

アルケゴス破綻

（起訴文書等から見た実態）

吉川 真裕

二〇二一年三月、アメリカのアルケゴスというファンドが投資銀行との間のエクイティ・スワップの証拠金を払い込めず、破綻した。アルケゴスとのエクイティ・スワップのポジションをヘッジするために保有していた株式を複数の投資銀行が売却したことで一部の株式の価格が急落し、売却の遅れた投資銀行を中心として一〇〇億ドルに及ぶ損失が発生したと報じられた。

二〇二二年四月二十七日、米国司法省（DOJ）、証券取引委員会（SEC）、商品先物取引委員会（CFTC）がそれぞれアルケゴスと経営陣に対する起訴文書を公表し、アルケゴス破綻の実態が証拠に基づいて明らかになった。そして、五月十九日には欧州連合（EU）の証券取引監督機関である欧州証券市場監督局（ESMA）から欧州市場インフラ規制（EMIR）のデータに基づいたアルケゴス破綻の分析が公表され、米国当局の文書を補完する形でアルケゴス破綻の実態がより明らかになった。

本稿では四つの文書から明らかになったアルケゴス破綻の実態について紹介し、この破綻がもたらした影響について考察する。

1 DOJ起訴文書⁽¹⁾

アルケゴスは最高経営責任者であるビル・ホワンが二〇一三年にインサイダー取引違反の処分を受け、顧客の資産運用を禁じられたためにヘッジファンド（タイガー・アジア）を改変したファミリー・オフィスであり、自社の資産を運用する開示義務を負わないファンドである。二〇二〇年三月までは自社アナリストの分析に基づいて高流動性銘柄を中長期で運用し、上場投資信託（ETF）等を空売りしてリスクを軽減するロング・ショートと呼ばれる投資戦略を採用してきた。しかし、それ以後は少数の低流動性銘柄（図表1）に集中投資する形に転じ、保有株式が5%に近づくとも投資銀行との相対のエクイティ・スワップを多用することになった。

二〇二〇年三月のアルケゴスの資産は一五億ドル、エクイティ・スワップを含めたポジションは一〇〇億ドルであったが、二〇二一年三月にアルケゴスの資産は三五億ドル（二三倍）、エクイティ・スワップを含めたポジションは一六〇億ドル（一六倍）となり、一〇〇億ドル以上の損失を投資銀行に与えて破綻した。

破綻の直接のきっかけは最大保有銘柄であるバイアコムが増資を発表して株価が下落し、他の銘柄もSECによる中国関連銘柄に対する規制強化報道によって下落するなど、不運な事件が重なったこともあったが、少数銘柄への極端な集中投資がアルケゴスのリスクを高めていた。図表2を見れば二〇二〇年一月以降にバイアコムとデイスカバリーの株価がナスダック一〇〇指数（QQQ）と比べてもいかに高騰していたかがよくわかる。

