

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20190926.007

## 业务退出研究综述:基于实物期权的探索

韩夏<sup>1</sup>, 谢绚丽<sup>1,2</sup>, 马浩<sup>1</sup>

(1. 北京大学国家发展研究院, 北京 100871; 2. 北京大学互联网金融中心, 北京 100871)

**摘要:** 企业业务的进入与退出关系到企业经营范围, 是战略管理领域的核心议题之一。相较于业务进入, 现有研究对业务退出的关注较少, 尤其是对业务退出的战略含义考虑不足。为了弥补这一不足, 本文首先从业务退出的含义、研究情境和理论视角演化的角度, 整理和总结现有文献; 其次, 本文关注实物期权理论在业务退出研究领域的应用, 确立实物期权理论与业务退出之间的理论关联, 阐述该视角的理论价值, 并根据期权的特征(不确定性的性质和程度)以及业务退出的特征(单一业务退出或多重业务退出), 构建2×3分类框架; 最后, 本文从业务退出的角度讨论实物期权理论对现有理论的拓展、应用上的局限以及未来的研究方向。

**关键词:** 业务退出; 实物期权; 剥离; 业务抛售; 再聚焦; 去多元化

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2019)11-0114-22

### 一、引言

公司战略的一个主要任务在于确立企业的经营范围, 而进入哪些业务和退出哪些业务是确立企业经营范围时必须面对的重要选择。在以往的研究中, 业务进入决策通常与机会或成功联系在一起, 受到研究者和实践者更多的重视, 而业务退出则通常与威胁或失败联系在一起, 往往容易被忽略或者被当作迫不得已的选择。因此, 与业务进入相比, 业务退出相对较少地被系统性地关注和研究(Brauer, 2006; Feldman, 2013; Feldman等, 2016; Lee和Madhavan, 2010)。

在20世纪70年代, 经济衰退使业务退出成为一个主流现象, 业务退出研究开始出现, 并以波特1976年对“退出壁垒”(exit barriers)的开创性研究(首次强调了退出的战略含义)以及随后的Harrigan(1980a)、Harrigan(1981)、Harrigan(1982)、Harrigan(1985)等的研究为主要代表。20世纪80年代, 在公司控制权问题和股东积极主义(shareholder activism)等议题出现的背景下, 多元化企业的“再聚焦”(refocus)(Johnson, 1996)引发了学术界对退出战略的进一步关注。数据表明, 在1981—1987年间, 20%至50%的财富500强企业采用退出战略进行了业务“再聚焦”(Markides, 1995)。因而, 业务退出在当时主要是企业对外部环境改变、内部绩效变差、满足股

收稿日期: 2018-10-16

基金项目: 教育部基地项目(16JJD630001)

作者简介: 韩夏(1993—), 女, 北京大学国家发展研究院战略管理学博士研究生;

谢绚丽(1977—), 女, 北京大学国家发展研究院管理学副教授, 北京大学互联网金融中心高级研究员;

马浩(1966—), 男, 北京大学国家发展研究院发树管理学讲席教授(通讯作者)。

东要求的被动应对。

从20世纪90年代开始,学术研究开始关注业务退出的积极作用和战略价值。不同于以往文献所认为的业务退出仅仅是对经营失败的应对(Boot, 1992),越来越多的文献指出,业务退出是企业抓住新的商业机会以及拓展企业能力的战略选择(Berry, 2010, 2013; Helfat 和 Eisenhardt, 2004; Karim, 2009; Xie等, 2016)。但这尚未成为条理分明的研究主线,也还没有与以往研究业务退出的文献相互整合。

本文认为,应该更多地从积极的战略运作视角理解业务退出,将业务退出看作是一个系统性的战略决策过程。对这一过程的研究需要考虑业务退出的主要动机和诱因、实质含义、情境特征,以及业务退出的方法和节奏等多种要素。这些因素可以帮助我们系统地理解业务退出的意义,包括其与企业整体业务组合的关系、与历史决策的关系,以及与企业未来规划的关系。我们认为,实物期权理论是应对上述问题的一个有益的研究视角。通过对业务退出之期权含义的考察,研究者和实践者可以更好地理解企业如何利用期权手段来应对业务面临的不确定性,并做出适当的业务退出决策。

从现有的关于业务退出的实物期权研究来看,Dai等(2017)将跨国公司组合定义为看涨期权(call options),有些子公司/期权的存在会代替另一子公司/期权,这种资源的相似性和替代性使得在东道国发生战争等事件时,跨国公司退出的概率也更大;该文将业务退出作为看涨期权在负面的不确定情况发生时,通过剥离跨国子公司业务及时行权,保证企业的最低损失。Damaraju等(2015)尝试将业务退出看作与企业投资行为相类似的事件,可以采取次序性、阶段性投资/撤资(sequential investment/divestment)、降低初期投入(lower initial commitment)的方式进一步观察未来不确定事件的走向,在环境向好时继续投资,在环境变差时则及时止损。

如此看来,业务退出的实物期权研究有以下几个特征。首先,学者们运用实物期权理论解释业务退出是从不同的角度出发,不仅考察业务退出的起因,也关注业务退出的过程和模式。其次,实物期权理论关注不确定性,探索如何限制最大损失、保留机会和盈利能力。企业往往面临承诺和灵活性(commitment vs. flexibility)的抉择困境,而实物期权倡导的期权组合能够帮助企业缓解这个困扰。期权理论提到的损失有限性和盈利无限性,对应的义务与权利不对称性,可以帮助企业突破传统的对称性决策逻辑(即权利与义务对称),这也是该理论区别于承诺升级(commitment escalation)和路径依赖(path dependency)理论的重要方面。

本文在结合现有文献基础上,以演化的视角整理和分析已有文献,包括业务退出的含义、研究情境,以及所涉及的理论,搭建业务退出的实物期权框架和模型,探讨企业业务退出的期权价值和战略含义。表1展示了本文的文献脉络和论述框架。

## 二、业务退出含义的演化

首先,我们总结和对比业务退出的定义,并探讨业务退出不同定义背后的现实含义、理论含义和战略含义。

### (一)基本定义

业务退出(business exit),是指有意的清算,即对现有的运营资产部分或者全部出售和转手(Boddewyn, 1979),有时也被称作撤资(divestment)、资产剥离(divestiture、hiving off)或财产处置(disposal、disposition),通常以转让出售(sell-off)、分拆(spin-off)、权益分割(carve-out)等方式进行(Bergh 和 Sharp, 2015; Brauer等, 2017; Damaraju等, 2015)。业务退出往往和“重组”(restructuring、reorganization)、“重新分配”(redistribution)、“重新配置”(redeployment)、“再聚焦”(refocusing)等概念密不可分,显示了业务退出行动的目标和战略含义。商业媒体常常将资

表1 业务退出研究综述文献脉络

文献主题	具体内容	代表文献
业务退出含义的演化	基本含义	Bergh和Sharp(2015);Boddewyn(1979);Brauer等(2017)
	业务退出作为防御性回应	Boddewyn(1979)
	业务退出作为去多元化	Bergh(1995);Bergh(1997);Bergh和Lawless(1998)
	业务退出作为资源再分配	Helfat和Eisenhardt(2004);Karim和Capron(2016)
	业务退出作为实物期权	Dai等(2017)
研究情境的演化	产品市场与区域市场	Feldman(2013);Xia和Li(2013)
	国内市场与国际市场	Berry(2010)
	不确定性	Cuypers和Martin(2010)
理论视角的演化	从宏观、中观到微观	Harrigan(1980a)
	从静态视角到动态视角	Xie等(2016)
	从被动型理论到主动型理论	Helfat和Eisenhardt(2004)
业务退出的实物期权框架	定义	
	“不确定性”的角色:业务退出过程、潜在影响	
	“实物期权×业务退出”框架	
	实物期权的研究方法:定性、定量和实验法	

资料来源:作者根据文献研究脉络整理和总结。

产剥离描述为企业资产重新配置(asset redeployment)的主要手段(montgomery等,1984)。

#### (二)业务退出作为防御性回应(exit as defensive response)

业务退出作为防御性回应,反映的是在传统的产业组织理论(IO)视角下,市场结构、行业特征和竞争位置等因素对企业战略的影响。Hopkins(1991)通过分析企业并购和剥离的意图,提出企业的剥离行为是对不利的行业情况的防御性应对。企业面临较差的经营绩效选择终止业务或退出相关市场,是出于应对不利的经营局面(Boddewyn,1979)。

#### (三)业务退出作为去多元化(exit as de-diversification)

业务退出响应“去多元化”策略。在1985—1990年,企业多元化是引发业务退出的主要原因。此时,商业剥离和退出主要是业绩较差的单元;从剥离或退出行为的源头看,这些资产更多的是企业并购来的(acquired units)且表现较差的资产,或者是无关多元化的部分。去多元化、重新聚焦(refocus)是过度多元化的企业处理较差绩效的重要手段和措施(Bergh,1995;Bergh,1997;Bergh和Lawless,1998)。

#### (四)业务退出作为资源重新配置(exit as resource redeployment/reconfiguration)

随着人们对业务退出的角色认识的逐渐深入,业务退出不再只是企业去多元化的手段,还扮演着调整多元化程度、调整企业范围经济(economies of scope)的角色(Helfat和Eisenhardt,2004;Sakhartov,2017)。而这个过程是企业总体资源重构、重配的过程(Karim和Capron,2016)。这个视角是基于资源基础理论(RBV)结合公司战略而产生的,同时也体现了企业的动态能力(Karim和Capron,2016)。

