

# 组织学习如何影响企业资产剥离决策?

## ——经验学习和替代学习的视角

吴倩<sup>1</sup>, 薛有志<sup>2</sup>

(1. 安徽财经大学金融学院, 安徽 蚌埠 233030; 2. 南开大学商学院, 天津 300071)

**摘要:** 组织学习对企业决策有重要影响。利用2007—2019年中国A股上市公司数据, 本研究从经验学习和替代学习的视角讨论了中国企业资产剥离过程中的学习效应。实证结果表明, 经验学习与替代学习均会影响企业的资产剥离决策, 即企业自身的资产剥离经验与行业资产剥离经验均会显著提升企业后续剥离资产的概率。此外, 经验学习与替代学习对企业后续资产剥离选择的影响存在替代关系。进一步的分组检验结果表明, 在不同情境下自身资产剥离经验对企业后续资产剥离决策的影响没有差异, 但是行业资产剥离经验显著正向影响企业的资产剥离决策这一结论仅在经济政策不确定性更低、受儒家文化影响更深时成立。

**关键词:** 资产剥离; 组织学习; 经验学习; 替代学习

**中图分类号:** F275      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1004-4892(2023)04-0102-11

## 一、引言

企业资产剥离指的是企业通过出售、分立、股权拆分等方式调整自身所有权结构和业务组合结构<sup>[1]</sup>, 以实现精简组织结构<sup>[2]</sup>、提高企业资源配置效率<sup>[3]</sup>、增强企业竞争力<sup>[4]</sup>等目标的战略选择行为。同时, 企业资产剥离过程往往伴随着诸多不确定性, 无论是对剥离时点的判断<sup>[5]</sup>、对剥离部门与剩余部门相互依赖程度的考量<sup>[6]</sup>还是对剥离后组织资源的重新整合<sup>[7]</sup>都面临挑战。这种情况下, 重视对企业资产剥离经验的学习、增加对企业资产剥离过程的认识与知识积累对指导企业更科学、有效地剥离资产有重要意义。

值得注意的是, 尽管资产剥离是企业改善绩效、实现可持续发展的重要战略决策<sup>[8]</sup>, 现有关于企业资产剥离经验的实证研究却相对不足, 更多的研究关注了企业并购经验的作用效果。已有研究指出, 有并购经验的经理人或企业在未来能实现更有效的并购<sup>[9][10][11]</sup>。然而, 企业资产剥离与企业并购不论在决策形成阶段、资产交易阶段还是交易后的资源整合阶段都存在诸多差异。

与企业并购不同, 企业资产剥离是一种收缩企业边界的方式。成功剥离资产的关键在于在最适宜的时机以合理有利的价格和交易方式剥离与当下企业发展协同性不高的业务部门, 同时, 企业需要确保剥离决策不会影响剩余部门的正常运营, 且在剥离后实现资源配置效率提升、盈利水平上

收稿日期: 2021-08-28

本刊网址: <http://cjlc.zufe.edu.cn>

作者简介: 吴倩(1994—), 女, 安徽安庆人, 安徽财经大学金融学院讲师, 博士, 通信作者; 薛有志(1965—), 男, 吉林集安人, 南开大学商学院教授, 博士。

升、竞争力增强等目标。因此,企业成功剥离资产颇具挑战。那么,企业剥离资产是否能“熟能生巧”,又是否呈现出“他山之石,可以攻玉”的特征?换句话说,资产剥离经验是否会影响企业后续的资产剥离选择?

现有关于企业资产剥离经验的研究多关注资产剥离经验对剥离绩效的影响,也有一些研究探讨了有资产剥离经验的企业随后的交易特征以及资产剥离交易所得的用途。其中,Villalonga 和 Mcgahan(2005)<sup>[12]</sup>探讨了资产剥离经验对企业随后的战略选择的影响,即有资产剥离经验的企业后续更可能剥离资产还是并购又或者实施战略联盟。Brauer 等(2017)<sup>[13]</sup>则研究了不同形式的内外部资产出售经验对企业后续资产出售行为与企业绩效的调节作用,并发现公司整体的抛售经验正向调节这一过程的证据。Humphery-Jenner 等(2019)<sup>[14]</sup>关注了有资产剥离经验的企业后续剥离资产的特征,他们发现这类企业更愿意出售非核心的、地理位置远的或表现不佳的业务单元,并且偏好行业合并浪潮期间进行资产剥离交易。此外,他们发现有资产剥离经验的企业剥离资产时市场反应和会计绩效更好,并且这类企业也能更有效地利用剥离资产所得。只有 Shimizu 和 Hitt(2005)<sup>[15]</sup>与 Peruffo 等(2018)<sup>[16]</sup>对资产剥离经验与企业随后的资产剥离决策进行了一定程度的讨论,前者发现由于组织惰性,当企业过去几乎没有资产剥离经验并且绩效不佳时,资产剥离基本不太可能发生;后者则证实了企业自身的资产剥离经验对后续资产剥离决策有显著正向影响,并且企业绩效和企业规模在这一过程中发挥了调节作用。

在前人研究的基础上,本文对资产剥离经验与企业后续资产剥离选择进行了更加深入、系统的探讨和检验。结合组织学习理论,本文的研究问题包括以下几个方面:企业自身的资产剥离经验和行业资产剥离经验是否会影响企业后续的资产剥离选择,即经验学习和替代学习对企业的资产剥离决策会产生怎样的影响?此外,经验学习和替代学习之间又存在怎样的关系,互补还是替代?不同情境下,经验学习和替代学习对企业资产剥离决策又是否会产生差异化的影响?

