



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΜΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

- ✚ Τίτλος διατριβής : «Lehman Brothers : Αίτια κατάρρευσης και χρηματοοικονομική επισκόπηση».**

- ✚ Φοιτητής : Παπαγιαννόπουλος Αλέξανδρος (ΜΧΑΝ : 0936)**

- ✚ Επιβλέπων Καθηγητής : Κος Ε. Τσιριτάκης**

- ✚ Μέλη επιτροπής : Κος. Γ. Σκιαδόπουλος
Κος. Δ. Βολιώτης**

Φεβρουάριος 2011

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στόχος της παρούσας διπλωματικής εργασίας αποτελεί η ανάλυση χρεοκοπίας (case study), της Αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, τέταρτης μεγαλύτερης επιχείρησης στον κλάδο της.

Η κατάρρευσή της, προκάλεσε μία σημαντικότερη κρίση εμπιστοσύνης στο διεθνές τραπεζικό σύστημα. Είναι χαρακτηριστικό ότι κατά την περίοδο της πτώχευσής της, η συγκεκριμένη επενδυτική τράπεζα είχε 600 δις. \$ υποχρεώσεων προς επενδυτές σε όλες τις κεφαλαιαγορές, ενώ συμμετείχε ως μέλος σε τριάντα διεθνή συστήματα πληρωμών και είχε συνάψει πάνω από εννιακόσιες χιλιάδες συμβάσεις παραγωγών με τρίτους, αξίας τρισεκατομμυρίων δολαρίων.

Παρά το γεγονός ότι κατάφερε να ανταπεξέλθει πολλών και διαφορετικών οικονομικών υφέσεων, κατά την διάρκεια της μακραίωνης ιστορίας της, μία σειρά αποφάσεων σε επίπεδο ανώτατης διοίκησης (top management), αποτέλεσαν την βασική αιτία πτώχευσής της. Οι εν λόγω αποφάσεις και η έλλειψη διαφάνειας στα δημοσιευθέντα οικονομικά αποτελέσματά της, αποτυπώθηκαν με αρνητικό τρόπο σε βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες και στις λειτουργικές ταμειακές ροές της τράπεζας, πριν την επίσημη αίτηση πτώχευσής της, στις 15 Σεπτεμβρίου 2008.

Δέκα λέξεις κλειδιά : Lehman Brothers, χρηματοπιστωτική κρίση, μεταβολή στρατηγικής, μόχλευση, έλλειψη διαφάνειας, πτώχευση.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ (2007 – 2009).	5
ΕΝΟΤΗΤΑ 1.1 : Η ΚΑΤΑΡΓΗΣΗ ΠΕΡΙΟΡΙΣΤΙΚΩΝ ΝΟΜΟΘΕΣΙΩΝ (ΑΡΣΗ ΤΟΥ ΝΟΜΟΥ GLASS – STEAGALL).	5
ΕΝΟΤΗΤΑ 1.2 : ΟΙ ΠΑΓΚΟΣΜΙΕΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ.....	7
ΕΝΟΤΗΤΑ 1.3 : ΤΑ ΧΑΜΗΛΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΣΤΙΣ ΗΠΑ.....	8
ΕΝΟΤΗΤΑ 1.4 : Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΧΑΜΗΛΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗΣ (SUBPRIME LOANS).	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΤΑΥΤΟΤΗΤΑ ΤΗΣ LEHMAN BROTHERS.	14
ΕΝΟΤΗΤΑ 2.1 : ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ.	14
ΕΝΟΤΗΤΑ 2.2 : ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗΣ.	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗΣ ΤΗΣ LEHMAN BROTHERS.	21
ΕΝΟΤΗΤΑ 3.1 : Ο ΗΘΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (THE «TOO–BIG–TO–FAIL» PROBLEM).	21
ΕΝΟΤΗΤΑ 3.2 : Η ΑΠΟΡΡΙΨΗ ΤΩΝ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ Η ΕΛΛΙΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΕΝΙΣΧΥΣΗ.	23
ΕΝΟΤΗΤΑ 3.3 : Η ΥΠΕΡΕΚΘΕΣΗ (OVEREXPOSURE) ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΑΚΙΝΗΤΩΝ.	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ LEHMAN BROTHERS.	33
ΕΝΟΤΗΤΑ 4.1 : Η ΠΑΡΑΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΕΛΛΕΙΨΗ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑΣ ΣΤΙΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ LEHMAN BROTHERS.	33
<i>Υποενότητα 4.1.1 : Ορισμός και λογιστική απεικόνιση των συνηθισμένων συμφώνων επαναγοράς,</i>	<i>34</i>
<i>Υποενότητα 4.1.2 Ορισμός και λογιστική απεικόνιση των συμφώνων επαναγοράς «Repo 105» και «Repo 108».....</i>	<i>36</i>
<i>Υποενότητα 4.1.3 : Η μεγιστοποίηση της χρήσης των « Repo 105» και «Repo 108», στο τέλος κάθε τριμήνου.....</i>	<i>39</i>
ΕΝΟΤΗΤΑ 4.2 : ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΤΗΣ LEHMAN BROTHERS.	43
ΕΝΟΤΗΤΑ 4.3 : ΣΥΓΚΡΙΣΗ LEHMAN BROTHERS ΚΑΙ GOLDMAN SACHS – ΕΞΕΤΑΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΚΛΑΔΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ.	47
ΕΝΟΤΗΤΑ 4.4 : Η ΘΕΤΙΚΗ ΠΛΕΥΡΑ ΤΗΣ LEHMAN BROTHERS.	52
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	54
ΥΠΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ	56
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ : ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ LEHMAN BROTHERS	58
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	62
ΠΙΝΑΚΕΣ	64
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ	65

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα διατριβή αναλύει την περίπτωση χρεοκοπίας της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers. Η δομή της βασίζεται σε τέσσερα κεφάλαια.

Στο πρώτο κεφάλαιο, αναλύονται τα αίτια της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007 – 2009), σκιαγραφώντας το πλαίσιο, στο οποίο εκδηλώθηκε και η κατάρρευση της Lehman Brothers. Η προσοχή στρέφεται στις νομοθετικές και μακροοικονομικές μεταβολές, οι οποίες προηγήθηκαν της εμφάνισης της κρίσης.

Εν συνεχεία στο δεύτερο κεφάλαιο παρατίθεται η εταιρική ταυτότητα της επενδυτικής τράπεζας, υπό το πρίσμα της εξέλιξής της κατά την διάρκεια της μακραίωνης παρουσίας της, στο οικονομικό γίνεσθαι. Συμπληρωματικά περιγράφεται το χρονικό κατάρρευσής της τράπεζας, στο δεύτερο σκέλος του συγκεκριμένου κεφαλαίου.

Περαιτέρω, το τρίτο κεφάλαιο εστιάζει στις εταιρικές εκείνες αποφάσεις της τράπεζας, οι οποίες ελήφθησαν σε επίπεδο ανώτατης διοίκησης (top management) και οι οποίες αποτέλεσαν τα καταλυτικά αίτια, τα οποία την οδήγησαν στην κατάθεση αίτησης πτώχευσης.

Η διατριβή συνεχίζει με την λογιστική και χρηματοοικονομική επισκόπηση της επενδυτικής τράπεζας στο τέταρτο κεφάλαιο, δίδοντας έμφαση στην παραποίηση και έλλειψη διαφάνειας των λογιστικών καταστάσεών της. Επιπλέον παρατίθεται η ανάλυση ορισμένων δεικτών, καθώς και των λειτουργικών ταμειακών ροών της τράπεζας, αποσκοπώντας στην αποτύπωση της επιδείνωσης της οικονομικής ευρωστίας της, πριν την κατάρρευση.

Μετά την οικονομική σύνοψη της Lehman Brothers, παρατίθενται τα κύρια συμπεράσματα, τα οποία απορρέουν από την παρούσα διατριβή και συνοψίζουν τις σημαντικότερες διαπιστώσεις. Εν συνεχεία παρατίθενται οι υποσημειώσεις, τα παραρτήματα, η βιβλιογραφία, καθώς και οι πίνακες και τα διαγράμματα, στα οποία βασίστηκε η παρούσα πτυχιακή εργασία.

Η σπουδαιότητα ανάλυσης της περίπτωσης της Lehman Brothers, έγκειται στο γεγονός ότι η πτώχευσή της, επηρέασε καταλυτικά την παγκόσμια οικονομία. Η κατάρρευσή της προκάλεσε πανικό στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, οδηγώντας σε φυγή των καταθέσεων προς ασφαλέστερες επενδύσεις, έλλειψη ρευστότητας και πάγωμα των διαπραγματευτικών αγορών. Η συνακόλουθη αδυναμία των πιστωτικών ιδρυμάτων να

χρηματοδοτήσουν καταναλωτές, νοικοκυριά και επιχειρήσεις, μετέδωσε τα προβλήματα του τραπεζικού κλάδου στην πραγματική οικονομία. Με το χρηματοπιστωτικό λοιπόν σύστημα να βρίσκεται στην καρδιά της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομία, η χρηματοοικονομική κρίση μετατράπηκε γρήγορα σε διεθνή οικονομική ύφεση. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η πτώση της Lehman Brothers σηματοδότησε την απαρχή μίας πορείας, κατά την οποία ο παγκόσμιος τραπεζικός κλάδος σημείωσε ζημίες ύψους 3 τρις. \$, το διεθνές εμπόριο κατέρρευσε κατά -14 %, η δε παγκόσμια οικονομία σημείωσε αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης (2009), για πρώτη φορά μετά την μεταπολεμική περίοδο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ (2007 – 2009).

Η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση (2007 – 2009), αποτελεί απόρροια ενός συνδυασμού οικονομικών, νομισματικών και εποπτικών αιτιών, τόσο σε εθνικό, όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Μάλιστα οι περισσότεροι επιστημονικοί ερευνητές και ακαδημαϊκοί, καταλήγουν στους ακόλουθους παράγοντες, όσον αφορά στην δημιουργία και εξάπλωση της κρίσης :

- 1) **η κατάργηση περιοριστικών νομοθεσιών** του παρελθόντος, η οποία οδήγησε σε πιο χαλαρή εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και εκφράστηκε μέσα από την άρση νομοθετημάτων, όπως του Νόμου Glass – Steagall.
- 2) **οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες**, οι οποίες εκδηλώθηκαν, μέσω της ανισορροπίας στα εμπορικά ισοζύγια και κατ' επέκταση στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών των μεγάλων οικονομικών δυνάμεων του πλανήτη, με χαρακτηριστικότερη την περίπτωση της Κίνας.
- 3) **τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού των ΗΠΑ**, τα οποία σε συνδυασμό με τα πλεονάζοντα συναλλαγματικά διαθέσιμα των Ασιατικών και άλλων χωρών, δημιούργησαν μία υπερβάλλουσα ρευστότητα, η οποία με την σειρά της οδήγησε σε μία επιταχυνόμενη άνοδο της αξίας των τιμών κινητών και ακινήτων αξιών.
- 4) **η ραγδαία άνοδος των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης (subprime loans) (Χαρδούβελης, 2009)**, η οποία οφείλεται, ως ένα βαθμό και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Ακολούθως παρατίθεται μία ενδελεχής ανάλυση των άνωθι βασικών αιτιών, οι οποίες προκάλεσαν την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση.

Ενότητα 1.1 : Η κατάργηση περιοριστικών νομοθεσιών (άρση του νόμου Glass – Steagall).

Ο νόμος Glass – Steagall, αποτέλεσε δημιούργημα του Κραχ του 1929 και της επακόλουθης Μεγάλης Ύφεσης της δεκαετίας του 1930 στις ΗΠΑ. Τότε οι κυβερνητικές υπηρεσίες, στο πλαίσιο της προσπάθειας αποτροπής μίας νέας χρηματιστηριακής κατάρρευσης ή μίας νέας τραπεζικής πτώχευσης, αλλά και για να εμπεδωθεί ένα αίσθημα ασφαλείας στους καταθέτες, προέβησαν σε δύο ενέργειες : 1) θεσμοθέτησαν τον Ομοσπονδιακό Οργανισμό Εγγύησης Καταθέσεων (Federal Deposit Insurance

Corporation), ο σκοπός του οποίου ήταν από την αρχή η προστασία των καταθέσεων των αποταμιευτών και 2) σχεδίασαν και ψήφισαν τον νόμο Glass – Steagal Act .

Ουσιαστικά ο νόμος Glass – Steagal , προέβλεπε τον σαφή διαχωρισμό μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών. Εφεξής τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, θα έπρεπε να προσδιορίσουν τον κλάδο στον οποίο θα επιθυμούσαν να δραστηριοποιηθούν, δηλαδή τον κλάδο της εμπορικής ή τον κλάδο της επενδυτικής τραπεζικής (Πετράκης, 2000). Επιπλέον ο συγκεκριμένος νόμος απαγόρευε στις εμπορικές τράπεζες την δραστηριοποίησή τους, ακόμη και εμμέσως στο πεδίο της επενδυτικής τραπεζικής, όπως για παράδειγμα μέσω της εξαγοράς ή της ίδρυσης θυγατρικών εταιρειών, οι οποίες θα δραστηριοποιούνταν στην επενδυτική τραπεζική. Κατ' αυτόν τον τρόπο, οι εμπορικές τράπεζες δεν μπορούσαν να έχουν πηγές εσόδων από την διαδικασία αναδοχής ποικίλων αξιογράφων, όπως εταιρικών ομολόγων, μετοχών, κυβερνητικών ομολόγων και άλλων.

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι η κατάργηση του νόμου Glass – Steagall, δεν έλαβε χώρα μονομερώς, αλλά ήταν το αποτέλεσμα μίας συστηματικής, προσπάθειας από την πλευρά των εμπορικών τραπεζών, η οποία διήρκεσε σχεδόν 30 έτη, Έτσι εκκινώντας από τις αρχές της δεκαετίας του 1960, οι εμπορικές τράπεζες εφαρμόζοντας ένα μεθοδικό σχέδιο πολιτικής πίεσης (lobbying) προς το Αμερικανικό Κογκρέσο, κατάφεραν να επιτύχουν οριστικά την άρση του συγκεκριμένου νόμου, μέσω της εφαρμογής του νομοθετήματος «Gramm–Leach–Bliley», ο οποίος και προέβλεπε ρητά την δυνατότητα των εμπορικών τραπεζών, να αποκτούν ή να συμμετέχουν σε επενδυτικές τράπεζες.

Η άμεση συνέπεια της άρσης του νόμου Glass – Steagall, ήταν ότι αύξανε κατακόρυφα τον ανταγωνισμό μεταξύ των εμπορικών και των επενδυτικών τραπεζών. Αυτό το γεγονός, σε συνδυασμό με την ελαστικοποίηση των ορίων δανεισμού που επέβαλε η Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchange Commission), θα οδηγούσε τα περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, συμπεριλαμβανομένης της Lehman Brothers, στην ανάληψη ολοένα και περισσότερο ριψοκίνδυνων αποφάσεων, καθώς και στην αύξηση της μόχλευσης των ισολογισμών τους.

Ενότητα 1.2 : Οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες.

Ένας από τους βασικότερους παράγοντες δημιουργίας της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, ήταν η διεθνής ανισορροπία μεταξύ των διαφόρων χωρών, ως προς τις αποταμιεύσεις και επενδύσεις τους. Η ανισορροπία αυτή οδήγησε ορισμένες χώρες κυρίως Ασιατικές και αναπτυσσόμενες οικονομίες, να δημιουργήσουν πλεονασματικά ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών (Κολλίντζας, 2009). Απεναντίας το αποτέλεσμα αυτών των ανισορροπιών σε Αμερική και Ευρωζώνη, ήταν η πρόκληση αρνητικών ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών, όπως ενδεικτικά αναφέρουμε στον ακόλουθο πίνακα.

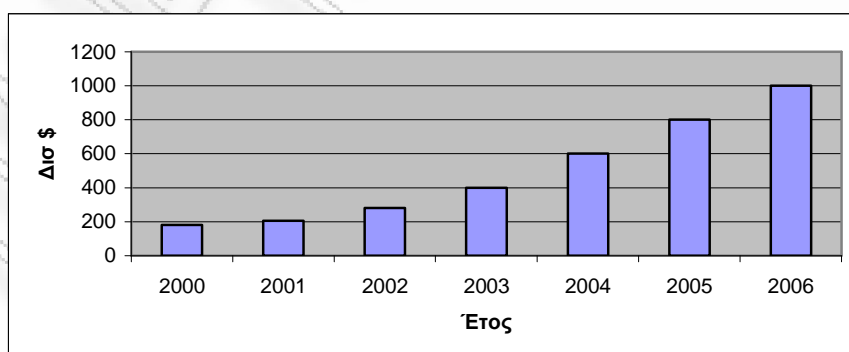
Πίνακας 1.1 : Έλλειμμα / Πλεόνασμα Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (Ε.Ε., ΗΠΑ, Κίνας Ρωσίας)

	2007	2008	2009	2010
Ε.Ε.	-0,50%	-1,10%	-0,80%	-0,30%
ΗΠΑ	5,20%	-4,90%	-2,60%	-2,20%
Κίνα	11,00%	9,80%	7,80%	8,60%
Ρωσία	5,90%	6,10%	3,60%	4,50%

Πηγή : Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, World Economic Outlook, Οκτώβριος 2010

Ίσως η χαρακτηριστικότερη έκφανση αυτού του φαινομένου, να αποτέλεσε η ισχυρή ανάπτυξη της Κίνας, η οποία τροφοδοτήθηκε από τις εξαγωγές Κινεζικών προϊόντων και οδήγησε στην συσσώρευση τεράστιων συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Διάγραμμα 1.1 : Εξέλιξη των Συναλλαγματικών Διαθεσίμων της Κίνας (σε δις. \$)



Πηγή: The Economist

Στο άνωθι διάγραμμα παρατηρούμε, ότι τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Ασιατικής χώρας, αυξήθηκαν από 200 δις. \$ περίπου το 2001, σε 1 τρις. \$ στο τέλος του 2006, αποτελώντας περισσότερο από το ένα πέμπτο των συνολικών συναλλαγματικών διαθεσίμων στον κόσμο. Μάλιστα ο ρυθμός αύξησης των συναλλαγματικών αποθεμάτων της Κίνας, ανερχόταν στα 16 δις. \$ μηνιαίως, κατά τη διάρκεια του 2006.

Τα εν λόγω πλεονάσματα, όπως και τα πλεονάσματα των άλλων δυναμικά αναπτυσσόμενων χωρών, δεν κατευθύνθηκαν στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, αλλά –κατά ένα μεγάλο μέρος– σε τοποθετήσεις δολλαριακών αξιογράφων των ΗΠΑ. Ενδεικτικά το 70% των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας, κατευθύνονταν σταθερά σε τίτλους του αμερικανικού δημοσίου Υπουργείου Οικονομικών, αυξάνοντας την ζήτηση και συνακόλουθα την τιμή των Αμερικανικών ομολόγων.

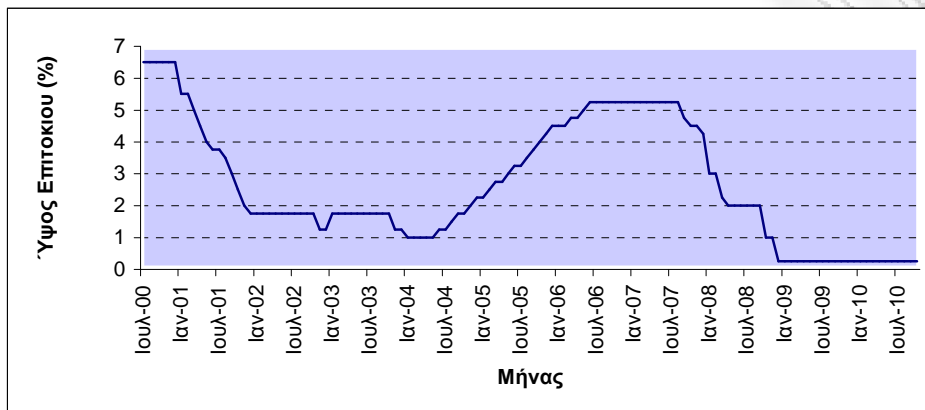
Η βασική συνέπεια των πλεονασματικών ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών ορισμένων Ασιατικών χωρών και κυρίως τα αυξημένα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Κίνας, ήταν η διατήρηση του δολαρίου σε σχετικά υψηλά επίπεδα, η αυξημένη ζήτηση για Αμερικανικά κρατικά χρεόγραφα και τα χαμηλά επίπεδα επιτοκίων στις ΗΠΑ.

Ενότητα 1.3 : Τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού στις ΗΠΑ.

Οι ρίζες της κρίσης στον τομέα των ακινήτων των ΗΠΑ, δύνανται να εντοπιστούν στην περίοδο μετά την χρηματιστηριακή κατάρρευση του 2000 (λόγω της υπέρμετρης διόγκωσης των τιμών των μετοχών τεχνολογίας) και την τρομοκρατική επίθεση της 9^{ης} Σεπτεμβρίου 2001, στους Δίδυμους Πύργους της Νέας Υόρκης. Τότε οι νομισματικές αρχές των ΗΠΑ, στην προσπάθεια ενίσχυσης της οικονομίας και αποτροπής της ύφεσης, μείωσαν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια σε πολύ χαμηλά επίπεδα, προκειμένου να αποτρέψουν την επαπειλούμενη ύφεση στην οικονομία.

Πράγματι, όπως παρατηρούμε στο κάτωθι διάγραμμα (Διάγραμμα 1.2) το αμερικανικό διατραπεζικό επιτόκιο (federal funds rate), κατέγραψε σημαντικότερη πτώση από το 6,5% τον Ιούλιο του 2000 στο 1% τον Ιούλιο του 2003.

