

研究综述：房主流动性、资产剥离和外国直接投资的真正影响

2011年12月22日



房地产泡沫破裂和与之相伴的经济衰退如何影响房主的流动性呢？对公司来说，资产剥离始终都是明智的一步吗？跨国公司能建立一个它们在不同国家的投资对经济产生实质性影响的范例吗？约瑟夫·吉尤科（Joseph Gyourko (<http://real-estate.wharton.upenn.edu/people/faculty.cfm?id=805>)）、艾米莉·费尔德曼（Emilie Feldman (<http://mgmt.wharton.upenn.edu/people/faculty.cfm?id=1389>)）和伊桑·凯普斯坦（Ethan Kapstein (<http://www.insead.edu/facultyresearch/faculty/profiles/ekapstein/>)）三位教授在最近的研究论文中分别阐述了这些问题，并探讨了这些问题对企业和消费者的意义所在。

为什么“水下”房主原地不动

美国人为追求工作机会搬到他乡的能力和意愿，是美国经济的一个标志。然而，盘桓不去的经济疲软，把很多美国人困在了“水下”（underwater）房屋——也就是其价值已经低于抵押贷款余额的住房——中，美国人的流动性因此而减少，并使这个国家顽固的高失业率雪上加霜。

沃顿商学院进行的研究表明，在住房上拥有负资产的房主流动性降低了30%，抵押贷款或者房产税每多1,000美元，流动性就会被削减10%到16%。“我们调查了这些问题对人们流动性的影响，结果表明，它们的影响非常显著。”沃顿商学院房地产学教授约瑟夫·吉尤科（Joseph Gyourko）谈到，最近，吉尤科与沃顿商学院房地产学教授费尔南多·费雷拉（Fernando Ferreira (<http://real-estate.wharton.upenn.edu/people/faculty.cfm?id=804>)）和纽约联邦储备银行（Federal Reserve Bank of New York）的约瑟夫·特蕾西（Joseph Tracy）共同完成了一篇题为《房地产泡沫破裂和家庭流动性：最新信息》（Housing Busts and Household Mobility: An Update (<http://www.nber.org/papers/w17405>)）的论文。

以2010年的研究为基础，这篇论文的作者最近进行的工作添加了来自美国住房调查（American Housing Survey，简称AHS）的最新数据，住房和城市发展部（the Department of Housing and Urban Development，简称HUD）进行的这项调查由美国人口普查局（U.S. Census Bureau）完成。借助这些新数据，几位研究者对住房价格在2005年到2007年期间的下降，给人们在2007年到2009年期间的迁移所产生的影响进行了调研，这项研究还让我们窥见了人们迁移的模式如何受全球经济衰退的影响。此外，这篇最新论文还对本研究中记录的迁移是永久性的还是暂时性的问题进行了仔细的分析，这项研究的样本限定在这样的家庭上：研究者立刻就能判断，他们在这里已经居住了很长时间，或者只是在他

乡找到更好的机会之前暂住在这里。不过，作者在这篇论文中也坦承，因为跟踪举家迁移和定居的不确定性因素很多，“所以，在未来几年的数据揭示出这些迁移的真正特点之前，我们无法确知最近这次房地产泡沫破裂对人们永久性的迁移所产生的影响。”

人口普查局已经发布的数据表明，美国人改变住址的数量，是政府自1948年开始跟踪这一统计数据以来的最低水平。人口普查局的报告称，1951年，美国人的流动性达到高峰，有21.2%的人口迁居。据美联社（Associated Press）对人口普查局的数据分析，这一数字曾在大约13%的水平稳定了几年，但在截止到2011年3月的一年中，降低到了11.6%——也就是有3,510万人迁居。

沃顿商学院进行的研究表明，“即便有负资产，人们也会在一幢住房中居住很长时间。”吉尤科谈到。“这正是问题所在。”他补充谈到，他还强调说，不愿意迁居使高企的失业率问题雪上加霜。吉尤科谈到，房主愿意继续在一幢住房中住下去有很多理由，即便从这个房子搬出，迁移到更有前途的地方找一份新工作更能说得通。“他们可能喜欢这个学区，或者留恋社区的其他良好条件。也可能是因为他们不想因为违约而损害自己的信用。”此外，他还指出，很多人觉得，兑现偿付贷款的承诺是自己的“道德和伦理义务”。

