

謝辭

When Genius Failed
The Rise and Fall of Long-Term Capital Management

天才殞落

華爾街最扣人心弦的風險賭局

Roger Lowenstein◎著

張文毅◎譯

謝辭

LTCM歷史眾說紛云。本書寫作計畫剛開始時，我獲得幾個機會正式採訪公司合夥人艾瑞克·羅森孚（Eric Rosenfeld）及大衛·穆林斯（David Mullins），但是這種正式的合作關係很快無疾而終。後來我再嘗試採訪LTCM創辦人約翰·馬利威瑟（John W. Meriwether）及公司其他合夥人都沒有成功。然而，研究過程中，我透過電子郵件及電話向羅森孚詢問很多問題，他大多慷慨地解答我的疑問。此外，許多不同職位的員工私下提供幫助，協助我了解公司內部運作及許多合夥人鮮為人知的軼事，我深深感謝他們。

我採訪的另一個重要來源是華爾街大銀行，包括在LTCM創立及最後營救時扮演重要角色的六家投資銀行。如果沒有貝爾史登（Bear Stearns）、高盛（Goldman Sachs）、摩根（J.P. Morgan）、美林（Merrill Lynch）、所羅門美邦（Salomon Smith Barney）及瑞士聯合銀行（Union Bank of Switzerland）許多人幫助，本書絕對無法完成。

此外，許多提供專業協助的經濟學者，包括彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）、尤金·法瑪（Eugene Fama）、約翰·紀斯德（John Gilster）、布魯斯·賈伯斯（Bruce Jacobs）、克里斯多福·梅（Christopher May）及馬克·魯賓斯坦（Mark Rubinstein）幫助我了解攸關LTCM

M交易的選擇權、避險、鐘形曲線（bell curve）及肥尾（fat tail）世界。

一九九九年元月，公司發生危機時LTCM合夥人準備的機密備忘錄提供基金整個存續期內資本、總資產、財務槓桿與每月盈虧狀況和數字，以及給投資人的資訊。這些是極寶貴的資料來源，事實上也成為本書很多統計數字的來源。最後，我非常感謝紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York）全力協助。

如果可能，我會註明資料來源，但很多情況下我必須仰賴不願透露身分的資訊來源。撰寫新近發生之歷史是很棘手的事，而LTCM基本上失敗又令人失望的故事更顯困難。公司出事後，LTCM合夥人對這樣的寫作計畫感到不舒服可以預見，對描述其巨大失敗的歷史不熱中亦人之常情。因此，我必須請讀者諒解許多資料未註記來源。

我非常感謝研究助理維肯·伯布里安（Viken Berberian），他不僅勇於探索事實真相，也是別有洞見的助手。我的朋友尼爾·巴斯基（Neil Barsky）、傑佛瑞·譚納保（Jeffrey Tannenbaum）及家父路易·羅文斯坦（Louis Lowenstein）反覆閱讀本書草稿，提供許多寶貴意見，使本書生色不少。我的經紀人梅蘭妮·傑克森（Melanie Jackson）及編輯安·高朵芙（Ann Godoff）從頭到尾熟練地看顧整個計畫。他們一再表達信心，使許多原本會很黯淡的時光顯出光明。三個孩子麥特（Matt）、查克（Zack）及阿利（Alii）一直給我鼓勵。許多人在專業及個人情誼方面幫助本書寫作過程，我對他們的感激無可言喻。

目錄

謝辭

003

前言

013

第一部 LTCM的興起

第一章 躍升的新星

021

無論交易賺錢或虧錢，馬利威瑟總是一貫維持淡然的表情。我想他有極佳能力控制一般會徹底摧毀交易員的兩種情緒：恐懼和貪婪，這使他在一群竭力追逐自我利益的人中出落得如貴族一般。

020

第二章 避險基金

穿著卡其褲和高爾夫球衫的合夥人看起來非常有自信。事實是他們在所羅門賺很多錢，投資人也被保證自己可以依樣畫葫蘆再賺一票。面對這些冰雪聰明的人，投資人卻漸漸忘記自己是憑著信心作決策。

第三章 當期

雖然非常重視風險，LT卻有一個嚴重的管理漏洞。與銀行有獨立風險經理人監督交易員的作法不同，LT合夥人是自己監督自己。雖然這種作法使他們擺脫大型組織的僵固，卻沒有一個人能夠叫合夥人遵守遊戲規則。

