

免潜在损失。只有投资经理能够讲出令人信服的、逻辑正确的投资理念时，投资人才可以考虑他们的积极管理策略。

吉姆·克莱默的案例

如果为投资界制定一个反面英雄谱，吉姆·克莱默（Jim Cramer）一定占有重要一席。克莱默手持哈佛大学和哈佛法学院的文凭，却没有选择伸张正义的道路，而是在电视和各类媒体上向没有判断能力的普通投资者提供无数完全不靠谱的投资建议。

克莱默在互联网泡沫时期俨然成为高科技股的“大忽悠”，也因此成名。他指出专业人士认为科技股估值已经高得离谱“是不对的，普通投资者（大众）要比你们想象的聪明得多”。^[5]市场在2000年1月达到顶峰的时候，克莱默抛出了所谓的六条基本原理，可以保证“普通投资者战胜专业人士”，其中包括“买你自己喜欢的公司”，“只选贵的”，“买股票要跟着市场走，大家买什么，你就买什么”^[6]，等等。这些建议每一条都给投资者带来巨大的损失。

克莱默倒是从来不含糊其辞。他曾经毫不掩饰对趋势/成长投资策略的偏爱，指出这些投资者“所购买的股票，既看到盈利又兼顾到趋势，因而不在乎股价。换句话说，只要好，不怕贵”。^[5]克莱默很显然不满足于在泡沫时期不负责任地推崇趋势投资策略，还直接向当时忍辱负重的价值投资经理开火。他曾说“对于价值/逆向操作的投资者，他们的一切价值的基础就是‘否定’，并指责价值投资者整体患上‘失明症’，对所有与科技有关的东西一概视而不见。克莱默甚至直接讥讽股神巴菲特‘宁要可口可乐，也不要微软，这简直太可笑了’。^[6]

2000年2月，克莱默撰文指责价值型共同基金经理的傲慢，称“他们不仅告诉我们思科和雅虎有多么不好，而且仿佛在说只有他们才有资格确定该买什么，不该买什么”。克莱默还直接指出，持有烟草公司菲利普·莫里斯（Philip Morris）的基金经理将来要为自己的“玩忽职守”做出解释，还补充说“只有最差劲的基金经理才会买入可口可乐和百事可乐”。克莱默还劝告价值投资基金的基民们“赶紧用脚投票，炒掉这些基金经理”。^[7]

市场给了克莱默一记响亮的耳光，就在他公开向价值基金经理宣战后一年，可口可乐的股价上涨10%，百事可乐上升36%，而菲利普·莫里斯更是飙升171%；被克莱默视为宝贝的思科下滑57%，而雅虎更是重挫84%。

克莱默 2000 年时明显看好思科和雅虎，而极度不看好菲利普·莫里斯和可口可乐，导致其追随者损失惨重，而他对杂货零售行业上市公司的观点，实实在在地毁灭了更多的价值。2000 年 2 月，克莱默认为“科技创新时代的来临为价值投资敲响了丧钟”。老牌的杂货业务提供商艾伯森 (Albertson's) “正在面临一次根本模式的转变，而且随着在线购物的兴起，Urban Fetch、Kozmo、Webvan 等必将成为股票市场的新宠，艾伯森将面临重大打击”。^[8] 克莱默又一次毫不犹豫地把赌注押在了与互联网有关的公司上面。

可就在克莱默预言 9 个月过后，Urban Fetch 停业破产，另一家公司 Kozmo 没有完成期待已久的上市计划（这在某种程度上减少了克莱默的追随者的损失），但踉踉跄跄坚持到 2000 年 4 月后，也终于画上了句号。被克莱默大吹特吹的 Webvan 在 2000 年 2 月市值曾一度达到 50 亿美元，但在 2001 年 7 月也宣告破产。而被克莱默判处“死刑”的艾伯森 2001 年营业收入达到 380 亿美元，利润为 5 亿美元。2006 年 5 月 30 日，艾伯森被一家名为“超值” (SuperValu) 的公司收购。细心的人发现，从克莱默给出不利于艾伯森的评级至其最终被收购，每年的回报率为 0.5%，超越了大盘（同期标准普尔 500 指数的回报率仅为 0.2%，纳斯达克指数的回报率则为 -9.1%）。

尽管克莱默劣迹累累，最受瞩目的财经频道 CNBC 还是在 2005 年 3 月为克莱默开办了一档名为《疯狂的金钱》 (Mad Money) 的栏目。克莱默在节目中极尽能事地嘲讽严肃的投资过程。他戴着墨西哥式的宽边帽，要么故意将椅子扔到一边，要么将玩具熊放在绞肉机中，要么斩首摇头娃娃。在这样的自负无知和种种丑态之中，克莱默一共做出了多少股票推荐呢？上千个！2007 年 8 月《巴伦周刊》曾经撰文指出，克莱默在此前 6 个月的时间里共推荐 3 458 只股票。文章得出的结论是：“这位银幕股神推荐的股票根本没有跑赢市场！不过也不难解释，每年推出 7 000 多只股票的人，怎么可能给投资者带来可观的回报呢？”但是这样令人失望和惊讶的业绩，竟然还发生在克莱默每次推荐后都推动市场平均上涨 2% 之后。如果再算上交易费用和税费，《巴伦周刊》对克莱默的收益评估还明显高估！

不仅克莱默的选股能力（选几千只跑赢市场的股票的能力）受到质疑，就连他本人也亲口承认在 20 世纪 90 年代末期掌管一只对冲基金时曾操纵股市。2006 年 12 月 23 日，克莱默在接受《华尔街绝密》 (Wall Street Confidential)

dential) 采访时亲口承认，“我的对冲基金表现欠佳时，我就会提前制造一些市场活动，让市场按照我想要的方向走……而且这样做也花不了多少钱。”在此次访问中，克莱默还详解了操纵个股股价的方法。^[10]《巴伦周刊》的文章中写道，克莱默后来又改口，称自己当时谈话的前提是“如果”，现实生活中发生的可能性很小。^[11]堂堂的克莱默可是哈佛最出名的校报《哈佛克里姆森报》(*Harvard Crimson*)的主编，难道还需要补习虚拟语气的语法知识么？

无论是乔·格兰维尔、小镇妇女投资俱乐部，还是吉姆·克莱默，都证明了市场参与者的一种普遍心态：即将一时成功的人士神化，不假思索地全盘接受其投资策略。前两位已经从神坛“走”了下来（我认为克莱默离这一天亦不远矣），这些应该足以提醒投资者要用怀疑的眼光去评估积极型投资管理机会。

第二节 外部顾问——个人品质特征

房地产界的投资者都了解这样一条定律：什么对成功投资最重要？第一是地段，第二和第三，还是地段。同理，积极型基金经理最需要关注哪三点？第一是人，第二和第三，还是人。没有比与高水平伙伴合作更加重要的了。

正直的人品是最重要的品质。道德是人类沟通交流的基础，聘请道德高尚的人做投资顾问，也可为投资成功增添几分把握。正直的人品可以缩小外聘咨询顾问与机构之间的利益鸿沟。

大学的捐赠基金与外聘基金经理之间的利益存在着不可避免的分歧，其中比较突出的包括投资目标、投资时限、缴税情况，以及种种业务风险。无论双方订立的合同条款多么周密，外聘基金经理都有机会谋取私利。如果这些基金经理道德品格高尚，就会降低利益冲突的严重性，因为正直的基金经理会在解决矛盾的过程中认真考虑机构及其客户的目标。

忠诚在投资管理中非常重要，因为忠诚意味着站在长期关系的角度做出所有投资决定。最理想的情形是，机构投资者和外聘基金经理之间相互依赖，结成合作伙伴，以建立长久的成功投资关系。

忠诚一定是双向的。投资者应该为投资顾问提供条件，保证投资顾问



在合理的时间框架内进行投资。解聘一位业绩不好的基金经理充其量只能是在投资季报上摆脱了一项令人感到尴尬的项目，但却难言合理；同理，一位咨询顾问仅仅是为了更加低成本的融资而随意抛弃可靠的資金合伙人，也是非常短视的策略。

当然，相互忠诚并不意味着永远维持现状。资产受托人与外聘基金经理之间会因各种重要原因结束合作，但如果是由于一些微不足道的因素导致解除合作关系，不仅增加了成本，也对组合管理产生负面影响。如果咨询顾问和机构投资者从一开始就能够本着忠诚的态度，也会大大增加长期投资成功的可能性。

一流的基金经理是充满激情的，他们为了跑赢市场会达到一种近乎着魔的状态。杰出的投资人会竭尽所能去发掘投资机会，特别是当其他投资者认为已经完满的情况下，他们依然不满足。对他们来讲市场充满了乐趣，而投资的目的也不是为了获利，而是为了人生的追求。

优秀的投资者看重风险。勤奋并不能够保证投资一定会成功，因为即使经过最认真的调研、缜密的计算而做出的投资决定，也要面对市场的考验。市场上有太多的因素超出了基金经理的掌控范围，所以即使最优秀的基金经理也只能在可以了解的范围内尽量将不确定性降到最低。经过充分研判的投资应该是风险最小的投资，正如耶鲁大学经济学家欧文·费雪所言：“风险与人们掌握的知识呈反比。”^[12]

金钱自然为大部分投资经理提供了动力，投资成功给他们带来财富。但是无论对基金经理个人还是对基金来讲，以收入最大化作为唯一目标都不会是最佳选择，这样的基金经理也不应成为投资人的最佳选择。仅仅关注利润意味着毫无节制地增加资产规模，并将最终导致基金经理采取紧盯大盘的操作策略，从而与有想象力的投资机会擦肩而过。真正优秀的基金经理会主动限制管理资产的规模，不按照常理出牌，选择另类的投资品种，虽然为组合增加了风险，但也为超额投资回报埋下了伏笔。

巴菲特在 2007 年 3 月为伯克夏尔·哈撒韦寻找首席投资官——他的继任者——时，曾经列出希望基金经理具备的品质：

“选对人不是一件容易的任务。聪明的、投资记录出色的人并不难找，但是长期投资成功需要的不仅是聪明的头脑和近期的成绩。

随着时间的流逝，市场总会出现不同寻常甚至是很奇怪的事情。

基金经理犯一个严重的错误也许意味着此前所有的成功被一笔勾销，所以需要我们寻找那些在骨子里就能够识别和规避重大风险的人，即使这样的风险从来没有出现过。投资策略中存在一些隐患，但是现在金融机构广泛采用的模型未能捕捉这些危险。

基金经理的脾气秉性也十分重要。是否能够独立思考，是否具备沉稳的性格，是否能够对个人和机构投资行为有深刻的理解，这些都对成功投资至关重要。我就亲眼见过很多头脑十分聪明的人缺乏这些优秀品质。

最后一个环节就是在招聘时要考虑我们将来能否留得住这些人才。在简历中加上伯克夏尔·哈撒韦这样一笔，会提升一个投资经理的市场价值。我们需要的是能够扎根的人才，特别是当他/她在面临收入上更具诱惑力的选择时，会否选择继续留在伯克夏尔·哈撒韦。”^[13]

可见，就连巴菲特都担心他的同事会“跳槽”去寻找收入更高的机会。

对一家投资管理机构的主要负责人进行尽职调查，是遴选基金经理的重要部分。在商业和各种社交场合下对候选人进行观察，可以帮助判断一位投资专业人士是否具备成为良好投资伙伴的特质。通过候选人提供的证明人来了解他，可以对在尽职调查中获得的信息进行肯定或者否定。通过第三方渠道从侧面了解情况，包括与这些候选人过去和现在的同事、竞争对手等进行接触，可以对候选人的待人接物、道德品质等方面进行评估。

在竞争激烈的投資管理领域，只有一小部分基金经理可以带来超过費用以外的额外收益。这部分人选必然具备特殊的个人品质。只有好中的最好，才能带来真正的成功。

第三节 外部顾问——组织机构特征

只有优秀的人才有能力建立优秀的组织，这也印证了选择强有力的合伙人的重要性。但选择人才只是一个起点，再优秀的人才在组织混乱的机构也难有用武之地，不得当的组织机制为能力施展设置了重重障碍。在充满多个备选机构的世界里，完全没有必要在组织结构方面迁就备选方。

有吸引力的投资管理机构鼓励投资决策以创造投资回报为目标，而不



是为管理者创造管理费收入。在这一原则指导下的投资管理机构会表现为规模较小、有企业家精神和独立性。

一、规模和客户群

资产管理的规模多大合适？这要根据投资机会的特点而定，通常规模小一点比较好。如果是投资于美国国债和大盘股等高流动性证券，资金规模关系不大。当然，在这样的市场也很难获得超额投资回报的机会。积极投资管理策略比较适用于规模较小、流动性较差的市场，这就要求基金经理严格控制管理资产的规模。

如同对资产规模进行限制一样，对客户人数进行限制也会制约基金公司的增长。虽然可以通过邮件或专门客户服务人员定期与客户沟通，但客户为了得到更多的信息，还是会花费投资经理的时间和精力。投资经理自然希望少与这样的客户打交道，而更多接触“省事”的客户，但这样做很可能带来不良影响。首先，高质量客户在投资过程中有时会对投资过程提供有益的建议。其次，当公司出现合乎情理的业务下滑时，高质量客户可能会继续支持投资经理的投资活动。而不太成熟的客户所控制的资金则表现出不可靠性，他们总是在不同投资经理之间频繁转换，高买低卖，增加投资管理的不稳定性。

强大的客户群对投资顾问和客户都有好处。如果投资管理公司的某些客户不够强大，那么业绩下降时就可能引起客户撤走资金。这种资金的减少将直接损害其他客户，比如在混合基金（commingled fund）中交易费用是由投资者共同分摊，客户的离开还将间接导致基金公司士气下降。

相反，成熟的客户将在投资经理业绩下滑时仍然保持资金和精神上的支持。通过向业绩不好的投资经理提供增量资金，客户等待从未来市场的反转中获得更高的投资回报，而投资经理也会因客户的信任重拾信心。

二、创业精神

独立的小基金公司与那些提供各种服务的金融服务集团的大型子公司有着截然相反的特质。适当的公司规模和合理的所有权结构将增加获得良好业绩的可能性。另外，以委托人目标为出发点的小型公司在投资管理过程中总是处处体现创业精神。创业环境强调的是人，而官僚制度和组织结构都是第二位的。通过强调以人为本的原则，投资机构增加了成功的可

能性。

在富有创业精神的企业中，决策权在个人手中，所以选择有个人魅力的合作伙伴就成为首要任务。如风险投资家莱恩·贝克（Len Baker）所说，杰出的人才是创业型企业运作良好的核心基础，因为他们“管理水平更高，更能随机应变，吸引其他的优秀人才”。他对投资经理的建议包括“亲临实地、一丝不苟和寻根问底”。^[14]

创业型资本主义是指整个行为过程，共由三部分组成：创新、所有权和适应性。每项特点都直指投资管理机构成功的核心。

1. 创新

经济学家熊彼特（Schumpeter）曾说过，创新者能“观察到随后被证明正确的事情”。^[15]投资顾问构建有远见的投资过程是成功的基础。通过选择非主流投资品种建仓才能获得超额回报，这些投资品种随后得到市场参与者的认同，并令普通的市场评论人士大为吃惊。丰厚的投资回报是对优秀的投资经理洞察先机和真知灼见的回报。没有创造性的、追随市场普遍观点的组合难以产生出人意料的投资回报。在市场效率的驱动下，随波逐流的组合只能获得平均化的投资回报水平。换言之，按保守观点建立的组合只能得到保守的收益，这绝非积极投资管理策略的投资经理期待的结果。

创新型公司会鼓励探索和尝试，并将偶尔的投资失败当作提高未来收益的必要“学费”。失败是成功之母，鼓励尝试和容忍错误的组织文化是优秀企业的共同特征。机构明确允许失败但同时尽可能降低它所带来的成本，这样就能创造出一个良好的环境使投资经理有可能建立起真正有创造性的高质量的投资组合。

2. 所有权

财务上的所有权和主人翁精神有利于创造出色的业绩。优秀的投资管理公司一方面从金钱上奖励贡献，另一方面也会从心理上和思想上激励员工。让骨干持有公司的股份可以提升公司的稳定性，鼓励长期行为。精心设计的激励计划要求投资管理人员恪守职业准则，避免以收取管理费用为导向，鼓励他们致力于产生投资业绩，提高主人翁意识。精神鼓励是对物质奖励的一个有力补充。通过让投资者认同管理者的投资决策过程，两者之间的利益就会结合起来。

3. 适应性

适应性意味着选择过程中要扬长避短。在寻找潜在机会建立具有吸引



力的投资组合过程中，成功的投资人总是先知先觉。一旦确立想法，便将比例很高的资产投入进去，并逐渐取代信心不足的投资标的。当投资环境发生变化时，基金经理会根据新的现实情况改变投资组合的构成。适应性问题不仅影响到证券的选择，还会随着市场的演变而影响投资策略的选择。如果在某个领域不再存在市场错误定价的现象，那么这些富有适应性的经理就会去别的领域挖掘新的错误定价机会。无论是在战略上还是战术上，适应性都至关重要。

