

トークンの一般法理は手形法理論の二の舞を演じることになるか？

得津晶 (一橋大学)

## 目次

1. はじめに .....	1
2. 権利関係をトークンに結び付けるということ .....	2
(1) 原因権利の行使・譲渡の制約という視点の必要性 .....	2
(2) 伝統的な有価証券における原因権利の行使・譲渡の制約 .....	3
① 約束手形の場合 .....	3
② 船荷証券(物権証券)の場合 .....	3
(3) トークン化における原因権利の行使・移転の制約の可能性 .....	5
3. 権利の結びついたトークンの私法上の取り扱い .....	6
(1) 日本法における3つの標準型 .....	6
(2) 3つの標準型を決するもの .....	11
4. NFTの取り扱い .....	12
(1) NFTにおける法的権利の結びつき .....	12
(2) NFTの私法上の取り扱い .....	13
5. 原謙一教授の所説への疑問 .....	14
6. おわりに .....	15

### 1. はじめに

本稿は、分散型台帳ないしブロックチェーンを利用しながら一定のデータを取引対象とするいわゆる「トークン」について、①様々な権利関係をトークンに結び付けることができるか、そして、②そのようなトークンはどのように私法上取り扱われるのか、①・②の2つの視点から検討するものである。

これまで筆者は、さまざまなトークンについて、既に権利と結びつきが認められることを前提に②私法上の取り扱いを論じてきた<sup>1</sup>。だが、①そのような権利とトークンがいかなる

---

<sup>1</sup> トークンについては伝統的に何ら権利との結びつきはなく支払手段として利用されることが期待されるビットコインなどの (a) ペイメントトークン、いわゆる証券としての法的

場合に結び付いたということができるといえるのかという問題を検討できていない。これは、近時、物権証券たる船荷証券の電子化に伴い船荷証券の意義を検討する中で、船荷証券という有価証券にする意義は乏しいのではないか<sup>2</sup>、そしてその理由は船荷証券による権利譲渡や権利行使の側面に不備があるわけではなく、船荷証券が運送品レベルでの権利行使・譲渡を制約しきれておらず<sup>3</sup>、そもそも運送品の権利が船荷証券に結び付いている程度が弱いことに理由があるのではないかと考えるようになったことで気づかされた問題意識である。

## 2. 権利関係をトークンに結び付けるということ

### (1) 原因権利の行使・譲渡の制約という視点の必要性

トークンと権利関係を結びつけることができる典型例として法的にはトークンを「有価証券」とすることとされてきた。ここでは、この「有価証券であること」の意味を社会的にトークンに権利関係が「結びついている」ものとして扱われるために必要な条件という観点から分析してみたい。

有価証券の定義については、学説上、争いがある。「財産的価値を有する私権を表章する証券であって、権利の発生・移転・行使の全部または一部が証券によってなされるもの」という最も広範な定義から、権利の㊦発生、㊧移転、㊨行使の3つの要素のうちどこまでを要件とするかによって学説が対立している(3つ全てを必要とする見解、㊧移転には必ず証券の引き渡しを必要とする見解などがある)<sup>4</sup>。

---

地位を有する (b) セキュリティトークン、優先的に商品役務を購入できたり前払式支払手段的に用いられたりなどの (c) ユーティリティトークンの3種に分けられている。このうち (a) ペイメントトークンについて得津晶「仮想通貨の法的諸問題：金銭・所有権・リヴァイアサン」法学81巻2号(2017)149-171頁及び得津晶「仮想通貨の消費者被害と法的問題」現代消費者法42号(2019)19-31頁、(b) セキュリティトークンおよび (c) ユーティリティトークンについて得津晶「権利付きトークンの私法上の地位—論点整理のために」(上) NBL1182号14-22頁、(中) 1183号23-31頁、(下) 1184号40-46頁(2020)でそれぞれ検討した。

<sup>2</sup> 得津晶「船荷証券の電子化の文脈における物権証券性の意義」海事法研究会誌259号(2023)2-11頁。

<sup>3</sup> このように原因権利レベルでの権利行使・譲渡を制約することの可否を論じるものとして加毛明「決済手段の移転に関する私法上の法律問題」沖野眞已ほか編『これからの民法・消費者法(I)』河上正二先生古稀記念(信山社・2023)273-291頁、得津晶「信託を用いたセキュリティ・トークンの権利の帰属と記録の一致」久保野恵美子編著『信託の理論と活用』トラスト未来フォーラム研究叢書93号(2023)53-56頁。

<sup>4</sup> 前田庸『手形法・小切手法』(有斐閣・1999)34頁以下参照。

この議論からは、有価証券といえるには、1つは、(1) 証券によって権利の移転・行使が可能であるという側面と、もう1つは (2) 証券によらずに権利関係 (原因権利・原因関係上の権利) そのものの移転や行使が認められないという側面の 2 つの側面があることがわかる。

トークンにおいてはこの「証券」という箇所をトークンないしトークンの記録として読み替えることとなる。そして、(1) トークンによる権利行使・権利移転の許容性という側面については、これまで②私法上の取り扱いとして議論が積み重ねられてきた。これに対して、

