

資産運用立国に想う～ミドル・バックオフィス業務外部委託の重要性

2024年5月1日

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

『「年金帳票作成期間入りのためマーケット閑散」と証券会社が嘆いた』

これは筆者が投資情報サービスに従事していた1997年に顧客向け月刊誌で執筆した文章の一部である¹。証券市場では特金運用に代わって年金運用が地位を築いていたのだが、1、4、7、10月の月初めには前半期の運用状況を年金基金に報告するための資料作りでファンドマネジャーが忙しくなり、市場での銘柄売買が出来なくなっていた様子を揶揄したものだ。資産運用専門会社というより資産運用報告書作成専門会社ではないかと自虐する声も聞かれた。

あれから四半世紀が経った。岸田首相肝いりの資産運用立国構想は、短期集中的な有識者の議論の結果、昨年12月に資産運用立国タスクフォース報告書²および資産運用立国実現プラン³としてまとめられ、その道筋が明示されたことになる。この構想はインベストメントチェーン全体を強化する壮大なものであるが、個別具体的な重点施策にも言及している。代表的なのは投資信託基準価額の二重計算の解消（一者計算）であるが、本稿ではミドル・バックオフィス業務の外部委託を取り上げたい。

ミドル・バックオフィス業務の外部委託は昨年4月の金融庁による資産運用業高度化プログレスレポートの中で、投資信託基準価額の一者計算を実現することは資産運用会社の事務負担を軽減することに資するという文脈の中でも示唆されていた⁴。資産運用立国実現プランでは「新規参入を促進するため、適切な品質が確保された事業者へのミドル・バックオフィス業務の外部委託や運用権限の全部委託を可能とすることにより、資産運用業における運用と業務管理を分離し、運用に専念できるよう規制緩和を行う」と簡潔に述べられているだけだが、資産運用立国タスクフォース報告書の中では課題の整理と具体的な実現策が記述されている（本稿の巻末に記述文を掲載）。

一般の方はもとより金融関係の専門家でさえも資産運用会社のミドル・バックオフィス業務の外部委託がなぜ重要なのかについてピンとこない方が多いのではないかと懸念する。本稿は、この議論に資するためにミドル・バックオフィス業務の負荷の大きさについて共通認識の醸成を図ることを目的としたものである。

¹ 明田雅昭、「信託統合レポートを巡る懸念」、PLEIADES 通信、1997.3、Vol.54

² https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231212/01.pdf

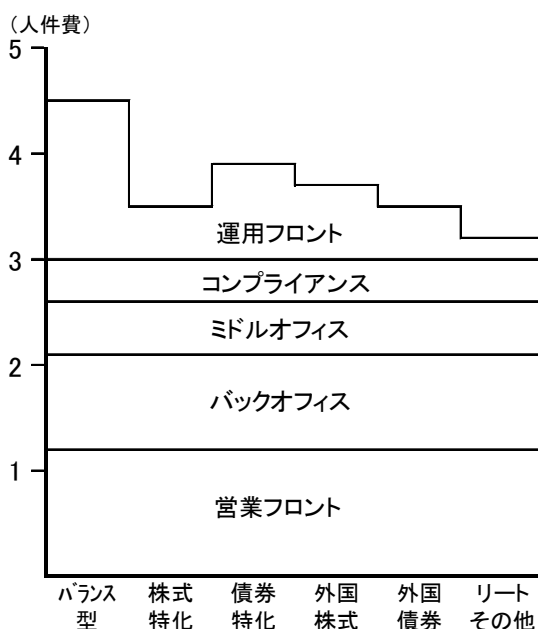
³ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_torimatome/plan.pdf

⁴ https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421_1.pdf

日本資産運用基盤グループの大原社長は運用会社を設立したら自らの経験から「管理業務に労力の8割をとられ」、日本の資産運用業の非効率性にぶつかったと述べている⁵。日本の資産運用会社の業務の8割は管理業務であり、多くの人が資産運用会社と聞いてイメージする「投資対象の分析とポートフォリオ運用の意思決定」に充てているリソースは2割程度しかないという”証言”である。

次の図は2013年発行のファンドマネジメントに関する専門書の中で示された資産運用会社の運用商品別・職種別の人件費のイメージである。これは正確に測定された計数に基づくものではないが、資産運用会社の業務と経営に精通した著者が資産運用会社の業務を解説する際に使用したイメージ図である。

図表1. 運用商品と人件費の関係イメージ



[出所] 三好秀和編著、「ファンドマネジメント大全」、同友館、2013年

「運用フロント」が銘柄分析を行うアナリストやファンドマネジャーである。マクロ経済予測を行うエコノミストや投資戦略を練るストラテジスト、証券会社に売買の発注を行うトレーダーも含む。現代流に言えばESGアナリストもこのカテゴリーに属すだろう。

