

## Kapitel 11 Finansteorien og det strategiske fit til organisationsteorien

I de foregående afsnit har der flere gange været omtalt finansoptioner. I sin tale ved overrækkelsen af Nobel-prisen i økonomi i 1997 sagde Myron Scholes blandt andet, at optioner ser ud til at være godt gemt alle steder, og han sagde videre, at en virksomheds investeringsbeslutninger bedre kan anskues som en option end en traditionel nutidsværdianalyse. En produktudvikling i en virksomhed er i princippet en option, hvor virksomheden kan beslutte sig for at fortsætte eller stoppe.<sup>103</sup>

Scholes sagde videre, at det væsentligste potentiale ved anvendelsen af optionsteorien sker når det anvendes ved en virksomheds strategiovervejelser, og han ser en evolutionær udvikling ved optionsanvendelsen, der vil åbne op for nye institutionelle strukturer (Risk, september 1998).

Mange olieselskaber anvender eks. optionsteori til at beregne værdien af borerettigheder. Det engelske Powergen anvendte optionsteori til at beregne værdien af en kulmine.

En medicinalvirksomhed som Merck anvender MonteCarlo simulering i sin produktudvikling af medicinske produkter. I Hollywood er købet af retten til at filmatisere en bog i princippet en købsoption.

En dansk forsker Nicolai Foss har i en lang række artikler beskæftiget sig med disse sammenhænge og hans omfattende arbejder har øvet en væsentlig påvirkning i forfatterens helhedssynspunkt (Foss, 1997), Foss og Eriksen (1997).

I strategilitteraturen findes allerede en række eksempler på, hvordan de bedste elementer fra moderne finansteori anvendes på strategiske problemstillinger. Det være sig realoptioner til kompetenceerhvervelse med mindst mulig risiko. Det være sig til porteføljeovervejelser omkring porteføljer af kompetencer, og det være sig til værdikurver, der skaber størst mulig nytte for virksomhedens interesser.

Som eksempler her kan nævnes

- finansoptioner og realoptioner (Martinez) 1993, Coyne, 1996, Leslie & Michaels 1997,

---

<sup>103</sup> I skrivende stund (27.9.1998) er Novo faldet betydeligt på Børsen, fordi virksomheden har opgivet at fortsætte en udvikling af en medicin mod knogleskørhed. Omkostningerne ved at fortsætte var større end ved at stoppe, og er et eksempel på en optionsbetragtning. Forskningsomkostningerne til dato kan betragtes som en fuldt fradragsberettiget optionspræmie.

- porteføljeteori og portefølje af kompetencer Prahalad og Hamel, 1990, 1994,
- nyttefunktioner og value curves hos kunder (Mauburgne 1996)

### 11.1 Optionsteori – de nye værktøjer

En ledelse, der skal operere i fremtiden, har derfor behov for nogle nye værktøjer, og Coyne (1996) giver nogle bud herpå: (1) **Store væddemål**, der er store forpligtelser til en given strategi, der kunne være attraktiv. (2) **Real og finansielle optioner**. Finansielle optioner er kendte, mens realoptioner er investering i nyt maskineri og udstyr. (3) **No regret moves**, er handlinger, der giver mening uanset hvad der sker og (4) **safety net**, er optioner, der er specialkonstruerede til at beskytte en stor investering. Her er tale om en række nye værktøjer, der ikke er så nye endda. Her er forfatterne efter min mening på ganske tynd is. Virksomheder har i mange år formet strategiske alliancer indenfor komplekse brancher: medicinalindustrien og EDB-branchen har en række eksempler herpå, hvor sigtet har været at nedbringe usikkerheden.

Det der mangler i dag er sammenhængen mellem rendyrket finansteori og strategi, hvor der er tale om en læreproces.