资源重构过程包括资源或业务的增加、重配、重组、剥离等,与企业扩张、缩减或者创新活动相关,是对企业总体资源的重新调整(Karim和Capron,2016)。资源重配性(redeploy ability)被定义为从一个市场撤出资源分配到另一个市场的选择权/期权(option)(Sakhartov和Folta,2014)。资源相关程度会影响资源重配成本,尤其是在企业经营环境频繁变动时(Sakhartov,2017)影响企业对不同相关程度资源的整合,而企业对资源相关程度背后的资源协同效应的追求,会影响企业的退出行为(Lieberman等,2017)。

Vidal和Mitchell(2015)将剥离看作资源重构,这个过程会受到企业历史绩效的影响。结合前景理论(Kahneman,1979)和企业行为理论(Cyert和March,1963),Vidal和Mitchell(2015)认为业务退出是资源的重组,是对内部不利局面的应对。主动地进行业务退出,可以帮助企业在被保留的业务上更好地调配资源(Feldman,2016)。Sakhartov(2018)发现投资者如果对企业的资源重置行为缺乏了解,他们会对这类行为做出负面的评价。

综上所述,业务退出从对负面环境的应对,转向积极、主动的战略行为,以及与资源管理(resource management)、资产协奏(asset orchestration)等概念的结合,体现出强烈的战略含义(Sirmon等,2011)。业务退出是公司战略的一部分,强调了其资源重配、资源重构的作用。

#### (五)业务退出作为实物期权(exit as a real option)

最新的研究结合实物期权理论,认为业务退出是一类实物期权。实物期权(real options)理论(Myers,1977)应用于战略管理可以解释企业投资行为,例如技术投资(McGrath,1997)、创业(Lee等,2007;McGrath,1999)、战略联盟(McCarter等,2011;张光曦,2013)、跨国合资(Tong和Li,2008;Tong等,2008),以及战略投资和并购(Tong和Li,2011)等。近年来,实证研究也开始利用实物期权理论来解释企业的业务退出(Belderbos和Zou,2009;Dai等,2017;Damaraju等,2015;O'Brien和Folta,2009)。

实物期权是企业面临不确定时进行战略决策的重要方式(Tong和Reuer,2007),包括是否形成战略联盟、是否进入新的市场、是否投资新的技术(Kogut和Kulatilaka,2004;McGrath,1997)。首先,期权逻辑是投资逻辑,通过“高卖低买”,锁定投资利润,控制投资损失。其次,在面临不确定性时,企业可以通过推迟投资(delay investment)、运用次序性与阶段性(sequencing and staging)的投资和进入方式,获取既保留利用未来投资机会,又可遏制投资损失的实物期权。从期权逻辑来理解企业投资行为,是由于预期资产价值会上涨(看涨),强调“低买”,获取未来盈利权的行为。增长期权(growth option)、转换期权(switching option)、推迟期权(deferral option)和放弃期权(abandonment option)是常见的实物期权类型(Tong和Li,2008)。

实物期权理论也可用来解释企业撤资行为。企业撤资行为是由于预期资产价值会下跌(看跌),强调“高卖”,从而控制在未来情形不利时企业资产的损失程度。退出是以“看跌”的逻辑看待业务和资产(put option),而部分的退出则包含“看跌”与“看涨”两个逻辑,是将售出的部分看作看跌期权,而保留的部分是应对未来环境可能转好时,企业回转(re-entry and re-invest)的机会,对应着一部分看涨期权(call option)。退出模式的选择对于应对未来环境的不确定性尤为重要。

从实物期权的视角定义业务退出有几个启示:第一,强调企业在未来不确定环境下决策的灵活性,看涨和看跌逻辑下的“两手准备”对企业来说尤其有用;第二,实物期权逻辑是“投资”逻辑,是为了“盈利”和遏制损失的逻辑,这与传统的业务退出逻辑有一定差别。因此,实物期权下的业务退出行为,具有主动、积极的战略含义。实物期权视角为公司退出特定业务的决策(绩效好的公司Vs.绩效差的公司;绩效好的业务vs.绩效差的业务)提供了更多解释。



#### (六)实物期权理论对业务退出含义的贡献

防御型应对、资源重组或者去多元化的一个重要原因是企业内外部情形不利,导致企业绩效面临较差局面,此时的业务退出是被动的。但业务退出亦可作为主动型战略,通过撤退、重新整合、资源的重新分配和重构,达到捕获新机会的目的,这也是企业在高度不确定和动态环境下动态能力的体现(Xie等,2016)。

现有解释业务退出的主动型理论中,较多的关注公司退出相关业务后,企业的战略调整方向,包括资源重配、新机会的把握,而没有关注到企业退出特定业务的决策是如何形成的。首先,实物期权理论关注不确定性的影响,而这个影响与公司的风险偏好相关;其次,实物期权是利用投资逻辑决定特定业务的退出。这两个因素共同影响业务退出决策的形成。企业的多元化业务、多元化区域市场、跨国公司的子公司组合,构成了实物期权组合,因此,业务退出也是在实物期权组合中进行的决策。

总体而言,实物期权理论视角应考虑三个要素:第一,不确定性和公司的风险偏好特征;第二,期权的投资逻辑对特定业务退出的影响;第三,期权组合在业务退出决策中的作用。未来研究需要回答的问题包括:内外环境复杂多变时,不同类别的公司会采取什么措施进行应对、影响因素包括哪些、实物期权理论的解释力度有多大、实物期权的影响机制如何通过实证研究得以验证。

### 三、业务退出研究情境的演化

业务退出研究情境的演化过程可从三个角度总结。第一,从关注产品、业务市场到区域市场,最常见的是剥离并购的业务单元(divestiture of acquired subunits)(Xia和Li,2013),以及多元化业务单元的处置,尤其是绩效较差、存留时间较长的业务单元(legacy divestiture)(Feldman,2013)。第二,从关注国内市场拓展到国外市场,后者尤其关注跨国公司子公司退出国外市场的行为(Berry,2013;Nachum和Song,2011;Soule等,2014)。第三,考虑了经营环境中不同程度和类别的不确定性,也是实物期权理论的核心内容。

#### (一)产品市场与区域市场

企业多元化战略可分为区域市场多元化或者产品市场多元化。这也意味着,企业利用退出调整多元化战略也可以从产品市场或者区域市场入手(Chen和Jorgensen,2018;Dai等,2017)。作此区分,是由于产品、区域之间的相关性及其与整个企业之间的关系。对比单纯退出某个业务单元或者某个产品市场,退出某个区域市场涉及公司在空间市场上的扩张和缩减,不仅与区域当地特征有关,还和区域之间的联动、配合相关。因此,产品退出和区域退出二者并非包含关系或者独立关系,而是部分关联。

#### (二)国内市场与国际市场

我们可以进一步将区域市场区分为国内市场和国际市场。

首先,退出国内市场与退出国外市场需要考虑的因素有差异。单纯对比国内市场与国外市场,国外市场由于空间距离问题,母公司会更多地考虑控制、文化距离、制度距离等因素,也会受到国际环境波动的影响。Boddewyn(1983)最早将投资、撤资和国内、国外做一个二元组合,并对比分析投资、撤资类别在企业内部决策过程中存在的差异。

其次,用交易成本经济学(transaction cost economy,TEC)解释国内区域市场和国内市场的进入与退出时,可能会考虑成本。不同市场的成本不同、比较优势不同、发展机会也有差异。随着国际资源流动的日益频繁,跨国公司在国内市场 and 国外市场之间的选择也更加自由。因此,国内、外市场对于企业来说,可能是替代的关系,退出本国市场是为了国际市场更低的成本、更多更好的发展机会。例如,Berry(2010)认为企业的撤资和退出行为可能并不是源于业务单元

绩效差,而是出于降低成本(lower-cost production),以及现有资源有更好的利用机会(market opportunities)。当他们在成本更低或市场机会更好的国家投资时,更可能从低成本或市场机会较少的本国市场退出。

跨国子公司退出国外市场是区域市场退出的经典例子(Berry, 2010, 2013)。跨国市场子公司布局构成跨国公司的“期权组合”,子公司的期权价值包括“增长期权”和“转换期权”,前者是为了获取外部环境(市场、宏观环境等)不确定情况下,国外市场未来的成长价值;后者可以帮助跨国公司在不同市场配置生产运作,降低成本(Belderbos和Zou, 2009)。跨国公司子公司的布局是增长期权和转换期权的建构过程。从期权组合视角考虑撤资行为,Belderbos和Zou(2009)发现特定国外市场的子公司配置冗余,以及在相关联的跨国市场子公司配置冗余(redundancy),会减弱不确定性环境下子公司的退出迟滞。Dai等(2017)也从期权组合角度强调子公司的资源特征对另一子公司退出国外市场的影响。这些都与转换期权的行使相关。

### (三)环境不确定性

除了对产品市场、区域市场、国内市场和国外市场的区分,企业退出的另外一个决策情境是高不确定性的外部环境。出于风险规避(risk avoidance),业务退出是企业的一个重要选择。但是,出于组织惰性和沉没成本,企业可能推迟退出(Belderbos和Zou, 2009; O'Brien和Folta, 2009)。Eisenmann(2002)发现业务环境波动程度不断提高时,聘请的代理CEO出于风险规避动机,更加可能退出相关业务,即业务退出是企业面临动荡的外部环境做出的较为保守、规避风险的举动。

因此,将不确定性纳入业务退出的研究情境有一定必要。而不确定性又可以进一步分为内生不确定性和外生不确定性。前者是企业可以控制的,而后者一定程度是不可控的。在内容上,外生不确定性又可分为宏观环境的、国际环境的、行业环境的和政策环境的不确定性;而内生不确定性则包括战略上的、结构上的和公司治理模式上的不确定性。

Gaba和Terlaak(2013)分析了企业面临不确定性的不同类别,包括企业自身、市场以及行业标杆的。因为异质的不确定性的存在,企业会通过观察式学习(observational learning),模仿其他企业的行为,从相关行业退出。