为了提振疲弱的经济并刺激就业，奥巴马政府针对一个新项目推出了支持计划，这个新项目旨在帮助在抵押贷款上身处“水下”的房主。该计划允许房主以比目前更低的利率重新贷款，并减少月供数额。这个项目只对2009年6月1日前申请抵押贷款的房主有效，而且贷款要由房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）所有或由这两家机构担保。据估计，合乎条件的有一百万人，但是，住房部门官员承认，这个项目只能帮助十分之一陷入困境的房主。

吉尤科对更低的利率是否足以使住房市场恢复元气表示怀疑。“如果你过度使用了财务杠杆，又没有某种形式的债务减免，那么，你就很难摆脱困境。解决这个问题确实需要假以时日。”

沃顿商学院这篇研究论文认为，要想调查清楚住房和就业之间的关联性，还需要做进一步的研究工作。“劳动力市场与住房市场一同恶化的可能性，之所以会增加拥有负资产的房主不会迁移的可能性，部分原因在于，他们在别的地方也找不到很好的工作机会。”这篇论文指出。“在解决这个问题之前，我们不知道过高使用财务杠杆购买住房的行为——更可能导致负资产结果——带来的真正社会成本。”

资产剥离须知

说到对资产剥离的学术研究，透出的信息一直都是：资产剥离通常是公司的明智之举。但是，沃顿商学院管理学教授艾米莉·费尔德曼则对故事是否如此简单感到怀疑。所有的资产剥离怎么可能都是有益的呢？

尽管购并的好处和代价已经得到了深入研究，但资产剥离的负面影响却很少得到详细审查，费尔德曼谈到。所以，她瞄准了一种资产剥离方式——也就是剥离企业最初的“遗留”

（legacy）业务，因为这些业务在企业历史上一度很重要，所以，她开始着手研究剥离了遗留业务的公司，是否比剥离其他业务的公司表现更糟。她的研究成果记述在最近一篇题为《卖出你的遗产：遗留资产剥离的原因和结果》（Selling Your Heritage: The Causes and Consequences of Legacy Divestitures）的论文中，她的结论为这样的直觉判断提供了支持：剥离了遗留业务的企业运营业绩变差，而那些剥离了非遗留业务的企业则没有这个问题。

为进行这项研究，费尔德曼考察了美国300个剥离资产的企业的情况。利用公司年报等资料，她首先确定了这300个企业的遗留业务——也就是公司在成立之初开展的初步业务——都是什么。随后，费尔德曼收集了这些公司在1980年到2000年期间进行的所有资产剥离的数据，其中包括将其遗留业务卖掉的企业。在这300个企业中，有56个企业剥离了自己的遗留业务。

那些剥离了遗留业务的公司，在剥离资产后的三年中，企业的平均销售收益率（ROS）显著低于资产剥离前的水平。与此形成对照的是，那些剥离非遗留业务单元的企业，其平均销售收益率则没有类似的降低。相较于保留其遗留业务的企业，那些将这类业务单元剥离的公司，平均销售收益率在资产剥离后的三年中降低了38%，彰显了这些企业在放弃遗留业务后所面临的经营挑战。

那么，（遗留业务剥离）冲击企业运营背后的力量是什么呢？费尔德曼在研究工作中发现了两个“元凶”。第一是这样的事实：企业遗留业务的价值往往被企业管理层低估。客户与遗留业务单元联系的程度，遗留业务帮助公司保持声誉的方式等价值往往无法确定。结果，企业可能没有清楚地认识到自己放弃的是什么，她谈到。与此同时，剥离一个遗留业务单元还可能扰乱公司内部的协同效应和公司内部的各种联系，这些问题同样也会冲击公司的运营。“因为遗留业务构成了公司的历史核心，所以，遗留业务与公司其他部分之间的协同效应可能尤为显著。”费尔德曼指出。

