

## 关于美国雷曼兄弟控股公司破产清算一事的报告

2008年9月15日美国第四大投资银行雷曼兄弟控股公司(Lehman Brother)根据美国破产法向美国联邦破产法庭递交破产保护申请,成为美国金融史上最大的一宗公司破产案,这标志着次贷危机转化为金融危机。

### 一、雷曼兄弟的破产清算过程

具有158年历史的雷曼兄弟控股公司,在破产之前是一家全球性的投资银行,其总部设在美国纽约市,它曾经在很多业务领域都居于全球领先地位,包括股票、固定收益、交易和研究、投资银行业务、私人银行业务、资产管理和风险投资。

2007年夏天,美国次贷危机爆发,大批金融机构陷入困境,雷曼兄弟破产正是在美国次贷危机愈演愈烈并逐渐演变成金融危机的情况下发生的。2008年9月18日,SIPC公布按照SIPA启动了雷曼兄弟的清算程序。截至2009年2月25日,根据管理人报告,已经有超过13.5万个客户的1400亿美元财产转移给巴克莱公司和Neuberger Berman公司(具体破产清算过程见附表)。

### 二、雷曼兄弟破产原因分析

美国次贷问题的直接原因是美联储连续加息,美国房价下跌,致使房屋抵押次级贷款违约率大幅提高,以次级贷款为基础资产创造的金融衍生品迅速减值形成巨大损失,持有该类产品的金融机构不得不大量计提减值准备,导致资本金不足;同时信用评级下调,融资成本

大幅上升；加上客户转移业务和资产，交易对手停止交易等因素，多家金融机构出现流动性危机。雷曼兄弟的悲剧正是次贷危机中众多破产金融机构的典型代表。

### **（一）内部原因**

#### **1、业务过于集中，所持有的不良资产太多，损失巨大。**

20世纪90年代后，随着固定收益产品、金融衍生品的流行和交易的飞速发展，雷曼兄弟从传统的投资银行业务（证券发行承销，兼并收购顾问等）迅速进入这些新领域，大力拓展新业务，并取得了巨大的成功，被称为华尔街上的“债券之王”，这一方面说明其在该领域的成功，另一方面也暗示它的业务过于集中于固定收益部分。从雷曼收入的业务结构可以看出，真正给雷曼挣钱的部门是资本市场部，而其中固定收益部门的房地产和相关结构性产品的收入有着突出的贡献。近年来雷曼兄弟次级按揭贷款业务的发行量和销售量排名第一。雷曼兄弟的业务过度集中于次级按揭贷款业务，面临的系统性风险非常大。在房地产市场情况好的年份，房价上涨，资金充裕，业务的集中给雷曼带来了巨大的收益；反之，当市场崩溃的时候，房价下跌，资金匮乏，流动性紧张，巨大的系统风险直接引发雷曼的危机。

#### **2、财务结构不合理，杠杆率太高，且过度依赖短期融资。**

由于雷曼的自有资本有限，而其主业自营业务又需要大量的资金，迫于盈利的压力其采取了高杠杆的经营模式。高杠杆的经营模式是一把双刃剑，虽然能提高盈利能力，但是过度使用杠杆策略使风险成倍增加，导致危机出现后遭受巨大损失。雷曼的杠杆率一直维持在

较高的位置。比如，在 2008 年年初，雷曼的杠杆率曾高达 32 倍。

同时，从雷曼的负债结构来看，短期债务占比较高，累计占比超过 40%以上，是长期债务的 2 倍以上，雷曼长期稳定的资金来源显得不足，因此其经营对短期的流动性要求较高。危机发生后，其持有的房产抵押贷款等资产大幅减值并难以变现，致使公司短期流动性出现了严重的问题，也是导致其最终破产的重要原因之一。

### **3、风险控制过度依赖数理化模型分析技术，未能有效控制风险。**

长期以来，雷曼兄弟公司一直以先进的信用衍生品模型分析技术著称，但金融市场是千变万化的，不论多么精巧庞大的数理化模型技术，也难涵盖所有的风险特征。在次贷危机中，雷曼的模型技术并未起到应有的预测作用，信用衍生品的损失远超过预期，最终导致风险完全失控而破产。

### **4、管理层的风险意识和危机处理能力不足。**

在整个过程中，雷曼兄弟的管理高层也负有相当大的责任。首先是管理层盲目乐观。雷曼的 CEO Richard Fuld 是华尔街上任职时间最长的 CEO，在任期间他带领雷曼成为华尔街上的巨无霸之一，且几次避免了破产的恶运并走向辉煌。正因为如此，公司不免自上而下产生了盲目乐观和自满的情绪。同时，在过高薪酬激励诱惑下，以及激烈的行业竞争面前，公司高管将盈利置于风险控制之前，大量从事高风险业务，导致风险控制意识和理念没有得到彻底贯彻和决策行为短期化，形成道德风险。

