



The Association of Accountants and Financial Professionals in Business

美国管理会计师协会

战略风险管理：优化的风险—收益概况

战略风险管理： 优化的风险—收益概况



美国管理会计师协会




上海国家会计学院
Shanghai National Accounting Institute



美国管理会计师协会



美国管理会计师协会 (The Institute of Management Accountants, 简称 IMA[®]) 成立于 1919 年, 是全球领先的国际管理会计师组织, 为企业内部的财务专业人士提供最具含金量的资格认证和高质量的服务。作为全球规模最大、最受推崇的专业会计师协会之一, IMA 恪守为公共利益服务的原则, 致力于通过开展研究、CMA[®] 认证、继续教育、社交网络以及倡导最高职业道德标准等方式, 转变传统财务领域的思维模式, 服务全球财会行业, 从而推动企业优化绩效, 成就会员个人职业发展。

在国际上, 作为 COSO 委员会的创始成员和国际会计师联合会 (IFAC) 的主要成员, IMA 在管理会计、公司内部规划与控制、风险管理等领域始终参与最前沿的实践。此外, IMA 还在美国财务会计准则委员会 (FASB) 和美国证券交易委员会 (SEC) 等组织中发挥举足轻重的作用。IMA 为会员免费提供《战略财务》杂志、《管理会计季刊》、《管理会计公告》、《IMA 教育案例期刊》以及《IMA 电子时事通讯》五种专业出版物, 呈现管理会计和财务管理领域的最新趋势和最佳实践。

IMA 在全球 140 个国家、300 个地方分会中拥有超过 85,000 名会员。总部设在美国新泽西州, 通过设立在瑞士苏黎世、阿联酋迪拜和中国北京的代表处为会员提供本土化服务。

上海国家会计学院



在朱镕基同志的亲自倡导和大力推动下, 上海国家会计学院于 2000 年 9 月正式组建, 是财政部直属事业单位, 由财政部和上海市人民政府双重领导, 实行党委领导下的院长负责制。学院还是中国政府倡导设立的亚太财经与发展学院 (AFDI) 所在地, 这是中国政府在 APEC 框架下倡导建立的第一个旨在促进区域能力建设的机构。

历经十余年的发展, 学院逐步形成了学位教育、高层管理培训、远程教育“三足鼎立”的事业格局。2011 年, 学院被国务院学位办批准为硕士专业学位授予单位, 目前已获得会计、审计、税务专业硕士学位授予权; 2013 年, 学院中外合作办学项目 (EMBA、EMPAcc) 获教育部资格认可; 其中, 与美国亚利桑那州立大学合作的 EMBA 项目连续 7 年稳居英国《金融时报》全球排名 35 强。学院面向国家宏观经济部门、国有大中型企业、金融机构和中介机构等开展高层次继续教育, 积极打造全国会计领军、国有企业总会计师等国家级财经管理人才队伍。学院积极承担社会责任, 通过远程教育为广大基层会计人员和西部地区经济管理人才提供高品质课程。

面向未来, 学院以“国际知名会计学院”为办学目标, 努力发展成为中国顶尖的财会人才培养基地、国家财会政策与企业财务运作的重要思想库、全国性的会计信息集散中心以及重要的财会领域国际交流平台, 以更好地为实现会计强国目标服务, 为财政中心工作服务, 为经济社会发展服务。

本报告英文原版选自美国管理会计师协会 (IMA) 发布的《管理会计公告》, 该系列公告由世界顶尖专家精心撰写, 涵盖了管理会计领域的各项实务及专题, 突出实务导向, 注重文化、道德对企业管理会计体系的影响, 对企业管理人员建立商业逻辑思维框架、提升商业判断力具有很好的借鉴意义。该公告由上海国家会计学院所属中国会计视野网视野瞭望社翻译, 上海国家会计学院赵春光教授审定。后续 IMA 将与上海国家会计学院就“风险管理与创新”相关课题展开进一步研究。

为了在 ERM 中建立绩效反馈循环, 公司必需首先界定可衡量的目标。例如, 公司可将 ERM 的目标界定为将非预期收益的波动降到最低。(注意: 这个目标不是将风险或收益波动的绝对水平降到最低, 而是将未知因素造成的波动降到最小)。

一旦确定了目标, 我们就能够创建反馈循环。图 6 说明了如何使用收益波动分析并将它作为此类绩效反馈循环的基础。

在报告期的开始阶段, 公司进行在险收益分析, 识别几项关键因素 (业务目标、利率以及油价等), 这些因素可能会导致每股亏损 1 美元, 而非每股 3 美元的预期收益。在报告期的收尾阶段, 公司进行收益归因分析, 确定实际的收益驱动因素。这些分析结合起来就为风险管理绩效提供了客观的反馈循环。随着时间的推移, 组织努力将不可预见因素对收益的影响降到最低。请记住, 这仅仅是一个例子。对于特定组织 (例如非营利组织) 而言, 这也许不是一个恰当的反馈循环, 每个公司都应该针对风险管理建立自己的反馈循环。

行动越快, 效果越佳

战略风险管理的一个重要好处就是能够针对潜在问题提供早期预警信号。如果方案或计划落后于预期, 警报就会响起, 让管理层有机会重新调整努力方向, 规避风险。如果结果远远低于目标, 没有挽回的余地, 那么公司就应该尽早执行退出战略。“更快失败”, 这种能力在改善公司的财务业绩方面, 几乎强于其他任何因素。

缺少可靠的指标不再是战略风险管理的障碍。经济资本是量化风险时经常采用的一种衡量工具; 而根据不同的情景计算 RAROC, 让管理层能够确定哪些业务活动能够实现股东利益的最大化。

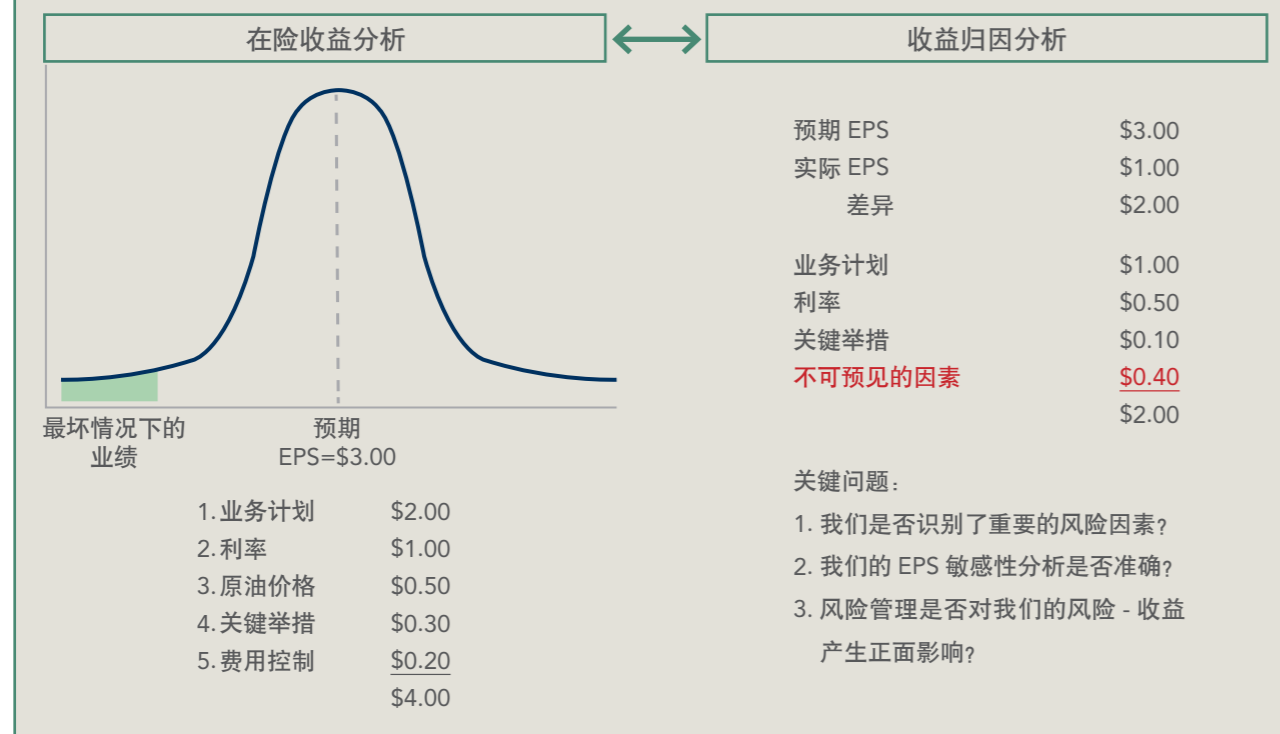
虽然对绝大多数公司而言, 战略风险构成了最大的威胁, 但是只有少数公司将战略风险管理整合到它们的 ERM 计划中。战略举措总会涉及风险, 无论如何精心规划, 一些战略举措总是无法实现预期。公司对战略风险加以管理, 让风险 - 收益整体情况向有利的方向倾斜。它们可以加大举措力度, 让其超过预期; 同时及时发现潜在失败, 在重大损失形成之前采取纠正措施。风险管理应该提高举措的成功比率, 创建一个类似于看涨期权的战略风险组合, 让下行风险有限, 而上行潜力无限。