第四章 親愛的投資人

LT用很精確的方式預測損失發生機率。這些教授好像有什麼不為人知的祕密，不然就是對世界有另一種看法，尋常

投資人不會作這種預測。大部分投資人知道自己持有的股票可能會下跌，但若被要求明確指出下跌的機率，他們可能一臉茫然。

第五章 拔河

「你很容易高抬這些希臘字母……這裡應該有一個希臘字是『高傲』。」合夥人在舉止、言談中並不顯得驕傲，而是更深層的，那是受哈佛、麻省理工學院教育者所顯出的傲慢——是那些真的相信自己比別人聰明的人。

第六章 諾貝爾獎

從全瑞典遴選的服務生用銀盤端上燻鮭魚。兩人很興奮，莫頓好像是要確定自己真的在那裡，一再詢問客人：「一切還滿意嗎？」雖然滿是歡樂的氣氛，兩位諾貝爾獎得主卻為LT的未來憂心忡忡。

第二部 LTCM的覆滅

第七章 波動度的中央銀行

L T不僅博波動度的最後結果，也在博每天的隱含波動度。這與L T合夥人奉行的信條完全悖離，是純然的投機。將自己置身於短期價格變動的風險，無異拋棄他們精確數學模式所能提供的任何優勢。

207

第八章 傾覆

損失從每個角落出現，如此迅雷不及掩耳，令合夥人手足無措。他們失去控制，就像科學之神突然拂袖而去，由一些看不見的冥靈接管他們的命運。如同一心遠征的將軍，他們發現出路被堵住。

237

第九章 人性

人們被恐懼與貪婪驅策，表現普遍見於群眾的極端行為或心態迅速更迭。教授們未將這個因素納入模型，而依市場從未有過的可預測性建構模型。他們忘卻左右現實生活中交易員掠食、吞吃、掠奪及自我保護的本能，他們忘卻人性因素。

第十章 聯邦準備理事會

聯邦準備理事會成為公僕，但卻是與私人銀行及華爾街工作關係緊密的公僕。這是很微妙的角色，聯邦準備理事會被認為應負起管理銀行而非庇護銀行家的角色。它必須維護市場運作，又不能顯得與被監督的銀行過從太密。