这些议题也是美国很多大型企业一直在设法解决的问题。我们不妨看看奈飞公司

（Netflix）的情形，今年秋季，该公司宣布将其流媒体业务和传统的DVD递送服务分立成两个企业。客户对这个设想做出了消极反应，很多人为此放弃了全部订阅，最后，奈飞公司被迫收回了这个决定。另一个例证是惠普公司（Hewlett-Packard）分拆个人电脑业务的流产。首席执行官李艾科（Leo Apotheker）曾宣布，惠普公司准备剥离低利润的个人电脑业务，但是，公司于10月聘任梅格·惠特曼（Meg Whitman）取代李艾科之后改变了方向。公司面临的一个问题是，惠普公司其余的业务与个人电脑业务的紧密联系。惠普公司估计，由于采购造成的损失和与个人电脑业务相关联的品牌合作机会的丧失，公司的年成本将因此而提高10亿美元（因为惠普是芯片、磁盘驱动器和其它元件的采购大户，因此公司拥有定价优势；同时，个人电脑业务和其它技术业务每年产生的协同效应亦可创造大量价值。——译者注）。而剥离个人电脑业务则需一次性支出15亿美元，因为惠普公司必须要建立一个独立的IT部门，为分拆出去的个人电脑业务提供支持和其他功能。

费尔德曼的研究工作表明，奈飞和惠普取消剥离遗留资产的计划很明智。“如果遗留业务部门与公司内的其他业务有更多的联系，如果遗留业务拥有更多的无形资源，如果遗留业务在母公司的资产中占有很大比例，那么，遗留业务的剥离导致的负面运营结果就会更糟。”她指出。

这项研究提出了某些紧迫的问题。一个至关重要的问题是：在剥离了遗留业务的公司中，随后的经营业绩会在公司股票的市场表现中反应出来吗？在剥离资产后的一年中，比之那些保留遗留业务的企业，已经剥离了遗留业务单元的企业在股票市场的表现更好，费尔德曼认为，这可能是人们对这些公司剥离其遗留业务具有充分理由的积极反应。在很多情况下，为支持增长迅速的新业务种类，企业会将资源从增长缓慢的遗留业务中调出重新配置。“通常情况下，这些遗留业务都不再富有吸引力，而且会被视为阻碍公司发展的业务。”她指出。

在她论文研究的那一年以外的时间，也就是遗留资产剥离对公司股票在市场中长期表现的意义，还是个有待研究的课题，不过，费尔德曼指出，轶事证据显示，那些剥离了遗留业务的公司将会面临最终的挑战。与此同时，她还希望探究这样的课题：什么样的步骤可以帮助企业将剥离遗留业务单元给企业运营造成的冲击减少到最低限度。包括为公司的未来描绘非常清晰的远景，以及围绕公司战略建立行为准则在内的某些经营策略，可能有助于企业提升资产剥离后的绩效表现。

公司的贡献：评估外国直接投资的经济影响

当说到用事实证明怎么帮助企业运营所在国时，通常情况下，跨国公司都无言以对。沃顿商学院客座管理学教授伊桑·凯普斯坦认为，公司应该用事实证明它们的投资对这些国家经济意义，而不是用建立缓解社会弊病的基金会这类行为自我吹嘘。

在最近发表的一篇题为《纽蒙特加纳黄金公司的社会经济影响》（The Socio-Economic Impact of Newmont Ghana Gold Ltd.

(http://www.newmont.com/sites/default/files/Socio_Economic_Impact_of_Newmont_Ghana_Gold_July_2011).

的研究论文中，凯普斯坦运用一种精心设计的方法，评估了联合利华（Unilever）、渣打银行（Standard Chartered Bank）、南非米勒酿酒公司（SabMiller）等企业此前实施的多个类似计划，给当地经济带来了怎样的影响。“只是某所学校孩子的笑脸特写照片，或者某个跨国公司赞助音乐会这类公司承担社会责任的报道，已经不能让政府和非政府组织

（NGO）感到满意了。”欧洲工商管理学院（INSEAD）政治经济学教授凯普斯坦谈到。“他们想要数据。”

就纽蒙特矿业公司而言，凯普斯坦曾怀疑自己能否找到这家公司在加纳进行的采矿业务对这个国家产生重要经济影响的事实。“我说：‘我们可以看看这家公司，可是，它并没有产生多大的影响。’”凯普斯坦回忆说。“不过就是丹佛来了一帮家伙，在地上挖了个洞，之后又走了。”但是，他后来发现，纽蒙特矿业公司在加纳的业务占这个国家出口量的近10%，占其外国直接投资总额的4.5%，占加纳国内生产总值的1.3%。更引人注目的是，纽蒙特矿业公司在加纳创造了4.8万个直接工作机会和派生工作机会。

