

*LTCM — When Genius Failed*

# LTCM破綻天才たちの失敗

---

ノーベル賞学者を擁し、最先端の金融理論で武装したヘッジファンド。  
その栄光と崩壊は、市場の本質について何を語るのか。

---

投資と思考の書齋

<https://anni-memo.github.io/investment-library/>

## WHAT HAPPENED

## ドリームチームの誕生と崩壊

1994年、元ソロモン・ブラザーズのトレーダー、ジョン・メリウェザーがヘッジファンド「ロングターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）」を設立した。そのチームは金融史上かつてないほど豪華だった。

オプション価格理論でノーベル経済学賞を受賞したマイロン・ショールズとロバート・マートン。FRB（連邦準備制度理事会）元副議長のデヴィッド・マリンス。ハーバード大学やMITの一流学者たち。「ドリームチーム」と呼ばれたその集団は、金融理論を実践に移す究極の実験だった。

LTCMの戦略は「収束裁定取引（コンバージェンス・アービトラージ）」。理論的に同じ価値を持つはずの債券間の微小な価格差を見つけ、割安な方を買ひ、割高な方を売る。スプレッドが収束すれば利益になる。ひとつひとつの取引の利益は極めて小さいが、莫大なレバレッジをかけることで大きなリターンを生み出した。

設立から4年間の成績は驚異的だった。1994年は年率28%、1995年は43%、1996年は41%、1997年は17%。投資家たちは殺到し、運用資産は47億ドルに達した。しかし、その裏で総ポジションは1兆2,500億ドル以上、レバレッジは自己資本の25倍を超えていた。

## WHY IT HAPPENED

## ロシア危機 —— モデルが想定しなかった「ありえない」事態

1998年8月17日、ロシアがルーブルを切り下げ、国内向け国債のデフォルト（債務不履行）を宣言した。世界の金融市場に激震が走った。

投資家はパニックに陥り、リスク資産から安全資産へ一斉に逃避した。「質への逃避（Flight to Quality）」。米国債の利回りは急低下し、新興国債券やジャンク債のスプレッドは急拡大した。LTCMが利益の源泉としていたスプレッドは、収束するどころか爆発的に拡大した。

— モデルの前提崩壊 —— LTCMのモデルは過去のデータに基づいていた。しかしロシアのデフォルトは「100年に1度」どころか、モデルが想定する範囲の外側の事象だった

— 流動性の蒸発 ——

平時には活発に取引されていた市場が凍りつき、ポジションを解消しようにも買い手がいなかった

— 相関の収束 ——

本来無関係であるはずの複数の市場が、パニック時には同時に同じ方向に動いた。分散効果は消失した

— レバレッジの罠 —

自己資本の25倍以上のレバレッジは、わずか4%の損失で資本がゼロになることを意味していた。1998年8月だけで、LTCMは資本の44%にあたる19億ドルを失った。9月にはさらに損失が加速し、資本は23億ドルにまで縮小した。ファンドは事実上の破綻状態に陥った。

---

WHAT CHANGED

## FRB主導の救済 — 36億ドルの協調出資

LTCMの破綻は、もはやひとつのヘッジファンドの問題ではなかった。総ポジション1兆ドル超の巨大ファンドが無秩序に清算されれば、世界の金融市場が連鎖的に崩壊する危険があった。

1998年9月23日、ニューヨーク連邦準備銀行のウィリアム・マクドナー総裁が仲介役となり、ウォール街の主要14社による36億ドルの救済出資が合意された。ゴールドマン・サックス、メリルリンチ、JPモルガン、ドイツ銀行、UBSなど、世界の金融機関が名を連ねた。

FRBは公的資金を使わなかったが、民間の救済を「調整」したことで、事実上の政府介入だった。この前例は、後に「大きすぎて潰せない (Too Big to Fail)」問題として10年後のリーマン・ショック時に再び浮上する。

— ヘッジファンド規制の議論 —

LTCMの破綻をきっかけに、ヘッジファンドの透明性とレバレッジ規制の必要性が認識された

— リスク管理の再考 —

VaR (バリュー・アット・リスク) モデルの限界が広く認知され、ストレステストの重要性が高まった

— カウンターパーティ・リスク —

金融機関が互いのエクスポージャーを把握する必要性が浮き彫りになった

— システミック・リスクの認知 —

個々の主体が合理的に行動しても、システム全体が脆弱になりうるという認識が広まった

---

LEGACY

## 金融工学の光と影

LTCMの物語は、金融工学そのものへの深い問いを投げかけた。ブラック＝ショールズ・モデルをはじめとする数理モデルは、市場の本質を捉えているのか、それとも市場を単純化しすぎているのか。

ショールズとマーソンのモデルは、市場が効率的であり、価格変動が正規分布に従うことを前提としている。しかし現実の市場では、「ファットテール」——正規分布が予測するよりもはるかに頻繁に極端な変動が起きる。LTCMのモデルが「数百万年に1度」と計算した損失は、現実にはわずか数年で発生した。

ナシーム・ニコラス・タレブは後にこの種の事象を「ブラック・スワン」と呼んだ。LTCMの破綻は、その概念が広く認知される契機となった。

しかし同時に、LTCMの失敗は金融工学の否定ではない。モデルは有用なツールであり続けている。問題は、モデルの限界を忘れ、モデルを「現実そのもの」と取り違えたことにある。地図は領土ではない。

---

FOR INVESTORS

## LTCMが教える5つの教訓

LTCMの破綻から四半世紀以上が経過したが、その教訓は今なお色あせない。

- レバレッジは両刃の剣 — 高レバレッジは利益を増幅するが、損失も同様に増幅する。生存が最優先であるならば、レバレッジの上限は「最悪のシナリオでも耐えられる水準」でなければならない
- モデルは現実の近似にすぎない — どれほど精緻なモデルも、未知のリスクを完全には捉えられない。モデルへの過信は、最も危険なリスクのひとつである
- 流動性リスクを軽視しない — 平時に存在する流動性は、危機時には蒸発する。「売りたいときに売れない」リスクは、あらゆるリスク指標に先行して顕在化する
- テールリスクは「想定外」ではない — 極端な事象は、統計モデルが示すよりもはるかに頻繁に起きる。「100年に1度」を想定外とすることは、投資家にとって許されない
- 分散は万能薬ではない — 危機時にはあらゆる相関が1に収束する。真の分散とは、資産クラスの分散ではなく、リスク要因の分散である

LTCMの共同創業者であるメリウェザーは、その後も2度にわたってヘッジファンドを立ち上げた。いずれも最終的に閉鎖された。市場は天才に対しても容赦しない。謙虚さこそが、長期的な生存の条件である。

---

KEY TERMS

## 関連用語

---

投資と思考の書齋

<https://anni-memo.github.io/investment-library/>

投資は自己責任です。このサイトの内容は情報提供を目的とし、投資助言ではありません。