(2) トークンによらない原因権利固有の行使・移転の禁止という側面については十分な検討がなされてこなかった。

## (2) 伝統的な有価証券における原因権利の行使・譲渡の制約

### ① 約束手形の場合

まず、確認が必要なのは、伝統的な有価証券であるからといって、(2) 有価証券によらない原因関係上の権利行使・移転を完全に禁止してはいないということである。伝統的な有価証券の代名詞である約束手形においても「支払に代えて」(代物弁済として) 手形を振り出した／裏書譲渡したといえるようなごく例外的な場合に限って原因債権は消滅するとされるにすぎない<sup>5</sup>。何ら特約のない場合は「(狭義の) 支払のために」手形を振り出す／裏書譲渡すると解されている。だが、「(狭義の) 支払のため」において約束手形と原因債権の両方を行使できる状況にある場合は約束手形を優先的に行使しなくてはならない、すなわち原因債権から行使してはならないとされている<sup>6</sup>。この限りで原因権利の行使への制約が存在する。

また、手形を振り出した場合にも原因債権を譲渡することは可能である。この場合の処理について明示的な解説は手形法の教科書類に見当たらなかったものの、上記の「(狭義の) 支払のために」の解釈からすれば、また、約束手形が輾転流通 (裏書譲渡) された場合における約束手形金の支払がなされた場合の処理との比較からすれば、原因債権を第三者に譲渡した場合であっても約束手形金の支払がなされれば、譲渡された原因債権も弁済がなされたものと扱われることとなろう。となると、原因権利の譲渡は不可能ではないとしても、手形金支払という債権譲受人の与り知らない事実によって消滅してしまうのであるから、社会的には原因権利の譲渡に大きなリスクが伴うこととなる。

このように約束手形において原因権利の権利行使・譲渡は禁止こそされていないものの、ディスインセンティブとなるような制度設計がなされている。

### ② 船荷証券 (物権証券) の場合

これに対して物権証券である船荷証券では、原因権利の行使・譲渡の制約が約束手形よりも強い。まず、船荷証券の場面における「原因権利」とは、目的港で運送人から運送品の引

---

<sup>5</sup> 前田・前掲注(4)文献 286 頁。

<sup>6</sup> 前田・前掲注(4)文献 288 頁。

き渡しを受ける権利(運送契約に基づく荷受人の運送品の引渡請求権)であり、いわば運送品に対する権利である<sup>7</sup>。

そして商法 764 条・国際海上物品運送法 15 条は、船荷証券が発行された場合は、運送品の引渡は船荷証券と引換でなくてはならないと定める(船荷証券の受戻証券性)。つまり、運送契約に基づいて荷受人が有する運送品の引渡請求権という原因権利を船荷証券なしに行使することは認められていない。なお、実務では、(とりわけ紙ベースの)船荷証券の到達が運送品よりも遅延することが多いため、「証券と引き換えでなく運送品を引き渡したことにより海上運送人が被る一切の損害につき責めに任ずる」旨の保証状を差し入れることで船荷証券なしに運送品の引渡しを受けているが(いわゆる保証渡)<sup>8</sup>、このような保証状が必要であることが船荷証券なしの権利行使が原則認められないものであることを示している。

また、運送品の譲渡についても商法 761 条・国際海上物品運送法 15 条の定める「処分証券」性によって運送品の処分は船荷証券によらなければならないとされている。この規定の効力については、学説上、争いがある。船荷証券の引渡しと運送品現物の引渡しとが競合する場合に、その間の優劣として、船荷証券の引渡しを受けて物権変動の対抗要件<sup>9</sup>を備えた者が運送品現物について民法の定める対抗要件(民法 178)を備えた者に対して優先することを定めたとする見解もあれば<sup>10</sup>、そうではなく、民法の物権変動の意思主義(民法 176)を修正し、船荷証券の引渡しと運送品の物権変動の効力発生要件であることを定めたとする見解もある<sup>11</sup>。

このように原因権利(運送品に対する権利)の譲渡を制約するルールが定められているものの、これは完全な原因権利譲渡の禁止ではない。上記の処分証券性の意義についていかなる理解を取ったとしても、運送品現物の即時取得(民 192)は否定されていないからである。すなわち、船荷証券の処分証券性は、売買契約等ないし意思主義による通常の民法の物権変動ルールの適用は排除しているものの、取得者が善意無過失の場合にのみ認められる例外

---

<sup>7</sup> 江頭憲治郎『商取引法〔第9版〕』(弘文堂・2022) 316 頁、箱井崇史『基本講義現代海商法〔第4版〕』(成文堂・2021) 97 頁。ただし、運送品に対する所有権そのものではないとされる。

<sup>8</sup> 江頭・前掲注(7)文献 327 頁。

<sup>9</sup> 商法 763 条・国際海上物品運送法 15 条は、船荷証券の引渡しは運送品について行使する権利の取得について運送品自体の占有移転と同一の効力を有すると定め、船荷証券の占有者に運送品に対する占有(間接占有)の効力を認める。この規定の定める占有の意義については、船荷証券の物権的効力の問題として学説上、争われている。江頭・前掲注(7)文献 321-322 頁、得津・前掲注(2)文献 7-9 頁参照。