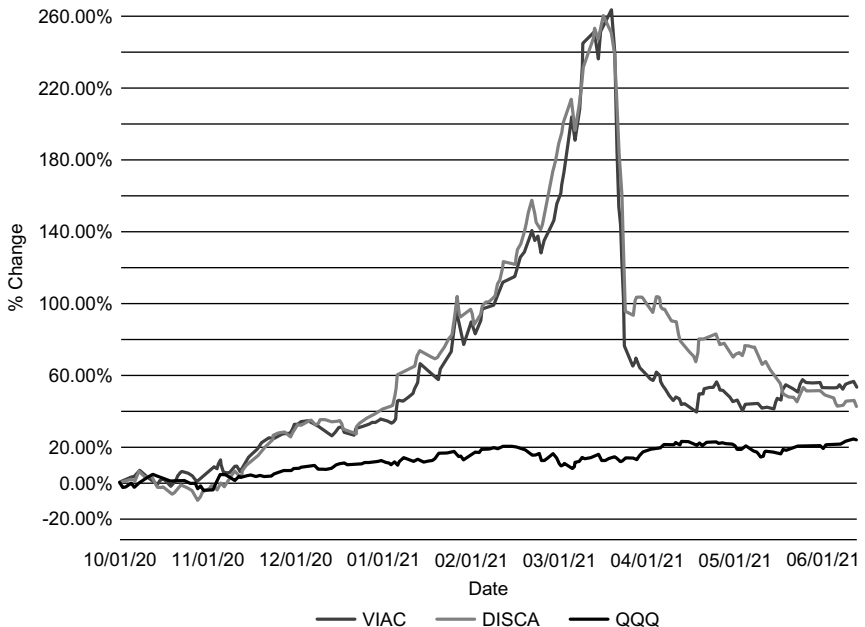
DOJはバイアコム、デイスカバリーA株、デイスカバリーC株、GSX、IQ、テンセント、VIPSの七銘柄に対するアルケゴスによる価格操作、およびエクイティ・スワップをおこなった投資銀行に対する虚偽説明を訴状に挙げており、最高経営責任者ビル・ホワン、最高財務責任者パトリック・ハリガン、リスク管理責任者スコット・ベッカー、投資責任者ウィリアム・トミタの四人を起訴している。

図表1 アルケゴスの実質大口保有銘柄 (DOJ)

| Company | Ticker | Archegos Position |
|--------------------------------|--------|-------------------|
| ViacomCBS | VIAC | Long |
| Discovery Communications, Inc. | DISCA | Long |
| Discovery Communications, Inc. | DISCK | Long |
| GSX Techedu Inc. | GSX | Long |
| iQIYI, Inc. | IQ | Long |
| Tencent Music Group | TME | Long |
| Vipshop Holdings Ltd | VIPS | Long |
| Baidu | BIDU | Long |
| Farfetch | FTCH | Long |
| Texas Capital Bancshares Inc. | TCBI | Long |
| Futu Holdings | FUTU | Short |
| Rocket Companies, Inc. | RKT | Short |

図表2 バイアコムとディスカバリー A 株の価格推移 (DOJ)

% Change in share Value from 10/1/20 Closing Price



なお、エクイティ・スワップのカウンターパーティについては二〇二一年一月時点で九社（少なくとも三社との取引を開始しようとしたが実現せず）としており、SECやCFTCが匿名としているのに対して、クレディスイス、UBS、三菱UFJフィナンシャルグループ、ゴールドマンサックス、野村、ドイツチェバンク、マツコリー、モルガンスタンレー、ジェフリーズの名前をあげてアルケゴスの虚偽説明の事例を列挙している。

2 SEC起訴文書⁽²⁾

SECの起訴文書ではアルケゴスの資産を一六億ドル（二〇二〇年三月二日）、七七億ドル（二〇二一年一月一日）、三六〇億ドル（二〇二二年三月二日）、エクイティ・スワップを含めたポジションを一〇二億ドル（二〇二〇年三月二日）、五四〇億ドル（二〇二二年一月一日）、一六〇〇億ドル（二〇二一年三月二日）としており、DOJの数値とは若干異なる。

アルケゴスのポジションについてはエクイティ・スワップによる少数銘柄の買いとETFまたはカスタム・バスケットの売りを中心であったが、グロス・エクスポージャーの1/3から1/2は一〇銘柄に集中していた（買い銘柄数は約一〇〇銘柄）。そして、エクイティ・スワップの契約期間は二年でレバレッジは四〇〇%から七〇〇%と説明されている。

図表3はアルケゴスによる上位一〇銘柄の実質保有株数と実質保有金額の推移を表わしており、二〇二一年一月以降に実質保有金額でみると倍増していることがわかる。SECはアルケゴスの上位保有銘柄の特徴を低流動性中国関連株と相対的に小型の米国メディア&テクノロジー株と表現している（なお、アルケゴスのポートフォリオに占めるアマゾンの比率は二〇二〇年一〇月二三日時点で一一・五%あったが、二〇二一年一月二五日時点