绩效反馈循环

绩效反馈循环是一个重要的概念，指的是根据实际业绩与期望业绩之间的差异来调整流程，从而实现自我修正和持续改进。作为科学方法的基本组成部分，一直以来反馈循环在经济、工程以及医药等许多领域都被视作促进改进的必备工具。最近，对冲基金管理和有效利他主义也开始采用反馈循环¹³。如果没有绩效反馈循环，想要有效地评估和改进任何流程都将变得十分困难。风险管理也不例外！

我们如何才能知道风险管理是否有效运转？这也许是当前董事会、高管、监管结构和风险经理面对的最重要问题之一。最常见的实践是根据重要里程碑的实现情况、政策的违反情况、损失或其他突发事件来评估风险管理的有效性。但定性的里程碑或负面证据不再充分，组织需要为风险管理制定业绩指标和反馈循环。其它公司和业务部门也建立了类似的指标和反馈循环。例如，业务开发部门有销售指标，客户服务部门有客户满意度得分，人力资源部门有员工流动率等。

图 6：在 ERM 中建立反馈循环



¹³ Bridgewater 是世界最大和最成功的对冲基金之一。基金创始人 Ray Dalio 支持使用绩效反馈循环来监控和塑造组织的有效性。参阅 Ray Dalio, #66 原则, 《原则》, 2011 年, www.bwater.com。有效利他主义是一种基于证据的全新慈善捐助方法。联合创始人 William MacAskill 主张使用客观的反馈循环来确定利他主义追求的有效性。参阅 William MacAskill, 《更好地行善》, 哥谭出版社, 2015 年。



关于 IMA[®]

由商界会计人员和财务专业人士组成的 IMA[®] 是最大且最受尊敬的会计协会之一，专注于推进管理会计职业。

在全球范围内，IMA 通过学术研究、注册管理会计师（CMA[®]）计划、继续教育、人际网络以及倡导最高标准的商业道德行为来支持管理会计职业的发展。IMA 在全球 140 个国家成立了 300 个职业和学员分会，拥有 8 万多名会员，总部设在美国新泽西州蒙特威尔市。IMA 划分了美洲、亚太地区、欧洲以及中东 / 非洲四个区域，为当地的学员提供本地化服务。如想了解更多 IMA 相关信息，请访问 www.imanet.org。



关于作者

James Lam

James Lam 在 2002 年创建了风险管理咨询公司——James Lam & Associates 并担任总裁。他曾与大型的、结构复杂的组织的董事及高管合作，其中包括金融机构、能源企业、跨国公司、监管机构和非营利组织。《欧洲货币》杂志（Euromoney）一项调查显示，Lam 曾被客户和同行提名为世界顶尖的风险咨询顾问之一。

致谢

在此，我要感谢大陆资源公司的企业风险经理 Lita Cuen 和芝加哥联邦住房贷款银行首席风险官 Michelle Jonson 对本文进行校订以及提出真知灼见。

目录

内容摘要	5
战略风险的重要性	6
战略决策具有非常高的失败率	6
什么是战略风险?	7
衡量战略风险	8
经济资本	8
风险调整资本收益率	9
风险、经济资本以及价值创造三者之间的重要关联	9
管理战略风险	10
防御模型的三道防线	11
战略规划和审查	12
风险偏好	13
确定最优的风险预测	13
基于风险的定价决策	15
并购决策	17
风险转移	18
情景分析	19
持续不断的监控和反馈	20
制定关键风险指标	20
整合业绩和风险监控	21
绩效反馈循环	22
行动越快，效果越佳	23

虽然制定有效的 KRI 是一项重大挑战，但一些现成的资源能够推导出 KRI 指标。这些资源包括：

- **政策和规定：**规范公司业务活动的规定以及管理层和董事会制定的公司政策和限制，它们提供了有用的合规 KRI。这些 KRI 可能包括相对于限制或监管要求和标准合规的风险敞口。
- **战略和目标：**由高层制定的公司和业务战略以及与之有关的业绩指标是另一个很好的资源。需要注意的是，绩效指标是用于衡量预期业绩，而 KRI 是用于衡量业绩的下行风险或波动性。
- **先前的损失和事故：**许多公司建立了损失 / 事件数据库，用于统计历史损失和事故。这些数据库，甚至是传闻证据，能够提供有用的信息，提示哪些流程或事件导致了财务或声誉损失。而后可以根据这些数据来制定 KRI。
- **利益相关人的要求：**除了监管机构之外，客户、评级机构、股票分析师和业务合作伙伴等其他利益相关人各自的期望和要求也有助于制定 KRI，需以这些关键群体的重要变量为基础。
- **风险评估：**由公司进行的、包括审计评估、风险控制自我评估以及内部控制测试在内的风险评估能够提供关于业务实体、流程或风险的有价值信息，而这些信息是制定 KRI 所必需的。

整合业绩和风险监控

ERM 应该重点关注如何缓解下行风险（例如，最坏情况下的业绩），帮助管理层实现最优的风险 - 收益均衡。经过整合的业绩和风险监控流程包括以下步骤：

1. 通过一系列可衡量的战略目标来定义业务战略。
2. 基于这些战略目标的期望业绩来制定 KPI 和目标。
3. 通过风险评估，识别能够使真实业绩发生变化（表现更好或更坏）的战略风险。
4. 针对这些重大风险，制定 KRI，确定风险承受水平。
5. 整合报告和监控活动，为战略风险管理提供支持。

为了有效地管理战略风险，必需全面整合上述步骤。然而不幸的是，许多公司由战略规划部门和（或）财务部门执行步骤 1 和步骤 2，然后向执行委员会和董事会报告执行结果。另外，由风险部门执行步骤 3 和步骤 4，向风险和审计委员会报告执行结果。

案例研究：美国杜克能源公司

上世纪 90 年代末，美国开始放开对公用事业的限制，在此之后，电力市场经历了痛苦的转变¹²。在 2000 年 7 月的战略会议上，杜克能源公司认为在未来的业务环境中公司可能会面临 3 种情景。

- 美国经济原地踏步，年均经济增长率停滞在 1%。
- 市场网络化，互联网彻底改变了购买者与销售者之间的关系。
- 有缺陷的竞争，能源行业的去监管力度不均，这一状况将持续下去，使得不同地区的能源价格差异高达 33%。

