

2026年2月3日 全8頁

大和のクリプトナビ No.7

株式のトークン化に関する米国周辺の動向

様々な主体がトークン化に取り組むが、その背景は様々

金融調査部 研究員 濑戸 佑基
研究員 森 駿介
研究員 杉浦 花音

[要約]

- 現在、株式を「トークン」（ブロックチェーン技術などを用いて管理される、価値や権利を表すデジタルデータ）化する動きや、トークン化された株式を取引する体制の整備が進んでいる。このレポートでは、米国の主体による株式のトークン化に関する動きを紹介する。
- 株式のトークン化にかかる各社は「トークン化株式」や「株式トークン」という語を必ずしも同じ意味で用いているわけではなく、その背景には様々な考え方や意図があるようだ。具体的には、発行体が自身の意志で株式そのものをトークン化する事例のほか、発行体の意図と関係なく第三者がトークン化を行い顧客に販売する事例もある。特に後者については、投資者保護の観点などから注意喚起もなされている。
- 証券取引所もトークン化株式に関する取り組みを始めている。例えば、Nasdaq は 2025 年 9 月、米国証券取引委員会 (SEC) に対し、トークン化株式の取扱いを可能にするよう規則変更申請を行った。Nasdaq は、一定の条件を満たしたトークン化株式を従来の株式（ブロックチェーン技術などを用いない株式）と同等に取り扱う、としている。
- このように、米国の主体が提供するトークン化株式についての取り組みには一長一短があり、どの取り組みが優位となるのかは見通しづらい。
- なお、日本においても株式のトークン化に関する動きは徐々に進んでいる。ただし、米国と同様、どのようなスキームが優位になるかにより、既存の株式市場のプレイヤーが受ける影響は大きく異なるだろう。

1. 株式の「トークン化」に向けた試みが進む

現在、株式をトークン化する取り組みや、トークン化された株式を取引する体制の整備が進んでいる。この分野における「トークン」とは、一般に「ブロックチェーン上で何らかの価値や権利を表すデジタルデータ」を指す。また、価値や権利をトークンの形に変換することを、「トークン化」と表現する。トークン化された株式は、特に「セキュリティトークン」¹（有価証券の権利をトークン化したもの）の一形態として整理できる。

しかし、トークン化株式の発行や既存株式のトークン化事例を見るに、各主体の用いる「トークン化株式」や「株式トークン」という語には統一的な定義はないようだ。このレポートでは、主に米国の主体による株式のトークン化、トークン化株式の流通などについての取り組みに着目し、各主体の考える「トークン化株式」などが具体的に何を指しているのかを整理する。

2. 各主体が取り組む「トークン化株式」・「株式トークン」の動向

株式のトークン化についての取り組みは、大きく「発行体が自らの意志で株式そのものをトークン化する事例」（パターン①とする）と、「発行体ではない第三者が、発行体の意志とは関係なく独自に株式と連動する権利をトークン化する事例」（パターン②とする）に分けることができる²。この第2章と続く第3章では、各パターンの具体的な取り組み事例と、トークン化株式を流通させようとしている米国の証券取引所 Nasdaq の取り組みを紹介したい。

パターン①：発行体が自らの意志で株式そのものをトークン化する取り組み

パターン①の代表的な事例として、発行体が米国のフィンテック企業である Superstate 社のプラットフォームを活用するケースが挙げられる。同社は、発行体からの依頼を受けて、その株式をトークン化し流通させるプラットフォームである“Opening Bell”的提供開始を 2025 年 5 月に発表した。このトークン化株式については、従来の株式と同等の権利を全て備えている、と説明されている³。配当を受ける権利や議決権などの株主権が、トークン化株式の保有者にも与えられるということだと推測される。

このトークン化により、株式を Solana などのブロックチェーン上で取引することが可能になる。投資家側から見ると、トークン化された株式は 24 時間 365 日取引可能である点が、発行体側から見ると、株主情報をリアルタイムで把握することができる点などがメリットとなる、と