には一・三%にまで低下していたことがカウンターパーティーとのやり取りの中で紹介されている。図表3の上位一〇銘柄のうちADRと付記されているものが中国関連株であり、七銘柄にも達していた。そして、DOJ文書が取り上げた買入一〇銘柄と比べてみると、一〇番目のテキサス・キャピタル・バンクシェアーズが外れ、一〇番目にSHOP-ADRが入っていることがわかる。

また、アルケゴスが推計した流通株式数に占める実質保有株式数の比率は二〇二一年三月後半にGSXで七〇%超、ディスカバリーA株で六〇%超、IQで五〇%超、バイアコムで五〇%超、テンセントで四五%超、ディスカバリーC株で三〇%超と紹介されており、エクイティ・スワップを用いてアルケゴスがいかに多くの上場企業の（議決権は持たない）大口株主となっていたのかが明らかにされている。

なお、DOJ文書では九社のカウンターパーティーが実名で取り上げられていたが、SECは八社のカウンターパーティーとアルケゴスのやり取りを匿名で記載している。

図表3 アルケゴスの実質保有株数と実質保有金額の推移（SEC）

| Ticker | Number of Shares ¹ (Market Value) | | | |
|----------|--|-----------------|----------------|----------------|
| | Jul. 1, 2020 | Oct. 1, 2020 | Jan. 1, 2021 | Mar. 22, 2021 |
| VIAC | 49.3M (\$1.2B) | 123.0M (\$3.4B) | 185M (\$6.7B) | 286M (\$28.6B) |
| BIDU-ADR | 11.2M (\$1.4B) | 22.3M (\$2.8B) | 31.6M (\$6.6B) | 55M (\$14.6B) |
| TME-ADR | 59.0M (\$788M) | 118.0M (\$1.8B) | 210M (\$4B) | 326M (\$10.0B) |
| GSX-ADR | 19.3M (\$1.1B) | 38.8M (\$3.6B) | 70M (\$3.4B) | 101M (\$8.5B) |
| VIPS-ADR | 36.4M (\$759M) | 79.0M (\$1.3B) | 115M (\$3.2B) | 169M (\$7.6B) |
| DISCA | 3.0M (\$63M) | 3.0M (\$65M) | 60M (\$1.8B) | 100M (\$7.5B) |
| IQ-ADR | 67.2M (\$1.6B) | 105.3M (\$2.4B) | 155M (\$2.8B) | 225M (\$6.3B) |
| DISCK | 1.3M (\$25M) | 1.3M (\$27M) | 1.3M (\$34M) | 91M (\$6.0B) |
| FTCH-ADR | 6.4M (\$116M) | 18.4M (\$500M) | 37M (\$2.2B) | 92M (\$5.7B) |
| SHOP-ADR | N/A | N/A | 970 (\$1M) | 1.7M (\$1.9B) |

3 CFTC起訴文書⁽³⁾

CFTCの起訴文書ではアルケゴスの資産を一五億ドル(二〇二〇年三月)と三六〇億ドル(二〇二一年三月)、エクイティ・スワップを含めたクロス・エクスポージャーを一九〇億ドル(二〇二〇年三月)と一六〇〇億ドル(二〇二二年三月)、エクイティ・スワップを含めたネット・エクスポージャーを一三〇億ドルの買いと六〇億ドルの売りの差である七〇億ドル(二〇二〇年三月)と一〇六〇億ドルの買いと五四〇億ドルの売りの差である五二〇億ドル(二〇二二年三月)と記載しており、DOJ文書やSEC文書と数値は若干異なる。