### (四)实物期权理论下的业务退出研究情境

已有的研究既有对不同行业情境的探索和利用,也会考虑实质上的产品市场、区域市场、国际和国内市场之间的差异,这种研究思路相对简单。而随着企业面临的外部环境的变化,业务退出的研究情境趋向复杂、多元。从现象上来说,重要的是识别出各种不同情境中的影响因素和相关影响机制。

首先,横向看,企业(尤其是多元化企业)的业务结构复杂,业务单元涉及各类要素市场以及不同的区域市场,将企业带入了复杂的决策环境。多业务单元的企业在决定是否退出相关业务时,需要考虑企业层面绩效、业务单元绩效、业务单元与企业的关系、业务单元之间的关系等要素;还需要考虑特定的业务单元可能受到特定的市场因素的影响。因此,从实物期权的视角来看,退出决策就需要考虑整体资产期权价值的最大化,并将各个业务单元价值的相互影响纳入整体考虑的范围。

其次,纵向看,企业经营面临着动态的环境变化,既包括与业务经营相关的市场环境(原材料、劳动力成本等),也包括宏观经济、政治环境和国际关系的动态变化和调整。从这个角度来看,企业通过退出来调整业务单元组合(产品、区域市场层面等),也是最大化期权的未来价值。例如,能否在不利局面下,通过业务组合对冲风险;能否在局势变好时,拥有优先、快速进入市场的机会;能否在局势不稳定时,及时化解风险,进入更具优势的区域市场;等等。

本文认为,在考虑企业内部的业务组合、外部的环境因素及其变化时,也是在分析如何应对面临的多重不确定性,以及不确定性之间交互关系可能产生的影响。可以通过这种方式去识别和分析复杂的情境,利用模型等定量的方法衡量其中的期权价值。实物期权理论关注、定义和衡量不确定性,也是为了进一步将实物期权的价值量化,这也是未来研究需要考虑的重要内容(McCarter等,2011;Tong和Li,2008;Tong等,2008)。本文希望搭建这样的研究框架,利用实物期权理论去分析多元、复杂的情境下,企业的业务退出现象。

#### 四、业务退出理论视角的演化

我们从宏观理论(产业理论)、中观理论(组织理论)到微观理论(心理和行为理论),从静态理论到动态理论,以及从被动型理论到主动型理论三个层面总结研究业务退出理论的演化过程,如表2所示。最后,我们强调实物期权理论在业务退出研究中的适用性。

表2 业务退出研究涉及理论总结

理论	相关文献
产业组织理论(IO)	Harrigan(1980a,1981,1982);Porter(1976)
代理理论(agency theory)	Bergh和Sharp(2015);Chen和Feldman(2018);Elfenbein和Knott(2015);Feldman等(2016)
资源基础理论(RBV)和动态能力理论(dynamic capabilities)	Berry(2010);Dai等(2017);Lieberman等(2017);Vidal和Mitchell(2015,2018);Xie等(2016)
资源依赖观(RDT)	Xia和Li(2013)
竞争理论和多点竞争(competitive strategy & MMC)	Anand等(2009);McCann和Vroom(2014)
组织学习(organizational learning)	Brauer等(2017)
制度理论(institutional theory)	Brauer和Wiersema(2012);Chang和Wu(2014);Soule等(2014);Xu等(2014);Zheng等(2017)
印象管理理论(impression management)	Durand和Vergne(2015)
信息理论(information theory)	Aggarwal和Hsu(2014);Gaba和Terlaak(2013)
演化理论(evolutionary theory)	Chen等(2017);Feldman(2013);Fortune和Mitchell(2012);Furr和Kapoor(2018);Miller和Yang(2016);Nachum和Song(2011)
实物期权理论(real option theory)	Dai等(2017);Damaraju等(2015)
社会影响和扩散理论(social influence and diffusion theory)	Gaba和Dokko(2016);Soule等(2014)
行为理论(behavioral perspective)	Duhaime和Schwenk(1985);Shimizu(2007)

资料来源:作者根据现有文献研究脉络整理和总结。

##### (一)从宏观、中观到微观:产业、组织与行为理论视角

对业务退出行为的解释理论经历了从产业层面向组织层面转化的过程。从最初的产业组织理论、竞争理论,逐渐向资源基础理论、资源依赖理论、动态能力理论转化,这也是研究视角从外部转向内部的过程,并且逐渐融入微观个体的因素,考察心理和行为层面的因素。

##### 1. 行业壁垒、行业竞争与多市场竞争

企业退出的研究兴起于20世纪70、80年代。最早应用的理论是产业组织理论(IO),例如Porter(1976)、Caves和Porter(1977)、Harrigan(1980a,1981,1982)。他们关心的是当经济发



生衰退时,企业退出相关行业受哪些因素的影响,并提出了退出壁垒(Exit Barrier)的概念。在这个概念中,行业特性占据主要部分,例如进入特定市场,在初期所需的竞争性投资会较大程度影响企业的退出决策(Harrigan, 1981);企业退出后资产处置是否有对应的市场,以及各类资源的市场流动性(resource mobility)也构成企业退出壁垒(Harrigan, 1980a);而衰退行业与成熟行业由于资源流动性和市场需求等因素的差异,退出壁垒也会有差异,进而企业退出所需考虑的因素也不尽相同(Harrigan, 1980b, 1982)。

由于业务退出最早的研究范式起源于产业组织研究,业务退出作为与商业进入相对立的概念,也被赋予竞争动态色彩。Hopkins(1991)考虑企业的竞争特征和行业特性,认为企业剥离行为是对缺乏吸引力的竞争位置和行业位置的防御反应(defensive response)。Baum和Korn(1996)关注企业间的两类竞争特性,包括企业潜在的竞争态势,以及潜在的市场容忍程度;他们发现,市场竞争态势会提高航空公司的进入率和退出率,而市场容忍度越高,进入率和退出率越低。Baum和Korn(1999)再次对多市场容忍度与企业退出之间的关系进行探索,发现二者存在倒U形联系,退出是企业权衡与竞争对手之间的敌对和容忍后做出的决策。Anand等(2009)在Baum和Korn(1999)提出的多市场竞争与企业退出行为为倒U形关系的基础上,又进一步将企业进入退出行动区分为开发型(exploitative)或探索型(explorative);这种区分可以帮助进一步刻画行业竞争者之间的关系模式,在竞争中模仿抑或在竞争中容忍。上述研究显示,竞争理论对业务退出的解释经历了一个不断补充和细化的过程,研究结论也在不断的对话中逐渐完备。

产业组织理论强调从行业特性、行业竞争者之间关系以及整个行业的竞争特性出发,探讨的是整个行业环境对身处其中的个体企业退出行为的影响,刻画了整个行业进入、退出的动态过程。在产业组织理论相对兴盛的上个世纪,关于企业退出的这种研究范式较为流行。而随着关注企业内部特性的理论的广泛应用,例如资源基础理论、企业动态能力理论、代理理论等,越来越多的研究开始从企业绩效、公司战略和内部治理等组织层面来理解企业的业务退出行为(Berry, 2013; Feldman, 2013; Feldman等, 2016; Hoskisson等, 1994; Xia和Li, 2013)。

## 2. 资源、绩效、多元化和公司治理

20世纪70年代,商业剥离和退出主要是业绩较差的单元。从剥离或退出行为的源头来看,这些资产更多是企业并购而来的(acquired units)且表现较差的资产,或者是多元化、且是无关多元化的部分。并购行为一定程度上以资产剥离为结局(Bergh, 1997; Hoskisson等, 1994; Kaplan和Weisbach, 1992; Singh, 1993),与Porter提到的轻率型并购(imprudent acquisition)相照应。

1985—1990年,产品多元化是引发企业撤资的主要原因。退出可以帮助企业调整多元化水平,多元化程度较低的企业面临不确定性时会进行并购。反之,多元化程度较高的企业面临不确定性时可以通过退出、剥离和抛售相关业务(Bergh和Lawless, 1998),以降低多元化水平。相比较而言,治理结构对撤资强度的影响往往是间接的。例如,外部大股东(non-board blockholder)会负向影响企业多元化程度,继而影响撤资强度(Hoskisson等, 1994)。

从组织架构视角,学者们发现组织架构会影响企业的多元化战略以及业务剥离行为。当企业的组织结构允许企业拥有期权组合,即能够针对单一业务独立决策,企业的多元化程度会提高,并且剥离的行为也较少(Bowman和Hurry, 1993)。也有研究关注了企业所有权结构的影响,例如所有权集中的(closely held firms)企业相比分散的企业有更多的非盈利目标,这样的差异会影响企业的进入、退出和定价行为,从而削弱经济目标对企业这几项行为的影响(McCann和Vroom, 2014)。而家族控制(family control)与非家族控制的企业之间的差异,也会影响企业的



撤资行为,这也可能是因为家族企业肩负着多重目标(股东权益最大化目标vs.家族目标)(Feldman等,2016)。

从资源的视角,学者们对业务退出的解释虽有差异,但含义类似。Capron等(2001)认为,剥离是业务的重新组合过程,而业务资源水平影响这个过程。Berry(2010)就资源、绩效和退出行为之间的关系,给了更丰富的解释框架,她认为企业的撤资和退出行为可能并不是源于业务单元较差的绩效,而是由于企业出于降低成本的考虑(lower-cost production),以及现有资源有更好的利用机会(market opportunities)。Vidal和Mitchell(2015)发现绩效较好的企业同样可能选择部分撤资,以解放资源加快企业未来的成长。Lieberman等(2017)则强调了企业业务退出中,资源重新分配的机制(resource redeployment)。

### 3. 微观视角:心理和行为理论的应用

在研究企业业务退出时,同时关注微观个体的行为和心理影响。应用较多的理论包括前景理论(prospect theory)、应激僵化(threat and rigidity)、承诺升级理论(escalation of commitment)、行为理论(behavioral theory)等。