为解答上述问题,本文利用中国 A 股上市公司 2007—2019 年的数据进行实证检验,研究发现:不论是企业自身的资产剥离经验还是行业资产剥离经验均会显著提升企业后续剥离资产的概率。也就是说,经验学习与替代学习均会影响企业的资产剥离决策。并且,自身资产剥离经验和行业资产剥离经验对企业后续资产剥离决策的影响存在一定程度的替代关系。此外,本文发现,按照经济政策不确定性程度以及受儒家文化的影响程度进行分组检验后,自身资产剥离经验显著推动了后续的资产剥离决策;但是行业资产剥离经验对企业后续资产剥离决策的促进作用仅存在于经济政策不确定性更低以及受儒家文化的影响更深的组。

本文可能的边际贡献主要体现在以下几个方面:第一,当前对资产剥离经验与企业后续资产剥离选择的研究十分匮乏,更多研究关注的是资产剥离经验对剥离绩效的影响。本文基于组织学习的视角,利用中国上市公司样本分析了企业自身资产剥离经验与行业资产剥离经验对企业后续资产剥离选择的影响,对更好地理解中国企业资产剥离有一定的理论和实践意义。第二,考察了企业资产剥离过程中的经验学习与替代学习之间的关系,为指导企业更有效地从资产剥离经验中学习提供了参考。第三,分析了不同情境下,经验学习与替代学习对企业资产剥离决策的影响是否存在异同,有助于理解组织学习影响企业资产剥离决策的边界条件。

## 二、理论分析与研究假设

根据组织学习理论,组织习得知识主要通过以下两种方式:内部经验学习和外部经验模仿<sup>[17]</sup>。其中,内部经验主要来源于企业先前的决策和行为。组织通过对过去的决策和行为进行总结、反思、吸收、融合进而形成内部经验。外部经验则主要通过观察和模仿其他企业行为,再进行思考、

借鉴进而累积相关知识。现有研究发现,组织学习对企业并购<sup>[9][18][19]</sup>、战略联盟<sup>[20]</sup>、国际化经营<sup>[21]</sup>、创新<sup>[22]</sup>、FDI<sup>[23]</sup>等都有重要影响。通过组织学习可以有效改善企业后续的战略、财务和运营决策<sup>[24]</sup>,进而获得竞争优势和更高的企业绩效<sup>[22]</sup>。

资产剥离作为一项重要的战略活动<sup>[25]</sup>,对维持企业竞争地位有重要意义。随着我国上市公司资产剥离实践日渐增多,而当前对组织学习与企业资产剥离关系的探索却处于起步阶段,因此,认识组织学习在企业资产剥离选择过程中的作用对指导企业科学、有效地剥离资产有重要意义。具体地,本文分别讨论了经验学习和替代学习对企业资产剥离决策的影响。

#### (一) 经验学习对企业资产剥离选择的影响

组织学习是一个基于知识的动态过程<sup>[26]</sup>。其中,经验学习将组织经验的推论转化为知识和惯例,从而系统地改变随后的行为<sup>[17]</sup>。Mayer 等(2015)<sup>[24]</sup>也指出,过去的相关经验使公司能够识别并明确地将有价值的新知识嵌入指导未来行动的系统 and 程序中。

在通常情况下,企业通过剥离资产能够缓解代理问题、移除低效业务、降低信息不对称程度,进而有效改善企业绩效,促进企业的可持续发展<sup>[8]</sup>。然而,如果无法平稳、有效地剥离资产,则可能对组织结构的稳定性、员工的情绪状态<sup>[27]</sup>以及客户关系的维护<sup>[13]</sup>等造成较大的负面冲击,进而影响企业的正常运转及后续发展。这种情况下,从先前的资产剥离交易中吸取经验教训以促进后续资产剥离决策的顺利实施对企业发展有重要意义。

事实上,资产剥离被战略领域的学者们描述为一个多维、复杂的过程<sup>[4]</sup>。Brauer 等(2017)<sup>[13]</sup>进一步将企业资产剥离划分为资产识别、资产交易、资产分离以及资产再配置四个阶段。不论处于哪一阶段,资产剥离卖方都会面临诸多挑战。首先,在资产识别阶段,资产剥离卖方需要识别出哪些业务应该剥离出去,并且需要考虑剥离掉这些业务是否会对剩余业务产生负面影响。其次,在资产交易阶段,寻找并选择合适的买家、确定合理的交易价格、交易方式以及支付手段等对资产剥离卖方都颇具挑战。再次,在资产分离阶段,如何保证资产分离过程中剥离业务平稳分离出去而不对剩余业务部门、现存的客户关系等各方面产生负面影响也是资产剥离卖方面临的难题。最后,在资产再配置阶段,如何保证高效利用资产剥离收益、提升企业的资源配置效率也是资产剥离卖方必须面对的挑战。

总体而言,由于企业剥离资产过程是由一系列子活动构成的,并且每一个子活动都面临风险与挑战,因此,只有做好每一个阶段的工作才有可能实现提升企业绩效、增强企业竞争力的目标。而当企业反复进行资产剥离交易时,企业对于应该剥离哪些资产、何时剥离、采用何种方式、如何选择合适的交易对手以及如何平稳地分离剥离资产乃至如何有效地完成剥离后的资产整合形成了一整套较为清晰的认识,这些新的认识会逐渐衍生出组织惯例和程序,进而系统地改变随后的行为。换句话说,通过从反复进行的资产剥离交易中获得有用的经验和教训,企业可以形成对资产剥离更系统、全面的认识,实现对这一过程的有效控制,因此,这类企业更愿意剥离资产。