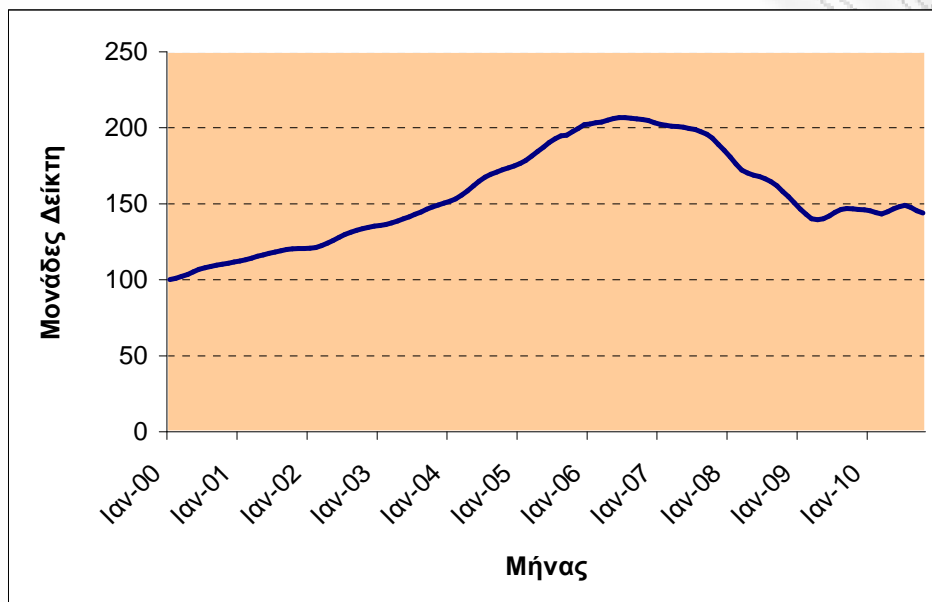
Διάγραμμα 1.2 : Η Εξέλιξη του Αμερικανικού Διατραπεζικού Επιτοκίου της Fed (2000-2008)



Πηγή: Bloomberg

Λόγω της πτώσης των επιτοκίων, η ζήτηση για αγορά ακινήτων, μέσω της λήψης στεγαστικών δανείων, αυξήθηκε σημαντικά. Απότοκος της, ήταν και η αύξηση των τιμών των ακινήτων. Το Διάγραμμα 1.3 απεικονίζει την ενίσχυση των τιμών του κλάδου ακινήτων στις ΗΠΑ, η οποία και αντικατοπτρίζεται από την αύξηση του Δείκτη Ονομαστικών Τιμών Κατοικιών των ΗΠΑ, κατά + 107 %, από το έτος 2000 έως και τα υψηλά της αγοράς στα μέσα του 2006. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι ο συγκεκριμένος Δείκτης, κορύφωσε ήδη από τον Ιούλιο του 2006 (με υψηλό στον συγκεκριμένο μήνα, τις 206.52 μονάδες) και αμέσως μετά ακολούθησε μία πτώση της τάξης του - 10.43 % για το έτος 2007 (τιμή Δείκτη στις 184.97 μονάδες, τον Δεκέμβριο του 2007), για να συνεχίσει η πτώση μέχρι και την προσγγείωση του Δείκτη στις 139.26 μονάδες (Απρίλιος του 2009). Σωρευτικά ο Δείκτης απώλεσε από τα υψηλά των 206.52 μονάδων (Ιούλιος 2006), ποσοστό - 32.8 %, μέχρι και τα χαμηλά των 139.26 μονάδων (Απρίλιος 2009).

Διάγραμμα 1.3 : Δείκτης Ονομαστικών Τιμών Κατοικιών S&P/ Case-Shiller Composite-20 Home Price Index (2000-2007)



Πηγή: Bloomberg

Συνοψίζοντας επισημαίνεται ότι τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού στις ΗΠΑ, οδήγησαν στην αύξηση της τιμής των ακινήτων, καθώς αποτέλεσαν ένα βασικό αίτιο αυξημένης ζήτησης στεγαστικών δανείων, συμπεριλαμβανομένων και των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης (subprime loans).

Ενότητα 1.4 : Η αύξηση των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης (Subprime Loans).

Στις παρυφές της πιστωτικής επέκτασης και της συνακόλουθης ανάπτυξης του κλάδου ακινήτων και των στεγαστικών δανείων εν γένει στις ΗΠΑ, μία λιγότερο αναπτυγμένη (μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 2000) υποκατηγορία δανείων, άρχισε σταδιακά να αναδύεται. Ήταν τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου (subprime loans). Τα εν λόγω δάνεια αποτελούν ένα τύπο στεγαστικού δανείου, τα οποία δίδονται κατά βάση σε δανειολήπτες με χαμηλό εισόδημα και αντίστοιχα χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα

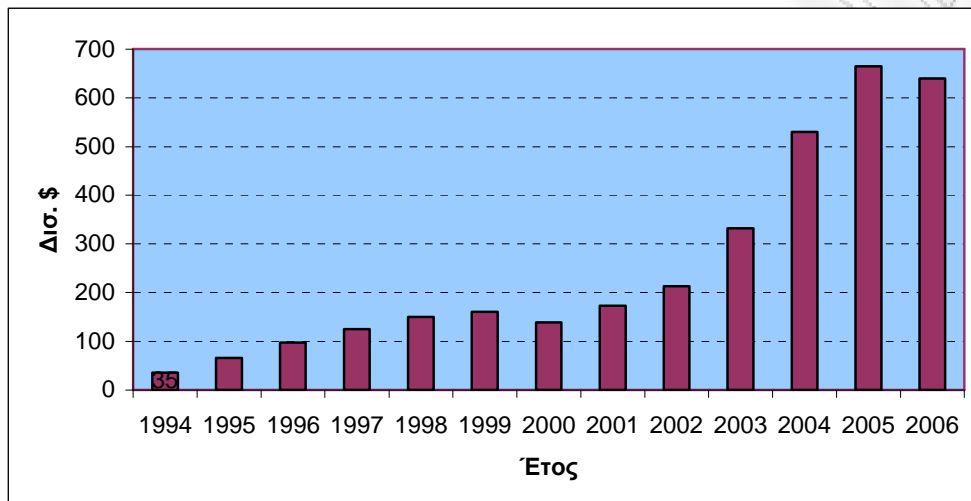
Σε μεγάλο βαθμό η ραγδαία αυτή ανάπτυξη, πρέπει να αποδοθεί στο χαμηλό κόστος χρήματος στις ΗΠΑ (**Χαρδούβελης, 2008**), το οποίο συνέβαλε με δύο τρόπους στην εν λόγω αύξηση.

Ο πρώτος ήταν το γεγονός, ότι αποτέλεσε ένα βασικό δέλεαρ για τους Αμερικανούς καταναλωτές, προκειμένου αυτοί να λάβουν στεγαστικά δάνεια. Πλέον ακόμα και οι Αμερικανοί καταναλωτές με χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση, είχαν κίνητρο να λάβουν ένα στεγαστικό δάνειο.

Ο δεύτερος λόγος, ήταν ότι επέδρασε και στις πολιτικές επενδυτικών επιλογών τόσο των θεσμικών, όσο και των ιδιωτών επενδυτών. Η χαμηλή – σχετικά – απόδοση των αμερικανικών αξιογράφων, οδήγησε τους επενδυτές στην αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων και άρα στην ανάληψη περισσότερο σύνθετων και πολύπλοκων επενδυτικών προϊόντων – μεταξύ δε αυτών και των τίτλων χρέους εξασφαλισμένων με στεγαστικά δάνεια (Residential Mortgage Backed Securities – RMBS), των τίτλων χρέους εξασφαλισμένων με δάνεια επαγγελματικής ανάπτυξης ακινήτων (Commercial Mortgage Backed Securities - CMBS) κ.ο.κ. Βέβαια θα πρέπει να σημειωθεί ότι η διάδοση του εργαλείου της τιτλοποίησης τίτλων χρέους, ενισχύθηκε σε σημαντικό βαθμό και από τις τράπεζες. Ο λόγος ήταν ότι οι τράπεζες, χρησιμοποιώντας το εργαλείο της τιτλοποίησης, ουσιαστικά μπορούσαν να μετατρέπουν ένα σύνολο δανείων οποιαδήποτε μορφής (στεγαστικών δανείων, επαγγελματικών δανείων κ.ο.κ.) σε νομισματικές μονάδες. Έτσι ρευστοποιώντας τα δάνεια οι τράπεζες προέβαιναν σε αύξηση της ρευστότητας τους, η οποία τους επέτρεπε νέες χορηγήσεις δανείων.

Η ραγδαία άνοδος της αξίας των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, αντικατοπτρίζεται ανάγλυφα στο κάτωθι διάγραμμα (Διάγραμμα 1.4), όπου παρατηρούμε ότι η αξία των εν λόγω δανείων από 173 δις. \$ το 2001, εκτοξεύθηκε στα 665 δις. \$ το 2005 και στα 640 δις.\$ το 2006, καταγράφοντας δηλαδή αύξηση της τάξεως του + 269 %, στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Διάγραμμα 1.4 : Η Εξέλιξη των Αμερικανικών Ενυπόθηκων Δανείων Υψηλού Κινδύνου (1994-2006)

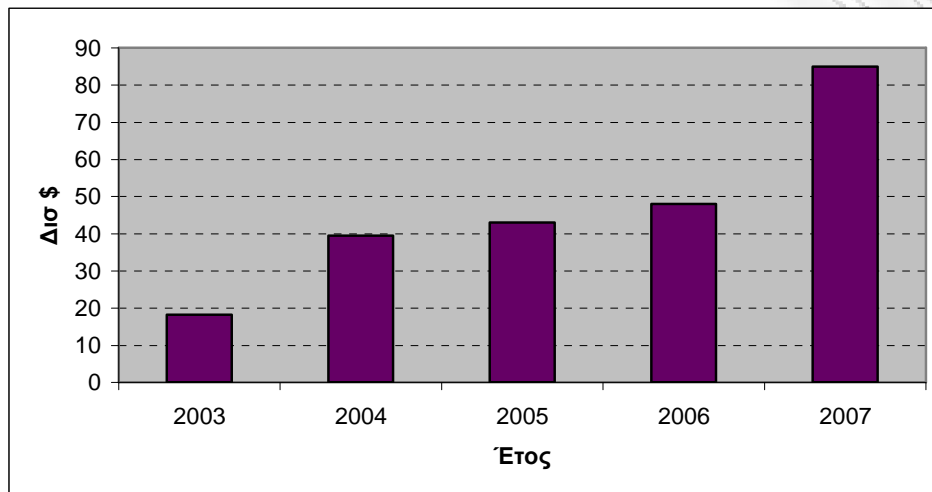


Πηγή: Credit Suisse, Hammond Associates Institutional Fund Consultants.

Σημειώνεται ότι η άνοδος των στεγαστικών δανείων, συνέπεσε με το χαμηλό επίπεδο των διατραπεζικών επιτοκίων της Fed και ακολούθησε παράλληλη πορεία με την άνοδο των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ.

Ένας από τους αντιπροσωπευτικότερους εκπροσώπους αυτής της αγοράς, αποτέλεσε και η επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers. Η εν λόγω επενδυτική τράπεζα, διαθέτοντας δύο θυγατρικές στα πεδία έκδοσης δανείων χαμηλής και μεσαίας πιστοληπτικής διαβάθμισης, την BNC Mortgage LLC και την Aurora Loan Services (ειδικευμένες στα subprime και Alt – A¹ δάνεια αντίστοιχα), αναδείχτηκε σταδιακά στον κορυφαίο παίκτη του συγκεκριμένου κλάδου, όπως απεικονίζεται και στο κάτωθι διάγραμμα :

**Διάγραμμα 1.5 : Η Εξέλιξη των ενυπόθηκων δανείων της Lehman Brothers
(subprime and Alt - A loans)**



Πηγή : Report of Anton R. Valukas, Examiner, United States Bankruptcy Court.

Είναι χαρακτηριστικό ότι εκκινώντας από ένα χαρτοφυλάκιο αξίας 18.2 δις \$, το οποίο κατέτασσε την τράπεζα στην τρίτη θέση του κλάδου (έτος 2003), αναρριχήθηκε στα 40 δις. \$ (έτος 2004), στα 48 δις. \$ (έτος 2006), για να καταστεί τελικά ο κορυφαίος εκπρόσωπος του κλάδου το έτος 2007, με ένα χαρτοφυλάκιο συνολικής αξίας 85 δις. \$. Η αύξηση δηλαδή της συγκεκριμένης κατηγορίας χαρτοφυλακίου δανείων, ανήλθε σε + 367%, εκκινώντας από το έτος 2003.

Ακολούθως παραθέτουμε μία επισκόπηση της εξέλιξης της εταιρικής ταυτότητας της Lehman Brothers, από το 1850 (το οποίο αποτέλεσε έτος ίδρυσης της εταιρείας), μέχρι και την 15^η Σεπτεμβρίου του 2008, ημέρα της επίσημης κατάθεσης, αίτησης χρεοκοπίας της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΤΑΥΤΟΤΗΤΑ ΤΗΣ LEHMAN BROTHERS.

Ενότητα 2.1 : Ιστορική ανασκόπηση της επενδυτικής τράπεζας.

Η Lehman Brothers υπήρξε μια εταιρεία, η οποία αριθμούσε 158 έτη παρουσίας στα τραπεζικά δρώμενα, έχοντας καταφέρει να επιβιώσει στο παρελθόν από σημαντικές κρίσεις, όπως αυτή της Μεγάλης Ύφεσης του 1930 και της κατάρρευσης του κερδοσκοπικού κεφαλαίου (Hedge Fund) LTCM, το έτος 1998.

Ακολούθως τίθεται ένα σύντομο ιστορικό της εταιρείας, από το 1850, το οποίο και αποτέλεσε έτος ίδρυσης της εταιρείας.

1850: Ο Henry Lehman, μετανάστης από τη Γερμανία, ανοίγει ένα μικρό κατάστημα γενικού εμπορίου στην Αλαμπάμα το 1844. Έξι χρόνια αργότερα, συμμετέχουν στην εταιρία τα δύο αδέρφια του Henry Lehman, Emanuel και Mayer, ιδρύοντας το 1850 την επιχείρηση Lehman Brothers, με έδρα το Μοντγκόμερι των ΗΠΑ.

1858: Το «χρυσό» προϊόν της εποχής ήταν το βαμβάκι. Έτσι οι αδελφοί Lehman δέχονται το βαμβάκι ως πληρωμή από τους ντόπιους αγρότες, ενώ αγοράζουν τα συγκεκριμένο αγροτικό προϊόν, δίδοντας μετρητά. Το 1858 επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους, εγκαινιάζοντας γραφείο εμπορίας βάμβακος στη Νέα Υόρκη, η οποία αποτελούσε το –τότε – ανερχόμενο κέντρο συναλλαγών εμπορευμάτων των ΗΠΑ.

1860-1869: Ο εμφύλιος πόλεμος διαταράσσει την οικονομική δραστηριότητα της χώρας, μην αφήνοντας ανεπηρέαστες, τις επιχειρήσεις της οικογένειας Lehman. Όταν λήγουν οι εχθροπραξίες, οι αδελφοί μετακινούνται προς το Βορρά και επικεντρώνονται στο γραφείο της Ν. Υόρκης, όπου βοηθούν στην ίδρυση του Χρηματιστηρίου Βάμβακος.

Η μεταπολεμική περίοδος, χαρακτηρίζεται από την ταχύτερη ανάπτυξη των σιδηροδρόμων, η οποία συμβάλλει στη σταδιακή μεταμόρφωση της αγροτικής οικονομίας σε βιομηχανική. Ένα σημαντικό εργαλείο, χρηματοδότησης της δημιουργίας σιδηροδρομικών δικτύων, αποτέλεσαν τα ομόλογα. Η – σχετικά - προσιτή τιμή τους, προσελκύει μεγάλο αριθμό επενδυτών και οι Lehman Brothers, αναγνωρίζοντας την μία νέα αγορά, επεκτείνονται στις αγοραπωλησίες ομολόγων. Επίσης καλύπτουν, για πρώτη φορά και τον τομέα της παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών.

1880-1889: Κατά τη διάρκεια της οικονομικής επέκτασης, η οποία παρατηρήθηκε στα

τέλη του 19ου αιώνα, η Lehman Brothers θεμελιώνει το υπόβαθρο της μελλοντικής παγκόσμιας ανάπτυξής της. Ο συγκεκριμένος στόχος επιτυγχάνεται, καθιερώνοντας σχέσεις με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ευρώπης και της Ασίας και στηριζόμενη στις συναλλαγές εμπορευμάτων και αξιογράφων.

1887: Η εταιρία εξασφαλίζει μία έδρα, στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (New York Stock Exchange).

1889: Η Lehman Brothers καθίσταται για πρώτη φορά ανάδοχος, προκειμένου για την εισαγωγή της εταιρείας « Διεθνής Ατμοπλοϊκή Εταιρεία » (International Steam Pump Company).

1900-1909: Στις αρχές του 20^{ου} αιώνα, η Lehman Brothers χρηματοδοτεί αναδυόμενες επιχειρήσεις του λιανικού εμπορίου, όπως η Sears, Roebuck & Company, η F.W. Woolworth Company, η May Department Stores Company, η Gimbel Brothers και η R.H. Macy & Company.

1920-1929: Στη δεκαετία του 1920, ο Robert Lehman αφουγκράζεται τις δυναμικές μεταβολές, οι οποίες επέρχονται στην οικονομία και επικεντρώνει το ενδιαφέρον της εταιρείας, σε ταχύτατα αναπτυσσόμενους κλάδους, όπως αυτών του λιανικού εμπορίου, των αεροπορικών επιχειρήσεων και των επικοινωνιών. Παράλληλα η Lehman Brothers χρηματοδοτεί τα νεοσυσταθέντα – τότε – κινηματογραφικά στούντιο, τα οποία αργότερα θα εξελίσσονταν στους κολοσσούς του κλάδου ψυχαγωγίας των ΗΠΑ, με χαρακτηριστικότερα εξ' αυτών την Paramount και την 20th Century Fox.

Ωστόσο το κραχ του 1929 και η Μεγάλη Ύφεση, επέδρασαν καταλυτικά τόσο στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα γενικά, όσο και στην ίδια την Lehman Brothers. Παρά το δυσμενές οικονομικό κλίμα, η τράπεζα καταφέρνει να επιβιώσει και να εξέλθει της κρίσης δυναμικότερη, προωθώντας νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα και παρέχοντας νέες υπηρεσίες, όπως τις ιδιωτικές μετοχοποιήσεις (private placements), όπου.

1930-1939: Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1930, η Lehman αναλαμβάνει τις δημόσιες εγγραφές της εταιρείας DuMont, της πρώτης εταιρείας κατασκευής τηλεοράσεων στον κόσμο και βοηθά στην ίδρυση του Radio Corporation of America. Η ανάπτυξη του κλάδου τεχνολογίας, συνοδεύτηκε από την ισχυροποίηση του κλάδου πετρελαίου. Ακόμη η ολοένα μεγαλύτερη αναζήτηση πετρελαϊκών κοιτασμάτων, στρέφει εταιρίες, μεγέθους της Halliburton και της Kerr-McGee, στην Lehman Brothers,

προκειμένου για τη χρηματοδότηση των εξορυκτικών δραστηριοτήτων τους.

1940-1949: Η λήξη του δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου σηματοδοτεί την έναρξη ενός νέου κύκλου ευμάρειας. Μεγάλη άνθηση γνωρίζουν οι εταιρείες, οι οποίες δραστηριοποιούνταν στον κλάδο των καταναλωτικών προϊόντων, όπως των οικιακών συσκευών. Η Lehman Brothers αναλαμβάνει οικονομικός σύμβουλος σε επιχειρήσεις του συγκεκριμένου τομέα, θεμελιώνοντας επιχειρηματικές σχέσεις, οι οποίες θα διαρκούσαν μέχρι και την κατάρρευση του οίκου.

1950-1959: Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1950, η επενδυτική τράπεζα χρηματοδοτεί νεοσυσταθείσες επιχειρήσεις, όπως την περίπτωση της εταιρείας Litton Industries. Παράλληλα αναλαμβάνει την εισαγωγή της εταιρείας Digital Equipment στο χρηματιστήριο, καθώς και επιχειρήσεων του ευρύτερου ταξιδιωτικού και τουριστικού τομέα, όπως της Hertz.

1960-1979: Την δεκαετία 1960 και 1970, η Lehman Brothers προσφέρει υπηρεσίες συμβούλων σε εταιρείες όπως η General Foods, η Campbell Soup και η Philip Morris. Επιπλέον εγκαθιδρύει γραφεία στο Παρίσι (1960), στο Λονδίνο το (1972) και στο Τόκιο (1973), προκειμένου να ανταποκριθεί στις ανάγκες μίας μεγάλης γκάμας πελατών της, οι οποίοι έχουν ήδη διεθνοποιήσει τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες. Μάλιστα η διεθνής παρουσία της, ενδυναμώνεται μέσω της συγχώνευσής της, με την εταιρεία Kuhn, Loeb & Co².

1980-89: Η εταιρία διαδραματίζει δραστήριο ρόλο στον αναδυόμενο τομέα της πληροφορικής, χρηματοδοτώντας εταιρείες όπως η Intel και η IBM, οι οποίες θα εξελίσσονταν με ραγδαίους ρυθμούς τα επόμενα χρόνια. Επιπρόσθετα στην δεκαετία του 1980, εκδηλώθηκε το τέταρτο κύμα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών (Σ&Ε), το οποίο και χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων (**Κυριαζής, 2007**). Σε αυτό το περιβάλλον, η επενδυτική τράπεζα, παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες σε εταιρείες όπως η Chrysler, η American Motors, η General Foods, η Philip Morris και η Hoffman-La Roche.

