



# 中国の投信市場の急拡大を支える ミドル・バック業務

関根 栄一\*

## 要約

1. 中国の投資信託の 2007 年末の純資産残高は 3 兆 2,831 億元に達し、2006 年末の 3.8 倍となっている。また、口座数も 2006 年末の 372 万口座から 2007 年末には 2,600 万口座と 7 倍に急増している。このような短期間での投信市場の急拡大を支えているインフラが、ミドル・バック業務とそれに関連するシステムである。
2. 投資信託のミドル・バック業務では、特にファンド計理とそれを支える TA (Transfer Agent) システムが最も重要である。中国の投信業界では、基準価格の計算と公表までの業務フローは標準化されており、計算作業や報告作業もアウトソースすることなく自社対応となっている。
3. 基準価格の計算にしても TA にしても、これら業務を支えているのが先進的なシステムを提供する外部ベンダーの存在である。基準価格の計算については、ほとんどの基金管理会社や信託会社が利用する標準化されたシステムがあり、TA システムについては、①外部ベンダーからの購入、②外部ベンダーへの開発委託、③自社開発のいずれかの方法で各社が手配している。
4. 中国の投信市場の成長に伴い、システム面での対応に加えて、ミドル・バック系の人材不足が新たな問題となってきた。人材確保のための引き抜きも活発化してきている。今後は、QDII (適格国内機関投資家) など海外運用の拡大に対応できる人材の確保も課題となっている。

## I. はじめに

中国の投資信託市場が急拡大している<sup>1</sup>。中国では 1997 年に有価証券への投資を目的とする証券投資信託に関する規定が整備され<sup>2</sup>、証券投資信託の本格的な設定・販売が始まった。2000 年にはオープン・エンド型投資信託に関する規定が整備され、2001 年に第 1 号が設定された。以

\* 関根 栄一 (野村資本市場研究所 副主任研究員)

<sup>1</sup> 中国の資産運用業界については、井上武・関根栄一「中国の年金制度と資産運用業界」『財界観測』2006 年秋号、中国の投資信託については、野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』、日本経済新聞出版社、2007 年の第 9 章を参照。

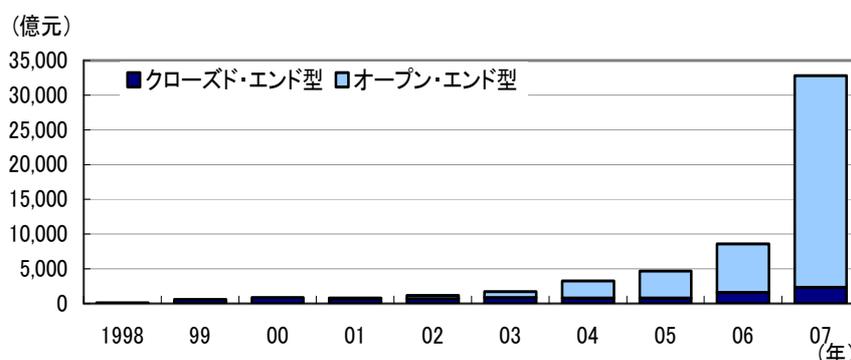
<sup>2</sup> 中国では、1991 年に第一号の投資信託が設定・販売されている。

来、オープン・エンド型投信を中心に市場が急拡大してきている。中国の投資信託市場は、2007年末時点でクローズド・エンド型が 2,365 億元、オープン・エンド型が 3 兆 466 億元（うち QDII<sup>3</sup>が 1,084 億元）、合計 3 兆 2,831 億元の純資産残高となっている（図表 1）。2006 年末時点の投信残高は前年比 1.8 倍となったが、2007 年にはさらに前年比 3.8 倍となった。純資産額の増加は株価の上昇による効果も大きいですが、同時期の株価インデックス（上海総合指数）の上昇は約 2 倍（197%）であるので、資金流入自体も大きかったことがわかる。このことは投信の口座数の増加を見ても明らかである。口座数は、2005 年末の 147 万口座から、2006 年末には 372 万口座となり、さらに 2007 年末には 2,600 万口座とこの 1 年間で 7 倍となっている。2007 年の 1 年間の株式口座数の 1.5 倍増と比べても、投資口座数の急増ぶりが窺える（図表 2）<sup>4</sup>。