与创业型机构的灵活性针锋相对的是官僚主义。官僚化的机构在重复性高、规律性强且变化缓慢的交易环境中可以体现效率。例如官僚化的机构强调过程控制，把人放在相对次要的位置。官僚化机构比较保守，通常循规蹈矩，服从一致观点，对失败倒是一套快速而严厉的惩罚机制。由于首先要考虑安全性和避免分歧，官僚型的结构对可能产生高回报率的投资机会产生系统性的排斥。因此在不断变化的市场环境中官僚化机构的效率很低，甚至连积极投资管理中一些最基本的问题都无法应付。

大多数官僚化的资产受托人愿意将资产交给名牌投资经理，通过选择声誉良好的公司作为外部投资顾问减少职业风险。这些投资经理往往就职于那些程序化操作的大型公司，可以带来未必非常出色但稳定的投资回报，对胆小的客户来说，这些公司是一个安全的避风港。受人尊重的资产管理公司声誉良好，并运用它的声誉来吸引和维持客户。在流通证券市场上，知名度并不能为组合管理带来利益，它的作用只是在于能提高客户的安全感。

令人放心的投资决策经常难以赢得高回报率，而令人不安的投资承诺却是投资成功的必要而非充分条件。由于具有创业精神的公司通常是新出现的、规模较小的公司，因而几乎没有历史纪录可以参考。结果，由于投资策略没有固定的程式而是完全依赖个人能力，资产受托人无法通过公司品牌来预测投资回报。支持一个创业型团队比依赖名牌效应更需要勇气。事实上，拥有名牌投资机构履历的基金经理并不意味着一定会取得投资成功。

遗憾的是，很多曾经具有创业精神的机构或者合伙机构随着时间的推移和规模的扩大会逐渐演变为官僚化的机构。根据熊彼特的创造性毁灭理论，当一个富有创业精神的小作坊式机构演变为一家大型企业时，当初得以创立的根本前提也被逐步破坏。在组织的发展中，环境的转变“不停地

从内部更新着机构的经济结构，在不停地消除着旧结构的同时创造着新结构”。^[16]得到机构的认可反而会威胁到当初使公司富有活力的一些根本特点。随着时间推移和规模日益扩大，公司最初取得成功所依赖的创业激情将逐渐被消磨掉，公司也需要寻找新合伙人取代一些老的合伙人来获得更高的管理能力。熊彼特认为创造性毁灭是“资本主义的基本事实”，它也为投资管理机构带来严峻的挑战。^[17]

4. 游击队式投资

布莱克尼（Blakeney）管理公司的前普通合伙人迈尔斯·莫兰（Miles Morland）在一封信中阐述了他放弃与一家大型金融服务集团建立合资公司的原因，也道出了创业型投资管理组织优势的本质（注：布莱克尼主要在非洲和中东开展资产管理业务）：

我想我们的兼并不会实现……布莱克尼就像是一群游击队员。我们的成功在于我们能抓住那些对他人来说太小、太危险、太容易带来损失的投资机会，但在我看来那些机会中充满着工作的乐趣。我们只关心是否能够得到且完成任务而不用去顾忌我们的后勤问题或者是否侵犯了谁的领域。而贵公司更像装备精良的正规部队，当然由于您的努力贵公司比起其他的美国大公司保留了更多的创业精神，但这就像说伞兵比坦克兵更富有创业精神一样。大公司天生需要纪律和等级，它们的垂直管理规模意味着当它们想要进入别的领域时要和该领域的其他大公司建立复杂的关系……

游击队要并入正规军，必然会丧失其效率。布莱克尼中所有的专业投资经理都曾经在大公司中任职，现在他们都放弃了在正规军里的工作来到了游击队中。我们之所以不顾各种不利因素和你们进行谈判，是因为我们相信您的内心深处也是一名游击队员。但当我们自问这项交易是否能帮助自己做更多更好的业务，或者这样做能否使自己的生活更充满乐趣时，我们得到的答案并非正面，因为一切看上去都指向相反方向。这不是对贵公司或贵方雇员的批评。你们应该与你们一样的大公司进行合作。如果我们和你们进行合并，即使我们不用穿上正规制服，我们也将必须遵照你们制定的规则采取行动，而当我们进行业务竞争时，我们还要尊重你们已经存在的各种合作关系。与你们相比我们更像是偷牛的人，而非牧童，我们在津巴布韦、加纳和埃

及进行闪电般的突袭时，你们的合伙人还在召开会议决定在哪里以及如何部署你们的大部队。当他们到达时看到的是一部分市场已经是我们的了……

我希望我们能够继续合作，这一切只是我个人对您表示尊敬的开始。我为没有及早意识到交易的方方面面而深感不安并愿意承担一切责备。最终我们也许会成为多数派而贵方成为少数派，但如果一群老鼠（多数）碰到了一只大象（少数），最后被一脚踩成肉泥的一定不是大象。

通过选择具有创业精神的投资经理，受托人可以提高投资成功的可能性。相对而言，官僚化金融服务机构的特点是规模大、产品丰富且程序性强，但在进行创新决策方面存在难以克服的缺陷。拥有优秀人才、能够准确定位的小型独立公司极有可能找到一条能够取得出色投资回报的与众不同的路径。

三、独立机构

如前文所述，选择业务专一、结构独立的投资机构可以提高投资者与投资经理利益的一致性。在服务项目多种多样的“金融超市”中，投资者的利益目标与投资经理的投资行为尤其容易出现严重冲突，原因就是在官僚作风严重的多元化组织中，有太多投资管理方式可供选择，反而容易出现问题。这样的机构中员工的流动要比独立的公司大得多。这点不难理解，首先是利益分配问题。子公司的收入要交给母公司，母公司将一部分转化为利润和回报，另一部分作为子公司的奖金。这样的方式只能是促使大公司旗下优秀的经理尽快自立门户，以完全享有自己努力的成果。“金融超市”的利润目标造成了子公司的不稳定，使客户和公司的利益发生分歧。造成员工流动速度快的另一个原因是独立性的追求。最优秀的投资人才希望能够在没有官僚制度干涉的情况下奋斗。任何自视高明的对投资流程的干涉，无论出于多么美好的愿望，无外乎会产生两种结果：一是投资收益不佳，二是刺激这些基金经理自立门户。留住人才最重要的方式还是赋予其主人翁地位，即让基金经理拥有部分股份，主人翁的工作热情和动力一定强于打工仔。拥有创业精神的小型独立公司能更好地将公司利益和客户利益结合起来。

投资的专一也有助于满足客户的目标。投资范围小意味着投资业绩与投资经理的利益密切相关，只有创造出优异的业绩，才能获得高额的奖励。相比较而言，投资范围广的公司通常用稳赚的投资收益来抵消无法避免的因错误投资策略而导致的投资损失，从而减少单个投资品种带来的损失。更糟糕的是，为了获得稳定的收入，大型“金融超市”的投资经理最终会将投资组合非常分散，以模拟市场指数，导致投资业绩可以勉强过关，但也难言优异。对任何投资人而言，应该希望看到的是投资经理把所有的鸡蛋都放在一个篮子里，然后认真地看管。所以选择执行集中、专注型投资策略的经理，将提高投资成功的概率。

在追求收入的过程中，大型金融集团通常注重收入增长而忽略规模给投资业绩造成的影响。投资经理很快会意识到收入主要来自于吸引新的资金流入，而不是创造出高额的投资回报。由于资产规模是投资业绩的大敌，在资产管理公司敛聚资产的同时，客户的利益受到了损害。

1. 资产管理公司上市产生的利益冲突

资产管理公司上市的行为会给客户带来一系列新的问题。即便资产管理公司没有上市，其目标与委托客户已经产生距离。一旦上市，随着外界流通股东的加盟，利益冲突会更加激化和复杂。矛盾最为突出的方面当属委托理财的客户与流通股股东之间的利益冲突。

堡垒投资集团的案例

一家独立的资产管理公司的招股说明书中应该写入上市行为对公司现有股东、客户以及未来潜在的股东等各方产生的影响，但我们所看到的资料中很少直接涉及引入公众股东将产生的根本的利益冲突。作为一家未上市的资产管理公司，投资经理的职责是为客户及其委托的资产创造收益，而上市后，基金经理的职责中又加上了为流通股股东带来价值。这样难免造成委托客户与公众股东之间的利益冲突。

堡垒投资集团（Fortress Investment Group）的案例充分说明上市资产管理公司会影响委托客户的利益。上市时公司管理资产规模为 260 亿美元，业务涵盖私人股权、对冲基金，以及上市交易的另类投资工具。在 2006 年 11 月招股说明书中公司自豪地指出关于分红问题：“我们与其他上市资产管理公司不同，我们将拿出很大一部分可分配收益按照季度分红发放给各位股东。”^[18]这一部分很显然对股东有利，但对公司各种理财产品的投资者而

言却是一项不小的负担。

分红资金最稳定的来源是向客户收取的管理费用。因此，收费标准越高，资产规模越大，对流通股股东越有利；但对委托客户而言，高收费标准和资产规模会拉低投资收益，使委托客户利益受损。更有甚者，委托客户支付的部分管理费不是用来犒劳辛辛苦苦做出投资决策的投资经理和高管，而是支付给完全不搭界的流通股股东。由此可见，分红问题凸现了投资委托客户与流通股股东的利益冲突。

也许是意识到了这个问题，堡垒投资集团上市资料中专门写入一个章节，题目为“我们为什么要上市”，小标题（具体理由）包括“人”、“永久性”、“资本”、“货币”。其中，“人”的理由为，“通过上市，堡垒集团可以增强财务激励政策，留住现有员工，吸引未来人才”。^[18]但是我们注意到堡垒集团忽略了一个明显的事实，流通股股东会分去本应发放给投资经理等雇员的激励薪酬。上市减少了薪酬总额，所以，堡垒投资集团的说法至少是言不由衷的。

关于通过上市打造“百年老店”（永久性）的理由也站不住脚，堡垒集团声称上市将带来更多的资本，但并没有明显证据显示投资者会更放心地将资产交给上市的资产管理公司。事实上，如果潜在客户希望得到更高的风险调整后的投资收益，更好的选择恰恰是未上市的资产管理公司。

至于“资本”和“货币”，堡垒集团声称上市计划可以为公司提供动力，开发更多的投资产品，为未来的战略收购提供资金。事实上随着资产规模和产品的扩张，真正受益的绝非购买堡垒基金的客户，而是公司的高管层和流通股股东。

堡垒集团上市的真正原因应该是“贪婪”。2006年12月18日，公司上市前夕，5位高管将手中15%的股份出售给日本的野村证券（Nomura），将8.88亿美元收入囊中。^[20]同时，从2006年9月30日至公司成功上市期间，公司发表公告称“向高管共支付5.285亿美元的薪酬”。^[21]就在这份公告的第80页，细心的读者还会发现，IPO前夕，“公司高管火速达成了一项7.5亿美元的贷款协议，用于此前的一项1.75亿美元的贷款的再融资，投资堡垒旗下现有和新发行的基金，以及向高管层一次性支付2.5亿美元的薪酬”。^[22]最后还附上一句复杂的法律语言：“根据一项应收税款协议，未来可能会向高管层支付一笔数目不小的费用。”^[23]

让我们来为高管们算笔账：出售给野村的股权收入8.88亿美元，IPO

前薪酬收入 5.285 亿美元，贷款后收入 2.5 亿美元，加在一起高达 16.665 亿美元。说实话，要想从厚厚一摞公开资料中找到这三项，不仅需要仔细阅读，而且要能够理解深刻的法律语言才可以。公司虽然在公告中用很直截了当的语言说明“我们为什么要上市”，但这 17 亿美元惠及的高管对真正的原因（贪婪）却讳莫如深。

公司 IPO 让几位高管尝到了实实在在的甜头，却令普通员工和委托客户的利益受损。高管为了兑现上市承诺，先将收入切一部分给流通股股东，又将自己的股份和利益提前部分套现，留给下属的部分自然会少很多。可见，堡垒集团通过上市，在对流通股股东承诺创造价值的同时，没有完全履行资产受托的义务。总之，资产管理公司成为上市公司的本质，是以多数人利益为代价，使少数几个人受益。

联合资产管理公司的案例

联合资产管理公司 (United Asset Management, UAM) 通过收购的方式发展成为世界上最大的投资管理公司之一。公司经历的阶段也说明了外部持有股份的弊端。截至 1998 年底，联合资产管理公司共投资 45 家子公司，管理资产超过 2 000 亿美元，公司资产规模很大，但经营策略却是根本错误的。

联合资产管理公司的客户包括很多知名的信誉度很高的公司，如阿凯迪恩 (Acadian) 资产管理公司和默里·约翰斯通 (Murray Johnstone) 公司。尽管公司历史业绩十分出色，基金经理的声誉也在不断提高，但继续实现超额收益的前景却不容乐观。由于过度强调市场营销以扩张管理资产规模，联合资产管理公司抛弃了最宝贵的创业精神。公司还将大部分收入以分红形式发放给流通股股东，也大幅拉低了投资回报率。

公司 1997 年的年度合并报表出现了一个奇怪的现象，只列出下属各子公司的名称、地址和投资策略，而没有出现最重要的投资收益率指标。事实是 1997 年，客户撤出资金的净额达 160 亿美元，相当于年初资产的 9.4%，说明投资者对基金经理的收益水平不满意。这份含糊其辞的业绩报表无法掩盖这样一个事实：基金经理当年的薪酬奖金来自新增资产，而不是来自高投资收益。

董事会主席诺顿·瑞莫 (Norton Reamer) 提出“公司将在 1998 年致力于提高客户现金净流入量”，以改变资产规模下降的局面。^[24]为达到这一



目标，公司又提出了激励机制。“我们的中心任务是改善客户服务和业务能力，不断开发新产品，提高营销能力。”关于投资收益如何却只字未提。年报中还提出今后的收购活动将“集中于高增长潜力的公司”，而非最有可能带来高投资收益的公司。

联合资产管理公司没能借牛市之势提高客户现金净流入量。1998年，旗下基金公司资产流失甚至达到200亿美元。公司宣布将继续坚持通过提高客户服务以增加管理资产的规模，同时宣布了几项计划以提高投资回报率。但随后的1999年公司业绩依然没有任何改观，在牛市中资产管理规模仅增长了12亿美元。投资收益为225亿美元，仅仅略高于211亿美元的客户资金流出量。^①

2000年6月16日，联合资产管理公司终于走上了穷途末路，将自己贱卖给了英国耆卫保险公司（Old Mutual）。《华尔街日报》的文章指出公司的售价仅为管理资产规模的1.2%，处于1%~5%平均水平的下限，预示着“公司存在重组的可能性”。^[25]一位在伦敦工作、名叫特雷弗·莫斯（Trevor Moss）的分析师指出，联合资产管理公司当时管理资产的规模与五年前基本相同，而同期美国股票的市值增长了接近三倍。^[26]

联合资产管理公司的失败是多种原因所致。外部持有股权的形式不可避免对公司的文化产生影响，特别是在一定程度上削弱了企业安身立命之本——创业精神。公司高管套现了股权之后，过去那种一心一意追求高回报率的行事作风便消失了。公司的生命力也随着股权的出售渐渐减弱了。股权变化后，基层投资经理的命运也面临变数。在联合资产管理公司的案例中，每一次收购后只有50%~70%的收入会留在公司，其他的利润用来向外部股东发放红利。这样，内部基金经理没有得到应有的报酬，公司员工的流动性进一步增加。对于大部分股权被外部股东持有的专业服务公司而言，其员工可以选择自立门户，在新的独立公司中占有更大股份。

几年后，2007年10月，收购方耆卫保险公司的CEO斯科特·鲍尔斯（Scott Powers）坦承外部股权的存在对资产管理公司的运作构成了严峻的挑战，“我们也是花了很长时间才理顺了公司短期和长期的目标以及激励机制。”耆卫保险公司收购联合资产管理公司五年后，才基本上将分享收入的机制转化为分享利润的机制，此举从根本上削弱了资产规模扩张的冲动。2007

^① 公司出售一家下属子公司，导致其管理的资产规模减少2亿美元。

年，鲍尔斯又宣布了公司的长期目标是“将股权分配给我们的附属机构”。内部的基金管理者持有资产管理公司的股份使组织结构迈出了正确的一步，但这样的股权分享机制与内部持有100%股权的独立的投资机构还是有一定差距的。^[27]