时间证明了杜克能源公司具有先见之明。杜克能源公司在 2000 年年初任命了首位首席风险官，而当时美国经济开始下滑，互联网泡沫即将破灭。

杜克能源公司针对每个情景设定了早期预警信号：宏观经济指标、监管趋势、技术变革、环境问题、竞争态势以及能源行业的整合模式。很快，“有缺陷的竞争”场景慢慢清晰起来，最有可能成为现实，杜克能源公司据此采取了规避措施，以避免潜在的负面后果。与许多竞争对手不同的是，杜克能源公司缩小了产能扩张，即便是剥离资产，也要专注于实现现有组合的收益最大化。杜克能源公司预计随后几年田纳西州的电力供应将会出现过剩情况，因此，它出售了一部分位于该州的、尚未完工的新工厂项目。

在随后的几年，杜克能源公司的远见为它带来了回报，相对于竞争对手，杜克能源公司的业绩继续保持良好态势。

持续不断的监控和反馈

“凡是能够衡量的东西就能够进行管理”，在风险管理中，这句古老的商业格言再正确不过。为了支持战略决策，公司的绩效管理系统必须将关键绩效指标（KPI）与关键风险指标（KRI）结合在一起。这两类指标在一个重要方面有所不同：KPI 审视的是过去和现在的业绩，而 KRI 洞察的是未来的风险，甚至可以指明未来风险的规避或缓解方法。例如，对零售商来说，关键的风险指标可能是消费者投诉数量。这项 KRI 可以作为早期预警指标，KRI 的上升意味着有营运问题需要解决。如果不能及时解决问题，零售商就可能遭遇客户流失，而这是该例的 KPI 指标。

制定关键风险指标

对绝大多数公司来说，制定有效的 KRI 是一项重大挑战。虽然金融机构通常拥有大量的信用风险和市场风险指标，但在汇总数据和制定营运风险指标方面仍然面临挑战。另一方面，非金融机构虽然能够从平衡计分卡和质量管理活动中获得非常多的业务和质量信息，但它们在针对财务风险或技术风险制定 KRI 时也可能遇到困难。制定领先指标以便针对潜在的未来损失提供有效的早期预警，在这一方面所有公司都面临挑战。

内容摘要

身为董事会或高管团队的一员，你最应该关注哪些风险？

近期的商业头条关注了美联储利率政策、中国的经济下滑、石油价格下跌、中东动荡的局势、国际和美国国内的恐怖主义以及网络安全。在《2016 年全球风险报告》中，“世界经济论坛”确定了五个能够影响全世界、具备非常大的潜在影响力的风险：

1. 未能减缓和适应气候变化
2. 大规模杀伤性武器
3. 水资源危机
4. 大规模非自愿移民
5. 剧烈的能源价格震荡

身为董事会成员或经理，你在风险监督或风险管理方面的工作是，根据上述宏观风险的相互作用以及你所在行业和所采用商业模式的特有风险，来审视这些宏观风险，而更为重要的是，优化你所在公司的“风险 - 收益”状况。

一直以来，风险的性质、水平和发展速度都在发生着变化。未来，这种变化趋势将继续延续。而战略风险始终是风险管理的前沿问题。战略为组织提供了实现其核心使命、增加重要利益相关者（如消费者、员工、股东、监管机构等）价值的整体规划。战略风险可能源于战略的制定和执行过程，包括：

- 设计和制定公司战略，其中包括与核心使命、业务单元战略以及经营预算保持一致。
- 执行公司和业务单元战略，以实现重要的组织目标。
- 针对消费者、供应商、竞争对手以及新兴技术的影响采取措施，做出响应。

- 执行公司和业务单元战略所产生的风险（分为战略风险、营运风险和财务风险），包括了风险偏好和风险容量的利用¹。

这份《管理会计声明》（SMA）为董事会成员、公司高管以及风险、合规、财务以及审计等领域的专业人士提供了一整套资料，其中包括指南、最佳实践以及实践范例，帮助他们评估和管理战略风险。在这份 SMA 中，我们讨论了：

- 战略风险的重要性——尤其是在战略方案的失误率通常非常高的情况下，且实证研究表明，战略风险的影响程度超过了其他所有类型风险总的影响程度。
- 使用经济资本、股东价值增加值和其他基于风险调整的绩效指标来衡量战略风险。
- 通过战略规划、风险偏好、开发新业务、并购以及资本管理流程来管理战略风险。
- 持续不断地监管和反馈，包括关键绩效指标、重要风险指标、绩效反馈循环的结合，为董事会和管理层的监管活动提供支持。

¹² Bernard Wysochi, Jr., 《电力网：软着陆还是硬着陆？》，《华尔街日报》，2000 年 7 月 7 日

¹ James Lam, 《有效实施风险偏好》，美国管理会计师协会®（IMA）《管理会计公告》，2015 年 8 月

战略风险的重要性

董事会和高管层最为重要的职责之一（或许就是最重要的职责，而不是之一）就是设定公司战略方向，能够让股东价值实现最大化。为了做到这一点，高管们必须能够预测重要趋势和未来机会。当然，无论你怎么自信满满，未来都是不可预知的。换言之，战略都是包含风险的。在 SMA 中，我们回顾了在过去的几十年时间里，战略风险管理实践是如何随着企业风险管理（ERM）的逐渐成熟而发展的。我们检视了风险分析和管理在风险规划中的作用。此外，我们提供了在连续的基础上，准确衡量、管理以及监测战略风险的方法。与此同时，我们还提供了数个耳熟能详的跨国公司案例，分析了它们是如何管理战略风险的。

高管在确定战略重点时都将面临艰巨的任务。从本质上来说，每一个决策都是以公司可用的资源作为赌注，来验证公司对于宏观经济、行业以及市场趋势的预测，豪赌公司的核心竞争力以及自身发现增长领域的的能力，同时还要避免或明或暗的陷阱。管理层和董事会愿意下多大的赌注取决于组织的规模和成熟度，以及公司在面对风险和机会时具有怎样的能力。赌赢了能够增加股东的价值，考虑不周或赌输了就会减少股东价值，最坏的情况是将公司完全摧毁。

战略决策具有非常高的失败率

虽然很难获得可靠的统计数据，但是许多战略计划都未实现预期，这已经不是什么秘密了。虽然 70% 的失败率经常得到引用并且被管理界所认可，但缺乏实证支持²，然而高成功率仍然是例外而不是普遍现象。2008 年，变革管理领域的顶尖专家 John Kotter 归纳总结了她的经验³：

根据多年的研究，在各种必要的变革中，我估计现在有超过 70% 的变革压根就未能得到启动；即便有人清楚地认识到了变革需求，但变革也未能完成；抑或即便投入了极大的精力尝试或超过了预算，最初的设想还是没能实现。

无论战略计划的真正失败率有多高，公司都会在一定程度上通过采取各种激励措施来增加战略目标实现的可能性，进而提升业绩。

战略风险具有不同的形式。一种风险就是一味追寻错误的战略，如新产品投资过度或寻求不合适的并购对象。即便制定了正确的战略，未能有效地执行战略也是另一种风险。此外，还有一种风险是未对重要的市场趋势做出响应。消费趋势和新兴技术等外部因素会使现有战略不再有效或过时，在移动设备取代桌面电脑（而桌面电脑取代了大型主机）的时代，这种风险愈发常见。在这些情况中，站在科技革命的对立面将会造成非常大的价值损失。但如果你是一个颠覆者，你就可以实实在在地利用相同的机会创造出极大的价值。最后，战略执行会影响公司的整体风险状况，包括第二级战略风险、营运风险以及财务风险。所有这些风险都应视为 ERM 的组成部分。

