

# 米国SECにおける ブロックチェーン技術活用を通じた 証券システムの革新

米国SECは、ブロックチェーン技術を積極的に取り込み、既存の証券システムを革新する方針を打ち出している。今後、官民連携の取り組みが進む中で、米国の証券システムに構造的な変化が起きる可能性がある。解決すべき課題は多いが、将来の市場インフラを見通す上で注視すべきテーマだ。

## 米国SECが描く 証券オンチェーン化のビジョン

2025年1月20日に発足した第二次トランプ政権は、暗号資産とブロックチェーン技術を、米国の経済成長を支える中核的なイノベーションと捉え、バイデン政権の規制強化スタンスを大きく転換した。

政権の意向を受け、規制強化を主導してきたゲンスラー米国証券取引監視委員会（SEC）前委員長は2025年1月に辞職。代わりに暗号資産推進派であるアトキンス氏が委員長に就任（2025年4月）する中、SECはブロックチェーン技術を活用した証券システムの革新を目指す方針を明確にしている。なおここでは、証券システムに対するブロックチェーン技術の活用を、「証券（株、債券、ETF等）の取引・決済・権利処理等を、従来型の中央集権的な台帳による管理から、多数に分散した台帳による管理に移行する（オンチェーン化）こと」としている。

アトキンス委員長は2025年7月の講演「デジタルファイナンス革命におけるアメリカのリーダーシップ」において、手書きの羊皮紙から始まった証券市場は、紙ベースの決済システムからコンピュータ化された台帳システムに移行したように、今後は、オンチェーン化していくと野心的な将来展望を語ったことが注目された<sup>1)</sup>。

では、オンチェーン化によって、証券システムはどのように変わるのか。ブロックチェーン及びブロックチェーン上のスマートコントラクト機能を活用することで、次のような構造的な変化がもたらされると言われている<sup>2)</sup>。

①即時決済（T+0）の実現：現在の米国の決済期間で

あるT+1（約定日の翌日に決済が完了）に対して、オンチェーン化により、決済期間を即時（T+0）に短縮できる。これにより、カウンターパーティーリスクの排除や、決済不履行に備える証拠金が不要になることで資本効率の向上が可能となる。

②24時間365日の取引：現状では土日、夜間など取引時間に制約があるが、オンチェーン化により、常時取引が可能となる。これにより、時差に関係なくグローバルに取引が可能となるほか、保有する証券を担保として常時運用することが可能となり、資産の流動性と有用性が向上する。

③市場アクセスの民主化と小口化：スマートコントラクトを活用することで、配当の支払いや議決権行使のプロセスが自動化され、効率性が向上する。また、証券のトークン化により、証券売買の小口化が容易になる。

## イノベーション重視の 監督・規制体制への移行

SECは、こうした目標を達成するため、バイデン政権時代に見られた「執行による規制（既存の法解釈に基づき、訴訟や摘発等を通じて事実上の規制を形成）」から、「明確なルール策定」へと移行し、イノベーションを前提とした規制環境の整備を進めている。

具体的には、オンチェーン化への移行を支援するための包括的なイニシアティブであるProject Cryptoを2025年7月に立ち上げ、ラウンドテーブルの開催や意見募集、ガイダンスの公表などを行っている。2026年1月以降は、商品先物取引委員会（CFTC）との合同プロジェクトに拡大・移行した。