对于由外部股东控股的大型管理公司，高投资回报成为“不可能完成的任务”，因为外部股东和委托客户之间存在根本的利益分歧。管理资产规模越大对外部股东越有利，但对基金经理却存在着规模不经济（*dis-economies of scale*）的现象。随着资产规模的增加，投资的灵活性会减弱，可利用的投资机会减少，获取优异投资业绩的可能性降低。资深基金经理从所有者变为“高级打工仔”，企业文化受到影响，对投资者不利。外部股东带来的另一个弊端是利益分配变化导致的人才流失：由于必须对外部股东支付必要的回报，投资组合经理的薪水必然受到影响，导致优秀人才大量流失，进而造成投资者资产风险上升。总之，资产管理公司大量外部股权的存在为投资成功设置了不小的障碍。

2. 投资银行设立投资管理公司产生的利益冲突

金融行业充满着利益冲突，结构复杂的大型机构面临的问题更多。例如，投行经常设立自己的私人资产投资基金，并以能够获得专有的投资机会作为卖点。但是投行开展这项业务本身与客户利益之间存在着不可调和的内在冲突。例如，一个客户聘请投行作为顾问帮助出售一部分资产，该投行是否可以建议旗下基金去购买这部分资产呢？投行究竟应该为公司客户着想出高价购买该资产，还是为维护基金投资者的利益出低价购买？在这种情况下，很难获得公正的意见和公平的价格。

投行的利益冲突经常弥漫于收购兼并的整个过程。有时，投行在担任卖方顾问的同时，还为买方提供融资，这一双重身份使它们深陷利益冲突之中。根据《国际先驱论坛报》（*International Herald Tribune*）的报道，2007年8月家得宝（Home Depot）公司聘请雷曼兄弟担任其出售下属部门Home Depot Supply的卖方顾问，而雷曼又直接为潜在的买方提供融资。由于当时的次贷危机导致杠杆收购公司资金普遍紧张，雷曼趁势威逼买方就融资条款重新谈判，给雷曼更多好处。雷曼对买方施压的行为对买卖双方都很不利，构成了严重的利益冲突。^[28]最后，家得宝愤而将顾问业务交给了高盛，而雷曼在为买家提供融资的业务中如愿获得了更高的利润。同为卖方顾问和买方融资顾问，矛盾冲突难以调和。在杠杆收购中，这一冲突尤

为明显。

摩根士丹利与伯灵顿工业公司的案例

投行通过向投资组合经理所投资的公司提供咨询和资本市场服务，获取可观的报酬。1990年12月14日，《华尔街日报》详细报道了摩根士丹利在投资伯灵顿工业（Burlington Industries）公司项目中如何做到“肥水不流外人田”。

1987年，摩根士丹利旗下的杠杆收购基金利用杠杆，以4 600万美元的股本收购了价值22亿美元的伯灵顿工业公司。在接下来的三年内，摩根士丹利从伯灵顿工业公司身上赚取了超过1.2亿美元的服务费，包括承销报酬和资产剥离业务的顾问费等。由于摩根士丹利控制了伯灵顿的董事会，因此对涉及融资和资产剥离的业务拥有绝对话语权，既非公平交易，也不受市场力量影响。伯灵顿非但没有因为这层关系沾光，反而所有的交易都按市价收费。更有甚者，摩根士丹利还额外安排伯灵顿进行了一系列本来不必要的交易，导致费用超出市场水平，结果损害了伯灵顿和摩根士丹利基金投资者的利益。当拥有基金的投行通过向基金所投资的公司收取顾问费获利时，基金投资者的利益受到直接损害，严重的利益冲突随之发生。

《华尔街日报》的记者乔治·安德斯（George Anders）撰文指出：“这起案例对华尔街进军商业银行业务提出了严重的质疑。^[29]伯灵顿每次需要咨询时，摩根士丹利都计时收取费用，无论是承销高收益债券，还是资产剥离业务。”而投行顾问业务得到的收入要远高于摩根士丹利基金的合作伙伴在伯灵顿股权交易当中的获利。所以无论股权投资者收益如何，投行已经大赚特赚了。^[30]

高盛和水街基金的案例

高盛在1990年设立水街基金（Water Street Corporate Recovery Fund），规模为7.83亿美元。这是一只集中投资不良证券的基金，它的出现产生了更为广泛的利益冲突。高盛本希望这只基金能被视为破产公司的救星，然而事与愿违。

冲突之一就是高盛投行一方面提供融资重组咨询业务，另一方面通过旗下基金实际上控制了这些问题严重的公司的证券。投行在从事咨询业务时通常以“内部防火墙”（Chinese Wall，又译中国墙）避免客户提供的敏

感数据泄露给证券分析人员和交易商，之所以称之为“中国墙”，一种解释是由于交易完成后容易拆除，也有种解释是这样的防火墙本来就形同虚设。高盛的水街基金就是典型案例。高盛的合伙人米凯尔·萨洛瓦拉（Mikael Salovaara）同时管理水街基金并且向客户提供重组咨询业务，导致这两项业务的隔离墙完全消失，难怪其他公司的交易商经常开玩笑说“米凯尔的大脑中间有一道‘防火墙’”。^[31]

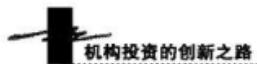
水街基金投资玩具制造商 Tonka 不良债券的案例充分诠释了错综复杂的利益冲突。水街基金曾经购买玩具制造商 Tonka 的大量不良债券。但是萨洛瓦拉一边不断增加 Tonka 不良债券的仓位，一边与同行竞争希望成为 Mattel 的顾问，协助其收购 Tonka 公司。如果如愿以偿，水街基金自然很容易能够得到有关 Tonka 债券价值和可靠性等非公开信息，这对于其他垃圾债券投资者自然不公平，部分投资者甚至公开抗议并减少通过高盛进行的交易活动。^[32]

最终 Tonka 决定被孩之宝（Hasbro）公司收购，但高盛怎能就此罢休。此时水街基金已经拥有 Tonka 一半以上的债券，购入价不到面值的 50%。^[33]尽管 Tonka 董事会希望将公司出售给孩之宝，但高盛态度强硬，坚持要求收购方出更高价格收购公司债券。尽管这种做法在弱肉强食的不良债券市场没有掀起很大波澜，但一些客户提出高盛的行为违背了当初不参与任何敌意收购的声明。但最终高盛的战术奏效，水街基金在 Tonka 债券获得了更高的回报，相应的，Tonka 和孩之宝的股东回报减少。高盛虽然得到了丰厚的投资回报，但却损害了把客户放在第一位的公司声誉。

利益冲突还体现在高盛的垃圾债券交易活动上。为了避免竞争，高盛规定其高收益债券交易部门不能进行水街基金感兴趣的高收益债券交易。本来通过高盛进行交易的客户就担心高盛利用信息优势，这样的限制意味着他们还要面临做市商无法提供交易的情况。

高盛面临的利益冲突远不止 Tonka 这一例。根据《华尔街日报》1991 年 6 月 4 日的报道，在水街基金投资重组概念的 21 家公司中有 9 家当时或者曾经是高盛的客户。^[34]高盛的水街基金取得了不公平的竞争优势。

迫于舆论压力，高盛 1991 年 5 月提前几年结束了该基金。水街基金短暂的生命中留给人们的是“骄人”的业绩以及关于利益冲突的深刻教训。



高盛和全球股票机遇基金的案例

2007年8月，高盛旗下的对冲基金表现都非常糟糕。作为旗舰产品的全球Alpha基金（Global Alpha Fund）自年初的损失为27%。^[35]另一只北美股票机遇基金（North American Equity Opportunities Fund）7个半月内也亏损了25%。全球股票机遇基金（Global Equity Opportunities Fund）仅在8月第二个星期就损失了30%。^[36]由马克·卡哈特（Mark Carhart）和雷蒙德·伊凡诺夫斯基（Raymond Iwanowski）两人掌管的这三只基金8个月内合计蒸发47亿美元。

但是高盛几乎毛发未损。公司首席财务官（CFO）戴维·维尼亞（David Viniar）坦言，“这其中高盛自己投资的比例非常小。”高盛只管从业绩一塌糊涂的基金中提取管理费，所有的损失都由投资者自己承担。而此时，看到了市场暴跌时的入市机会的高盛决定注资成为主要投资人。

随着股价暴跌，高盛安排向全球股票机遇基金注入了30亿美元，其中20亿美元来自高盛自己。公司首席财务官维尼亞在分析师电话会议中这样解释：“注资的举动对基金以及原有的投资者有利，这为他们充分利用市场机会提供了弹药。”事实上高盛的注资用于防御策略。基金经理利用这些资金将基金的杠杆率由高得不负责任的6倍降低至仍然很高（但更具防御性的话）3.5倍。^[37]

高盛向基金注资的行为引来了不少质疑。如果真如高盛所言，这一举动可以惠及原有基金投资者，降低杠杆率，提供“弹药”，那么为何偏偏选择全球股票机遇基金？高盛对亏损严重的全球Alpha基金和北美股票机遇基金投资者的受托责任呢？对此高盛给出的解释是，另外两家基金的基金经理也在降低基金的风险和杠杆水平。那么投资者又要问，为何全球股票机遇基金可以利用现金注入以较低的成本来降低杠杆率，而其他两家被冷落的基金却要在市场如此不利的情况下出售资产？

同时高盛注资的时点也受到指责，既然高盛判断这是“很好的投资机会”，那么为何高盛将这个机会绝大部分只留给自己以及自己挑选的个别投资者？除高盛自己的20亿美元外，其余的10亿美元主要来自亿万富豪兼慈善家埃利·布劳德（Eli Broad）、美国史带投资集团（C. V. Starr）董事长兼首席执行官格林伯格（Maurice “Hank” Greenberg）以及投资基金佩里资本（Perry Capital）等。^[38]高盛作为全球股票机遇基金的资产受托人，难道不应该将这样的机会首先留给原有的投资者么？

从另外一个角度来看，高盛向全球股票机遇基金注资的举动，其实是损害了原有投资者的利益，而并非如其所宣扬保护了投资者利益。高盛以及个别经过高盛挑选的投资者出资 30 亿美元，实际上可以选择对自己有利的净值水平介入基金，对他们来讲是笔不错的交易。如果这 30 亿美元用于在市场上购买该基金中损失严重的证券品种，如此大规模买入必将推高市场价格，抬高高盛入市的成本。而把这 30 亿美元作为资产注入基金，不仅降低了杠杆率，也达到了低成本入市的目的。但这样的注资行为却稀释了原有投资者的仓位，摊薄了他们的利益。

最后，相对于全球股票机遇基金原有的投资者，高盛及其挑选的投资者获得了更优惠的待遇。在一次分析师会议上，高盛的总裁兼首席运营官加里·科恩 (Gary Cohen) 指出，公司的现金注入使高盛“和原有投资者处于同样的地位”。而事实上，后来注入的这些资金不需要支付管理费，基金回报超过 10% 以上的部分才提成，而且提成比例降为 10%。所以后续注资举动并非与原有资金站在同一起跑线上，因此对原有投资者利益构成损害。

高盛选择注资的时点可谓非常到位。据彭博统计，在高盛向全球股票机遇基金注资后一周内，基金净值即飙升 12%。截至 9 月 20 日，据美联社报道，在短短一个月的时间内高盛的这笔投资收益达到 16%。短期来看，高盛的收益相当可观。当然，全球股票机遇基金的投资者也从基金的反弹中受益，但是高盛后来的投资还是摊薄了他们的收益。高盛乘人之危地进入基金，残酷无情地侵占了原有基金投资者的利益。

尽管投资者和投资管理者的利益冲突不能完全避免，但选择独立的投资管理公司，利益冲突会相对较小。投资者回避这些大型金融服务公司的分支和附属机构并不会失去选择投资管理公司的机会，实际上市场上的选择很多。

第四节 投资管理报酬协议

合理的投资管理报酬协议对能否实现令投资者满意的业绩至关重要。投资者在选定独立投资管理公司后，会面临评估（或协商）基金经理报酬的问题。决定报酬机制的因素之一是资产定价效率，因为被动管理有效定

价的证券的基金经理与积极管理定价效率较低的证券的基金经理的报酬应该有所区别。交易条款中管理费率结构的方方面面都有可能导致投资者与投资管理公司之间的利益冲突，所以资产受托人应该仔细对待与外部基金经理签订的协议，特别留意当中载明的和隐含的激励条款。

一、共同投资

双方共同投资为解决资产受托人（代表资产所有者）与外部资产管理公司之间的矛盾提供了有力的手段。通过共同投资，资产管理者在某种程度上变成了所有者，不再单纯考虑自己代表的机构的利益。虽然无限期经营、享受免税的机构投资者（资产所有者）与有限期经营、需要纳税的资产管理者之间仍然存在着利益目标的不同，但共同投资的确可以使资产管理者牺牲客户利益以达到自私目的的可能性大大降低。

虽然共同投资比例无论大小都能够激发资产管理者的责任心，但资产管理者的投入比例越高，越能够激发其取得高水平投资回报率的专一态度。如果管理资产规模太大，虽然手续费收入增加，但投资收益率下降速度可能更快，这也意味着资产管理者的资产收益下降，这将直接促使资产管理者主动放弃吸引新的资本流量。由于限制投资规模造成的管理费减少可以清楚地计算，而因资产规模增长带来的收益下降的程度却是模糊的，因此，除了那些最富有的资产管理者，大多数资产管理者倾向于选择增长资产规模的策略。但是，如果资产管理者进行高比例的共同投资，至少投资者能够从中读出投资管理机构以委托人利益为导向的价值取向。只有资产管理者对自己管理的基金有足够的把握才会愿意将自己的资产投入，这样也促使资产管理者与投资者建立共同的利益目标。

资产管理者的个人资产与投资者资本的充分结合可以使双方利益强有力地结合起来。虽然使资产管理者参与分享利润可以促使他们专注于资产委托人的目标，努力创造出卓越的投资回报，但如果协议只规定了共同分享盈利，而损失由投资者自行承担的话，只能刺激投资经理冒更大的风险。只有使投资管理机构进行大量的共同投资，制定有福同享、有难同当的协议，才能使投资经理更好地评估投资机会。共同投资的绝对数额不是最重要的，关键是资产管理者必须将个人财富的很大一部分投入，这样才能使资产管理者按照委托机构期望的方式，从投资人的角度行事。

共同投资将资产管理者的利益和资产委托机构的利益结合起来，提高

了投资者的地位，但投资目标的差异依然存在。作为纳税人，资产管理者需要缴税，而以大学捐赠基金为例的机构投资者施行的是免税制，双方面临不同的税后收益水平。普通投资管理公司的投资期限一定小于大学捐赠基金之类的永久性机构。共同投资比例高的资产管理者对组合分散化的要求通常高于机构投资者，而机构投资者不希望组合过于分散化。总之，尽管资产管理者和机构投资者在纳税条件、投资期限以及风险承受等方面都存在差异，但共同投资是利大于弊的解决方案。

二、有价证券的投资管理报酬协议

通常情况下，投资管理报酬协议主要取决于所管理资产的定价效率。被动管理的政府债券与积极管理的私人股权投资会采用不同的费率协议。管理定价相对有效的有价证券，会采用按资产规模收取固定比率管理费的形式；管理定价效率较低的资产，会收取按资产规模计算的管理费加收益提成的方式。当然，这只是理想的报酬结构，实际情况会很复杂，投资者只能采取务实的方法，择优选择。

1. 被动管理策略

采取被动管理策略与积极管理策略的投资经理面对的是完全不同的问题，特别是基金规模方面，规模越大对积极投资越不利，而对指数基金经理而言却是越大越好。例如，指数基金只要投资者基数和投资规模足够大，就可以产生投资者进出基金的“无缝化”（交叉交易），即要求赎回的投资者与要求申购的投资者数量相对应，实现无成本进出基金。^① 基金规模越大就越能提高与指数同步程度，因为足够大的组合可以完全地复制市场整体投资组合，从而减少单个投资失误对投资组合过程的影响。经验表明，数十亿美元的基金进行指数化投资，与指数偏差非常小。

巴克莱环球投资者基金（Barclays Global Investors, BGI）是全球最大的指数基金之一，提供复制各种指数的产品，以满足不同的投资群体。其中规模最大的标准普尔 500 指数基金，截至 2006 年底的规模为 1 270 亿美元，扣除费用前的十年年均回报率为 8.46%，同期标准普尔 500 指数的增长率为 8.42%。同期规模较小的债券基金（截至 2006 年底的规模为 16 亿美元）的年均回报率为 6.33%，相比之下，雷曼兄弟政府公司指数的年均

^① 巴克莱环球投资者基金预计，其旗下标准普尔 500 指数基金有 60%~70% 的交易为交叉交易，此类内部交易不会造成市场冲击也不会产生交易费。



回报率为 6.26%。

被动投资与大宗商品投资类似，因此报酬机制也应该类似。指数基金的经理需要与投资者自己内部被动管理的组合竞争，从而使大客户的管理费降至只有两个基点（0.02%）的水平。^① 通过选择被动策略来管理有效定价的资产，投资者期望以最小成本取得可预估的回报。