このような投信市場の急拡大を支えているインフラが、投資信託の設定、販売、償還、運用、報告に関わるミドル・バック業務とそれに関連するシステムである。投資信託のミドル・バック業務では、特にファンド計理とそれを支える TA（Transfer Agent）システムが最も重要である。ファンド計理においては、日々の基準価格（NPV）<sup>5</sup>の算出と照合、法定帳簿の作成、決算処理、外部報告資料作成といった業務を正確に間違いなくこなしていくことが求められている。また、これらの業務には、基金管理会社、販売会社（証券会社、銀行）、証券取引所、決済清算機関、カストディアンの間で情報などのやり取りが発生する。正確かつ着実な業務遂行は、一見当たり前のように聞こえるかもしれないが、仮に間違いが発生した場合、市場への信頼を失いかねないほどの影響を市場関係者に与えることとなり、その重要性を強調し過ぎることはない。

本稿では、中国の投信市場の急拡大を支えているミドル・バック業務の仕組みと特徴を概観する<sup>6</sup>。

図表 1 投資信託純資産の推移



(注) 純資産には QDII（適格国内機関投資家）も含まれる。

(出所) 中国証券監督管理委員会、Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

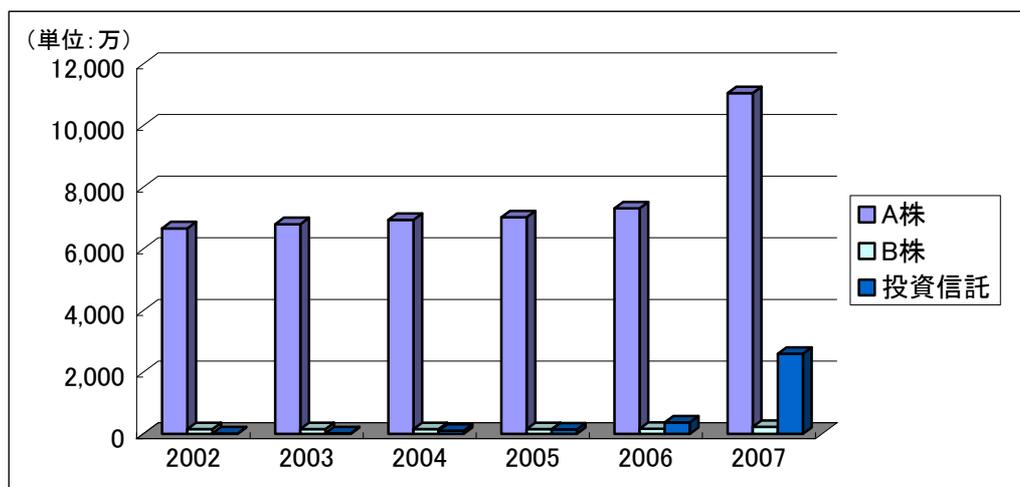
<sup>3</sup> 適格国内機関投資家（Qualified Domestic Institutional Investors）の略称。キューディーと呼ばれる。

<sup>4</sup> 中国証券業協会（Securities Association of China）による投資信託に関する投資家へのアンケート調査結果では、30 歳代と低所得者層に投資信託が普及しているとの分析がなされている（2008 年 1 月 2 日に概要公表）。

<sup>5</sup> 投資信託の受益権の時価を示す金額。基準価格は、純資産総額を受益権口数で割って算出される。基準価格は、投資信託を買い付けたり換金する際の基準となるもので、毎営業日に計算・公表される。NAV は、Net Asset Value の略称。

<sup>6</sup> 2007 年 5 月に上海で、野村証券上海事務所の協力を得て、井瀉研究部長、井上主任研究員（当時、現ロンドン事務所長）、関根により、基金管理会社、カストディアン、システム会社へのインタビューを実施。

図表 2 近年の証券口座数の推移



(出所) CSDCC (中国証券登記結算有限責任公司) より野村資本市場研究所作成

## Ⅱ. 中国における投資信託のミドル・バック業務

### 1. 基準価格の計算と公表までの業務フロー

最初に、基金管理会社のミドル・バックから見た業務フローを取り上げる。具体的には、ファンド計理のうち、基準価格の算出にかかる業務フローを取り上げる。基準価格の算出は毎営業日の完結作業であり、社内関係部門やカストディアンなど外部関係機関との連絡・調整・照合が日々必要となる。また、新聞社等への公表や連絡も必要である。中国の証券取引所で上場されている株式と債券を運用対象とした投資信託の場合、ファンド計理の基本となる基準価格の算出・照合は次のようになる(図表3)<sup>7</sup>。

