

2025 年 8 月 21 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（2025 年春試験）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（2025 年春試験）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）82 名のうち、合格者は 22 名、合格率は 26.8%であった。合格者 22 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（381 名）の内訳

－ 2013 年 8 月から 2025 年 8 月までの累計－

	受験者数（名）	合格者数（名）	合格率（％）
合計	1,572	381	24.2

【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	50 名
2. (株) 三井住友銀行	47 名
3. 野村証券 (株)	33 名
4. 三井住友信託銀行(株)	20 名
5. 大和証券(株)	16 名

2025 年春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（2025 年春試験）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（2025年春試験）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、トータルインテリア（室内装飾全般）資材の販売・施工・企画・設計を担う企業のオーナー家から、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。

今回の相談者は、先代の急逝をきっかけに家業を引き継ぎ、これまでオーナー家の代表として経理全般や不動産部門を担当してきた。主力のインテリア事業については、番頭社長に経営を任せることで、所有と経営を分離する体制を続けている。しかし最近、経営方針をめぐって意見が食い違うようになり、次世代への承継を考える上で、オーナー家はどうに関わるべきか悩み始めている、という設定になっている。

親族内に後継者候補はいるものの、その適性や意欲が未知数の中、困難が予想されても所有と経営の分離を継続していくことが望ましいのか、それとも資金調達の問題が発生しないよう対価の減額も視野に入れつつ、番頭社長に事業を売却して企業理念の継承を託すべきか、現場と経営方針がずれ始めている中、良い条件でM & Aを実現できるのか等について、番頭社長との間で経営方針の乖離が顕在化しつつある状況を踏まえた対策や納税資金の確保、不動産を含む資産承継に係る争族リスクの回避策、将来のキャッシュフローを見据えた資産運用の見直しも踏まえながら、方向性を見出す必要がある。

親族内承継（当面の所有と経営の分離の継続）、MBO、M & Aのいずれを採るにしても、その実現には多くの課題が残される中、(株)ハトリが担う事業のパーパスや将来性に鑑みてベストオーナーとなり得るのは誰なのか、ファミリーの永続的繁栄のために全体最適となり得る選択肢は何なのかについて、目指す方向性をファミリーミッションなどで整理しながら、一步踏み込んだ検討をできるかが鍵となる。

2. 今回の答案の特徴、課題

(1) 評価できる点

与件文を丁寧に読み込むことで相談者の要望をしっかりと捉え、目指すべき方向性を示しながらファミリーの全体最適を目指そうとする提案が増えている。

文章を整理するために図や表を上手に活用し、また、適切なフォントサイズと統一感のある色使いを取り入れることで、読み易く、伝わり易い構成に工夫されていた。

(2) 改善が必要な点

① 顧客の懸念に寄り添い、対話する姿勢

一方で、相談者が直面している現状や課題について、提案者自身がその内容を具体的に整理しきれていないためか、相談者の気持ちを置き去りにしたまま、自分の意見を無理に押し付けようとする答案が多かった。

こうした答案は、提案者自身の支援したい対策をテンプレートにあてはめて一方的に並べるだけなので、結果として相談者の悩みや不安に向き合えておらず、知識を披露するだけのレポートのようになってしまっている。これでは折角の提案も伝わらないし、検討自体が場当たりのものになってしまう。

そもそも、相談者は本当にテクニカルな対策だけを望んでいるのだろうか。何に悩み、どのような不安を抱えているのかを把握し、歩みを進めるための道標を示すような視点は必要ないのだろうか。

例えば、相談者が悩んでいるポイントとして、「中島氏との意見対立がある中で、将来のある甥を巻き込んでしまって良いのかどうか、仮に失敗するようなことがあれば、甥からは恨まれ、姉妹間の関係も壊れてしまうかもしれない…」という懸念があるのだとすれば、こうした不安や葛藤に対して「こうすれば心配しなくて大丈夫」、「この点を確認しながら進めていけば、万一のリスクも最小限にできる」と思ってもらえるような何かを示すことが重要になってくる。

現時点では、顧客との対話が必要な段階であるのだから、どのような選択肢があるのかを分かり易く説明しながら、現実的で具体的なステップを示し、相談者が安心して次の一步を踏み出せるよう、伴走支援者としてサポートすることが求められた。

プライベートバンカーに求められるのは、知識を一方的に伝えるのではなく、相談者の立場や気持ちに寄り添いながら、一緒に最適な道筋を考え、支援していく姿勢であることを心に留めてほしい。

② エグゼクティブサマリー

提案書のサマリーとして単に目次だけを記載したり、「…を検討します」といった項目を羅列するだけでは、読む側にとって提案全体の流れや全体像が把握しづらくなるのだが、今回もそうした答案が多く見られた。