有强有力的证据支持对所有的有价证券均采取被动管理策略，其中有两个因素尤其支持对债券投资组合进行被动投资管理。第一，为使固定收益资产类别发挥抵御通货紧缩风险的功能，投资者必须持有长期、信用等级高且不可赎回的债券，这意味着建立长期稳定的政府债券组合。第二，政府债券定价的高效性使积极的证券选择策略成本过高而且无效。所以，基于到期期限稳定的需要和积极证券选择无效的现实，债券组合管理应该实行被动管理。

相比债券组合而言，投资者建立国内股票组合具有更大的灵活性。但是寻找股票市场特别是大盘股错误定价的机会并非易事，所以很多投资者会倾向指数化投资。指数化基金避免了高管理费和交易成本，使希望超越指数表现的积极管理基金面临不小的挑战。尽管实现风险调整后的超额回报有相当难度，大多数投资者还是愿意采用积极管理策略。

2. 积极管理策略

积极管理策略的投资者对相关管理费用水平相当关心，基金收费水平直接关系到投资回报能否超越大盘。有价证券的积极型投资经理一般按照资产规模的比例收取管理费。如果投资经理因创造高额投资回报吸引到更多投资，在自身收入增长的同时也让资产委托人满意，那么投资经理与资产委托人的利益不发生冲突。但如果投资经理明哲保身，采取贴近指数的操作以确保自己能够获得费用收入的同时又不会因业绩低劣而被驱逐出局，则投资经理与资产委托人之间将产生不可避免的利益冲突。更为甚者，投资经理可能会为了获得更多的管理费而追求资产规模的扩大。

由于管理费收入随着管理资产规模而增长，因此，投资经理受到个人经济利益驱使，会发现吸引新的资金要比获得超额回报率容易得多。除了极个别外，投资经理都不遗余力地进行营销活动，目的就是聚集尽可能多

^① 巴克莱环球投资者基金旗下的标准普尔 500 指数基金的收费模式如下：5 000 万美元以下管理费为 7 个基点，5 000 万至 1 亿美元管理费为 5 个基点，1 亿美元以上为 2 个基点。一个基点为 0.01%。

的资产。为了保证资产不流失，投资经理会构建类似市场基准的指数化投资组合以避免出现灾难性的投资回报水平，这样做的结果其实是丧失了获得高回报率的机会。对多数机构基金经理来说，投资管理充其量只能算是次要的考虑因素。

建立合理的投资管理报酬协议能够缓解投资管理中的许多内在冲突。合理的协议包括两个部分：补偿管理成本的基本报酬以及投资经理创造的增值收益中按比例提取的激励报酬。激励报酬是投资活动获得的超过市场基准水平收益的一部分。举例来讲，国内大盘股的投资经理会由于投资回报率高于标准普尔 500 指数而提取利润分成，而外国股票的投资经理会由于投资回报率超过摩根士丹利国际 EAFE 指数（Morgan Stanley Capital International EAFE index）而得到利润分成。合理的投资管理报酬协议可以激励投资经理恪尽职守，虽然目前合理的协议在投资管理领域中相当罕见。

遗憾的是，绝大多数有价证券基金经理采用基于资产规模的管理费模式，得到的结果是管理费随着市场力量引起的组合价值波动和资金进出而变化，基金经理本身的投资技巧起到的作用越来越小。尽管很多基金经理提出的投资管理报酬协议（特别是激励部分）看上去对投资者很有吸引力，实则不然，原因有三：第一，大部分有价证券基金的主要利润来源是基于资产规模的管理费收入，所以基金经理非常重视和依赖资产规模的增长。换句话说，尽管投资管理报酬协议中包含激励部分，但只要管理费的收费模式不改变，对基金经理行为更有影响力的是收益水平，而是资产规模。第二，基金经理提出的激励计划倾向于保护公司的既得现金流利益。基金经理不会按正常运营成本来决定最低收费标准，而是要确保即使在最平庸的业绩水平下公司也有连续的现金收入，从而变相保证公司在原有管理费模式下的利润率。第三，投资者在传统的完全基于资产规模的收费模式和激励为主的收费模式之间选择时可能会产生认知偏差。投资者对积极型有价证券基金经理所抱有的收益预期可能会导致后一种收费模式的成本超过前者。虽然针对积极型基金经理的激励机制收费模式在理论上很有吸引力，但现实协议中的利益安排很难保证基金经理从投资者的角度出发。

无论是传统的与资产规模直接相关的收费模式，还是含有激励机制的收费模式，投资者都应该在协议谈判过程中尽量获取最低收费标准，不要轻信协议中“对投资者最为有利”等语言。在公开讨论的股票投资管理费用协议的背后，通常隐含着“软佣金”支付安排，这种安排是一种惯用的



回扣办法，其目的是通过侵害投资者利益来为投资管理机构扩充现金流。

3. 软佣金

“软佣金”在美国由来已久，在1975年5月1日之前华尔街实行的是固定佣金制度，但是，固定佣金的数额要远高于实际交易所需要的费用。迫于竞争压力，经纪商避免收取固定佣金，而是向其优惠客户返还一定的佣金，返还的佣金被称为“软佣金”。从本质上讲，“软佣金”是由经纪商返还给客户的交易回扣，用来购买与投资相关或无关的服务。

对投资者而言，无论多付出的这部分佣金用来支付何种服务，都必将减少投资收益。这部分收益直接从投资者腰包里掏出，并且以商品和服务的形式返还给投资管理公司，使其成为实际的直接受益者。因为这些服务本应该被算在投资管理公司的管理费用之中，所谓的“软佣金”实则是变相地增加管理费，换句话说是华尔街侵占了投资者利益。

老牌基金 T. Rowe Price 在 2004 年 3 月 1 日的一份相关信息披露中描述了软佣金的游戏。该信息披露显示：“特定情况下，投资者可能需要支付更高的经纪业务佣金，以此获得经纪业务和研究服务……其中可能包括购买电脑以及相关硬件。我们同时会购买研究服务，如果以我们自己的能力进行这些研究，支出将大大增加。借助与我们进行经纪或交易业务的券商，这些支出将大大减少。”对“软佣金”政策隐晦的描述被淹没在这份资料的第 90 页至第 91 页，而对一份信息披露文件，读者通常不会读到这里。虽然基金这样的披露方式尽到了法律告知义务，但“软佣金”政策明显损害了投资者利益。

1975 年 5 月 1 日后，美国证券交易委员会（SEC）取消了固定佣金制度，基金公司无法合理收取和操作“软佣金”，而改为由市场竞争决定佣金水平。私下进行的回扣交易可能消失，但是投资管理公司又怎肯将研究支出由投资者支付（从交易费用中）改为由自己支付（从管理费收入中）呢？为了保护自己的利益，投资管理行业奋力保证“软佣金”机制继续存在。

华尔街的游说果然奏效。1975 年，国会为“软佣金”的应用创造了避风港，其依据是《1934 年证券交易法》第 28 节 e 条。国会屈从于华尔街的压力，曲解了一条原本旨在保护广大投资者利益的法律条款，指示证券交易委员会对“软佣金”的使用进行合理定义以使其合法化，明确允许基金管理公司损耗投资者资产。软佣金存在的意义何在？为什么市场参与者会允许以高于实际交易所需费用的价格收取佣金，而后以产品和服务的形式

返还给投资管理基金这一低效率的现象存在呢？原因就是这一过程相当不透明，投资管理公司可以从中获益。如果“软佣金”如管理费一样高度透明，也就不会存在了。

20世纪80年代美国证券交易委员会重新审视“软佣金”问题，但结果不仅没有彻底摧毁其存在的基础，反而有助长“软佣金”之势。针对行业难以限制软佣金的现状，证券交易委员会在1986年的新闻稿中说对策是“应该对经纪和研究服务采取更广泛的定义”。言外之意，在更广泛的“合理适用范围”，“软佣金”完全可以摆脱束缚，随意使用。可见监管部门站在了投资管理机构一边，为其提供更大的保护伞，而忽略了投资者的利益。

美国证券交易委员会主席阿瑟·列维特（Arthur Levitt）在1995年2月15日《华尔街日报》的一篇文章中这样形容“软佣金”产生的利益冲突：“‘软佣金’安排会直接导致投资经理与客户之间产生利益冲突。比如，经理会让客户支付更高的佣金，或者使用客户账户进行频繁交易以实现‘软佣金’。当投资经理为获得‘软佣金’而直接与错误的经纪商进行交易时，‘软佣金’安排可能造成劣质的交易。”^[39]

为消除围绕经纪业务而产生的矛盾，1995年2月美国证券交易委员会在《1940年投资顾问法》（Investment Advisors Act of 1940）基础上提出新法案，要求投资管理公司必须将佣金购买的服务项目公开。业绩报告应该列出在过去一年中获得佣金最多的前二十名经纪商，前三名的纯交易经纪人，以及基金经理对每位经纪人的佣金总额，向经纪人支付佣金的平均水平。这样的信息披露将使客户有机会评估“软佣金”服务的成本收益，而投资管理公司也可以了解投资人是否希望限制使用此类服务。遗憾的是，1995年至今该提案没有带来任何实质性效果。

尽管美国证券交易委员会主席列维特对“软佣金”的使用表示担忧，但是，1998年，证券交易委员会再次令共同基金投资者失望。根据1998年证券交易委员的《调查报告》（Inspection Report），几乎所有的投资顾问都从经纪—交易商那里获得了除交易之外的产品和服务，而且他们使用客户的佣金支付这些产品和服务。“软佣金”产生了利益冲突，一方面基金需要获得研究服务，另一方面客户有权利获得最优惠的佣金率，得到最好的交易服务。报告一一列举了滥用“软佣金”的事例，例如“用来购买本应由基金支付的房租和设备、通讯费、员工工资、营销费用、法律顾问费、酒店以及租车费用等”，显然远远超出了“研究费用”的范畴。



面对行业普遍存在的“软佣金”造成利益冲突和滥用现象，监管部门1998年的《调查报告》只是表示“再一次重申应该加强指导，保留相关记录，披露更多信息，鼓励加强公司内控”。全部是官方语言，投资者的利益依然没有得到保护。

尽管1998年的《调查报告》支持废除“软佣金”的使用，但证券交易委员会屈从于外界压力。监管部门无所作为的原因是利益集团游说，包括投资经理、华尔街公司以及证券分析师协会等，而普通投资者则没有利益代表，无法发出声音。自诩为“投资者保护神”的监管部门表示加强监管，保护投资者利益，而实则对“软佣金”没有采取任何行动。一位批评人士指出，证券交易委员会只在那些一目了然、易于理解的问题上保护投资者利益，而对那些不太显眼、复杂难懂的损害投资者利益的行为听之任之。

令投资者更加难以容忍的是“软佣金”没有花在刀刃上，而是向咨询机构支付完全没有必要的咨询费，用来换取咨询机构的好评。根据1998年美国证券交易委员会的报告，业绩分析服务成为“交易佣金中软佣金”开支的很大一部分。^[40]很明显，所有称职的投资管理机构都应该建立适合本机构特点的机制，分析投资收益，评估投资得失。从咨询公司购买业绩分析意味着牺牲客户的钱来填充咨询公司的金库。投资机构这样做的目的是为了在咨询机构为潜在客户推荐基金经理时，会给出对该投资机构有利的评价。基金经理希望用客户的钱购买咨询公司无用的信息，以此换来“人情”以提高自身地位的做法实在无耻。

更有甚者，一些投资经理花钱一点都不心疼，购买很多份咨询机构的业绩报告。证券交易委员会的研究表明，一家大型投资管理机构“提取了882 000美元的客户佣金，用于购买13家咨询公司的业绩分析报告”。根据《养老金和投资》(Pensions and Investments)报告，资产规模达243亿美元的J&W Seligman基金管理公司曾经向七家咨询公司同时购买业绩报告，并利用客户的资产，通过“软佣金”进行支付。^[41]该机构向各家咨询公司共支付了310 789美元[其中，凯兰协会(Callan Associates)79 000美元，业绩评估协会(Evaluation Associates)100 000美元，富兰克·罗素(Frank Russell)26 789美元，麦迪逊投资组合咨询公司(Madison Portfolio Consultants)17 500美元，SEI公司10 000美元，韦尔兹利集团(Wellesley)52 500美元，燕妮—比尔基投资咨询公司(Yanni-Bilkey)25 000美元]，这样做的效果无疑是使这家基金公司成为各家咨询机构推荐的热门基金。

除了“合法”地将“软佣金”用于提高在咨询和推荐中的排名，将近30%的投资经理将“软佣金”用于“非研究性的产品和服务”，包括办公室租金、设备、营销支出、电话服务和工资。美国证券交易委员会认为，“绝大多数用‘软佣金’购买与研究无关的产品和服务的基金经理都没有向客户做出适当的披露。”^[42]除了将非法来源的收入用于合法的业务支出外，很多基金经理更是将客户资金转为私人使用，购买旅游、娱乐、电影票、豪华轿车、室内装潢、网站设计和建设、办公软硬件设施等。一家基金管理公司曾经以“地区研究”和“战略计划”的名义，将“软佣金”通过由公司高管控制的多家公司进行一系列转账，用来支付高管家属到中国香港旅游的费用。虽然“软佣金”本身不构成偷窃罪，但不透明的“软佣金”辅助了犯罪行为。

与“软佣金”有异曲同工之妙的还有指定经纪交易。在指定经纪业务中客户（投资人）指定通过特定的经纪公司进行交易，虽然需要支付高于市场平均水平的佣金，但其中一部分会以现金折扣或与投资相关的产品和服务的形式返还客户（投资人）。指定经纪交易有两大特点：一是采用这种交易形式的客户实际上是从没有采用指定经纪业务的客户身上获益；二是客户可以获得折扣或者享有正常渠道难以得到的产品和服务。

投资管理公司通常是把很多客户的账户集中交易，各客户账户按比例承担交易成本。如果一个客户为了得到现金回扣要求通过指定的经纪公司进行交易，则相对其他客户产生额外利润，并且有可能一直这样偷偷获利。不难看出，指定经纪存在的前提条件是隐蔽性，一旦被公开，其他客户自然会要求得到同等的待遇。

有些客户，尤其是一些政府和公司客户，因为无法直接从投资管理公司获得回扣，有时便会采用指定经纪业务和“软佣金”，“拓宽”财源。

在劳工部软佣金和佣金问题工作组会议上，新泽西州投资部的前任主管公开承认“他曾经使用‘软佣金’支付必要的行政开支，这是由于他在新泽西州议会得不到足够的资金”。这位官员还认为“对‘研究活动’的解释应该扩大到包括差旅支出”。^[43]“软佣金”机制帮助新泽西州投资部突破了州立法院的限制，使投资运作违背了新泽西州选举代表的意愿。

2007年4月，证券交易委员会主席克里斯托弗·考克斯（Christopher Cox）也加入了呼吁对“软佣金”进行改革的阵营。在一次对共同基金管理者的演讲中， he说道：

“‘软佣金’让基金经理们忽略了对投资者的义务，为了从研究机构和经纪商处获得好处而进行不适当的证券交易。‘软佣金’都是投资者的真金白银，虽然账面上并没有体现出来，但据估算美国每年‘软佣金’达到数十亿美元。

‘软佣金’问题关系到基金的信息披露，投资者很难从公开信息中看出‘软佣金’的去向，只有‘硬佣金’以管理费的形式出现。很可能表面上看投资者需要支付的管理费减少，而以‘软佣金’形式存在的费用最终还是要由投资者买单。

‘软佣金’的存在与投资机构‘必须清晰地向投资者表述费用和成本’的法律义务相违背。《证券交易法》第28节e条取消固定佣金，一直被视为‘软佣金’提供了法律庇护，但该条款的实际宗旨在于鼓励研究上的竞争，而绝非产生利益冲突，鼓励基金经理从佣金中直接获益，损害投资者利益。”^[44]

同年5月，考克斯又呼吁取消或更改保护“软佣金”的法律条款，并指出在基金管理公司与经纪商之间达成的“软佣金”安排带来“隐性费用，造成利益冲突，违背了投资者根本利益”。^[45]

虽然证券交易委员会也试图为“软佣金”增加透明度，但为什么从来没有触及“软佣金”存在的根基？答案就是，经纪业务中强大的市场参与者都可以从“软佣金”交易中受益。作为第三方的“软佣金”商品和服务提供方也存在巨大的既得利益。而操作“软佣金”的投资管理公司更是将一部分投资管理成本转移给客户从而增加收入。

“软佣金”操作也有不合理的企业治理方式。无论是投资经理将“软佣金”支付给咨询公司，还是直接用来增加投资收入，都证明了公司治理的不透明性。基金经理通过虚构费用取得资源以帮助其他项目，这种方法偏离了投资人的本意。“软佣金”和指定经纪业务都应该被禁止。

三、另类资产类别管理的报酬协议

另类资产类别的管理费用协议通常都含有利润提成条款。虽然有其局限性，但与普遍采用的有价证券管理费用的协议相比，另类资产类别的协议更好地统一了基金经理和投资人利益，因为利润提成使基金经理将精力集中在投资收益上。基金经理与投资者的共同投资也是两者利益一致性的