此外,Shimizu 和 Hitt(2005)<sup>[15]</sup>指出,如果缺乏相关经验,剥离资产可能并不会被当成一种合法的行为,因为它与以往的惯例相悖。相反,有资产剥离经验的企业更可能继续按照惯例剥离资产。并且,有学者指出,反复进行的资产剥离交易有利于经理人和员工熟悉并习惯企业的资产剥离选择<sup>[13]</sup>,从而减少他们的焦虑。这也会导致资产剥离经验丰富的企业后续实施资产剥离交易的可能性增大。

基于此,本文认为企业对前期资产剥离经验的学习加大了其后续剥离资产的可能性。

#### (二) 替代学习对企业资产剥离选择的影响

替代学习指的是与组织间学习相关的知识存量的变化<sup>[28]</sup>,其主要是通过观察其他组织的经验积累知识<sup>[29]</sup>。Aranda 等(2017)<sup>[30]</sup>指出,替代学习反映了对现有外部信息的利用。在替代学习过程



中,企业通过观察和分析可比组织的行动,推断其中的因果关系,进而指导自身的决策。并且, Kim 和 Miner(2007)<sup>[31]</sup>指出,当组织在行业或地理方位相似时,替代学习会随之增强。

具体而言,由于同行业企业面临的行业发展环境等高度相似,通过观察同行业其他企业的资产剥离行为,焦点企业能够更好地认识到哪些业务更具发展前景,哪些业务日薄西山,哪些时机剥离资产能实现溢价,而另一些时机则只能折价剥离资产。此外,从行业内其他企业的资产剥离交易中,焦点企业能够通过观察其资产交易过程,学习其寻找交易对手、确定交易方式以及交易价格的相关做法。并且在后期资产分离和资产再配置过程中,焦点企业也能通过观察同行业其他企业的行为,总结经验、教训,将习得的知识进行吸收、转化应用于自身后续的资产剥离过程。同时,模仿和学习同行业其他企业的行为对于焦点企业而言掌控感会更高,并且能感知到更强的合法性<sup>[32]</sup>。因此,通过学习行业资产剥离经验,焦点企业后续实施资产剥离的可能性更大。

基于此,本文认为企业对行业资产剥离经验的学习加大了其后续剥离资产的可能性。

综上,本文提出以下假设:

假设1:企业自身的资产剥离经验越丰富,企业后续剥离资产的可能性越大。

假设2:企业所处行业的资产剥离经验越丰富,焦点企业后续剥离资产的可能性越大。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文选取了2007—2019年中国A股上市公司为研究样本,考察资产剥离经验对企业后续资产剥离选择的影响。为保证研究结论的稳健性,本文按照以下标准对初始样本进行筛选:剔除ST、\*ST以及退市的样本;剔除金融行业样本;剔除资产负债率大于1的样本;剔除数据缺失的样本。最终得到28773个公司—年度观测值。资产剥离样本<sup>①</sup>则按照以下标准进行筛选:仅考察交易地位为卖方的企业;剔除交易不成功、关联交易以及重大资产重组的样本;对同一公司同一天公告的资产剥离交易进行合并;剔除资产剥离交易额不足500万的样本。此外,为了消除极端值的影响,对所有连续变量进行1%水平的缩尾处理。数据来源方面,企业多元化经营数据来自Wind资讯数据库,其他变量信息均来自CSMAR数据库。

#### (二)变量定义与说明

##### 1. 被解释变量

企业的资产剥离选择(*divest\_dum*/*divest\_power*)。*divest\_dum*为虚拟变量,如果当年企业成功实施了资产剥离交易,则该变量取值为1,否则取值为0。*divest\_power*则衡量了企业当年第一次资产剥离交易的强度,这主要是为了避免年内后续的资产剥离交易受到第一次资产剥离交易的影响。*divest\_power*的具体定义为:企业当年第一次资产剥离交易的金额取自然对数。

##### 2. 解释变量

企业资产剥离经验(*firm\_exp*)。参考Humphery-Jenner等(2019)<sup>[14]</sup>的做法,本文将企业过去三年完成或未完成的资产剥离交易数量加1取自然对数,用以衡量企业的资产剥离经验。

行业资产剥离经验(*sic\_exp*)。参考*firm\_exp*的构建方法,本文将行业内其他企业前三年内完成或未完成的资产剥离交易数量的平均值加1取自然对数视为企业所处行业的资产剥离经验。

##### 3. 控制变量

考虑到企业资产剥离决策会受到企业产权性质、财务状况、经营模式、并购选择等因素的影

① 本文的资产剥离样本为狭义的资产剥离样本,即企业的资产出售。

响,本文还控制了以下变量:产权性质(*soe*),当企业为国有控股时,该变量取值为1,否则取值为0;企业规模(*size*),即企业总资产的自然对数;资产负债率(*lev*),即企业负债总额与资产总额的比值;上市时间(*lnage*),即企业上市时间加1取自然对数;多元化经营(*diversification*),当企业的主营业务数量大于1时取值为1,否则取值为0;并购经验(*ma\_exp*),即企业前三年的并购数量加1取自然对数;第一大股东持股比例(*share1*),即企业第一大股东持股比例;自由现金流(*cash*),即经营活动现金流与总资产的比值;盈利能力(*roa*),即净利润与总资产平均余额的比值;独董比例(*i\_director*),即独立董事人数与董事会总人数的比值;两职合一(*duality*),当存在董事长和总经理两职兼任时取值为1,否则取值为0;异地独董(*idirector\_nonlocal*),当企业存在异地独董时取值为1,否则取值为0;总经理更替(*ceo\_change*),当年发生总经理变更时取值为1,否则取值为0。此外,本文还引入了年份虚拟变量。