#### 1) 取引日当日 (T+0)

投資信託の取引日当日 (T+0)、基金管理会社がブローカーに有価証券の売買等の注文 (trading order) を出す (①)。

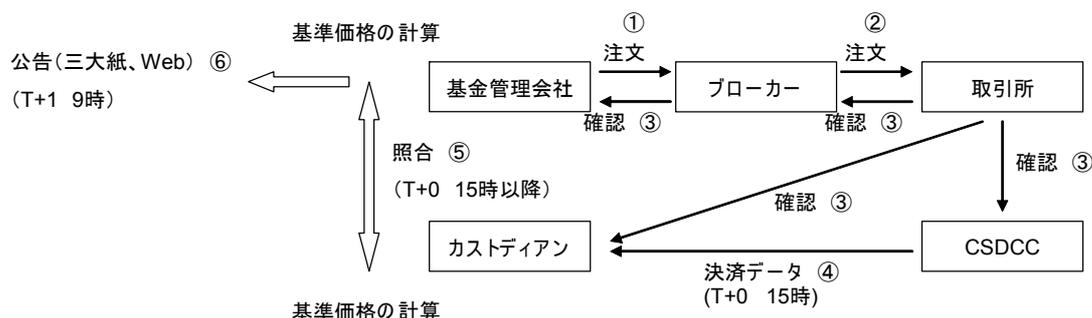
ブローカーは当該注文を証券取引所に出し (②)、証券取引所はブローカー、カストディアン、CSDCC<sup>8</sup> (中国証券登記結算有限責任公司、後述) に約定確認 (trade confirmation) を出す (③)。

CSDCCは、取引終了時刻である15時に、カストディアンに決済データ (settlement data) を渡す (④)。

<sup>7</sup> ミドル・バック業務の体制は、各基金管理会社によって異なっている。現地インタビューの対象となったある基金管理会社の場合、投資信託を11本(純資産額400億元)設定・販売しているが、160名の職員のうち、ミドル・バック業務には3分の1の45名が対応していた。また、ミドル・バック業務のうち、基準価格の計算には6~7名が配属され、一人2~3本の商品を担当するという体制であった。残りの40名前後のミドル・バック系要員は、商品の登録(購入・販売)、検査、リスク管理、IT、人事に携わっていた。

<sup>8</sup> China Securities Depository and Clearing Corporation Limitedの略称。証券取引の登記・保管管理・決済にかかる集中サービスを提供する会社。

図表3 基金管理会社の基準価格の算出の業務フロー



(出所) 現地インタビューに基づき野村資本市場研究所作成

一連の取引終了後、基金管理会社、カストディアンはそれぞれ基準価格を計算し照合する(⑤)<sup>9</sup>。同時に投資信託の購入・解約に関連するデータの交換・照合も行う。

## 2) 取引日の翌営業日 (T+1)

取引開始時刻の9時までに、各基金管理会社は基準価格の公告を行う(⑥)。公告は、中国の三大証券紙(中国証券報・上海証券報・証券時報)と自社のウェブを使って行われる。

## 3) 業務フローに関する補足

ある基金管理会社へのインタビューでは、取引日当日の照合作業が終了するのは平均して19時とのことであった。また、別の基金管理会社へのインタビューでは、基金管理会社、カストディアンがそれぞれ採用するシステム(後述)に問題が無いという前提ではあるが、基金管理会社、カストディアンともに最終データは証券取引所から受領しており、証券取引所のデータが間違っていることはないので、双方で基準価格が合わないということは基本的に発生しないとのことであった。仮に基金管理会社とカストディアンとの間で基準価格に相違や間違いがあれば、取引内容を1件1件照合し確認していくほか無く、しかも取引日当日のうちに修正する必要がある。

また、取引日の翌営業日の公告については、実務上は、基金管理会社のウェブ上では早ければ取引日当日のうちに確認できる。新聞も、紙面のほか自紙のウェブで開示しており、また紙面そのものも早朝に契約先に配達されるので、翌営業日の取引開始時刻の前までには投資家が確認できる。

## 2. アウトソーシングの余地の無い計算作業及び報告作業

### 1) 計算作業及び運用報告

基金管理会社による基準価格の計算、主要紙への公告、証券監督管理委員会(証監会)への定期報告は、全て基金管理会社自身が行うこととなっており、業務の一部を取り出してアウト