Shimizu(2007)结合前景理论、行为理论和应激僵化理论,考察了绩效对前期并购业务剥离的负向作用,而这种效应表现在一定的范围内,超过一定范围,这种负向效应会变弱。组织的承诺升级(escalating commitment)作为影响战略壁垒(strategic barriers)的重要因素,使企业较难从一系列投资、投入活动中“抽身而出”。因此,组织层面的承诺升级程度越高,企业越难及时做出退出决定(Ross和Staw,1993;Zardkoohi,2004)。而管理层风险偏好、不确定性和激励水平对退出的影响也受到了关注(Burgelman,1996;Sanders,2001)。

#### (二)从静态视角到动态视角

对业务退出行为的理解视角有一个从静态向动态演化的过程。这里对静态理论和动态理论的划分关注的是理论机制的静态、动态之分。最常用的静态理论视角是资源基础理论,将企业的业务退出解释为企业的资源重新配置、释放资源、去多元化提升协同效应;抑或是资源依赖理论考察业务单元对企业整体或者外部环境的依赖情况的影响;以及代理理论解释管理层在退出决策中的作用。

Xia和Li(2013)利用资源依赖理论,发现并购而来的子业务单元(subunit)与母企业之间的相互依赖(mutual dependence)以及子业务通过开展的各项并购和联盟活动来提高自身权力的行为均会影响该业务单元被剥离的可能性。Eisenmann(2002)在代理理论的框架下,发现当业务所处环境波动程度不断提高,相较于公司所有者直接管理,聘请代理CEO的管理模式(代理风险高),会提高企业退出的可能性;即业务退出、抛售资产是企业面临动荡的外部环境做出的较为保守、规避风险的举动。

在业务退出研究中,应用较多的动态理论视角是动态能力理论和演化理论。Xie等(2016)认为企业业务退出可以是积极、主动的战略调整过程。业务退出作为主动型战略(exit as a proactive strategy),通过撤退(retreat)、重新整合(realign)、资源的重新分配(redeploy)和重构(reconfigure),达到捕获新机会的目的,这也是企业在高度不确定和动态环境下动态能力(dynamic capabilities)的体现。

演化理论视角(evolutionary theory)则是结合生态学的一些概念来阐述企业业务退出行为(Feldman,2013;Fortune和Mitchell,2012;Miller和Yang,2016;Nachum和Song,2011)。例如,选择和适应(selection and adaptation)、成长路径(growth trajectory)、历史路径依赖(path dependence)、行业/企业演化(industry/firm evolution)等。Fortune和Mitchell(2012)将企业的并

购和解体与适应和选择相对应,认为并购是适应的结果,业务解体则是行业选择的结果;在这个过程中,能力得到吸收重组或者淘汰,而能力的类别也会起到一定作用(manage-rial capabilities or functional capabilities)。

### (三)从被动型理论到主动型理论

退出的主动战略角色最早由Porter(1976)提出。然而随后的文献,从初期的认为绩效越差越可能退出到认为企业退出是对无关的低效率多元化战略的调整(Bergh, 1997),强调的是企业的被动角色。而后来的研究提出退出是资源的重新分配、业务的重新组合(Capron等, 2001; Helfat和Eisenhardt, 2004),以及退出是为了以后更好的发展和成长(Vidal和Mitchell, 2015),则是在强调退出的主动型战略含义。这两类观念的转变,表现了企业在战略调整中的被动和主动姿态之间的转变。而在这个过程中,企业能力得到了重塑,学者们对企业的角色也有了重新认识。

业务退出作为一种主动型战略(proactive strategy),并且是企业动态能力的体现的观点越来越得到重视(Xie等, 2016)。Berry(2010)提出退出原来的业务市场,是对新市场机会的利用。Vidal和Mitchell(2015)认为企业退出通过解放资源促进企业成长。企业退出的过程,也是企业重新配置资源的过程(Lieberman等, 2017);尤其是主动型业务退出,帮助企业在被保留的业务上更好地调配资源(Feldman, 2016)。这种资源的重新配置过程与企业战略重构过程相关联,而其背后是公司战略的调整(Karim和Capron, 2016; Sakhartov, 2017; Sakhartov和Folta, 2014)。

### (四)实物期权理论及与其他理论的结合

实物期权的概念包含了管理和投资两类含义,既是对过去获取的资产的管理,也是对现在和未来的投资机会的发现和把握(Kogut和Kulatilaka, 2001; McGrath, 1997; Trigeorgis和Reuer, 2017),在过去、现在和不确定未来之间建立联系。因此很多因素,包括内部的和外部的,过去的(进入业务时的决策)和未来预期的,均会影响相关业务退出行为。以往单一、固定视角对业务退出的部分现象缺乏解释力。实物期权理论可作为一个补充,为分析和解释企业业务退出行为提供一个新的视角。同时,可结合部分其他理论,分析多种情境中的业务退出现象。

首先,现有的主动型理论更多关注退出的影响,而未追溯退出决策过程的主动性特征。实物期权理论,一方面帮助正视企业业务退出的战略含义;另一方面帮助分析企业退出的决策过程,结合企业的风险偏好、投资逻辑以及多样业务的特征和联系,分析退出决策过程的影响因素。期权逻辑下,企业退出不仅需要考虑到业务层面和企业层面的绩效等,还需要考虑进入该业务时的战略布局,以及退出该业务后的战略调整和对未来的规划。例如,业务退出可能由“发现机会”触发,是一个创业过程(Trigeorgis和Reuer, 2017)。

其次,单一、固定的理论视角,忽略了其他理论的替代性解释机制,例如Dai等(2017)利用资源基础理论解释在东道国发生战争时,在该国有特殊资产的子公司,由于对这些稀有的、有价值资源的珍视,使其退出该国的可能性较低;而这个结果也可能是由于企业或者管理层倾向高风险高收益战略,而在选择承担风险的基础上,不退出发生战争的东道国市场。解决这种不同理论的替代性解释问题,要关注可以产生类似解释结果的不同理论;还要寻找和验证不同理论的解释机制,确定有解释力的理论视角。

现有文献有结合不同理论分析企业退出现象,例如,结合演化理论和企业资源/能力基础理论,对比初创企业和多元化企业退出的原因(Chen等, 2017),考虑资源相似性对进入和退出的不同影响(Miller和Yang, 2016),以及刚进入时的能力特征和技术模式对退出的影响(Furr和Kapoor, 2018)。也有文献将行为理论和资源理论相结合,尤其考虑理想绩效水平(performance

aspiration level)对退出的影响(Vidal和Mitchell, 2015)。而在关注“延迟退出”(exit delay)这一特殊现象时,Elfenbein和Knott(2015)及Elfenbein等(2017)结合多种理论,例如代理理论、行为理论、期权理论,探讨退出过程中的影响因素,尤其是研究延迟退出的决策机制(mechanisms)。

再次,如果将跨国公司子公司布局看作企业建构期权组合的过程,在这个过程中,交易成本也是重要的因素(Berry, 2010)。结合交易成本经济学,跨国公司的业务退出既与外部的不确定性相关,也受各类交易成本的影响,而交易成本同时会影响企业对不确定性的认知和态度,这些在研究中需要综合考虑。而制度上的不确定性是构成不确定性的重要部分,也是文献中关注较多的(Cuypers和Martin, 2010; Tong和Li, 2008),制度空白(institutional voids)、制度差异(institutional distance),以及制度对企业行为的影响与实物期权理论也可以做进一步的结合以及比较研究。

综上所述,实物期权理论更多的关注业务退出决策和退出过程,结合其他的理论视角,可以帮助理清企业业务退出决策的影响因素。

### 五、业务退出理论模型——实物期权视角

我们通过实物期权理论与其他视角相结合,通过搭建一个简单的框架,解释业务退出,并在此基础上,探讨实物期权理论对现有理论的拓展及局限性,并提出几个未来研究方向。

#### (一)业务退出的实物期权框架

实物期权理论强调企业初期的投资是一种获取未来发展机会的行为。企业有权利选择在形势有利时继续投资,在不利时退出投资,但不承担必须投资的义务。通过这种类似契约(contract)的形式,企业锁定了未来形势有利时的利润,而控制住了未来形势不利时的亏损。这种方式可帮助利用期权思路的企业处理面临的不确定性。实现无限盈利与有限亏损(McGrath, 1997; Reuer和Leiblein, 2000)。

本文在总结现有业务退出文献的基础上,描绘和解释实物期权理论在业务退出领域的应用范围,并构建相关的研究框架。表3是相关的总结。

表3 实物期权理论框架在业务退出研究中的应用

实物期权理论(real option theory)	
业务退出的定义	看涨期权、看跌期权、实物期权组合
业务退出的起因	风险偏好特征和不确定性下的投资逻辑:低买高卖
业务退出的过程	不确定性程度和实质、次序性与阶段性、灵活性、放弃和停止投资、资源再分配
业务退出的价值和影响	下跌风险和上升潜力、权利和责任的不对称、放弃的权利

资料来源:作者根据现有文献研究脉络整理和总结。

#### (二)实物期权理论对业务退出的定义

从实物期权角度理解业务退出,可以从几个方面考虑:

第一,业务退出可以看作企业进行投资,获取看涨期权后,在有一定预期(看跌)和风险偏好的基础上,企业采取的及时行权举动(exercise of an call option)。

第二,业务退出可以看作是预期当下资产的价值、未来的盈利能力可能降低,处置该资产的行为。选择在资产价值较高时售卖,保证该资产的投资不受损失。从投资的逻辑看,此时退出该业务、售卖该资产,获利更高,这是看跌期权的逻辑(exit as a whole put option)。

第三,全盘退出意味着完全退出市场,可能丧失未来在该市场占据有利竞争位置的机会(进入门槛较高)。因此,在部分退出模式中,退出的部分是看跌期权逻辑;而保留扩张机会,符