其次，在危机发生时，优柔寡断，错失良机。2008 年 3 月份以

后，美联储出台了一些支持流动性的政策，使得流动性的问题对雷曼来说在表面上已经很大程度被缓解了。市场的看法也是这样，表现在其信用违约互换基点大幅下降，在很长一段时间之内在 100-200 点的范围内震荡。这对雷曼来说是一个好机会，因为它完全可以利用这段时间来处理不良资产，出售优良资产进行融资，优化公司结构，甚至寻找战略伙伴。然而，由于雷曼高层错误地估计了形势，在同韩国开发银行的收购谈判中要价过高，错失了紧急融资渡过难关的良机，导致投资者信心进一步丧失。

## **（二）外部原因**

### **1、市场严重恐慌，对手终止和雷曼的交易。**

客户们（包括很多对冲基金）对雷曼的前景产生怀疑，取消和终结了与雷曼的业务，将资金往别处大规模转移，造成雷曼的资产在短期内下降了约 63%，在雷曼身上发生了事实上的挤兑。而同时，其债权人为了降低风险，停止为雷曼提供运营所需的短期贷款；其清算公司冻结其账户，使其失去了继续运营和交易的基本条件；而雷曼的主要交易对手也停止和雷曼的交易，实际上是给了雷曼致命的一击。

### **2、投机性卖空导致股价大跌，市场恐慌。**

逐利资本恶意做空，以达到操纵市场、获取暴利的目的。贝尔斯登事件后，美国证监会发布临时指令从 7 月 21 日起禁止对于多家金融机构的投机性卖空，其中包括雷曼兄弟、美林证券、房利美和联邦住宅贷款抵押公司。这项措施稳定了雷曼兄弟公司和其他公司的股票价格。然而，此项措施只是暂时性的，17 个交易日后到 8 月 13 日就

到期了。对于雷曼兄弟这样的投行，如果做空致使其跨掉，其资产必定会折价大甩卖。市场上有相当一部份人是希望雷曼破产的，所以他们也会加入到做空者中来。在雷曼破产前的两个星期里，从9月1日到15日市场上做空雷曼的交易上升了41%达1.08亿手（雷曼共有5.52亿手流通股份）。大量的做空导致其股价成自由落体状，极大增加了市场上的恐慌情绪。

### 3、评级机构的道德风险。

在没有预警的情况下，评级机构短时间内对大量的次贷产品降低信用级别，导致投资者因债券级别下降无法满足相关监管要求而低价抛售这些债券，或者补充超额的抵押，导致市场流动性进一步趋紧，市场预期加速恶化。评级机构的不负责任在某种程度上掩饰了风险的存在，加剧了危机情况的恶化。雷曼兄弟也正是由于评级机构不断下调其评级而被迫缴纳更多的资金作为衍生品交易的抵押，导致其流动性过度紧缩，资金链出现断裂，最终只得申请破产保护。

### 4、美国政府“见死不救”。

出于对道德风险的忌惮，美联储不愿再更多地耗费政府的资金来加剧市场的“道德危机”。2008年9月13日，美国财政部长保尔森表示反对救助雷曼兄弟，随即美国银行和巴克莱银行宣布放弃并购雷曼兄弟的计划，雷曼兄弟最终只能选择申请破产保护。

## 附表：雷曼兄弟破产清算过程

2007年6月22日	美国第五大券商，第二大按揭债券承销商贝尔斯登旗下两家对冲基金出现巨额亏损，次贷危机开始全面爆发。
2007年7月10日	信用评级机构穆迪和标准普尔下调美抵押贷款债券信用等级。
2007年8月9-10日	世界各国(地区)央行向银行系统注资，48小时的注资已超过3,262亿美元。
2007年8月31日	伯南克表示美联储将努力避免信贷危机损害经济发展，布什承诺政府将采取一揽子计划挽救次级房贷危机。
2007年9月18日	美联储将联邦基金利率大幅下调50个基点至4.75%，这是美联储四年多以来首次减息，并带动全球股市上涨；美次级债危机向全球蔓延。
2008年1月22日	美联储紧急降息，将联邦基金利率下调75个基点至3.5%，这是美联储自1980年以来降息幅度最大的一次。
2008年3月12日	美联储宣布，将扩大证券借贷项目，向其一级交易商出借最多2,000亿美元的国债。
2008年3月16日	美国第五大券商贝尔斯登，因遭受流动性危机和信用危机，被摩根大通银行收购。
2008年3月18日	雷曼兄弟宣布，受信贷市场萎缩影响，其第一季度净收入同比大幅下降57%，股价下挫近20%。
2008年4月1日	为了平息市场对于资金短缺的疑虑，雷曼兄弟发行40亿美元的可转换特别股；受此消息激励，雷曼股价大涨18%至每股44.34美元；投资人表现出对雷曼的信心，认为它能够躲过贝尔斯登遭并购的命运。
2008年4月3日	市场预计包括雷曼兄弟在内的华尔街银行会步瑞银脚步，分离问题资产。
2008年4月16日	雷曼兄弟CEO Richard Fuld表示，信用市场萎缩最坏的时期已经过去；与此同时，高盛和摩根士丹利的CEO也纷纷表示信用市场危机已接近尾声。
2008年4月30日	为降低高风险、高收益放款部位，雷曼出售11亿美元的放款担保凭证(CLO)。
2008年5月10日	全球主要银行、券商信贷相关损失已达3,230亿美元；其中雷曼兄弟的损失为33亿美元，排在第24位，损失程度小于其主要竞争对手的1/10。
2008年6月4日	受市场担心雷曼兄弟需要进一步融资的影响，其信用违约互换点差跳升到272基点。
2008年6月9日	信用评级机构将雷曼的信用等级下调；其它评级机构也表示了对其信用前景的担忧。
2008年6月10日	雷曼兄弟宣布，预期公司第二季度净损失28亿美元，并透露最新融资60亿美元的计划。
2008年6月13日	因亏损的原因，雷曼CEO Richard Fuld解雇财务总监Erin Callan和总裁Joseph Gregory。
2008年6月19日	全球主要银行、券商信贷相关损失已达3,960亿美元；其中雷曼兄弟的损失为139亿美元，大幅上升。