然而，即便是在一个风险仓中，通过将单个项目分组并纳入组合当中也能大大降低风险转移成本。例如，通过宏观对冲资产负债表，而不是微观对冲每项资产和负债，财务主管能够降低利息风险的对冲成本。与此类似，通过利用内部多元化、采用覆盖多个风险的多年保险政策来转移剩余风险，保险经理能够节约大量的保险费用。

ERM 可以进一步利用多元化，将风险仓整合到公司层面的风险组合中。通过考虑所有风险敞口的波动性和关联性，公司能够实现多元化收益或内部对冲收益的最大化。既然如此，公司可以整合自身的风险转移活动，关注净风险敞口。采用 ERM 方法来进行风险转移，公司将获得四个重要好处：

- 整合多元化的全面影响，从而降低风险覆盖的名义金额和风险转移成本。
- 合理实施各类风险转移战略，避免不同风险的对冲过多或对冲不足。
- 优化保险和再保险政策的限制和连接点以及优化衍生交易的对冲结构
- 在传统和选择性风险转移产品之间以及不同的产品提供商之间进行套利操作，实现风险转移成本的最小化。

此外，经济资本和 RAROC 方法不仅可用于基于风险的定价，它同时也是一个有用的工具，能够评估不同风险转移战略的影响。例如，执行任何一项风险转移战略，其经济收益包括减少预期损失和降低损失波动等，而经济成本包括保险费或套期保值成本、更大的交易对手信用风险和营运风险敞口。从某种意义上来说，公司放弃了风险和收益，才能产生了被放弃的 RAROC。通过比较不同风险转移战略被放弃的 RAROC，公司能够在同类事物具有可比性的基础上比较不同的结构、价格和交易对手，进而选择最佳的交易。

可以用收益的增加量除以经济资本的增加量来计算被放弃的 RAROC。从本质上来说，被放弃的 RAROC 代表了风险转移的有效成本。如果被放弃的 RAROC 小于权益资本成本（Ke），那么风险转移就能创造股东价值。相反，如果被放弃的 RAROC 大于权益资本成本（Ke），那么风险转移就会损害股东价值。

情景分析

另一个有用的战略风险管理工具是情景分析。一种情景分析是从上往下的假设分析，衡量某一特定事件（或事件集合）对企业的影响。例如，情景分析可以用于评估类似于 2008 年经济危机的全球经济衰退所产生的财务影响。除了经济或市场情景之外，公司还可以评估关键的监管、客户和科技趋势，它们可能对公司未来的经营业绩造成重大影响。美国杜克能源公司的案例研究显示了，当行业趋势高度不确定时，情景分析是如何为战略规划和战略决策提供信息支持的。

² Mark Hughes, 《组织变革计划的失败率真有 70% 吗? 》，《变革管理》月刊，2011 年 11 月，第 451-464 页。

³ John Kotter, 《紧迫感》，《哈佛商业评论》，2008 年 9 月 3 日。

图 5：并购

	A	B	C	A+B	A+C
收入	100	50	50	150	150
费用	50	30	25	80	75
税前净收入	50	20	25	70	75
税款	20	8	10	28	30
税后净收入	30	12	15	42	45
经济资本	200	100	100	210	270
RAROC	15%	12%	15%	20%	17%
M/B	1.00	0.67	1.00	1.50	1.20

Note: This assumes $K_e = 15\%$ and $g = 5\%$

我们并没有考虑多元化收益（例如风险相关性）的影响，但是，ERM 在对这 2 个潜在并购方案进行评估时考虑了这一影响。多元化收益的影响可以通过合并实体的经济资本线显现出来。收购 B 公司将产生 30% 的多元化收益：A+B 的经济资本为 210，而收购之前为 300（A 公司 200，B 公司 100）。另一方面，收购 C 公司将产生 10% 的多元化收益：A+C 的经济资本为 270，收购之前为 300（A 公司 200，C 公司 100）。同样的，收购 B 公司之后，合并之后的公司能够获得更高的 RAROC 和 M/B 比。

正如我们看到的那样，风险管理能够给战略规划提供有机增长以及并购活动所带来的增长的相关信息。其中的关键是使用经济资本和 RAROC 等定量衡量指标清楚地确定风险偏好，然后从“可能如何影响股东价值”入手，对每个方案进行评估。通过这种方法，公司能够限制其活动的下行风险，拓展上行机会。

风险转移

相对于自身的战略风险状况和风险偏好，公司也许会发现并购活动会带来风险敞口，抑或认为核心业务过于集中或是效率低下而不具有保留价值并蕴含风险。在这种情况下，风险转移也许是合适的解决办法。

传统上，风险转移一直被公司视为解决特定微观风险问题的一种办法。公司实施风险转移的原因通常有两个：（1）公司的风险敞口过大，需要摆脱风险；（2）由对冲基金或保险商等第三方承受风险，这样做更具财务效率。例如，在一家公司中，财务主管可以采用金融期货和掉期交易来对冲利率和外汇风险敞口，而保险经理可以购买产品责任险、财产和意外险，避免某些业务和营运风险的侵袭。通过风险转移，财务主管和保险经理寻求解决特定的风险问题。他们会对产品提供商的不同方案进行评估，然后根据最佳的结构和价格来做出决策。

忽视战略风险的公司将自食其果。针对大型上市公司的独立研究一再表明，公司市值大幅下降，其 60% 左右要归结于战略风险，而营运风险和财务风险分别占比 30% 和 10%⁴。在实务中，许多 ERM 程序都不重视战略风险，甚至完全忽视。导致这种状况是有历史原因的。在上世纪 90 年代初，各家公司开始制定正式的 ERM 程序。由于金融衍生产品造成的损失人尽皆知，而且能够更为容易地定量计量财务风险（如利率风险、市场风险、信用和交易对手风险、流动性风险等），所以各大公司几乎只关注财务风险。

90 年代中期，因金融企业未获授权交易而引发的数起业务灾难使得人们将注意力转移到营运风险上，虽然这些风险很难计量。营运风险的计量难度在于运营故障的性质，它们大多数都是常见故障，对财务的影响不大。在罕见的情况下，一旦营运控制失效，结果将是灾难性的——不仅仅只是针对银行。一个例子就是 2010 年的“深水地平线”钻井平台原油泄露灾难。除了漂浮原油本身的破坏和影响外，英国石油公司、Transocean 和 Halliburton 还蒙受了巨额的经济和声誉损失。

但如果 ERM 的目标是帮助管理层对重要风险进行识别、排序和管理，那么 ERM 程序就应该给予战略风险最高的优先等级，随后才是营运风险，现如今在 ERM 中占据主导地位的财务风险只能排在第三位。

什么是战略风险？

战略风险指的是能够影响到公司经营战略、战略目标以及战略执行的风险或是以上三者的固有风险，包括：

- 消费者需求
- 法律和监管变化
- 竞争压力
- 并购整合
- 技术变革
- 高管层更替
- 利益相关人施压

根据商业特性的不同，公司可能还具有其他特别的风险。欧洲大集团西门子公司董事会在定义战略风险时就持这种观点：“（风险是指）会对我们实现战略目标产生潜在重大影响的每件事物、每个干扰以及每个问题。”⁵

区分营运风险和战略风险是非常重要的。如果消费者不再需要公司的产品，那么即便是拥有无与伦比的制造工艺，这个公司也会走向灭亡。当 Henry Ford 在 1908 年推出 T 型车时，无论是否意识到了威胁，即便最有效率的马鞭生产商也面临着生存威胁。而近年来，随着第一代 iPhone 的发布，苹果颠覆了手机制造商的竞争格局。良好的营运意味着正确地做事情，良好的战略意味着做正确的事情。公司要想成功必须在不确定性的情况下（风险管理）实现上述两者。

