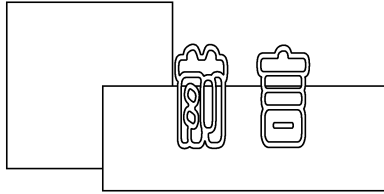


战略投资的实物期权观

陈元志 著

中国财政经济出版社



近五年来，期权理论的发展日新月异，1973年罗伯特·默顿（Robert Merton）和迈伦·休斯（Myron Scholes）因为在期权定价理论方面所作出的杰出贡献获得诺贝尔经济学奖。耶鲁大学的金融学教授斯蒂芬·罗斯（Stephen Ross）把著名的布莱克—休斯模型描述为：“不仅在金融领域，而且在整个经济学中最为成功的理论。”

期权（Option）的实质就是不确定环境下进行趋利避害的选择权。期权是投资者在付出少许代价的情况下，获得降低未来损失，扩大未来收益的选择权。在不确定的环境中，投资者无法在预知未来的前提下进行精确的投资，可以进行初始投资获得在未来进一步投资的选择权之后，投资者会在有利的情况下执行进一步投资的选择权，而在不利的情况下放弃进一步投资的选择权。

尽管期权理论源于金融衍生工具，但是期权思想的精髓远远超出了虚拟的金融世界。期权理论除了在各种金融交易及风险管理中起作用之外，其思想已经延伸应用到现实经济生活。迈尔斯（Myron Miles）在总结期权核心内涵的基础上，将期权定价理论拓展到实物投资领域，首次提出实物期权的概念。实物期权理论以金融期权定价模型为基石，在模型和技术上逐渐走向成熟，已经具备应用到实物投资中的基本理论条件。如今，期权定价技术不仅在金融领域得到广泛应用，而且在自然资源、生物技术、制造业、研发、

不动产、风险投资、收购兼并、信息与生物技术等领域获得深度挖掘。

科格特和库拉蒂拉卡（~~运集期权运营决策~~ ~~图用~~）认为实物期权理论与关注企业如何成长战略管理理论具有互补性，战略管理领域是实物期权理论进一步拓展的新阵地。本书以“战略投资”为研究的切入点探索企业的发展，试图用实物期权的视角透视企业的发展，研究企业如何作出战略性的投资决策。

普拉哈拉德和哈默尔（~~列强争霸之非零~~ ~~竞逐~~）提出“核心竞争力”概念以后，核心竞争力成为近年来战略管理领域的研究热点，但是因为缺乏将核心竞争力与现实世界的企业运营联系起来的桥梁，“核心竞争力”面临理论上的富有和实务中的贫瘠并存的窘境。管理者很难判断什么是企业未来的发展方向，什么是决定企业未来的核心竞争力。科因（~~悦魅藻~~ ~~竞逐~~）甚至认为“核心竞争力是海市蜃楼”。

为了让“核心竞争力”成为现实的、可操作的管理对象，本研究试图将实物期权理论融入战略管理的理论框架，运用实物期权视角来透视不确定背景下企业的战略投资，尝试运用实物期权理论探索企业在不确定的环境下持续获得超额利润的方式，寻求开发现有资源与探索新机会之间的平衡之道，阐释企业动态发展核心竞争力的现实路径。

本书的写作动因正是基于上述对期权的理论价值、创新价值和在国内战略管理领域的应用价值的认识而产生的。

全书共分为九章：

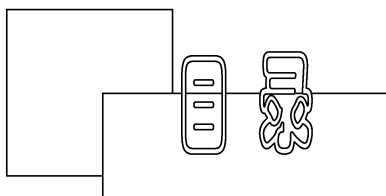
第一章是导论。导论部分首先指出本书研究的理论意义和实用价值，然后依次对国内外研究现状、研究的思路和方法以及论文的创新点进行总结分析。第二章回顾了战略以及战略投资的相关文献，在此基础上整合了战略投资的不同理论观点，指出战略投资的基本理论假设，提出“企业发展的理论模型”和“战略投资的概念