¹ セキュリティトークンについての詳細は、瀬戸佑基・金本悠希・桑木大輔「[大和のセキュリティトークンナビ 第1回 セキュリティトークンとは？](#)」（2026 年 1 月 13 日、大和総研レポート）を参照

² 2026 年 1 月末に、米国証券取引委員会（SEC）も同様の分類を行っている。詳細は SEC “[Statement on Tokenized Securities](#)”（2026 年 1 月 28 日）を参照。

³ Superstate “[Galaxy Stock Becomes First SEC-Registered Equity Tokenized on a Major Blockchain](#)”（2025 年 9 月 4 日）。以下、英語文献の翻訳は全て大和総研による。

されている⁴。また同社CEOはOpening Bellのサービス発表に際し、「Opening Bellを通じて、株式は（中略）DeFi（引用者注：分散型金融のこと）に統合されるようになる」と、その長期的な展望を述べている⁵。なお、ここでいうDeFiへの統合については、スマートコントラクト等を利用して、既存の証券取引所や証券会社の仲介なしに、トークン化された株式を投資家間で取引可能にすることなどを志向しているものと思われる。加えて、2025年12月に同社は、このOpening Bellを通じて、ブロックチェーン上でトークン化株式を直接発行するプログラムの提供を開始することも発表している⁶。

パターン②：第三者が独自にトークン化を行い顧客に提供する取り組み

発行体からの依頼を受けて株式をトークン化する事例とは異なり、一部の証券会社やフィンテック企業などは、他社の株式（より正確には、株式と連動する「権利」）を独自にトークン化して顧客に販売するサービスを行っている。以下では、発行体側から批判（リアクション）があった象徴的な事例である、米国のネット系証券会社Robinhood社の試みを取り上げたい。

Robinhoodは、在欧州の顧客向け⁷に、非上場銘柄を含む様々な米国株式をトークン化した「Robinhood株式トークン」を販売している。同社はこのトークンについて、手数料が低額であること、少額からの投資が可能であること、平日は基本的に24時間取引が可能であることなどを投資家側のメリットとして謳っている⁸。

ただし、この株式トークンは、株式そのものではなく、「ブロックチェーン上で記録された、株価に従う契約を表すトークン」である。原資産となる株式自体はRobinhoodが所有しており、顧客に販売されるトークンはデリバティブの一種として整理⁹されている。つまり株式トークンを購入した顧客は、実際にはその株式自体を購入するのではなく、価格が株価に追従するよう設計された商品を購入する形となる。このような方式ゆえに、この株式トークン保有者は議決権などの一部の権利を持たない。また配当金については、Robinhoodが株式トークン保有者に対し、配当金相当額を支払う¹⁰とされている。

⁴ Superate “[Opening Bell Go Public. Onchain.](#)”（Opening Bell解説ページ）より（2026年1月29日閲覧）

⁵ The Block “[Superstate unveils ‘Opening Bell’ to bring SEC-registered equities onchain, starting with Solana](#)”（2025年5月8日）。なお同発言は、Superstate社のプレスリリースに掲載されていたが、現在は削除されている（2026年1月29日閲覧）。

⁶ Superstate “[Direct Issuance Programs: The Future of Capital Formation](#)”（2025年12月10日）

⁷ 一般にパターン②のトークン化株式は、米国の規制の関係上、米国外の顧客向けに販売されている。

⁸ Robinhood “[About Stock Tokens](#)”や“[Stock Tokens FAQ](#)”より。ただし取引時間について、同社の“[Stock and ETF Tokens KID \(EU\)](#)”（Key Information Document）においては、Nasdaqの通常取引時間に取引可能で、その他の時間帯でも取引できる場合があるが、常時利用できるとは限らない、との説明がなされている（いずれの資料も2026年1月29日閲覧）。