1984: Η American Express εξαγοράζει τη Lehman Brothers, έναντι 360 εκ. \$.

1990: Ο Dick Fuld, αναλαμβάνει καθήκοντα διευθύνοντος συμβούλου (Chief Executive Officer – CEO), θέση την οποία θα διατηρούσε μέχρι και την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας.

1992: Η Lehman Brothers επεκτείνει τις δραστηριότητές της, στον τομέα της τιτλοποίησης δανείων, εστιάζοντας στην κατηγορία δανείων Alt – A.

1994: Λαμβάνει χώρα η απόσχιση της τράπεζας από την American Express και η ταυτόχρονη εισαγωγή της στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.

1997: Η Lehman Brothers προβαίνει σε καθετοποίηση των δραστηριοτήτων της στον τομέα της τιτλοποίησης, εξαγοράζοντας την εταιρεία Aurora, η οποία εξέδιδε δάνεια Alt – A.

2000: Η τράπεζα εξαγοράζει την εταιρεία BNC – Mortgage, η οποία εξέδιδε δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης (subprime – loans).

2001: Ο επενδυτικός οίκος πραγματοποιεί την δημόσια εγγραφή των μετοχών της επιχείρησης Given Imagine, η οποία αποτέλεσε την πρώτη εγγραφή, μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11^{ης} Σεπτεμβρίου. Το ίδιο έτος, γίνεται μέλος του χρηματιστηρίου του Άμστερνταμ.

2002: Διαχειρίζεται την μεγαλύτερη δημόσια εγγραφή στην ιστορία των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, η οποία αφορούσε τον όμιλο χρηματοοικονομικών υπηρεσιών «CIT».

2003: Αποκτά την εταιρεία Neuberger Beriman, μέσω της οποίας αποκτά ηγετική θέση στον κλάδο διαχείρισης επενδυτικών κεφαλαίων. Παράλληλα καταλαμβάνει ήδη την Τρίτη θέση στον κλάδο έκδοσης ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης (subprime – loans), εκδίδοντας μέσω των θυγατρικών της 18 δις. \$ subprime δανείων και ελέγχοντας το 9% της συγκεκριμένης αγοράς των ΗΠΑ.

2004: Η Lehman Brothers αναλαμβάνει καθήκοντα συμβούλου, σε δύο από τις πέντε κορυφαίες εξαγορές διεθνώς: την εξαγορά της Cingular Wireless από την AT&T Wireless Services και την εξαγορά της Nextel Communications από τη Sprint. Επιπλέον ο τραπεζικός οίκος διαχειρίζεται την μεγαλύτερη δημόσια εγγραφή του έτους, για λογαριασμό της επιχείρησης Belgacom.

2005: Τα υπό διαχείριση κεφάλαια αγγίζουν το ποσό ρεκόρ των 175 δις. \$ και το περιοδικό Euro money, ανακηρύσσει την Lehman, ως την καλύτερη επενδυτική τράπεζα για το έτος.

2006: Καταλαμβάνει την πρώτη θέση στον κλάδο έκδοσης subprime και Alt – A δανείων, εκδίδοντας (κατά μέσο όρο) 4 δις. \$ ανά μήνα, στην συγκεκριμένη κατηγορία.

Παράλληλα κατακτά την πρώτη θέση στην ετήσια λίστα του Barron's, σχετικά με τις 500 μεγαλύτερες εταιρίες των ΗΠΑ και Καναδά.

2007: Κατακτά την κορυφή στη λίστα του Fortune για τις πιο επιτυχημένες χρηματιστηριακές εταιρίες και ανακοινώνει για μία ακόμα χρονιά κέρδη ρεκόρ, της τάξης των 4 δις. \$. Διαχειρίζεται τη μεγαλύτερη συγχώνευση στην ιστορία του χρηματοοικονομικού κλάδου, την - αξίας 98 δις. \$ - εξαγορά της ABN AMRO από την κοινοπραξία των τραπεζών Royal Bank of Scotland, Santander και Fortis.

2008: Η Lehman Brothers ανακοινώνει την 15η Σεπτεμβρίου τη χρεοκοπία της, μετά την αρνητική εξέλιξη των διαπραγματεύσεων, για πιθανή εξαγορά της και την απροθυμία της αμερικανικής κυβέρνησης να χρηματοδοτήσει ένα σχέδιο διάσωσης της τράπεζας³. Η τιμή της μετοχής καταρρέει στα 21 σεντς \$.

Ενότητα 2.2 : Το χρονικό της κατάρρευσης.

Κατά την διάρκεια της διετίας 2006 - 2007, εκδηλώθηκε η κρίση στον τομέα των ενυπόθηκων δανείων και σταδιακά εξαπλώθηκε σε όλο το φάσμα του κλάδου ακινήτων, των ΗΠΑ. Σε αυτό το οικονομικό περιβάλλον, η Lehman Brothers, προχώρησε στην εφαρμογή μίας αντιθετικής στρατηγικής, η οποία ελήφθη σε επίπεδο ανώτατης διοίκησης (Valoukas, 2010) και η οποία σχετιζόταν με την αύξηση του μεριδίου αγοράς της επενδυτικής τράπεζας, στον εν λόγω κλάδο.

Η στρατηγική αυτή επέφερε αρνητικό αποτέλεσμα σε μία σειρά οικονομικών μεγεθών της Lehman και μάλιστα, με αυξητικό ρυθμό. Παράλληλα η κατάρρευση της Bear Stearns τον Μάρτιο του 2008, η οποία είχε ακολουθήσει το ίδιο μοντέλο ανάπτυξης και είχε παρόμοια έκθεση στον κλάδο ακινήτων, ενέτεινε την πίεση στην επενδυτική τράπεζα, κατά την διάρκεια του 2008.

Άλλωστε η συνεχώς επιδεινούμενη οικονομική κατάσταση της Lehman, επιβεβαιώθηκε και από τα αποτελέσματα του δεύτερου και τρίτου τριμήνου. Πράγματι οι ζημίες του δεύτερου τριμήνου ανήλθαν στα 2.77 δις. \$. Ακόμη στις 10 Σεπτεμβρίου 2008, η Lehman ανακοίνωσε ζημίες τρίτου τριμήνου, ύψους 3.92 δις. \$, αυξάνοντας τις αμφιβολίες της αγοράς για την δυνατότητα επιβίωσης της τράπεζας και ενισχύοντας την πεποίθηση των ανωτάτων κυβερνητικών στελεχών, ότι η Lehman Brothers θα έπρεπε

να εξαγορασθεί.

Έτσι, όντας η τράπεζα σε ένα χρονικό σημείο ιδιαίτερα κρίσιμο αναφορικά με την δυνατότητά της να επιβιώσει, ο Timothy Geithner (τότε Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης), προέβη στην πραγματοποίηση συνεδρίασης, στις 13 Σεπτεμβρίου 2008, με μοναδικό θέμα την διάσωση της Lehman. Η πρότασή του αφορούσε στην αποτροπή κατάρρευσης της τράπεζας, μέσω της ενίσχυσής της με κεφάλαια, τα οποία θα προσέφεραν οι τράπεζες που συμμετείχαν στην συγκεκριμένη συνεδρίαση. Παράλληλα οι υπεύθυνοι της Lehman Brothers ανέφεραν ότι βρισκόνταν σε συζητήσεις με την Bank of America και την Barclays για ενδεχόμενη πώληση της Lehman.

Ωστόσο οι μεν ενδιαφερόμενες τράπεζες δεν προχώρησαν στην υλοποίηση εξαγοράς ή απορρόφησης της τράπεζας, η δε Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ δεν προέβη σε παροχή οποιασδήποτε μορφής πιστωτικής στήριξης της τράπεζας. Έτσι η Lehman Brothers, μην έχοντας την δυνατότητα να προβεί σε συναλλαγές, με περιορισμένη ρευστότητα⁴ και χωρίς εναλλακτικές επιλογές, κατέθεσε τελικά αίτηση πτώχευσης.

Η εν λόγω προσφυγή στο άρθρο 11, του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ, κατατέθηκε την Δευτέρα 15^η Σεπτεμβρίου του 2008 και προκειμένου η τράπεζα να μπορέσει να αντιμετωπίσει τις υποχρεώσεις της, ύψους 613 δις. \$. Την ίδια ημερομηνία, η μετοχή της θυγατρικής της Lehman στην Αυστραλία βρέθηκε εκτός διαπραγμάτευσης από το Χρηματιστήριο της Αυστραλίας (Australian Securities Exchange), ενώ η μετοχή της μητρικής υπέστη απώλειες μεγαλύτερες του 90% στο Αμερικανικό χρηματιστήριο. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός, ότι ο Dow Jones σημείωσε κατά την ολοκλήρωση των συναλλαγών της 15 Σεπτεμβρίου 2008, την μεγαλύτερη ημερήσια πτώση, μετά την επίθεση της 11^{ης} Σεπτεμβρίου 2001.

Την Τρίτη, 16 Σεπτεμβρίου 2008, η Barclays ανακοίνωσε ότι τελικά θα εξαγόραζε ένα μέρος της Lehman Brothers, έναντι 1.75 δις. \$, το οποίο περιλάμβανε τις δραστηριότητες της Lehman Brothers, στην Βόρειο Αμερική. Η συναλλαγή αυτή, εγκρίθηκε στις 20 Σεπτεμβρίου 2008.

Στις 17 Σεπτεμβρίου 2008, το Χρηματιστήριο Αξιών της Νέας Υόρκης απέσυρε από την διαπραγμάτευση την μετοχή της Lehman Brothers.

Στις 20 Σεπτεμβρίου 2008, η Barclays παρουσίασε μια πρόταση εξαγοράς, αξίας

960 εκ. \$, για τα κεντρικών γραφεία της Lehman. Επιπλέον η Nomura Holdings, η κορυφαία χρηματοπιστηριακή εταιρεία στην Ιαπωνία, συμφώνησε να αγοράσει το Ασιατικό τμήμα της Lehman Brothers έναντι 225 εκ. \$, καθώς και ορισμένα τμήματα των ευρωπαϊκών δραστηριοτήτων της, έναντι ονομαστικής αξίας 2 \$. Η Nomura κατέβαλε αυτή την συμβολική τιμή, διότι το αποκτώμενο σκέλος των δραστηριοτήτων της Lehman Brothers στην Ευρώπη, αφορούσε μόνο την διατήρηση του προσωπικού της τράπεζας και όχι τις μετοχές, ομολογίες, ή άλλα περιουσιακά στοιχεία. Είναι δε ενδεικτικό, ότι στην τελευταία ετήσια έκθεση της Lehman Brothers, αναφερόταν ότι το 33 % των συνολικών εσόδων της, προερχόταν από την Ευρώπη.

Στις 29 Σεπτεμβρίου 2008, η Lehman συμφώνησε την πώληση της Neuberger Berman σε δυο εταιρείες private equity, την Bain Capital Partners και την Hellman & Friedman, έναντι 2.15 δις. \$.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗΣ ΤΗΣ LEHMAN BROTHERS.

Ενότητα 3.1 : Ο ηθικός κίνδυνος (the «too–big–to–fail» problem).

Ένα από τα βασικά αίτια κατάρρευσης της επενδυτικής τράπεζας, ήταν η πεποίθηση της διοικητικής ομάδας της (top management), ότι το μέγεθος της Lehman Brothers, ήταν κρίσιμο σε τέτοιο βαθμό για την οικονομία των ΗΠΑ, ώστε σε περίπτωση εκδήλωσης κρίσης, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ θα παρείχε πιστωτικές γραμμές διευκόλυνσης⁵.

Το υπόβαθρο πίσω από αυτή την πεποίθηση, στηριζόταν στην σχέση μεταξύ συστημικού ρίσκου και ηθικού κινδύνου. Το συστημικό ρίσκο έγκειται στην πιθανότητα, η μη αποτροπή της κατάρρευσης ενός πιστωτικού ιδρύματος, να πυροδοτήσει μία αλυσίδα επιπρόσθετων πτωχεύσεων (domino effect), οι οποίες θα επέφεραν ένα σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο σε ολόκληρη την οικονομία. Η υπόθεση λοιπόν ότι η Fed, θα απέτρεπε την κατάρρευση οποιουδήποτε (κρίσιμου μεγέθους) πιστωτικού ιδρύματος, οδήγησε στην επικράτηση του ηθικού κινδύνου (moral hazard). Ο ηθικός κίνδυνος, σχετιζόταν με την ιδέα ότι εάν μία πολιτική αλόγιστης ανάληψης ρίσκου, έθετε σε κίνδυνο μία επενδυτική τράπεζα, η συνδρομή της Κεντρικής Τράπεζας, θα εκμηδένιζε τις αρνητικές συνέπειες αυτής της πολιτικής.

Στο πλαίσιο αυτό, μία σειρά διασώσεων, οι οποίες έλαβαν χώρα από την δεκαετία του 1980, μέχρι και τον Μάρτιο του 2008, εμπέδωσαν περαιτέρω την πεποίθηση ότι κάποια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι «πολύ–μεγάλα–για–να–καταρρεύσουν» («too–big–to–fail»). Τα σημαντικότερα εξ' αυτών, αποτέλεσαν κατά χρονολογική σειρά :

1. η διάσωση της Continental Illinois Bank (1984),
2. η διάσωση του κερδοσκοπικού κεφαλαίου Long Term Capital Management (1998),
3. η διάσωση της πέμπτης μεγαλύτερης επενδυτικής επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ, Bear Stearns (16 Μαρτίου 2008) και
4. η διάσωση των δύο μεγαλύτερων εταιρειών στεγαστικής πίστης των ΗΠΑ, της Fannie Mae και Freddie Mac (7 Σεπτεμβρίου 2008).

Ωστόσο θα πρέπει να σημειωθεί ότι ακόμα και σήμερα, ο προσδιορισμός του άριστου βαθμού παρέμβασης στο χρηματοπιστωτικό χώρο, παραμένει ακόμα υπό διερεύνηση

(Καραμούζης, 2009). Αυτό οφείλεται στο γεγονός, ότι μία γραφειοκρατική υπερρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα, μάλλον θα περιόριζε την επέκτασή του. Από την άλλη πλευρά μία καθολική εφαρμογή του κανόνα «πολύ–μεγάλη–για–να–πτωχεύσει» («too–big–too–fail»), θα απελευθέρωνε τις δυνάμεις του συστημικού ρίσκου, απομειώνοντας δραματικά τις ευθύνες μετόχων και των στελεχών, νοθεύοντας τον ανταγωνισμό και ελαστικοποιώντας την πειθαρχία στους κανόνες διαχείρισης ρίσκου. Επιπλέον ποτέ δεν προσδιορίστηκε με σαφή κριτήρια ποιο ίδρυμα ή οργανισμός, δικαιολογεί αυτόν τον χαρακτηρισμό. Στην πραγματικότητα δεν ήταν σαφές ποια τράπεζα ήταν «πολύ–μεγάλη–για–να–καταρρεύσει», παρά μόνο όταν τελικά αυτή διασωζόταν.

Ανεξάρτητα όμως από την δυνατότητα εύρεσης του βέλτιστου βαθμού παρέμβασης στο χρηματοπιστωτικό χώρο, είναι γεγονός ότι ειδικά η διάσωση της Bear Stearns, αποτέλεσε ένα κομβικό παράγοντα στην εδραίωση αυτής της πεποίθησης. Ειδικότερα η παρέμβαση της ομοσπονδιακής τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve Bank), μέσω της χορήγησης δανειακής γραμμής 30 δις. \$ προς την JP Morgan, απέτρεψε την επίσημη πτώχευση της Bear Stearns. Όμως η επικράτηση του ηθικού κινδύνου, ήταν ήδη οριστική, καθώς η Bear Stearns, είχε πολλά κοινά χαρακτηριστικά με την Lehman Brothers, δεδομένου ότι : 1) ήταν η πέμπτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα, 2) είχε μεγάλη έκθεση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης (κατείχε το 20 % της αγοράς) και 3) είχε σημαντική εξάρτηση από την διατραπεζική αγορά, προκειμένου για την χρηματοδότηση των καθημερινών της λειτουργιών.

Παράλληλα όμως η Bear Stearns μοιραζόταν και ένα άλλο κοινό χαρακτηριστικό με την Lehman Brothers, το οποίο αποτέλεσε με τη σειρά του ένα επιπλέον αίτιο κατάρρευσης και των δύο επενδυτικών τραπεζών : η Bear Stearns είχε υψηλό δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης, ο οποίος είχε ανέλθει τον Μάρτιο του 2008 στο 35 (δεδομένου ότι τα στοιχεία ενεργητικού της ανέρχονταν σε 395 δις. \$, έναντι μετοχικού κεφαλαίου μόλις 11.1 δις. \$).

Ο ελλιπής έλεγχος και η ολιγωρία των εποπτικών αρχών, αναδεικνύεται και στην περίπτωση των τεστ – αντοχής (stress test), τα οποία ακολούθησαν την κατάρρευση της Bear Stearns. Τα δύο τεστ αντοχής, τα οποία σχεδίασαν οι αξιωματούχοι της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης, πραγματοποιήθηκαν τέσσερις μήνες πριν

την κατάρρευση της Lehman Brothers. Το πρώτο σενάριο, το οποίο προέβλεπε ένα επεισόδιο κρίσης αντίστοιχο της Bear Stearns, απέδειξε ότι η Lehman Brothers θα χρειαζόταν κεφαλαιακή ενίσχυση αξίας 84 δις. \$. Στο δεύτερο και λιγότερο οξύ σενάριο, η επενδυτική τράπεζα, θα έπρεπε να προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, αξίας 15 δις. \$, προκειμένου να επιβιώσει.

Έτσι η διάσωση των Fannie Mae και Freddie Mac, μόλις μία εβδομάδα πριν την κατάθεση αίτησης πτώχευσης της Lehman Brothers, αποτέλεσε απλώς το επιστέγασμα της επικράτησης του ηθικού κινδύνου. Παράλληλα αποτέλεσε το υπόβαθρο, της απόρριψης μίας σειράς σημαντικών προτάσεων ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας της Lehman Brothers και της υιοθέτησης μίας στρατηγικής μεγαλύτερου ρίσκου, όπως αναλύουμε στις επόμενες δύο ενότητες.

Ενότητα 3.2 Η απόρριψη των προτάσεων εξαγοράς και η ελλιπής κεφαλαιακή ενίσχυση.

Μετά την – παρ' ολίγο – κατάρρευση της Bear Stearns και την εσπευσμένη διάσωσή της στις 16 Μαρτίου του 2008 από την τράπεζα JP Morgan, μία σειρά ανώτατων οικονομικών αξιωματούχων των ΗΠΑ, πίστευε ότι η επόμενη επενδυτική τράπεζα υπό κατάρρευση, ήταν η Lehman Brothers. Μεταξύ αυτών που μοιράζονταν την άποψη (ήδη από τις αρχές του 2008), ότι το ερώτημα δεν ήταν το εάν, αλλά το **πότε** η εν λόγω επενδυτική τράπεζα θα κατέρρεε, ήταν οι ακόλουθοι : 1) ο Πρόεδρος της Αμερικάνικης Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, Christofer Cox, 2) ο – τότε - Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης, Timothy Geitner, 3) ο – τότε – Υπουργός Οικονομικών, Henry Paulson και 4) ο πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, Ben Bernanke. Μάλιστα είναι χαρακτηριστικό, ότι μετά την ανακοίνωση του δεύτερου τριμήνου του 2008 (9 Ιουνίου 2008), ο διευθύνων σύμβουλος της τράπεζας Dick Fuld, δεχόταν συνεχείς συστάσεις τόσο από τον Geitner, όσο και από τον Paulson, είτε να πουλήσει την τράπεζα, είτε να βρει άμεσα κάποιον στρατηγικό επενδυτή (**Valoukas, 2010**).

Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να τονιστεί, ότι πολλοί ανταγωνιστές της Lehman Brothers, ήδη από τα μέσα του 2007, προχώρησαν προνοητικά σε μία σειρά

σημαντικών ενεργειών, προκειμένου για την ενίσχυση των κεφαλαίων τους και την θωράκιση των ισολογισμών τους. Δεν είναι τυχαίο ότι κανένα από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία ακολούθως θα αναφέρουμε, δεν κατέρρευσε ή πτώχευσε. Μάλιστα τα σημαντικότερα εξ' αυτών ήταν :

1) Η τράπεζα **Citibank**, η οποία στις 22 Φεβρουαρίου 2008, προχώρησε στην έκδοση προνομιούχων μετοχών αξίας 30 δις. \$, 7.5 δις. \$ από τα οποία αγοράστηκαν από τον Κρατικό Επενδυτικό Οργανισμό του Abu Dhabi.

2) Η επενδυτική τράπεζα **Morgan Stanley**, η οποία προχώρησε στην αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, κατά 5 δις. \$, με αγοραστή τον Κινεζικό Οργανισμό Επενδύσεων. Τον Δεκέμβριο του 2007, μετά την ανακοίνωση για πρώτη φορά στα χρονικά της, ζημιών για το τρίμηνο που έληγε.

3) Η **Bank of America**, η οποία στις 4 Ιανουαρίου του 2008, εξέδωσε συνολικά 12.9 δις. προνομιούχων και κοινών μετοχών και τέλος

4) Η τράπεζα **UBS**, οποία στις 5 Μαρτίου 2008, προχώρησε στην έκδοση 11.7 δις. \$, μετατρέψιμων μετοχών, με κυριότερους αγοραστές τον Επενδυτικό Οργανισμό της Σιγκαπούρης και επενδυτές από την Μέση Ανατολή.