### (三)模型设计

为了检验资产剥离经验对企业后续资产剥离选择的影响,本文构建了如下两个回归模型:

$$\text{Probit}(\text{divest\_dum}_{i,t}=1)=\beta_0+\beta_1\text{firm\_exp}_{i,t}+\beta_2\text{sic\_exp}_{i,t}+\text{controls}_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{divest\_power}_{i,t}=\delta_0+\delta_1\text{firm\_exp}_{i,t}+\delta_2\text{sic\_exp}_{i,t}+\text{controls}_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,模型(1)为Probit回归。模型(2)中考虑到*i,t*在0处存在左归并,实证检验过程中分别采用了OLS回归和Tobit回归。另外,考虑到行业资产剥离经验是根据企业所处行业划分的条件均值,其内包含了行业特征,为了避免可能存在的共线性,模型(1)与模型(2)不再引入行业虚拟变量,仅引入年份虚拟变量。

## 四、实证分析

### (一)描述性统计

表1的描述性统计结果表明<sup>①</sup>,样本中有10.2%的上市公司实施了资产剥离交易,并且,上市公司资产剥离强度的均值为1.826。此外,企业自身资产剥离经验的均值为0.220,行业资产剥离经验的均值为0.327。

表1 变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>divest_dum</i>	28773	0.102	0.302	0	0	1
<i>divest_power</i>	28773	1.826	5.442	0	0	19.864
<i>firm_exp</i>	28773	0.220	0.412	0	0	1.609
<i>sic_exp</i>	28773	0.327	0.142	0	0.327	0.726

### (二)回归结果

#### 1. 资产剥离经验与企业后续资产剥离决策

表2报告了模型(1)、模型(2)的检验结果。其中,表2的列(1)为模型(1)的检验结果。从列(1)可以看出,企业资产剥离经验(*firm\_exp*)的回归系数显著为正(回归系数为0.442,显著性水平小于1%),表明企业自身的资产剥离经验会增加企业后续剥离资产的可能性,假设1得到验证。表2的列(2)、列(3)为模型(2)的回归结果。从列(2)、列(3)的回归结果可以看出,不论是采用OLS回归还是Tobit回归,企业资产剥离经验(*firm\_exp*)的回归系数均显著为正(回归系数分别为1.933和12.368,显著性水平均小于1%)。这一结果表明,前期自身的资产剥离经验越丰富,企业后续剥离资

<sup>①</sup> 限于篇幅,此处未报告控制变量的描述性统计结果,作者备索。

产的强度越大,假设1进一步得到验证,即经验学习会正向影响企业的资产剥离决策。

此外,从表2的列(1)也可以看出,行业资产剥离经验(*sic\_exp*)的回归系数显著为正(回归系数为0.182,显著性水平小于5%),表明行业资产剥离经验会增加焦点企业后续剥离资产的可能性。假设2得到验证。表2的列(2)、列(3)中行业资产剥离经验(*sic\_exp*)的回归系数也都显著为正(回归系数分别为0.764和5.293,显著性水平分别小于1%和5%)。这一结果也表明,行业资产剥离经验越丰富,焦点企业后续剥离资产的强度越大,假设2进一步得到验证,即替代学习会正向影响企业的资产剥离决策。

表2 经验学习、替代学习与企业的资产剥离决策

变量	Probit 回归	OLS 回归	Tobit 回归
	(1) <i>divest_dum</i>	(2) <i>divest_power</i>	(3) <i>divest_power</i>
<i>firm_exp</i>	0.442 *** (0.000)	1.933 *** (0.000)	12.368 *** (0.000)
<i>sic_exp</i>	0.182 ** (0.032)	0.764 *** (0.007)	5.293 ** (0.028)
控制变量	YES	YES	YES
<i>Intercept</i>	-1.372 *** (0.000)	1.550 ** (0.026)	-42.380 *** (0.000)
<i>Year</i>	YES	YES	YES
N	28773	28773	28773
Pseudo R <sup>2</sup> /adj. R <sup>2</sup>	0.089	0.060	0.041

注:括号内为p值;\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%、1%的显著性水平。下同。

## 2. 稳健性检验

为了缓解内生性问题,本文的企业资产剥离经验和行业资产剥离经验均是根据前三年的资产剥离情况加以度量的,这一部分进一步使用倾向得分匹配法和工具变量法检验前文的研究结论是否稳健<sup>①</sup>。考虑到样本中不存在没有行业资产剥离经验的上市公司,因此,本文仅按照企业自身是否具有资产剥离经验区分实验组和控制组,再利用倾向得分匹配法进行检验。研究结果表明前文的研究结论是稳健的。此外,本文利用企业自身资产剥离经验与行业资产剥离经验的一阶滞后项作为工具变量,通过工具变量法进行了相应检验,回归结果也证实了前文研究结论的稳健性。