⁹ Robinhood “[About Stock Tokens](#)”における説明。なお一部の非上場株については、SPVを経由して保有しているとの説明もある。Robinhood “[RHEU Private Company Stock Token Giveaway Terms](#)”（いずれの資料も2026年1月29日閲覧）

¹⁰ Robinhood “[Build your portfolio with Stock Tokens](#)”内のQ&A “Will I receive dividends from Stock Tokens?”における回答。（2026年1月29日閲覧）

图表 1 株式のトーケン化方法の比較

	発行体の同意	配当金	議決権	備考
パターン①	あり	受取可	あると推測される	取り組みは限定的
パターン②	なし	なし (配当金相当額の 支払いあり)	なし	WFE などによる 注意喚起あり

(注 1) パターン①は Superstate 社の事例を、パターン②は Robinhood 社の事例を念頭に記述している。サービス提供者により、若干内容が異なる。

(注 2) 明記されていない項目については、推測を含む。

(出所) 各社開示書類より大和総研作成

しかし、Robinhood により株式がトーケン化された一部の発行体からは批判も上がっている。例えば、米国の OpenAI 社（非上場）は、「“OpenAI トーケン”は OpenAI の株式ではない。わが社は Robinhood と提携しておらず、この動きに関与・推奨もしていない」と表明した¹¹。

発行体以外の第三者が発行する「株式トーケン」の在り方については、別の注意喚起も行われている。例えば世界取引所連合（World Federation of Exchanges, 以下、「WFE」）は、2025 年 8 月に「WFE は株式を模倣するトーケンの取り締まりを強く求める」¹²とし、米国証券取引委員会（SEC）、証券監督者国際機構（IOSCO）、欧州証券市場監督局（ESMA）の担当部門に対して書簡を送付したことを明らかにした。ここでは、規制されていないブローカーや暗号資産取引プラットフォームによる、主に米国株式を対象に行う「第三者によるトーケン化」に関する投資者保護リスクの高まりについて警告されている。

WFE は懸念事項として、图表 2 の 5 点を挙げている。

图表 2 WFE が提示した懸念事項

流動性の断片化	模倣されたトーケン化株式は、従来の取引所から流動性を奪い、価格発見能力と市場の健全性を損なう可能性がある
投資者保護	トーケンの保有者は、多くの場合明確な開示なしに、議決権や配当などの株主権を享受できない可能性がある
保管・執行可能性 (Enforceability) の リスク	プラットフォームに障害が生じた場合、トーケンの保有者が原資産に対する法的な請求権を保持するのかが不明
規制のアービトラージ	トーケンの提供会社が、従来の規制を回避しつつトーケンの提供を行うことを試みている可能性がある
発行体のレビューテーションリスク、法的リスク	原資産の発行体がトーケン保有者の管理を行えないことによるリスクがある

(出所) WFE “The World Federation of Exchanges urges crackdown on tokens that mimic equities” (2025 年 8 月 26 日)、WFE “Mimicking Tokenised Equities” (2025 年 8 月 26 日) を基に大和総研作成

その上で WFE は、市場の健全性の維持などのために、トーケン化された株式の開示、取引、

¹¹ 2025 年 7 月 3 日の @0penAI Newsroom による X への投稿。なおこの投稿に対し、Robinhood の CEO は [2025 年 7 月の CNBC でのインタビュー](#) にて「厳密にいえば株式ではないというのではなく、たとえ非上場企業であっても（中略）個人顧客が投資する機会を持つこと」と述べている。

¹² WFE “[The World Federation of Exchanges urges crackdown on tokens that mimic equities](#)” (2025 年 8 月 26 日)。書簡は WFE “[Mimicking Tokenised Equities](#)” (2025 年 8 月 26 日)

決済に従来の株式と同等の基準を課す（規制の平等性を保証する）、デリバティブ商品（明らかに株式ではない商品）を株式として販売することを防ぐといった規制措置を求めていた。