重要推动力，基金经理与投资者分享收益、共担损失使基金经理注重投资的下行风险，而不是盲目冒险，从而消除了利润分成协议中基金经理只分享利润而不分担损失的担忧。

如果没有采取高比例的共同投资的形式，而是规定基金经理仅分享收益而不必承担风险，相当于鼓励基金经理用客户资产进行冒险，以期获得类似期权的分红收入。这种“旱涝保收”的合约，就是普遍的代理问题的根源，基金经理自然注重个人目标而不去担心投资者是否获得相应的风险调整收益。

对利润提成的起点或者基准水平没有明确规定也会产生很多问题。如果将资本收益的20%作为投资经理的报酬，投资者相当于为市场上扬（而非基金经理可操控因素）向基金经理派发大大的红包。如果没有对投资者资金的机会成本进行合理评估，投资者获得出色的风险调整后收益的可能性不大。

另类资产类别的报酬收入协议由管理费用（一般按组合价值或实收资本计算）和利润提成（一般按投资收益的一定比例计算）组成。理想的情况是，管理费用刚好用于补偿基金进行投资的各种成本，而利润提成作为投资增值的一种激励机制。而实际情况经常是管理费超过了需要弥补的运营支出水平，成为基金的重要利润来源；而利润提成也远远大于实际的投资增值，基金经理获得的奖励（或惩罚）完全归功于市场因素，而非自身操作水平。

1. 费用收入

一定的管理费收入弥补了投资管理机构的日常开支，使投资经理可以完成投资任务。投资机构高管们的确应当得到合理的工资、敞亮的办公室以及构建和管理组合所需的足够的资金。理想的情况是，投资者与基金经理讨论投资机构运营所需的资金水平，制定足够的预算来满足这些要求。而实际情况是，随着基金规模扩大而行业标准费率水平保持不变，基金经理可以通过扩大规模获得大量的现金流。

除了管理费和利润提成，私人股权基金（特别是杠杆收购基金）经理还会在交易完成时向投资者收取交易费。这项收费直接损害了投资者利益，而且可能促使投资机构进行没有意义的收购活动来增加收入，给其原本已经极其丰厚的管理费和利润提成收入继续“添砖加瓦”。这部分超过业务运营所需要的费用在投资者与基金经理之间是此消彼长的关系，基金经理侵



占了投资者的利益，也自然将注意力从获取投资收益转向赚取费用收入。

2. 利润提成

对投资增值部分进行分配的激励机制是激励基金经理的一个有力工具。公平而有效率的投资管理报酬协议将投资的增值部分在基金经理和投资者（资产委托人）之间进行分配。两方都有资格分享收益，因为基金经理的工作创造投资增值，而投资者的资本是交易存在的前提。基准收益率水平是指投资者资金的机会成本，超过这一水平意味着基金经理开始创造增加的价值。然而，遗憾的是，在私人股权投资领域，基准收益率相当罕见。资本一产生收益就给基金经理利润分成的做法是不合理的。只有当基金经理创造出超过资金机会成本的增值收益时才予以奖励，才能真正激励基金经理为投资者获得出色的风险调整后收益。

有一种非常不合理的投资管理报酬协议规定，投资者以扣除管理费之后的资本为基数，向基金经理支付利润提成。在这类私人股权投资协议中，投资者的资本账户会因支付管理费而下降。如果以此为基数计算收益，投资者实际上向基金经理多支付了利润提成，甚至很可能亏本向基金经理支付了利润提成。所以利润提成的底线最起码要保证投资者能够收回全部投入资本，基金经理在此基础上获得相应的激励收入。

为了体现公平性，投资管理报酬协议应该规定，投资者在基金经理参与利润提成前，应该先达到一个硬性最低回报率，只对超过最低回报的部分进行提成。而基金经理经常推销的软性最低回报率方案允许基金经理在超过最低回报率后可以回过头来享受最低回报率以下部分的提成，这时最低回报率形同虚设，对投资者几乎没有价值（除非投资收益低于最低回报率）。

确定适当的最低回报率是一个棘手的问题，因为流动性较差的市场往往缺少像标准普尔 500 指数那样的国内股票基准。以绝对收益策略为例，以一年期利率表示的资金成本可以作为最低回报率。由于绝对收益的经理通常持有短期头寸，那么采用短期利率衡量投资业绩就比较有效。在房地产业，由于预期收益介乎债券（代表机构资金低风险的机会成本）和股票（代表高风险的机会成本）之间，因此最低回报率就由中期固定收益资产类别的回报率再加上一定水平的溢价构成。在建立新基金的时候，投资者和基金经理要根据市场条件来确定合理的最低回报率。比如，由于 20 世纪 90 年代以来利率持续下降，房地产投资的最低回报率随之下降。

绝对收益和房地产的投资管理报酬协议通常较为合理，而私人股权投资（风险投资和杠杆收购）的投资管理报酬协议对投资人的吸引力相对较差，投资经理可以从增值资本中提取 20%、25% 或 30% 作为分红，这样的机制完全没有考虑投资者的资金成本。投资经理参与利润提成前应该至少先扣除相当于货币市场利率的投资回报。如果根据私人股权资产的风险特征，应该将长期有价证券回报率作为最低回报率，超越此基准才可进行利润提成。事实上，由于风险资本和杠杆收购的高风险性，应该采用长期股票回报率的相应倍数作为私人股权基金的基准回报水平，只有收益超过此基准水平，基金经理才能参与利润提成。

私人资本投资可采用经风险调整后的有价证券的回报率作为衡量基准，这样可以避免投资经理获得奖励或者惩罚是由于非可控因素。例如，20世纪八九十年代的牛市，市场估值整体上升的因素占到杠杆收购投资经理收益的 20%，所以此时合理的做法是将利润分成的收益门槛定为超过证券长期回报率再加上一定溢价（共 15% 左右）以上的部分。

对另类资产的投资者来说，制定合理的利润分成机制面临很大的困难。因为现在市场存在供不应求的局面，即对一流的投资管理公司存在过度的需求，投资者没有能力影响投资管理报酬协议的标准条款，只能选择接受或放弃。在这种情况下也只能寄希望于从投资管理报酬协议的其他方面约束或激励投资经理从投资人的角度出发。

3. 绝对收益投资

在有价证券环境下经营的绝对收益投资经理一般允许投资人一定频次的申购和赎回。尽管投资协议一般严格限定了资金进出的规模和期限，但长期投资的投资人将面临其他投资人现金进出所形成的成本，而后进入的资金又摊薄了原有投资人的利益。通过购买参与现成的混合基金（commingled fund），新投资人加入了一个现成的投资组合，而不用支付建立头寸所需要的交易费用。资金撤出会导致同样的“搭便车”行为，撤资的投资者不用承担基金为其兑现而卖出资产的交易成本的全部，所产生的交易费用平摊到所有人身上的。

更重要的问题是资金外流会干扰基金经理的投资策略。在 1998 年下半年的市场恐慌中，许多对冲基金经理都担心年末资金的撤离状况会高于平时的水平，这样就要大量变现资产。潜在的大规模资金撤出的威胁使基金经理进退两难。他们要随时满足基金赎回的要求，但在价格大跌的情形下



出售资产会损害整个组合的收益状况。在市场不景气的时候基金经理自然要更多地考虑应付基金赎回，因此他们会以相对较低的价格出售资产以保持较多的现金水平，但这个结果对基金管理公司和长期投资者都是不利的。

要解决资金进、出“搭便车”的现象，基金经理必须向进、出的投资者合理地分摊成本。向进、出基金的投资者所收取的交易费用一定要支付给基金而不是基金管理者，这样才能真正抵消资金进、给出长期投资人带来的成本。只要能够计算出交易费用，基金经理就可以使成本分摊趋于公平。如果新投资者购买的资产与组合购买的资产在流动性等特征上相似，从而交易成本相当，那么简单地让新投资者与组合原有投资者共担成本也是公平的。较复杂的问题是如何分配较难预测的成本，特别是由于买卖低流动性资产而产生的较高的交易费用。较公平的做法是将新投资者的资金单独进行投资，再把所购得的相应资产以成本计入组合。个别投资者要求退出时，应在独立账户中按投资比例得到整体组合的一部分，并独自承担清算产生的相应交易费用，不对组合的其他投资者产生影响。只有使进入和退出的投资者承担与各自行为相关的成本，才能避免对组合其他投资者的不公平待遇。更重要的是，这使组合经理在投资过程中不必顾虑非常规的退出要求，因为退出的投资者只是按其投资比例得到相应的净收益而已。

4. 私人股权投资

私人股权投资的基金经理专注于某一投资工具时对投资者最为有利，这样可以避免因管理多个不同种类、目标不一致的基金而造成不可避免的目标冲突。

例如，如果从事收购活动的公司同时投资股权和夹层债券（mezzanine debt）^①，就会面临交易定价的问题。对夹层融资有利的定价水平会导致股权所有者收益降低，反之亦然。一些公司通过建立数量化的公式来确定夹层债券的定价问题。通过确定夹层债券的利息水平和美国国债利率之间的关系，以及事先规定债权人的股权参与条件（equity-kicker），基金经理希望能够避免相互对立的两方投资者在进行预期回报分配时所发生的冲突。

但是市场环境不断变化，各种投资工具的交易条款也不断变化，公式化的方法注定无法反映不断变化的现实。如果公式的结果显示交易条款对

^① 夹层债券，音译为麦则恩债券，夹层融资是指收益和风险介于企业债务资本和股权资本之间的资本形态，本质是长期无担保的债权类风险资本。当企业进行破产清算时，优先债务提供者首先得到清偿，其次是夹层资本提供者，最后是公司的股东。——译者注

夹层债券的投资者不利，则意味着基金经理没有履行自己的职责；如果公式显示结果要优于市场交易的条款，那么股票投资者就遭受了损失。事实上，管理一个有吸引力的夹层债券基金就意味着会牺牲股票投资者的利益，因为试图同时满足贷款人和股东的利益本质上就自相矛盾。在金融市场价格下跌时，两方阵营的对立会更加明显。如果股东希望贷款能够延期，基金经理就会发现自己处于不可调和的冲突中。债券持有人与股权所有者在利益关系上完全对立，基金经理无论如何出于好意，也无法解决这种进退两难的局面。如果投资的标的公司宣布破产，情况会更加糟糕，在这种零和游戏中，价值在股权和债权之间的分配成为直接的冲突。在建立和管理多个基金时，基金经理事实上是把不可调和的利益冲突汇聚在一起。

在多个基金的管理中，债权基金和股权基金的矛盾冲突是一个较为极端的例子，除此之外，还有很多其他的问题。尽管每个基金的发行文件上都将从事什么样的交易活动定义得非常清楚，但实际操作中，管理多个基金的基金经理几乎每天都会面临一系列问题，例如某个交易放在哪个基金去做以及时间精力等资源的分配问题。因为其管理的不同基金代表的是不同投资者的利益，基金经理很难一碗水端平。

基金经理在所管理基金以外的个人投资活动更需要格外引起投资者的关注。投资专业人士应当避免使用个人账户来做私人交易，哪怕只是规模很小或者与机构投资不相关的交易。投资者完全有权利要求基金经理必须全心全意地为自己服务。基金经理全身心投入、管理单一基金是服务于客户需要的重要起点。

KKR 投资管理协议的案例

不公平的私人投资协议常常造成利益关系的不协调。1993年著名的杠杆收购公司科尔伯格·克拉维斯·罗伯特（KKR）基金管理公司与有限合伙人签订了非同寻常的有限合伙协议，这个协议大大有利于基金管理人（一般合伙人）而极不利于出资人（有限合伙人）。按照惯例，KKR根据协议获得20%的利润分成。但与众不同的是，KKR的利润计算并不是把所有投资项目合并计算，而只是从所有盈利的交易总和中提取20%的利润，不计算投资损失。这就刺激了基金经理疯狂地投资高风险项目。KKR可以对投资收益分红，但却不在投资损失中承担风险。这样的投资协议只能鼓励公司进行风险很大的活动，通过使用大量的融资或经营杠杆来为一般合伙

人创造类似于期权的盈利。

KKR 与有限合伙人的协议规定资产规模的 1.5% 为管理费，这也是进行杠杆收购基金业务的一般水平。管理费的本意是用于弥补基金经营成本，但由于该公司资产规模已经达到数十亿美元，因此管理费顺理成章地成为利润来源。KKR 并不满足于管理费收入，它还向投资者收取交易费（完成交易）、监管费（管理组合和仓位）以及投资银行业务费用（在资本市场进行的后续业务）。这些林林总总的费用加在一起凸现了一般合伙人（费用越多越好）和有限合伙人（费用越少越好）之间严重的利益冲突。与 KKR 行为形成鲜明对比的是，美国著名投资家沃伦·巴菲特最初在他和合伙人所签订的协议中不收取管理费，因为他认为只有在他的合伙人盈利之后，他才可以谈盈利问题。^[46]

1995 年 8 月 KKR 收购布鲁诺（Bruno）公司的事件充分体现了利益冲突。这笔交易价值 12 亿美元，包括 2.5 亿美元的股本投资，所涉及的收购对象是总部位于密西西比州的连锁超市。KKR 收取了 1500 万美元的收购交易费，大大高于普通合伙人的投资额度。1997 年，KKR 又收取了 80 万美元的投资银行业务费，再加上此前协议规定的每年管理费 375 万美元和监管费 100 万美元。如此高额的费用换来的却是布鲁诺公司 1998 年 2 月按照《美国破产法》第 11 条申请破产，有限合伙人的全部投资化为乌有。

KKR 公司在布鲁诺公司投资中给我们的教训是，只有合理的投资管理报酬协议才有利于在普通合伙人和有限合伙人之间实现公平的利润分享和损失共担。如果资产管理者只享受收益，只能导致盲目冒险的投资。管理费收入应当刚好弥补管理成本，这样迫使资产管理者努力工作以取得更多的利润。超过基本管理成本以上的费用就意味着普通合伙人侵占了有限合伙人的利益。高额的管理费收入和类似期权的利润分配结构使得 KKR 在布鲁诺公司的交易中获得了非同寻常的利润，而有限合伙人在交易中的投资却被一笔勾销。

迫于各方压力，KKR 终于同意对此前的投资管理报酬协议进行修改，规定进行利润分配前先将收益和损失进行合计。1996 年 KKR 公司根据这样的管理报酬协议建立了一只当时规模领先的 57 亿美元的基金。虽然投资者预期能够从新规定中获益，但 KKR 的管理费收入依然居高不下，从而使普通合伙人继续盈利而无视有限合伙人的投资收益结果。

2006 年 KKR 的管理费收入充分诠释了管理费在将惊人的财富从有限合
• 264 •

伙人转移到普通合伙人过程中所发挥的作用。根据2007年KKR上市时向证券交易委员会提供的资料，2006年公司仅监管费收入就达到6 700万美元，交易费更是达到2.73亿美元。哈佛商学院教授乔希·勒纳（Josh Lerner）预计，2006年美国基金业仅管理费收入一项就可以达到3.5亿美元。^[47]其中，KKR的25位高级管理人员的管理费收入达到6.9亿美元。这也就是说，KKR基金的高管，每天就是什么都不做，也可以从有限合伙人投资中提取高额费用。

尽管KKR于1996年取消了对每笔交易分别收取业绩激励的条款，但投资者仍然在投资协议制定过程中处于被动地位。投资经理固守“行业标准”，从本身利益出发，制定低风险、高收入的投资管理报酬协议，而不是合理的报酬协议。在合理的协议中，报酬的构成应该是仅够弥补经营成本的管理费加上超额收益部分的分红提成。由于大多数基金无法跑赢市场风险调整后的平均收益水平，如果根据合理的报酬协议，基金经理的收入会出现大幅下降。

现行的利润提成机制规定投资经理保证投资者保本后，才可以进行利润分成。如果进行改变，例如将市场平均风险调整后的收益水平定为利润提成的基准水平，那么根据历史经验，绝大多数基金经理将没有机会（资格）获得利润分配。因为整个投资管理业获得的报酬远远超过他们实际上创造的价值，所以投资者希望制定合理投资管理报酬协议将面临很大的阻力。

投资者如果改变投资管理报酬协议就意味着要改变整个行业，因为单个投资管理公司的妥协将带来潜在的不稳定因素。如果一家私人股权投资基金建立了一个合理的投资管理报酬协议，整个公司员工的收入都会大幅低于行业平均水平。公司员工为了追求更高的收入，就会投奔执行传统的分配模式的私人股权基金，而这家勇于“第一个吃螃蟹”的私人股权基金只能留住那些实在没有其他选择的员工。

当前私人股权基金领域的投资管理报酬协议条款中的不公平现象有愈演愈烈之势。几十亿美元规模的基金每年将会产生几千万美元的纯费用收入，远远超出正常基金经营的支出水平。在上升通道的行情中，收购基金的利润分红可高达20%，但基金管理者只字不提这样的收益水平是在高杠杆资本结构下取得的。扣除费用成本、利润分红和调整风险之后，大多数杠杆收购基金仅产生很少的超额收益。