纽蒙特矿业公司带来的影响并不是因为好运气。2006年，公司与世界银行（World Bank）的分支机构国际金融公司（the International Finance Corporation）协力推出了一个计划，旨在培育当地供应商的网络。这个“阿哈福连接计划”（Ahafo Linkages Program）是与采矿经营所在地加纳布朗-阿哈福（Ahafo Brong）地区的企业合作开展的项目。这个地区一直在应对严峻的挑战，其中包括高企的贫困率和低文化水平。在采矿经营开始之前，纽蒙特矿业公司必须搬迁并补偿1,700个家庭，并要为这些搬迁家庭建设新住房和学校。阿哈福连接计划不但要在该地区培育与采矿相关联的企业，而且还要培养非采矿类企业。凯普斯坦谈到，这个计划取得了切实的成果。“我曾遇到过一位当地创业企业家，起初，他负责到矿山清理场地。”他谈到。“现在，他已经有了推土机，并有了100位员工。他确实是个了不起的创业企业家。这是又一个类似的例证。这个计划已经取得了巨大的成效。”

为了记述这类影响，凯普斯坦和来自荷兰咨询顾问机构Steward Redqueen的伙伴雷内·金（Rene Kim）创编了一个复杂的公式。利用加纳政府发布的投入产出表来厘清纽蒙特矿业公司的经济贡献。这些投入产出表记录了投入到这个经济体中的资产——劳动力、钢材等物料等——的价值，同时也记录了产出的产品和服务的价值。随后，他们研读了纽蒙特矿业公司的损益表，并通过这些损益表来跟踪公司的经营状况。最后，研究者计算出了企业对加纳就业的贡献以及对这个国家国内生产总值的贡献。就业数据包括企业直接聘用的员工和由公司的供应商创造的派生工作机会。公司对国内生产总值的贡献包括因为这些工作机会而形成的消费支出、公司缴付的税收以及企业在这个国家创造的利润。“从根本上来说，我们和该公司一起穿越了这个国家的经济地图。”凯普斯坦谈到。

从历史上来看，各个国家和外国投资者之间是一种分分合合的关系，所以，企业弄清自己对当地经济的影响是至关重要的，凯普斯坦谈到。“公司提供投资和技术，人们认为，这会带来经济增长。但从经验上来看，结果并非如此……在某些情况下，这些公司带来的劳动力和环境实践并不受欢迎。所以，一个又一个国家都在争论外国直接投资的问题，我们也曾经看到过国有化的浪潮。我对首席执行官们说的是：‘归根结底，这是个自食其果的问题，所以，你必须证明自己是正确的。’”

弄清一个企业给一个市场带来的全部影响，可以而且应该对公司将其原材料和其他生产投入配置到何处的决策产生影响，凯普斯坦指出。“现在，公司高管通常会到网上寻找价格最低的供应商。但是，他们必须要考虑到地方支持的价值，以及丧失这种支持而付出的代价。”他谈到。“如果你想建设一间工厂，或者推出一个新产品，那么，你就需要得到人们的支持。而那些当地供应商就是至关重要的组成部分。事实是，当地资源可能更具价值。”

仔细审视一家公司在国际市场运作产生的经济影响，还能让此前未知的机会清楚显现出来。2009年，凯普斯坦曾帮助渣打银行评估它在加纳的影响。当时，这家银行正饱受商业新闻和某些当地团体的诟病，它们认为，这个机构只为全球性公司和这个国家的海上油田等大项

目提供资金支持。然而，凯普斯坦的研究工作表明，该银行也为加纳的中小企业提供重要的资金支持。这项研究还透露，加纳的中小企业运营效率很高，这一事实促使渣打银行在加纳的活动增加了一倍。“这是个有违直觉的结果，让我们所有人都大感惊奇。”凯普斯坦指出。

凯普斯坦的研究分析并没有包括这些公司给某些国家造成的负面影响，比如，环境污染以及职业安全等问题。但是，凯普斯坦认为，很多这类影响已经得到了详尽的记述，而人们对这些公司做出的积极贡献却着墨不多。“毫无疑问，确实存在着某些负面影响。”他谈到。“但人们对外国直接投资的大部分报道都有负面倾向。所以，这些信息是一种平衡，而且可以引发有意义的争论。而争论则必须以事实为依据展开。”