こうした WFE の懸念の背景には、米国における規制緩和の動きがある。米国での規制上、パート②の株式トークンの販売先は欧州などの非米国居住の投資家に限られているが、SEC のアトキンス委員長は、米国内でも株式トークンなどを流通させることができるよう、救済措置を取る方針を示していた¹³。

これを受け、WFE は 2025 年 11 月にも SEC に対して書簡を送付している¹⁴。WFE は書簡にて、「この免除処置は、投資者保護、市場の健全性、公正な競争、国際基準との整合性という 4 原則に沿ったものであるべき」などと述べ、株式トークンの提供者が法的な義務を回避することができないよう求めるなど、SEC の過度な規制緩和の動きを牽制している。

3. Nasdaq が SEC に申請した「トークン化株式」

株式をトークン化する先進的な取り組みや、それに対する批判・注意喚起が行われた直後の 2025 年 9 月に、米国の証券取引所である Nasdaq は、株式や ETP (Exchange Traded Products、上場投資信託 (ETF) や上場投資証券 (ETN) などの総称) をトークン化したものを取り扱うようにするための規則変更案を SEC に対して提出した。

提案の骨子は「従来の株式と同等の権利を持つトークン化株式については、取引上、従来の株式と同じものとして取り扱う」というものだ。Nasdaq の北米市場担当シニアヴィアイスプレジデント（当時）であるチャック・マック氏は、「目標」として「既存のインフラとシステムにデジタル資産を統合することで、安定性、公平性、投資者保護を維持しつつ金融イノベーションを推進する」ことを挙げ、株式のトークン化によって注文・取引・決済までのフローの合理化などの効率性がもたらされる可能性があるとのメリットを説明している¹⁵。従来の市場構造を維持しつつ、取引の効率化のためにトークン化株式を取り扱う、といえるかもしれない。

この規則変更案は SEC によりパブリックコメントに付され、いくつかのコメントが提出された。同年 12 月、Nasdaq はコメントの一部に回答したうえで、情報をアップデートした修正規則変更案を提出している¹⁶。なお、修正規則変更案は、Nasdaq が、米国の証券預託機関である The Depository Trust Company (DTC) が開始する予定のトークン化サービス（試験版）を活用することを前提としている¹⁷。

¹³ SEC “[American Leadership in the Digital Finance Revolution](#)” (2025 年 7 月 31 日)

¹⁴ WFE “[The WFE recommends standards for any SEC exemptive relief around tokenisation](#)” (2025 年 11 月 27 日)。書簡は WFE “[Conditions to Exemptive Relief](#)” (2025 年 11 月 27 日)。なお書簡においては、国際基準との整合性が別論点として言及されているなど、若干表現が異なる。

¹⁵ Nasdaq “[Q&A: Nasdaq’s New Proposal for Tokenized Securities](#)” (2025 年 9 月 8 日)

¹⁶ SEC に提出されたパブリックコメントのうち、”Commenter Name” が “John Zecca, EVP and Chief Legal Officer, Nasdaq, Inc.” のもの (2025 年 12 月 29 日)。

¹⁷ 2025 年 12 月に SEC が DTC に対して発行した No-Action Letter を根拠とした試み。DTC のプログラムの開始時点で対象となる銘柄は、ラッセル 1000 構成銘柄や主要指数に連動する ETF など、一部に限られている。こ

図表3 に、Nasdaq が 2025 年 12 月に提出した修正規則変更案のうち主なものをまとめている。Nasdaq は、まず「証券」の定義を「従来の形式」と「トークン化された形式」の 2 つとすることを提案している。ここで、トークン化証券と従来の証券が同じ証券識別コード（CUSIP コード）を持つこと、両者に同等の権利が与えられることなどの条件を満たせば、両者は取引上同じ証券として（同じ注文板で、同じ執行優先順位で）取り扱う、としている。つまり、一定の条件を満たしたトークン化株式は、分散型台帳技術の利用の有無といった管理の方法が特殊であるだけで、それ以外は原則として「従来の形式」の株式と同一のものとして取り扱われる。

