

2024年2月22日

公益社団法人 日本証券アナリスト協会

シニア・プライベートバンカー筆記試験（2023年秋試験）の結果について

公益社団法人 日本証券アナリスト協会では、シニア・プライベートバンカー（シニア PB<上級レベル>）筆記試験（2023年秋試験）に関し、PB資格試験委員会（委員長：新井 富雄 東京大学 名誉教授）の審議を経て、次のとおり合格者を決定した。

筆記試験の受験者（答案提出者）79名のうち、合格者は19名、合格率は24.1%であった。合格者19名は、全員所定の実務経験を積んでおり、シニアPB資格が付与される。

なお、試験開始（2013年）以来の累計は以下のとおり。

【参考】シニア PB 合格者・累計（326名）の内訳

－2013年8月から2024年2月までの累計－

	受験者数（名）	合格者数（名）	合格率（%）
合計	1,358	326	24.0

【参考】シニア PB 筆記試験合格者数上位5位企業

1. (株) 三菱 UFJ 銀行 48名
2. 野村證券(株) 33名
3. (株)三井住友銀行 30名
4. 三井住友信託銀行(株) 16名
5. 三菱 UFJ モルガンスタンレー証券(株) 14名

2023年秋試験の答案の特徴等については、添付の「シニア PB 筆記試験（2023年秋試験）総括コメント」をご参照下さい。

【本件に関する照会先】
公益社団法人 日本証券アナリスト協会
PB 教育担当
E-mail : pb@saa.or.jp

以 上

シニアPB筆記試験（2023年秋試験）総括コメント

今回の出題意図と採点委員が指摘したコメントからみた答案の特徴、課題は次のとおり。

1. 出題意図

今回の試験では、医薬品の安定供給で地域医療を支えてきた医薬品卸企業の2代目オーナーから、事業承継の方向性や資産承継、資産運用・管理の相談があったという設定で出題した。

今回のケースでは、オーナーは2つの共同創業家に分かれているが、経営を担う両家の間に争いはなく、それぞれが創業理念を受け継ぎながら第二世代に経営交代されており、業績も堅調なことから足元の経営に問題はない。

しかし、経営支配力をもつ創業家側では、親族内の後継候補が若いことから将来に向けた道筋をつけられずにおり、円滑な事業承継と成長のためには親族外への承継も選択肢に入れる必要があるという設定になっている。

親族内承継を目指すなら後継者の適性を見極めるまでの期間の対策等をどうするか、所有と経営の分離を目指す場合のエージェンシー問題はどうか、MBOを目指すなら対象企業に及ぼす財務的影響など資金調達におけるリスクや課題をどうするか、M&Aを目指す場合の留意点や税引き後手取り額の管理・運用はどうか、事業承継のシナリオ次第で将来の資金状況が大きく変動する事業オーナーの資産運用をどうするか、美代子氏の財産分与などの思いへの対策はどうかなどについて、社会的使命を担う事業の成長も見据えながら方向性を見出す必要があるだろう。

医薬品の安定供給で地域医療を支えるというファミリーミッションに鑑みて、何が全体最適の選択肢となり得るのか、事業承継や資産運用・承継管理、その他の課題も含めて一般論に止まらない一歩踏み込んだ方策を描けるかが鍵となる。

2. 今回の答案の特徴、課題

(1) 評価できる点

丁寧な現状分析に基づいて課題を整理できており、与件文に示されていない課題まで把握して指摘する答案が増えている。事業環境の分析では、SWOTを行うなどして説得力

のある事業（承継）計画の方向性を示している。相談者ファミリーだけでなく、共同創業家を含めた思いの共有の必要性を説く答案もみられた。

(2) 改善が必要な点

① 提案書に取り組む姿勢

一方で、本試験は、与件文に託された相談者との対話から顧客ファミリーの抱える課題を汲み取り、進むべき方向性を見出すための導きや方向性に沿った課題解決の方策を示す（＝「提案書」を書く）というものなのだが、多くの受験者は単に試験問題を解くという姿勢から抜け出ていないように思われる。

そのためなのか答案の多くは「提案書」という位置付けが希薄になり、エグゼクティブサマリーの内容は要点を得ず、後段の説明・提案部分との整合性がとれないまま、ストーリーの流れが歪なものになっている。