要点を押さえたサマリーが書けていない答案には共通点があって、例えば、ファミリーミッションや現状分析、課題整理、個別対策の提示などの一つひとは丁寧にできていても、全体像となる対策の骨格がなかったり、推奨案が明確でなかったりする。さらに、推

提案を絞り込んでいたとしても、その効果を数値などで検証して示していないため、説得力に欠けてしまっている。

総合提案書では、サマリーの段階で顧客が自身の課題を俯瞰できるようにし、その後の対策を示したうえで、対策を実行したときに何が達成できるのかを具体的にイメージできるように工夫する必要がある。

サマリーそのものが提案書全体の説得力を高め、顧客を具体的なアクションへと導く役割を果たすので、冗長な説明を避けつつ、意思決定に必要な情報を漏れなく盛り込み、分かりやすくまとめることを意識してほしい。

③ 深掘りした検討

今回の相談者は、親族内承継（当面の所有と経営の分離の継続）、MBO、M&Aのいずれも検討対象としているので、それぞれがどの様に全体最適に繋がるのかを当ケースにあてはめて掘り下げる必要がある。しかし、実際には一般論的な説明に止まり、安易な理由で方向性を絞る答案が多かった。まずは、これらを横並びで比較し、それぞれの特徴やリスク・メリットを当社にあてはめて整理した上で、親族内承継、MBO、M&Aのどれが最適かを相談者と一緒に考える姿勢が求められた。

今回の答案では、親族内承継とM&Aの両方の選択肢を見据え、HDを設立してインテリア事業と不動産事業を分離し、将来の変化に柔軟に対応できる体制を整える提案が多く見られた。しかし、どちらの道を選んだとしても、中島氏との関係性維持や次世代のガバナンス体制構築の検討は欠かせない。ところが、多くの答案ではこの重要な視点が抜け落ちており、「将来、運よく適任者が育てば親族内に承継し、育たなければ売却すればよい」というような、偶然や成り行き任せの表面的な整理にとどまっていた。

羽鳥家のようなケースでは、10年や20年の時間をかけることで、次世代に有望な後継者が現れる可能性があるのだから、将来の選択肢を実現可能なものにするために、所有と経営の分離が引き起こすエージェンシー問題をどうコントロールするか、例えば、非一族のプロ経営者が代表取締役社長になった場合、一族株主の利益を守るためにそれまで必要のなかった取締役会の活性化を次世代においてどのように実現し、運営させるのかが問われてくる。こうした中長期の視点から、後継者となり得る3人の教育や、非一族のプロ経営者と協働する際に彼らをどうエンパワーメントしていくか等、ファミリーガバナンスの観点から踏み込んだ具体的な検討が必要であった。

目先の税金対策も見逃せないが、より重要なのは、中長期的な視点に立ち、どのような提案を行うべきかを考えることであった。

HDなど資産管理会社を活用する対策では、株式移転や会社分割等の設立手順は記載されているものの、最終的に誰に承継させるのかが示されていないケースが多かった。資産管理会社は承継のツールに過ぎず、結論ではないので、誰がどの時点でどのように引き継ぐのかまで検討して示す必要があった。また、株式保有特定会社等の該当性や資産移

転コストの試算が示されておらず、実現性が明確でない答案も多かった。

親族内承継を選択し、事業承継税制を活用して智子氏に株式を贈与する提案も多く見られたが、その多くは税金面のメリットのみを強調するだけであった。しかし、今回のケースでは、将来の承継方針や後継者が未定なのだから、親族承継以外の道を選ぶ場合に柔軟な対応がしづらくなる等、事業承継税制を使うことによるデメリットやリスクについての検討は欠かせない。智子氏の次の後継者を育てるため、候補者の意識や考え方を醸成する体制づくりも必要になる。こうした検討を踏まえた上で、それでも他の選択肢よりこの制度を推奨する理由を明確に示すべきであった。なお、この制度の特例措置を推奨する場合、次のタイミングで利用できなくなる可能性にも触れる必要があった。

中島氏によるMBOについては、これまで安定して黒字経営を続けてきた同氏の手腕は高く評価されるべきであり、事業の継続やファミリーミッションの観点からも現実的な選択肢と考えられる。ところが、多くの答案は「中島氏に資金力がない」とする一言で比較検討を終わらせてしまっていた。しかし、不動産事業を切り離したり、オーナー家に退職金を支払うことで、株式譲渡価格を引き下げて手頃な規模感となる可能性もあるのだから、安易に選択肢を狭めるのではなく、譲渡価格の設定や資金調達の方法、返済期間や返済キャッシュフロー等、より踏み込んで検討するべきであった。