合看涨期权的逻辑。

第四,可以将业务退出的期权价值考虑为退出业务后企业更多的其他选择的价值,例如增长期权(growth option)、转换期权(switching option)、推迟期权(deferral option)和放弃期权(abandonment option)。主要区别在于,业务退出是否有助于企业获取成长机会、减少退出投资、推迟投资以及转换价值链活动。

企业业务退出行为与投资行为二者的关系,与看涨期权和看跌期权的关系类似。部分退出模式则是看涨期权和看跌期权的结合。Dai等(2017)将跨国公司的子公司看作实物期权组合,而跨国子公司的退出行为则是企业在诸多看涨期权之间进行抉择;此时,其他看涨实物期权/子公司的存在也会影响企业对特定子公司的处置。这种类比是否可行,还需要更多的实证研究加以证明(Damaraju等,2015)。

在业务退出决策中,企业可能面对未来形势向好,而要退出的业务在未来价值可能有所提升,导致企业面临损失风险。此时,重新进入会导致再次遭受沉没成本,失去先动优势,甚至可能面临失去在该业务市场拓展影响的机会。诸多不确定性使得企业在做退出决策时须更加谨慎。

### (三)不确定性在业务退出中扮演的角色

在实物期权理论中,对业务退出起因的分析,源于企业对未来不确定性的预期。影响业务退出不确定性的因素大致来自于企业面对的复杂外部环境,有时也包括内部或者企业间关系。Dixit(1989)结合实物期权价值分析企业进入或退出市场的行为,认为不确定性的主要来源是市场价格,包括汇率价格、资源价格等,通过设定随机模型模拟价格变化的不确定性,确定企业进入或退出市场的边界;市场价格高于进入成本和各项变动成本,则进入;反之,则退出。Tong和Li(2008)将亚太地区的跨国企业在经营中面临的不确定性分为政策不确定性、投入成本不确定性、市场和技术不确定性以及结盟伙伴(资源和行为上的)不确定性。这些不确定性会影响跨国公司选择不同的经营策略,例如出口策略(exports)、许可证策略(licensing)和联营企业策略(joint venture)。Cuypers和Martin(2010)则将企业面对的不确定性分为外生和内生的,前者包括经济的、制度的和汇率的,后者则是文化上的、企业能力上的和活动范围上的不确定性。在面临东道国环境不确定时,跨国公司可以通过限制投资规模,选择和东道国公司合资、部分并购、联盟等方式,既保留成长期权,又保留放弃期权;同时可以选择多个国家进行布局,保证转换期权的价值;也可以考虑加大投资把握在东道国的扩张机会(Tong和Li,2008)。

企业通过预期、分析不确定性,决定实物期权的行权或者继续保留。业务退出是企业预期未来会出现不利局面,在“看跌”逻辑下,行使期权。当企业采取部分退出的模式(部分退出、保留部分业务),或者进一步区分成长期权、转换期权、放弃期权以及考虑期权组合模式,此时某些退出行为的选择,既有“看跌”的逻辑,也有“看涨”的逻辑。“看跌”逻辑是为了最大化短期的收益,“看涨”的逻辑把握着未来扩张的机会。

### (四)“实物期权×业务退出”框架

在分析业务推出的期权定义和总结不确定性含义的基础上,首先,我们考虑企业面临的不确定性的程度和性质(包括单一不确定性或多重不确定性,以及不确定性之间是独立关系或者相关关系)。单一不确定性主要指影响业务单元经营的因素较为集中和单一,例如国外市场的政治环境(Damaraju等,2015)、经济环境、制度环境(Cuypers和Martin,2010);而多重不确定性主要指Tong和Li(2008)或Cuypers和Martin(2010)等提出的政治的、经济的、文化的、结盟伙伴的以及自身能力的不确定性的交互影响。例如,O'Brien和Folta(2009)在考虑不确定性(the volatility of stock returns)对企业退出的影响的同时也考虑行业的技术特性,那么行业的不确定性与整体不确定性的联合影响也值得关注。其次,我们关注业务退出分类(主要指企业是单



一业务下的退出还是多重业务组合下的退出)。区分不确定性和业务类型基础上的六种情境中业务退出的期权含义,以及该期权性质下,企业应采取的有效措施,如表4所示:

表4 “实物期权×业务退出”分类框架

期权类型	不确定性的实质和程度		
	单一不确定性	多重不确定性	
		不相关	相关
单一业务退出	看跌期权 •收缩 •次序性	行使看涨期权 •收缩 •资源重配/等待与观望 •放弃	行使看涨期权 •放弃 •等待与观望
业务组合退出	看涨期权 •继续投资/扩张	看涨/看跌期权 •期权组合 •继续投资/收缩 •次序性	看涨/看跌期权 •期权组合 •收缩 •放弃

资料来源:作者根据现有文献整理和总结。

第一,对于单一业务的退出行为,在三种不确定性的情境下,退出的期权含义不同。首先,当面临单一的不确定性,由于单一业务的重要性,企业全盘退出业务的可能性较低。企业更可能预期未来形势走低的同时,采取看跌期权的逻辑,采取业务收缩战略(contract),按照一定次序退出业务(sequencing),静待未来形势的确定。一方面减少未来形势往不利方向变化时的损失,同时保留未来形势朝有利方向变化时继续该业务的机会。其次,当面临多重不确定性,且不确定性之间彼此无关,单一业务单元退出更可能是看涨期权的行权,将多重不确定性视为不利的条件(无法同时应对多种环境的变化),这时候的决策是通过进一步收缩、进行资源重配(reallocation)、等待与观望(wait and see)或者放弃业务、及时止损。再次,当面临多重不确定性,而不确定性之间相互关联,则需要分析多种环境因素相互影响的方向,判断是同方向还是反方向的变化,若不确定程度相互加重,企业更可能选择直接退出业务;若不确定程度得以缓和,则企业可能利用其他环境的变化对冲部分风险,选择等待和观望。

第二,对于多重业务的退出行为,在不确定环境中,可做的选择更加多样。首先,当某一业务面临单一不确定性时,其他业务不受该不确定性的影响,其他业务的存在作为缓冲,可以选择继续进行业务(continue),甚至是扩张部分业务(expand),以高风险博取高收益。其次,当未来可能面临着多重的不确定性,例如,企业同时面对外部政策和技术不确定性,或者外生环境和企业内生能力不确定性。当多重不确定性相互无关联,各自只影响单一业务,则可以简化成单一业务受影响的情形。而当多重不确定性之间存在复杂关系时,企业应在多重业务中决策继续或者退出某一业务,此时结合看涨和看跌期权,构建复合期权可能帮助企业更好的决策。无论哪种情况,多重业务下的退出行为可能是一个“期权组合”,企业选择收缩、次序性退出以及放弃部分业务,这些组合形成了风险管理组合,利用对冲的手法,最小化损失,从而保证最大化收益。在这个过程中,关键是识别多重不确定性与相关业务的关系,例如,发展中国家的市场不确定性和政策的不确定性对跨国公司的扩张和发展的含义可能不同。

#### (五)实物期权视角:业务退出研究方法

实物期权视角下,关注业务退出的研究涵盖三类方法,理论和定性研究(theoretical and qualitative)、建模和量化研究(modeling and quantitative)以及实验设计方法(experimental)。而这三类方法研究关注的则是实物期权在企业战略决策中的三类角色(三类决策过程),即实物期权推理(real option reasoning)、实物期权建模和估值(real option valuation and modeling)以及

行为过程(behavioral)(Trigeorgis和Reuer,2017)。

实物期权推理(ROR)依赖逻辑并认为实物期权逻辑是企业管理层的一种思考方式,在这种思考方式下,即使企业不能明确某项战略行为或者投资行为作为实物期权的确定价值,也会预估不确定性的价值,采取阶段性方式或者组合性方式,最大化潜在价值(McGrath,1997;Trigeorgis和Reuer,2017)。对于业务的退出、投资的放弃,理论和定性的研究描述了企业在期权逻辑下的决策特征,例如可放弃选择(abandonment)与次序性投资的影响(Adner和Levinthal,2004),外部制度环境,例如破产法如何影响企业退出的期权价值(Lee等,2007),跨国公司如何布局跨国子公司(Tong和Li,2008)等。

实物期权建模和估值(ROV)依赖正式的分析方法,如推导和模拟,估计期权价值,在此基础上进行决策;而建模与量化研究则在此基础上提出并验证相关假设。Dixit(1989)刻画产品成本的不确定性(随机变化),纳入变动成本、固定成本等参数,设置模型并推导企业进入和退出投资的参数区间。Chi(2000)通过设置不确定性参数,模拟不同不确定性程度下,企业参与的联合投资的期权价值,继而判断企业并购和剥离联合投资的可能性。

实物期权行为过程研究关注期权逻辑在组织内部如何运作,Elfenbein和Knott(2015)是通过实验的方法探索延迟退出的决策机制(mechanisms),考虑期权价值对退出过程中的影响。

本文所强调的业务退出行为,尤其是局部退出、次序性退出行为,其期权价值既包括保留资产的价值,也包括未来业务进入机会的价值;要想科学的度量这一部分价值,可能需要结合定性和定量的方法,而在不同的退出行为下不确定性参数的设定也应与特定的环境特征相协调。

## 六、讨论及未来研究方向

### (一)实物期权理论对现有理论视角的补充

实物期权理论对现有的解释业务退出的理论视角的补充,主要包括以下四点:

第一,在动态能力理论视角的基础上,增加了一类描绘企业主动型战略的研究视角。企业突破现有业务结构、经营惯性和绩效水平的限制,主动、积极地管理和运营现有的业务结构。在预期未来经营环境变化的不确定情境下,改变业务的状态、或进入新业务、或退出原有业务,这种积极的姿态以动态能力理论解释,是企业能力的体现;也可以理解成企业以期权的逻辑去管理现有业务,谋划的是企业业务或者资源未来的、整体的盈利能力和价值。

