



2019年
11月25日号

オルタナティブ・データの取扱いにおける法的問題点(下)

執筆者: 福岡 真之介、上島 正道

本ニュースレターは、「[オルタナティブ・データの取扱いにおける法的問題点\(上\)](#)」の続編であり、オルタナティブ・データの取扱いにおける金融商品取引法(金商法)の論点について解説する。

7. 金融商品取引法

(1) 問題点

例えば、オルタナティブ・データには、商品の POS データのように企業の業績と関連性があり得るデータが含まれていることもある。データ解析技術の発達により、ある企業の商品の POS データを AI により分析することによって、その商品を製造する企業の売上げを推測し、企業業績を公表前に予測することも、場合によっては可能かもしれない。そこで、オルタナティブ・データに基づいて学習した AI を使って、上場会社等の株式を売買することが、金商法に違反しないのが問題となる。

なお、金商法上の問題が生じるのは、基本的に上場会社等の株式を売買する場面であり、当該上場会社等の株価に影響を及ぼし得るのも、基本的には当該上場会社等の業務等に係るデータであることから、本ニュースレターでは、オルタナティブ・データの提供元が上場会社等である場合について以下検討を行う。

金商法上、主に問題となり得る規制は、①インサイダー取引規制、②フェアディスクロージャールール(FD ルール)、③法人関係情報の管理等の規制である。

これらの規制上問題となり得る情報(データ)を整理すると以下のとおりである。

本ニュースレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

【図表 2】

	名称	内容	法令
インサイダー取引規制	重要事実	上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な 情報 であって、投資者の投資判断に 著しい影響 を及ぼすもの（バスケット条項）	金商法166条2項
FDルール	重要情報	上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な 情報 であって、投資者の投資判断に 重要な影響 を及ぼすもの	金商法27条の36第1項
法人関係情報の管理等の規制	法人関係情報	上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な 情報 であって、顧客の投資判断に 影響を及ぼすと認められるもの	金融商品取引業等に関する内閣府令1条4項14号

以上のとおり、法令の文理上は、インサイダー取引規制から法人関係情報の管理等の規制になるにしたがって、規制の対象となる情報の範囲が広がっているといえる。

(2) インサイダー取引規制

金商法は、原則として、①会社関係者(元会社関係者を含む。)が、②上場会社等の業務等に関する重要事実を、③その者の職務等に関し知りながら、④当該重要事実が公表される前に、⑤当該上場会社等の株券等の売買等を行うことを禁止している(金商法 166 条 1 項)。

また、会社関係者から重要事実の伝達を受けた第 1 次情報受領者(あるいは当該伝達を受けた者が所属する法人の役員等で、その者の職務に関し重要事実を知った者)が当該重要事実が公表される前に売買等をする 것도原則禁止されている(同条 3 項)。

オルタナティブ・データを、上場会社等から直接購入した者は、会社関係者(上場会社等と契約を締結している者)または第 1 次情報受領者として、インサイダー取引規制の対象となる。

他方で、金商法は第 2 次情報受領者をインサイダー取引の規制対象としていないことから、第 2 次情報受領者となる場合には、オルタナティブ・データを利用しても、そもそもインサイダー取引規制の対象とならない。

では、オルタナティブ・データがそもそもインサイダー取引規制上の「重要事実」に該当するかが問題となる。この点、インサイダー取引規制上、「オルタナティブ・データ」とは何かは定義されておらず、重要事実に該当するものとして列挙はされていない。もっとも、例えば売上等のデータが集積され、これを合算すれば、決算数値に前期実績値と大きな差異が生じることが明らかとなるような情報であれば、決算情報(金商法 166 条 2 項 3 号)として重要事実には該当する余地もあるし、これに当たらなくとも、情報の内容次第では、いわゆるバスケット条項(同項 4 号)に該当する事実として、重要事実には該当する可能性はある。