「バックオフィス」は年金顧客等との投資一任契約に基づくファンド管理業務と投資信託の計理に係る管理業務に分かれる。いずれもファンドごとの銘柄売買の約定や残高のデータ管理と、関係する外部との間でのデータ授受や連絡といった事務の業務である。データ管理には株式分割などのコーポレートアクションの反映や利息・配当受取りなどの処理も含む。非上場の債券や外国証券の場合はデータ管理が複雑になる。ファンド毎の約定結果や残高および当面の資金流入出を正確に把握できなければファンドマネジャーはポート

⁵ 日本経済新聞の新年特集記事、「動かす 福来る日本へ 投資を水平分業 めざすはアーム 大原啓一さん (日本資産運用基盤グループ社長)、2024年1月1日

フォリオ運用にかかる意思決定ができない。日本ではこのようなポートフォリオ管理は運用会社と信託銀行で二重に行われ、頻繁に照合されて相違がある場合は、その理由を追求して一致するように調整される。この照合・調整は運用会社のバックオフィスにとって非常に負担がかかる作業である。

「ミドルオフィス」はポートフォリオのパフォーマンス測定・分析と運用リスク管理を担う。委託資金の運用であるから、その運用成果がどのようになっており（パフォーマンス測定）、なぜそのようになったか（パフォーマンス要因分析）を、顧客投資家に説明する資料を作成し報告することは資産運用会社にとって極めて重要な仕事である。投資一任顧客向けには信託銀行側が定型的に作成するパフォーマンス報告との整合性は重要な要素となり、整合が疑われる場合は内容の確認に多大な作業負荷が生じる。

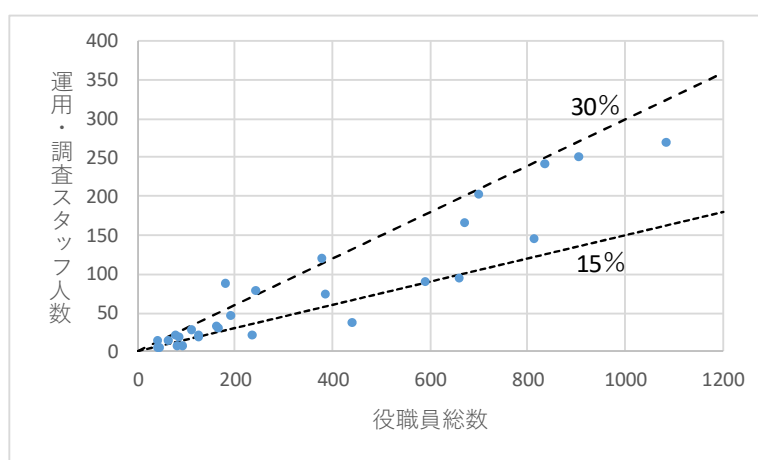
「営業フロント」は投資一任顧客向けの場合はファンド運用公募に応じて資料を作成しプレゼンテーションを行う。契約獲得の後には四半期毎（月毎の場合もある）に運用状況の報告を行う。顧客との連絡を常に保ち、相場の急変や投資先企業の不祥事などがあったときは運用会社の対応等の説明を行う。投資信託向けの場合は販売会社への売り込み、販売会社によるマーケティングの支援、個人投資家等への運用成績報告資料の提供等を担う。

「コンプライアンス」は法令や顧客ガイドラインの遵守および受託者責任（忠実義務や善管注意義務）を果たすための内部統制に責任を持つ。図表1ではシステム部門も含む。

各部門の職務内容を説明してきたが、運用フロント以外の部門に大きなリソースが必要であることが分かる。図表1はイメージ図に過ぎないが、各部門の大きさ（面積）を測ってみると運用フロント以外は81%となり、大原社長”証言”と不思議なほど一致する。

図表1は2013年当時のイメージだが、これは現在でも変わらないものだろうか。図表2は日本の主要運用会社について役職員数と運用・調査スタッフ人数を2023年のデータを使ってプロットしたものである。

図表2. 運用・調査スタッフ人数比率



(対象) 公募投資信託・純資産総額上位28社(投資信託協会、2024年2月末)
 [出所] 日本投資顧問業協会、投資運用会社要覧2023年版

点線の斜線は運用・調査スタッフの比率が30%と15%であることを示す。ほとんどの運用会社が30%以下であり、運用フロントが占める割合は20%程度という状況に変化はなさそうである。

ミドル・バックオフィス業務を自前で用意しなければならない日本の資産運用会社は世間一般のイメージと異なって実態は装置産業に近い。欧米では、ミドル・バックオフィス業務は運用会社とは別のアドミニストレーターと呼ばれる会社が担うのが一般的である。日本でもコンプライアンスも含むミドル・バックオフィス業務の外部委託が行われるようになれば、運用会社は本来の資産運用・調査業務へのリソース配分を大幅に厚くして高度化への挑戦が拡充できるだろうし、新興マネジャーの参入も容易になるだろう。