框架”。第三章总结了实物期权理论的主要观点和相关文献，追溯了实物期权的起源，回顾了实物期权的理论基础和特征，归纳了实物期权分析的建模方法，并在此基础上指出实物期权与战略管理相结合是未来的研究方向。第四章将实物期权的思想融入战略投资理论。第五章运用实物期权的思想探讨战略投资的组织模式问题。第六章回顾并比较了战略投资决策分析的理论与方法。第七章试图建立战略投资的实物期权分析框架，将战略投资落实到具体的决策过程中来。在实物期权思想的指导下，将博弈论、现金流折现法、情境分析、决策树分析、模拟分析、敏感性分析整合在一起，提出了战略投资的实物期权分析框架。第八章将实物期权与博弈论相结合，拓展实物期权的分析框架并将其运用到竞争环境中，使战略投资的决策动态化。第九章是案例研究，阐释实物期权分析框架在具体战略投资中的运用。

本书的读者对象是企业的中高级管理者、商学院的 酝尸粤和 耘尸粤，以及商学、经济学和金融学专业的高年级本科生，对于从事企业价值理论以及战略管理研究、教学和咨询的专业人员和教师，也能从本书中获益。在章节安排上，本书考虑了国内读者的相关数学基础，有基本经济或金融或财务理论基础的人员读懂本书的绝大部分章节是不成问题的。

本书得以顺利出版，首先要感谢出版界朋友的肯定与支持。特别是中国财政经济出版社对本书的出版以及对推进国内战略管理研究的极大热忱，使我们很受鼓舞。本书能顺利出版，还要特别感谢实物期权大师特里杰奥吉斯教授（~~编心译书~~）和伊拉兹马斯大学的斯密特教授（~~译书~~）在技术细节上的帮助和建议。本书的出版还得益于许多新老朋友的各种各样的支持，在此一并致谢。

由于期权理论应用于战略管理领域尚处于探索过程中，本书的观点、论证也难免存在不足之处，我们衷心欢迎读者的批评和建议。



第一章 导论.....	(员)
第一节 选题的理论意义与实用价值.....	(员)
第二节 国内外研究现状.....	(猿)
第三节 研究的基本思路与方法.....	(远)
一、研究思路.....	(远)
二、研究方法.....	(苑)
第四节 本书的主要理论观点.....	(苑)
第二章 战略投资理论的比较与整合.....	(苑)
第一节 战略投资观点的理论溯源.....	(苑)
一、企业理论与战略管理理论的演进.....	(苑)
二、相关概念的界定.....	(苑)
三、战略投资观点的比较.....	(苑)
第二节 战略投资的整合观点.....	(猿)
一、战略资源与企业租的创造.....	(猿)
二、战略投资的理论整合.....	(猿)
第三节 本章结语.....	(源)
第三章 实物期权理论述评.....	(缘)
第一节 期权的理论溯源.....	(缘)
一、期权理论的核心思想.....	(缘)

圆 战略投资的实物期权观

二、期权定价的理论基础.....	(缘袁)
三、金融期权定价理论的简单回顾.....	(缘缘)
第二节 实物期权的基本内容.....	(缘纒)
一、实物期权的源起.....	(缘鄞)
二、实物期权的基本特性.....	(远)
三、实物期权的分类.....	(远元)
第三节 实物期权分析的数理逻辑以及建模思想.....	(远愿)
一、实物期权分析的数理逻辑.....	(远愿)
二、实物期权分析的建模思想.....	(远缘)
第四节 实物期权的研究领域以及未来的研究方向.....	(苑)
一、实物期权的研究现状.....	(苑苑)
二、未来研究的关注点.....	(愿)
第五节 本章结语.....	(愿)
第四章 战略投资理论在实物期权视角下的拓展.....	(愿袁)
第一节 实物期权视角下的解释.....	(愿源)
一、战略投资的探试思维.....	(愿源)
二、实物期权视角下的分析.....	(愿缘)
第二节 开发核心竞争力的战略投资.....	(愿)
一、开发核心竞争力的要素分析.....	(愿)
二、开发核心竞争力的类型分析.....	(愿)
第三节 探试核心竞争力的战略投资.....	(愿源)
一、探试核心竞争力的因素分解.....	(愿源)
二、探试核心竞争力的因素分析.....	(愿元)
第四节 转换核心竞争力的战略投资.....	(愿)
一、核心竞争力演进的数学假定.....	(愿)
二、核心竞争力抉择的理论描述.....	(愿)
三、转换核心竞争力的静态分析.....	(愿)
四、转换核心竞争力的动态分析.....	(愿)