5) Η επενδυτική τράπεζα **Merrill Lynch**, η οποία προχώρησε σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου κατά 6.2 δις. \$, μετά την ανακοίνωση ζημιών για το έτος 2007. Μία πολύ σημαντική λεπτομέρεια στην περίπτωση της συγκεκριμένης επενδυτικής τράπεζας, ήταν ότι εξέδωσε τις νέες μετοχές στην τιμή των 48 \$, με μία έκπτωση (discount) δηλαδή της τάξης του 12.1 % περίπου, από την τρέχουσα – τότε – τιμή των 54.63 \$, στην οποία διαπραγματευόταν η τιμή της μετοχής. Αυτό ήταν σημαντικό, διότι ένας από τους λόγους, για τους οποίους η Lehman Brothers δεν προχώρησε στην σύναψη συμφωνιών, ήταν το γεγονός ότι οι δυνητικοί επενδυτές δεν προσέφεραν κάποια υπεραξία (premium), προκειμένου να συμμετάσχουν επενδυτικά, αλλά αντίθετα απαιτούσαν έκπτωση επί του δοθέντος τιμήματος. Παράλληλα τον Ιανουάριο του 2008 η Merrill Lynch εξέδωσε επιπλέον 6.6 δις \$ προνομιούχων μετοχών σε μία ομάδα διεθνών επενδυτών.

Ενώ λοιπόν οι ανταγωνιστές της Lehman Brothers, προχωρούσαν σε κινήσεις ενίσχυσης της οικονομικής τους ευρωστίας, η Lehman Brothers, όχι μόνο δεν προχώρησε σε ανάλογες κινήσεις, αλλά απέρριψε μία σειρά προτάσεων στρατηγικής

συνεργασίας, καθώς και αγοράς μετοχών της από σημαντικούς και διεθνούς εμβέλειας οργανισμούς, πολλοί από τους οποίους ήταν κρατικοί οργανισμοί εύρωστων οικονομικά χωρών της Ασίας και της Μέσης Ανατολής.

Μία σειρά από λόγους οδήγησαν την επενδυτική τράπεζα στην απόρριψη αυτών των προτάσεων, συμβάλλοντας με αυτόν τον τρόπο, τόσο στην σταδιακή μείωση της εμπιστοσύνης προς την τράπεζα, όσο και στην τελική της κατάρρευση. Οι κυριότεροι λόγοι, για τους οποίους η τράπεζα απέρριψε τις προτάσεις (Valukas, 2010)⁶, ήταν :

α) οι προτάσεις τις οποίες δέχόταν η επενδυτική τράπεζα, δεν εμπεριείχαν υπεραξία (premium), επί της τιμής στην οποία κατά καιρούς διαπραγματευόταν η μετοχή της, ώστε να αποτελούν ελκυστικές λύσεις,

β) η Lehman Brothers πίστευε ότι εάν προχωρούσε σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, αυτό θα έστελνε το μήνυμα στην αγορά, ότι βρίσκεται σε αδύναμη θέση, γεγονός το οποίο θα αποτελούσε επιζήμια εξέλιξη για την τράπεζα και

γ) η πεποίθηση του διευθύνοντος συμβούλου της τράπεζας, Dick Fuld, ότι η Fed θα επενέβαινε, προκειμένου να διασωθεί η τράπεζα.

Εν συνεχεία αναλύουμε τις προτάσεις που δέχθηκε, αλλά απέρριψε η Lehman Brothers, ως κάτωθι :

1η περίπτωση : Στις 9 Ιανουαρίου του 2008, η Lehman Brothers, **απέρριψε** πρόταση αγοράς μετοχών της, από τον Επενδυτικό Οργανισμό του Κουβέιτ (Kuwait Investment Authority). Μάλιστα ο διευθύνων σύμβουλος της Lehman Brothers Ευρώπης, Jeremy Isaacs, ανέφερε ως αιτία της απόρριψης, την μη ύπαρξη υπεραξίας τουλάχιστον ενός + 12 %, από τα επίπεδα των 58 \$, που διαπραγματευόταν η μετοχή.

2η περίπτωση : Στις 31 Ιανουαρίου 2008, η Τράπεζα Ανάπτυξης της Νότιας Κορέας (Korea Development Bank), ένα κρατικού ενδιαφέροντος επενδυτικό κεφάλαιο, πρότεινε την επένδυση 2 έως 3 δις. \$, με αντάλλαγμα ένα μειωπηφικό ποσοστό στο μετοχικό κεφάλαιο της Lehman Brothers. Πάλι η τράπεζα **απέρριψε** την πρόταση, με το αιτιολογικό, ότι δεν επιθυμούσε να προβεί σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, σε τιμή η οποία θα εμπεριείχε έκπτωση, σε σχέση με την τρέχουσα. Η Νότια Κορέα επέστρεψε αργότερα, μέσω του ίδιου επενδυτικού οχήματος, αλλά και πάλι οι διαπραγματεύσεις, τελικώς ναυάγησαν, όταν ο διευθύνων σύμβουλος της Lehman Brothers, Dick Fuld απαίτησε τιμή 17 \$ στις 9 Σεπτεμβρίου 2008, όταν η τιμή της

Lehman Brothers διαπραγματευόταν στα 8 \$. Πέραν αυτού σημαντικό ρόλο στην απόρριψη της πρότασης, αποτέλεσε και η πεποίθηση του διευθύνοντος συμβούλου της τράπεζας, Dick Fuld, ότι η Fed θα επενέβαινε, προκειμένου να διασωθεί η τράπεζα, εάν κάτι τέτοιο κρινόταν απαραίτητο.

3η περίπτωση : Στις 15 Μαρτίου του 2008, ο Επενδυτικός Οργανισμός του Ντουμπάι (Investment Corporation of Dubai), ένα επενδυτικό κεφάλαιο συμφερόντων του πετρελαιοπαραγωγού κράτους της Μέσης Ανατολής, εξέφρασε το ενδιαφέρον του να επενδύσει στην επενδυτική τράπεζα, κατά προτίμηση, μέσω συμμετοχής σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Η Lehman Brothers **απέρριψε** την πρόταση, υπό το σκεπτικό ότι οι η κεφαλαιουχική κατάσταση και η ρευστότητα της εταιρείας, ήταν τέτοια που δεν έκρινε σκόπιμη την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου.

4η περίπτωση : Στις 28 Μαρτίου του 2008, ο Διευθύνων Σύμβουλος της Lehman Brothers, Dick Fuld και ο ιδρυτής του επενδυτικού κολοσσού Berkshire Hathaway, Warren Buffet, εξέτασαν την πιθανότητα να επενδύσει η εταιρεία Berkshire Hathaway, 2 δις. \$ υπό την μορφή προνομιούχων μετοχών στην Lehman Brothers. Ωστόσο και εδώ η τράπεζα **απέρριψε** την πρόταση, διότι η μεν Berkshire Hathaway επιθυμούσε οι προνομιούχες μετοχές να έχουν δικαίωμα μετατροπής στα 40 \$, η δε πλευρά της Lehman Brothers επιθυμούσε μία υπεραξία της τάξης του + 40 %, με τιμή μετατροπής στα 56 \$. Είναι χαρακτηριστικό δε ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής τότε ανερχόταν στα 37.87 \$ (κατά την ολοκλήρωση των συναλλαγών της 28^{ης} Μαρτίου 2008). Ακόμη θα πρέπει να σημειωθεί και η ποιοτική διάσταση της εν λόγω απόρριψης, καθώς ο ιδρυτής της Berkshire Hathaway, Warren Buffet αποτελούσε και αποτελεί μία - θρυλικών διαστάσεων - μορφή της Wall Street, η δε συμμετοχή του σε οποιαδήποτε εταιρεία, προσέδιδε αυτόματα εικόνα ισχύος και αξιοπιστίας. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός, ότι στις 23 Σεπτεμβρίου του 2008, η Berkshire Hathaway επένδυσε 5 δις. \$, υπό την μορφή των προνομιούχων μετοχών, στον ανταγωνιστή της Lehman Brothers, την Goldman Sachs.

5η περίπτωση : Στα μέσα Ιουλίου του 2008, η Lehman Brothers βρισκόταν σε διαδικασία συζητήσεων και διαπραγματεύσεων με την τράπεζα Bank of America, προκειμένου για την πραγματοποίηση συγχώνευσης μεταξύ της Lehman Brothers και του βραχίονα επενδυτικής τραπεζικής της Bank of America. Η σημασία της πραγματοποίησης αυτής της συμφωνίας, επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι ο ίδιος ο

– τότε – Υπουργός οικονομικών Henry Paulson, παρότρυνε τον διευθύνοντα σύμβουλο της Bank of America, Ken Lewis να προχωρήσει στην πραγματοποίηση της συγχώνευσης, θεωρώντας ότι η εν λόγω συγχώνευση θα απέτρεπε την κατάρρευση της Lehman Brothers. Ωστόσο και σε αυτή περίπτωση, η ζητούμενη τιμή πραγματοποίησης της συμφωνίας, ανερχόταν στα 25 \$ ανά μετοχή, εμπεριέχοντας premium της τάξης του + 38.8 %, δεδομένου ότι η τιμή της μετοχής της Lehman διαπραγματευόταν στα 18 \$. Επιπλέον η **μη εύρεση συμφωνίας**, όσον αφορά στα ποσοστά τα οποία θα κατείχε η κάθε τράπεζα, στο κοινό σχήμα και η μεγάλη έκθεση της Lehman Brothers στον κλάδο ακινήτων, απέτρεψαν την ολοκλήρωση της συμφωνίας.

6η περίπτωση : Στις 14 Σεπτεμβρίου 2008, η άρνηση της Βρετανικής Επιτροπής Ελέγχου Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (Financial Services Authority), να παρακάμψει την νομοθετική διάταξη, η οποία προέβλεπε ότι η απόφασης εξαγοράς της Lehman Brothers από την Barclays Bank, θα έπρεπε να επικυρωθεί από την Γενική Συνέλευση των μετόχων της Barclays Bank, αποτέλεσε τον καθοριστικότερο παράγοντα **ματαιώσης** της συγκεκριμένης συμφωνίας. Δεδομένου δε ότι : 1) η Barclays Bank, αποτελούσε ουσιαστικά τον τελευταίο ενδιαφερόμενο αγοραστή, 2) η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ δεν θα προέβαινε σε παροχή χρηματοπιστωτικής διευκόλυνσης προς την Lehman Brothers και 3) οι συμμετέχουσες, στην συνεδρίαση της 13^{ης} – 14^{ης} Σεπτεμβρίου 2008, τράπεζες δεν διέθεταν κάποια εναλλακτική πρόταση, προκειμένου για την διάσωση της Lehman Brothers, η περίπτωση της Barclays Bank αποτέλεσε και την τελευταία δυνατότητα να αποφευχθεί η κατάθεση αίτησης πτώχευσης της Lehman Brothers στις 15 Σεπτεμβρίου 2008.

Ενότητα 3.3 : Η υπερέκθεση (overexposure) στον κλάδο ακινήτων.

Η αλλαγή του επιχειρησιακού μοντέλου της Lehman Brothers (γεγονός το οποίο έλαβε χώρα το 2006) και η οποία οδήγησε στην υπερέκθεση στον κλάδο ακινήτων, αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα αίτια κατάρρευσης της.

Τα υπόβαθρο στο οποίο στηρίχθηκε η αλλαγή του επιχειρηματικού μοντέλου, ήταν η πεποίθηση της παροχής βοήθειας από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι το ύψος της κερδοφορίας της Lehman Brothers, επηρέαζε καταλυτικά το μέγεθος των τελικών απολαβών των στελεχών της. Είναι

χαρακτηριστικό ότι παραδοσιακά οι επενδυτικές τράπεζες, διένειμαν το 50 % των εσόδων τους, κατά μέσο όρο στα στελέχη τους (Williams, 2010). Δεδομένου δε ότι οι εργαζόμενοι στην Lehman Brothers, κατείχαν αθροιστικά ποσοστό περίπου 30 % της εταιρείας (συμπεριλαμβανομένων των ανωτάτων στελεχών, όπως π.χ. ο CEO της εταιρείας Dick Fuld), η πτώση της Lehman Brothers, είχε άμεσο αντίκτυπο στο πλούτο των ίδιων των στελεχών.

Το εργαλείο, μέσω του οποίου πραγματοποιήθηκε η εφαρμογή της νέας εταιρικής πολιτικής, ήταν η αύξηση του μεγέθους του ισολογισμού και η συνακόλουθη αύξηση του Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης της εταιρείας.

Έτσι το 2006, η Lehman Brothers υιοθέτησε ένα περισσότερο επιθετικό μοντέλο επιχειρησιακής στρατηγικής, υλοποιώντας επενδύσεις σε –δυσνητικά– υψηλού περιθωρίου κέρδους κλάδους, οι οποίοι ωστόσο παρουσίαζαν και μεγαλύτερο ρίσκο (σε σχέση με τις παραδοσιακές επενδυτικές δραστηριότητες της Lehman Brothers). Πιο συγκεκριμένα η τράπεζα πραγματοποίησε κεφαλαιουχικές επενδύσεις, κυρίως στους εξής τρεις τομείς :

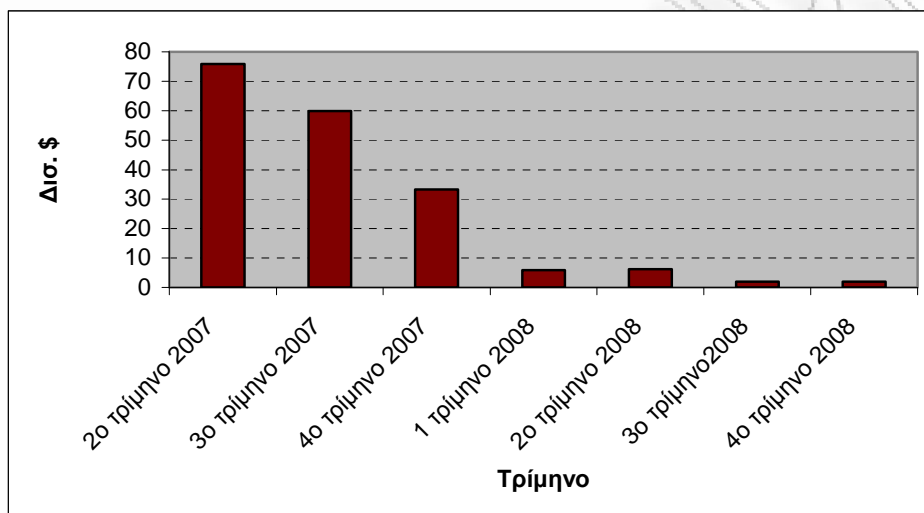
1. εμπορικές και οικιστικές αναπτύξεις ακινήτων (commercial and residential real estate),
2. μοχλευμένα δάνεια (leveraged lending) και
3. επενδύσεις ιδιωτικών επιχειρηματικών κεφαλαίων (private – equity investments)

Αυτές οι επενδύσεις ήταν δύσκολα ρευστοποιήσιμες, γενικά εκ φύσεώς τους και ειδικά στην περίπτωση όπου η οικονομία περνούσε σε περίοδο ύφεσης. Επίσης απαιτούσαν την δέσμευση σημαντικών κεφαλαίων, από την πλευρά της τράπεζας.

Μία από τις σημαντικότερες πτυχές της μεταβολής της στρατηγικής της Lehman Brothers, είναι ότι η εφαρμογή της, εντατικοποιήθηκε μετά την εμφάνιση της κρίσης στον κλάδο των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στα τέλη του 2006. Οι αρνητικές ενδείξεις (warning signs), της κάμψης της αγοράς ακινήτων, ήταν εκ των προτέρων γνωστές. Η πρώτη ήταν η αύξηση του ποσοστού πτώχευσης των ληπτών στεγαστικών δανείων από 9.8 % το 2004, στο 10.2 % το 2005 και στο 13 % το 2006. Η δεύτερη ήταν η σταδιακή κάμψη των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ (όπως αναφέρουμε και στην ενότητα 1.2). Η τρίτη σημαντική ένδειξη, ήταν η ραγδαία επιδείνωση της αγοράς των CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities, δηλαδή

τίτλων χρέους εξασφαλισμένων με δάνεια επαγγελματικής ανάπτυξης ακινήτων), η οποία αφ' ενός μεν κατέρρευσε στο α' και β' τρίμηνο του 2008, αφ' ετέρου κατέγραψε μηδενική δραστηριότητα καθ' όλη την διάρκεια του β' εξαμήνου του 2008, όπως απεικονίζεται και στο ακόλουθο διάγραμμα :

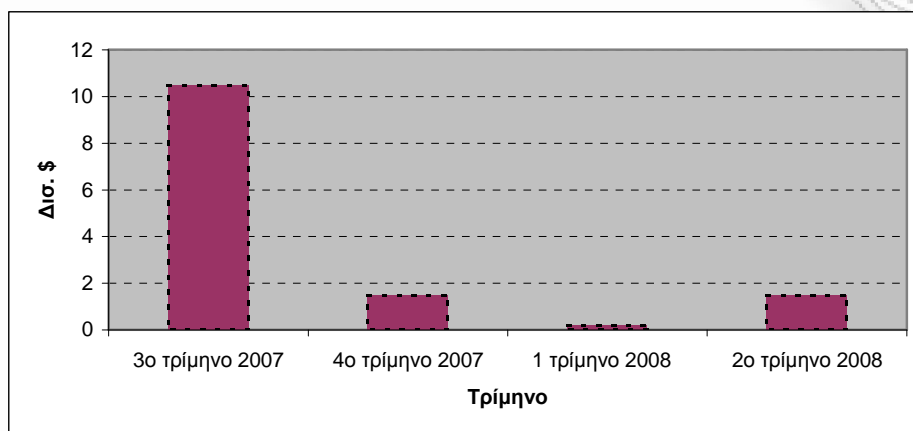
Διάγραμμα 3.1 : Η Εξέλιξη της αγοράς CMBS στις ΗΠΑ



Πηγή : Report of Anton R. Valukas, Examiner, United States Bankruptcy Court.

Η συνολικά ραγδαία πτώση της εν λόγω αγοράς, αντικατοπτρίστηκε και στους όγκους τιτλοποιήσεων, που πραγματοποίησε η ίδια η Lehman Brothers, με μία δραματική συρρίκνωση κατά – 85.6 %, για το 4^ο τρίμηνο του 2007, σε σχέση με το 3^ο τρίμηνο του 2007, το οποίο αποτέλεσε το τέταρτο προειδοποιητικό σημάδι και απεικονίζεται ως κάτωθι :

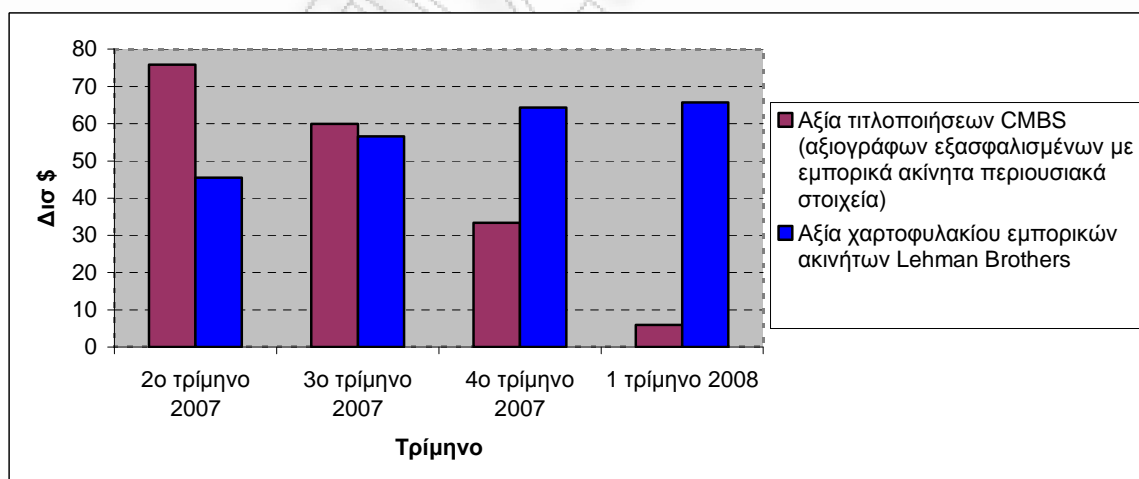
Διάγραμμα 3.2 : Αξία τιλοποιήσεων CMBS της Lehman Brothers



Πηγή : Report of Anton R. Valukas, Examiner, United States Bankruptcy Court.

Με φόντο αυτό το συνεχώς επιδεινούμενο οικονομικό περιβάλλον και παρά τα προειδοποιητικά σημάδια, η Lehman Brothers προχώρησε στην εφαρμογή του επιχειρηματικού της σχεδίου, αυξάνοντας την έκθεσή της στον κλάδο των ακινήτων. Το ακόλουθο διάγραμμα αναδεικνύει την αύξηση της έκθεσης της τράπεζας στην αγορά ακινήτων, σε αντίθεση με την διαρκή επιδείνωση της εν λόγω αγοράς.

Διάγραμμα 3.3: Αξία τιλοποιήσεων CMBS vs Έκθεση Lehman Brothers στο Real Estate



Πηγή : Report of Anton R. Valukas, Examiner, United States Bankruptcy Court.

Άλλωστε ενδεικτικό στοιχείο της αύξησης των τριών προαναφερθέντων κλάδων

εμπορικές ακινήτων, μοχλευμένων δανείων και επενδύσεις ιδιωτικών επιχειρηματικών κεφαλαίων), στον ισολογισμό της Lehman Brothers, ήταν ότι η αξία τους, ανήλθε από τα 41 δις. \$ το 2006, στα 115 δις. \$ το 2007 και στα 120 δις. \$ το 2008.