<sup>9</sup> なお、照合方法は、電子的方法を使っているところは少なく、基本的に電話もしくはファックスを通じて行うとのことで、電子的方法を使わないのは双方のシステムのレベルが合わないためとのことであった。

ソーシングする余地は無い。カストディアンとの事前のすり合わせも無い。

## 2) コンプライアンス報告

基金管理会社、カストディアンともに、定期的に証監会へコンプライアンス報告を行う必要がある。両者ともにアウトソースすることなく、それぞれ自前で報告書を作成し、独立した形で証監会に報告する。

基金管理会社において任命されるチーフコンプライアンスオフィサーは、各商品の運用状況に加え、会社全体に対する事項（株主構成の変更、経営層の変更、投資家への利益保証の有無など）も証監会に報告しなければならない。実務的には、同オフィサーの下に置かれる他部門から独立した監査部門が作業を行うこととなる。一方、カストディアンは、各商品が目論見書の内容に従って運用されているか否かをチェックし、やはり証監会にコンプライアンス報告を行わなければならない<sup>10</sup>。

# Ⅲ、ミドル・バック業務を支えるシステム

## 1. ほぼ1社が独占する基準価格の計算システム

### 1) 基準価格の計算は標準化されたシステムで対応

基準価格の計算にしても TA にしても、先進的なシステムを提供する外部ベンダーの存在が中国の投資信託市場の急速な成長を支える重要な要素となっている。中国では、投信業界で使われるシステムは、事前に証監会による検査を受ける必要がある。自社開発だけでなく、外部ベンダーが基金管理会社向けのソフトを開発・販売する場合も同様に、証監会による検査を受ける必要がある。証監会による事前検査を通じ、当該システムの仕様には当局の考え方やルールが反映される。このような標準的なシステムを使用することで、新設の基金管理会社がゼロからシステムを開発することなく投信業界に参入することが可能となっている。

投資信託のミドル・バック業務のうち、基準価格の計算を行うシステムは、外部ベンダーからの購入が主流で、証監会からのシステム検査を受けた標準化されたシステムを用いるというのが一般的となっている。また、この基準価格の計算システムは、「贏時勝」<sup>11</sup>（日本語では「勝鬨」（かちどき）の意）というベンダーが設計・販売し、基金管理会社でもカストディアンでも 90%以上のシェアを押さえている。

### 2) 勝鬨による基準価格の計算システム

勝鬨は、財務会計ソフトを作成していた SE（システムエンジニア）が中心となって 1998 年に深圳市で設立した中国国内のベンダーである。2007 年 5 月の現地インタビュー時点では、職員数は 100 名規模で、うち SE が 8 割（80 名程度）の開発体制を敷いていた。

勝鬨が開発・販売している「金手指金融資産管理システム」は、①財務計算モジュール（会計報告、データ集積）と②資産計算モジュール（基準価格計算）の 2 つのサブシステムから構成されている。財務計算モジュールは、伝票管理、会計帳簿、分類帳簿、会計報告（財務諸

<sup>10</sup> 現地インタビューによれば、カストディアンのコンプライアンス報告により、販売会社による重要顧客向けの手数料のディスカウントが発覚したケースもあったとのことである。

<sup>11</sup> 会社概要は当社サイト（<http://www.ysstech.com/news/index.asp>）を参照。

表)、残高表に対応している<sup>12</sup>。資産計算モジュールは、投資信託の銘柄設定、データ読み込み、自動記帳、手入力に対応している<sup>13</sup>。

上述の二つのモジュールは、商品ごとに開発されている。対象商品は、クローズド・エンド型、オープン・エンド型(株式、債券、指数)、混合型、MMFに加え、全国社会保障基金や企業年金の受託運用にも対応した形で開発されている<sup>14</sup>。

料金体系は、モデル別・商品別に異なっている。ETFを除く通常の投資信託(3~4銘柄)の場合の導入費用は数百万円程度で、導入後1週間で稼働できる。導入する金融機関向けのトレーニングもサポートしている。

## 2. 組合せが可能なTAシステム

### 1) 恒生電子のTAシステム

基金管理会社による口座管理のためのTA(Transfer Agent)システムは、①外部ベンダーからの購入、②外部ベンダーへの開発委託、③自社開発のいずれかの方法で各社が手配している。