五、“ 运营模型 ”与“ 战略投资的整合观点 ”	(页码)
第五节 本章结语.....	(页码)
第五章 实物期权视角下战略投资的组织模式选择.....	(页码)
第一节 交易成本理论视角下战略投资的组织模式.....	(页码)
一、交易成本理论的主要观点.....	(页码)
二、交易成本理论的评析.....	(页码)
第二节 实物期权理论视角下战略投资的组织模式.....	(页码)
一、核心竞争力与战略投资的组织模式.....	(页码)
二、实物期权理论与战略投资的组织模式.....	(页码)
三、战略性合约与合资的比较.....	(页码)
第三节 不同视角的互补性.....	(页码)
一、不同视角的整合.....	(页码)
二、合作契约的期权分析.....	(页码)
第四节 本章结语.....	(页码)
第六章 实物期权视角下战略投资决策分析的理论与方法	
.....	(页码)
第一节 传统决策理论与方法的回顾与比较.....	(页码)
一、现金流折现理论(阅读法—晕罗灰法)	(页码)
二、投资决策的其他理论与方法.....	(页码)
三、实物期权分析与传统工具的比较.....	(页码)
第二节 实物期权分析模型.....	(页码)
一、连续时间的实物期权定价模型.....	(页码)
二、离散时间的二项式期权定价模型.....	(页码)
第三节 实物期权决策的数值分析.....	(页码)
一、企业运营的基本背景.....	(页码)
二、企业运营的案例分析.....	(页码)
第四节 本章结语.....	(页码)
第七章 实物期权视角下战略投资的决策分析框架.....	(页码)

第一节	不确定性对战略投资价值的影响.....	(页码)
一、	不确定性是战略投资的基本环境.....	(页码)
二、	不确定性与战略投资的价值.....	(页码)
第二节	战略投资的价值结构.....	(页码)
一、	战略投资的价值分析.....	(页码)
二、	战略投资的价值构成.....	(页码)
第三节	战略投资的实物期权分析框架的构建.....	(页码)
一、	投资决策的实物期权分析框架.....	(页码)
二、	战略投资的实物期权分析框架.....	(页码)
第四节	实物期权执行中的潜在偏离.....	(页码)
一、	不确定性与实物期权的执行.....	(页码)
二、	初始状态与实物期权的执行.....	(页码)
第五节	本章结语.....	(页码)
第八章	战略投资的实物期权分析框架的拓展与应用.....	(页码)
第一节	产业组织的博弈框架.....	(页码)
一、	战略投资交互效应的边际分析.....	(页码)
二、	战略投资的竞争格局分析.....	(页码)
第二节	战略投资竞争格局的建模.....	(页码)
一、	反应函数向下的竞争建模.....	(页码)
二、	反应函数向上的竞争建模.....	(页码)
第三节	实物期权框架下的两阶段博弈.....	(页码)
一、	需求不确定下的两阶段数量博弈.....	(页码)
二、	需求不确定下的两阶段价格博弈.....	(页码)
三、	模型的理论涵义.....	(页码)
第四节	本章结语.....	(页码)
第九章	战略投资的实物期权分析框架的案例研究.....	(页码)
第一节	平台式战略投资——投资 獾的案例分析	(页码)
一、	投资 獾的背景介绍	(页码)