Αυτή η συνεχής επιδίωξη της επιθετικής και αναπτυξιακής στρατηγικής, βασίστηκε πάνω σε δύο υποθέσεις από την διοικητική ομάδα της. Η πρώτη ήταν ότι το management της τράπεζας πίστευε ότι η κρίση των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, δεν θα επεκτεινόταν στις υπόλοιπες αγορές και στην οικονομία γενικότερα. Η δεύτερη υπόθεση ήταν ότι η εν λόγω κρίση αποτελούσε μία ευκαιρία για την Lehman Brothers να επεκτείνει τα μερίδια αγοράς της, την ίδια στιγμή όπου οι ανταγωνιστές της περιορίζαν την έκθεσή τους στο συγκεκριμένο κλάδο (**Williams, 2010**). Άλλωστε η Lehman Brothers είχε επωφεληθεί πολλές φορές στον παρελθόν, από την υιοθέτηση τέτοιων «αντικυκλικών» στρατηγικών, δηλαδή αύξησης των μεριδίων αγοράς σε κλάδο ή κλάδους που αντιμετωπίζουν ύφεση, με αποτέλεσμα η διοικητική ομάδα της Lehman Brothers να πιστεύει ότι θα μπορούσε να επωφεληθεί η εταιρεία κατά τον ίδιο τρόπο.

Οι συνέπειες αυτής της στρατηγικής ήταν :

1) οι σημαντικές ζημίες που κατέγραψε η τράπεζα στο 2^ο και 3^ο τρίμηνο του 2008, λόγω των μεγάλων απομειώσεων στο εμπορικό χαρτοφυλάκιο ακινήτων της (2.8 δις . \$ και 3.9 δις. \$, αντίστοιχα),

2) η ολοένα και μεγαλύτερη εξάρτηση της τράπεζας από την διατραπεζική αγορά, λόγω της συνεχώς αυξανόμενης δέσμευσης κεφαλαίων της στον κλάδο των ακινήτων και των υπολοίπων επιχειρηματικών τομέων. Είναι χαρακτηριστικό ότι κατά την διάρκεια του 1^{ου} τριμήνου του 2008, η Lehman Brothers χρειαζόταν 200 δις . \$ ανά ημέρα, προκειμένου να μπορεί να χρηματοδοτεί μέσω της διατραπεζικής αγοράς (short – term borrowing repo market) τις καθημερινές της δραστηριότητες. Με άλλα λόγια χρειαζόταν σχεδόν 8 φορές τα κεφάλαιά της, για την ομαλή λειτουργία της (το μετοχικό της κεφάλαιο ανερχόταν στα 24.83 δις . \$ το 1^ο τρίμηνο του 2008), το οποίο αποτέλεσε ένα βασικό λόγο, για τον οποίο η τράπεζα παραποίησε τις δημοσιευθείσες οικονομικές καταστάσεις της και

3) η αύξηση του Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης της εταιρείας από 23.94 το 2004, στο 26.41 το 2006. και στο 30.73 το 2007 (σηματοδοτώντας μία αύξηση της

τάξης του + 28.36 %, κατά την διάρκεια μόλις τριών ετών).

Η επίδραση της στρατηγικής της επενδυτικής τράπεζας, τόσο στον Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, όσο και στις λειτουργικές ταμειακές ροές της, καθώς και η σημαντική πλευρά της παραποίησης των λογιστικών της καταστάσεων αναλύονται ενδελεχώς στο επόμενο Κεφάλαιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ LEHMAN BROTHERS.

Ενότητα 4.1 : Η παραποίηση και έλλειψη διαφάνειας στις λογιστικές καταστάσεις της Lehman Brothers.

Μία λιγότερο γνωστή πτυχή της κατάρρευσης της Lehman Brothers, ήταν η παραποίηση των λογιστικών της καταστάσεων και η μη δημοσίευση ουσιωδών χρηματοοικονομικών της πράξεων.

Η εν λόγω παραποίηση, σχετιζόταν με την εκτεταμένη χρήση των χρηματοοικονομικών εργαλείων, «Repo 105» και «Repo 108», προκειμένου η Lehman Brothers, να δημοσιεύει ευνοϊκότερους Δείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (Valukas, 2010).

Ο λόγος για τον οποίο η τράπεζα, επεδίωκε την δημοσίευση ευνοϊκότερων (δηλαδή μειωμένων, σε σχέση με τους πραγματικούς) Δεικτών Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, ήταν ότι απέτρεπε την υποβάθμιση της τράπεζας από τους πιστοληπτικούς οίκους αξιολόγησης, γεγονός το οποίο θα είχε αρνητικές συνέπειες στο κόστος δανεισμού της τράπεζας. Παράλληλα μία πιθανή υποβάθμιση θα οδηγούσε σε μείωση της εμπιστοσύνης προς αυτήν.

Δεδομένου όμως ότι οι δημοσιευθέντες Δείκτες Μόχλευσης ήταν διαφορετικοί (μικρότεροι) από τους πραγματικούς, το αποτέλεσμα ήταν η δημοσίευση μίας αναληθούς και – άρα – παραπλανητικής εικόνας της οικονομικής της κατάστασης.

Ακολουθώντας παραθέτουμε με αναλυτικό τρόπο, την διαδικασία παραποίησης των λογιστικών της στοιχείων, εστιάζοντας στις εξής υποενότητες :

4.1.1 Ορισμός και λογιστική απεικόνιση των συνηθισμένων συμφώνων επαναγοράς,

4.1.2 Ορισμός και λογιστική απεικόνιση των συμφώνων επαναγοράς « Repo 105 » και « Repo 108 », ,

4.1.3 Η μεγιστοποίηση της χρήσης των «Repo 105» και «Repo 108», στο τέλος κάθε τριμήνου .

Υποενότητα 4.1.1 : Ορισμός και λογιστική απεικόνιση των συνηθισμένων συμφώνων επαναγοράς,

Τα σύμφωνα επαναγοράς (repos) , αποτελούν πρωτεύοντα εργαλεία χρηματοδότησης των επενδυτικών θέσεων και συμμετοχών (inventory positions) των Αμερικανικών χρηματιστηριακών και επενδυτικών διαπραγματευτών.

Τυπικά ένα σύμφωνο επαναγοράς αποτελούνταν από δύο σκέλη. Στο πρώτο σκέλος, η τράπεζα, εν προκειμένω η Lehman Brothers, θα μετέφερε αξιόγραφα ή άλλα περιουσιακά στοιχεία Ενεργητικού σε ένα δανειστή (repo lender), με αντάλλαγμα μετρητά. Στο δεύτερο σκέλος η τράπεζα θα αποπλήρωνε τα μετρητά, πλέον κάποιου τόκου και ο δανειστής θα επέστρεφε τα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία είχε προηγουμένως λάβει ως ενέχυρο.

Η διαφορά μεταξύ της αξίας των στοιχείων του Ενεργητικού τα οποία μεταφέρονταν στον αγοραστή και των μετρητών που ελάμβανε ο δανειζόμενος (δηλαδή η Lehman Brothers), αναφερόταν ως απομείωση (haircut) του συμφώνου επαναγοράς. Ένα συνηθισμένο σύμφωνο επαναγοράς, κατά την διάρκεια του 2007, για μία Αμερικανική επενδυτική τράπεζα, περιλάμβανε μία απομείωση της τάξης του 2 %. Αντιθέτως στην περίπτωση των «Repos 105» και «Repos 108», η απομείωση ήταν της τάξης του 5% και 8 % αντίστοιχα (Williams, 2010). Σε κάθε περίπτωση βέβαια, η ουσία ενός συμφώνου επαναγοράς, αφορούσε στην λήψη βραχυπρόθεσμου δανεισμού από την πλευρά της επενδυτικής τράπεζας.

Από λογιστικής πλευράς, σε μία συνηθισμένη συναλλαγή «Repo», τα μεταφερόμενα αξιόγραφα ή άλλα στοιχεία Ενεργητικού, παρέμεναν στον ισολογισμό της τράπεζας, κατά το χρόνο που διαρκούσε το «Repo». Παράλληλα η ρευστότητα, η οποία προέκυπτε από την πραγματοποίηση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού («short – term repo funding or borrowing») αύξανε τον ισολογισμό, καθώς και τις υποχρεώσεις ισόποσα.

Ας θεωρήσουμε λοιπόν τον ακόλουθο απλοποιημένο ισολογισμό για την Lehman Brothers στα τέλη του 2007 :

**Πίνακας 4.1: Απλοποιημένος Αρχικός Ισολογισμός Lehman Brothers
(31/12/2007)**

<u>Στοιχεία Ενεργητικού (σε εκ. \$)</u>		<u>Στοιχεία Παθητικού & Καθαρής Θέσης (σε εκ. \$)</u>	
Μετρητά	7.500	Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	200.000
Χρηματοοικονομικά και άλλα αξιόγραφα	350.000	Εγγυηθείσες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις	325.000
Εγγυηθείσες συμφωνίες	350.000	Μακροπρόθεσμος δανεισμός	150.000
Απαιτήσεις	20.000	Πληρωτέες υποχρεώσεις	98.000
Λοιπά	72.500	Μετοχικό Κεφάλαιο	27.000
Σύνολο	800.000	Σύνολο	800.000
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	29.63		

Πηγή : Report of Anton R. Valukas, Examiner, United States Bankruptcy Court.

Υποθέτουμε ότι η τράπεζα προβαίνει σε ένα σύμφωνο επαναγοράς αξίας 50 δις. \$, με την συνήθη μορφή (standard repo transaction). Τότε η επίδραση (μεταβολή) στον ισολογισμό και στους δείκτες μόχλευσής της, θα ήταν ως κάτωθι κατά την ημέρα πραγματοποίηση του συνηθισμένου συμφώνου επαναγοράς :

Πίνακας 4.2: Ισολογισμός Lehman Brothers, μετά την πραγματοποίηση ενός συνηθισμένου συμφώνου επαναγοράς (standard repo transaction).

<u>Στοιχεία Ενεργητικού (σε εκ. \$)</u>		<u>Στοιχεία Παθητικού & Καθαρής Θέσης (σε εκ. \$)</u>	
Μετρητά	57.500	Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	200.000
Χρηματοοικονομικά και άλλα αξιόγραφα	350.000	Εγγυηθείσες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις	375.000
Εγγυηθείσες συμφωνίες	350.000	Μακροπρόθεσμος δανεισμός	150.000
Απαιτήσεις	20.000	Πληρωτέες υποχρεώσεις	98.000
Λοιπά	72.500	Μετοχικό Κεφάλαιο	27.000
Σύνολο	850.000	Σύνολο	850.000
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	31.48		

Πηγή : United States Bankruptcy Court, Report of Anton R. Valukas, Examiner

Παρατηρούμε ότι σε μία τυπική συναλλαγή αυτού του είδους, τα περιουσιακά στοιχεία **δεν μετακινούνται από τον ισολογισμό**, αλλά παραμένουν σε αυτόν, η ρευστότητα αυξάνεται κατά 50 δις. \$ (αύξηση στοιχείου Ενεργητικού) και οι υποχρεώσεις αυξάνονται κατά 50 δις. \$ επίσης (αύξηση στοιχείου Παθητικού). **Έτσι οι δείκτες μόχλευσης**

αυξάνονται ελαφρά, σε σχέση με τα επίπεδα πριν την πραγματοποίηση της συναλλαγής.

Παράλληλα κατά την ημέρα λήξης της διάρκειας του συμφώνου επαναγοράς, η αναληφθείσα από την επενδυτική τράπεζα υποχρέωση αποπληρώνεται (μείωση στοιχείου Παθητικού), μέσω των διαθεσίμων της πλέον κάποιου τόκου (για λόγους απλοποίησης υποθέτουμε ισόποση μείωση στα διαθέσιμα).

Άρα η εικόνα του ισολογισμού επανέρχεται στην αρχική κατάσταση, ως κάτωθι :

Πίνακας 4.3 : Ισολογισμός Lehman Brothers, κατά την λήξη ενός συνηθισμένου συμφώνου επαναγοράς (standard repo transaction).

Στοιχεία Ενεργητικού (σε εκ. \$)		Στοιχεία Παθητικού & Καθαρής Θέσης (σε εκ. \$)	
Μετρητά	7.500	Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	200.000
Χρηματοοικονομικά και άλλα αξιόγραφα	350.000	Εγγυηθείσες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις	325.000
Εγγυηθείσες συμφωνίες	350.000	Μακροπρόθεσμος δανεισμός	150.000
Απαιτήσεις	20.000	Πληρωτέες υποχρεώσεις	98.000
Λοιπά	72.500	Μετοχικό Κεφάλαιο	27.000
Σύνολο	800.000	Σύνολο	800.000
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	29.63		

Πηγή : Report of Anton R. Valukas, Examiner, United States Bankruptcy Court.

Υποενότητα 4.1.2 Ορισμός και λογιστική απεικόνιση των συμφώνων επαναγοράς «Repo 105» και «Repo 108».

Οι συναλλαγές «Repo 105» και «Repo 108», ήταν σχεδόν παρόμοιες με τα συνήθη σύμφωνα επαναγοράς («standard repo transaction»), τα οποία πραγματοποιούσαν οι τράπεζες προκειμένου για την εύρεση βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης (securitization of short – term financing).

Ωστόσο υπήρχαν δύο διαφορές :

1) η πρώτη διαφορά σχετιζόταν με το γεγονός ότι ένα συνηθισμένο σύμφωνο επαναγοράς, περιλάμβανε μία απομείωση της τάξης του 2 % (δηλαδή για 100 \$ δοθέντων στοιχείων Ενεργητικού, από την τράπεζα στον δανειστή, δίνονταν 98 \$ χρηματοδότησης). Αντιθέτως στην περίπτωση των « Repos 105 » και « Repos 108 », η απομείωση ήταν της τάξης του 5% και 8 % αντίστοιχα (δηλαδή για 100 \$ δοθέντων

στοιχείων Ενεργητικού, από την τράπεζα στον δανειστή, δίνονταν 95 \$ και 92 \$ χρηματοδότησης, αντίστοιχα) και

2) η δεύτερη και πιο σημαντική διαφορά, σχετιζόταν με το γεγονός ότι η Lehman Brothers αντιμετώπιζε από λογιστικής πλευράς τις συναλλαγές «Repo 105» ως συναλλαγές πώλησης, σε αντίθεση με τα συνήθη Repos, τα οποία δεν αποτελούσαν πωλήσεις, αλλά χρηματοοικονομικές συναλλαγές.

Η λογιστική απεικόνιση των συναλλαγών «Repo 105»⁷, ως συναλλαγών πωλήσεως, είχαν τον εξής αντίκτυπο στις λογιστικές καταστάσεις της τράπεζας :

α) τα μεταφερόμενα περιουσιακά στοιχεία, θεωρώντας ότι έχουν πωληθεί, αφαιρούνταν από τον ισολογισμό του «πωλητή», για όλη την χρονική διάρκεια που διαρκούσε η συναλλαγή «Repo 105» και παρά το γεγονός ότι στην λήξη αυτής της διάρκειας, θα έπρεπε να επαναγοραστούν από τον αρχικό πωλητή (δηλαδή την Lehman Brothers),
β) ο «πωλητής» δεν κατέγραφε στο Παθητικό του, την υποχρέωσή να αποπληρώσει κατά την λήξη της συναλλαγής «Repo 105» τα δανεισθέντα από τον αγοραστή κεφάλαια. Έστω λοιπόν ο προαναφερθείς απλοποιημένος ισολογισμός της Lehman Brothers στα τέλη του 2007 :

**Πίνακας 4.4 : Απλοποιημένος Αρχικός Ισολογισμός Lehman Brothers
(31 /12 / 2007)**

Στοιχεία Ενεργητικού (σε εκ. \$)		Στοιχεία Παθητικού & Καθαρής Θέσης (σε εκ. \$)	
Μετρητά	7.500	Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	200.000
Χρηματοοικονομικά και άλλα αξιόγραφα	350.000	Εγγυηθείσες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις	325.000
Εγγυηθείσες συμφωνίες	350.000	Μακροπρόθεσμος δανεισμός	150.000
Απαιτήσεις	20.000	Πληρωτέες υποχρεώσεις	98.000
Λοιπά	72.500	Μετοχικό Κεφάλαιο	27.000
Σύνολο	800.000	Σύνολο	800.000
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	29.63		

Πηγή : United States Bankruptcy Court, Report of Anton R. Valukas, Examiner

Υποθέτουμε ότι η τράπεζα προβαίνει πάλι σε ένα σύμφωνο επαναγοράς αξίας 50 δις. \$, όχι όμως με την συνήθη μορφή (όπως περιγράψαμε στην υποενότητα 4.1.1), αλλά με την μορφή ενός «Repo 105».

Τότε η επίδραση στον ισολογισμό της, θα είχε κατ' αρχήν ως ακολούθως :

Πίνακας 4.5 : Ισολογισμός Lehman Brothers, μετά την πραγματοποίηση ενός συμφώνου επαναγοράς «Repo 105».

Στοιχεία Ενεργητικού (σε εκ. \$)		Στοιχεία Παθητικού & Καθαρής Θέσης (σε εκ. \$)	
Μετρητά	57.500	Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	200.000
Χρηματοοικονομικά και άλλα αξιόγραφα	300.000	Εγγυηθείσες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις	325.000
Εγγυηθείσες συμφωνίες	350.000	Μακροπρόθεσμος δανεισμός	150.000
Απαιτήσεις	20.000	Πληρωτέες υποχρεώσεις	98.000
Λοιπά	<u>72.500</u>	Μετοχικό Κεφάλαιο	<u>27.000</u>
Σύνολο	800.000	Σύνολο	800.000
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	29.63		

Πηγή : Report of Anton R. Valukas, Examiner, United States Bankruptcy Court.

Παρατηρούμε ότι σε αυτό το βήμα της συναλλαγής « Repo 105 », η αύξηση της ρευστότητας (αύξηση στοιχείου Ενεργητικού), είναι ισόποση της μείωσης των αξιογράφων του Ενεργητικού (ισόποση μείωση στοιχείου Ενεργητικού), τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για την πραγματοποίηση της συναλλαγής, δεδομένου ότι αυτά τα στοιχεία **θεωρούνται πωληθέντα** για όσο χρονικό διάστημα διαρκεί η συναλλαγή «Repo 105» (σε αντίθεση δηλαδή με την συνήθη συναλλαγή «Repo», όπου η αύξηση των διαθέσιμων αντισταθμιζόταν από την αντίστοιχη αύξηση των υποχρεώσεων του Παθητικού). Παράλληλα κατ' αυτόν τον τρόπο δεν καταγράφεται η υποχρέωση της τράπεζας να αποπληρώσει τα δανεισθέντα κεφάλαια, ο δε Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, δεν μεταβάλλεται σε αυτό το στάδιο.

Ωστόσο, η Lehman Brothers, αμέσως μετά την αύξηση της ρευστότητάς της, προέβαινε σε μείωση των υποχρεώσεών της. **Έτσι μείωνε ένα στοιχείο του Ενεργητικού της, παράλληλα με μία μείωση ενός στοιχείου του Παθητικού της**, όπως απεικονίζει ο ακόλουθος πίνακας :

Πίνακας 4.6 : Ισολογισμός Lehman Brothers, μετά την μείωση των Υποχρεώσεων της, μέσω της ρευστότητας του «Repo 105».

Στοιχεία Ενεργητικού (σε εκ. \$)		Στοιχεία Παθητικού & Καθαρής Θέσης (σε εκ. \$)	
Μετρητά	7.500	Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	200.000
Χρηματοοικονομικά και άλλα αξιόγραφα	300.000	Εγγυηθείσες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις	275.000
Εγγυηθείσες συμφωνίες	350.000	Μακροπρόθεσμος δανεισμός	150.000
Απαιτήσεις	20.000	Πληρωτέες υποχρεώσεις	98.000
Λοιπά	72.500	Μετοχικό Κεφάλαιο	27.000
Σύνολο	750.000	Σύνολο	750.000
Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	27.77		

Πηγή : Report of Anton R. Valukas, Examiner, United States Bankruptcy Court.

Πλέον η τράπεζα έχει καταφέρει να μειώσει τον Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσής της, στο 27.77.

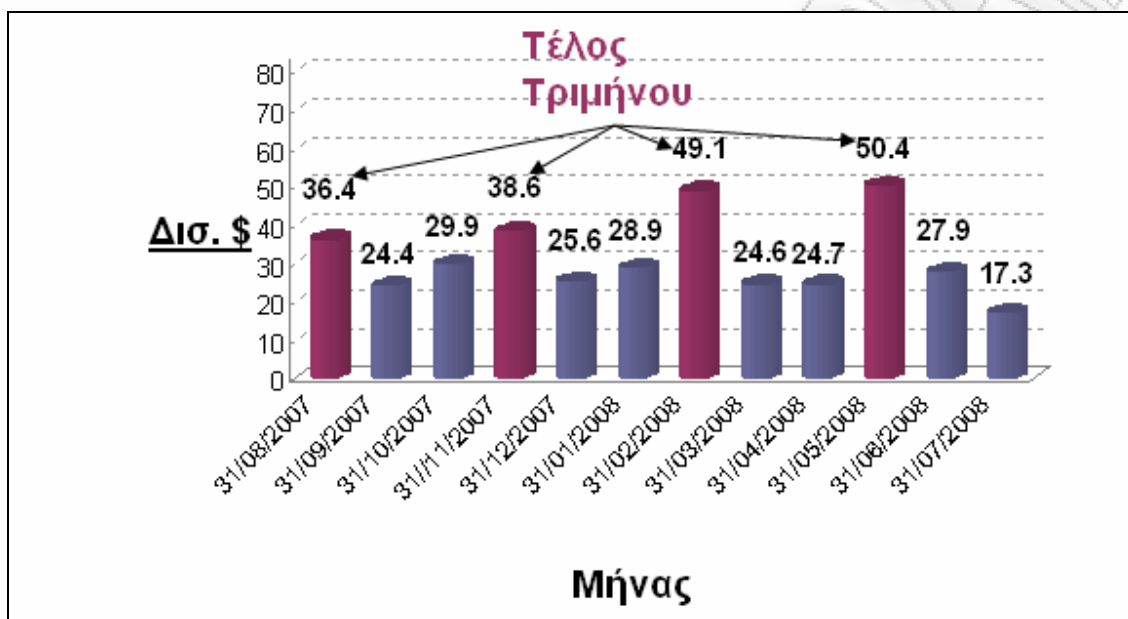
Τέλος, κατά την ημέρα λήξης της διάρκειας του συμφώνου επαναγοράς, η επενδυτική τράπεζα δανειζόταν το ποσό, το οποίο έπρεπε να αποπληρώσει και ελάμβανε τα στοιχεία Ενεργητικού, τα οποία είχε μεταφέρει στον δανειστή (ως ενέχυρο). Κατ' αυτόν τον τρόπο, η αύξηση του στοιχείου του Παθητικού, ισοσκελιζόταν από την αντίστοιχη αύξηση του στοιχείου του Ενεργητικού, επαναφέροντας τον Ισολογισμό και τον Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης στα αρχικά επίπεδα, πριν την πραγματοποίηση του «Repo 105» (Πίνακας 4.4).