(3) FD ルール

FD ルールでは、①上場会社等、上場法人等の資産運用会社またはこれらの役員等が、②取引関係者に、③重要情報を、④その業務に関して伝達する場合、⑤当該上場会社等は、⑥伝達と同時に、⑦法定開示、適時開示、自社のウェブサイトへの掲載等の方法で、⑧当該重要情報を公表しなければならない、とされている(金商法 27 条の 36 第 1 項)。

このように FD ルールは基本的に情報を開示する側に対するルールである。したがって、自らの企業情報に関わるオルタナティブ・データを販売する企業は、FD ルールに留意する必要がある。

もっとも、FD ルールには例外規定がいくつか設けられている。

まず、金融商品取引業者等(証券会社等)の役員等については、(i)重要情報の適切な管理のために必要な措置として内閣府令で定める措置(重要情報公表府令 5 条)を講じている者において、(ii)金融商品取引業に係る業務に従事していない者として内閣府令で定める者(重要情報公表府令 6 条)は「取引関係者」に該当しない(金商法 27 条の 36 第 1 項 1 号括弧書)とされている。したがって、金融商品取引業者等にオルタナティブ・データを提供する場合には、例えば、ファイアウォールが適切に構築されており、金融商品取引業に係る業務に従事していない者に対してオルタナティブ・データを提供するのであれば、FD ルールは適用されないことになる。

また、上場有価証券等に係る売買等を行う蓋然性の高い者(上場会社等の IR 活動を通じた情報提供を受ける株主や、適格機関投資家等。重要情報公表府令 7 条)については、上場会社等の投資者に対する広報に係る業務に関して重要情報の伝達を受けた場合にのみ取引関係者に該当するとされている(金商法 27 条の 36 第 1 項 2 号)。したがって、上場有価証券等に係る売買等を行う蓋然性の高い者にオルタナティブ・データを提供する場合には、IR 担当者等からオルタナティブ・データを提供しなければ、FD ルールは適用されないことになる。

また、そもそもの前提として、オルタナティブ・データが、FD ルールの対象となる「重要情報」に該当するか否かが検討されなければならない。

この点、FD ルールに関するガイドライン¹では、「工場見学や事業別説明会で一般に提供されるような情報等、他の情報と組み合わせることで投資判断に活用できるものの、その情報のみでは、直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報(いわゆる「モザイク情報」)は、それ自体では本ルールの対象となる情報に該当しないと考えられる」とされている(同ガイドライン問 4③)。

もっとも、ガイドラインのパブリックコメント(No.17)では、「当該情報と過去に提供されたその他の情報とを一体として見た場合、上場会社等の業績を容易に推知し得るような場合には、重要情報に該当する可能性がある」とされている点には留意が必要であろう。

(4) 法人関係情報の管理等の規制

金商法は、金融商品取引業者等またはその役員もしくは使用人について、法人関係情報に関して、①法人関係情報を提供して勧誘する行為の禁止(金商法 38 条 9 号、業府令 117 条 1 項 14 号)、②取引推奨・勧誘規制(金商法 38 条 9 号、業府令 117 条 1 項 14 号の 2)、③自己勘定取引規制(金商法 38 条 9 号、業府令 117 条 1 項 16 号)、④法人関係情報に係る不公正取引防止措置(金商法 40 条 2 号、業府令 123 条 1 項 5 号)等の規制を課しており、これらに違反すると業務改善命令等の対象となる。

そこで、オルタナティブ・データが、法人関係情報(業府令 1 条 4 項 14 号)に該当するかも問題となるが、情報の内容如何では、法人関係情報に該当する場合もあると考えられる。

¹ 金融商品取引法第 27 条の 36 の規定に関する留意事項について(フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン) <https://www.fsa.go.jp/news/29/syouden/20180206-2.pdf>

(5) AIによる取引と金商法上の規制

では、オルタナティブ・データに重要事実、重要情報、法人関係情報が含まれていた場合、それに基づいて AI が学習し、取引をした場合には、どのように考えればよいのであろうか。

