅広く活用されるものであること、を掲げた。本項では、想定した所期の目的を達成することができたかどうか、改めて検証することとしたい。

まず、「特別講座に参加した受講者が十分満足し、その能力向上に効果のあるものであること」についてであるが、多くの受講生から、高い満足度や継続実施への期待、意識改革やスキルアップにつながったとの指摘が示された事実は、十分な成果を導き出し得たとの評価の裏付けとなるものである。

次に、「本事業に直接関与しなかった VC も含め、広く VC 企業一般から評価されるものであること」については、受講生を派遣した VC のほとんどが効果的であったと指摘するとともに、継続的に利用したいとの意向を示していることから、一定の価値あるものと評価され得たようである。特に、入社 2-3 年目の社員のほとんどを派遣した VC があったことや、グループインタビュー等のプログラム設計時に関与しなかった VC から積極的に派遣を受けたこと、派遣元の管理者から全般的に高い評価を受けた事実から、本プログラムは VC 企業一般から評価されるものとなり得たと考えられる。

また、「ベンチャーキャピタリスト育成のためのプログラムとして、以後幅広く活

用されるものであること」に関しては、既に本プログラムの有用性を評価する関係者（JVCA 及び VC の育成担当者、大学関係者）から、著作権・使用権が広く開放され、廉価に活用できる環境が整えば、これを積極的に活用したいとの意向が示されている。こうした事実は、本プログラムが一過性のものに終わらず、継続的に活用される価値あるものとなったことを端的に表すものである。

受講生や派遣元である VC から、継続実施に耐えられるものであるとの評価を得た事実や、受講料が有料となっても活用したいとの意向が多く示されたこと、受講者の意識改革やスキルアップのみならず、VC 業界共通の問題認識の醸成に寄与する機会となったこと、受講生・講師間の親交により投資案件の相互紹介が促進されたこと、また、これらを通じて VC 投資の活性化並びに VC 業界全体としての投資効率の向上に資する契機を得た事実は、本育成プログラムの存在意義とその市場価値の大きさを如実に表すものである。

さらに、本事業の取り組みを紹介したマスコミ報道や専用サイトを通じて、特別講座に関する多数の問い合わせを受けたことは、社会的に注目される事業となり得た事実を示すものであり、且つ、そのような報道・反響を通じて VC 業界及びベンチャーキャピタリストの社会的認知度の向上に資する機会を得たと判断され得るものであろう。

なお、本事業においては、上記の3つの成果を通じて、将来、シニアクラスをターゲットとしたより高度なベンチャーキャピタリストの育成に移行する契機となるなど、先に繋がるものとなること、キャピタリストの認知度・信頼性の向上により優秀な人材が VC 業界に流入することに繋がるなど、我が国ベンチャーキャピタリストの質及び社会的地位の向上に資するものとなること、を中長期的な効果として捉え、事業を推進してきた。この人材の流入に関しては現段階で判断することは現実的に困難な事項であるが、これに関しては本プログラムの修了生（受講生）から、シニアクラスへのステップアップを図るための選択科目群の開発に関して強い要望が出された事実や、JVCA においてもプログラム開発に関する前向きな見解が示された事実から、シニアクラスをターゲットとしたより高度なベンチャーキャピタリストの育成に移行する契機となり得る可能性が極めて高い、と判断できよう。

このように、所期に掲げた成果については、概ね相応の実績を上げられたと判断され得るが、産業政策的な観点から措置が講じられ、VC 業界の知見を集約して作り得た、いわば「社会的な財」である本プログラムは、著作権・使用権を広く開放し、関係者が継続的に活用することを通じて随時ブラッシュアップされ、我が国 VC 業界において真のインフラとなり得ること、またその結果として、中・長期的にはキャピタリストの認知度・信頼性の向上により優秀な人材が VC 業界に流入すること、延いては我が国の新規産業創出の一端を担うベンチャービジネスが一層振興されることが期待される。VC 業界の知見と、質及びステータス向上への弛まぬ自助努力の結果として導き出し得た果実であるこの「社会的な財」を継続的に有効活用し、投入された知見・努力や政策的な対応・措置に見合う確実なリターン、ゲインを常に導出・還元して行くことが、VC 業

界と本事業に関与した関係者に共通する今後の使命であると考えられる。

## (2) 実証・評価を通じて確認された課題

前述の通り、本育成プログラムに対する評価・満足度は総じて高く、所期に掲げた成果を概ね達成するに至ったが、実施主体の如何を問わず、本講座を継続的に実施する上で検討すべき課題も抽出された。具体的には、学習効果を高める観点から、受講者のレベルをより平準化すること、講師のティーチングスキルをより高めること、受講者のレベルと講義内容のレベルのミスマッチを防ぐこと、が必須の事項であると考えられる。

まず、「受講者のレベルの平準化」については、受講の前提となる要件等をより厳密に定義した上で、受講者のレベルを事前に把握するべく応募用紙の記入要項を同要件に則してより精緻にするなど、運営面での改善を図ることによって対応できると考えられる。また、応募・申請時点での取り組みと合わせて、レベル別や経験年数別にコースを分けて、よりレベルの差異を解消するコース設定の在り方を追求することや、事前学習の程度の差を極小化するために、設定された課題に対する回答を事前提出することを受講者に義務付けること、講義開始後に課題の回答状況や講義時の発言内容から受講者のレベルを詳細に実態把握した上でグループワークのグループ組成を行うなどの配慮が有効であると考えられる。

次に、「講師のティーチングスキル」に関しては、講義内容を収録した講師用研修教材の開発・提供を行うことや、ケースメソッドに関する講師向け事前レクチャーを実施すること、一人の講師が同一セッションを複数回にわたって担当すること、などの取り組みを実行することで、ティーチングスキルに関するノウハウの蓄積と向上が図られるものと考えられる。

また、「講座内容と受講者のレベルのミスマッチ」については、受講者から事前提出された、課題に対する回答結果を講師にフィードバックし、講義開始前に受講者個々のレベルを講師に把握させることや、専用サイト等を通じ、講義開始前に講師と受講者が講義内容や課題について意見交換を行う機会を設けること等の工夫が有効であろう。

上記の3点（「受講者のレベルの平準化」、「講師のティーチングスキル」、「講座内容と受講者のレベルのミスマッチ」）は相互に密接な関係を有しており、学習効果を左右するポイントでもある。相互間でバランスを取りつつ、より適切な講座運営を模索して行くことが不可欠である。

以上のように、本育成プログラムの実証・評価を通じて確認され得た課題は、総じて柔軟且つ綿密な講座運営によって解決を図れる事項であり、本育成プログラムの価値や存在意義自体を根本から覆すものではない。上記3点に十分配慮しつつ、本講座を継続的に実施する中で、運営ノウハウを逐次蓄積することができれば、漸次解消されるべき

ものであると考えられる。

いずれにしても、関係者による、この「社会的な財」の積極的且つ継続的な活用が望まれるところである。