第二,在解释企业业务退出的主动型战略中,实物期权对资源和资产的态度,与现有文献有一定差别。现有文献强调的资源重组、重新分配(resource reconfiguration/redeployment),是在强调协同性的基础上,从经营的逻辑提升资源的整体价值(Karim和Capron,2016;Sakhartov,2017;Sakhartov和Folta,2014;Vidal和Mitchell,2015)。而实物期权逻辑理解的业务退出加入了投资逻辑,考虑资产的不确定性,处置资产,满足“低买高卖”的投资信条,从而一定程度脱离传统的经营逻辑。

第三,实物期权理论强调不确定性,其对待不确定性的态度与传统的经济理论、代理理论、资源理论不同。后者强调不确定性环境下,人的有限理性、机会主义等会损害企业的价值,需要从治理模式的选择上加以解决(Trigeorgis和Reuer,2017)。而实物期权理论强调保持灵活性(stay flexible)以应对未来的各种情形;这种灵活性主要是为了将损失遏制在最低限度(最初的投资程度),并保持根据未来条件的变化相机而动的期权。二者有本质的区别。

第四,实物期权理论强调权利和义务的不对称性。实物期权理论为战略管理领域的经典悖论“灵活性/承诺”(flexibility or commitment)提供了新的缓解方法(Trigeorgis和Reuer,2017)。企业在获取资源优势的过程中,必将损失一定程度的灵活性,而灵活性是应对危机的关键。次

序性投资、初期小额投资是投资策略,未来投资选择权利、非义务性是实物期权逻辑特征,也是解决上述悖论的重要方法。企业利用实物期权的逻辑保证投资的灵活性,也保证了公司业务组合的多样性和可变性。这种不对称的投资逻辑对现有的投资理论、资源本位理论有所贡献。

### (二)实物期权理论应用的局限性

第一,正如Adner和Levinthal(2004)所强调的,期权(options),即企业面临的选择项,源于应对不确定性,应该与路径依赖理论的解释区分开来,实物期权理论的核心概念——灵活性,主要来自于放弃投资的权利,而不在于初期投资额度的灵活。此时,企业面临的困境是如何确立放弃的标准(abandonment issue),因为“失败”往往很难证实,同时受到很多因素的影响。期权理论强调期权的价值不受内生变量影响以及市场信号可预示期权价值(可观测的、独立的外部信号);而这两点在实物期权领域是否有应用的可能性是有待商榷的。另外,正如Zardkoohi(2004)、Shimizu(2007)所认为的,行为理论,例如前景理论、承诺升级理论等,也可用来解释业务部分退出现象,这些行为理论与实物期权的解释的差异是作用机制,而这也是现有研究未完全解释的问题。因此,在实物期权理论框架下,企业应对不确定性的战略态度和决策,及其与退出行为的关系,还需要更多的定性、定量研究加以探究。

第二,本文的分析和设想是理想的,还需要从根本上确定企业对实物期权逻辑的认识,确定企业的风险偏好特征和对不确定性的预期特征,而不是简单地套用该理论。这也是未来研究首先需要关注的问题,由此才可以利用实物期权的性质和特征评价和预测企业的行为,以及找到其中的运作机制和影响因素。

第三,实物期权理论对研究情境有一定要求,这关乎该理论的应用边界。不确定性的框架很实用,但显得边界不清晰,提出的研究问题也需要关注特殊情境的勾勒,考虑不确定性的定义和衡量。例如,经济学研究中认为不确定性主要来自于市场价格波动,因此用连续的随机游走模型定义市场价格(random walk),这类模型近似模拟汇率价格、自然资源价格的变动(Dixit, 1989)。另外,具体的衡量企业面对的不确定性,或者是利用股票市场波动(Volatility of stock market)(Gaba和Terlaak, 2013; O'Brien和Folta, 2009),或者是利用特定的事件,例如国内战争(Dai等, 2017),或者是利用相关指数,例如国家风险指数、区域制度质量指数等(Cuypers和Martin, 2010),同时也可能利用随机模型设定资产价值随时间变化的不确定性(Chi, 2000)。在实际研究中,我们要将概念和实际的操作结合,确定特定情境下符合理论的概念衡量方式。

### (三)未来研究方向

运用实物期权理论理解业务退出,未来研究方向包括理论和实证方面,以及整合跨领域的理论和模型,具体论述如下:

#### 1. 理论研究

首先,实物期权在解释业务退出时,关键是分析企业的风险偏好以及企业对未来不确定性的感知和预期(sensing and anticipating)。不确定性不是业务退出的根本原因,对不确定性的不利预期和企业本身的风险厌恶相结合可作为一种解释。这种感知和预期以及该过程的运作条件和影响因素还需要更多的探索,以丰富应用框架。另外,由于不确定性在实物期权理论中扮演着重要的角色,在考虑企业面对的外部 and 内部环境不确定性时,企业如何识别、判断不确定性、衡量不确定性,以及如何处置与应对,从战略到企业内部治理和管理层运作,哪些因素影响这一过程,这也是未来研究的重要内容。

其次,理论研究上,还需要更多地分辨企业的投资逻辑和经营逻辑,以及不同逻辑的应用



范围和应用情境。并且,从公司战略的角度,投资逻辑和经营逻辑如何相互作用,共同影响公司整体的战略规划和调整,具体的作用机制还是要考虑具体业务的特征。

## 2. 实证研究

采用实证的方法,检验实物期权理论在业务退出中的应用的研究相对较少(Belderbos和Zou,2009;Dai等,2017;Damaraju等,2015;O'Brien和Folta,2009)。我们认为,由于需要强调不确定性的研究情境,实证研究中可以选择单一行业进行研究,或者关注特定业务和项目运作(project level)(Trigeorgis和Reuer,2017)。这种方式可以保证其他不可观测的解释变量得以控制,但同时面临研究结论是否具有可推广性的挑战。另外,同一行业中的企业面临的宏观环境、政策环境、行业环境是相同的,因此企业的异质性在感知不确定性的过程中特别重要,实证的过程关键在如何识别出这些异质性。因此,未来的研究中,可以采用具体的案例进行分析。

另外,关于实物期权在企业决策中的应用,我们还需要更多细致的数据去描绘公司整体、管理者的风险意识和对不确定性的态度,也包括关注管理层的决策特征,这些数据可以通过访谈、问卷获得。也可以考察与实物期权运作实际相关的机制,比如,初期是否是小额投资规模、是否次序性退出、是否有资源的重新配置、是否保持充足的流动性,而这些机制可以从企业一系列的行为中得以验证。关于业务退出的实物期权逻辑的应用,还可以关注退出后企业相应采取的其他措施,比如,是否再投资,是否等待不利情况消失后重新进入(reentry)。通过决策模拟,还原决策过程中的各种影响因素和情境有助于更好的分析(Trigeorgis和Reuer,2017)。

## 3. 实物期权理论与其他理论的融合

第一,由于实物期权理论来源于金融期权理论,而后者很多的模型和概念可以更多地被应用到实物期权领域,这是未来研究的方向之一。

首先,这些模型可以帮助我们定义不确定性。以往研究多是利用波动性衡量和定义不确定性,考虑的因素过于单一。而通过模型的简化定义,我们可以找到合适的估计模型,可以纳入更多的衡量因素,方法更加科学。其次,期权定价模型可以帮助我们衡量业务退出背后的实物期权价值。由于实物期权根据其实质含义可以分为增长期权、延期期权、放弃期权等,实证设计中我们可以利用期权定价模型,结合企业相关数据,去衡量不同性质的期权价值,以及探讨期权价值的影响因素。

第二,实物期权理论由于对不确定性的关注,经常与行为理论,尤其是决策理论相联系。一方面,学者们关注期权视角在企业决策中(decision making)扮演的角色,并认为其与决策偏差关联(Kogut和Kulatilaka,2004);同时尝试用行为理论探讨期权的很多逻辑,例如McGrath等(2004)强调期权与战略管理中的直觉决策(heuristic)关系密切。另一方面,实物期权理论强调的放弃权利是降低承诺升级的过程(de-escalation)(McGrath等,2004),而Zardkoohi(2004)认为,实物期权下不受限制的投资行为会引发企业承诺升级行为(escalation of commitment)。大量理论研究已经在不断对比行为理论和实物期权理论,通过这种方式帮助确定实物期权理论边界,因此将行为理论与实物期权理论相结合,拓展其在实证方面的应用,也是未来研究方向之一。

第三,交易成本是企业进行业务组合尤其是跨国公司子公司布局时考虑的重要因素(Berry,2010),而交易成本理论如何与实物期权理论结合,解释企业的撤资、业务剥离行为等,是需要关注的。另外,制度理论中涵盖的制度不确定性的概念是实物期权模型中的重要变量,而制度空白、制度差异等概念如何与实物期权下的撤资行为结合,也需要更多地加以关注。而我们关注的实物期权理论的应用边界(尤其是其与其他理论的差别)及其作用机制(外生、内生不确定性通过什么渠道影响企业做出与期权相关的决策)等问题,也需要在与其他理论——尤



其是同时关注不确定性的影响的理论,例如前景理论、演化理论等——相结合的基础上加以探讨。因此,未来研究可以在融合多种理论的基础上,通过合适的研究设计,选择合适的情境,帮助确定实物期权理论的应用边界。