二、 期权转移到 标的实物期权分析	(页码)
三、 案例的评价	(页码)
第二节 探试性战略投资——研发投资的案例分析	(页码)
一、 药品研发的描述	(页码)
二、 战略投资项目 载的实物期权的确认	(页码)
三、 战略投资项目 载期权价值的变量估计	(页码)
四、 复合期权价值的计算	(页码)
五、 敏感度分析	(页码)
六、 案例的评价	(页码)
第三节 本章及全书结语	(页码)
参考文献	(页码)



第一章

导 论



第一节

选题的理论意义与实用价值

企业发展一直是理论界和实务界的关注对象，本书以“战略投资”为研究的切入点探索企业的发展。战略投资是个常用而又宽泛的概念，为了避免概念的泛化，本书以企业作为分析的出发点，将“战略投资”界定为基于企业核心竞争力致力于获取租金的投资行为，也就是说本书研究的战略投资可以理解为“基于核心竞争力的战略投资”。普拉哈拉德和哈默尔（~~普拉哈拉德和哈默尔~~）明确提出“核心竞争力”概念以后，核心竞争力成为脍炙人口的流行语。在企业理论的丛林中，核心竞争力究竟处于怎样的地位？该理论的思想渊源和适用情景究竟如何？这些都是亟待解决的理论问题，这些问题直接影响核心竞争力的理论生命力。

任何理论问题和概念都是建立在以往理论演进的基础之上。本

书回顾了企业理论和战略理论的演进，整合了战略投资的不同观点，提出了建立在演进经济学、企业资源观、战略冲突理论以及芝加哥学派基础上的“企业发展的理论模型”和“战略投资的概念框架”。企业的核心竞争力以及基于核心竞争力的战略行为是持续获得租金的源泉。企业需要投资物质资源、人力资源以及组织资源以提高对未来或有事件作出反应的能力。企业开发和探试核心竞争力的过程是企业将内部资源分析与外部产业分析相结合的过程。企业与企业环境共同演进，企业考虑未来能力和未来环境是否匹配对企业持续获得租金是非常重要的。企业需要通过战略投资来实现对核心竞争力的“开发”和“探索”，需要企业不断进行判断和决策。

“核心竞争力”引起实务界的普遍重视，但是许多管理者发现在他们的组织中很难运用核心竞争力的思想。技术以及组织竞争力常常随着经验累积，建立在高度默会知识的基础之上，常常是不可移动的、其他企业不易获得和模仿的。但是，这对管理者来说仍然很难判断什么是核心竞争力，企业在未来如何确定合适的竞争力仍然是困难的，科因（悦建策 员忽韵）甚至认为“核心竞争力是海市蜃楼”。为了让海市蜃楼变得真实可靠，本书引入实物期权的视角，探索基于核心竞争力的战略投资。本书试图将实物期权理论嵌入到“战略投资的整合观点”^①之中，作为探试“适应性地形”方向性变换的分析手段，不断基于核心竞争力进行战略投资，配置资源以改变企业在适应性地形中的定位。企业在确定的背景下比较容易决定战略投资的方向，而在面对不确定的时候则需要更多的理论支持。本书尝试运用实物期权理论探试企业在不确定的环境下持续获得租金的方式。如果未来演进的方向是确切的，企业会关注某些具

^① 为了表述方便，笔者用“战略投资的整合观点”涵盖“企业发展的理论模型”和“战略投资的概念框架”中的学术观点。

体的方向；如果未来演进的方向是不确切的，企业需要对核心竞争力进行战略性探索。实物期权理论可以度量不确定下的灵活性价值，企业运用实物期权分析有利于尽量减少战略探索带来的或有损失。

实物期权理论以金融期权定价模型为基石，在模型和技术上逐渐走向成熟，已经具备应用到实物投资中的基本条件。随着风险投资以及新经济的兴起，决策者需要在高度不确定下进行决策，实务界有运用实物期权理论积极管理“不确定”的需求。在将实物期权分析引入到战略管理领域的过程中，研究者应注意到这一过程是金融期权定价技术在新领域的“转换”，而不是“外延”的拓展，实物期权研究容易落入的陷阱是：在尚未仔细分析实物投资特性的前提下，直接将金融期权定价公式用于实物投资分析。