同时,本文还通过重新筛选资产剥离样本和变换资产剥离经验的测度这两种方法进行了相应的稳健性检验<sup>②</sup>。具体地,通过缩紧对资产剥离交易额的筛选标准,考察交易额不低于1000万的资产剥离样本,重新回归;以虚拟变量衡量企业资产剥离经验,以行业内发生资产剥离的企业占比情况衡量行业的资产剥离经验,重新回归。回归结果都支持前文的研究假设。

## 五、进一步研究

### (一) 经验学习与替代学习的交互作用检验

前文的研究结果表明,经验学习与替代学习均对企业后续的资产剥离决策产生了促进作用。那么,经验学习与替代学习对企业资产剥离决策的促进作用之间存在的替代关系还是互补关系?有文献指出,当企业自身经验匮乏时更可能从他人的经验中学习<sup>[33]</sup>。而随着企业自身相关经验的不断丰富,印刻效应以及组织惰性可能会使得企业忽略从他人经验学习的重要性。也就是说,随着焦点企业的成熟,经验学习排挤了替代学习<sup>[34]</sup>。基于此,本文推测,在企业资产剥离过程中经验学习与替代学习之间也存在一定程度的替代关系。

① 限于篇幅,此处未报告结果,作者备索。

② 限于篇幅,此处未报告结果,作者备索。

为了检验经验学习与替代学习之间的交互效应，参考陈建林(2015)<sup>[35]</sup>的做法，本文构建了如下回归模型：

$$\text{Probit}(\text{divest\_dum}_{i,t}=1) = \rho_0 + \rho_1 \text{firm\_exp}_{i,t} \times \text{sic\_exp}_{i,t} + \rho_2 \text{firm\_exp}_{i,t} + \rho_3 \text{sic\_exp}_{i,t} + \text{controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{divest\_power}_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 \text{firm\_exp}_{i,t} \times \text{sic\_exp}_{i,t} + \eta_2 \text{firm\_exp}_{i,t} + \eta_3 \text{sic\_exp}_{i,t} + \text{controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

判断经验学习与替代学习之间的交互效应，主要考察模型(3)与模型(4)中交乘项回归系数的符号。若交乘项系数为正，则表明 *firm\_exp* 的边际效应随着 *sic\_exp* 的增加而递增，即这两个变量之间存在一种互补关系。若交乘项系数为负，则表明 *firm\_exp* 的边际效应随着 *sic\_exp* 的增加而递减，即这两个变量之间存在一种替代关系。

表 3 报告了经验学习与替代学习对企业后续资产剥离选择的交互效应检验结果。其中，列(1)为模型(3)的回归结果，列(2)、列(3)为模型(4)的回归结果。列(1)中交乘项 *firm\_exp* × *sic\_exp* 的回归系数为 -0.309，在 5% 的水平上显著，这一结果表明，在企业资产剥离过程中经验学习与替代学习之间确实存在一定程度的替代关系。列(3)中交乘项 *firm\_exp* × *sic\_exp* 的回归系数为 -9.157，在 5% 的水平上显著，进一步证明了经验学习与替代学习对企业后续的资产剥离选择发挥替代效应。而列(2)的 OLS 回归中交乘项 *firm\_exp* × *sic\_exp* 的回归系数不显著，这可能是由于 *divest\_power* 在 0 处存在左归并这一特征导致的。

表 3 经验学习与替代学习对企业后续资产剥离选择的交互效应检验结果

变量	Probit 回归	OLS 回归	Tobit 回归
	(1) <i>divest_dum</i>	(2) <i>divest_power</i>	(3) <i>divest_power</i>
<i>firm_exp</i> × <i>sic_exp</i>	-0.309 ** (0.039)	-0.148 (0.838)	-9.157 ** (0.025)
<i>firm_exp</i>	0.557 *** (0.000)	1.988 *** (0.000)	15.768 *** (0.000)
<i>sic_exp</i>	0.298 *** (0.004)	0.801 *** (0.004)	8.818 *** (0.003)
控制变量	YES	YES	YES
Intercept	-1.433 *** (0.000)	1.530 ** (0.027)	-44.243 *** (0.000)
Year	YES	YES	YES
N	28773	28773	28773
Pseudo R <sup>2</sup> /adj. R <sup>2</sup>	0.089	0.060	0.041

(二) 组织学习与企业资产剥离决策：分情境讨论

前文的研究结果表明，不论是经验学习还是替代学习均对企业后续的资产剥离决策产生显著正向的影响。考虑到情境因素会对组织学习与组织决策之间关系起重要作用<sup>[23][36]</sup>，本文分别考察了外部环境因素以及社会认知因素对这一过程的影响。具体而言，本文考察了经济政策不确定性和儒家文化对这一过程是否存在差异化的影响。

其中，经济政策不确定性主要通过以下途径影响组织学习与企业资产剥离决策之间的关系。一方面，考虑到焦点企业仅能观察到同行企业资产剥离的结果而不能准确获取其剥离资产的前因与过程的相关信息，当经济政策不确定性更大时，企业对同行企业的资产剥离行为进行因果推断时模糊性更高，进而导致其将经验转移到自身资产剥离决策的难度加大。另一方面，根据实物期权理论，当不确定性水平更高时，延迟决策才是最优的选择。基于此，本文认为，当企业面临的经济政策不确定性更大时，组织学习(特别是替代学习)对企业资产剥离决策的促进作用不明显。

本文根据 Baker 等(2016)<sup>[37]</sup>构造的不确定性指数对样本进行分组，考察企业面对不同程度的不确定性时，组织学习对企业资产剥离决策的影响是否存在异同。考虑到 Baker 等(2016)<sup>[37]</sup>构造的经济政策不确定性指数为月度数据，本文参考申宇等(2020)<sup>[38]</sup>的做法，采用该指数月度平均数



