

雷曼破产造成了多大损失？

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

雷曼兄弟控股公司(Lehman Brothers Holdings Inc.)于2008年9月15日根据美国破产法第11章申请破产保护，启动了历史上规模最大、最复杂的破产程序之一。债权人对雷曼提出了约1.2万亿美元的索赔，而求偿前景相当黯淡。纽约联储近期发布了系列文章，对雷曼兄弟及其债权人和其他利益相关者在破产程序逐渐结束之际所遭受的损失进行了评估。

破产是如何破坏价值的？

在破产中，价值破坏是指破产的直接和间接成本。直接成本是指在破产期间向法律和会计专业人员等第三方支付的服务费用。间接成本是影响企业、债权人和利益相关者的各种机会成本。

在破产前，客户停止购买产品和服务，贷款机构要求更严格的条款，人心涣散、降低了陷入困境的公司的盈利能力。在申请破产保护后，公司的客户可能无法在其他地方购买同样的服务，而如果员工的技能不能转移到其他公司，他们可能会遭受工资损失。此外，陷入漫长破产程序的债权人可能会因为无法找到资产或由于对破产财产存在分歧而失去资产价值。

本文还计算了如果公司没有破产，它将获得的税收抵免的损失，作为价值破坏的一部分。虽然我们没有雷曼兄弟破产时税收抵免损失的可靠数据，但雷曼兄弟在2008年第三季度估计，这些损失将微乎其微，从而确保其应纳税收入足以吸收递延税项资产。

作为系列文章的第一篇，本文考察了债权人在破产程序中的表现，并考虑了货币的时间价值和资产的流动性价值。第二篇将列出雷曼破产的直接成本，这些成本是可以观察到的，因此相对容易估算。第三篇考虑了由于特定关系的破坏给客户和其他利益相关者带来的损失。最后一篇文章评估了雷曼兄弟破产的间接成本，这些成本很难估算，也很难与该公司整体的经济困境区分开来：

1. 雷曼破产后债权人的追偿

从名义上看，债权人的情况好于最初的预期，他们回收了约三分之一的债权，而在破产程序开始时，这一比例估计为10%。回收改善的一个主要原因是，在漫长的破产过程中，资产价值强劲反弹。但是，由于拖延，第11章债权人的回收现值明显降低，债权人在清算期间失去了其资产的流动性价值。

2. 雷曼的破产费用

雷曼破产的直接成本包括向第三方专业人士收取的专业咨询费、向参与破产管理的员工支付的薪酬和福利以及外包服务成本。考虑到破产法的复杂性，参与破产案的律师最初预计费用会很高，事实上，为《破产法》第11章支付的费用约为60亿美元。这些数字加剧了人们最近的担忧，即由于陷入困境的公司的资本结构日益庞大和复杂，破产成本不断上升。

3. 雷曼破产造成的客户和员工损失

雷曼破产给客户、客户和员工带来了什么损失？我们发现，雷曼的投资银行客户通常能够将其账户转移给有偿付能力的经纪自营商，但一些依赖专业经纪服务的机构客户除外。相比之下，雷曼的股票承销客户损失惨重。雷曼兄弟的员工大多在其他银行找到了工作，但也有一些人很难在金融业找到工作，无论是由于金融业的低迷，还是由于缺乏可转移技能。

4. 雷曼破产的间接成本

我们根据雷曼兄弟的盈利缺口和破产前两个季度的股票市场价值变化来估算破产的间接成本。使用第一种方法，相对于其他大型金融公司，雷曼兄弟的间接成本不到破产前资产的1.5%。相比之下，其股票市场价值的损失约为破产前资产的6.5%。无论采用哪种方法，雷曼兄弟的间接成本都低于此前研究发现的水平，这主要是由于雷曼兄弟在破产前的短期困境。

雷曼破产的总价值损失

据估计，总价值损失在460亿到630亿美元之间，相当于雷曼破产前合并资产的15%到21%。这些估计数字不包括SIPA诉讼程序的费用和支出(另外14亿美元)，以及解决雷曼兄弟美国司法管辖区以外子公司问题的成本。

价值损失的主要来源如下：仅《破产法》第11章的费用和开支就有60亿美元，这为我们的评估设定了一个硬性下限；债权人因其资产在破产程序中被套牢而须承担的流动资金成本为150亿元；间接费用高达190亿美元；此外，雷曼兄弟与其股票承销客户之间的关系也损失了230亿美元。

Total Estimated Cost of Lehman's Chapter 11 Bankruptcy Comes to \$46-63 billion					
Cost to:	Type of Cost	Before or After Bankruptcy Filing?	Amount		Blog Number in Series
			Billions of Dollars	Percentage of Firm Value	
Lehman	Indirect cost, using earnings	Before	2.0-4.0	0.7-1.3	4
	Indirect cost, using equity prices	Before	19.0	6.4	4
	Direct cost	After	5.9	2.0	2
	Total cost	Before and after	7.9-24.9	2.6-8.4	
Creditors	Indirect cost	After	15.0	5.0	1
Customers	Indirect cost	After	23.0	7.7	3
All Stakeholders	Total cost	Before and after	45.9-62.9	15.4-21.5	

Source: Authors' calculations.

Note: Total cost to Lehman is computed as the sum of direct costs and one of the two indirect cost estimates. Cost estimates are from the respective blog posts. Lehman's pre-bankruptcy assets are estimated as \$298.48 billion.

来源：Erin Denison, Michael Fleming, and Asani Sarkar, "How Much Value Was Destroyed by the Lehman Bankruptcy?," Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics (blog), January 14, 2019, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/01/how-much-value-was-destroyed-by-the-lehman-bankruptcy.html>.