何よりも、相談者（読み手）の立場に立った提案書という意識が希薄なため、デザインこそ格段に向上が見られるものの、文字サイズが小さ過ぎたり、提案書の枚数全体を見据えた適正な説明量（文字分量）となっていない。

全体最適に導ける可能性のある方向性や具体的な解決方法を一旦構想した上で、全体のバランスを考えながら相談者に伝えたい事柄を構成要素として提案書に落とし込む（「提案書」に託していく）というスタンスへの転換が期待される。

②エグゼクティブサマリーの書き方

エグゼクティブサマリーは、その後続く詳細部分を読みたいと相手に思わせる構成でなければならない。それでは、具体的にどうすればよいのか。今回のケースにあてはめて考えてみたい。

例えば、事業承継の最終的な方向性（目標）を「智一氏に承継させること」として検討すると仮定しよう。そうすると、本人の意思・能力を確定するまでの移行期間についてどのように企業がバナンスを維持するのか、厳しい事業環境に鑑みて業界再編で売却を強いられた場合や資本提携を実施する際の機動性をどのように確保するか等の様々な課題が見えてくる。

そうした課題を克服する手段として、浪川家と藤田家で株主間契約を結ぶとか、自社株を譲渡する等して共同創業家の持ち株比率を上げるなど幾つかの対応策が考えられる。それらの選択肢の中からどの方策が実現可能性が高く、最終的に全体最適に資するのかを判断基準を設けて絞り込んでいく。

こうしたステップを踏み、現状把握と課題整理、採るべき方策と期待される効果の論点を整理して、スケルトンの形で示したものがエグゼクティブサマリーになるのである。一方、本文の位置づけは、そのスケルトンの肉付けをすることである。

こうした点を意識して提案書を作り込めば、冒頭のエグゼクティブサマリーと後段の

説明・提案部分との整合性がとれ、ストーリー性のある内容に近づけると思われるので、受験者は参考にされたい。

③比較検討の深掘り

今回の相談者は、親族内承継や所有と経営の分離、共同創業者一族を含む従業員承継、第三者承継（M&A）まで具体的な比較検討を希望しているので、どの方策が全体最適となるのかについて、当社にあてはめて深掘りし、方向性を絞り込んでいく必要がある。

しかし、答案の多くは、事業承継方策の比較に際して、後継候補が幼いから親族内承継は対象にならないとか、明確な後継者が決まっていないので親族外承継が望ましいなど、安易な理由で選択肢を絞り込んでしまうので、相談者の理解を得られるとは思えない。

例えば、親族内承継を見据えた所有と経営の分離を目指すなら、後継者の適性を把握するためにどの程度の期間を要するのか、準備期間と位置付けたその期間に何をするのが良いのか、適性がないと判明した時点で方向性を変えた場合にどのようなリスクが予想されどう備えるのか、そうしたリスクを踏まえても現時点でMBOやM&Aを行うことと比較して何がどのように優れているのか等について示す必要がある。

また、親族外承継でMBOを推奨するなら、浪川家にとってはM&Aも同じ親族外承継であるところ、一般的にはM&Aの方が売却価格は高額となる（創業者利益が大きくなる）ことから、それでもMBOの方が当社にとって優れている点（利益よりも重視すべき事柄がある等）を強調するなど、一步踏み込んだ比較検討は欠かせないであろう。

将来が不確実なことを踏まえると、あらゆる選択肢を排除せず、深掘りして比較検討する姿勢が必要であった。

④ 資産の運用・管理について

資産運用アドバイスにおいては、保守的な仮定からキャッシュフロー予測を行い、長期運用に回せる余裕資金がどのくらいあるのかを確認することが基本動作となるのだが、そうした分析をしないまま資産運用提案をしたり、キャッシュフロー予測との繋がりが不明なポートフォリオ提案をするものが少なくなかった。

特にオーナー経営者の場合は、前提により将来の資金状況が大きく変動することから、まずは事業承継のメインシナリオをしっかりと描いたうえで、納税資金負担も含めたキャッシュフロー予測を行い、中長期に運用可能な資金の有無を確認するべきであろう。

なお、「推奨ポートフォリオの期待収益率に見合ったペースで金融資産残高が将来的に増加するので問題ない」と説明する答案が散見されたが、資産運用においてはダウンサイドリスクも存在するので、この点もしっかりと示さないと、顧客をミスリードしかねないことに留意してほしい。