<sup>10</sup> 江頭・前掲注(7)文献 321 頁。

<sup>11</sup> 江頭・前掲注(7)文献 322 頁注 12 (ただし、江頭は反対)。

的な取引ルールである即時取得による原因権利の変動は船荷証券発行では止められないのである。

(3) トークン化における原因権利の行使・移転の制約の可能性

以上のように見ると、既存の有価証券においては、原因権利の行使や譲渡を完全に禁止していないものの一定程度制約する仕組みが組み込まれていることがわかる。これがトークンにおいて実現できるのか。実現できるとすればどのような仕組みにすればよいのか。

まず、確認が必要なのは、トークンないし有価証券の中にはかかる「原因権利」を法的な権利として観念できない／観念しづらいものが存在するという点である。もっとも典型的なものがビットコインのようなペイメントトークンである。だが、それ以外も例えば研究開発中の人工ダイヤモンドが完成した暁には優先的に購入することができる権利と結びつけたユーティリティトークンなど、純粋な金銭債権ともいいにくい、いわば「契約上の地位」のようなものもトークンに結び付けられている例が多い。このような契約上の地位については2017年民法(債権法)改正によって民法539条の2に移転に関する規律が設けられたものの、契約の相手方の承諾が効力要件として要求されていることから、原因権利の移転は事実上、大きく制約されているといえる。

他方で、金銭債権やセキュリティトークンにおける株主的な地位のように原因権利の行使ないし譲渡が社会的に期待しやすいものも存在する。このように「法律関係」として認識しやすい原因権利の場面でトークンによらない原因権利レベルでの行使・移転が制約されるのはどのような場合か。

この権利行使・移転に証券を必要とする仕組み、あるいは証券がなければ権利行使・移転を禁止する仕組みは、これまで「有価証券」の性質とされてきた。そして、そもそも制定法にない「有価証券」を認めてよいのかという問題がある。学説上は、私的自治の範囲内として制定法・慣習法の根拠は不要とする見解があるものの<sup>12</sup>、民事行政当局は、特別の法律の規定または慣習法が必要であると考えている模様である<sup>13</sup>。

後者の見解を機械的に適用すれば、制定法のないトークンの有価証券化は難しく、それゆえ、原因権利の行使・移転の制約は難しいようにも思えるかもしれない。だが、民事行政当局も、有価証券化に必ずしも制定法を必要としているわけではなく「慣習法」でもよいとしている。そして、かかる「慣習法」を認定するには、事実として反復継続性が予定されるような「仕組み」を用意することに加え、法的確信の存在を承認しうるような、法的観点からの「合理性」が必要とされると理解できる。すなわち、トークンの様に反復継続する仕組み

---

<sup>12</sup> 前田・前掲注(4)文献 14 頁以下参照、小出篤「判批」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』(有斐閣・2013) 173 頁。判例として最判昭和 44・6・24 民集 23 卷 7 号 1143 頁〔学校債〕。

<sup>13</sup> 民法(債権法)改正検討委員会編『詳解・債権法改正の基本方針 III—契約および債権一般(2)』(商事法務・2009) 344 頁。

が用意されていれば、あとは、原因権利の行使・移転を制約するに足る法的に合理的な理由が認められれば、かかる「慣習法」を認め、原因権利の行使・移転を禁止するという限りでの「有価証券」性を認めることができると解される。ここでいう「合理性」とは、原因権利に民法上認められている権利行使・移転の方法と同等ないしそれ以上の権利行使・移転方法が別途用意されていることである<sup>14</sup>。

トークンにおいては、このような原因権利の権利行使・移転方法と同等ないしそれ以上の権利行使・移転の方法をトークンの仕組みを活用して用意することができる。債権譲渡に確定日付ある譲渡通知を債務者に送付するよりもトークンの記録の移転で足りるというシステムの方がはるかに債権譲渡人・譲受人そして債務者というすべての利害関係人にとって便宜であるからである。権利行使についてもトークンの記録を基準に行うことで債務者にとっても二重払いのリスクから解放される。

このようにトークンを用いて、民法その他の法律の定める原因権利の行使・移転方法と同等かそれ以上に便宜な制度を設計することで、原因権利の権利行使・移転を制約できる有価証券的な性格を認めることができると理解できる。

そして、この制約をどの程度認めることができるのかは、一方では、私的自治、すなわちトークンの発行時に設計者の裁量によって決することができるものの、他方で、トークン設計者の裁量も無制限ではなく、例えば、当該トークンの仕組みによる権利行使・移転が機能しないような場合には原因権利レベルでの行使・移転を認めることが要求されよう。これは「(狭義の) 支払のために」振り出した約束手形において原因債権の行使が認められる場合と同様である。また、原因権利が即時取得制度の対象となり得るものであれば、善意無過失の第三者にはトークンによる権利行使・移転が期待し得ないのであるから、即時取得制度の適用まで防ぐことはできないということになる。ただし、当該原因権利がトークンによって権利管理されているものであることが明認されるような形になっていれば、即時取得の要件たる善意無過失は成り立ちえないと解される。