エクイティ・スワップの内訳については、少なくとも一〇社のカウンターパーティとの間で広域指数スワップをおこなっており、ETFスワップを二五六回(ネットの想定元本で一九〇億ドル)、六社のカウンターパーティとの間でカスタム・バスケット・スワップを一八五回(ネットの想定元本で三三〇億ドル)おこなう一方、二〇二〇年三月以降には少なくとも八社のカウンターパーティ(二〇二一年三月に四社のカウンターパーティと取引を開始しようとしたが実現せず)との間で個別株式を対象としたエクイティ・スワップをおこない、アルケゴスの破綻によってカウンターパーティに一〇〇億ドルを超える損失が発生したと説明されている。

二〇二一年三月一九日における一六〇〇億ドルのクロス・エクスポージャーの内訳は八六〇億ドルの個別株式買いスワップ、三二〇億ドルのカスタム・バスケット売りスワップ、一四〇億ドルのETF売りスワップ、残りは現物株買いと個別株式売りスワップ(図表1参照)であったと説明されている。

主な個別株式を対象としたエクイティ・スワップの買い銘柄についてはバイアコム、バイドウ、テンセント、ディスカバリー、IQがあげられ、二〇二〇年秋以降にGSXが加わったと説明されているが、DOJ文書とSEC文書がそれぞれ一〇銘柄をあげていたのに比べれば六銘柄と少なめである(六銘柄は三つの文書で共通)。

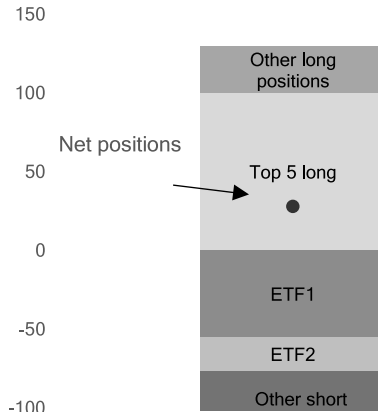
五月一九日には欧州連合（EU）の証券取引監督機関である欧州証券市場監督局（ESMA）から欧州市場インフラ規制（EMIR）のデータに基づいたアルケゴス破綻の分析が公表された。ESMAはアルケゴスを監督する立場にはないが、エキイティ・スワップを含めた金融機関による取引所外取引の情報をEMIRに基づいて収集しており、EMIRデータによる取引所外取引の分析が有効であることを示したかったと述べている。アメリカでの取引がすべてEMIRデータに含まれるわけではないのでアメリカで公表された監督機関による分析結果と照合して大きな欠損がないことを確認した上で分析結果の公表に及んだ模様である。

二〇二〇年と二〇二二年のEMIRデータによれば六つの銀行グループに属する八つのEUカウンターパーティがアルケゴスとエキイティ・スワップを数百回おこなっていた。EMIRデータはEU外のカウンターパーティの情報を含まないから米国当局の数値を下回るはずであるが、どの程度下回るのかは把握しづらい。ただし、上位カウンターパーティの損失額が五五億ドル、二九億ドル、九億ドルとされており、CFTC文書で五〇億ドル、三〇億ドル、七億ドルと記載されていたのと比べればカバレッジに大きな問題はないかもしれない。

図表4はEMIRデータに基づいた二〇二一年二月二六日のエクスポージャーを表わしており、プラスの値とマイナスの値の絶対値を足したクロス・エクスポージャーは二三〇〇億ドル、プラスの値からマイナスの値を引いたネット・エクスポージャーは三〇〇億ドルであるが、CFTC文書の二〇二二年三月におけるクロス・エクスポージャー一六〇〇億ドルを大きく上回る一方、ネット・エクスポージャー五二〇億ドルを大きく下回っている。図表5は匿名のストックAに対するエクスポージャーと株価の推移を二〇二一年一月二七日を一〇〇として表わしており、アルケゴスによるエクスポージャーの急増と株価の急騰が相関していたことはよくわかる。

図表4 アルケゴスの2021年2月26日のエクスポージャー (ESMA)