関連して、注文入力に関する規則などについての修正提案や、売買注文の「最良執行」はトークン化有価証券にも同様に適用される、といった修正提案もなされている。

図表 3 Nasdaq が申請した規則変更案の主な内容

変更する規則	主たる内容
株式の定義	<ul style="list-style-type: none"> ・「証券」の定義を、以下の 2 つとする <ul style="list-style-type: none"> ・「従来の形式」: 所有権と権利のデジタルな表現だが、分散型台帳(ブロックチェーン技術)は利用しないもの ・「トークン化された形式」: DTC のパイロットプログラムの期間・条件の下で、ブロックチェーン技術を活用した所有権と権利のデジタルな表現 ・トークン化証券が従来の証券と同一の CUSIP 番号を持ち、かつ従来の証券と同様の権利等が与えられるなどの条件を満たした場合に限り、トークン化証券と従来の証券は、同じ注文板上、同じ執行優先順位で取り扱う
注文入力	<ul style="list-style-type: none"> ・トークン化された形式での取引を希望する参加者は、取引所に対して所定の方法で意思表示をする ・取引所は参加者の各種情報を DTC に伝達し、DTC がそれを実行する
注文板の処理	<ul style="list-style-type: none"> ・注文にトークン化有価証券が含まれている(もしくはトークン化された形式での取引が希望されている)ことは、注文執行の優先順位に影響しない
注文ルーティング	<ul style="list-style-type: none"> ・トークン化された形式での取引指示のあった注文を他の取引所にルーティング(最良気配のある市場に注文を回送)し、その注文が他の取引所で約定した場合、Nasdaq は DTC にトークン化の指示を行う (ルーティングされた場合でもトークン化有価証券として取引可能)

(注) DTC (The Depository Trust Company) は米国の証券預託機関。

(出所) Nasdaq 提出書類より大和総研作成

Nasdaq はこのような内容の変更案を申請した理由の一つとして、複数のブロックチェーン上に同一資産の異なるバージョンの有価証券が混在し、とりわけルールが公平に適用されない場合などに市場が分断されてしまうことを防ぐ¹⁸、といった点を挙げている。同じ発行体の株式が様々な主体によって複数のブロックチェーン上でトークン化されてしまうことを指していると考えられる。WFE は株式トークンへの懸念点として「流動性の断片化」を挙げていたが、Nasdaq も同様に、様々な主体が独自に「株式トークン」などを定義し、異なるサービスとして顧客に提供すること（そのうちの一部には従来のルールが適用されないなど、潜脱的なトークン化事例も発生する）による混乱を懸念しているのだろう。

また、Nasdaq は、条件を満たしたトークン化株式を従来の株式と同等のものとして取り扱うことについて、SEC のピアース委員の言及に沿うものと説明している。2025 年 7 月に公表された同委員の声明（「魅力的、だが魔法ではない：有価証券のトークン化についての声明」¹⁹）では、「ブロックチェーン技術は強力だが、原資産の性質を変えるような魔法のような力はない」、「トークン化された証券も依然として証券だ。したがって、市場参加者がこれらの商品を取引するにあたり、連邦証券法を考慮し、遵守する必要がある」と述べられている。

Nasdaq の修正規則変更案（2025 年 12 月）について、SEC はパブリックコメントの募集を行った上で、承認・不承認の判断を行うとしている。

NYSE もトークン化有価証券の取引に意欲をみせる

2026 年 1 月には、ニューヨーク証券取引所（NYSE）もトークン化有価証券の取引等のプラットフォームを開発し、規制当局の承認を目指すことを発表した²⁰。NYSE が開発するプラットフォームは、24 時間 365 日稼働、即時決済などを実現したうえで、トークン化株式の保有者には配当・議決権が付与されるとしている。