結語

第二部 LTCM的覆滅

第七章 波動度的中央銀行

林不顯

林不顯，這位利度的最後結果，也在博得今天的開合波動度。

這與LTCM令人驚行的信譽安全有關，是純然的投機，將自

與市畢要者，又下論與與對望曾的股計數對太密。

已置身於短期價格變動的風暴，無異於將他們的帳簿與學帳

對號或與員強音與股計而非茲對股計來由角也。它及與華

有關於深密由公對，在與增增性的角也，華與華備整事會

華與華備整事會如與公對，則與與與入股計及華備整工

與與華備整事會如與公對，則與與與入股計及華備整工

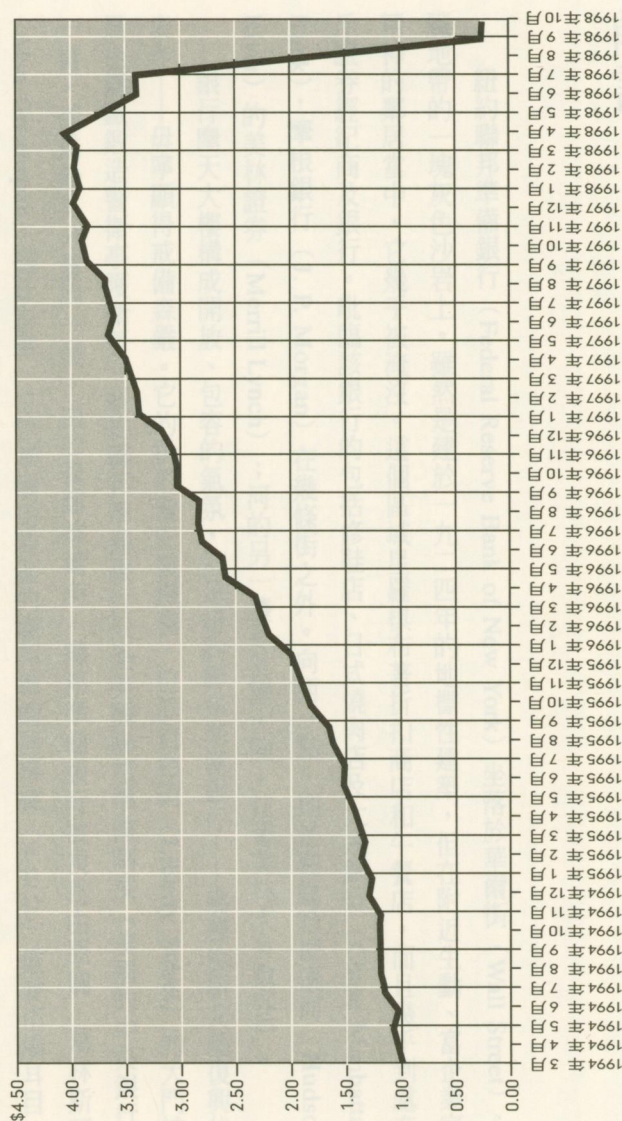
與與華備整事會如與公對，則與與與入股計及華備整工

與與華備整事會如與公對，則與與與入股計及華備整工

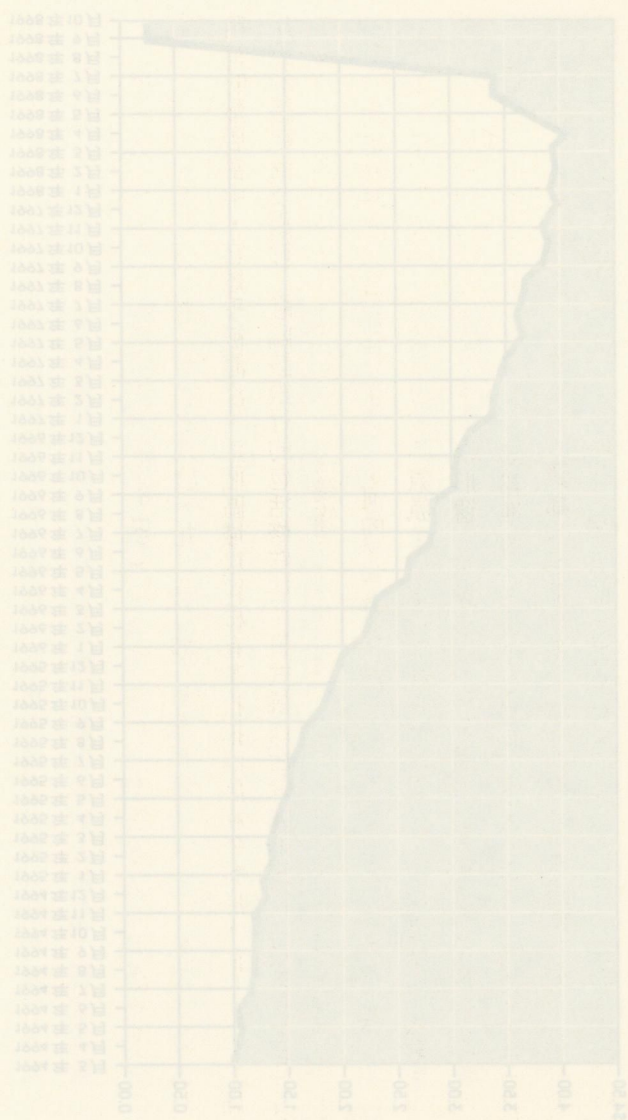
與與華備整事會如與公對，則與與與入股計及華備整工

第八章 人對

一九九四年三月投資一美元至一九九八年十月的價值變化



一、式四三辛日對實一美元至八十八日十月間動圖



前言

紐約聯邦準備銀行 (Federal Reserve Bank of New York) 坐落於華爾街 (Wall Street) 心臟地帶的一塊灰色沙岩上。雖然是建於一九二四年的地標性建築，但在附近生動、富企業家精神的鄰居當中，它幾乎被淹沒。這個區域星羅棋布著折扣商店和午餐店，而且幾乎到處充斥證券經紀商及銀行。毗臨該銀行的包括修鞋店、日式燒肉店及大通銀行 (Chase Manhattan Bank)、摩根銀行 (J. P. Morgan) 在幾條街之外。向西一點，則是瀕臨哈德遜河 (Hudson River) 的美林證券 (Merrill Lynch)。河的另一邊是美國大陸，住著美林大多數客戶。

銀行摩天大樓構成開放、包容的氣氛，但是紐約聯邦準備銀行——佛羅倫斯文藝復興代表作——毋寧顯得戒備森嚴。它的拱形窗安裝鐵窗，位於自由街 (Liberty Street) 的大門被黑色鑄鐵鍛造警衛亭護衛著。紐約聯邦準備銀行只是美國聯邦準備制度 (美國的中央銀行) 一員，卻為最具分量的一員。由於緊鄰華爾街，聯邦準備銀行被視為由亞倫·葛林斯班 (Alan Greenspan) 擔任主席、位於華爾街特區的聯邦準備理事會 (FED) 重要市場耳目。紐約聯邦準備銀行總裁威廉·麥克唐納 (William J. McDonough) 高頭大馬，經常與銀行家及交易員談話，希望掌握交易員間茶餘飯後的閒談，尤其希望聽到任何可能震撼市場或甚至