Υποενότητα 4.1.3 : Η μεγιστοποίηση της χρήσης των « Repo 105» και «Repo 108», στο τέλος κάθε τριμήνου.

Όπως προαναφέρθηκε τόσο τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις της Lehman Brothers, όσο και **οι επίσημα καταγεγραμμένες αναφορές ανωτάτων στελεχών της επενδυτικής τράπεζας^{8,9}**, αποδεικνύουν την **χρήση των συγκεκριμένων συμφώνων επαναγοράς, αποκλειστικά και μόνο για σκοπούς χειραγώγησης του ισολογισμού**. Είναι χαρακτηριστικό το κάτωθι σχήμα, το στο οποίο διακρίνεται ανάγλυφα η κατακόρυφη αύξηση της χρήσης των συγκεκριμένων συμφώνων επαναγοράς, κατά την διάρκεια των τελευταίων ημερών του μήνα, στον οποίο

ολοκληρωνόταν το – υπό δημοσίευση - τρίμηνο.

Διάγραμμα 4.1 : Μεγιστοποίηση της χρήσης των «Repos 105», στο τέλος των υπό δημοσίευση τριμήνων.



Πηγή : Report of Anton R. Valukas, Examiner, United States Bankruptcy Court.

Παρατηρούμε ότι στο τέλος του Φεβρουαρίου 2008 (τέλος 1^{ου} τριμήνου), η χρήση των «Repos 105» και «Repos 108» αυξάνεται κατακόρυφα στα 49.1 δις. \$, από 28.9 δις \$ τον Ιανουάριο του 2008. Εν συνεχεία μειώνεται σημαντικά στα 24.6 δις. \$ τον Μάρτιο του 2008 και στα 24.7 δις. \$ τον Απρίλιο του 2008, για να εκτοξευθεί ξανά στα 50.4 δις. \$ τον Μάιο του 2008, που αποτελεί και τον μήνα ολοκλήρωσης του δεύτερου τριμήνου. Περαιτέρω θα πρέπει να σημειωθεί ότι η συστηματική χρήση των «Repos 105» και «Repos 108», οδήγησε σε **αναληθείς** δημοσιευθείσες μειώσεις του καθαρού δείκτη μόχλευσης της επενδυτικής τράπεζας. Πιο συγκεκριμένα η επενδυτική τράπεζα παρουσίασε (δημοσίευσε) Συνολικό Δείκτη Μόχλευσης μειωμένο από 5 % για το τέταρτο τρίμηνο του 2006, έως και 8 % για το δεύτερο τρίμηνο του 2008.

Οι σχετικοί υπολογισμοί παρατίθενται στο ακόλουθο σχήμα :

Πίνακας 4.7 : Σύγκριση Δημοσιευθέντος και Πραγματικού Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης της Lehman Brothers.

	4ο τρίμ.	1ο τρίμ.	2ο τρίμ.	3ο τρίμ.	4ο τρίμ.	1ο τρίμ.	2ο τρίμ.
(ποσά σε εκ. \$)	2006	2007	2007	2007	2007	2008	2008
Συνολικά στοιχεία Ενεργητικού	503.545	562.283	605.861	659.216	691.063	786.035	639.432
Συνολικό Μετοχικό Κεφάλαιο	19.191	20.005	21.129	21.733	22.490	24.832	26.276
Δημοσιευθείς Δείκτης Συνολικής Μόχλευσης	26.2	28.1	28.7	30.3	30.7	31.7	24.3
Χρήση συμφώνων επαναγοράς 105 και 108	24.519	27.284	31.943	36.407	38.634	49.102	50.383
<i>Με την χρήση των συμφώνων επαναγοράς 105 και 108 :</i>							
Πραγματικός Δείκτης Συνολικής Μόχλευσης	27.52	29.47	30.19	32.01	32.45	33.63	26.25
Αύξηση σε σχέση με τον δημοσιευθέντα	5%	5%	5%	6%	6%	6%	8%

Πηγή : Επεξεργασία στοιχείων από τον συγγραφέα

Είναι χαρακτηριστικό ότι, σύμφωνα και με την σχετική υποσημείωση της ελεγκτικής εταιρείας Ernst & Young, « ουσιώδης » πληροφορία σε σχέση με τις λογιστικές καταστάσεις της Lehman Brothers, θα μπορούσε να είναι οποιοδήποτε στοιχείο μεταβάλλει τον υπολογισμό του Δείκτη Μόχλευσης της εταιρείας κατά 0.1 φορές. Σύμφωνα με την ίδια την ελεγκτική εταιρεία, μία τέτοια μεταβολή, θα οδηγούσε σε μεταβολή των δημοσιευθέντων στοιχείων κατά 1.8 δις. \$. Παρατηρούμε ότι ο πραγματικός Δείκτης Μόχλευσης ήταν μεγαλύτερος (σε σχέση με τον δημοσιευθέντα) κατά 1.95 φορές για το δεύτερο τρίμηνο του 2008, μεταβολή η οποία σύμφωνα με την αναλογία της Ernst & Young, αντιστοιχούσε σε μεταβολή κατά 35.1 δις. \$!

Ακόμη θα πρέπει να σημειωθεί ότι ούτε η Ernst & Young, ούτε οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης είχαν την παραμικρή γνώση σχετικά με την χρήση των συγκεκριμένων συμφώνων επαναγοράς¹⁰.

Τέλος μία πιο προσεκτική μελέτη και επεξεργασία του προηγούμενου πίνακα,

αναδεικνύει και την εξάρτηση της Lehman Brothers από την διατραπεζική αγορά¹⁰. Πιο συγκεκριμένα ο Δείκτης της χρήσης των συναλλαγών «Repos 105» και «Repos 108», ως προς το Μετοχικό της Κεφάλαιο, καταδεικνύει ότι μέχρι και το τέλος του δευτέρου εξαμήνου του 2008, η εν λόγω επενδυτική τράπεζα προέβαινε σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση από την αγορά, αξίας σχεδόν διπλάσιας του Μετοχικού της Κεφαλαίου. Συνεπώς σε μία απώλεια εμπιστοσύνης της διατραπεζικής αγοράς, ως προς την Lehman Brothers, η τράπεζα ενδεχομένως να αντιμετώπιζε δυσκολίες στην χρηματοδότηση των καθημερινών της δραστηριοτήτων.

Η ακόλουθη παράθεση του σχετικού πίνακα, επιβεβαιώνει τον προαναφερθέντα υπολογισμό :

Πίνακας 4.8 : Δείκτης Συμφώνων Επαναγοράς, ως προς το μετοχικό κεφάλαιο.

	4ο τρίμ.	1ο τρίμ.	2ο τρίμ.	3ο τρίμ.	4ο τρίμ.	1ο τρίμ.	2ο τρίμ.
(ποσά σε εκ. \$)	2006	2007	2007	2007	2007	2008	2008
Χρήση συμφώνων επαναγοράς 105 και 108	24.519	27.284	31.943	36.407	38.634	49.102	50.383
Συνολικό Μετοχικό Κεφάλαιο	19.191	20.005	21.129	21.73	22.49	24.83	26.27
Δείκτης Συμφώνων Επαναγοράς ως προς το μετοχικό κεφάλαιο	1.28	1.36	1.51	1.68	1.72	1.98	1.92

Πηγή : Επεξεργασία στοιχείων από τον συγγραφέα

Συνοψίζοντας τα προαναφερθέντα, επισημαίνεται ότι η Lehman Brothers, στην προσπάθειά της να αποτρέψει μία δυνητική υποβάθμιση από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, δημοσίευε καθ' όλη την διάρκεια του 2007 και κατά τα πρώτα δύο τρίμηνα του 2008, μειωμένους (σε σχέση με τους πραγματικούς) Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης για κάθε τρίμηνο.

Ο λόγος της συγκεκριμένης ενέργειας, σχετιζόταν με το γεγονός ότι μία υποβάθμιση θα οδηγούσε σε αύξηση του κόστους δανεισμού της και απώλεια εμπιστοσύνης προς την επενδυτική τράπεζα. Παράλληλα τα εργαλεία επίτευξης της ανωτέρω διαδικασίας, ήταν η εκτεταμένη χρήση των συμφώνων επαναγοράς «Repos 105» και «Repos 108», γεγονός το οποίο η Lehman Brothers, ποτέ δεν επεσήμανε στις οικονομικές της καταστάσεις ή στα ενδιαφερόμενα μέρη (επί παραδείγματι στην ελεγκτική εταιρεία Ernst & Young).

Ενότητα 4.2 : Χρηματοοικονομικοί δείκτες και λειτουργικές ταμειακές ροές της Lehman Brothers.

Η πτώχευση της Lehman Brothers εκμηδένισε μία κεφαλαιοποίηση της τάξης των 34.7 δις.\$¹². Θα πρέπει να σημειωθεί ότι μόλις εννέα μήνες πριν την κατάρρευσή της, η τράπεζα είχε ολοκληρώσει την χρήση του 2007, καταγράφοντας έσοδα ρεκόρ από πωλήσεις 59 δις. \$, και περίπου 4.19 δις. \$ κέρδη μετά φόρων (Παράρτημα Α: Πίνακας Α – 1). Μάλιστα στο τέλος του Ιανουαρίου του 2008, η τιμή της μετοχής της εταιρείας έκλεισε στα 64.05 \$, και μέσα σε οκτώ μήνες και συγκεκριμένα στις 29 Αυγούστου του 2008, η μετοχή κατακρημνίστηκε στα 16.09 \$, καταγράφοντας πτώση της τάξεως του 74.8% .

Διάγραμμα 4.2 : Τιμή Μετοχής Lehman Brothers



Πηγή : DataStream

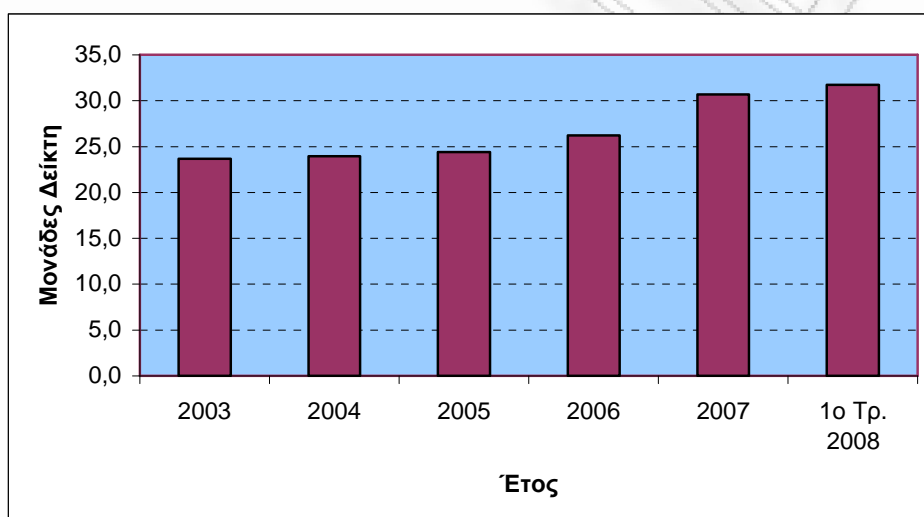
Στο τέλος της χρήσης του 2007, τα περιουσιακά στοιχεία της Lehman Brothers ανέρχονταν σε περίπου 691 δις. \$, ενώ οι υποχρεώσεις έφταναν τα 668.5 δις. \$, Παράλληλα το μετοχικό της κεφάλαιο ανερχόταν στα 22.4 δις. \$ (Παράρτημα Α, Πίνακας Α-3).

Η σχέση μεταξύ του ύψους των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας και του μετοχικού κεφαλαίου της τράπεζας, αναδεικνύει τον υψηλό Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης της. Ο αριθμοδείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης¹³, ανήκει στους

Αριθμοδείκτες Δομής Κεφαλαίων και παρέχει ενδείξεις για τον μακροχρόνιο κίνδυνο χρεοκοπίας, τον οποίο αντιμετωπίζει οποιοσδήποτε επιχειρηματικός οργανισμός (Γκίκας, 2002). Ακόμη η διαχρονική εξέτασή του εν λόγω δείκτη, επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων, για τις μεταβολές, οι οποίες συμβαίνουν στον κίνδυνο χρεοκοπίας της επιχείρησης.

Η εξέλιξη του δείκτη για την επενδυτική τράπεζα, απεικονίζεται στο ακόλουθο διάγραμμα :

Διάγραμμα 4.3 : Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης Lehman Brothers.



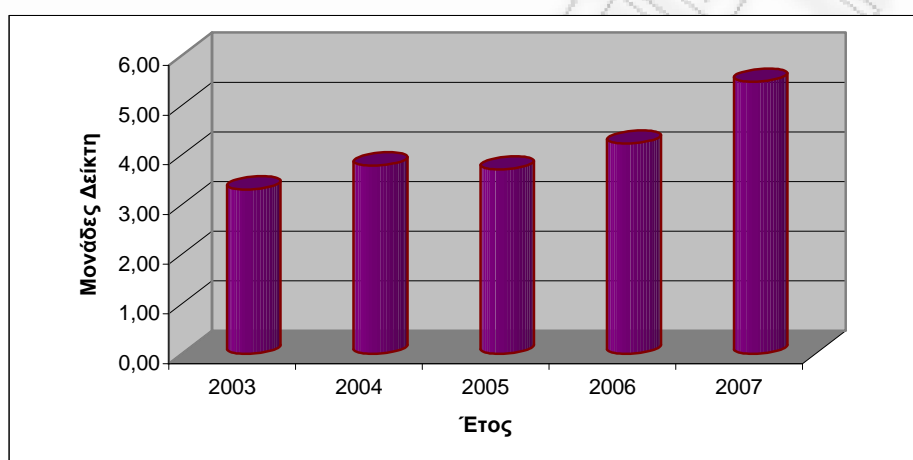
Πηγή : Bloomberg

Παρατηρούμε ότι ο Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης της τράπεζας αυξήθηκε από το 23.7 (έτος 2003), στο επίπεδο του 30.7 (έτος 2007), σηματοδοτώντας μία αύξηση της τάξης του + 29.53 %. Άλλωστε παρουσίασε σταθερά ανοδική τάση, αυξανόμενος από έτος σε έτος, μέχρι και το 2007, οπότε και κορύφωσε στο υψηλό του 30.7. Επισημαίνεται ότι αυξήσεις του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη, αποτελούν ένδειξη αυξημένου κινδύνου χρεοκοπίας (Γκίκας, 2002). Συνήθως δε, συνοδεύεται από την αυξημένη χρήση ξένων κεφαλαίων.

Αυτό δικαιολογεί και την εμφάνιση υψηλών τιμών στον αριθμοδείκτη Μακροχρόνιων Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια. Ο αριθμοδείκτης αυτός αντιστοιχεί στο πηλίκο των Ξένων Κεφαλαίων, προς τα Ίδια Κεφάλαια και είναι ενδεικτικός του βαθμού

προστασίας των αντισυμβαλλομένων της επιχείρησης. Επιπρόσθετα όταν ο δείκτης παρουσιάζει υψηλές τιμές, αναδεικνύει και το χαμηλό επίπεδο των Ιδίων Κεφαλαίων. Το χαμηλό επίπεδο Ιδίων Κεφαλαίων, αποτέλεσαν ένα βασικό παράγοντα, κατάρρευσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Χαρδούβελης, 2009). Η διαχρονική εξέλιξη του συγκεκριμένου δείκτη, απεικονίζεται στο ακόλουθο διάγραμμα :

Διάγραμμα 4.4 : Δείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια της Lehman Brothers.



Πηγή: Bloomberg

Περαιτέρω παρατίθεται η ανάλυση των λειτουργικών ταμειακών ροών της Lehman Brothers. Η σπουδαιότητα των συγκεκριμένων ταμειακών ροών, είναι ιδιαίτερη για τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές, διότι σε συνδυασμό με την ανάλυση των αριθμοδεικτών Δομής Κεφαλαίου, παρέχουν έγκαιρα πληροφορίες για τη δυνατότητα επιβίωσης της επιχείρησης (Γκίκας, 2002). Με άλλα λόγια σε μία υγιή επιχείρηση, οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες¹⁴ είναι συνήθως ένας θετικός αριθμός. Αντίθετα σε μία εταιρεία με επιδεινούμενη οικονομική ευρωστία, οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, είναι αρνητικές. Επιπλέον το ποσό των λειτουργικών ταμειακών ροών, συνιστά έναν δείκτη – κλειδί, της έκτασης στην οποία οι επιχειρηματικές δραστηριότητες της επιχείρησης έχουν δημιουργήσει επαρκείς ταμειακές ροές για την εξόφληση των υποχρεώσεων, την πληρωμή μερισμάτων και εν

γένει την διατήρηση της επιχειρηματικής ικανότητας ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος (Αληφαντής, 2010).

Αναλύοντας λοιπόν τις λειτουργικές ταμειακές ροές της εταιρείας, παρατηρούμε ότι παρουσιάζουν μία ραγδαία πτώση, κινούμενες σε σταθερά αρνητικό έδαφος από το 2003¹⁵, όπως αυτή απεικονίζεται στον ακόλουθο πίνακα :

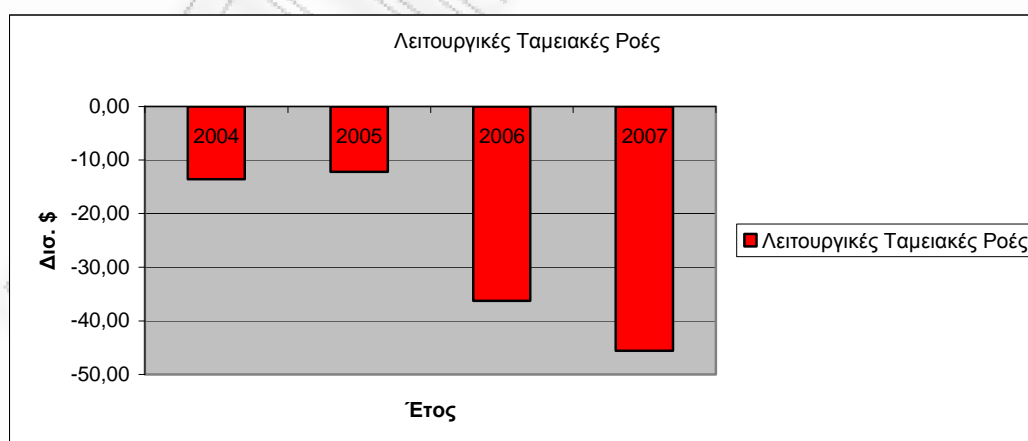
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9 : Ανάλυση Λειτουργικών Ταμειακών Ροών της Lehman Brothers

Ποσά σε \$εκατ.	2004	2005	2006	2007
Κέρδη Μετά από Φόρους	2.369,00	3.260,00	4.007,00	4.192,00
Αποσβέσεις	428	426	514	577
Αναβαλλόμενοι Φόροι	-74	-502	-60	418
Λοιπά Στοιχεία	1.372,00	2.233,00	1.662,00	1.677,00
Μεταβολή του Κεφαλαίου Κίνησης	-17.665,00	-17.622,00	-42.499,00	-52.459,00
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές	-13.570,00	-12.205,00	-36.376,00	-45.595,00

Πηγή : Bloomberg

Διαγραμματικά δε η εξέλιξη των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών της εταιρείας, είχε ως εξής :

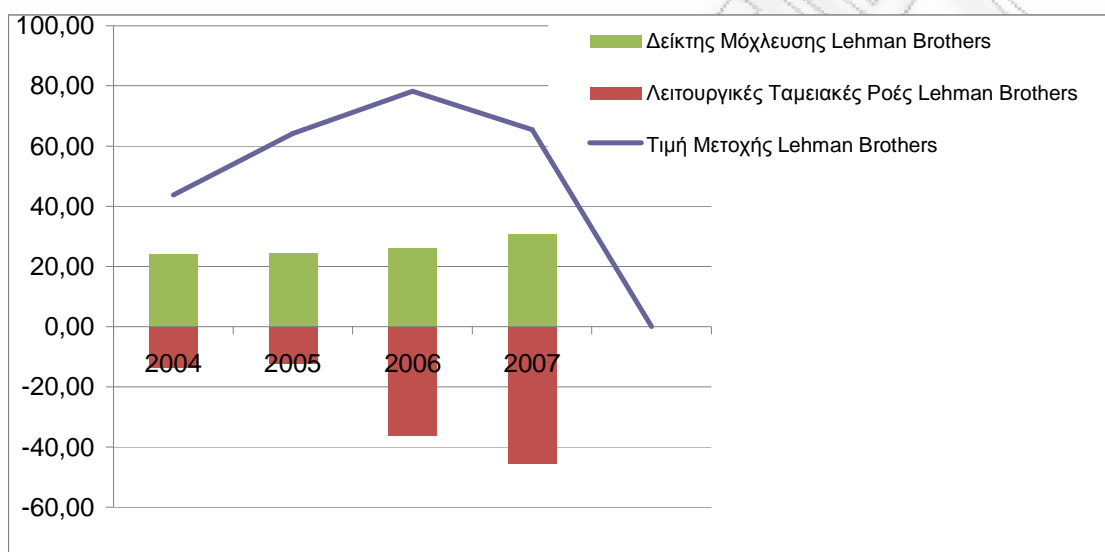
Διάγραμμα 4.5 : Δείκτης Λειτουργικών Ταμειακών Ροών Lehman Brothers.