Dette er senest taget op hos Leslie og Michaels (1997), fra McKinsey, og Foss og Eriksen (1997), og fleksibilitetsmuligheden ved anvendelsen af optioner ligger på det strategiske niveau og ikke som værdifastsættende instrument (Leslie og Michaels, 1997). Denne pointe er meget væsentlig.

I en artikel med Judy Lewent, der er finansdirektør hos Merck, der er et af verdens største medicinalfirmaer, og med i Porras og Collins undersøgelsen, siges det meget præcist:

*”All business decisions are real options, in that they confer the right but not the obligation to take some initiative in the future” (Harvard Business Review, jan.1994).*

Optionstankegangen går ud på, at der er så stor usikkerhed omkring fremtidige cashflow, at traditionel nutidsværdiberegninger undervurderer usikkerheden af fremtidige cashflow, ligesom at nutidsværdimetoden antager fuld sikkerhed om alle betalinger. En forudsætning, der for udviklingsprojekter, produktionsinvesteringer i maskiner og udstyr og marketingsinvesteringer, er behæftet med så betydelig usikkerhed, omkring de

fremtidige cashflow, at en korrekt værdifastsættelse alene kan ske ved hjælp af optionsteori (Leslie & Michaels, 1997).

En interessant pointe ved optionstankegangen er, at jo større usikkerhed/risiko jo større værdi vil en option have, mens nutidsværdimetoden ikke fanger værdien af usikre betalinger.

En ledelse opnår, ved at anvende optionsteori i den strategiske planlægning, yderligere en fordel i form af proaktiv fleksibilitet. Et medicinalfirma som Merck kan eksempelvis forbedre sit payoff ved at beslutte sig for en stor marketingskampagne til en ny produktlancering. På denne måde får virksomheden større chance for succes og udnytter, at brancher ofte består af få store spillere, i modsætning til finansoptioner, hvor et effektivt kapitalmarked "burde" tilsikre at enkelte agenter ikke kan påvirke prisdannelsen (Leslie og Michaels, 1997).

Selv om optionsteorien er af ny natur<sup>104</sup>, findes der mange eksempler på, hvordan virksomheder har erhvervet en ret, men ikke en pligt til at købe en aktiepost, deltage i en alliance, et erhvervsprojekt med et kendt beløb, men med stor mulighed for succes.

Et køb af en aktie er eks. kendetegnet ved et payoff som en option. En maksimal præmie og en potentiel ulimiteret gevinst.

Som det anføres hos flere forfattere må senere longitudinale studier undersøge, hvorfor ledelser reagerer som de gør. Samme analogi vil jeg bruge på nutidsværdimetoden og optionsmetoden, idet usikkerheden i dag antages at være større end tidligere. Der er derfor et behov for at få vurderet de to metoder i virksomhedernes investeringsplanlægning i brede realinvesteringer. I litteraturen har jeg ikke fundet mange kilder, der beskæftiger sig med denne problematik. Både Coyne (1996), Foss og Eriksen (1997), Leslie & Michaels (1997) argumenterer for nye værktøjer, men kun hos sidstnævnte vurderes optioner som et strategisk værktøj, som en ledelse kan anvende proaktivt:

Optionsteorien fanger værdien af læring: Investeringstunge industrier foretager ofte investeringer. Med anvendelse af optioner opnår virksomheden en fleksibilitet til at

---

<sup>104</sup> Black og nobelpristageren Scholes' banebrydende værk kom i 1973: "The pricing of Corporate Liabilities", Journal of Political Economy, men allerede i Aristoteles "Statslære" fortælles anekdoten om filosoffen, Thales fra Milet, der udviklede historiens første kendte option i olivenpresser (Jørgensen (1997)).

afvente og lære, hvorimod at nutidsværdimetoden (NPV) fordrer, at der investeres før der sker noget. Optioner giver en betydelig fleksibilitet, og administreret rigtigt også en proaktiv fleksibilitet til at gøre noget når chancen er der. Derfor er optioner også et strategisk værktøj.