的对数值,衡量当年的经济政策不确定性程度,再按照年度经济政策不确定性指数的均值进行分组检验。表4报告了相应的回归结果。

表4 经验学习、替代学习与企业的资产剥离决策:按照经济政策不确定性程度分组

变量	经济政策不确定性程度更大			经济政策不确定性程度更小		
	(1) <i>divest_ dum</i>	(2) <i>divest_ power</i>	(3) <i>divest_ power</i>	(4) <i>divest_ dum</i>	(5) <i>divest_ power</i>	(6) <i>divest_ power</i>
<i>firm_ exp</i>	0.481 *** (0.000)	2.151 *** (0.000)	13.208 *** (0.000)	0.390 *** (0.000)	1.647 *** (0.000)	11.124 *** (0.000)
<i>sic_ exp</i>	0.150 (0.250)	0.728 (0.105)	4.211 (0.244)	0.213 * (0.053)	0.860 ** (0.015)	6.360 ** (0.047)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Intercept</i>	-1.551 *** (0.000)	0.831 (0.436)	-46.821 *** (0.000)	-1.014 *** (0.003)	1.343 (0.125)	-32.646 *** (0.001)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	14423	14423	14423	14350	14350	14350
Pseudo R <sup>2</sup> /adj. R <sup>2</sup>	0.096	0.068	0.044	0.081	0.050	0.038

从表4可以看出,经济政策不确定性程度的不同并不会对经验学习与企业资产剥离决策之间的关系产生差异化影响。两个子样本中,变量*firm\_ exp*的系数均在1%的水平上显著为正。这可以解释为:尽管不确定性程度的上升增加了“等待”的价值,但是由于企业对自身资产剥离经验的了解和掌控度极高而导致不确定性上升时,这类企业对资产剥离行为依旧充满信心,并进一步推动了后续的剥离决策。同时,从表4可以看出,行业资产剥离经验*sic\_ exp*的系数仅在经济政策不确定性程度更小这一组显著为正,这一结果也符合前文的预测:由于不确定性上升导致替代学习过程可能出现效率低下的情况——因果推断模糊、经验转移困难,进而导致在这一情境下,替代学习对企业资产剥离决策的促进作用不显著。

此外,根据社会认知理论,文化环境会对个体的认知和归因产生重要影响<sup>[39]</sup>。而儒家文化作为我国重要的伦理哲学,会在潜移默化中影响企业管理者的认知和行为<sup>[40]</sup>。陈仕华等(2020)<sup>[36]</sup>的研究发现,受儒家文化影响越强的高管团队在面对首次并购失败时更加善于进行内部归因,从而削弱了对随后的并购绩效的负面影响。本研究认为,儒家文化中倡导的“学习”的观点能够通过改变企业管理者对资产剥离经验的态度或重视程度进而影响企业后续的资产剥离决策。《论语·述而》中“学而不厌”“三人行,必有我师焉”都强调了学习的重要性。其中,后者特别强调了要善于向他人学习。基于此,本文认为,当企业受儒家文化的影响相对较小时,组织学习(特别是替代学习)对企业资产剥离决策的促进作用不明显。

本文参考Du(2015)<sup>[40]</sup>的做法,通过计算企业注册地与国内儒家文化中心的地理距离衡量企业受儒家文化的影响程度,再按照均值大小进行分组检验,回归结果见表5。

表5的回归结果显示,企业受儒家文化的影响程度对经验学习与后续资产剥离决策之间的关系不存在差异化影响。两个子样本中,变量*firm\_ exp*的系数均在1%的水平上显著为正。这可能是由于自身资产剥离经验衍生出的组织惯例和程序对其后续资产剥离决策的影响超越了文化影响的范畴,刻入了公司的基因之中,以一种“正式制度”的方式对公司决策发挥作用。但是,表5的回归结果也表明,企业受儒家文化的影响程度会影响替代学习与后续资产剥离决策之间的关系。其中,行业资产剥离经验*sic\_ exp*的系数仅在受儒家文化影响更大这一组显著为正。这一结果表明,位于受儒家文化熏陶更深地区的企业更善于从其他企业的资产剥离经验中学习,并在随后做出更多的资产剥离决策。



表 5 经验学习、替代学习与企业的资产剥离决策：按照受儒家文化影响程度分组

变量	受儒家文化影响更大			受儒家文化影响更小		
	(1) <i>divest_dum</i>	(2) <i>divest_power</i>	(3) <i>divest_power</i>	(4) <i>divest_dum</i>	(5) <i>divest_power</i>	(6) <i>divest_power</i>
<i>firm_exp</i>	0.431 *** (0.000)	1.855 *** (0.000)	12.047 *** (0.000)	0.454 *** (0.000)	2.016 *** (0.000)	12.639 *** (0.000)
<i>sic_exp</i>	0.250 ** (0.030)	1.014 *** (0.008)	7.243 ** (0.028)	0.119 (0.344)	0.508 (0.234)	3.516 (0.322)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Intercept</i>	-0.975 *** (0.005)	1.930 * (0.063)	-30.959 *** (0.002)	-1.699 *** (0.000)	-0.121 (0.896)	-51.712 *** (0.000)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	15628	15628	15628	13145	13145	13145
Pseudo R <sup>2</sup> /adj. R <sup>2</sup>	0.088	0.058	0.041	0.093	0.062	0.043