Πηγή : Bloomberg

Συνδυάζοντας τον Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, τις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές και την τιμή της μετοχής της Lehman Brothers, καταλήγουμε στο κάτωθι διάγραμμα:

Διάγραμμα 4.6 : Συνδυαστικό διάγραμμα Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, Λειτουργικών Ταμειακών Ροών και Τιμής Μετοχής Lehman Brothers.



Πηγή : Επεξεργασία στοιχείων από το συγγραφέα

Παρατηρούμε ότι η συνεχής αύξηση του Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, σε συνδυασμό με τις συνεχώς επιδεινούμενες και αρνητικές λειτουργικές ταμειακές ροές, τελικά επιδρούν καταλυτικά στη βιωσιμότητα της επενδυτικής τράπεζας. Είναι χαρακτηριστικό ότι μετά την κορύφωση αφενός μεν του Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης στο 30.7 (2007) και των λειτουργικών ταμειακών ροών στο επίπεδο των - 45.6 δις. \$ (2007), ακολουθεί η κατάρρευση της τιμής της μετοχής το 2008 και η κατάθεση αίτησης πτώχευσης.

Ενότητα 4.3 : Σύγκριση Lehman Brothers και Goldman Sachs – Εξέταση Αριθμοδείκτη Ξένων Κεφαλαίων σε κλαδικό επίπεδο.

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, ανέδειξε τις επενδυτικές εκείνες τράπεζες, οι οποίες κατάφεραν να διαχειριστούν τις επιδεινούμενες χρηματοοικονομικές συνθήκες,

σε αντίθεση με εκείνες οι οποίες κατέρρευσαν. Μέχρι και το 2007, πέντε ήταν οι μεγαλύτερες, ανεξάρτητες (δηλαδή μη συνδεδεμένες μετοχικά με εμπορική τράπεζα) επενδυτικές τράπεζες στις ΗΠΑ. Αυτές ήταν κατά σειρά μεγέθους : 1) η Goldman Sachs, 2) η Morgan Stanley, 3) η Merrill Lynch, 4) η Lehman Brothers και 5) η Bear Stearns. Εξ' αυτών επεβίωσαν οι δύο πρώτες, δηλαδή η Goldman Sachs και η Morgan Stanley, ενώ κατέρρευσαν οι δύο τελευταίες, δηλαδή η Lehman Brothers και η Bear Stearns. Η Merrill Lynch συγχωνεύθηκε με την εμπορική τράπεζα Bank Of America τον Σεπτέμβριο του 2008.

Περαιτέρω και δεδομένου ότι ένα κοινό χαρακτηριστικό, τόσο της Lehman Brothers και της Bear Stearns, ήταν ο υψηλός Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, θα συγκρίνουμε την πορεία εξέλιξης του εν λόγω δείκτη για την Lehman Brothers, σε σχέση με τον αντίστοιχο της Goldman Sachs, δεδομένου ότι η συγκεκριμένη τράπεζα, όχι μόνο επεβίωσε, αλλά εξακολουθεί να κατέχει την πρώτη θέση στον κλάδο της. Συμπληρωματικά θα εξετάσουμε την πορεία του Δείκτη Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια για τις δύο εταιρείες, αντίστοιχα.

Η εξέλιξη του δείκτη μόχλευσης της Goldman Sachs, σε σχέση με αυτόν της Lehman Brothers, απεικονίζεται στον ακόλουθο πίνακα :

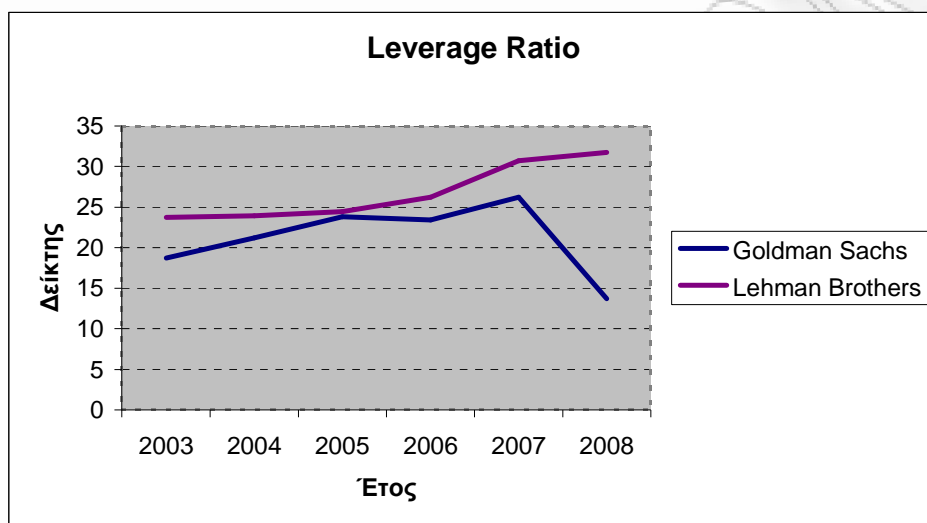
Πίνακας 4.10 : Σύγκριση Δεικτών Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης Goldman Sachs και Lehman Brothers

Έτος	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Δείκτης Χρημ/κής Μόχλευσης Goldman Sachs	18,7	21,2	25,2	23,4	26,2	13,7
Δείκτης Χρημ/κής Μόχλευσης Lehman Brothers	23,7	23,9	24,4	26,2	30,7	31,7

Πηγή : Bloomberg

Διαγραμματικά η απεικόνιση των άνωθι δεικτών Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, για τις δύο εταιρείες, έχει ως κάτωθι :

Διάγραμμα 4.7 : Δείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης Goldman Sachs και Lehman Brothers



Πηγή : Bloomberg

Η εξέλιξη του δείκτη Ξένων Προς Ίδια Κεφάλαια της Goldman Sachs, σε σχέση με αυτόν της Lehman Brothers, απεικονίζεται στον ακόλουθο πίνακα:

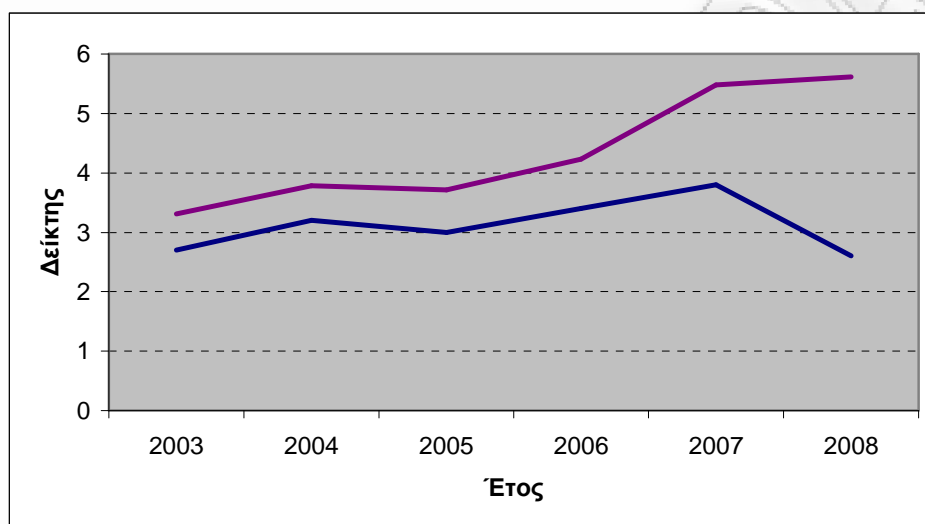
Πίνακας 4.11 : Σύγκριση Δεικτών Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων Goldman Sachs και Lehman Brothers

Έτος	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Δείκτης Ξένων Προς Ίδια Κεφάλαια Goldman Sachs	2,7	3,2	3	3,4	3,8	2,6
Δείκτης Ξένων Προς Ίδια Κεφάλαια Lehman Brothers	3.30	3.79	3.71	4.23	5.48	5.61

Πηγή : Bloomberg

Διαγραμματικά η απεικόνιση των άνωθι δεικτών, για τις δύο εταιρείες, έχει ως κάτωθι :

Διάγραμμα 4.8 : Δείκτες Ξένων Προς Ιδίων Κεφαλαίων Goldman Sachs και Lehman Brothers



Πηγή : Bloomberg

Η μελέτη των άνωθι δεικτών Μόχλευσης και Ξένων Κεφαλαίων, της Goldman Sachs και Lehman Brothers, μας οδηγεί σε ορισμένες σημαντικές παρατηρήσεις.

Κατ' αρχήν παρατηρούμε ότι και οι δύο δείκτες παρουσιάζουν αυξητική τάση και για τις δύο τράπεζες, για τέσσερα συναπτά έτη, από το έτος 2003 έως και το 2007. Αυτό συμπίπτει με τις ηπιότερες διατάξεις, σχετικά με τα όρια δανεισμού, που όρισε η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchange Commission – SEC) το έτος 2004 για τις επενδυτικές τράπεζες τις οποίες και επέβλεπε (Williams, 2010). Επίσης η αύξηση στο μέγεθος των στοιχείων του Ενεργητικού και του δανεισμού των δύο τραπεζών, συμπίπτει και με το χαμηλό κόστος δανεισμού, λόγω των χαμηλών διατραπεζικών επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ. Αυτό ίσχυε διότι το διατραπεζικό επιτόκιο, κυμαινόταν στα επίπεδα του 1 % έως 2 %, από το 2001 έως και το 2005. Έτσι η αύξηση του δανεισμού και κατά επέκταση η αύξηση της μόχλευσης των δύο τραπεζών, διευκολυνόταν από την πρόσβαση σε φθηνά κεφάλαια.

Ωστόσο οι μεταβολές των εν λόγω δεικτών την κρίσιμη διετία 2007 – 2008, δηλαδή λίγο

πριν και κατά την διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, αποτελούν μία σαφή προειδοποιητική ένδειξη, τόσο για την χρηματοοικονομική ευρωστία των δύο επενδυτικών τραπεζών, όσο και για τον τρόπο διαχείρισης της κρίσης.

Πιο συγκεκριμένα διακρίνουμε ότι η Goldman Sachs, κατάφερε να μειώσει γρήγορα τόσο το ύψος της μόχλευσής της, όσο και το ύψος των ξένων κεφαλαίων της (ως προς τα ίδια κεφάλαιά της), το έτος 2008. Αυτό δεν είναι τυχαίο και σχετίζεται άμεσα με το γεγονός ότι πραγματοποίησε δύο κεφαλαιουχικές αυξήσεις στον ισολογισμό της κατά την διάρκεια του 2008, αξίας 10.1 δις. \$ (ως αύξηση μετοχικού κεφαλαίου) και 11.5 δις. \$ μέσω του Προγράμματος Απομάκρυνσης Ζημιολόγων Στοιχείων (Troubled Asset Relief Program – TARP). Κατ' αυτό τον τρόπο αύξησε το Μετοχικό της Κεφάλαιο από 42.8 δις \$ στα 64.4 δις. \$ (αύξηση κατά + 50.46 % του Μετοχικού της Κεφαλαίου, μέσα σε ένα έτος). Παράλληλα προέβη και σε μείωση του μεγέθους του ισολογισμού της, δεδομένου ότι συρρίκνωσε τα στοιχεία Ενεργητικού της από 1.12 τρις. \$ το 2007, σε 884.5 δις. \$ το 2008, επιτυγχάνοντας έτσι μία μείωση της τάξης του – 21.02 %. Οι συγκεκριμένες ενέργειες απεικονίστηκαν και σε επίπεδο δεικτών, καθώς η Goldman Sachs μείωσε τον δείκτη Μόχλευσής της, από 26.2 το 2007, σε 13.7 το 2008. Τέλος μείωσε αντίστοιχα και τον δείκτη Ξένων κεφαλαίων της, από 3.8 το 2007, σε 2.6 το 2008.

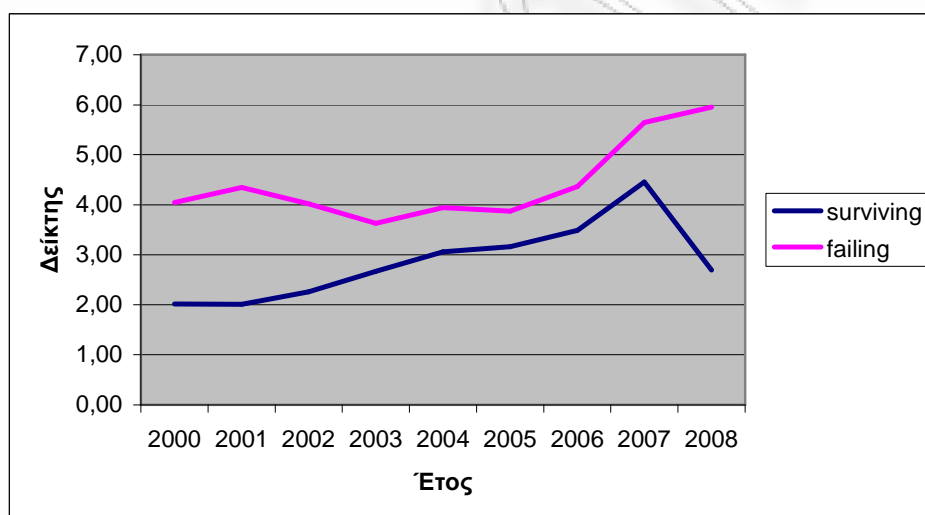
Αντίθετα η Lehman Brothers, παρουσίασε επιδείνωση των δεικτών, κατά την κρίσιμη διετία 2007 – 2008. Είναι χαρακτηριστικό ότι η τράπεζα αύξησε τα στοιχεία του Ενεργητικού της, από 690.4 δις. \$ το 2007, σε 787.2 δις. \$ στο α' τρίμηνο του 2008, μία αύξηση της τάξης του + 14.02 %, μέσα σε ένα τρίμηνο. Ωστόσο η αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου ήταν μικρότερη και ανήλθε στα 24.8 δις. \$ (1^ο τρίμηνο του 2008), από 22.49 δις. \$ (2007), παρουσιάζοντας αύξηση + 10.27 %. Έτσι ο δείκτης Μόχλευσής της αυξήθηκε κατά την κρίσιμη διετία 2007 – 2008, από 30.7 το 2007 σε 31.7 το 2008. Τέλος ο δείκτης Ξένων Κεφαλαίων της αυξήθηκε από 5.48 το 2007, σε 5.61 το 2008.

Συνοψίζοντας επισημαίνεται ότι κατά την κρίσιμη διετία 2007 – 2008, η Goldman Sachs διαχειρίστηκε καλύτερα την κρίση, προβαίνοντας σε κινήσεις ενίσχυσης της οικονομικής της ευρωστίας, μέσω σημαντικής αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου και μείωσης της μόχλευσής της. Αντίθετα η Lehman Brothers, δεν κατάφερε να συγκρατήσει την αύξηση του δείκτη Μόχλευσης και Ξένων Κεφαλαίων της, τόσο κατά την διάρκεια του 2007, όσο

και κατά την διάρκεια του 2008.

Τέλος η χρήση του Δείκτη Ξένων Κεφαλαίων, σωρευτικά για τις εταιρείες που επεβίωσαν (Goldman Sachs και Morgan Stanley) και για αυτές που κατέρρευσαν (Lehman Brothers και Bear Stearns), μας αποκαλύπτει την ίδια τάση. Όπως παρατηρούμε στο ακόλουθο διάγραμμα, η ροπή των επενδυτικών τραπεζών που πτώχευσαν είναι μόνιμα ανοδική από το 2003 έως και το 2008, σε αντίθεση με εκείνες που επεβίωσαν και των οποίων ο δείκτης Ξένων Κεφαλαίων, αποκλιμακώθηκε κατά την διετία 2007 – 2008 :

Διάγραμμα 4.9 : Δείκτες Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων, επενδυτικών τραπεζών που επεβίωσαν και επενδυτικών τραπεζών που κατέρρευσαν.



Πηγή : Bloomberg

Ενότητα 4.4 : Η θετική πλευρά της Lehman Brothers.

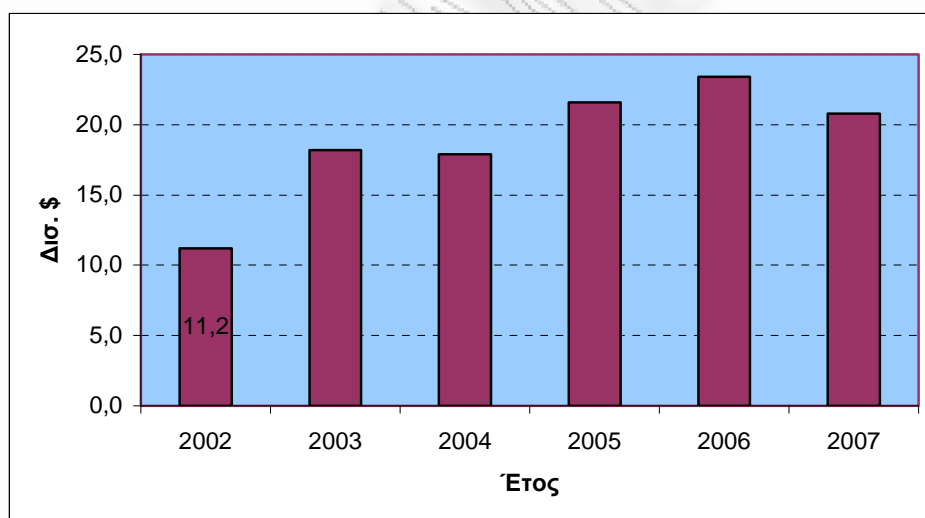
Προκειμένου για την – κατά το δυνατόν – πληρέστερη και σφαιρική προσέγγιση ανάλυσης της Lehman Brothers, θα πρέπει να αναφέρουμε και ορισμένες θετικές πλευρές της επενδυτικής τράπεζας.

Πιο συγκεκριμένα, μετά την απόσχιση της (spin – off), από την American Express και την εισαγωγή της στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο, ο αριθμός των εργαζομένων στην τράπεζα αυξήθηκε από 9.000 στελέχη, σε περισσότερα από 28.000 στελέχη,

καλύπτοντας είκοσι – οκτώ χώρες. Μάλιστα το 2007, οι εργαζόμενοι της Lehman Brothers, αποτελούσαν τον μεγαλύτερο μέτοχο της επενδυτικής τράπεζας, κατέχοντας ποσοστό 30 % του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.

Παράλληλα στο ίδιο χρονικό διάστημα η Lehman Brothers κατέγραψε μία άνοδο της κεφαλαιοποίησής της, από 1.5 δις. \$ (1994), στο επίπεδο των 41.4 δις. \$ (2006). Την ίδια ανοδική πορεία ακολούθησε και η κερδοφορία της, από 75 εκ. \$ (1994), σε 4 δις. \$ (2008). Οι μέτοχοι δηλαδή της επενδυτικής τράπεζας, απόλαυσαν μία μέση ετήσια απόδοση άνω του 24 %, επί του μετοχικού κεφαλαίου τους, για δεκατέσσερα συναπτά έτη (Williams, 2010). Η αυξημένη αυτή αποδοτικότητα αντικατοπτρίζεται και στο ακόλουθο διάγραμμα, όπου από 11.2 % το 2002, κορυφώθηκε στο 23.40 % το 2006, καταγράφοντας ένα διπλασιασμό μέσα σε μία τετραετία.

Διάγραμμα 4.10 : Δείκτης Αποδοτικότητας Lehman Brothers (2002-2007).



Πηγή : Bloomberg

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα διατριβή αναλύσαμε την περίπτωση χρεοκοπίας της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers. Η πτώχευσή της εκδηλώθηκε κατά την διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009), η οποία αποτέλεσε απότοκο ενός συνδυασμού αιτιών. Αναλυτικότερα, τα κυριότερα αίτια της κρίσης, ήταν η χαλαρή εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες, τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού καθώς επίσης και η ραγδαία άνοδος του κλάδου των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Σε αυτό το πλαίσιο, η ανώτατη διοίκηση της Lehman Brothers διετέλεσε καταλυτικό ρόλο στην πορεία της τελικής κατάρρευσής της. Αυτό οφείλεται στην πεποίθηση της διοικητικής της ομάδας (top management), ότι το μέγεθός της ήταν τόσο κρίσιμο και ζωτικό για την οικονομία των ΗΠΑ («too-big-to-fail» bank), ώστε εάν τελικά χρειαζόταν, η κυβέρνηση θα την διέσωζε. Αυτή ακριβώς η πεποίθηση, οδήγησε στην υιοθέτηση μίας αντιθετικής (countercyclical) στρατηγικής, η οποία στόχευε στην αύξηση των μεριδίων αγοράς της τράπεζας, στους κλάδους των ακινήτων και των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης (subprime loans). Η υψηλού ρίσκου αυτή απόφαση, υλοποιήθηκε παρά τις προφανείς ενδείξεις, συρρίκνωσης του κλάδου ακινήτων των ΗΠΑ, ήδη από τα μέσα του έτους 2006.