PEファンドを利用してプロの経営者を招き、事業の成長を目指すという提案も見られたが、肝心のイグジットについては、多くの答案が「同族内承継、MBO、M&Aなど複数の選択肢を残せる」と平均的に並べて述べるにとどまっていた。しかし、これだけでは提案に対する意思決定は難しい。相談者はどの方法で事業承継を進めるか悩んでいるのだから、例えば、将来的な買い戻し価格の目安や実際に買戻しが可能かどうか等、PEファンドの類型ごとの特性も踏まえ、イグジットの内容についてもう少し丁寧に説明するなど、相談者ファミリーが安心して意思決定できるような配慮が必要であった。なお、PEファンドの出資者には、創業家の理念の継続が難しくなる機関投資家のようなファンドもあれば、一族の経営方針に柔軟に対応してくれるファンドもあるので、ファンドの選び方やパートナー選択の重要性についても触れていると良かった。

M&Aの提案では、他の事業承継方法と比較した上で、なぜM&Aが最適な選択肢となるのかを明確に説明する必要がある。売却価格についても具体的な分析や根拠を示すことを忘れてはならない。また、不動産事業をM&Aに含めるのか、あるいは分離して売却するのかという点についても、相談者ファミリーの状況に照らしながら十分に検討して示す必要があった。

④ 資産の運用・管理について

資産運用提案では、キャッシュフロー予測表を明確に示したうえでプランを提示してほしいのだが、今回もそうした分析がない答案が散見された。キャッシュフロー予測表は今後どのタイミングで収入や支出が発生するかを明確にでき、資産運用計画に説得力と

現実性を持たせるうえで不可欠な資料である。また、事業承継や資産承継、資産運用を検討する顧客は、最終的な決断をする際に「安心できるかどうか」を重視するのだから、提案者は、自身の提案内容がキャッシュフローの観点からも問題なく実現できることを分かり易く示すことが求められることを認識してほしい。

運用提案について、GPIF のポートフォリオをそのまま使うのは適切ではない。なぜなら、資産配分（アセットアロケーション）の方法は、運用の目的によって大きく異なるからだ。たとえば、光子氏と智子氏に対して行う提案は、それぞれの最終的なゴールが違うため、運用方針も当然変わってくる。GPIF の年金運用のように「100 年、200 年と長期間保有する」ことを前提とした運用と他の目的の運用では、選ぶ資産やその配分も異なっていて当然といえる。

プライベートバンカーは、事業承継や資産承継、資産運用についてバランスよく提案できる能力が求められる。その中で、資産運用については、それぞれの運用目的や投資期間に合わせて、リスクとリターンのバランスについて自分の言葉で説得力を持って説明できるようにしてほしい。

⑤ その他の指摘事項

持株会社のもとで3社に分け、3人の後継候補者を割り当てるという提案も幾つか見られたが、候補者の適性が不明確な段階で分社化する案は、相談者にとって違和感が強いと思われる。現時点では、将来的に柔軟に対応できる体制を保つためにも、まずは不動産事業を本体から分離し、その後に後継候補者3人の意向や能力が確認できた段階で分社化を進める、といった段階的な対応を提案する方が望ましかった。

なお、後継候補者が3人いることは心強い反面、将来的な意見の対立やトラブルの火種となる可能性もあるので、予め紛争防止に向けたルールや対策についても検討することが望まれた。

事業会社の株式を中島氏に少数株主として保有させるという提案も見受けられたが、将来的な紛争の原因とならないよう慎重な検討が求められた。

相続税試算では、小規模宅地の特例を使う場合、本来は減額できる土地の面積に上限があるにもかかわらず、限度面積の判定をしないまま特定居住用宅地と貸付事業用宅地のすべてを減額していたり、複数の土地がある場合にどの土地に特例を適用すれば最も有利になるか（最も単価の高い土地を選ぶ）を考慮していない答案が多かった。

自社株評価では、類似業種比準価額で斟酌率(0.7)をかけ忘れているもの、斟酌率を(1.0)としているもの、比準要素の指数を算出した以降の部分で3で除していないもの、純資産価額で含み益控除(37%)をしていないもの、大会社なのに折衷価額で評価しているもの等の誤りが散見された。

その他にも、十分な比較検討をせずに一択提案をしているもの、要約整理しすぎて却って説明不足となっているもの（冗長な文章は論外だが…）、遺留分問題への配慮が無いも

の、多くの対策を提示するだけで推奨案や優先順位、実行スケジュールが示されていないもの、税制や関連法令の変更に伴う情報更新がされていないもの、誤字や脱字、問題設定と整合しない記述や数値、ファミリーメンバーの名前の誤りも依然として散見された。

(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目指す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に基づく資産運用提案ができている

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) 将来のファミリー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、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