2008年8月1日	报导称雷曼兄弟试图出价值达300亿美元的商业按揭资产和其它难以股指的证券。
2008年8月5日	雷曼兄弟宣布考虑出售其资产管理部门 Neuberger Berman 以寻求融资。
2008年8月7日	报导称雷曼的 CEO Richard Fuld 正在考虑采用多种途径以增加公司的自有资本。
2008年8月13日	信用市场进一步恶化，全球大银行和券商减记资产金额已超5,000亿美元。
2008年8月16日	雷曼兄弟考虑出价值高达400亿美元的商业不动产资产。
2008年8月18日	市场预期雷曼兄弟第三季度的净损失将达18亿美元；主要券商的研究报告纷纷调低雷曼的评级。
2008年8月25日	韩国产业银行重开入股雷曼兄弟的谈判，但表示雷曼要价太高；同时，雷曼 CEO Fuld 信誉受损，恐遭内部逼退。
2008年8月26日	美国私募基金 KKR 表示有兴趣收购雷曼兄弟的资产管理业务。
2008年9月10日	雷曼兄弟与韩国产业银行持续多日的入股谈判最终破裂；因市场对雷曼的生存产生担忧，雷曼的股票暴跌45%。
2008年9月11日	雷曼兄弟宣布第三季度的亏损将达39亿美元，并宣布公司的重组计划；雷曼将采取进一步措施大幅减持住宅抵押贷款和商业地产，与 Blackrock 合作降低住宅抵押贷款风险敞口，优化项目组合；雷曼股价暴跌46%至每股4.22美元；信用评级机构穆迪警告要将雷曼的信用评级大幅下调。
2008年9月12日	雷曼兄弟寻求将整个公司出售；市场产生恐慌情绪，业务伙伴停止和雷曼的交易和业务，客户纷纷将与雷曼的业务转移至其它的银行和券商；美洲银行和英国巴克莱银行与雷曼谈判收购计划；美联储介入，召集华尔街主要银行商讨雷曼兄弟和保险巨头美国国际集团的问题；雷曼股价继续跌至每股3.65美元；其信用违约互换点差跳升至超过700基点。
2008年9月14日	美联储明确表示不会伸手给雷曼兄弟以救援和资金保障，巴克莱银行退出谈判，美洲银行转而与同样陷于困境的美国第三大券商美林达成收购协议；同时，高盛、摩根士丹利、巴菲特控股的伯克希尔哈撒韦也表示没有兴趣收购雷曼；雷曼兄弟命悬一线。
2008年9月15日	无奈之下，雷曼兄弟依照美国银行破产法第11章，向纽约南部的联邦破产法庭提出破产保护。雷曼兄弟的所有从事经纪业务的分支机构及雷曼兄弟的子公司等不受此影响，继续正常交易和营业；当天，雷曼的股票价格暴跌94%至每股0.21美元。
2008年9月16日	各信用评级机构将雷曼兄弟的评级减至‘D’，即破产；全球主要的金融机构开始清算与雷曼兄弟的信用风险敞口。
2008年9月18日	<b>SIPC 公布将雷曼兄弟纳入其破产保护范围，并启动破产清算程序。</b>
2009年2月15日	<b>根据管理人报告，已经有超过13.5万个客户的1400亿美元财产转移给巴克莱公司和 Neuberger Berman 公司。</b>

资料来源：彭博，华尔街日报，SIPC 网站，金融时报，路透社等