①の外部ベンダーから購入する場合で最も多いのは、恒生電子株式会社(恒生電子)<sup>15</sup>のTAシステムである。オープン・エンド型投資信託については、基金管理会社の42社(70%以上)が恒生電子のTAシステムを採用している。恒生電子は、1995年に設立された中国国内のベンダーで、1998年10月より基金管理会社向けソフトの開発を始めており、上海証券取引所にも上場している。当社職員1,000名のうち、135名のSEが基金管理会社向けソフトの開発に携わっている<sup>16</sup>。恒生電子は、2001年にTAシステムの研究・開発(R&D)に取り組み始め、国内のみならず米国にも拠点を置き、2004年以降業界でのシェアを伸ばしていった。また、外資系基金管理会社の立上げ時には職員を派遣して、ノウハウの吸収にも努めている。

恒生電子も基準価格の計算システムを販売しているが、前述の勝関が早い段階で進出しシェアを押さえているため、基金管理会社のミドル・バック業務では、取引が終了する15時までには恒生電子のTAシステムが使われ、基準価格の計算が始まる15時以降は勝関のシステムが使われるという役割分担が事実上できあがっている。恒生電子のTAシステムの導入費用は2千万円前後で、導入期間は最短で1ヶ月のケースもあったとのことである。

### 2) 現状ではメリットが少ないCSDCCのTAシステム

外部ベンダーから購入する場合、CSDCCのTAシステムを使うケースもある。CSDCCとは、2001年3月に上海証券取引所と深圳証券取引所の出資(それぞれ50%)により、統一的な証券清算決済制度を確立し、証券の清算決済業務を効率化するために設立された会社で、中国で

<sup>12</sup> 会計報告は、財政部が制定した「証券投資信託に関する会計計算管理弁法」に基づき、電子化された形で報告用の帳票作成が可能となっている。また、帳票のカスタマイズやデータ検索も自由。エクセルをベースにしているので関数なども利用できる。

<sup>13</sup> 取引所からのデータ受領は自動取得が可能となっている。銀行間債券市場で取引される債券の場合は、一部手入力が発生する。

<sup>14</sup> 私募は開発対象商品に含まれていない。なお、2007年10月には、QDIIの資産管理ソフト(第4バージョン)がリリースされている。

<sup>15</sup> 会社概要は当社サイト(<http://www.hundsun.com/>)を参照。

<sup>16</sup> 2007年4月現在。恒生電子は、基金管理会社向け以外に、銀行、保険、証券会社向けのシステムも開発している。なお、当社は、野村総合研究所と協力して、日本の証券会社向けシステムの委託開発を引き受けたこともある模様である。

上場株式の登録、清算決算業務を行っている機関である。CSDCC の TA システムを使うメリットは、仕様が標準化され、投資信託の販売先（銀行、証券会社）が基金管理会社を経由せずに直接データのやり取りが行われ、基金管理会社の業務量が削減されるという点にある。上海取引所は CSDCC の TA システムを使った販売プラットフォームを 2006 年から導入し、CSDCC の TA システムの普及に力を入れている。

一方で CSDCC の TA システムを使うデメリットとしては、①利用料が定額料金と商品の本数に応じた変動料金の組み合わせから成っているため、管理する商品数の増加に伴いコストも増加すること、②新しい商品に対するシステム開発・対応のスピードが遅いこと、が指摘されている。これらのメリット、デメリットを比較した場合、別の外部ベンダーによる TA システムを使った方がコストや柔軟性の点で有利となると基金管理会社は判断している模様である。また、外資系基金管理会社の場合、最初は当局の推薦に従って CSDCC の TA システムを導入するが、商品が 3~4 本目になってくると柔軟性の点で問題が出てくるため、CSDCC 以外の TA システムを使い始めるようである。

なお、CSDCC として、今後 5 年から 10 年の間に TA システムを統一するという目標を立てている模様である<sup>17</sup>。しかし、今後、CSDCC の TA システムが投資信託市場の共通のインフラとして市場参加者から活用されるためには、恒生電子といった民間ベンダーと競争しながら、前述のように基金管理会社が指摘している新商品への迅速な対応などの課題に取り組む必要がある。