投資信託基準価格の一者計算はパイロットファンドで試験的に行われてきていたが、なかのアセットマネジメントの新設公募投資信託⁶で野村信託が実施することが決まった⁷。資産運用立国実現プランで大手金融機関グループに要請された「運用力向上・ガバナンス改善・体制強化のためのプランの策定・公表」について、各グループは本年3月末段階で策定・公表を済ませている⁸。各グループのプランをみると三菱UFJフィナンシャルグループ⁹と三井住友トラスト・ホールディングス¹⁰はBPO (Business Process Outsourcing) サービスという名称で、資産運用会社のミドル・バックオフィス業務の外部委託を受託するビジネスを展開すると明示している。日本資産運用基盤グループもみずほ信託と提携して「総合型ファンドアドミニストレーションサービス」を既に開始しているという¹¹。BPOサービスは現状でもポートフォリオ管理システムを提供している情報サービス会社などを中心に行われている。

資産運用立国タスクフォース報告書でも述べられているように、ビジネスの質を確保するために受託業者の登録制の導入や投資運用業の参入要件の緩和など金融当局による環境整備も行われることになっている。3月15日には金商法・投信法等の改正法案が国会に提出された¹²。法案が通った後、施行令や施行規則など具体的な内容が定められることになるが、資産運用会社の負担を劇的に軽減する高度化・本格化した形でミドル・バックオフィスの外部委託が行われるようになることを望みたい。

本稿に関するご意見・ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします。

⁶ 2024年4月25日に新規設定される「なかの日本成長ファンド」と「なかの世界成長ファンド」

⁷ 野村ホールディングス株式会社、「資産運用の高度化に向けた取組みを推進～公募投信で本邦初の一者計算、野村信託銀行が受託業務を提供～」、2024年2月16日

⁸ <https://www.fsa.go.jp/policy/pjlame/initiativesbythefinancialindustry/20240124.html>

⁹ <https://www.smth.jp/-/media/th/news/2023/231222-2.pdf> の Slide9

¹⁰ https://www.mufg.jp/dam/pressrelease/2024/pdf/news-20240115-001_ja.pdf の Slide4

¹¹ <https://www.jamplatform.com/solution/>

¹² <https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/index.html>

【参考資料】

資産運用立国タスクフォース報告書における「ミドルバック業務の外部委託」に関する記述

『投資運用業務を行う上で必要となる主な機能として、1) ファンド等の運営業務、2) 運用業務、3) 計理や法令遵守等に関する業務（いわゆる「ミドル・バックオフィス業務」）があるが、投資運用業の新規参入が伸びていない要因の一つとして、登録要件を満たすためのミドル・バックオフィス業務に関する体制整備の負担が重いことが指摘されている。

このため、新規参入の促進による健全な競争環境を確保する観点から、適切な品質が確保された事業者へのミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能とし、投資運用業の参入要件の一部緩和を検討することが適当である。

具体的には、(1)適切な業務の質が確保された外部委託先へミドル・バックオフィス業務を委託し、原則として自らが金銭等の預託を受けない場合には、投資運用業の登録要件（資本金・体制整備等）を緩和することが適当である。あわせて、投資家保護を軽視する質の低い事業者がこうした委託を受けることのないよう、(2)上記ミドル・バックオフィス業務の全部又は一部を受託する事業者について、参入規制、行為規制（善管注意義務等）を課すとともに、当局による監督の対象とすることによって、業務の質を確保することが適当である。

これにより、委託元である投資運用業者においては、投資家に対する忠実義務等を果たすために、委託先の管理を行うためのガバナンスは必要であるものの、専任の担当者等を確保することが不要となり負担が軽減されることとなる。また、新規参入業者が最小限の人員を自前で整えてミドル・バックオフィス業務を行うよりも、専門の委託先にアウトソースすることで、むしろ業務の質が高まる効果も期待される。ミドル・バックオフィス業務を専門に行う事業者が普及すれば、そうした業務を担う人材の育成にもつながるものと考えられる。

なお、現状、ミドル・バックオフィス業務に関し様々な受託サービスの提供が行われており、こうしたサービスを提供する事業者に対して一律の参入規制を課すことは過度な規制となりえ、サービスの担い手がなくなるおそれもある。したがって、ミドル・バックオフィス業務の受託サービスを提供する事業者を一律に参入規制の対象とするのではなく、当局の登録を受けた事業者にこうしたサービスを委託すれば、投資運用業の参入要件を緩和する構成とすることが考えられる。』

以上