#### 4. 中国情境中的应用

中国特殊的制度环境和市场环境(最大的发展中国家)为研究不确定情境下的业务退出行为提供了丰富的素材。首先,环境的特殊性会带来较多类别和较大程度的不确定性,包括政治的、政策的、文化的、市场的(Tong和Li,2008),这些不确定性会影响企业日常经营,受影响的企业不仅包括本土企业,而且包括跨国公司。对于本土企业,国内环境的特殊性一方面体现在国内子市场的差异(省份、地市),也体现在与国外市场的差异。因此,本土企业退出国内(子)市场和退出国外市场都是较为常见的现象。本土企业如何布局子公司,分摊风险,以及他们业务退出行为有何特征,也可以尝试采用期权框架分析。对跨国公司而言,进入或退出中国市场(entry and exit),以及退出后再进入(reentry)是有趣的研究话题。这种退出行为一方面与跨国公司在市场经营特性相关(例如,是否适应中国的制度环境,与中国企业的竞争等),另一方面也取决于其在全球市场的布局策略(Cuypers和Martin,2010);前者与中国市场的不确定性相关,后者则是公司对整体市场不确定性的把握,而实物期权理论解释这几个问题也有一定的研究空间。

#### 主要参考文献

- [1]张光曦. 战略联盟不稳定成因分析与演化方向预测——基于资源依赖理论和实物期权理论[J]. 外国经济与管理,2013, 35(8): 36-45.
- [2]Adner R, Levinthal D A. What is not a real option: Considering boundaries for the application of real options to business strategy[J]. *Academy of Management Review*, 2004, 29(1): 74-85.
- [3]Aggarwal V A, Hsu D H. Entrepreneurial exits and innovation[J]. *Management Science*, 2014, 60(4): 867-887.
- [4]Anand J, Mesquita L F, Vassolo R S. The dynamics of multimarket competition in exploration and exploitation activities[J]. *Academy of Management Journal*, 2009, 52(4): 802-821.
- [5]Baum J A, Korn H J. Competitive dynamics of interfirm rivalry[J]. *Academy of Management journal*, 1996, 39(2): 255-291.
- [6]Baum J A, Korn H J. Dynamics of dyadic competitive interaction[J]. *Strategic Management Journal*, 1999, 20(3): 251-278.
- [7]Belderbos R, Zou J. Real options and foreign affiliate divestments: A portfolio perspective[J]. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40(4): 600-620.
- [8]Bergh D D. Size and relatedness of units sold: An agency theory and resource-based perspective[J]. *Strategic Management Journal*, 1995, 16(3): 221-239.
- [9]Bergh D D. Predicting divestiture of unrelated acquisitions: An integrative model of ex ante conditions[J]. *Strategic Management Journal*, 1997, 18(9): 715-731.
- [10]Bergh D D, Lawless M W. Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: The effects of environmental uncertainty and diversification strategy[J]. *Organization Science*, 1998, 9(1): 87-102.
- [11]Bergh D D, Sharp B M. How far do owners reach into the divestiture process? Blockholders and the choice between spin-off and sell-off[J]. *Journal of Management*, 2015, 41(4): 1155-1183.
- [12]Berry H. Why do firms divest?[J]. *Organization Science*, 2010, 21(2): 380-396.
- [13]Berry H. When do firms divest foreign operations?[J]. *Organization Science*, 2013, 24(1): 246-261.
- [14]Boddeyn J J. Foreign divestment: Magnitude and factors[J]. *Journal of International Business Studies*, 1979, 10(1): 21-26.
- [15]Boddeyn J J. Foreign and domestic divestment and investment decisions: Like or unlike?[J]. *Journal of International Business Studies*, 1983, 14(3): 23-35.
- [16]Boot A W. Why hang on to losers? Divestitures and takeovers[J]. *The Journal of Finance*, 1992, 47(4): 1401-1423.

- [17]Bowman E H, Hurry D. Strategy through the option lens: An integrated view of resource investments and the incremental-choice process[J]. *Academy of management review*, 1993, 18(4): 760-782.
- [18]Brauer M. What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda[J]. *Journal of Management*, 2006, 32(6): 751-785.
- [19]Brauer M, Mammen J, Luger J. Sell-offs and firm performance: A matter of experience?[J]. *Journal of Management*, 2017, 43(5): 1359-1387.
- [20]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.
- [21]Burgelman R A. Progress model of strategic business exit: Implications for an evolutionary perspective on strategy[J]. *Strategic Management Journal*, 1996, 17: 193-214.
- [22]Capron L, Mitchell W, Swaminathan A. Asset divestiture following horizontal acquisitions: A dynamic view[J]. *Strategic Management Journal*, 2001, 22(9): 817-844.
- [23]Caves R E, Porter M E. From entry barriers to mobility barriers: Conjectural decisions and contrived deterrence to new competition[J]. *The quarterly journal of economics*, 1977, 91(2): 241-261.
- [24]Chang S-J, Wu B. Institutional barriers and industry dynamics[J]. *Strategic Management Journal*, 2014, 35(8): 1103-1123.
- [25]Chen H, Jorgensen B N. Market exit through divestment-The effect of accounting bias on competition[J]. *Management Science*, 2018, 64(1): 164-177.
- [26]Chen S, Feldman E R. Activist-impelled divestitures and shareholder value[J]. *Strategic Management Journal*, 2018.
- [27]Chen T, Qian L, Narayanan V. Battle on the wrong field? Entrant type, dominant designs, and technology exit[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(13): 2579-2598.
- [28]Chi T. Option to acquire or divest a joint venture[J]. *Strategic Management Journal*, 2000, 21(6): 665-687.
- [29]Cuypers I R P, Martin X. What makes and what does not make a real option? A study of equity shares in international joint ventures[J]. *Journal of International Business Studies*, 2010, 41(1): 47-69.
- [30]Cyert R M, March J G. A behavioral theory of the firm[J]. Englewood Cliffs, NJ, 1963, 2: 169-187.
- [31]Dai L, Eden L, Beamish P W. Caught in the crossfire: Dimensions of vulnerability and foreign multinationals' exit from war-afflicted countries[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(7): 1478-1498.
- [32]Damaraju N L, Barney J B, Makhija A K. Real options in divestment alternatives[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(5): 728-744.
- [33]Dixit A. Entry and exit decisions under uncertainty[J]. *Journal of Political Economy*, 1989, 97(3): 620-638.
- [34]Duhaim I M, Schwenk C R. Conjectures on cognitive simplification in acquisition and divestment decision-making[J]. *Academy of Management Review*, 1985, 10(2): 287-295.
- [35]Durand R, Vergne J-P. Asset divestment as a response to media attacks in stigmatized industries[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(8): 1205-1223.
- [36]Eisenmann T R. The effects of CEO equity ownership and firm diversification on risk taking[J]. *Strategic Management Journal*, 2002, 23(6): 513-534.
- [37]Elfenbein D W, Knott A M. Time to exit: Rational, behavioral, and organizational delays[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(7): 957-975.
- [38]Elfenbein D W, Knott A M, Croson R. Equity stakes and exit: An experimental approach to decomposing exit delay[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(2): 278-299.
- [39]Feldman E R. Legacy divestitures: Motives and implications[J]. *Organization Science*, 2013, 25(3): 815-832.
- [40]Feldman E R. Corporate spin-offs and capital allocation decisions[J]. *Strategy Science*, 2016, 1(4): 256-271.
- [41]Feldman E R, Amit R, Villalonga B. Corporate divestitures and family control[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(3): 429-446.
- [42]Fortune A, Mitchell W. Unpacking firm exit at the firm and industry levels: The adaptation and selection of firm capabilities[J]. *Strategic Management Journal*, 2012, 33(7): 794-819.

- [43]Furr N, Kapoor R. Capabilities, technologies, and firm exit during industry shakeout: Evidence from the global solar photovoltaic industry[J]. *Strategic Management Journal*, 2018, 39(1): 33-61.
- [44]Gaba V, Dokko G. Learning to let go: Social influence, learning, and the abandonment of corporate venture capital practices[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(8): 1558-1577.
- [45]Gaba V, Terlaak A. Decomposing uncertainty and its effects on imitation in firm exit decisions[J]. *Organization Science*, 2013, 24(6): 1847-1869.
- [46]Harrigan K R. The effect of exit barriers upon strategic flexibility[J]. *Strategic Management Journal*, 1980a, 1(2): 165-176.
- [47]Harrigan K R. Strategy formulation in declining industries[J]. *Academy of Management Review*, 1980b, 5(4): 599-604.
- [48]Harrigan K R. Deterrents to divestiture[J]. *Academy of Management Journal*, 1981, 24(2): 306-323.
- [49]Harrigan K R. Exit decisions in mature industries[J]. *Academy of Management Journal*, 1982, 25(4): 707-732.
- [50]Harrigan K R. Exit barriers and vertical integration[J]. *Academy of Management Journal*, 1985, 28(3): 686-697.
- [51]Helfat C E, Eisenhardt K M. Inter-temporal economies of scope, organizational modularity, and the dynamics of diversification[J]. *Strategic Management Journal*, 2004, 25(13): 1217-1232.
- [52]Hopkins H D. Acquisition and divestiture as a response to competitive position and market structure[J]. *Journal of Management Studies*, 1991, 28(6): 665-677.
- [53]Hoskisson R E, Johnson R A, Moesel D D. Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance[J]. *Academy of Management journal*, 1994, 37(5): 1207-1251.
- [54]Johnson R A. Antecedents and outcomes of corporate refocusing[J]. *Journal of management*, 1996, 22(3): 439-483.
- [55]Kahneman D. Prospect theory: An analysis of decisions under risk[J]. *Econometrica*, 1979, 47: 278.
- [56]Kaplan S N, Weisbach M S. The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures[J]. *The Journal of Finance*, 1992, 47(1): 107-138.
- [57]Karim S. Business unit reorganization and innovation in new product markets[J]. *Management Science*, 2009, 55(7): 1237-1254.
- [58]Karim S, Capron L. Reconfiguration: Adding, redeploying, recombining and divesting resources and business units[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(13): E54-E62.
- [59]Kogut B, Kulatilaka N. Capabilities as Real Options[J]. *Organization Science*, 2001, 12(6): 744-758.
- [60]Kogut B, Kulatilaka N. Real options pricing and organizations: The contingent risks of extended theoretical domains[J]. *Academy of Management Review*, 2004, 29(1): 102-110.
- [61]Lee D, Madhavan R. Divestiture and firm performance: A meta-analysis[J]. *Journal of Management*, 2010, 36(6): 1345-1371.
- [62]Lee S H, Peng M W, Barney J B. Bankruptcy law and entrepreneurship development: A real options perspective[J]. *Academy of Management Review*, 2007, 32(1): 257-272.
- [63]Lieberman M B, Lee G K, Folta T B. Entry, exit, and the potential for resource redeployment[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(3): 526-544.
- [64]Markides C C. Diversification, restructuring and economic performance[J]. *Strategic Management Journal*, 1995, 16(2): 101-118.
- [65]McCann B T, Vroom, G. Competitive behavior and nonfinancial objectives: Entry, exit, and pricing decisions in closely held firms[J]. *Organization Science*, 2014, 25(4): 969-990.
- [66]McCarter M W, Mahoney J T, Northcraft G B. Testing the waters: Using collective real options to manage the social dilemma of strategic alliances[J]. *Academy of Management Review*, 2011, 36(4): 621-640.
- [67]McGrath R G. A real options logic for initiating technology positioning investments[J]. *Academy of Management Review*, 1997, 22(4): 974-996.
- [68]McGrath R G. Falling forward: Real options reasoning and entrepreneurial failure[J]. *Academy of Management Review*, 1999, 24(1): 13-30.
- [69]McGrath R G, Ferrier W J, Mendelow A L. Real options as engines of choice and heterogeneity[J]. *Academy of Management*