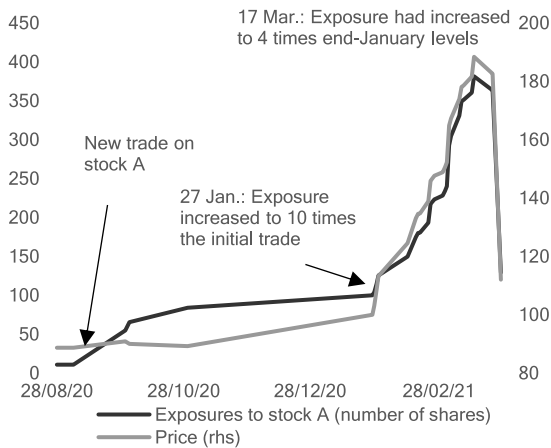
Chart 5
Archegos' exposures as of 26 February 2021
Highly concentrated exposures



Note: Long and short positions of Archegos by underlying, rebased as of 26 Feb. 2021. Data for EEA30 counterparties.
Sources: EMIR, ESMA.

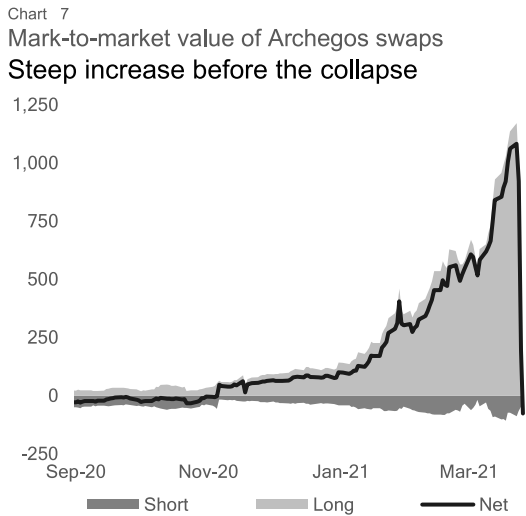
図表5 ストック A に対するエクスポージャーと株価の推移 (ESMA)

Chart 6
Archegos' exposures to stock A
Steep increase in exposures end-January 2021



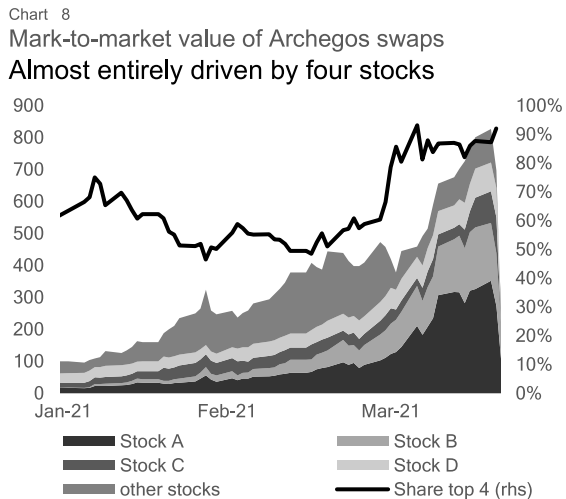
Note: Archegos exposures to stock A via equity swaps with EEA30 counterparties and equity price of stock A, both rebased at 100=27 Jan. 2021.
Sources: EMIR, Refinitiv Datastream, ESMA.

図表6 アルケゴスのエクイティ・スワップの値洗いの推移 (ESMA)



Note: MtM value of Archegos TRS contracts, rebased at 100=31/12/2020.
Data for EEA30 counterparties.
Sources: EMIR, ESMA.

図表7 上位4銘柄のエクイティ・スワップの値洗いの推移 (ESMA)



Note: MtM value of Archegos long exposures, rebased at 100=31/12/2020..
Data for EEA30 counterparties.
Sources: EMIR, ESMA.