对任何公司来说，战略风险的识别和管理能力是其可持续成功的关键。SMA 阐述了如何在规划流程中考虑战略风险、如何用经济资本和风险调整资本收益率来衡量这些风险以及如何在实践中应用这些成果。

⁴ James Lam, 《企业风险管理：从激励到控制》第二版, Wiley, 2014 年, 第 434 - 436 页。

⁵ 德勤, 《探索战略风险》, 2013 年

衡量战略风险

业界曾经只能采用定性描述来衡量战略风险。但现在，用于衡量财务风险的最新指标——经济资本和风险调整资本收益率（RAROC），也可用于衡量营运和战略风险。这为战略风险管理铺平了道路，战略风险管理已经成为风险控制和管理挑战的另一个前沿领域，是 ERM 实务者最为关注的对象。

为了评估风险管理的有效性，组织必须首先界定战略成功执行的衡量指标，例如产品创新、企业收益、股权回报和股东价值。下一步是识别和评估关键战略风险，这可能包括监管机构的批准、产品定价、销售效率以及市场份额。如果说整体战略意味着提高成功衡量指标的预期价值的话，那么战略风险可能会让给相同的衡量指标的可变性偏向更好或更坏。

经济资本

风险识别和评估是第一步，但是一家公司必须在管理风险之前衡量这些风险。经济资本是一种共同的货币，藉以量化任何风险，所以它是现有的最佳指标之一。

不论身处哪个行业，企业持有资本都出于两个主要原因：（1）为持续进行的营运和投资活动提供资金；（2）为企业提供保护，免受意外损失的拖累。账面资本是一项会计衡量指标，表明投入资本和留存收益的总额，而经济资本与它不同，代表的是消化意外损失所需要的资金数量。下面用一个简单的例子来说明账面资本和经济资本的差异：由于外汇风险或营运风险不断增加，公司的风险敞口也随之增加，但账面资本并没有同步增加。只有当公司发生了真正的损失，留存收益发生了实际变化之后，账面资本才会逐渐反映这一变化。而风险敞口一旦增加，经济资本需求就会立刻随之增加。

鉴于二者有所不同，比较账面资本和经济资本对于确定资本充足率非常有用。如果公司的账面资本高于经济资本，那么该公司就存在资本过剩的情况，反之，则存在资本不足的情况。此外，还有一个重要的差别需要注意，账面资本是反映过去业绩的财务指标，而经济资本是反映未来业绩的前瞻性指标。战略风险以及其他所有重要风险都关乎企业未来。计算经济资本的基本步骤包括：

1. 针对公司整体制定偿债能力标准，并在目标债务评级中得到反映。
2. 基于基本风险敞口和偿债能力标准，衡量各个风险所需的经济资本。
3. 汇总所有单个风险的经济资本，考虑风险之间的关联效应。

偿债能力标准是一个组织期望获得的信誉度，能够从其目标债务评级推算出来。例如，一个机构的目标偿债能力标准是债务偿还率达到 99.9%，这表明该机构 1000 年才会出现 1 次不能偿还债务的情况。大致而言，债务评级机构会将这个机构的债务等级评为“A”级。

更高的偿债能力标准意味着在风险程度给定的情况下，机构需拥有更多的经济资本。换言之，机构承受的风险越多，为维持特定的偿债能力标准，它需要拥有更多的财务资源。将公司应该持有的资本数量与特定风险水平联系起来，一个被广泛接受的理论框架就是 Robert Merton 的违约模型，该模型表明，当公司的权益价值（如净资产）为负时，公司股东拥有并将行使不向债权人偿还债务的权利。债权人在向股东提供资金时，是按照股东的违约风险要求分布在它们所提供资金上的无风险利率收取利息的。违约的可能性是公司净资产价值的现有水平和潜在变化（概率分布）的函数。

案例研究：空中巴士公司

欧洲航空业巨头——空中巴士公司 2 项备受关注的产品在历经 5 年坎坷——延期和成本超支之后终于得以发布。2010 年，空中巴士公司承认，造成延期和成本超支的大部分原因是自身在执行定价战略时没有考虑风险。

彼时，空中巴士公司最大的 2 项计划——A380 巨型喷气式客机和 A400M 军用运输机的研发进度远远落后于日程表，超出预算数十亿美元。其他几个较小的项目也面临着无法按期、按要求向客户交付产品的问题。空中巴士公司的母公司欧洲航空防务及航天公司（EADS）的首席执行官 Louis Gallois 承认，由于旗舰产品开发计划存在问题，公司无法创造“足够”的利润。EADS 的首席财务官 Hans Peter Ring 补充到，核心问题是难以将顾客的巨大需求与投资者期望的丰厚回报匹配起来。在接受《华尔街日报》采访时，Ring 说：“我们身处复杂的高科技行业，我们的业务蕴藏着非常多的风险，这是无法改变的事实。问题是如何对风险进行定价。很明显，在某些情况下，我们没有对风险进行正确定价。”

事实证明，空中巴士公司对 2 项重大计划复杂的运营风险给出了错误的价格。在销售双层 A380 时，空中巴士公司敦促买家对机舱内部进行前所未有的奢华装饰。配备了淋浴和私人套房的定制飞机所带来的复杂性让空中巴士公司的生产系统不堪重负。2003 年，EADS 与 7 个北约成员国签订了 A400M 生产合同，这份合同的条款采用的是较为简单的民用客机生产合同的刚性条款，而 A400M 是世界上最精密的螺旋桨推动军用运输机。项目的推进难度要远远大于空中巴士公司的预期，固定价格的预算很快就被突破。

Ring 说：“我们承诺按照固定价格合同来开发和生产 A400M 是非常错误的。”

并购决策

并购交易会給公司的命运造成深远的影响。一项好的交易能够帮助公司超越竞争对手，而坏的交易会让公司倒退很多年。通过评估目标公司的风险状况以及合并后组织的风险回报收益，ERM 部门能够为重要的并购决策提供帮助。

传统的并购分析的基础是对独立实体和合并后的公司进行财务预测。基于这些财务预测，在确定了收购价格、收入增长率和成本协同效应等一系列假设的前提下，公司就能对潜在的收益稀释 / 增加做出估算。但是，传统的收益稀释 / 吸积分析未能全面地考虑风险，进而得出错误的并购决策，导致不利的战略和财务后果。

下面，让我们看一下 ERM 是如何帮助公司做出更好的并购决策的。图 5 提供了一个并购分析的范例。

在这个例子中，A 公司正在考虑从 B 公司和 C 公司中选择一家进行收购。简化起见，我们假设 B 公司和 C 公司的收购价格相同。基于传统的财务分析，C 公司具有更大的吸引力，原因是它的 RAROC 和市值 / 账面价值比（M/B）要高于 B 公司。根据并购界的说法，兼并 C 公司具有反稀释效应（不会稀释收益），而兼并 B 公司具有稀释效应。

图 4：衡量利润和定价

	计算RAROC	计算定价
收入总额	\$100 million	\$100 million
利润率	2.50%	2.20%
利润	\$2.5 million	\$2.2 million
风险损失	(\$500,000)	(\$500,000)
费用	(\$1 million)	(\$1 million)
税前净收入	\$1 million	\$700,000
税款	(\$400,000)	(\$300,000)
税后净收入	\$600,000	\$400,000
经济资本	\$2 million	\$2 million
RAROC	30%	20%

30% 的 RAROC 指标在以下两个方面为决策提供了非常有益的帮助。第一，能够为产品和消费者管理战略提供支持。如果 RAROC 高于 K_e （权益资本成本），那么交易或消费者就能够创造股东价值，公司应该增加此类业务。相反，如果 RAROC 低于 K_e ，那么交易就会损害股东价值，公司应该停止此类业务，提高未来交易的定价或向相同的客户交叉销售更有利润的产品，以此来提升整体 RAROC，使其高于 K_e 。