## IV、今後の課題

### 1. 不足するミドル・バック系の人材

中国の投資信託業界においては、ミドル・バック業務に関する標準化された業務フローとそれを支えるシステムの存在が、短期間で市場の急拡大に加え、外資系を含む新規参入を容易にしていると考えられる。このようにシステム面での対応が進展する一方で、これらミドル・バック業務を支える人材については、市場の拡大に供給が追いついていないという状況も見られるようだ。

前述の通り中国で証券投資信託が正式に導入されたのは 1997 年であるが、この 1997 年から 1998 年の証券投資信託の立上げ時期においては、クローズド・エンド型が中心で、基準価格はあくまで参考値に過ぎず、算出も週一回であり、ミドル・バック業務の能力に対する要求はそれほど高くは無かった。

その後、2000 年に証監会からオープン・エンド型投資信託に関する規定が制定され、2001 年から同型投信が本格的に設定・販売されるようになると、ミドル・バック業務を巡る環境が変化した。すなわち、基準価格の算出時に間違いが許されず、もし間違った場合は責任・賠償問題となり、会社のブランドも傷つくこととなった。このため、ミドル・バック業務への要求水準は以前とは比べられないほど高まってきている。しかも最近では、非流通株改革<sup>18</sup>や、国内企業間や国内企業と外資系企業間の M&A など中国の資本市場で今までに無いような変化も生じており、

<sup>17</sup> 証券取引所に上場される ETF、LOF の場合は、CSDCC の TA システムを使う必要がある。

<sup>18</sup> 株式市場が流通株と非流通株に分断している状態を改革するためのもの。基準価格算出の際、非流通株改革を実施した企業の株価について、基金管理会社やカストディアンとの間で判断が異なるケースも発生している模様である。

投資信託のミドル・バック業務に対する要求水準の高まりに拍車をかけている。

そもそもミドル・バック業務は、単に基準価格の計算だけを機械的にすれば良いというわけではなく、経験を積んだシニアで十分に仕事が任せられ、会計基準などのルールを理解した上で興味を持って取り組み、細かい点にも目が届き黙々と業務をこなす人材でなければ勤まらない。しかし、現地インタビューを通じ、ミドル・バック業務をこなすことのできる人材を探すことは実際には非常に難しく、他社からの引き抜きも多いことが確認された<sup>19</sup>。

## 2. 資本市場の開放へ向けた対応

現在は、中国の投信の投資対象は国内の市場のみで業務フローもシンプルであるが、今後、QDII（適格国内機関投資家）など海外での運用が拡大することで、バック・オフィス業務はより複雑になっていくことが予想される。また、海外運用の拡大に伴い、海外のブローカーや取引所、決済機関とのやり取りも発生し、システム面での対応に負荷が増していくことになる。決済面では、中国と海外の決済サイクル<sup>20</sup>の違いや直接のシステム接続が困難という事情から、海外運用に当たっては人手を介したやり取りも必要となるかもしれない。

中国の投信業界では、今後、海外市場に精通した人材が重要となるが、資本市場を海外から長らく閉じてきた中国にとって、こうした人材を確保することも課題となる<sup>21</sup>。

---

<sup>19</sup> 現地インタビューで共通していたのは、中国の投資信託市場の歴史は浅いながらも成長のスピードは速く、新しい商品などが絶えず投入され、これに追いつく必要があり、このためミドル・バック業務のコスト・負担も大きくなってきているという点であった。また、ある基金管理会社へのインタビューでは、絶えず人員の見直しが行われており、職員数全体は減らしつつも、フロント要員は増加させる方向で動いており、人材に優劣をつけることは難しいが、あえて重視される業務・人材の優先付けをすれば、ファンドマネジャー、リサーチ、セールスで、その次にミドル・バックが来るとの声も聞かれた。

<sup>20</sup> 中国の場合、取引所の決済サイクルは、A株、投資信託、国債、社債がT+1となっており、主要国と比べて早い。

<sup>21</sup> 基金管理会社のQDIIについては、関根栄一「中国で始まった海外運用ブーム－基金管理会社のQDIIについて」『季刊中国資本市場研究』2008年冬号を参照。

## 著者紹介

関根 栄一（せきね えいいち）

株式会社野村資本市場研究所 副主任研究員。

1969 年生まれ。1991 年早稲田大学法学部卒業、1996 年北京大學漢語センター修了、2002 年早稲田大学社会科学部研究科修士課程修了（学術修士）。1991 年日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006 年 5 月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006 年秋号、『中国証券市場大全』（共著）などがある。



*Chinese Capital Markets Research*