前面讲到的是杠杆收购基金，目前风险投资的收费标准也面临同样的问题。过去，风险投资可划分为三个档次：以克莱恩·珀金斯（Kleinen Perkins）为代表的金字塔顶端，获得 30% 的利润提成；接下来少数几家优异的公司能得到 25% 的提成；再其次是行业平均水平的 20%。20 世纪 90 年代后期因特网的崛起使得很多平庸的风险投资者一夜成名，被视为投资天才，利润提成水平也从 20% 上升到 25%，甚至 30%。虽然的确有几家公司物有所值，但多数公司只是借着东风提高自己的提成比例，它们常常引用“我们也是随行就市”或者“出于竞争，迫不得已”。尽管随后市场情况出现变化，风险投资回报率一降再降，但是分红比例却没有出现下调。这种“只能上不能下”的趋势显然不利于维护投资者利益。

沃顿商学院的两名学者安德鲁·迈特里克（Andrew Metrick）和安田绫子（Ayako Yasuda）对管理费在基金收入中的比例进行了研究，结果令投资者感到惊讶。他们统计了 1992 年至 2006 年间运作的 238 只基金，得到的结论是“60% 的收入来自固定收入，与基金的业绩无关”。^[48] 基金的大部分收入来自管理费用收入，该研究结论直指私人股权投资基金的合伙关系构架的弊端。

哈佛商学院的教授迈克尔·詹森（Michael Jensen）开创了私人股权投资理论先河，他在 2007 年 9 月接受《纽约时报》记者格雷琴·摩根森（Gretchen Morgenson）的专访时也指出了私人股权投资基金报酬体制存在严重问题。他指出私人股权投资公司对客户收取了过多的费用，“我可以非常肯定地说，这些费用迟早有一天会影响投资管理公司盈利模式的持续性，高额的管理费用直接导致了投资者与管理者利益的分化，而且已经到了非常严重的地步。业内人士现在只是目光短浅地看到管理费作为增加固定营业收入的渠道，而忽略了盈利模式的本质”。^[49] 如此看来，私人股权投资者应该选择小型、有创业精神的基金，这些基金无法将管理费作为收入的重要来源，只有为投资者赚取更多利润从中提成才符合其利益目标。

4. 弱市图变

投资者对投资管理报酬协议的谈判能力受到行业惯例等各方面的限制，也许只有市场行情走弱可以成为提高议价能力的最好机会。20 世纪 90 年代初，房地产行业出现了一个可以进行这样的变革的机会。很多房地产的机构投资者经历了 80 年代投机热潮后，遭遇了严重损失，几乎完全撤出市场。只有极少数长期资金致力于寻找市场崩溃之后的生机，同时蕴含对市场普

遍不合理交易协议的纠正机会。

20世纪80年代是大型房地产投资基金的年代，像AEW、科普利(Copley)、海特曼(Heitman)、JMB、喇沙(LaSalle)、RREEF和TCW这样的公司，通过收取交易费、管理费和处置费等大赚特赚。这些顾问公司完全注重管理费收入，努力维护和增加管理费现金流，而忽略为客户赢得投资回报。

JMB的“费用金矿”的案例

总部位于芝加哥的JMB公司是20世纪80年代一家典型的依靠管理费和交易费的房地产投资顾问公司。公司以三个合伙人名字的首字母组成，罗伯特·朱迪尔森(Robert Judelson)、朱迪·马尔金(Judd Malkin)和尼尔·布卢姆(Neil Bluhm)。这家公司贪得无厌地按客户资产的公允价值收取高额费用，即使在20世纪90年代房地产市场崩溃、组合价值严重缩水的情况下，管理费仍照收不误。

JMB公司的贪婪表现为向客户收取名目繁多的费用。1986年7月，公司以2200万美元的代价购买了佛罗里达州的阿吉尔(Argyle)广场，作为旗下混合基金——捐赠基金和基金会房地产基金(JMB II)——组合的一部分。靠着1240万美元的抵押贷款，这栋房地产为JMB创造了相当于交易总价1.25%的管理费用，相当于股本投资的将近2.3%。

到1992年，该资产价值下跌至其抵押贷款价值之下。地产资产的主要租户折扣百货商店Zayre's的迁走严重影响了这一地产的未来现金流。但是JMB没有将这一地产交给贷款人，而是仍然在账面上持有这项股本为零的资产，并继续以收购价格总值的1.25%向投资人收取费用。在现金回报只有1.1%的情况下(息后和费前)，该地产1.25%的费用已经超过了它的收入。更令投资者愤怒的是，为了掩盖损失，JMB公司用属于其他资产投资人的现金流来弥补差额，以保证公司可以继续收取费用。尽管投资者不停地要求处理该地产并停止以组合现金流量来支付费用，但JMB公司在经济不景气的时期仍然维持着该百货中心的地产，吸食投资者日益萎缩的资产。

1987年，JMB公司完成了号称该公司历史上最大的房地产投资——位于加拿大的名为“凯迪拉克美景”的地产，成为公司各种费用收入的“金矿”。^[50]JMB延续了按照资产交易总值提取一定比例费用的一贯做法。该交易总额68亿加元，JMB收取了1%的初始费用，相当于从20亿加元的股本



投资中提取 3.4% 的费用。该交易还包括了部分已经签订了销售协议的资产，大约价值 5.6 亿加元，这使得公司因此可以获得 560 万加元的手续费收入。也就是说，在投资者利益没有丝毫变化的情况下，JMB 通过出售刚刚购买的资产又收取了 560 万加元的手续费。

JMB 公司仍然按照资产的总市场价值提取每年 0.5% 的管理费（相当于资产初始规模的 1.7%），按管理现金流量和资本收入每年提取 1.75% 的分红，按总交易额每年提取 1% 的处置费（公司在投资协议中还特别注明，总交易额包括债务，唯恐投资者忘记）。

除了初始费用、管理费用、分红和处置费，JMB 公司还有权按市场价格向投资者提供地产管理、租赁、保险经纪和其他相关服务。JMB 显然不满足于收取这些费用，于是在合约中规定，如果投资者回报率超过 9%，公司将提取利润的 15% 作为提成。

20 世纪 90 年代初房地产市场的萧条使 JMB 公司及“凯迪拉克美景”的共同投资人遭受了严重的损失。这笔投资不仅支付价格过高，而且杠杆比例也过高。尽管 1992 年得到一笔 7 亿加元的追加注资，但到 1994 年底，当初 27 亿加元的股权价值只剩下 20%~25%。投资者（美国加利福尼亚州、马萨诸塞州、伊利诺伊州和艾奥瓦州的养老基金）账户不断缩水时，JMB 公司依旧获得可观的管理费用。

加拿大房地产投资的惨败终于令投资者震怒到了极点。为了缓解紧张关系，JMB 公司主动将每年 3 000 万美元的收费降低到 2 500 万美元，同时说明这是用于弥补“凯迪拉克美景”的投资顾问服务，而不是弥补投资者！公司合伙人之一朱迪·马尔金甚至大言不惭：“即使我削减一半的费用，对他们的投资回报也没有多少改观。”^[51]

“凯迪拉克美景”地产由于债务过高，现金流量过少，于 1994 年 12 月向加拿大法院申请破产保护。尽管公司破产、投资者损失惨重，JMB 公司没有忘记借此机会大捞一笔，要求赔偿 2.25 亿加元，其中 1.8 亿加元是 JMB 预计未来向“凯迪拉克美景”提供咨询的费用收入。最终，1995 年，JMB 得到了 2 250 万美元的补偿。

虽然对“凯迪拉克美景”等项目的投资非常失败，但依然不能阻止 JMB 的合伙人成立新的基金。1997 年，尼尔·布卢姆成立新基金沃尔顿街资本（Walton Street Capital）。截至 2007 年，该基金已经吸引了 35 亿美元的资金。合伙人之一尼尔·布卢姆敛财和创收的能力使其成为 2006 年福布

斯美国 400 人富豪榜的第 215 位。^[52]

JMB 公司属于靠收取手续费赚钱的最典型范例，但在 20 世纪 80 年代，这样的例子并不少见，大多数房地产基金管理公司都把注意力放在收取费用上，而不是注重投资回报。20 世纪 90 年代初，希望寻找房地产投资机会的机构面对的是一大批投资管理报酬结构存在根本性缺陷的不可信任的投资顾问公司。幸而随着市场行情急转直下，几乎所有的资本都撤离地产市场，这种状况给那些希望借弱市进场的投资者带来很大的谈判筹码。

20 世纪 90 年代初，缺少资金的局面使投资者摆脱了资金供大于求造成 的投资机构绝对主导的情况，投资者终于有机会与房地产基金经理站在平等的地位磋商投资管理报酬协议。投资者要求管理费只能用来弥补基金管理必需支出，而不应当成为利润的来源；而且在抽取利润提成之前，投资回报应该有合理的基准水平相比较，超过基准水平才可以进行提成。共同投资方面，如果房地产基金的投资经理有足够的个人财富，共同投资比例应该达到数千万美元，甚至可以超过有限合伙人（投资者）的资金投入。如果房地产基金的投资经理没有足够的个人财富，合伙公司可以向其贷款，总之一定要保证相当比例的共同投资。

20 世纪 90 年代初的资本匮乏使投资者抓住了难得的机会来改进房地产投资的管理报酬协议。20 世纪 80 年代，各项管理费是投资管理机构的主要收入来源，90 年代情况终于发生转变，从代理制度到主体参与制度促使投资者和基金经理的利益趋于一致。

20 世纪 90 年代中后期，资金陆续回到房地产市场，投资者辛苦争取的公平的管理报酬协议面临走回头路的风险，但很多基金经理决定继续走以投资收益为出发点的道路。除去单纯的经济因素，这些基金经理认为适当的投资管理报酬协议和交易结构的确能够达到双赢的目的，而客户的忠诚是促使基金经理继续采用该协议的重要因素。房地产市场的变革对机构交易条款发生的长远变化做出了巨大的贡献。

第五节 结论

市场的有效性为积极管理策略投资者制造了不小的障碍，很多投资者的收益率无法超越市场平均水平。尽管战胜市场有一定难度，而且要付出

高额的成本，但受托人经常接受积极型基金经理的说辞，将投资成功归结为技巧（而不是运气），而且没有对收益水平进行风险调整。尽管积极管理策略存在诸多问题，市场参与者对于积极投资策略所带来的惊险刺激趋之若鹜，这就是积极策略站到市场主导地位、规模一再扩大、几乎为全球机构投资者追捧的原因所在。

审慎的投资者应该对任何积极投资策略都保持适当且必要的怀疑态度，先假设基金经理是缺乏投资技巧的。对于简单的历史数据应进行仔细的推敲，提醒自己运气在成功的投资记录中占很大比例。只有把资金交给确实在某一方面有突出优势且在竞争最激烈的市场能获得出色回报的基金经理，投资者才能在积极管理的“游戏”中获胜。

选择适当的资产管理者对受托人来说是最大的挑战。对大学捐赠基金等机构投资者而言，能否选择最合适的外部投资经理直接决定了投资组合的回报，其中最重要的因素是职业道德、智力水平以及精神面貌。外部经理不仅决定投资回报，还关系到机构投资者的信誉和公共形象，这都促使受托人在挑选经理的过程中应提出非常高的标准。

合适的组织结构能保证机构投资者与外部经理在利益上的协调，从而也对投资计划成功起到重要作用。独立的投资经理在精心构建的激励机制下会寻找最好的投资机会创造出风险调整后的高额回报率，并将机构目标置于个人目标之上。周密的投资协议配上灵活的机构会大大增加成功的可能性，但如果由错误的人进行操作，再好的投资协议也是徒然。

创业型公司在市场变动中更有可能获得成功并最终取得出色的投资回报。但所有公司都蕴含老化的风险，即随着时间流逝和规模扩大，创业精神逐渐消退，资产规模对业绩反而构成阻碍。因此受托人必须避免选择老化的投资机构，要不断发掘新生力量。

在投资管理的各个方面，投资管理报酬协议对投资经理行为和投资收益分配、损失分担都起着至关重要的作用。合理的报酬协议条款应该鼓励投资经理像资产所有者一样进行投资，更加注重投资收益，而非管理费等固定收费收入。

普遍执行的投资管理报酬协议使决定投资经理收入的因素超出了他们的控制范围。牛市中证券投资组合的升值和基金资产的增长使经理得到高额管理费和利润分红，而熊市中，基金的表现受到过度惩罚，而这些可能与投资管理活动并无直接关系。在有价证券或私人证券等的投资管理报酬

协议中，投资经理的收入随市场波动而波动，结果他们的收入并没有与所创造的投资增值结合起来。

根据资产规模而定的投资管理报酬协议没有考虑到投资经理是否为投资者带来资产增值，由于规模决定收入，投资经理不再关注投资收益，而会采取保守的操作策略，避免出现大的损失导致资金流失。普遍采用的低效的投资管理报酬协议没有做到公平地分配投资收益和损失，造成投资经理即使没有达到市场平均的风险调整后的回报，也可以获取高额的收入。

适当的投资管理报酬协议会鼓励投资经理站在资产所有者的角度进行投资，追求收益的同时尽可能避免损失。协调投资者与投资经理利益最关键的是在制定投资管理报酬协议过程中注意结构性因素，例如投资工具的特性、管理费用、激励机制，以及投资经理共同投资的比例等。通过签订合理的协议鼓励投资经理追求高水平的风险调整后组合收益，投资者才有可能获得令人满意的投资结果。

希望通过实行积极投资管理策略来战胜市场的投资者面临巨大的障碍：首先，大部分流通证券具有有效定价的特性；其次，大部分另类投资工具面临高费用负担等。只有在构架合理的机构中，并且由高素质的人员进行管理，积极投资管理才有可能创造投资增值。积极投资管理需要选对人，搭好架，耐心耕耘，一个也不能少。

本章注释

- [1] Keynes, General Theory, 155 - 156.
- [2] The information on Granville is drawn from Rhonda Brammer, "10 Years After He Peaked, Will Joe Granville Rise Again?" *Barron's*, 24 August 1992.
- [3] James J. Cramer, "The Bull Case of the Individual Investor," *TheStreet.com*, 28 January 2000.
- [4] Ibid.
- [5] James J. Cramer, "Cramer the Contrarian Remains Unconvinced, Part 1," *TheStreet.com*. 14 February 2000.
- [6] James J. Cramer, "Cramer the Contrarian Remains Unconvinced, Part

- 2," *TheStreet.com*. 14 February 2000.
- [7] James J. Cramer, "Scrutinizing the Value Managers," *TheStreet.com*. 11 February 2000.
- [8] James J. Cramer, "Cramer the Contrarian Remains Unconvinced, Part 4," *TheStreet.com*. 14 February 2000.
- [9] Bill Alpert, "Shorting Cramer," *Barron's*, 20 August 2007: 23 - 25.
- [10] Thyra Mangan, "Comments of T. Mangan on S7 - 12 - 06," 28 March 2007: Sec.gov.
- [11] Bill Alpert, "Shorting Cramer," *Barron's* 20 August 2007: 25.
- [12] Irving Fisher, *The Rate of Interest. Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena* (Macmillan Company, 1907); 217.
- [13] "Buffett's Job Description: 'They May Be Hard to Identify,'" *Wall Street Journal*. 28 April, 2007.
- [14] The discussion of entrepreneurial capitalism draws heavily on a 1997 essay by G. Leonard Baker, General Partner of Sutter Hill Ventures, "How Silicon Valley Works: Reflections on 25 years in the Venture Capital Business," 1997.
- [15] Joseph A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, trans. Redvers Opie (Cambridge: Harvard University Press, 1934); 66.
- [16] Joseph A. Schumpeter. *Capitalism, Socialism, and Democracy* (New York: Harper & Brothers, 1950), 83.
- [17] Ibid.
- [18] Fortress Investment Group LLC, *Form S-1*, 8 November 2006: 4.
- [19] Fortress Investment Group LLC, *Form S-1/A*, 2 February 2007: 2.
- [20] Fortress Investment Group LLC, *Form 10-K*, 31 December 2006: 82 - 83.
- [21] Fortress, *Form S-1/A*, 62.
- [22] Ibid., 106.
- [23] Ibid., 15.
- [24] United Asset Management, *United Asset Management Annual Report*, 1997, 2.
- [25] Sara Calian and Laura Saunders Egodigwe, "Old Mutual Agrees to Ac-
- 272 •