4. 日本における取り組み

日本においても、株式をトークン化する動きが模索されている。例えば、セキュリティトークンのプラットフォームなどを提供する Progmat 社が事務局を務める「デジタルアセット共創コンソーシアム(DCC)」に、2025 年 11 月より、「トークン化法・株式 ST ワーキング・グループ(WG)」が設置された。この WG における共同検討では、「トークン化に係る一般法を制定した海外の先例を参考に、券面発行を前提としたアナログ規制を包括的に解決するための『トークン化法』立法に向けて、民間主導で枠組み/素案を策定」するほか、「既に一定程度国内インフラが高度化している株式について、トークン化による効用が置換コストを上回る領域の特定と商

¹⁸ Nasdaq “[Q&A: Nasdaq’s New Proposal for Tokenized Securities](#)” (2025 年 9 月 8 日)

¹⁹ SEC “[Enchanting, but Not Magical: A Statement on the Tokenization of Securities](#)” (2025 年 7 月 9 日)

²⁰ NYSE “[The New York Stock Exchange Develops Tokenized Securities Platform](#)” (2026 年 1 月 19 日)

品/制度設計を行うことで、『トーケン化株式』の具体的な商品組成に繋げることを目指」²¹す、とされている。

5. おわりに

このように、米国の主体が提供するトーケン化株式にはいくつかの類型がある。各主体の取り組みには一長一短があるのも事実であり、どの取り組みが優位となるのかは見通しづらい。

仮にパターン①タイプのトーケン化株式が優勢となれば、市場構造が大きく変化する可能性がある。ただし、このパターン①については、発行体が自らの意志でトーケン化を行っているという点において相対的に健全な設計のように思えるが、既存の取引システムが圧倒的に優位な現状において、あえて株式をトーケン化するメリットが見えづらい点は難点だろう。

パターン②の事例では、投資家にとって魅力的な、非上場銘柄を含む様々な銘柄が提供されており、高い競争力を持つ一方、意図せずに株式をトーケン化された発行体からの批判もみられるなど課題も多い。

Nasdaq による規則変更提案などは、既存の市場構造を維持したままトーケン化株式を取り扱う試みであるといえる。従来の SEC 高官の認識などと整合的であり、既存取引所がトーケン化株式の取扱いを行う、という点で信頼性は高いが、具体的な取り組みはこれから始まる形だ。

これらのどの取り組みが優位となるかにより、トーケン化株式がもたらす影響は大きく異なるだろう。

日本においては、例えば、Progmat 社の設立者で CEO の齊藤達哉氏は、株式を「上場企業・信託委託者・信託受託者との契約に基づきトーケン化」²²することで、単元株を裏付け資産としつつ、受益権は小口化し、議決権行使も可能となるスキームを想定して、その将来像を述べている。このスキームが実現すれば、個人投資家のメリットは大きいが、発行体にとってのメリットの周知などの必要性もあるだろう。

ただし、日本においても米国と同様、どのようなスキームが優位になるかにより既存の株式市場のプレイヤーが受ける影響は大きく異なる。今後の議論を注視する必要がある。

²¹ Progmat, Inc 「『トーケン化株式』及び『トーケン化法』の共同検討開始についてー株式・投資信託を含むあらゆる有価証券の“オンチェーン化”へー」（2025年11月4日）。なお、Progmat 社のCEOが想定する「トーケン化株式」のスキーム等は、齊藤達哉「[【速攻解説】株式投資を”オンチェーン化”する道筋とは？ー株式市場の現状とアップデートの方向性ー](#)」（2025年11月4日）が詳しい。

²² 齊藤達哉「[【速攻解説】株式投資を”オンチェーン化”する道筋とは？ー株式市場の現状とアップデートの方向性ー](#)」（2025年11月4日）