第二，RAROC 能够为业务管理和资源分配提供支持。因为 RAROC 是一个对风险进行调整之后，能够衡量盈利状况的一致性指标，所以，不同业务单元计算得出的 RAROC 可以进行相互比较。利润率、资产收益率（ROA）以及净资产收益率（ROE）等盈利性指标并没有针对风险进行调整，所以贸然进行比较会得出错误的结论。例如，如果一个业务部门的实质性风险很低，即便它的 ROA 和 ROE 也比较低，但该部门还是可能比其他业务部门更具吸引力。在决定业务的增长、维持、恢复、收缩或退出方面，RAROC 分析能为管理决策提供支持。

在我们提供的示例中，如果某个实力相当的竞争对手决定采取折价战略，公司的利润率不再是 2.5%，而是降至 2.3%，在这种情况下，公司将如何进行应对？此时，公司可以采用基于风险的定价来协助自己做出业务决策。图 4 中的第二列给出了具体的演示，计算过程是反向的，即从下往上。假定公司确定其开展某项业务所希望获得的利润率最低门槛是 20% 的 RAROC。使用相同的方法进行倒推计算得出，如果基于风险的定价想要达到 20% 的 RAROC，那么利润率至少应为 2.2%。

20 多年以来，银行业一直应用经济资本、基于风险的定价以及 RAROC 分析来管理自身的业务。银行业使用这些工具来衡量风险调整后的利润并对大量的产品和服务进行定价，其中包括商业贷款、消费贷款、衍生产品、投资银行业务以及经纪服务等。与此同时，基于风险的定价也是非金融机构的重要实践内容。空中巴士的案例研究表明，如果战略计划没有全面考量风险成本，那么就会形成潜在陷阱。

组织的经济资本通常是“从下往上”计算的。也就是说，先计算各种类型风险的经济资本，再进行汇总，然后考虑多样化的影响，得出整个企业的经济资本总额。此外，在确定企业价值时，经济资本也使用相同的方法和假设。

就战略风险而言，计算是具有前瞻性的：例如，支持新产品发布、潜在并购或抵抗预期竞争压力所需的资本。基本流程包括：

1. 根据风险根源的不同，形成企业价值变动的独立分布。
2. 汇总各项独立分布，考虑多样化的影响。
3. 根据汇总的分布，计算期望的目标偿债能力标准所需的经济资本总额。
4. 根据风险数量，将经济资本分配给每一个风险。

风险调整资本收益率

用各个战略计划的预期税后收益除以经济资本，由此形成风险调整资本收益率（RAROC）。如果 RAROC 超过了公司的资本成本（或权益资本成本， K_e ），那么战略计划就是可行的，能够增加公司的价值；如果 RAROC 低于公司的资本成本（或权益资本成本），那么就会破坏公司的价值。但是是否支持某个战略计划的决策不能仅仅依靠反映预期价值的单一情形。公司应该在多种情境中运算这些数据，观察在较好情况、较坏情况或是一段时间内好坏情况并存转换的情况下，运算结果的分布状况。最终决策还是要依赖于公司的特定风险偏好。

可以计算机构整体的 RAROC，也可以根据每个活动分别计算 RAROC。支持企业每项活动所需的经济资本数量与活动所产生的风险成正比关系，所以经济资本可以用作风险的衡量标准。将支撑活动相关风险所需的经济资本与活动的预期经济收益结合起来，就能够产生一个比率，反映机构期望从单位风险上获得的收益数量，即：

$$\text{RAROC} = \text{风险调整后的收益} / \text{经济资本}$$

风险调整后的收益要么是净收入，要么是预期收益。使用净收入的 RAROC 反映了真实的利润率，而使用预期收益的 RAROC 衡量的是标准利润率。由于在计算收益时常常使用的是预期损失，而不是实际损失，所以将 RAROC 应用于信用风险相关活动时尤其具有相关性。

RAROC 主要用于比较不同的以及可能相当多样化的战略决策的风险 - 收益权衡。经济资本 / RAROC 分析适用于有机增长计划和潜在并购。例如，拥有多余资本的公司能够确定回购股份、推动核心业务增长抑或实施战略并购才是最符合股东利益的。我们在下文还将进一步探究并购决策。

风险、经济资本以及价值创造三者之间的重要关联

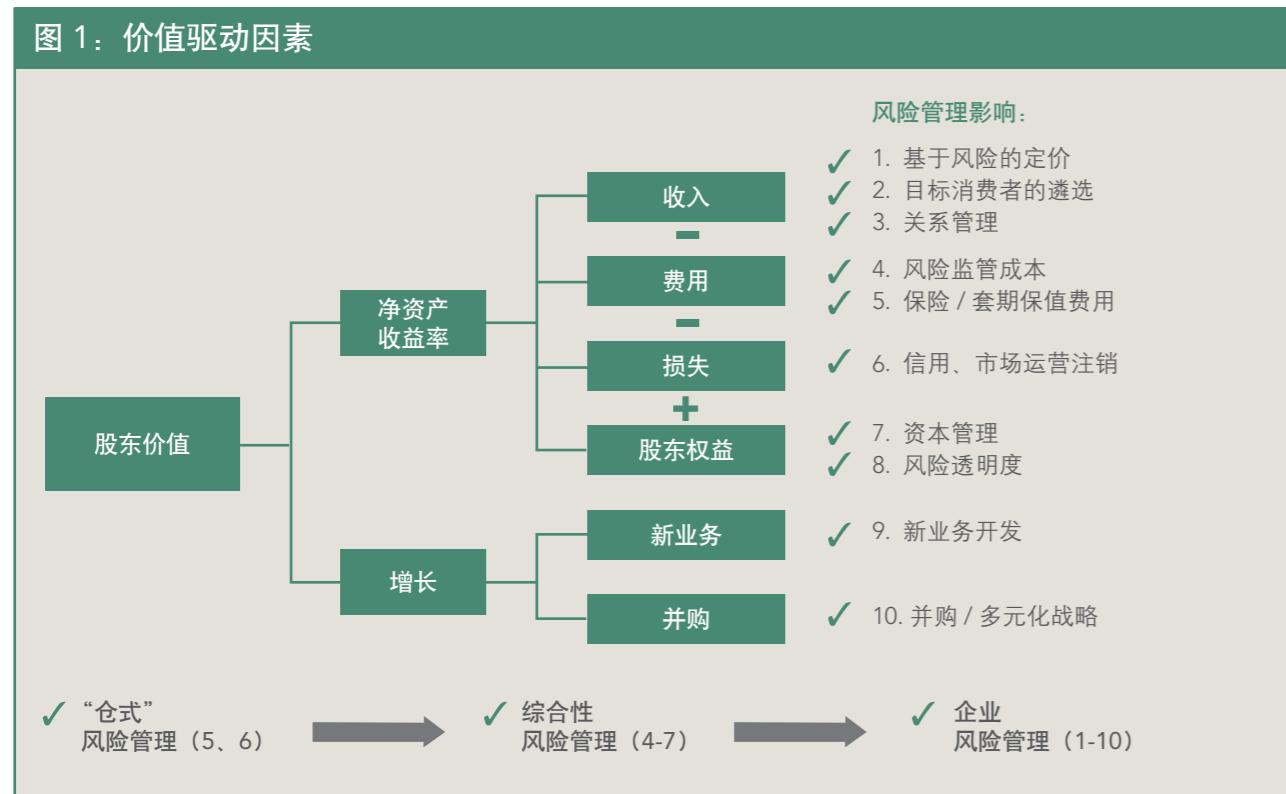
让我们看一下企业整体风险、经济资本以及股东价值是如何联系在一起。回想一下，经济资本的定义是能够充分覆盖公司面临的风险（通常也称为风险概况）所需的资本水平。公司承担的风险越多，就需要更多的经济资本来覆盖这些风险。反过来，经济资本又会通过资本收益来影响股东价值。