### 3. 権利の結びついたトークンの私法上の取り扱い

#### (1) 日本法における3つの標準型

次いで、②トークンの私法上の取り扱いについて検討する。この問題は、既に多くの先行研究があり、かつ、拙稿<sup>15</sup>でも検討をした点であるので、簡単に紹介したい。

---

<sup>14</sup> 銀行預金について民法 466 条の 5 第 1 項の定める債権の譲渡制限の対世的効力（物権的効力）の根拠と資金移動業等への類推適用の可能性について加毛・前掲注(3)文献 256、262 頁。

<sup>15</sup> 注(1)に掲げた諸文献を参照。ほかにも主要なものとして、森下哲朗「FinTech 時代の金融法のあり方に関する序説的検討」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生古稀記念企業法の進路』（有斐閣・2017）771 - 825 頁、西村あさひ法律事務所編『ファイナンス

本稿筆者のアプローチは、既存の法的性質論に従った各法律構成が、私法上の取り扱いの問題となる論点ごとにどのような扱いを受けるのかということ进行分析し、その帰結群から現在の日本の私法における法的性質と私法上の取り扱いとの関係を抽出するというものである。法律構成としては、債権（債権譲渡）、契約上の地位（の移転）、有価証券（無記名証券・指図条件・記名証券）、免責証券、証拠証券、社債等振替法類推適用（口座の法理）、そして金銭を検討した。私法上の法律問題については、発行主体との法律関係と発行主体以外の第三者との関係（倒産隔離の問題）そして特定の法律関係の対象適格とに分けて検討した。

発行主体との法律関係としては以下の問題を検討した。①常にトークンの記録を有する者に、当該権利が実体法上も帰属することになるのか（記録と権利の一致）、②トークンの記録に権利者であることの法律上の推定効はあるか、③権利の移転にはトークンの記録の移転が必要か否か、④原因契約が無効・取消となった場合にトークン権利はいずれの当事者に帰属するのか、⑤原因契約が債務不履行に基づいて解除された場合にトークン権利はいずれの当事者に帰属するのか、⑥発行主体がトークンの権利内容に一定の留保をしていた場合や発行の際の契約が解除・無効・取消となった場合に、権利付きトークンの保有者は発行主体に対して請求が可能なのか（人的抗弁の切断の問題）、⑦権利者ではない者がトークンの記録を有していた場合、当該記録保持者から移転の記録をされた者は、適法に権利を取得することができるのか。また、⑧権利者ではないトークンの記録保持者に、発行主体が義務の履行をした場合、発行主体は、真の権利者に対して、まだなお義務を負うのか、それとも免責されるのか。⑨真の権利者はトークンの記録なしに、発行主体に対して権利行使を要求することが可能なのか<sup>16</sup>。

第三者との関係、すなわち倒産隔離については以下の問題を検討した。⑩当事者間で当該権利について移転する契約が成立したものの、トークンの記録が移転していなかった場合、当該権利は譲渡人と譲受人のいずれの責任財産に帰属するのか、⑪権利付きトークンの譲渡後に、当該譲渡の原因となった契約が解除されたものの、トークンの記録は譲受人にとどまっていた場合に、当該権利はどちらに帰属するのか、⑫権利付きトークンの譲渡の原因となった契約が錯誤や詐欺で取り消された場合に、トークンの記録が譲受人にとどまってい

---

法大全（下）〔全訂版〕』（商事法務・2017）842-864 頁〔芝章浩〕、末廣裕亮「仮想通貨の法的性質」法学教室 449 号（2018）52-57 頁、森田宏樹「仮想通貨の私法上の性質について」金融法務事情 2095 号（2018）13-26 頁、金融法委員会「仮想通貨の私法上の位置付けに関する論点整理」（2018 年 12 月 12 日）、片岡義広「再説・仮想通貨の私法上の性質」金融法務事情 2106 号（2019）8-18 頁、道垣内弘人「仮想通貨の法的性質」道垣内弘人ほか編『近江幸治先生古稀記念・社会の発展と民法学・上巻』（成文堂・2019）489-501 頁、加毛明「仮想通貨の私法上の法的性質」金融法務研究会『仮想通貨に関する私法上・監督法上の諸問題の検討』（2019）1-34 頁など。

<sup>16</sup> 得津・前掲注(1)NBL（中）23-31 頁

る状態で、当該権利はどちらに帰属するのか<sup>17</sup>。

そのほか、特定の法律関係の対象適格として、⑬強制執行・差押えの対象となるのか、⑭相続財産を構成するのか、⑮信託の対象となるのか、⑯譲渡担保の対象となるのか、⑰質権の設定ができるのかも検討したが<sup>18</sup>、問題関心の関係で本稿では割愛したい。

この検討の結果、日本法上の私法上の性質決定は、私法上の論点の帰結において、A. 金銭型、B. 有価証券型、C. 通常債権型の3つの類型に整理できることがわかった<sup>19</sup>。

まず、A. 金銭型とは「所有と占有の一致」ないし「本権と記録の一致」が認められるものであり、法定通貨としての日本銀行券や貨幣のほか、決済性預金（当座預金、普通預金）も振込を更改と位置付けることで同様の効果が認められる<sup>20</sup>。そのほか論者によってはビットコインのようなペイメント・トークン（暗号資産）もこの類型に属する<sup>21</sup>。