- Review, 2004, 29(1): 86-101.
- [70]Miller D J, Yang H S. The dynamics of diversification: Market entry and exit by public and private firms[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(11): 2323-2345.
- [71]Montgomery C A, Thomas A R, Kamath R. Divestiture, market valuation, and strategy[J]. *Academy of Management Journal*, 1984, 27(4): 830-840.
- [72]Myers S C. Determinants of corporate borrowing[J]. *Journal of financial economics*, 1977, 5(2): 147-175.
- [73]Nachum L, Song S. The MNE as a portfolio: Interdependencies in MNE growth trajectory[J]. *Journal of International Business Studies*, 2011, 42(3): 381-405.
- [74]O'Brien J, Folta T. Sunk costs, uncertainty and market exit: A real options perspective[J]. *Industrial and Corporate Change*, 2009, 18(5): 807-833.
- [75]Porter M E. Please note location of nearest exit: Exit barriers and planning[J]. *California Management Review*, 1976, 19(2): 21-33.
- [76]Reuer J J, Leiblein M T. Downside risk implications of multinationality and international joint ventures[J]. *Academy of Management Journal*, 2000, 43(2): 203-214.
- [77]Ross J, Staw B M. Organizational escalation and exit - lessons from the Shoreham nuclear-power-plant[J]. *Academy of Management Journal*, 1993, 36(4): 701-732.
- [78]Sakhartov A V. Economies of scope, resource relatedness, and the dynamics of corporate diversification: Economies of scope, relatedness, and dynamics of diversification[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(11): 2168-2188.
- [79]Sakhartov A V. Stock market undervaluation of resource redeployability[J]. *Strategic Management Journal*, 2018, 39(4): 1059-1082.
- [80]Sakhartov A V, Folta T B. Resource relatedness, redeployability, and firm value[J]. *Strategic Management Journal*, 2014, 35(12): 1781-1797.
- [81]Sanders W G. Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay[J]. *Academy of Management journal*, 2001, 44(3): 477-492.
- [82]Shimizu K. Prospect theory, behavioral theory, and the threat-rigidity thesis: Combinative effects on organizational decisions to divest formerly acquired units[J]. *Academy of Management Journal*, 2007, 50(6): 1495-1514.
- [83]Singh H. Challenges in researching corporate restructuring[J]. *Journal of Management Studies*, 1993, 30(1): 147-172.
- [84]Sirmon D G, Hitt M A, Ireland R D, et al. Resource orchestration to create competitive advantage: Breadth, depth, and life cycle effects[J]. *Journal of Management*, 2011, 37(5): 1390-1412.
- [85]Soule S A, Swaminathan A, Tihanyi L. The diffusion of foreign divestment from Burma[J]. *Strategic Management Journal*, 2014, 35(7): 1032-1052.
- [86]Tong T W, Li J. Real options and MNE strategies in Asia Pacific[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2008, 25(1): 153-169.
- [87]Tong T W, Li Y. Real options and investment mode: Evidence from corporate venture capital and acquisition[J]. *Organization Science*, 2011, 22(3): 659-674.
- [88]Tong T W, Reuer J J. Real options in strategic management[M]. *Real Options Theory*. 2007, 3-28: Emerald Group Publishing Limited.
- [89]Tong T W, Reuer J J, Peng M W. International joint ventures and the value of growth options[J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51(5): 1014-1029.
- [90]Trigeorgis L, Reuer J J. Real options theory in strategic management[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(1): 42-63.
- [91]Vidal E, Mitchell W. Adding by subtracting: The relationship between performance feedback and resource reconfiguration through divestitures[J]. *Organization Science*, 2015, 26(4): 1101-1118.
- [92]Vidal E, Mitchell W. Virtuous or vicious cycles? The role of divestitures as a complementary Penrose effect within resource-based theory[J]. *Strategic Management Journal*, 2018, 39(1): 131-154.
- [93]Xia J, Li S. The divestiture of acquired subunits: A resource dependence approach[J]. *Strategic Management Journal*, 2013,



34(2): 131-148.

[94]Xie X, Ma H, Lu X. Toward a typology of exit strategies[J]. *Management Decision*, 2016, 54(8): 1986-2007.

[95]Xu D, Lu J W, Gu Q. Organizational forms and multi-population dynamics: Economic transition in China[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2014, 59(3): 517-547.

[96]Zardkoohi A. Do real options lead to escalation of commitment?[J]. *Academy of Management Review*, 2004, 29(1): 111-119.

[97]Zheng W, Singh K W, Chung C-N. Ties to unbind: Political ties and firm sell-offs during institutional transition[J]. *Journal of Management*, 2017, 43(7): 2005-2036.

## A Review of Research on Business Exit: A Real Option Perspective

Han Xia<sup>1</sup>, Xie Xuanli<sup>1,2</sup>, Ma Hao<sup>1</sup>

(1. *National School of Development, Peking University, Beijing 100871, China;*

2. *Internet Financial Center, Peking University, Beijing 100871, China*)

**Summary:** As an important part of the corporate strategy that defines the scope of the firm, entry and exit decisions are of critical importance to firm viability. While the entry decisions are often associated with projected opportunities and expected gains, the exit decisions are often associated with threats or business failures. As such, not surprisingly, in the strategic management literature, plenty of studies examine the entry decisions while the exit decisions attract less attention.

Moreover, extant research tends to treat business exit as primarily failures or responses to failures, despite of the increasing attention to the fact that a firm could use business exit as a proactive strategic choice to reconfigure its resources and capabilities as well as to seize and exploit new market opportunities. Building on such a proactive perspective, we present a more balanced view of business exit. Specifically, we advocate the use of the real option approach to the study of business exit and suggest new avenues for future research.

In the front end of this article, we introduce a rather broad account of the evolution of business exit research and systematically survey the extant literature in strategic management and the related fields that cover the topic of business exit. Firstly, we attend to the various definitions of business exit that range from divestment/divestiture, business closure, and sell-off to refocusing, redeployment, de-diversification, etc.

Secondly, we examine the context of business exit research, differentiating between product market and geographic market, domestic market and international market, and between exogenous and endogenous uncertainties faced by the focal firm. It is precisely for the reason of coping with uncertainty that calls for the application of the real option approach in business exit research.

Thirdly, we review the different theoretical perspectives used in business exit research ranging from Industrial Organization Economics and Game Theory, Resource Based View of the firm, Resource Dependence Theory, Transaction Cost Economics, Dynamic Capabilities Approach, etc. It covers micro and macro analyses, static and dynamic perspectives, and reactive and proactive approaches.

In the second half of this article, we focus more on the application of the real option approach to the study of business exit. We first briefly review the rising of the real option approach and its increasing

application in strategic management research. Then we zoom in on the specific areas of research where the real options could enhance our understanding of how firms approach business exit decisions.

Based on the level and nature of uncertainties the focal firm faces and the types of options available (single business exit/portfolio of business exits; call option vs. put option), we develop a typological framework to categorize the different strategic choices of business exit a firm could choose under the real option perspective.

Finally, we further conclude on the applicability as well as limitations of the real option approach, and discuss its potential to joint with other theoretical perspectives. We also suggest future research directions for business exit research, including both conceptual/theoretical development and the empirical approach.

**Key words:** business exit; real options; divestment; sell-off; refocusing; de-diversification

(责任编辑:宋澄宇)

---

(上接第56页)

study. The main contributions of this study include: we identify the typical literature about entrepreneurial passion contagion, present and evaluate some typical contagion model. Based on the literature review, we point out five sub-processes of entrepreneurial passion contagion. Then taking these five sub-processes as the core, we identify the antecedents and outcomes of the entrepreneurial passion contagion process, and establish a research framework about entrepreneurial passion contagion. In summary, this study can comprehensively present the current research development of entrepreneurial passion contagion, which is of great theoretical significance for clearly grasping the research progress of entrepreneurial passion contagion, and expanding and enriching the research of entrepreneurial passion contagion in future from a new path.

**Key words:** entrepreneurial passion contagion; passion events; passion expression; passion perception; passion evaluation; passion imitation

(责任编辑:王雅丽)