## 六、结论与启示

利用 2007—2019 年中国 A 股上市公司的数据, 本文检验了资产剥离经验对企业后续资产剥离选择的影响。研究发现, 企业自身的资产剥离经验显著正向影响了后续的资产剥离决策。并且行业资产剥离经验对企业后续剥离资产也有显著的正向影响。换言之, 企业资产剥离过程中存在明显的经验学习与替代学习现象。同时, 企业资产剥离过程中的经验学习与替代学习之间存在替代关系。进一步检验不同情境下组织学习对企业后续资产剥离决策的影响是否存在差异后发现, 经济政策不确定性程度与受儒家文化影响程度的不同不会对经验学习与企业资产剥离决策之间的关系产生差异化影响。但是, 替代学习对企业资产剥离决策的促进作用仅在经济政策不确定性程度更小或受儒家文化影响更大时存在。

本研究为引导企业更科学、有效地剥离资产提供了参考。首先, 企业要重视资产剥离过程的知识积累, 将累积的经验转化为明确的知识, 以指导随后的行动。由于企业资产剥离是一种由多个子活动构成的复杂的、包含风险的过程, 因此, 企业应该重视经验学习的作用, 认真总结每一次资产剥离交易中的经验、教训, 将资产识别、资产交易、资产分离以及资产再配置过程中遇到的问题与挑战记录下来, 联系所处的情境, 反复思考、分析背后的原因并寻找最优的解决方案, 并将每一次资产剥离交易中习得的知识衍生成组织惯例和程序, 以指导未来的资产剥离实践。其次, 充分利用外部信息, 通过学习行业资产剥离经验, 获取资产剥离过程每一个子活动的外部知识, 丰富自身的知识库。同时, 在推理行业资产剥离经验中蕴含的因果关系并获取相关知识、迁移到自身的资产剥离实践中时, 也不能忽视企业间的异质性可能产生的影响。最后, 由于企业资产剥离过程中的经验学习和替代学习之间存在一定程度的替代关系, 因此, 平衡好经验学习与替代学习之间的关系对企业有效剥离资产有重要意义。此外, 重视情境因素的重要作用对更好地认识组织学习与企业资产剥离的关系并有效指导这一过程有现实意义。

### 参考文献:

- [1] Mulherin H. J., Boone A. L. Comparing Acquisitions and Divestitures[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2000, 6(2): 117-139.
- [2] Hoskisson R. E., Turk T. A. Corporate Restructuring: Governance and Control Limits of the Internal Capital Market[J]. *Academy of Management Review*, 1990, 15(3): 459-477.
- [3] Hoskisson R. O., Johnson R. A. Corporate Restructuring and Strategic Change: The Effect on Diversification Strategy and R&D Intensity[J]. *Strategic Management Journal*, 1992, 13(8): 625-634.
- [4] Kolev K. D. To Divest or not to Divest: A Meta-Analysis of the Antecedents of Corporate Divestitures[J]. *British Journal of Management*,