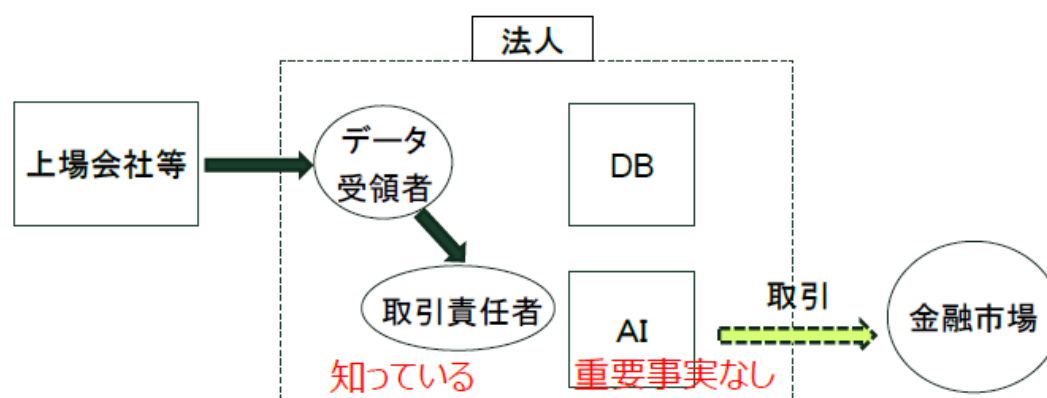
この点については、日本銀行金融研究所が設置した「アルゴリズム・AI の利用を巡る法律問題研究会」の報告書²が参考になるので、以下、その報告書の考え方を紹介する。

同報告書は、AI による取引を、①取引責任者は未公表重要事実を知っているが、アルゴリズム・AI に未公表重要事実が与えられていない場合と、②取引責任者は未公表重要事実を知らないが、アルゴリズム・AI に未公表重要事実が与えられた場合に分けて検討している。

(i) 取引責任者は未公表重要事実を知っているが、アルゴリズム・AI に未公表重要事実が与えられていない場合

AI による取引が問題となる類型として、上場会社等からの未公表重要事実が取引責任者に伝達され、取引責任者は未公表重要事実を知っているものの、それがアルゴリズム・AI のデータとして利用されていない場合が考えられる。これを図示したのが図表 3 である。

【図表 3】



この場合には、同報告書は、取引責任者は、重要事実を知っている以上、形式的には金商法 166 条 3 項の要件に該当し得るとする。もっとも、AI による取引について、重要事実を知ったことと売買を行ったことが客観的に明らかに無関係といえる場合には、同法 166 条 6 項の「特別な事情がある場合」として適用除外となる余地がある、としている。

この点、現に取引責任者が、未公表重要情報を知った以上は、基本的には、実務上、売買等を控える対応をするべきであると考えられる。上記類型 1 の図でいえば、データ受領者は、アルゴリズム・AI に未公表重要事実を与えていないにもかかわらず、取引責任者に対して、未公表重要事実を伝えている。このような不必要な未公表重要事実の伝達が行われないう、留意する必要がある。

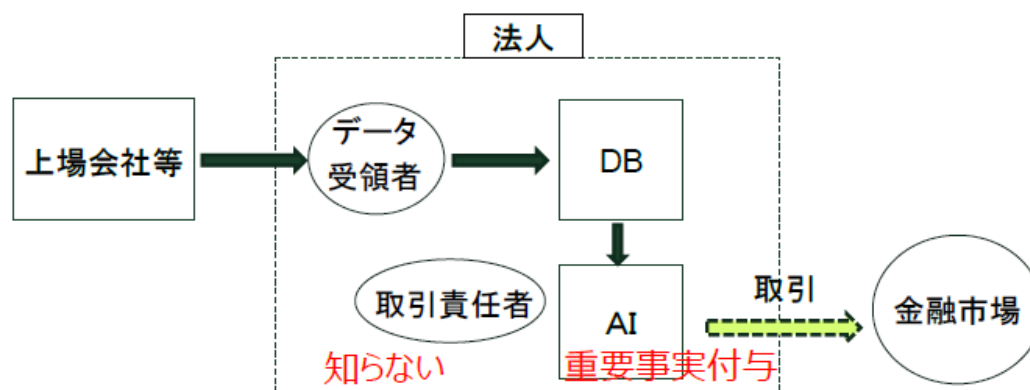
(ii) 取引責任者は未公表重要事実を知らないが、アルゴリズム・AI に未公表重要事実が与えられた場合