因此，用 RAROC 表示的价值为：

$$M/B = (\text{RAROC} - g) / (K_e - g)$$

其中，M= 市场价值，B= 账面价值， K_e = 权益资本成本，g= 年收益增长率。

图 1 显示了公司的价值驱动因素 (例如收入、费用和增长战略) 之间的相互影响以及 ERM 是如何影响每一个价值驱动因素的。



除了经济资本和 RAROC 之外，公司还要采用其他的方法来衡量和管理战略风险，例如用风险调整折现率计算的净现值 (NPV) 或经济增加值 (EVA®) 模型。经济资本和 RAROC 模型的优点是分析结果与收益、资本管理和股东价值最大化直接相关。

在接下来的部分，我们将讨论几个例子，观察战略风险管理中的价值驱动因素是如何增加股东价值的。

管理战略风险

战略风险管理解决的问题是公司应采用怎样的具体决策和措施才能使得公司的长期风险 - 收益状况实现最优化。关键决策点包括：

- 风险接受或规避：组织能够通过有机增长、核心业务（开发新产品和新业务）、并购和财务活动来决定增加或减少特定的风险敞口。
- 基于风险的定价：任何组织只要开展业务，都要承担风险，但它们只有通过一个环节才能从所承担的风险上获得补偿，这便是对产品和（或）服务进行定价，此时应该全面考虑风险成本。
- 风险缓解：这包括实施业务和风险控制战略，以便在既定的风险忍受水平范围内对风险进行管理。

案例学习：通用电气金融服务公司的政策 6.0 计划

上世纪 90 年代，通用电气金融服务公司在其政策 6.0 计划中使用了实物期权。根据该计划，如果一项投资活动没有实现预期效果，那么管理层有权选择减缓投资或彻底终止该投资活动，限制风险敞口。对新产品、新业务或具有重要使命意义的项目来说，政策 6.0 代表了战略风险管理的最佳实践模型。政策 6.0 要求公司对新计划相关的战略风险进行详细的分析，业务负责人和 GE 公司高管每个季度都会进行审查，比对清晰的预期，对经营业绩进行监督和管理。政策 6.0 的主要内容包括：

- **关键假设：**新业务必须识别对其可行性具有支撑作用的关键假设，通常包括业务趋势、客户需求以及颠覆性技术等最为重要的战略风险。
- **监控系统：**针对每个假设，企业必须确定关键绩效指标、关键风险指标以及早期预警指标的监控系统。此外，它们还必须将监管责任落实到个人。
- **触发点：**针对重要的指标，企业必须预先确定正向的、预期的以及反向的触发点，以在季度检查间隔期间采取管理行动或进行审查。如果重要的限度被突破，这可能即刻触发管理升级和特殊审查。
- **管理决策和行动：**正向触发点意味着结果要优于预期，这可能促使管理层加快业务计划的实施或承担更多的风险。反向触发点让管理层有机会启动风险缓解战略，如果重要指标和趋势远远低于预期，管理层则执行退出战略。

基于风险的定价决策

正如上文所讨论的那样，对公司来说，确保在承担了愿意承担的风险之后获得相应回报的最有效方法就是将风险成本纳入定价方法。如果风险成本没有在初步定价中得到充分的反映（例如，相对于风险而言，产品或交易的定价偏低），那么公司就没有办法收回成本。如果风险相关定价偏低，从短期来看，这能够增加收入和促进增长，但随着时间的推移，它会损害股东价值。在量化风险总成本时，公司应该考虑：

- 预期损失 (EL) 或商业周期内的年均损失
- 非预期损失 (UL)，可以通过经济资本 $\times K_e$ (权益资本成本) 来确定
- (套期保值或保险的) 风险转移成本
- (与人员保留和系统维护等相关的) 风险管理成本

图 4 显示了一个基于风险的定价的计算过程，计算方法与 RAROC 的计算方法相同。

在第一列的“计算 RAROC”中，计算过程是从上往下的。交易收入总额为 1 亿美元，利润率为 2.5%，所以利润为 250 万美元。在扣除了 50 万美元的风险损失（预期损失）和 100 万美元的费用之后，税前净收入为 100 万美元。假设税率为 40%，税后净收入则为 60 万美元。在这个例子中，200 万美元的经济资本是基于交易的潜在风险来进行分配的。最后，用 60 万美元的税后净收入除以 200 万美元的经济资本就可以得出 RAROC 为 30%。

利率风险或市场风险可以在基本上对称的曲线上绘制出来，因为利率或市场价格变动在产生有利和不利影响方面具有同等机会。而另一方面，业务和合规风险的上升趋势有限，但下降的可能性很大。毕竟，没有 IT、合规或法律等方面的问题仅仅意味着业务一切正常。然而，安全漏洞、IT 故障或监管问题等重大负面事件会带来巨大的不利后果。

如果管理得当，战略风险表现出独特性，即下行空间有限，而上升空间无限。Uber 就是近期一个很好的例子，这家拥有颠覆性技术的公司彻底改变了地面运输业的格局。2011 年，Uber 公司的估值为 6000 万美元，到了 2016 年飙升至 500 亿美元。无论业务机会是公司增长战略还是风险投资公司新投资的一部分，任何新产品或新业务机会都呈现出具有重大上行风险的非对称钟形曲线形态。

现在让我们看一下能将不同决策路径的可能性和结果映射出来的决策树¹⁰。这种映射不仅更好地展现了风险和收益，还有助于识别当计划落后于预期进度时应采取行动的触发点。采取这种方式，最优的战略风险概况就类似于看涨期权：有限的下行风险敞口，无限的上行潜力。公司越快意识到方案陷入窘境，就能更快地采取纠正措施——例如，通过实施风险缓解战略或终止执行计划，让计划重回正轨。

实现下行最小化及增加上行机会，这一目标是实物期权理论的基础。实物期权是一种权利，而非义务，指的是在获得更新信息的情况下，在不同的时点开展业务投资或改变投资。在这类情况下，因投资权利和义务不对等所产生的收益不对等就会形成期权价值。

风险投资公司在自己的业务模式中利用了这种不对称性。哈佛商学院高级讲师 Shikhar Ghosh 的研究表明，在美国，在获得风投支持的公司中，约有 75% 的公司没有向投资者返还资金，95% 的公司没有获得预期的投资回报，此类公司的成功率仅有 5%。¹¹ 为了维持一个理想的风险状况，风险基金会小心谨慎地分阶段投入资金，从获得成功的 5% 的公司身上收获巨额收益，同时停止或减少对另外 95% 公司的投资。

制药公司采用了类似的组合投资方法。它们对内部药品研发进行投资，或购买有看好的药品专利或者并购医药公司。然后对已获得成功的风险投资项目继续重复投入限量资金，退出那些未达到预期收益水平的投资项目。

• 风险转移：如果风险敞口过大以及（或）风险转移成本低于风险保有成本，组织可以通过保险或资本市场，实施风险转移战略⁶。

• 资源分配：组织可以将人力资源和财务资源分配给能够产生最高风险调整回报的业务活动，以便实现公司价值最大化。

风险管理是一个持续不断的过程，战略风险也不例外。虽然各个公司需要面对各自特殊的挑战，但监控战略风险能够让公司获得关于即将到来的阻碍的重要预警信息，提供了最大可能的调整范围，当阻碍真正到来之际，通过调整战略或战术来缓解下行风险或充分利用意料之外的机会。

防御模型的三道防线

深入了解组织可以做出的常规决策选择，这一点非常重要，而在实践中，风险管理决策是由一个特定的委员会、部门或个人做出的。决策者可以是董事会、公司管理层或者业务和职能部门。图 2 简要说明了基于防御模型三道防线的关键风险管理决策。