次に、B. 有価証券型では、金銭型に次いで記録と権利の結びつきが強く、具体的には、私法上の有価証券中の無記名証券（民法 520 条の 20）、指図証券（民法 520 条の 2）及び記名式所持人払証券（民法 520 条の 13）である。約束手形や小切手もこの類型に属する。そして、社債等振替法もこれらの有価証券とほぼ同様の規律となる<sup>22</sup>。このような社債等振替法をセキュリティトークンに類推適用すること、あるいは同法の規律を基に「口座による財産管理の一般法理」を展開しトークンに適用する場合もこの規律となる。

C. 通常債権型は、もっとも占有と権利の結びつきが弱く、通常の債権や契約上の地位、記名式所持人払証券を除いた記名証券（民法 520 の 19）が該当する。

このように A. 金銭型、B. 有価証券型、C. 通常債権型の順で、所有と占有との一致／記録に対する信頼保護・権利の一致の程度が高く、C. 通常債権型では、記録の所在よりも真の権利者保護を重視する扱いとなる。

#### 【発行主体との関係】

①トークンの記録と権利の一致	
A. 金銭型	○
B. 有価証券型	×

<sup>17</sup> 得津・前掲注(1)NBL（下）40－42 頁。

<sup>18</sup> 得津・前掲注(1)NBL（下）42－44 頁。

<sup>19</sup> 得津・前掲注(3)文献 48－52 頁、得津晶「金融法の体系の中の『資金決済法』」金融法務事情 2216 号（2023）掲載予定。

<sup>20</sup> 森田・前掲注(15)文献 19 頁、森田宏樹「振込取引の法的構造」中田裕康＝道垣内弘人編『金融取引と民法法理』（有斐閣・2000）136－145 頁、182－183 頁。誤振込に関して最判平成 8・4・26 民集 50 卷 5 号 1267 頁参照。

<sup>21</sup> 森田・前掲注(15)文献 20 頁。

<sup>22</sup> 得津・前掲注(1)NBL（下）46 頁。



C. 通常債権型	×
----------	---

②トークンの記録の権利存在推定効	
A. 金銭型	(不要)
B. 有価証券型	○
C. 通常債権型	×

③権利行使へのトークンの記録の要否	
A. 金銭型	○
B. 有価証券型	○
C. 通常債権型	×

④譲渡契約が無効・取消となった場合の権利の帰属	
A. 金銭型	譲受人
B. 有価証券型	譲受人 (ただし権利濫用になる)
C. 通常債権型	譲渡人

⑤譲渡契約が解除となった場合の権利の帰属	
A. 金銭型	譲受人
B. 有価証券型	譲受人 (ただし権利濫用になる)
C. 通常債権型	譲渡人

⑥人的抗弁の切断	
A. 金銭型	常に切断
B. 有価証券型	原則：切断 例外：悪意
C. 通常債権型	切断しない

⑦無権利者からの記録譲受 (即時取得)	
A. 金銭型	権利取得
B. 有価証券型	原則：権利取得 例外：悪意又は重過失の立証
C. 通常債権型	権利取得しない

⑧無権利者への支払免責	
A. 金銭型	有効な支払
B. 有価証券型	原則：有効な支払 例外：悪意又は重過失の立証
C. 通常債権型	原則：支払は無効 例外：①受領権者の外観+② 善意無過失の立証

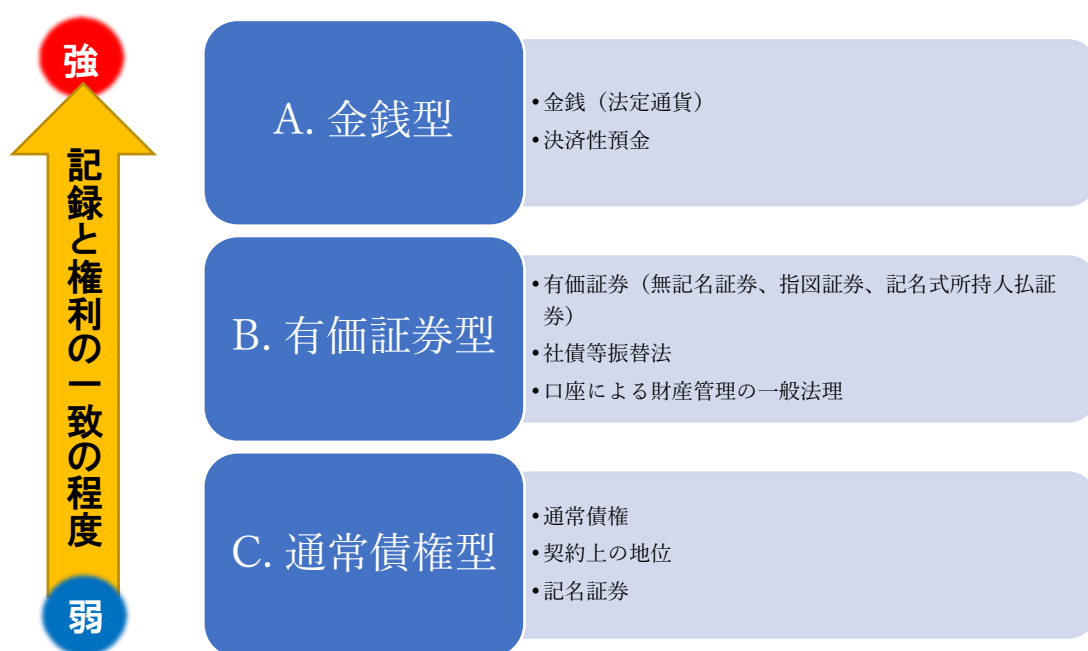
⑨発行主体への権利行使に記録の要否 (受戻証券性)	
A. 金銭型	必要
B. 有価証券型	必要
C. 通常債権型	不要