次に、AI による取引が問題となる類型として、上場会社等からの未公表重要事実が取引責任者に伝達されておらず、取引責任

² <https://www.imes.boj.or.jp/japanese/kenkyukai/ken1809.pdf>

者は未公表重要事実を知らないが、未公表重要事実がアルゴリズム・AIのデータとして利用されている場合が考えられる。これを図示したのが図表 4 である。

【図表 4】



この場合には、同報告書は、取引責任者(個人)は未公表重要事実を知らない以上、当該取引責任者についてインサイダー取引規制違反であるとして刑事罰を科したり課徴金を課することはできないとする。

一方で、課徴金は法人に課することができる。そのため、法人が未公表重要事実の伝達を受けたものと評価できる場合は、課徴金を課することができ、また、不正の手段(金商法 157 条 1 項)に該当する余地がある(刑事罰あり)とする。

もっとも、同報告書は、法人に課徴金を課す解釈が、現行法上許容されるかは慎重な検討を要するともしている。

なお、上記類型 2 の図の法人が、金融商品取引業者等である場合、法人関係情報に係る不公正取引防止のための必要かつ適切な措置を講じていない状況(業府令 123 条 1 項 5 号)にあるとして、行政処分の対象になる可能性がある点には留意が必要である。

同報告書からは、アルゴリズム・AIによる取引の金商法上の問題については、今後も検討の余地があることが伺える。

8. まとめ

以上のとおり、投資運用の世界においてオルタナティブ・データを使うことの法的問題点を概観した。

オルタナティブ・データの利用については、様々な法律を考慮する必要があるが、オルタナティブ・データの利用を決定的に妨げる法律は、金商法を含め、日本では見当たらない。もっとも、オルタナティブ・データをより利活用できるようにするためには、不明確な部分について明確なルール整備がされることが望まれることは言うまでもない。

オルタナティブ・データの利活用が進むことにより、AI・データの利活用や投資運用の世界の活性化が図られることを望みたい。

以上



ふくおか しんのすけ
福岡 真之介

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士
s.fukuoka@jurists.co.jp

1996年東京大学法学部第1類卒業。1998年弁護士登録。2001年西村あさひ法律事務所に所属。2006年デューク大学ロースクール卒業(LL.M.)、2006-2007年シュルティ・ロス・アンド・ゼイベル法律事務所(米国)勤務、2007-2008年ブレイク・ドーンソン法律事務所(オーストラリア)勤務。著書は、『データ取引の契約実務』(商事法務・2019)、『IoT・AIの法律と戦略(第2版)』(商事法務・2019)、『データの法律と契約』(商事法務・2019)、『AIの法律と論点』(商事法務・2018)、等多数。



かみじま まさみち
上島 正道

西村あさひ法律事務所 弁護士
m.kamijima@jurists.co.jp

2007年弁護士登録。2011-2014年金融庁総務企画局市場課専門官。2015年公認不正検査士登録。主な取扱分野は、危機管理・訴訟その他一般企業法務。特に、インサイダー取引規制等金融商品取引法関連の業務に従事。主な著書に、『インサイダー取引規制の実務(第2版)』(商事法務・2014)[監修]、『よくわかるインサイダー取引規制入門 Q&A』(商事法務・2016)[著]等。

西村あさひ法律事務所では、M&A・金融・事業再生・危機管理・ビジネスタックスロー・アジア・中国・中南米・資源/エネルギー等のテーマで弁護士等が時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。

バックナンバーは<<https://www.jurists.co.jp/ja/newsletters>>に掲載しておりますので、併せてご覧下さい。

(当事務所の連絡先) 東京都千代田区大手町 1-1-2 大手門タワー 〒100-8124
Tel: 03-6250-6200 (代) Fax: 03-6250-7200
E-mail: info@jurists.co.jp URL: <https://www.jurists.co.jp>