## NOTE

- 1) Paul S. Atkins, "American Leadership in the Digital Finance Revolution", 2025年7月31日。
- 2) 即時決済、常時決済を可能とするためには、オンチェーン化に加えて、ステーブルコイン等を利用した資金決済も必要となる。
- 3) クレンショー委員は、2026年1月に任期満了でSECを退任。
- 4) クレンショー委員は、トークン化株式として販売される一部の商品 (Wrapped Securities等) には、投資家が「裏付け資産と同じ権利を得ている」と誤解するリスクが存在し、実際には、保有者に対して裏付け資産と同等の所有権や流動性、投資家保護が法的に担保されていない可能性がある指摘。Caroline A. Crenshaw, "Remarks at the Meeting of the Investor Advisory Committee", 2025年12月4日。
- 5) Commissioner Caroline A. Crenshaw, "Tokenization: Our Field of Dreams? Remarks at the Crypto Task Force Roundtable on Tokenization", 2025年5月12日。
- 6) "Crypto Task Force Roundtable - Tokenization: Moving Assets Onchain: Where TradFi and DeFi Meet", 2025年5月12日。
- 7) ソフトウェア開発者は、ブロックチェーンのプロトコルやスマートコントラクトのコードを書くエンジニアや開発者。バリデーターは、ブロックチェーン上の取引データが正しいかを検証し、台帳に記録する役割を担うブロックチェーンの参加者 (ノード)。オラクルは、ブロックチェーンの中に、株価、為替レート、金利などの現実世界の情報を送り込むシステムやその運営者。

重点的に取り組むべき分野として、どの暗号資産が証券に該当するかを明確にするガイドラインの整備、暗号資産の特性を踏まえたカストディ (資産保管) ルールの整備、イノベーションを促進する柔軟な規制免除の枠組みの検討等を挙げている。SECは現行ルールの枠内で取り組みを進め、例えば、証券該当性やカストディ・ルールに関しては、都度、委員長のスピーチやスタッフ声明を通じルールの明確化を行っている。

その他、野心的な取り組みとして、暗号資産を含む多様な金融商品の取引を単一のライセンスで可能にするスーパーアプリ構想や、仲介者不在の分散型金融 (DeFi) を証券市場の一部として成立させるため、現行の仲介者を前提とする既存規制の見直しにも着手している。

また、既存金融システムとブロックチェーン技術との融合も進行中だ。SECは、2025年12月に、米預託信託決済機構 (DTCC) 傘下で証券保管を担うDTCの管理証券をトークン化するパイロットプロジェクトに対して、3年間の期限付でSECルールの適用を免除するノーアクションレターを発行した。その他、Nasdaq、NYSEからも株式オンチェーン化に向けたプロジェクトの提案がなされ、現在、SECにおいて審査が行われている。

## 解決すべき論点と今後の展望

こうしたブロックチェーンの活用に向けて踏み込んだ対応を進めるSECに対し、関係者からは懸念の声も上がっている。

民主党系のクレンショー前委員<sup>3)</sup>は、トークン化証券に対する法的権利の曖昧さを指摘<sup>4)</sup>するとともに、規制

当局は技術中立であるべきで、ブロックチェーンという特定技術を促進すべきではないと述べている。

さらに、現行のT+1決済は、(決済に不可欠な情報を付加、照合する作業のために) 意図的に設けられた遅延 (バッファ) であり、オンチェーン化の利点である即時決済は、複数取引のネッティング (相殺決済) が効かず、より多くの手元資金が必要になることで取引の効率性・流動性の悪化を招き、コンプライアンス関連のチェックも機能しないといった懸念を挙げている<sup>5)</sup>。

また、SEC主催のラウンドテーブルでも、暗号資産を推進する業界側と慎重派の学識経験者の間で双方の意見は鋭く衝突した<sup>6)</sup>。論点は多岐にわたるが、なかでも、トークン化による即時決済は平時の効率性を高める一方、危機時には人間による調整や猶予 (バッファ) の機会を奪い、パニックを連鎖・加速させる可能性があること、次に、ブロックチェーン技術は仲介者を排しているというものの、重大なバグ修正等は少数の「新たな仲介者 (ソフトウェア開発者、バリデーター、オラクルプロバイダー等<sup>7)</sup>)」に依存しており、何らかの規制や開示が必要といった重要な論点を示された。

オンチェーン化が証券システムに構造的な革新をもたらすかどうかは、投資や人材の集積によるイノベーションの創出、市場参加者・当局・議会等の幅広い合意形成、エビデンスベースのルール形成等を通じ、上記のような課題を解決できるかどうかにかかっている。

## Writer's Profile



箕輪 哲治 Tetsuharu Minowa

金融イノベーション研究部  
エキスパートリサーチャー  
専門は内外金融規制動向  
focus@nri.co.jp