## 【第三者との関係】

⑩ (対第三者の責任財産として) 権利の移転に記録の要否	
A. 金銭型	必要
B. 有価証券型	必要
C. 通常債権型	不要

⑪原因契約解除後の責任財産としての帰属	
A. 金銭型	譲受人
B. 有価証券型	譲受人
C. 通常債権型	譲渡人

⑫原因契約無効・取消後の責任財産としての帰属	
A. 金銭型	譲受人
B. 有価証券型	譲渡人
C. 通常債権型	譲渡人



## (2) 3つの標準型を決するもの

そして、既存の私法上の法的性質を3つの標準型のいずれに分類すべきかを決していたのは、いわば「代替物」性（種類物性）の程度であった<sup>23</sup>。すなわち、当該権利が同一種類であれば同じものとして「数値」（単位）でのみ扱えば足りると社会的に受容されているかの程度によって定まる。

金銭の所有と占有の一致の根拠の1つとして、「究極の種類物<sup>24</sup>」（「不特定物中の不特定物<sup>25</sup>」）であることが挙げられてきた。「種類物」とは、民法401条に従った特定が生じることがないという意味で用いられている。すなわち、倒産法上の取戻権など倒産隔離効のある物権的請求権の前提として、対外的に示された（対抗要件を備えた）特定ないし分別管理が必要とされているところ<sup>26</sup>、金銭のように高度な代替物性（社会的種類物性）を備えている目的物は、特定が生じることなく、倒産隔離効ある救済も成立しない。このことから社会的な「種類物」としての性質の強さ（代替物性）が、倒産時の取扱いの決定の要素となると考

<sup>23</sup> 得津・前掲注(3)文献 55 頁、得津・前掲注(19)文献。

<sup>24</sup> 法制審議会・民法（債権関係）部会第 94 会議議事録（平成 26 年 7 月 15 日開催）（中井康之委員発言）、清水恵介「金銭の担保化の担保法的構造－敷金関係を中心に」私法 78 号（2016）133 頁など。

<sup>25</sup> 藤原正則『物権法〈物権・担保物権〉』（新世社・2022）224 頁。

<sup>26</sup> 加藤貴仁「暗号資産の管理の委託と電子記録移転有価証券表示権利等の預託」神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『企業法制的将来展望〔2022 年度版〕』（財務詳報社・2021）143 頁。

えることができる。

代替物性（社会的な種類物性）の強いものであれば、いわゆる物権法的保護である倒産隔離効ある保護はそもそも不可能である。これに対して、代替物性（種類物性）の弱いものであれば、物権的保護すなわち倒産隔離効ある保護の可能性がでてくる。ただし、倒産隔離効ある保護が常にもたらされるわけではない。

このようにみると、従来の「物権」「債権」「財産権」といったレベルでの法的性質は、代替物性の程度とある程度リンクする傾向がありうるものの、結論に直接結びつくものではない。また、代替物性ないし特定物性の程度は、単に具体的な当事者の合意のみに依存するもの<sup>27</sup>ではなく、社会的な取り扱い・受容が決定基準となる。

従来、金銭と同様、所有と占有の一致的な取扱いが認められるものとして「支払単位」という考え方が示されていたが<sup>28</sup>、これも高度の代替物性として整理できる。また、口座の記録についても、暗号資産（財産権）<sup>29</sup>、決済性預金（債権）<sup>30</sup>、証券口座<sup>31</sup>のそれぞれについて証券口座的に扱うか（有価証券基準）あるいは決済性預金口座的に扱うか（金銭基準）の違いは代替物性（社会的な種類物性）に依存すると説明することになる。

よって、対抗要件をブロックチェーン上の記録で足りるとすること自体からは、代替物性の程度について何ら示唆はないものの、流通を促進させるトークンの中にはセキュリティトークンのようにどれくらいの単位・数量を持っているのか数値によって権利内容を管理し、トークンの特定の1単位の個性は問題としないものもある。このようなトークンであれば、通常の株式等と同程度のB.有価証券型の取扱いが認められることとなろう。

反対に、「トークンである」という事実のみからは何ら特定の私法上の扱いを要請しない。トークンにもさまざまなものがあるからであり、その特定物性はトークンの設計や取扱次第であるからである。その例として次節ではNFTを考察したい。