本书试图将战略管理理论与实物期权理论结合起来，分析不确定环境中的企业战略决策，揭示战略投资的基本概念与表现形式，总结实物期权视角下企业的发展模式，并提出具有可操作性的战略投资的分析框架。期望研究成果能够有助于在理论上推动企业发展问题，研究继续向多视角、宽领域发展，对我国企业应对不确定的商业环境寻求理论指导，弥补我国对此领域研究的某些空白，有基础理论建设的意义。

如今的企业需要不断吹散不确定的迷雾，不断作出不可逆的投资决策，不断探试和开发未来的增长方向，本书的研究不仅有一定的理论意义，而且有重大的现实意义。

第二节 国内外研究现状

企业理论以及战略管理理论的繁荣形成了理论丛林，目前同时

存在众多流派。不同流派采用的研究方法和背后遵循的方法论思想也各不相同，整个领域缺乏主导性。虽然有学者（例如明茨伯格）对战略思想以及理论体系进行梳理，但是由于缺乏学科发展的内在统一的概念体系，在一系列核心概念上还存在重大分歧（例如“资源”、“能力”、“竞争优势”）。尽管从科学、哲学和方法论的角度来看，战略研究领域仍然处于“范式前状态”（*paradigm pre-stage*），没有进入库恩所说的“常规科学”（*normal science*）阶段，但战略研究因为拥有独特的研究对象和内在驱动力，作为紧密贴近现实世界的应用型学科，随着“战略问题”的发展而发展。战略研究的本质是实践（问题）导向，为了解释和解决战略问题，需要综合运用不同学科领域的理论、方法和模型。

投资是某种战略思想指导下的决策行为，战略投资的关键是对战略的理解和认知。战略投资的研究散见于不同的理论论述：新古典完全竞争理论中，企业战略投资的目标是实现最优的生产规模，使得平均成本最低，超额利润对企业来说是暂时的、转瞬即逝的（*short-run profit*）；贝恩学派认为企业持续获得超额利润是可能的，企业进行战略投资的目的是为了实实现垄断，或与其他企业进行合谋以控制产出（*monopoly*）；在熊彼得的概念框架内，企业进行战略投资是为了通过革命性创新进行创造性破坏，从而获得先动优势和一定时间的垄断收益（*monopoly profit*）；芝加哥学派认为企业进行战略投资既不是为了获得创造性破坏，也不是为了建立进入壁垒，而是为了提高企业在生产和销售方面的效率（*efficiency*）；交易成本理论更多地关注企业的存在性问题以及企业边界问题，企业进行战略投资应该遵循交易成本最小化原则（*transaction cost theory*）；企业生命周期理论信奉盛衰交替的自然规律，其理论暗含企业不会长期获得租金的思想，认为企业应该随着企业生命期的变化对组织结构的变革进行战略投资，使得企业的组织与

上述国内外专家学者对战略投资以及实物期权的大量研究成果，有利于本书思路拓展和资料搜集，是本书研究的起点。但国内外的研究也存在不足之处：战略投资论述零散，缺乏系统的比较和整合，仍然没有能够形成相对统一的分析框架；实物期权的研究仍然是重分析技术，轻思想的导入，国内研究仍然是一般的介绍性文献居多。

第三节 研究的基本思路与方法

一、研究思路

本书共分九部分，第一章首先确认研究问题以及研究意义；第二章详细回顾战略以及战略投资的相关文献，在此基础上整合了战略投资的不同理论观点，提出“企业发展的理论模型”和“战略投资的概念框架”；第三章对实物期权理论的应用逻辑、基本内容进行述评，指出实物期权与战略管理相结合是未来的研究方向，而本书正试图填补这一理论空白；第四章将实物期权思想融入“战略投资的整合观点”，将其作为结合内部资源分析和外部产业分析的桥梁；第五章运用实物期权的思想决定战略投资的组织模式，这部分比较了交易成本视角和实物期权视角的不同之处，亦指出二者之间的互补性；第六章回顾并比较了战略投资决策分析的理论与方法；第七章试图建立战略投资的实物期权分析框架，将战略投资落实到具体的决策过程中来；第八章将实物期权的分析框架运用到竞争环境中，将实物期权与博弈论相结合，使战略投资的决策动态化；第九章是案例研究，阐释实物期权分析框架在具体战略投资中的运用。