- quire Asset-Management Firm UAM," *Wall Street Journal*, 20 June 2000.
- [26] Ibid.
- [27] Douglas Appell, "Old Mutual Affiliates to Gain More Equity," *Pensions & Investments*, 16 October 2007.
- [28] Andrew Ross Sorkin and Michael J. de la Merced, "Home Depot Said to Cut Price of Supply Unit by \$2 Billion," *International Herald Tribune*, 27 August 2007.
- [29] George Anders, "Captive Client: Morgan Stanley Found a Gold Mine of Fees," *Wall Street Journal*, 14 December 1990, sec. A.
- [30] Ibid.
- [31] *Wall Street Journal*, 4 June 1991, 6.
- [32] Ibid.
- [33] Ibid.
- [34] Ibid.
- [35] Jenny Strasburg and Katherine Burton, "Goldman Global Equity Fund Gets \$3 Billion in Capital," Bloomberg.com, 13 August 2007.
- [36] Henny Sender, Kate Kelly and Gregory Zuckerman, "Goldman Wagers on Cash Infusion to Show Resolve," *Wall Street Journal*, 14 August 2007.
- [37] "GS—Goldman Sachs Conference Call," Thomson StreetEvents, Final Transcript, 13 August 2007, 4—5.
- [38] *Wall Street Journal*, 14 August 2007.
- [39] Jeffrey Taylor, "SEC Wants Investment Managers to Tell Clients More About 'Soft Dollar' Services," *Wall Street Journal*, 15 February 1997, 5, 21.
- [40] Ibid., 40.
- [41] Barry B. Burr, "Soft Dollar Managers Pay." (*Chicago*) *Pensions and Investments*, 10 August 1998, Editorial section, 10.
- [42] SEC, *Inspection Report*, 3.
- [43] Advisory Council on Employee Welfare and Benefit Plans, *Report of the Working Groups on Soft Dollars/Commission Recapture*. (Wash-



- ington D. C. , 13 November 1997) ; 5, 21.
- [44] Sec. gov, Christopher Cox, "Speech by SEC Chairman; Address to the National Italian-American Foundation" (Washington, D. C. , 31 May 2007).
- [45] Sec. gov, Christopher Cox, "Speech by SEC Chairman; Address to the Mutual Fund Directors Forum Seventh Annual Policy Conference" (New York City, 13 April 2007) .
- [46] Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), 62.
- [47] Josh Lerner, "Discussion of 'The Economics of Private Equity Funds' by Metrick and Yasuda," Harvard University and NBER.
- [48] Andrew Metrick and Ayako Yasuda, "The Economics of Private Equity Funds" (9 September 2007) . University of Pennsylvania, The Wharton School, Department of Finance.
- [49] Gretchen Morgenson, "It's Just a Matter of Equity," *New York Times*, 16 September 2007.
- [50] *Wall Street Journal*, 15 July 1992.
- [51] Ibid.
- [52] "The 400 Richest Americans: # 215 Neil Gary Bluhm," *Forbes. com*, 21 September 2006.



第10章 投资步骤

建立与基本投资信条高度一致的投资组合需要有严谨的投资流程来保证。这样构建的组合才能保证投资政策的正确性，避免有害无益的择时操作，并能够建立健康的投资人与投资管理人的关系。构建组合过程中，最关键的一项抉择在于：究竟是成为一个有能力发掘高水准的积极型基金经理的组织机构，还是采取求稳策略，侧重发展低成本的被动性投资工具？如果选择走积极型管理的道路，相当于选择了更加广泛的资产类别，而且有可能产生超越市场基准水平的收益率。但积极型投资策略需要投入大量的资源，不具备相应资源支持的机构面临的将是令人失望的投资回报，机会属于那些有准备的投资者。



投资管理的两个重要的信条——逆向思考和长期行为——在捐赠基金管理中真正贯彻起来难度很大，因为规模较大的机构是在用一些人（投资委员会）去监督另外一些人（投资管理人），难免受到共识行为的影响。团体管理机制总是阻止逆向思考，青睐短期行为。拥有捐赠基金的机构面临的最大挑战就是建立鼓励长期投资以及独立逆向思维的管理框架。

凯恩斯在《通论》(*The General Theory*)中描述过团体投资决策的困难：“不论基金是由谁来管理，是投委会、董事会还是由银行，最终一定是那些长期投资者才能为大众造福，而他们也是最易遭受批评的一群人。他们的本质决定了，在一般人眼中，他们一定是行为古怪、不守规矩、还有一些冒险的。如果他们获得成功，无非是因为‘撞’对了；如果短期内他们失败了，也不会博得任何同情。这就是世俗的哲理：宁可循规蹈矩地失败，也不勇于创新地成功。”^[1]团体决策框架对机构提出的挑战就是如何做到在实施适度监管的同时，鼓励“行为古怪、不守规矩、有一些冒险”的投资操作。

第一节 积极管理还是被动管理

也许，投资者之间最大的区别就在于能否做出高质量的积极型投资决策。高水平的积极型投资者不仅能够在广泛的资产类别选择中游刃有余，而且能够很好地把握多样化的组合机会，制定出跑赢大盘的策略并很好地贯彻实施，提高组合的收益。积极型投资者最有机会构建收益高、风险低的组合。

做出高效的积极型投资策略最保险的一条道路就是“选对人”——组建一支全心全意为投资基金利益服务的高素质资产受托人队伍，再由这支队伍动用一切必要的资源去寻找能够为投资过程增值的基金经理。建立专门的资产受托人团队非常重要，因为这样可以减轻基金管理行业内普遍存在的代理人冲突问题，资产受托人本身就是机构利益的守护者。

对于那些缺乏必要的资源进行积极型投资的投资者，比较明智的方法是以被动的方式管理较广泛的可流通证券类别，包括国内股票、国外发达市场股票、新兴市场股票、房地产投资信托基金、美国国债、通货膨胀保值债券(TIPS)等。投资领域竞争异常激烈，所以希望跑赢市场但又没有

做足功课的投资者难免受到惩罚。在资源不足的情况下，理性的投资者应该选择低成本的被动投资工具。^①

投资于绝对收益、实物资产、私人股权等资产类别，只有采取积极型投资，才能获得有吸引力的风险调整后收益。这些资产类别不具备被动管理的投资途径，积极型投资对获得可接受的收益至关重要。同时，这三项资产类别的管理费标准高，都是根据资产规模收取管理费外加利润提成，这就为成功投资设置了一道很高的门槛，跨不过去的投资者会摔得很惨。如此高的收费标准意味着一般的收益率水平无法让资金提供方得到满意的风险调整后的投资回报。投资人需要通过一系列定量和定性相结合的方法寻找有成功潜质的基金经理。总之，对绝对收益、实物资产和私人股权这三种资产类别的投资，成功要素就是高质量的积极型管理。

高素质的管理团队不仅可以有效地运用范围更广的资产类别，同时能够在定价相对有效的可流通证券市场上获得超越市场的业绩。虽然低成本的被动型管理为积极型管理设置了较难超越的基准，但勤奋研究加上足够长的投资时限，一流的投资人士还是有机会获得超越被动管理的积极投资收益的。

积极型管理对投资机构的架构设置和投资管理过程都有很高的要求。人员齐整、投资委员会督导得当的机构能够更好地利用各类资产类别以及市场错误定价的投资机会。而不具备相应资源的机构的明智选择是采用被驱动式投资策略。总之，积极管理还是被动管理，这是一个很重要的问题，而且是贯穿投资组合管理过程各个环节的一项不可避免的选择。

第二节 运行环境

为了构建高质量的积极型管理的投资组合，投资机构需要有一个强大的投资团队，并由一个有效运转的投资委员会来监督。有效的投资委员会应该对组合进行适度的监督，而不是干涉投资管理人员的具体操作。投委会召开会议的次数每年应该限制在四次，这样既可以避免投委会成员过度地干预日常的投资组合管理，又可以保证投资管理人得到适当的督导。投

^① 关于方面的具体内容请参见我在2005年出版的新书《非传统的成功》，这本书关注的焦点就是缺乏资源的个人投资者如何选择积极型投资方式。



资委员会应该决定投资的性质和方向，而不应不加思考地把决策权全然交给投资管理人员。投委会在基金管理公司的作用应该相当于其他行业的公司董事会。

一、投资委员会

投资委员会具有约束投资管理过程的职能。投资委员会成员通过对投资建议进行全面深刻的审查，可以督促投资管理人员给出经过更加认真思考的投资建议。投资委员会不应该轻易否定投资管理人员的建议。因为如果投资委员会经常拒绝或修改投资建议，投资管理人员在管理组合时会感到放不开手脚。当市场出现机会时，具体投资的规模需要进行商讨，并上报投资委员会，通过后才可以落实操作。如果投资委员会几次三番没有通过，投资管理人员在业内的声誉也会受损。但是投资委员会也绝不能成为摆设，高效的投资委员会应该通过讨论投资建议，对未来投资的性质和方向起到引导作用。有效的组合管理需要取得好的平衡，既尊重投资委员会的绝对权威，又赋予投资管理人应有的责任。

在投资委员会不开会的时候，投资委员会成员也应该向投资管理人员提供对以往操作的反馈以及对未来战略的建议。双方充分的交流可以提高投资委员会沟通的质量，从而改进投资决策。

关于投资委员会成员的构成与资质，首先投资委员会成员应该具备良好的判断力，虽然对成员的背景没有特别的要求，但是对金融市场的深刻理解可以为监督投资过程加分。如果投资委员会成员全部是投资方面的专家有时也会造成危险，因为投资委员会的任务是管理整体的投资过程，而不是具体的投资组合。有些投资委员会引入成功的企业家作为成员，他们虽然能够带来有价值的见解，但也往往难以克服“奖励成功，惩罚失败”的思维，而这种已经根深蒂固的办事作风会将投资组合推向追涨杀跌的策略，从而失去获得逆向投资策略的收益机会。投资委员会成员应该将自己定位为过程监督者和投资管理人的支持者，而非具体组合的管理者。

二、投资管理人

投资管理人是组合管理流程的驱动力量，无论决定资产配置、基金支出等政策，还是具体组合管理或者挑选基金经理等事务，都需要严格的过程约束以及充分的理由。这一过程中投资管理人不能隐瞒事实，无论是现

有的还是潜在的弱点都需要全面的阐述和探讨。任何不诚实的行为对投资过程都可能是致命的。

如果没有严谨的流程来保证投资建议得到清晰的阐述，投资决策就会变得不规范，甚至轻率。例如进行资产配置决策时，投资管理人员必须基于严谨的逻辑分析框架，才有可能做出有依据的投资建议。投资管理人员考察投资机会时，对投资机会的各个层面的严格评估和对外部投资负责人的尽职调查，是决定是否投资的前提。

以书面形式提交投资建议是交流投资思想很有效的方式。投资管理人员通过起草投资建议可以发现逻辑的错误或知识的盲点，而且由于意识到同事和投资委员会成员会阅读投资建议，可以促使投资管理人力求论点清晰、论据充分、论证严谨。通过书面形式对投资逻辑进行全面阐述也可以使投资委员会成员在开会前就对该建议有全面了解，从而提高投资委员会讨论的质量。

投资决策小组应该由3~4人组成。因为随着参与决策人数的增加，势必会增加妥协和“共识”思维的可能性。如果投资管理人员较多，则应该分成若干个决策小组，分别管理不同的资产类别。这种方式既保留了小团体决策的优势，又解决了组合管理日益复杂、资产规模不断增长的问题。

新人的加入为投资机构不断注入新的血液，他们的活力、热情、特别是看待问题的新鲜角度能防止腐化风气的滋生蔓延。关于新人的培训，建议采取“以老带新”的方式。这是一种双赢的做法，因为它体现了“在实践中成长”、“教学相长”的原则。耶鲁大学著名经济学家詹姆斯·托宾曾经说过：“到处都是我学习的机会，我从我的学生身上就学到了不少，比如清清楚楚地向他们阐述某一想法对我也是一种学习。”如果机构组织架构合理，新员工能够尽快发挥作用。鼓励包括新人在内的个人勇于承担责任，可以提高投资业绩和员工满意度。

三、机构特征

优秀的投资管理团队有许多共同的特征。什么最重要？人才！1987年10月，时任高盛公司高管的汉克·鲍尔森（Hank Paulson）在耶鲁管理学院发表演讲时提出了自己的观点。怎样才可以吸引高素质的人才？机构一定要向以下几个方向努力：经营理念超前，有全球化视角，新老员工之间体现良师益友的关系，敢于赋予新人责任。



所谓投资理念超前意味着投资机构先人一步，便可以在更广的范围内利用市场机会。通过关注另类资产类别，机构可以有更大的机会建立满足自身需要的组合。提前一步考虑所谓主流以外的投资机会，可以帮助机构发现下一个市场热点，一旦所有市场参与者都意识到以后，即便再有价值的投资机会也会变成毁灭财富的机会。如果在对投资经理进行评估的过程中，也能够做到理念超前，机构就可以寻找到更富激情和极具吸引力的合作伙伴。只有超越主流，才能增加在竞争中的胜算。

全球化视野有利于增加对投资机会的理解和把握，为狭窄的国内市场提供有价值的参照系。除了改进投资者的整体决策框架外，全球化视野还可以扩大投资机会，增加成功几率。但我们需要意识到，随着投资机会的增加，失败可能性也随之增加。从事海外投资要承担较高的风险，因为可获得的信息量和对市场的理解深度都无法与国内市场相比。

新员工培训可以采用“传、帮、带”的做法。就投资管理而言，吸收理解的最好方式是边学边体会。学术知识仅仅是基础，有抱负的新人通过“做学徒”，会从经验丰富的“师傅”那里学到日常操作和投资思路。

在团队建设中，尽早让新员工承担责任对机构是个不小的挑战，但也是将团队优势发扬光大的最好机会。将关键的投资原则传授给新员工不仅可以增强资深员工的影响力，扩大组织机构的影响范围，而且可以增强所有员工的成就感。此外，新员工培训能够加强员工对机构核心投资理念的认可。

机构和个人都可以受益于鲍尔森提出的机构成功模式：理念处于领先地位，有全球化视野，给予年轻人机会，成为他们的良师益友。投资机构的成功还要再加一个维度，即，不走寻常路，对市场有独特理解。很多机构表现中庸是因为它们本身就选择了中庸的道路。

不走寻常路，或者说独立思考，对投资成功特别是投资决策至关重要，其反面必然是循规蹈矩和官僚作风。例如寻找投资经理时，所谓标准的做法可能将几乎所有有独到见解的候选者都排除在外。官僚作风严重的机构要求候选人填写复杂的应聘表，提供大量的详细信息。也许这一申请过程本身就已经让有潜质的候选者望而却步。应聘表中，通常最低标准包括历史业绩、管理资产规模、工作年限等。这样的层层筛选得到的只能是那些循规蹈矩、缺乏想象力以至于最终无功无过的投资经理。虽然官僚式投资的收益少得可怜，但基金经理的饭碗却端得很稳，因为每一个投资决策都

有一大堆文件提供“支持”。官僚作风严重的机构缺乏想象力和勇气去走不寻常路，而敢走不寻常路却是一个投资项目取得成功的关键。

对机构和投资经理个人而言，自知之明对能否做出有效决策也非常重要。充分了解并利用自身优势可以极大地提高投资业绩；而认识到劣势并对其加以处理，往往在投资组合管理中被忽略。总之，实事求是地评估优点和不足，可以提高成功的机会，减少失败的概率。

坦诚公开地探讨分析以往的成败同样可以提高决策水平。理解过去的失败，可以避免重蹈覆辙；分析以前的成功，则可以获得打开未来成功之门的钥匙。但一定要注意避免产生互相指责的氛围，因为那样只会压制投资经理承担风险的意愿。换句话说，成功的投资文化应该允许投资经理因尝试而犯错，但不是犯同样的错误。

当投资经理认识到进行创新尝试即使失败也不足以威胁其职业生涯时，他们便会乐意承担风险。这种失败代价较低的氛围可以鼓励探索行为，而所有推陈出新的投资尝试一定会存在这样或那样的缺点。

以耶鲁大学投资团队为例，过去二十年中这支团队创造了惊人收益，而其实每一次重要的创新性投资，无论是绝对收益、房地产、森林、石油与天然气，还是杠杆收购、风险投资、国际私人股权投资、国内与国外股票市场积极投资等，这些尝试过程中并不是所有基金经理都能够一炮打响，但他们还是得到了耶鲁投资团队的力挺，也终于成就了耶鲁的成功。超常规的投资行为对投资的成功是必要的，虽然也可能遭遇失败，但鼓励探索却是投资成功的必要前提。

同事之间的关系对于构建和保持成功的投资环境也非常重要。孤独的逆向投资者在成功到来之前会频受市场打击，这时同事的支持和鼓励显得尤为宝贵，有助于坚定对高风险的投资机会的信心。

成功的投资者通常不按照主流模式操作。在鼓励从众心理的机构环境中，要追求高回报的投资机会，就需要强有力的英明领导者。否则，决策过程就沦落为官僚式的程序，投资结果也就可想而知。领导者应该建立决策框架，鼓励那些非同寻常、甚至有些争议的思路，这样才能为成功的投资打下良好基础。