⑤ その他の指摘事項

各種方策の比較検討はできているものの、後継候補の適性が不明という理由で推奨案を示さない答案が散見されたが、これでは結論を先延ばしするだけで、相談者の期待に応えたとは言えない。「何が課題なのか、どのような方策が考えられるのか、解決策の実現可能性や期待される効果をどう評価すればよいのか等について、具体的な比較検討をしたい」という相談者の思いを託された以上、しっかりと自らの提案を主張するべきではなかろうか（例え採用されなかったとしても顧客の意思決定の手掛かりとなる）。

また、ファミリーミッションの分析が抜け落ちていたり、単にファミリーの思いを与件文から転記するだけの提案が散見されたが、ファミリーミッションを深掘りして具体的に示すことはプランニングや対策の必要性を顧客に理解してもらうための重要なステップである。提案の軸となり、提案にストーリー性を持たせる役割があることから、個人及びファミリーとして何を達成したいのかを示すべきであろう。

更に、対策案の比較検討に際して金銭的インパクトを評価していないため、意思決定に繋がりにくい答案が多かった。比較検討に際しては、具体的スキームや資金調達が必要な場合の調達方法、返済の道筋（返済原資と返済期間）、税金負担、期待される効果などがどう算定されるかまで示す必要がある。

自社株評価においては、問題文の前提に沿わない数値（BS上の純資産など）を用いて比準要素を計算しているもの、比準要素割合の算出に際して3で除していないもの、純資産価額と類似業種比準価額を比較していないもの、同族株主が同族会社に自社株を譲渡する際の評価額に誤りがあるもの、過去問題の類似業種株価や比準要素を基に計算しているもの、類似業種比準価額を類似業種批准価額と誤記しているもの等が散見されたので再確認されたい。

その他にも、事業承継税制や遺言などの単なる制度説明にページを割くあまり肝心の顧客の状況を踏まえた分析や対策の提示が不足しているもの、新事業承継税制の提案において贈与者（先代経営者）が引き続き実質的な経営を行うなど制度趣旨を潜脱した濫用的活用を示唆するもの、共同創業家への配慮に欠ける提案内容でその実現可能性に疑問が残るもの、美代子氏の思いに対する対策が示されておらず、あっても配慮に欠ける内容のもの、財務諸表や家計収支の数字が問題設定と違うもの、誤字や脱字・不明確な表現、ファミリーメンバー等の名前を間違えているものが散見されたので注意されたい。

(3) 評価の高い総合提案書とは

これまでの改善点以外に何が合格答案と不合格答案の差になっているかを概観すると以下のポイントが浮かんでくる。今後の受験者は参考にしてほしい。

<評価の高い総合提案書>

イ. 課題の分析力

(a) ファミリーミッション、ファミリービジネスの事業性評価ができている

- (b) 顧客ニーズを汲み取ったうえで、顕在化していない課題まで指摘している
- (c) 各種計算過程（自社株評価、税金試算等）が正確である

ロ. 論理的構成力

- (a) 正確な現状分析に基づき方向性を見出している
- (b) 複数案の十分な比較検討があり、推奨案の判断基準と効果検証を示している
- (c) ライフイベント/キャッシュフロー予測ができています

ハ. 提案の妥当性・履行の確実性

- (a) 法令等の要件を満たしている、事業の持続可能性を担保している
- (b) 経済的効果の程度を考慮している、時間軸の視点がある
- (c) 将来の家族の仲違いの元をつくっていない

ニ. 表現力

- (a) エグゼクティブサマリーをはじめ全体の構成が適切である
- (b) 物語のように読み進められる伝わり易さ、訴求度がある（ストーリー性）
- (c) 見易さへの配慮、情報量を詰め込み過ぎていない、誤字や脱字などが無い

協会としては、総合提案書のレベルアップのためテキスト『顧客のための総合提案書の作り方』を刊行しております。また、セミナー・スクールについては、ウェブ参加や動画配信なども含めた方法で提供すると共に内容充実にも注力していきますので、学習に役立てていただければ幸いです。

なお本件についての照会・質問等には一切お答え出来ませんので、ご了承ください。

以 上