**Tabel 11-1. Sammenligning af NPV-metode og optionsmetode.**

NPV	Optionsmetoden
Nutidsværdi af forventet cashflow	samme
Nutidsværdi af faste omkostninger	samme
Risikofrie rente	samme
	Tidselement
	Usikkerhed af forventede cashflow
	Optionspræmie

NPV-metoden antager et statisk in- og outflow når investeringen træffes, mens optionsmetoden fanger både NPV af de kendte størrelser, samt fanger fleksibiliteten i den forventede værdi af ændringen i NPV i optionens levetid. Hertil kommer, at i modsætning til finansoptioner har ledelsen selv mulighed for at påvirke cashflow ved anvendelse af optionsmetoden. Optioner kan derfor være et strategisk værktøj, der kan anvendes proaktivt i modsætning til NPV- metoden hvor man er ”låst”.

Ledelsen kan med optionsmetoden påvirke investeringen:

- Nutidsværdien af det forventede cashflow kan øges ved at prisen på produktet øges.
- Nutidsværdien af de forventede omkostninger kan reduceres ved skalaeffekter.

Usikkerhed om det forventede cashflow er en af de væsentligste og vigtigste forskelle i forhold til NPV-metoden. Ved NPV-metoden kan man enten miste alt eller tjene ubegrænset. Ved optionsmetoden kan man miste præmien, men hvis usikkerheden stiger vil værdien af optionen stige og øge værdien af fleksibiliteten og man behøver ikke miste alt.

- Optionens varighed kan forlænges, herved øges værdien af optionen når usikkerheden stiger.
- Ledelsen kan begrænse værdien af optionens tidstab ved at opstille barrierer. Der kan

laves lange kontrakter med kunder.

Ledelsen kan således proaktivt påvirke situationen. Men den væsentligste forskel ligger i tankegangen. Ved optionsmetoden opnås fleksibilitet når usikkerheden stiger, mens den skaber frygt ved NPV-metoden.

Leslie & Michaels (1997) bruger oliebranchen som et eksempel på hvordan optionstankegangen kan anvendes. Men vi kender den også indenfor strategiske køb af mindre aktieposter i medicinal- og bioteknologibranchen. Men det er ikke gearingen, der tæller. Ameritechs køb for 30 mia.kr. aktier i TeleDanmark er i princippet en mega-sized option, med kendt down-side og ulimiteret upside. Vi kender det fra dannelsen af strategiske alliancer indenfor forskningstunge industrier, hvor alliancerne i princippet er en option ved at påtage sig nogle omkostninger i et projekt, men hvor ”lærepenge” i princippet kan komme tilbage ubegrænset.

## 11.2 Delkonklusion

Finansteorien og organisationsteorien kombineres i disse år, hvor virksomhedens kompetenceerhvervelse øges via brug af realoptioner. Nyttekurver for virksomhedens kunder er en del af virksomhedens differentiering og konkurrenceplatform.

## 11.3 Litteraturhenvisninger

Coyne, Kevin P. og Subramaniam, Somu (1996). *Bringing discipline to strategy*. The McKinsey Quarterly no.4, page 14-25.

Hamel, Gary og Prahalad, C.K.(1990). *Core Competencies*, Harvard Business Review, Hamel, Gary og Prahalad, C.K (1994).*Competing for the Future*, Boston, Harvard Business School Press, Hamel, Gary og Prahalad, C.K.(1994). *Competing for the Future*, Harvard Business Review, juli-august , side 122-128.

Kim, Chan W. og Mauborgne, Renee (1997). *Value Innovation. The strategic logic of high Growth*. Harvard Business Review jan-feb., side 103-112.

Leslie, Keith J. og Michaels, Max P. (1997). *The real power of real options*, McKinsey Quarterly, number 3, side 5-23.

Trigeorgis, T. (1996). *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocations*, MIT Press.