Επιπλέον η προαναφερθείσα πεποίθηση («too-big-to-fail» bank) και η απαίτηση σημαντικών υπεραξιών (premium) επί της προσφερόμενης τιμής, αποτέλεσαν τα δύο βασικά αίτια, απόρριψης προτάσεων κεφαλαιακής ενίσχυσης της, από διεθνούς εμβέλειας επενδυτές και κορυφαίες εμπορικές τράπεζες.

Το σύνολο των προαναφερθέντων διοικητικών επιλογών, επέδρασε καταλυτικά στις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές της τράπεζας. Το συγκεκριμένο λογιστικό μέγεθος, αποτελεί σημαντικό εργαλείο καταγραφής του κινδύνου χρεοκοπίας ενός επιχειρηματικού οργανισμού, θέση η οποία αναδείχθηκε με την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων της επενδυτικής τράπεζας.

Επιπρόσθετα, στο πλαίσιο της εύρεσης ενδείξεων αυξημένης πιθανότητας χρεοκοπίας, συγκρίναμε τον Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης και Ξένων Κεφαλαίων, μεταξύ της Lehman Brothers και της Goldman Sachs. Εν προκειμένω, η Lehman Brothers

κατέρρευσε, εμφανίζοντας αυξημένους Δείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης και Ξένων Κεφαλαίων. Η ανάλυση σε κλαδικό επίπεδο, ανέδειξε ότι οι τράπεζες οι οποίες κατέρρευσαν, παρουσίασαν υψηλές – συγκριτικά – τιμές και ανοδική τάση για πέντε έτη, στους εν λόγω δείκτες.

Η έλλειψη διαφάνειας στις οικονομικές καταστάσεις της Lehman Brothers, επέφεραν τη δημοσίευση αναληθούς και – άρα – παραπλανητικής εικόνας της τράπεζας, η οποία σε συνδυασμό με την μη παροχή οικονομικής βοήθειας από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, αποτέλεσαν το επιστέγασμα της τελικής της κατάρρευσης.

Σήμερα είμαστε σε θέση να συμπεράνουμε ότι το β' εξάμηνο του 2008 και το 2009, η παγκόσμια οικονομία, βρέθηκε αντιμέτωπη με την χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, την απαρχή της οποίας σηματοδότησε η χρεοκοπία της Lehman Brother. Η κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου και η αστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οδήγησαν στην ανάγκη κατασκευής ενός νέου παγκόσμιου εποπτικού πλαισίου του χρηματοοικονομικού συστήματος, υπό τη αιγίδα των είκοσι μεγαλύτερων οικονομιών παγκοσμίως (G-20). Απόρροια αυτού θα είναι η λήψη μίας σειράς μέτρων, με στόχο την αποτροπή μίας νέας τραπεζικής κατάρρευσης και τα οποία συνίστανται στην ενίσχυση της διαφάνειας, την αύξηση του ύψους των απαιτούμενων κεφαλαίων, την αύξηση των επιπέδων ρευστότητας και την μείωση των επιπέδων μόχλευσης στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

ΥΠΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

1. Τα «Alt – A» δάνεια, αποτελούν μία κατηγορία δανείων, η οποία τοποθετείται υψηλότερα των δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης (subprime loans), αλλά χαμηλότερα της κατηγορίας υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης (prime loans).
2. Η εταιρεία «Kuhn, Loeb & Co.», αποτέλεσε μία επενδυτική τράπεζα, η οποία ιδρύθηκε το 1867 στις ΗΠΑ. Το 1977 συγχωνεύθηκε με την Lehman Brothers, σχηματίζοντας το ενιαίο εκείνο σχήμα, το οποίο θα εξαγόραζε η American Express, το 1984.
3. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και οι κυβερνητικές αρχές, αφού διέσωσαν ορισμένα πιστωτικά ιδρύματα, μετά έκριναν σκόπιμο, να μην αποτρέψουν την πτώση της Lehman Brothers, για παραδειγματισμό πειθαρχίας και ευθύνης των μετόχων και πιστωτών.
4. Η τράπεζα J.P. Morgan, διαδραμάτισε κομβικό ρόλο, στο δραματικό περιορισμό της ρευστότητας της Lehman Brothers, δεδομένου μάλιστα ότι η συγκεκριμένη τράπεζα πραγματοποιούσε τις εκκαθαρίσεις των συναλλαγών της Lehman Brothers. Αυτό οφείλεται στις εξής δύο ενέργειες, στις οποίες προέβη η J.P. Morgan, πριν την κατάρρευση της τράπεζας : 1) απαίτησε 5 δις. \$, ως επιπρόσθετο ενέχυρο στις 9 Σεπτεμβρίου 2008 και 2) διέκοψε στις 11 Σεπτεμβρίου 2008, την παροχή πιστωτικών γραμμών προς την Lehman Brothers, παγώνοντας παράλληλα 17 δις. \$ μετρητών και αξιογράφων της επενδυτικής τράπεζας.
5. Η συγκεκριμένη πεποίθηση του Dick Fuld, έχει καταγραφεί επίσημα από τον αρμόδιο για τη διερεύνηση της υπόθεσης χρεοκοπίας της Lehman Brothers, A. Valoukas (διορισθείς από το Πτωχευτικό Δικαστήριο της Νέας Υόρκης). Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην συγκεκριμένη έκθεση (έκτασης 2.500 σελίδων), η εν λόγω πεποίθησή του Dick Fuld, ενισχύθηκε μετά από την συνάντησή του με τον Henry Paulson (τότε Υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ), όπου ο H. Paulson χαρακτήρισε την Lehman, πολύ σημαντική για την οικονομία των ΗΠΑ.
6. Η διάσωση των δύο εταιρειών, πραγματοποιήθηκε μέσω της κεφαλαιακής ενίσχυσης ύψους 100 δις. \$, τόσο στην Fannie Mae, όσο και στην Freddie Mac. Τα εν λόγω ποσά χορηγήθηκαν για λογαριασμό του Αμερικανικού Δημοσίου, το οποίο

και θα αποκτούσε ποσοστό 79.9%, στις δύο επιχειρήσεις, σηματοδοτώντας την μεγαλύτερη κρατικοποίηση στην ιστορία των ΗΠΑ.

7. Αναφέρεται μόνο ο όρος «Repo 105», δεδομένου ότι η λογιστική του αντιμετώπιση, ήταν ίδια με εκείνη του «Repo 108».

8. Οι αναφορές αυτές έχουν καταγραφεί επίσημα στην αναφορά του ανακριτή A. Valoukas, αρμόδιου για την διερεύνηση της υπόθεσης κατάρρευσης της Lehman Brothers, από το Πτωχευτικό Δικαστήριο της Νέας Υόρκης.

9. «*I am very aware, it is another drug we are on*», ο – πρώην – Γενικός Διευθυντής Λειτουργιών της Lehman, Bart Mc Dade, σε απάντηση, μίας ερώτησης υφισταμένου του, εάν γνωρίζει για τη χρήση των Repo 105.

10. Η αναλύτρια Eileen Fahey, αρμόδια στον οίκο Fitch, για την κάλυψη της Lehman Brothers, κατέθεσε σε μεταγενέστερη εξέτασή της, ότι δεν γνώριζε πως η επενδυτική τράπεζα αντιμετώπιζε λογιστικά τα σύμφωνα επαναγοράς «Repo 105», ως πωλήσεις. Συμπληρωματικά δε σημείωσε ότι μία τέτοια χρήση συμφώνων επαναγοράς αξίας 50 δις. \$, θα μπορούσε να αποτελέσει μέχρι και απάτη !

11. «*The reality of our problem lies in our dependence on repo and the scale of the real estate related positions, which will take longer to sell*», ο Διευθυντής Πιστωτικών Προϊόντων, Eric Felder, σε ένα e – mail του προς τον Bart Mc Dade, τον – τότε – Γενικό Διευθυντή Λειτουργιών της Lehman.

12. Κεφαλαιοποίηση, με βάση την τιμή μετοχής στις 31 – 12 – 2007.

13. Ο Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, ορίζεται ως το πηλίκο του Μέσου Όρου του Ενεργητικού, προς τον Μέσο Όρο Ιδίων Κεφαλαίων.

14. Οι λειτουργικές δραστηριότητες, είναι οι κύριες δραστηριότητες δημιουργίας εσόδων της επιχείρησης, καθώς και όσες δραστηριότητες δεν είναι επενδυτικές ή χρηματοοικονομικές.

15. Οι αρνητικές λειτουργικές ταμειακές ροές, οφείλονται στην αρνητική μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ : ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ LEHMAN BROTHERS

Αποτελέσματα Χρήσης της Lehman Brothers Inc. 2004-2007

Amounts in million \$	2004	2005	2006	2007
Sales	20.456,00	31.476,00	45.296,00	57.264,00
Other Revenue, Total	794	944	1.413,00	1.739,00
Total Sales	21.250,00	32.420,00	46.709,00	59.003,00
Cost of Revenue, Total	9.674,00	17.790,00	29.126,00	39.746,00
Gross Profit	10.782,00	13.686,00	16.170,00	17.518,00
Selling/General/Admin. Expenses, Total	7.655,00	9.367,00	11.175,00	12.605,00
Research & Development	211	234	301	378
EBITDA	2.916	4.085	4.694	4.535
Depreciation/Amortization	-	-	-	-
Interest Expense(Income) - Net Operating	-	-	-	-
Unusual Expense (Income)	0	-	-	-
Other Operating Expenses, Total	192	200	202	261
Total Operating Expense	17.732,00	27.591,00	40.804,00	52.990,00
Operating Income	3.518	4.829	5.905	6.013
Interest Income(Expense), Net Non-Operating	-	-	-	-
Gain (Loss) on Sale of Assets	-	-	-	-
Other, Net	-	-	-	-
Income Before Tax	3.518,00	4.829,00	5.905,00	6.013,00
Profit after tax	2.393	3.260	3.960	4.192

Πηγή: Bloomberg

Αποτελέσματα Χρήσης της Lehman Brothers Inc. (1^ο, 2^ο και 3^ο Τρίμηνο του 2008)

Amounts in million \$	2008: Q1	2008: Q2	2008: Q3
Revenue	11.933,00	5.826,00	1.971,00
Other Revenue, Total	437,00	414,00	432,00
Total Revenue	12.370,00	6.240,00	2.403,00
Cost of Revenue, Total	8.863,00	6.908,00	5.306,00
Gross Profit	3.070,00	-1.082,00	-3.335,00
Selling/General/Admin. Expenses, Total	2.679,00	3.174,00	2.797,00
Research & Development	89,00	87,00	68,00
Other Operating Expenses, Total	76,00	158,00	56,00
Total Operating Expense	11.707,00	10.327,00	8.227,00
Operating Income	663,00	-4.087,00	-5.824,00
Income Before Tax	663,00	-4.087,00	-5.824,00
Profit after tax	489,00	-2.774,00	-3.927,00

Πηγή: Bloomberg

Ισολογισμοί Lehman Brothers Inc. (2004-2007)

Amounts in million \$	2004	2005	2006	2007
Cash & Equivalents	9.525	10.644	12.078	20.029
Total Receivables, Net	18.763	21.643	27.971	43.277
Total Current Assets	28.288	32.287	40.049	63.306
Fixed assets	4.175	4.333	5.194	6.299
Accumulated Depreciation, Total	-1.187	-1.448	-1.925	-2.438
Property/Plant/Equipment, Total - Net	2.988,00	2.885,00	3.269,00	3.861,00
Goodwill, Net	3.284,00	2.270,00	2.417,00	3.137,00
Intangibles, Net	-	986	945	990
Long-term Investments	319.046	367.077	451.752	614.363
Total Assets	357.168	410.063	503.545	691.063
Accounts Payable	39.529	34.013	43.912	64.307
Accrued Expenses	10.611	10.962	14.697	16.039
Notes Payable/Short Term Debt	13.845	11.938	16.596	18.024
Current Port. of LT Debt/Capital Leases		8.410	12.878	16.801
Total Current Liabilities	63.985	65.323	88.083	115.171
Long Term Debt	56.486,00	53.899,00	81.178,00	123.150
Other Liabilities, Total	221.777,00	274.047,00	315.093,00	430.252
Long-Term Liabilities	278.263	327.946	396.271	553.402
Total Liabilities	342.248	393.269	484.354	668.573
Redeemable Preferred Stock, Total	0	-	-	-
Preferred Stock - Non Redeemable, Net	1.345,00	1.095,00	1.095,00	1.095,00
Common Stock, Total	30	61	61	61
Additional Paid-In Capital	5.865,00	6.283,00	8.727,00	9.733,00
Retained Earnings (Accumulated Deficit)	9.240,00	12.198,00	15.857,00	19.698,00
Treasury Stock - Common	-2.282,00	-3.592,00	-4.822,00	-5.524,00
Other Equity, Total	722	749	-1.727,00	-2.573,00
Total Equity	14.920	16.794	19.191	22.490
Total Common Shares Outstanding	548,32	542,87	533,37	531,89

Πηγή: Bloomberg

Ισολογισμοί Lehman Brothers Inc. (1^ο και 2^ο Τρίμηνο του 2008)

Amounts in million \$	2008: Q1	2008: Q2
Cash & Equivalents	24.133,00	19.544,00
Cash and Short Term Investments	24.133,00	19.544,00
Accounts Receivable - Trade. Net	49.213,00	37.485,00
Receivables - Other	-	-
Total Receivables. Net	52.399,00	41.721,00
Property/Plant/Equipment. Total - Gross	6.756,00	6.975,00
Accumulated Depreciation. Total	-2.567,00	-2.697,00
Intangibles. Net	4.112,00	4.101,00
Long Term Investments	695.339,00	563.935,00
Total Assets	786.035	639.432
Accounts Payable	84.552,00	61.086,00
Accrued Expenses	11.596,00	9.802,00
Notes Payable/Short Term Debt	24.752,00	22.655,00
Current Port, of LT Debt/Capital Leases	18.510,00	20.991,00
Long Term Debt	128.285,00	128.182,00
Total Debt	171.547,00	171.828,00
Other Liabilities. Total	493.508,00	370.440,00
Total Liabilities	761.203,00	613.156,00
Preferred Stock - Non Redeemable. Net	2.993,00	6.993,00
Common Stock. Total	61	61
Additional Paid-In Capital	11.129,00	11.268,00
Retained Earnings (Accumulated Deficit)	19.880,00	16.901,00
Treasury Stock - Common	-5.149,00	-4.922,00
Other Equity. Total	-4.082,00	-4.025,00
Total Equity	24.832,00	26.276,00
Total Common Shares Outstanding	551,38	552,7

Πηγή: Bloomberg

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία Ξενόγλωσσα

1. Valoukas, A. (2010), *Case No 08 – 13555, Lehman Brothers Holdings Inc., Report of Anton R. Valoukas*, United States Bankruptcy Court.
2. Williams, T. (2010), *Uncontrolled Risk : The lessons of Lehman Brothers and how systemic risk can still bring down the world financial system*, Mc Graw Hill.

Βιβλία Ελληνικά

1. Γκίκας, Δ. (2002), *Η ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων*, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα.
2. Κυριαζής, Δ. (2007), *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό.
3. Πετράκης, Π. (2000). *Τραπεζική Διοίκηση: Στρατηγικές Τραπεζικής Ανάπτυξης*, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα.

Άρθρα

1. Αληφαντής, Γ. (2010), *Η κατάσταση ταμειακών ροών*, Σημειώσεις Ειδικών Θεμάτων Λογιστικής, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
2. Καραμούζης, Ν. (2009), «Τα αίτια της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης και ο ρόλος του ελληνικού τραπεζικού συστήματος », *Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων τράπεζας Eurobank, Τόμος 4, Τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009*, Σελ. 10 – 18.
3. Κολλίντζας, Τ. και Ψαλιδόπουλος, Μ. (2009), « Οι Κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους », *Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων τράπεζας Eurobank, Τόμος 4, Τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009*, Σελ. 2 - 9.
4. Χαρδούβελης, Γ. (2008), «Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση & Οικονομικές Επιπτώσεις », *Ελληνοαμερικανικό Επιμελητήριο Εμπορίου, 31 Μαρτίου 2008, Θεσσαλονίκη*, Σελ. 1 - 29
5. Χαρδούβελης, Γ. (2009), «Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας Οικονομίας», *Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων τράπεζας Eurobank, Τόμος 4, Τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009*, Σελ. 19 – 43.

Πηγές Άντλησης Δεδομένων

1. Bank of America (29 Ιανουαρίου 2008), *Ετήσια Έκθεση 2007*, (Τύπος Έκθεσης : 10 – Κ), Σελ. 125.
2. Bloomberg, *Federal Fund Target Rate (Central Bank Rate)*.
3. Bloomberg, *S&P/Case – Shiller Composite – 20 Home Price Index*.
4. Citigroup (22 Φεβρουαρίου 2008), *Ετήσια Έκθεση 2007*, (Τύπος Έκθεσης : 10 – Κ), Σελ. 75 - 77.
5. Economist, *www.economist.com*
6. Goldman Sachs (23/09/2008), *Ανακοινώσεις*
7. International Monetary Fund (October 2010), *World Economic Outlook*.
8. Merrill Lynch (2007), *Ετήσια Έκθεση 2007* (Τύπος Έκθεσης : 10 – Κ), Σελ. 23
9. Morgan Stanley (29 Ιανουαρίου 2008), *Ετήσια Έκθεση 2007*, (Τύπος Έκθεσης: 10 – Κ), Σελ. 178 - 179.
10. UBS (28 Φεβρουαρίου 2008), *Ετήσια Έκθεση Ξένων Επενδυτών*, (Τύπος Έκθεσης : 6 – Κ), Σελ. 1.

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 1.1 : Έλλειμμα / Πλεόνασμα Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (Ε.Ε., ΗΠΑ, Κίνας, Ρωσίας).

Πίνακας 4.1: Απλοποιημένος Αρχικός Ισολογισμός Lehman Brothers (31 /12 / 2007).

Πίνακας 4.2 : Ισολογισμός Lehman Brothers, μετά την πραγματοποίηση ενός συνηθισμένου συμφώνου επαναγοράς (standard repo transaction).

Πίνακας 4.3 : Ισολογισμός Lehman Brothers, κατά την λήξη ενός συνηθισμένου συμφώνου επαναγοράς (standard repo transaction).

Πίνακας 4.4 : Απλοποιημένος Αρχικός Ισολογισμός Lehman Brothers (31 /12 / 2007).

Πίνακας 4.5 : Ισολογισμός Lehman Brothers, μετά την πραγματοποίηση ενός συμφώνου επαναγοράς «Repo 105».

Πίνακας 4.6 : Ισολογισμός Lehman Brothers, μετά την μείωση των υποχρεώσεών της, μέσω της ρευστότητας του «Repo 105».

Πίνακας 4.7 : Σύγκριση Δημοσιευθέντων και Πραγματικών Δεικτών Συνολικής Μόχλευσης της Lehman Brothers.

Πίνακας 4.8 : Δείκτης συμφώνων επαναγοράς, ως προς το μετοχικό κεφάλαιο.

Πίνακας 4.9 : Ανάλυση Λειτουργικών Ταμειακών Ροών της Lehman Brothers.

Πίνακας 4.10 : Σύγκριση Δεικτών Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης Goldman Sachs και Lehman Brothers.

Πίνακας 4.11 : Σύγκριση Δεικτών Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων Goldman Sachs και Lehman Brothers.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διάγραμμα 1.1 : Εξέλιξη των Συναλλαγματικών Διαθεσίμων της Κίνας (σε δις. \$).

Διάγραμμα 1.2 : Η Εξέλιξη του Αμερικανικού Διατραπεζικού Επιτοκίου της Fed (2000-2008).

Διάγραμμα 1.3 : Δείκτης Ονομαστικών Τιμών Κατοικιών S&P/ Case-Shiller Composite-20 Home Price Index (2000-2007).

Διάγραμμα 1.4 : Η Εξέλιξη των Αμερικανικών Ενυπόθηκων Δανείων Υψηλού Κινδύνου (1994-2006).

Διάγραμμα 1.5 : Η Εξέλιξη των ενυπόθηκων δανείων Lehman Brothers (subprime and Alt - A loans).

Διάγραμμα 3.1 : Η Εξέλιξη της αγοράς CMBS στις ΗΠΑ.

Διάγραμμα 3.2 : Αξία τιλοποιήσεων CMBS της Lehman Brothers.

Διάγραμμα 3.3: Αξία τιλοποιήσεων CMBS vs Έκθεση Lehman Brothers στο Real Estate.

Διάγραμμα 4.1 : Μεγιστοποίηση της χρήσης των «Repo 105», στο τέλος των υπό δημοσίευση τριμήνων.

Διάγραμμα 4.2 : Τιμή Μετοχής Lehman Brothers.

Διάγραμμα 4.3 : Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης Lehman Brothers.

Διάγραμμα 4.4 : Δείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια Lehman Brothers.

Διάγραμμα 4.5 : Λειτουργικές Ταμειακές Ροές Lehman Brothers.

Διάγραμμα 4.6 : Συνδυαστικό διάγραμμα Δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, Λειτουργικών Ταμειακών Ροών και Τιμής Μετοχής Lehman Brothers.

Διάγραμμα 4.7 : Δείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης Goldman Sachs και Lehman Brothers.

Διάγραμμα 4.8 : Δείκτες Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων Goldman Sachs και Lehman Brothers.

Διάγραμμα 4.9 : Δείκτες Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων, επενδυτικών τραπεζών που επεβίωσαν και επενδυτικών τραπεζών που κατέρρευσαν.

Διάγραμμα 4.10 : Δείκτης Αποδοτικότητας Lehman Brothers (2002-2007).