図表6はアルケゴスのエクイティ・スワップの値洗いの推移を、図表7は上位四銘柄のエクイティ・スワップの値洗いの推移をそれぞれ二〇二〇年一月三日を一〇〇として表わしている。上位四銘柄の値洗いに占める影響が一月以降に急上昇していることはよくわかるが、この上位四銘柄が図表3の上位四銘柄に一致していればバイアコム（ストックA）、バイドゥ（ストックB）、テンセント（ストックC）、GSX（ストックD）という順になるが、図表5にストックAは八月二〇日以降に取引を開始したと書き込まれているのが気にかかる。CF TC文書で二〇二〇年秋以降にGSXが上位銘柄に追加されていたことを考え合わせるとストックAはGSXかもしれない。保有株数と株価変動の合計が値洗いの変化となるから保有金額の少ないGSXが大きな株価上昇で値洗いを改善していた可能性も排除できないからである。ストックAがどの株であるにせよ、上位四銘柄のエクイティ・スワップの値洗いがエクイティ・スワップ全体の値洗いに大きく影響していたことには間違いなく、E S M Aの分析結果はアルケゴスの破綻を理解する上で有用なものであると考えられる。

二〇二一年三月のアルケゴスの破綻を受けて、アメリカでは二〇二一年五月七日にSECが個別株式を対象としたエクイティ・スワップ（証券スワップ）に対する報告義務を提案し、すでに一月八日から施行されている。そして、一月一五日には一定値を超えた証券スワップのポジションの公表義務がSECから提案されている。アルケゴスの破綻によって損害を被った関係者には気の毒であるが、連鎖倒産等の報道は見られず、証券スワップやエクイティ・スワップに対するディスクロージャー、ひいては他の店頭取引のディスクロージャーにもつながらずとすれば、今回のアルケゴスの破綻は炭鉱のカナリアとしての役割を果たすこととなり、市場関係者のみならず投資家にとっても長い目で見ればプラスの影響を果たすことになるのかもしれない。

(一) Department of Justice, "Four Charged in Connection with Multibillion-Dollar Collapse of Archegos Capital Management," Wednesday, April 27, 2022 (<https://www.justice.gov/opa/pr/four-charged-connection-multibillion-dollar-collapse-archegos-capital-management>), United States District Court Southern District Court of New York, "United States v. Sung Kook Hwang and Patrick Halligan, 22 Cr 240," (<https://www.justice.gov/usao-sdny/press-release/file/1497216/download>).

(二) Securities and Exchange Commission, "SEC Charges Archegos and its Founder with Massive Market Manipulation Scheme Multiple Archegos Executives Charged with Misleading Counterparties," FOR IMMEDIATE RELEASE 2022-70, Wednesday, April 27, 2022 (<https://www.sec.gov/news/press-release/2022-70>), United States District Court Southern District Court of New York, "Plaintiff -against- SUNG KOOK (BILL) HWANG, PATRICK HALLIGAN, WILLIAM TOMITA, SCOTT BECKER, and ARCHEGOS CAPITAL MANAGEMENT, LP, Defendants: COMPLAINT," Case 1:22-cv-03402 (<https://www.sec.gov/litigation/complaints/2022/comp-pr2022-70.pdf>).

(三) Commodity Futures Trading Commission, "CFTC Charges Archegos Capital Management and Three Employees with Scheme to Defraud Resulting in Swap Counterparty Losses Over \$10 Billion: Two Archegos Employees Admit Roles in Fraud and Are Cooperating," Release Number 8520-22, April 27, 2022 (<https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8520-22>), United States District Court Southern District Court of New York, "Commodity Futures Trading Commission, Plaintiff, v. ARCHEGOS CAPITAL MANAGEMENT, LP and PATRICK HALLIGAN, Defendants: COMPLAINT," Case 1:22-cv-03401.

- (4) European Securities and Markets Authority, "LEVERAGE AND DERIVATIVES – THE CASE OF ARCHEGOS," ESMA50-165-2096, 19 May 2022 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2096_leverage_and_derivatives_the_case_of_archegos.pdf).

(よしかわ まやひろ・客員研究員)