¹⁰ 经典的决策树有着类似于钟形曲线的形态，但决策树是横向显示的，在关键时刻用于支持决策。

¹¹ Deborah Gage, 《风险资本的秘密：四分之三的初创企业遭遇失败》，《华尔街日报》，2012 年 9 月 20 日。

⁶ 例如，收购人可以购买保险和（或）发行灾难债券来降低潜在收购中蕴含的不良风险（产品责任问题、自然灾害、多重事件或触发事件）

在战略风险管理方面，这三道防线的作用和职责分别是：

- 1. 业务单位和支持部门：**业务单位和支持部门（如信息技术或人力资源）是首道防线，它们根据战略计划最终负责业务单元战略和支持活动的实施。为了实现业务目标，它们必须承担与组织风险偏好相一致的风险。关键的业务和风险管理决策包括接受或规避日常业务活动和营运中蕴藏的风险，建立基于风险的产品定价机制，管理客户关系，实施战术性风险缓解战略和响应风险事件的应急计划。
- 2. 公司管理层：**在 ERM 和合规部门的支持下，公司管理层代表了第二道防线。他们的职责是制定和实施风险及合规计划，包括风险政策和标准、风险偏好和容限、董事会和管理层报告流程。这道防线负责监测和监督不断变化的战略风险。关键的业务和风险管理决策包括将财务和人力资本资源分配给能够产生最高风险调整利润的业务活动，实施有机和（或）收购增长战略以及旨在降低过大或不合算的风险敞口的风险转移战略。
- 3. 董事会：**在审计部门的支持下，董事会代表了第三道防线。其负责确定董事会的风险治理结构和监管流程，审查、质疑和批准风险政策，监督战略的制定和执行，监督管理层薪酬计划。这道防线负责定期审查和确保风险管理的有效性。重要的业务和风险管理决策包括质疑和批准业务战略，确定风险偏好陈述和风险容限，审查和批准管理层有关资本结构、股利政策以及目标债务评级的建议，审查和批准重大投资和交易。

战略规划 and 审查

战略风险管理流程的起始点是战略规划。在制定战略时，公司可以从数种管理框架中进行选择。公司可在一开始分析自身的优势、劣势、机会和威胁（SWOT），以确定新计划的关键所在。之后，许多公司转而使用 Kaplan 和 Norton 的平衡计分卡，从不同的方面来对每个计划进行评估，包括消费者、内部流程、组织能力（知识和创新）以及财务业绩。而另外一些公司则对波特五力分析模型青睐有加，该模型分析从供应商的议价能力、购买者的议价能力、同业竞争程度、替代品的威胁以及新进入者的威胁等新举措的五个方面的影响。

这些流行的战略规划工具为规划流程提供了结构，但风险专业人士早已认识到这些规划工具存在的一个重大缺陷：它们都没有充分考虑风险⁷。在 2008 年金融危机爆发之后，Kaplan 亲口承认了这种缺陷：“...David Norton 和我的工作成果都没能充分强调风险的衡量、减轻和管理”⁸。

⁷ “无论风险评估是作为一个独立的类别还是作为四个业绩的组成部分，平衡计分卡（或其他任何一个商业报告方法）只有包括了风险评估，我们才能说平衡计分卡是一个好的工具”，James Lam，《企业风险管理》第一版，John Wiley & Sons，2003 年。

⁸ Robert Kaplan，“风险管理和战略执行系统”，平衡计分卡报告，2009 年。

风险偏好

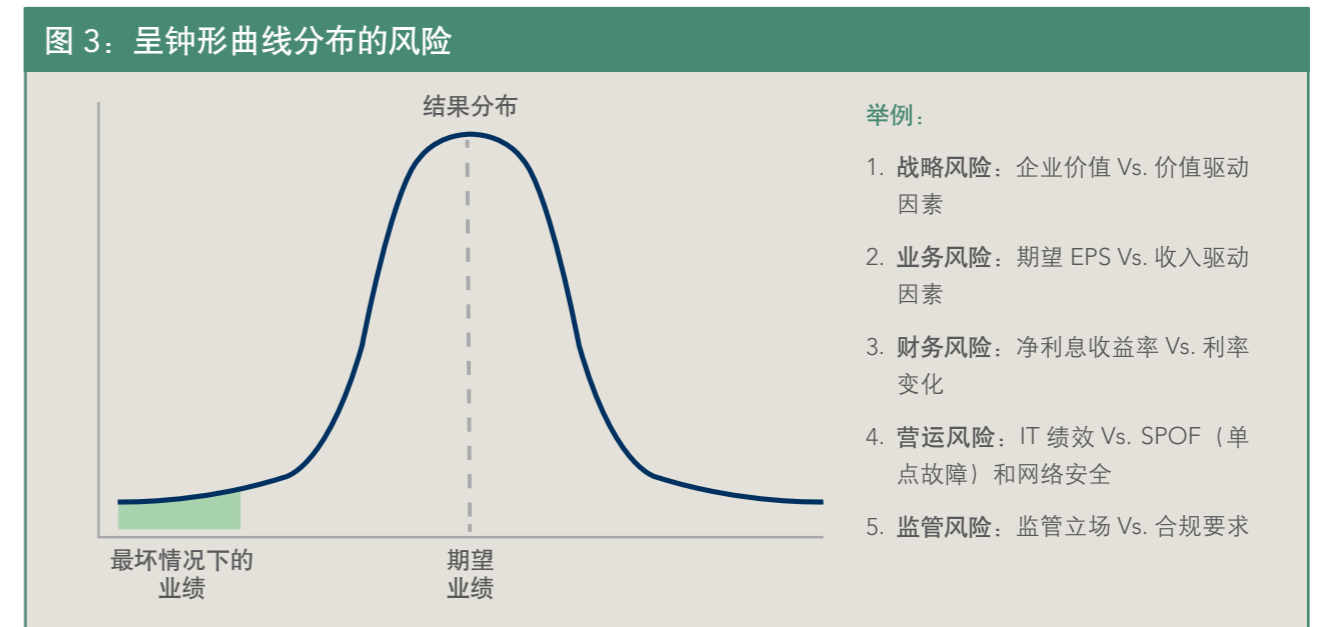
战略方案（加速或纠正措施的触发器）是否获批完全取决于公司的风险偏好。实施 ERM 要求公司制定风险偏好陈述，明确公司在追求业务战略过程中愿意承担多少风险。在战略风险方面，风险偏好指标的界定通常是基于错误的业务决策或对行业变化缺乏反应而对收入或企业价值带来的潜在影响。

在严格地使用标准规划工具的前提下，每个战略计划都会产生一个期望值，如果未能获得预期成果，也无需考虑结果围绕该期望值的分布情况。但每个计划都存在风险，风险呈现为一条钟形曲线，并向（当前的或未来某个日期的）期望值收敛，钟形曲线的两端向更坏或更好的业绩延展。在规划过程中忽视风险的公司会放弃支配该曲线形态的机会。

例如，两个具有相同期望值的方案，但风险状况大为不同。一个方案的钟形曲线非常的狭窄，这意味着获得预期结果的可能性更高，失败的风险较低，但获得意外收获的机会也很小。另一个方案呈现出宽阔的钟形曲线，它表明更有可能获得不同于期望值的结果。规划工具无法指明如何在这两个方案中做出选择，由于各个公司有着不同的风险偏好，所以在不同的情况下，“正确”的选择也会有所不同。

确定最优的风险预测

虽然风险总是呈现为钟形曲线，但这些钟形曲线不尽相同。图 3 展示了钟形曲线是如何用于捕捉各类风险的⁹。



⁹ 为了简单起见，图中的钟形曲线呈对称或正态分布。但钟形曲线的特殊形态（如形状、倾斜度）取决于组织所面临的个体风险。