#### 4. NFTの取り扱い

##### (1) NFTにおける法的権利の結びつき

NFT (Non-Fungible Token) においては、特定の「デジタルコンテンツを利用する権利」

---

<sup>27</sup> 小塚荘一郎＝森田果『支払決済法〔第3版〕』（商事法務・2018）196、203頁。

<sup>28</sup> 森田宏樹「電子マネーの法的構成」(2) NBL617号24頁、(3) NBL619号30頁（1997）、森田宏樹「電子マネーをめぐる私法上の諸問題」金融法研究15号（1999）63頁、森田前掲注(15)文献18頁。

<sup>29</sup> 森田前掲注(15)文献18頁。

<sup>30</sup> 森田・前掲注(20)文献136－197頁、特に143－145頁、森田・前掲注(28)「電子マネーの法的構成(3)」31－34頁。

<sup>31</sup> 森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」金融研究25巻（2006）41－42頁。

が結びつけられている例が多いものの、そこで結び付けられている権利ないし利益の法的性質には議論がなされている。とりわけ、デジタルアート等に関して、あたかも「著作権」が NFT に帰属しているかのように（法専門家ではない一般人は）誤解させるようなものもありながらも、実際にはそのような確立した権利は何ら帰属していないのではないかとということが懸念されている。複製権（著 21）・公衆送信権（著 23I）・翻案権（著 27）などの二次創作をする権利が NFT 保有者に認められていると考えることも難しく、結局のところ、閲覧・視聴をする権利（しかも場合によっては NFT の保有者以外も閲覧できるケースもある）があるに過ぎないというのが NFT の多数であろう<sup>32</sup>。

この問題の原因として、1つは、NFT の原因資産であるところのデジタルコンテンツの権利保有者が著作権などの法的権利を手放したくないという当事者のニーズによるところもあろう。この場合は、あくまで私的自治の問題であって、現権利者がどのような権利を処分するかは当該権利者が決めるべき事柄であるのだから何ら問題はない。あとは NFT の購入者がそのことを理解して購入するか否かを決すればよいだけであり、強引に法的問題を指摘するとすれば、その NFT の発行の際に、NFT にどのような権利・利益が帰属しているのかを正確に表示できているかどうかという点のみが問題となろう。

だが、他方で、2で前述したように、伝統的な有価証券のような根拠法・制定法の定めのないトークンにおいては、そもそも権利をトークンに結び付けるという仕組みがないと考えられてきたため、NFT に著作権等の権利を帰属させるつもりであるとしても、NFT の譲渡とともに著作権も付随して移転することが確保されていないという懸念や、NFT とは別に著作権法上の手続に従って著作権の譲渡が第三者になされるおそれへの懸念<sup>33</sup>が、NFT に確立した法的権利を結びつけない原因となっている可能性もある。

後者の掲げる懸念に関しては、2（3）で前述したように、原因権利の行使・移転方法と同等かそれ以上の権利行使方法・移転方法をトークンの仕組みの中に定めることで、原因権利の行使・移転を制約することが認められると考えることで解決できる。具体的には、NFT について譲渡のルールを明確に定めることが求められよう。

## （2） NFT の私法上の取り扱い

NFT の私法上の取り扱いについては、本稿の3つの標準型による分析からすれば、NFT の代替性の程度によって決することになる。NFT は「代替性のない」(non-fungible) というその名の通り、上記のような意味での代替物性を認めることはできない<sup>34</sup>。よって、C. 通

---

<sup>32</sup> 長瀬威志ほか「NFT の仕組みと私法上の整理」NBL1202号（2021）66頁。同文献は NFT を著作権等には該当しない「保有者」としての「証明書」を記録するものと位置付ける。

<sup>33</sup> 長瀬ほか・前掲注(33)文献 67頁。

<sup>34</sup> 得津晶「権利付きトークンの法的地位：デジタル資産の捉え方」日本銀行金融研究所セ

常債権型で処理されることとなろう。

ただし、現実には「NFT」といっても、同じデジタルコンテンツに単にシリアルナンバーがついているだけのようなものもある。この「シリアルナンバーの違い」が法的に重要な違いであれば、この場合も、不代替物として扱うことが要請されるものの、多くの場合、その程度の違いに法的意味を見出すことはできず、代替物性があると扱われ、場合によっては、B. 有価証券型で処理されることとなろう。

## 5. 原謙一教授の所説への疑問

最後に、原謙一教授の諸論稿について本稿筆者の意見をまとめておきたい。原教授の諸論稿の特徴は2点あり、1つは（トークンという民法学の主流からすればニッチなテーマであるにもかかわらず）丹念なフランス法研究をなさっているという点であり、もう1つは暗号資産の法的処理について「振替株式制度の類推適用」を提唱している点である<sup>35</sup>。

フランス法を知らない本稿筆者にとっては第1の点は論評できる立場にはないため、後者の第2の点についてコメントをしたい。「振替株式制度の類推適用」による処理というのは、本稿筆者がトークンの私法上の取り扱いの3類型のうちB. 有価証券型の中の社債等振替法の類推適用とまさに同じ結論である。そして、本稿筆者は、セキュリティトークンやユーティリティトークンなどの権利付きトークンの多く（ほぼすべて）において、B. 有価証券型による処理を提唱しており、まさに「我が意を得たり」と感じている。また、トークンの取り扱いを単なる「トークン・プロパー」とはせず、トークンの議論をフィードバックすることで民法の基礎的な概念をさらに精緻化し、民法の議論とトークンの議論との連続性を保つべきという方法論も拙稿と共通するところがある。