- 2016, 27(1): 179 – 196.
- [5] Brauer M. F., Wiersema M. F. Industry Divestiture Waves: How a Firm's Position Influences Investor Returns[J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 55(6): 1472 – 1492.
- [6] Feldman E. R. Legacy Divestitures: Motives and Implications[J]. *Organization Science*, 2014, 25(3): 815 – 32.
- [7] Semadeni M., Cannella A. A. Examining the Performance Effects of post Spin-off Links to Parent Firms: Should the Apron Strings be Cut? [J]. *Strategic Management Journal*, 2011, 32(10): 1083 – 1098.
- [8] Feldman E. R., McGrath P. J. Divestitures[J]. *Journal of Organization Design*, 2016, 5(1): 1 – 16.
- [9] Xu Y., Xu N., Chan K., et al. Generalists VS. Specialists: Who are Better Acquirers? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 67: 101915.
- [10] 范黎波, 马聪聪, 周英超. 中国企业跨国并购学习效应的实证研究——经验学习和替代学习的视角[J]. *财贸经济*, 2016, (10): 102 – 116.
- [11] Field L. C., Mkrtchyan A. The Effect of Director Experience on Acquisition Performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 123(3): 488 – 511.
- [12] Villalonga B., McGahan A. M. The Choice among Acquisitions, Alliances, and Divestitures[J]. *Strategic Management Journal*, 2005, 26(13): 1183 – 1208.
- [13] Brauer M., Mammen J., Luger J. Sell-offs and Firm Performance: A Matter of Experience? [J]. *Journal of Management*, 2017, 43(5): 1359 – 1387.
- [14] Humphery-Jenner M., Powell R., Zhang E. J. Practice Makes Progress: Evidence from Divestitures[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2019, 105: 1 – 19.
- [15] Shimizu K., Hitt M. A. What Constrains or Facilitates Divestitures of Formerly Acquired Firms? The Effects of Organizational Inertia[J]. *Journal of Management*, 2005, 31(1): 50 – 72.
- [16] Peruffo E., Marchegiani L., Vicentini F. Experience as a Source of Knowledge in Divestiture Decisions: Emerging Issues and Knowledge Management Implications[J]. *Journal of Knowledge Management*, 2018, 22(2): 344 – 361.
- [17] Huber G. P. Organizational Learning: The Contributing Processes and the Literatures[J]. *Organization Science*, 1991, 2(1): 88 – 115.
- [18] Trichterborn A., Zu Knyphausen-Aufseß D., Schweizer L. How to Improve Acquisition Performance: The Role of a Dedicated M&A Function, M&A Learning Process, and M&A Capability[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(4): 763 – 773.
- [19] 孙烨, 侯力赫, 刘金桥. 累积经验与并购绩效: 从成功和失败中学习[J]. *财经论丛*, 2021, (8): 69 – 80.
- [20] 王思梦, 井润田, 邵云飞. 联盟惯例对企业双元创新能力的影响机制研究[J]. *管理科学*, 2019, (2): 19 – 32.
- [21] Pattnaik C., Singh D., Gaur A. Home Country Learning and International Expansion of Emerging Market Multinationals[J]. *Journal of International Management*, 2021, 27(3): 100781.
- [22] Ali I., Ali M., Salam M., et al. How International SME's Vicarious Learning May Improve Their Performance? The Role of Absorptive Capacity, Strength of Ties with Local SMEs, and Their Prior Success Experiences[J]. *Industrial Marketing Management*, 2020, 88: 87 – 100.
- [23] Zeng Y., Song S., Lee J., et al. Investment Attributes and Learning from Failure in Foreign Direct Investments[J]. *Long Range Planning*, 2021, 55(4): 102109.
- [24] Mayer M. C. J., Stadler C., Hautz J. The Relationship between Product and International Diversification: The Role of Experience[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(10): 1458 – 1468.
- [25] Blake D. J., Moschieri C. Policy Risk, Strategic Decisions and Contagion Effects: Firm-Specific Considerations[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(3): 732 – 750.
- [26] Jerez-Gomez P., Cepedes-Lorente J., Valle-Cabrera R. Organizational Learning Capability: A Proposal of Measurement[J]. *Journal of Business Research*, 2005, 58(6): 715 – 725.
- [27] Buchholtz A. K., Lubatkin M., O'Neill H. M. Seller Responsiveness to the Need to Divest[J]. *Journal of Management*, 1999, 25(5): 633 – 652.
- [28] Beckman C., Haunschild P. Network Learning: The Effects of Partners' Heterogeneity of Experience on Corporate Acquisitions[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2002, 47(1): 92 – 124.
- [29] Baum J. A., Dahlin K. Aspiration Performance and Railroads' Patterns of Learning from Train Wrecks and Crashes[J]. *Organization Science*, 2007, 18(3): 368 – 385.
- [30] Aranda C., Arellano J., Davila A. Organizational Learning in Target Setting[J]. *Academy of Management Journal*, 2017, 60(3): 1189 – 1211.
- [31] Kim J., Miner A. S. Vicarious Learning from the Failures and Near-failures of Others: Evidence from the U. S. Commercial Banking Industry[J]. *Academy of Management Journal*, 2007, 50(3): 687 – 714.

- [32] Bowman C. Action-led Strategy and Managerial Self-confidence[J]. Journal of Managerial Psychology, 1999, 14(7/8): 558 – 568.
- [33] Henisz W. J. , Delios A. Uncertainty, Imitation, and Plant Location: Japanese Multinational Corporations, 1990 – 1996[J]. Administrative Science Quarterly, 2001, 46(3): 443 – 475.
- [34] Lant T. K. Aspiration Level Adaptation: An Empirical Exploration[J]. Management Science, 1992, 38(5): 623 – 644.
- [35] 陈建林. 家族所有权与非控股国有股权对企业绩效的交互效应研究——互补效应还是替代效应[J]. 中国工业经济, 2015, (12): 99 – 114.
- [36] 陈仕华, 张章, 宋冰霜. 何种程度的失败才是成功之母? ——并购失败程度对后续并购绩效的影响[J]. 经济管理, 2020, (4): 20 – 36.
- [37] Baker S. R. , Bloom N. , Davis S. J. Measuring Economic Policy Uncertainty[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2016, 131(4): 1593 – 1636.
- [38] 申宇, 任美旭, 赵静梅. 经济政策不确定性与银行贷款损失准备计提[J]. 中国工业经济, 2020, (4): 154 – 173.
- [39] Mason M. F. , Morris M. W. Culture, Attribution and Automaticity: A Social Cognitive Neuroscience View[J]. Social Cognitive and Affective Neuroscience, 2010, 6(5): 292 – 306.
- [40] Du X. Does Confucianism Reduce Minority Shareholder Expropriation? Evidence from China[J]. Journal of Business Ethics, 2015, 132(4): 661 – 716.

## How does Organizational Learning Influence Corporate Divestiture Decisions? From the Perspective of Experiential Learning and Vicarious Learning

WU Qian<sup>1</sup>, XUE Youzhi<sup>2</sup>

(1. School of Finance, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233030, China;

2. School of Business, Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** Organizational learning plays an important role in business decision making. Using the data of Chinese A-share listed companies from 2007 to 2019 as samples, this paper investigates the learning effect of Chinese listed companies' divestiture from the perspectives of experiential learning and vicarious learning. The empirical results reveal that both experiential learning and vicarious learning improve the probability of subsequent divestitures significantly. In addition, it is found that there is a substitution relationship between experiential learning and vicarious learning. Furthermore, the results of the grouping tests indicate that there is no difference in the effect of enterprises' own divestiture experience on their subsequent divestiture decisions across contexts, but the finding that industry divestiture experience significantly and positively affects enterprises' divestiture decisions holds only when economic policy uncertainty is lower and when the influence of Confucian culture is greater.

**Key words:** Divestiture; Organizational Learning; Experiential Learning; Vicarious Learning

(责任编辑: 闻 毓)