二、研究方法

本书综合运用系统的认知分析法，坚持定性与定量相结合，规范和实证相结合，数据分析和图形表示相结合，理论与实践相结合，运用博弈分析思想。本书遵循基于有限理性的认知分析法。有限理性下对复杂问题的认知，首先是必须将其简化，然后在“关系作用”下详解被简化的内容，填补认知的空白，并将认知分析法贯穿始终。前七章以理论阐述为主，第八章将理论框架与实际企业的战略投资相结合。前五章定性分析较多；定量分析主要集中在第六章、第七章、第八章和第九章，旨在建立和运用战略投资的实物期权分析框架；博弈论及其冲突分析思想主要体现在第八章，旨在分析不同竞争格局下的战略投资行为。

第四节

本书的主要理论观点

本研究的主要理论观点如下：

一、本书指出企业理论以及战略管理理论的发展路径。在交易成本理论、战略冲突理论、企业资源观、能力学派、芝加哥学派、演进经济学以及适应性地形理论的基础上整合了战略投资的理论观点，指出企业通过战略投资获得租金的三大来源：占有战略资源以形成企业层面的隔离机制；基于战略资源采取战略行为以形成产业层面的进入壁垒；基于战略资源采取战略行为以形成企业集群层面的移动壁垒。

二、本书提出了“企业发展的理论模型”，指出企业的发展过程是彭罗斯式渐进和熊彼得式突变相结合的过程。在有限理性下面对不确定的生存环境，企业发展是在主导认知指引下，基于核心竞

竞争力的发展；在主导认知不变的情况下，企业的发展是基于核心竞争力的开发，表现为核心竞争力的保存和复制，企业采取彭罗斯式发展方式。竞争压力迫使企业不断对新的核心竞争力进行搜寻或探试以保持长期获取租金的能力。如果新的核心竞争力能够产生熊彼得式的“创造性破坏”，企业会转换主导认知以及主导认知指引下的核心竞争力。

三、本书提出了“战略投资的概念框架”。本书将企业的战略投资分为三类：开发核心竞争力的战略投资、搜寻核心竞争力的战略投资以及转移核心竞争力的战略投资。企业对核心竞争力的主导认知保持不变时，企业基本上遵循彭罗斯式的增长方式，企业的战略投资主要致力于核心竞争力的开发，在适应性地形中采取“适应性行走”的方式，寻求“地方性的峰值”。当然企业也会对新的核心竞争力进行探试型投资，在合适的时机采取“长跳”或者“重定位”的方式，发生熊彼得式的突变，选择新的主导认知，并在新的主导认知的指引下，进入新一轮的彭罗斯式演进。

四、本书在实物期权的视角下进一步拓展“企业发展的理论模型”和“战略投资的概念框架”。实物期权理论的引入使企业能够度量“地方性顶峰”的价值，将具有不同组织距离和技术距离的“地方性顶峰”通过价值机制联系起来，使企业能够在彭罗斯式渐进增长与熊彼得式突变增长之间建立桥梁。

五、本书运用实物期权视角探讨战略投资组织模式的决定，弥补了传统交易成本理论由于“过于强调行为不确定”、“过于强调交易的负面效应”、“低估交易双方能力差异对组织模式的影响”产生的理论不足，加强了战略管理理论与经济学的企业理论之间的对话。

六、本书建立了具有一定可操作性的战略投资的实物期权分析框架，使企业在主导认知指引下基于核心竞争力进行发展时，能够在不确定的环境中准确地捕捉未来的发展方向。