ただし、いくつか留保すべき点もある。原教授が、「振替株式制度の類推適用説」を提唱したのは、いわゆる「仮想通貨」すなわちペイメントトークンを念頭においてのものであり<sup>36</sup>、丹念なフランス法研究とも無関係である。また、その論拠も本稿のような権利行使・権利移転のルールや倒産隔離のルールの利益衡量のみによるのではなく、当該トークンの権利内容・利益内容が、ペイメントトークンとの分類にもかかわらず、実際には投資手段であり、その点で株式に類似している点を根拠にしている。

---

ミナー（2021年11月25日）資料27頁参照（available at, <https://researchmap.jp/tokutsu/presentations/35934113>）。

<sup>35</sup> 原謙一「仮想通貨（暗号通貨）の法的性質決定及び法的処遇」横浜法学 27 卷 2 号（2018）139 頁、原謙一「ブロックチェーンによる法的記録の可能性」福岡県土地家屋調査士会会報 ぷくおか第 124 号（2019）6-7 頁。

<sup>36</sup> 原・前掲注(35)横浜法学 139 頁、原・前掲注(35)ぷくおか 4 頁。

拙稿はトークンの権利内容には立ち入らず、あくまで権利行使・移転、そして倒産隔離のみを根拠に帰結を導いており、この点で原教授の論証とは異なる。

また、本稿の様な代替物性を根拠とした場合、ペイメントトークン(仮想通貨・暗号資産)について、代替物性が認められるとしても、B. 有価証券型にとどめるのか、さらに代替物性の高いA. 金銭型とまでするのかは論点である。森田宏樹教授は暗号資産(当時は仮想通貨)について金銭債務を弁済により消滅させる効力(債務免責力)の範囲は法定通貨や外貨よりも著しく狭いことを認めながらも、その狭い領域の中で債務免責力があることを根拠に、暗号資産にも「支払単位」のみで把握する高度の代替性があるとする<sup>37</sup>。

だが、ペイメントトークンの代替物性の評価をするにあたっては、実態から社会における受容を判断すべきである。投資商品として考えるのであれば、それはあくまで、B. 有価証券型にとどまり、現在は金銭や預金通貨に匹敵するだけの高度の代替物性は認められていないと考えるべきであろう。この点でも拙稿は原教授の所説と一致する。

原教授の所説の中で、筆者が賛同できないのはNFTの取り扱いである。NFTについて、原教授は、実際の利用法が代替性トークンと連続していることを理由に、代替性トークンと全く別の枠組みで論じるべきではないとし<sup>38</sup>、最終的にやはりこれまでの振替株式制度の類推適用による処理を解決策の1つとして示唆する<sup>39</sup>。確かに、4(2)で前述の通り、NFTにも種類物に近いものも多く、それらをB. 有価証券型で処理することには賛成である。だが、NFTにも高額なデジタルアートの権利を扱うもののように、文字通り、non-fungible(代替性のない)なものもある。NFTだからといってone-fits-allで扱うのではなく、代替物性に応じた扱いが要請されているのではないか。

## 6. おわりに

以上みてきたように、トークンを私法上どのように扱うのかを考えるには、従来考えられてきた、②トークンを私法上どのように扱うのかという問題の前に、①様々な権利関係をトークンに結び付けることができるかを考える必要がある。そして、①権利関係をトークンに結び付けることができるかどうかは、原因となる権利関係の行使・処分を当該原因権利に認められた行使方法・移転方法を認めずに、トークンによる権利行使・移転方法に(できる限り)一元化できるかがカギであることを導いた。そのうえで、民法その他の法律で認められているはずの原因権利の行使方法・移転方法を除外するには、ある種の慣習法による有価証券性を認める作業と重なり、具体的には、原因権利の行使・移転方法によらずともそ

---

<sup>37</sup> 森田・前掲注(15)文献22頁。

<sup>38</sup> 原謙一「日本及びフランスにおけるNFT非代替性トークンの法的性質」横浜法学31巻1号(2022)272頁。

<sup>39</sup> 原・前掲注(38)文献296頁。

2023/08/22 (得津晶)

暗号資産研究会

れと同等かそれ以上の権利行使・移転の仕組みが備わっていることが必要であるとした。

他方で、②そのようなトークンを私法上どのように扱うべきかについては、そのトークンの代替性の程度に従って、A. 金銭型、B. 有価証券型、C. 通常債権型に分類して処理されていくことになるとした。

このようなトークンの取り扱いを一般化した定式、いわばトークン法理が本当に成功しているのか、それともかつての有価証券法理ないし手形学説のように、当該領域に特有のものとしていつの日か時代遅れとなり忘れ去られるのかは今後、研究を続けていく中で明らかにしたい。

※ 本稿は科学研究費補助金（研究課題：22H00801）の成果の一部である。