第三节 组织结构

近年来，以大学捐赠基金为例的非营利投资机构的管理发生了巨大的变化。几十年前，资产受托人会在固定召开的季度会议上选择具体的证券品种。由于组合构成很简单，全面评估也只需几个小时。由投资领域权威人士组成的财务委员会，经常会在具体证券的选择上直接贡献他们的知识。

20世纪六七十年代，标准的组合管理仅涉及数量很少的外部投资经理，他们通常采取比较均衡的配置，对资产委托人提出的要求和需要资产委托人管理的问题也相对简单。投委会成员不再跟踪具体证券，只对数量有限的外部投资管理机构进行监督和评估。评估过程相对轻松，因为投资标的都是投委会成员和基金管理人熟悉的品种，而且都集中在国内市场。

近年来，随着资产类别的复杂化以及相应的专业投资经理数量的增加，对基金管理人和资产受托人也提出了更高的要求。但日益复杂的不仅仅是投资领域，投委会成员还需要解决非营利投资机构特有的越来越突出的问题，这些问题迫使许多机构在投资管理中投入大量的时间和精力。

大学捐赠基金的结构框架很难跟上外界变化的脚步。很多机构由于历史原因，在资产管理上投入的人力严重不足，在某些学校甚至会出现仅由学校的财务主管每周只抽出一部分时间打理高达上亿美元的捐赠资产的情况。这种因小失大的做法竟然还并不少见。其实对于资产规模为5亿美元的捐赠资产，每年哪怕仅增加1%的投资收益就意味着500万美元的增值。打造一支高素质的投资团队所需的成本与创造的高收益相比，简直就是小巫见大巫。

对于非营利机构而言，最大的挑战就是吸引并留住专业的投资人才。比起在私有机构的高收入，非营利领域的薪酬水平要低得多。一方面是非营利机构的薪酬标准本来就比市场行情要低，而另一方面，私有投资机构的报酬本来就比其他行业要高，所以非营利投资机构提供的薪酬与私有投资机构相比差距悬殊，人才问题始终面临压力。

独立的资产管理公司

为了解决大学捐赠基金的薪酬问题，许多大学建立了独立的资产管理

公司。这种组织形式的根本问题在于，如果将资产管理公司当作与外界投资机构一样的实体，就忽略了其为学校服务的本质。为大学管理捐赠资产，除了需要考虑投资政策，也要考虑支出政策，为学校的财务管理服务。投资政策与支出政策之间往往需要全盘考虑，所以如果成立独立的资产管理公司，将两者的决策权分开，就很难达到将捐赠资产用于最佳用途的目的。

捐赠资产的管理机构只有真正地融入高等院校的组织架构，才能从根本上解决问题。增加捐赠基金管理人员与学校其他部门之间的沟通互动，可以提高投资管理人员讨论支出政策时的说服力。大学里有很多这样的渠道：例如请捐赠基金经理授课，构建组合时听取教职员的意见，捐赠基金经理与负责制定学校发展规划的部门进行沟通，对非投资性质的财务问题献计献策等。这些做法不仅可以增加投资部门对学校整体的贡献，也在过程中增强了捐赠基金经理的职业成就感。

具有讽刺意味的是，建立独立的资产管理公司虽然可以提高薪酬，但并没有从根本上解决问题，有时反而使矛盾加剧。独立后基金管理人对高校的归属感减弱，或者称之为精神收入减少，那么这部分就需要用钞票来弥补，如此一来反而使投资管理公司与高校其他部门的紧张关系进一步加剧。

斯坦福资产管理公司的案例

2006年闹得沸沸扬扬的斯坦福资产管理公司的案例向我们讲述了大学捐赠基金面对的薪酬问题。20世纪90年代，斯坦福大学捐赠基金管理机构彻底从校园分离出去，同时在心理上也远离了校园。这支投资团队将工作地点选在世界上最贵的地段之一——风险投资的“麦加圣地”、有“西海岸华尔街”之称的沙丘路(Sand Hill Road)，毗邻美国最大的风险投资基金KPCB公司(Kleiner Perkins Caufield & Byers)。最初的10年中，在劳里·霍格兰(Laurie Hoagland)强有力的带领下，斯坦福资产管理公司一直保持不错的收益。2000年9月，曾任投行罗伯逊·斯蒂芬斯(Robertson Stephens)前任首席执行官的迈克·麦卡弗里(Mike McCaffrey)接管了斯坦福基金管理公司。由于有此前打下的良好基础，再加上麦卡弗里的有效管理，斯坦福大学的资产组合平稳地度过了2000年3月互联网泡沫破灭后的黑暗。

但是麦卡弗里发现很难解决大学捐赠基金作为非营利机构在薪酬方面



的诸多限制，他手下的这些精英难以抵御外界（私人领域）抛来的橄榄枝。于是麦卡弗里想尽一切办法提高员工待遇，提高留任比例。他还想到要用斯坦福大学基金管理公司的“金字招牌”吸引外部的投资，拓宽收入渠道，提高员工待遇。

麦卡弗里将这项计划上报斯坦福董事会，这项很激进的计划最初得到了投资委员会成员以及部分个人和机构投资者的支持。但在最后关头，麦卡弗里判定校方对他的计划并不十分热衷，该计划就此搁置。

在得到一位关键人物的支持后，麦卡弗里决定与这个人合伙自立门户。这个人就是比尔·盖茨的创业伙伴、微软的另一位元老保尔·艾伦（Paul Allen），他本打算将很大一部分个人资产交由斯坦福资产管理公司管理。计划搁浅后，两人投资成立了马克纳资本管理公司（Makena Capital），并力邀斯坦福基金管理团队的两位高管加盟，此举直接破坏了斯坦福资产管理公司的管理层。艾伦将自己的15亿美元交给马克纳资本管理公司打理，这使得这家刚刚起步的资产管理公司一上马就达到70亿美元的资产规模。这对于一家刚起步的公司而言已经是不错的成绩了。

斯坦福资产管理公司的高管挂冠而去凸现了诸多棘手的问题，其中最难以解决的就是双重的企业文化。与其他的大学捐赠基金相比，斯坦福大学少了些非营利机构的色彩，而更加倾向投行里薪酬高于一切的行事风格。所以斯坦福大学基金管理公司的员工不能完全认同这家公司成立的初衷，即为这所世界一流学府提供资金支持，同时个人也获得不错的薪酬。相反，这些精英投资管理人仅仅是冲着钱而来。因此当精神收入下降时，那些心里想着华尔街薪酬的人员不够稳定也就不足为怪了。

只有稳定的、有凝聚力的队伍才能确保整个投资过程的成功，这不仅意味着组合管理的连贯性，而且还包括成员认可机构的使命，愿意作为其中的一分子共同努力。斯坦福资产管理公司没有能够使旗下的员工认同捐赠基金和学校整体的宗旨和使命，所以付出了沉重的代价。

教育机构不需要建立独立的投资管理公司也能解决薪酬问题。机构可以对薪酬政策进行修改，向投资管理人员提供有竞争力的合理薪酬，包括使用激励薪酬，这样就不必建立一家独立的法人实体，使资产管理部门完全从学校分离出去。尽管在大学内部各部门之间进行平衡有一定困难，但这样做可以减少把投资管理部门完全分离出去所带来的问题。

如前文所述，为大学的投资管理人士单独制定薪酬体系是建立独立的

资产管理公司的一个原因，除此之外，改善治理结构是另一个原因。随着投资品种日渐增多、结构日渐复杂，对监督投资运作的资产受托人的要求也随之提高。因此，如果建立独立的资产管理公司，大学在选择捐赠资产受托人时，就能从外部得到更多的选择。

尽管如此，即使不建立独立的投资管理公司，治理问题也能得到解决。耶鲁这三十年来的经验证明了这一点。自1975年成立以来，耶鲁投资委员会一直聘请外部顾问协助治理。这些专家在投资过程中提出了很多宝贵的见解，这样也就没有必要建立独立的管理公司来吸引管理人才。同时，外部顾问在耶鲁投资委员会任职，使耶鲁有机会近距离了解外面的公司治理方面的人才，有几位耶鲁投委会成员因此被聘为大学的治理董事。

由于私有机构与非营利机构之间存在很大不同，随之产生的治理和薪酬问题也难以避免，建立合理的治理机制和薪酬制度也面临一定的困难。虽然建立独立的公司来管理捐赠基金可以解决部分治理问题和薪酬问题，但随之出现的办公地点的分离以及工作人员心理上的疏离感将对高等院校造成更加严重的损失。在学校的框架下更容易从根本上解决问题，同时也更符合高等院校的需要。

第四节 使用中介机构

有些机构选择了积极型管理的道路，但是不愿投入所需的时间、精力和资源，于是就希望通过使用基金的基金（fund of funds）或聘请外部顾问的方式走一条捷径。令人遗憾的是，使用外部顾问（而非内部投资团队）并没有带来预期的效果，原因很简单，这些基金的基金或者投资顾问的利益与机构投资者的利益并非完全的“交集”。

资产受托人和外部经理之间经常沟通、对市场达成一致的深入的理解是投资成功的最重要基础。使用基金的基金或咨询公司相当于在资产受托人和投资决策者之间设置了一个信息的滤网。由于对外部投资经理的具体操作和市场缺乏直接、全面的了解，投资者只能根据不可靠的、甚至是谬误的业绩评估数据来判定外部基金管理人的能力。由于使用基金的基金或聘请外部顾问会造成投资经理和资产受托人之间的信息不对称，因此需要三思而后行。

一、基金的基金

基金的基金提供帮助资产受托人进行投资决策的服务。基金的基金认为通过聚集资产（通常是来自不太成熟的投资者）取得规模经济可以使它们用机构投资者的方式管理资金。基金的基金公司包括涵盖多个资产类别的“一站式”服务机构和专门投资特定市场领域的公司，几乎覆盖每一种能够想象到的资产类别。

通过提供全面的服务包括经理挑选和专业监督，基金的基金认为它们可以使规模较小的投资者有机会利用复杂的投资策略；规模较大的机构则希望借助基金的基金进入原本不太熟悉的市场。

尽管想象中聘用基金的基金好处多多，但在投资经理和投资人之间的信息不对称会带来很多风险。尽管基金的基金向投资人进行信息披露，但透明度越来越差。客户不能或不愿去了解投资经理的基本状况，只能依赖业绩表现评估投资策略。当投资业绩不理想时，客户究竟是应该将责任归咎于基金的基金还是具体的投资经理？

投资业绩不好，聘用基金的基金的好处就无从谈起。要了解业绩不佳的原因，资产受托人需要对具体的投资管理机构进行调查，而资产受托人通常又不愿这么做。这样一来，由于对基金的基金挑选的投资经理缺乏充分了解，客户主要基于业绩来做出申购赎回的决定，因此面临高买低卖的风险。

投资人一定要选用职业素养和道德标准都符合要求的投资经理。授权中间机构挑选投资经理是有风险的。即使享有盛誉的大型基金的基金也有判断失误的情况。几年前，一家资产规模数十亿美元的大型基金的基金推出了一项私人股权投资工具，并推荐了一名候选人管理该油气项目。但大家惊愕地发现，这名候选人除了不具备直接相关经验外，还曾因贩毒和虐待妻子被捕入狱。

绝大多数正常的投資人都不会考虑这样一位候选人。没有人愿意冒险与不仅缺乏经验甚至有过犯罪前科的人建立投资关系。

那么是什么原因令基金的基金极力推荐这位不合要求而且可疑的投资经理呢？答案可能包括许多原因，但有一点很明显：基金的基金存在的价值在于突破常规，推荐大多数人没有意识到的明日之星。

所以最终的结果是，该基金的基金不仅决定任命这位曾有贩毒经历的

投资经理参与该项目的管理，而且还将整个能源基金全部交给他掌管。生命短暂，我们没有时间在一位人生经历复杂、有犯罪前科的基金经理身上押下一大笔赌注，毕竟这个世界上还有无数更加出色的选择。

帕洛马合伙公司（Paloma Partners）是一家管理几十亿资产的大型基金的基金，该基金的基金聘用约翰·缪黑伦（John Mulheren）和他的巴佛罗合伙公司（Buffalo Partners）管理一个风险套利组合。缪黑伦是个怎样的人呢？1988年2月，他车载一把土匪专用的、口径为0.233毫米的以色列加尔利（Galil）突击步枪，一把口径为9毫米半的自动手枪，一把口径为0.357毫米的Magnum手枪、一把口径为12毫米的手握式猎枪和300发子弹企图谋杀伊凡·波斯基（Ivan Boesky），幸亏他的妻子及时通知新泽西州警察，才避免了悲剧的发生。^[2]

但是由于这家基金的基金拒绝向客户透露其签约的投资机构和投资经理的任何信息，许多投资者只能被蒙在鼓里。后来当客户得知此事，质问该机构的择人标准时，该公司的回答是：“当他按时服药（用于治疗精神病）时，他是一位伟大的投资家。”

在投资管理过程中增加中间机构这一环节不仅降低了透明度，而且为资产受托人的判断加大了难度。如果不经过中间机构，资产受托人是直接依赖他人判断来做投资决策，经过中间机构后变为依赖另一个人对第三个人的投资决策做判断。虽然上面两则事例属于极端情况，但也体现出使用中间机构做出投资决策的风险。中间的环节越多，最终结果离投资人初衷就越远。

除了透明度低、权责不清晰等问题，基金的基金的另一大问题就是收费标准过高。由于投资经理收取的管理费用和交易费用本来就很高，许多积极型投资产品难以产生风险调整后的超额收益，而基金的基金产品的投资经理再多收一层费用，可谓“雪上加霜”，也进一步降低了跑赢市场的可能性。

此外，基金的基金还面临逆向选择的困境，投资经理一般都倾向于与资金提供方直接打交道。由于基金的基金并不拥有其所代表的资金，资金的灵活度和可依赖度都不高。高水平的投资经理有能力直接挑选自己的客户群，这也是基金的基金不能吸引一流投资管理公司的一大原因。

但投资经理对基金的基金的“怨言”一般不会挑明，以防有一天会需要基金的基金的资金来救命，虽然这样的资金来源很不稳定。^[3]然而，2006



年，全球著名风险投资公司红杉资本（Sequoia Capital）公开表示将不再考虑基金的基金作为其投资者，红杉的行动公开暴露了基金的基金在逆向选择上的困境。

2006 年，美国全国大专院校行政事务官员理事会（NACUBO）对捐赠基金的调查结果也表明基金的基金没有起到实际效果。^[4]截至 2006 年 6 月 30 日，规模在 10 亿美元以上的大型捐赠基金旗下对冲基金收益率为 11%，而规模在 2 500 万至 5 000 万美元的小型捐赠基金旗下的对冲基金的收益率为 8.2%。两者之间的差距是由哪些因素造成的呢？罪魁祸首很可能就是基金的基金。因为大型捐赠基金中只有 2.7% 与基金的基金合作，而 47% 的小型捐赠基金都是通过基金的基金管理。不难看出使用基金的基金与收益率较低之间必然有某种联系。

其他学术机构也对基金的基金带来较差收益水平这一问题进行了研究，并提供了证据。哈佛大学勒纳（Lerner）和王宛（Wan Wong，音译）、麻省理工大学学者安托瓦内特（Antoinette）进行了相关研究。在其著作《聪明的机构与愚蠢的选择：破解有限合伙人投资回报之谜》（*Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle*）中，作者对不同的投资者所选择的私人股权基金的收益率进行了分析。结论是捐赠基金选择的私人股权基金是整体表现最好的，平均的内在收益率（IRR）为 20%。与之相比，基金的基金选择的私人股权基金的内在收益率仅为 -2%。^[5]该项学术研究的结论验证了投资者的直觉，理性的投资者应该回避基金的基金，理由是透明度不高，投资决策判断中涉及层面过多，收费标准很高，缺乏与一流基金经理合作的能力。

二、咨询公司

为了弥补内部资源的相对不足，许多机构将咨询公司引入投资决策过程。有不少资产受托人认为，利用高素质的外部机构帮助打理复杂的组合是明智的选择，但事实上咨询公司给客户带来的业绩往往表现平平。

咨询公司为将自身利润最大化，常用的手段是向尽可能多的客户提供几乎相同的建议。但是，在投资世界中，这种不量体裁衣的做法（即没有按照客户的特定风险和收益偏好提出建议）效果多半不会好。对客户来讲，只能寄希望于合作的咨询公司不将自身利润最大化作为唯一的目标，而是考虑客户的需求。

咨询公司一般代表保守的投资观点，给出的建议也相对安全。有名气的咨询公司一般在投资委员会面前都表现得相当老到，使投资委员会相信可以放心地把投资决策交给它们。

有些咨询公司也会负责帮助客户挑选投资管理公司为其打理资产，但是咨询公司提供的名单往往不是最佳选择。原因很简单，咨询顾问为了保住自己的饭碗，不会去推荐刚刚起步的投资管理公司，因为这会为客户带来组织和投资方面的双重风险。更何况咨询顾问也希望能够从一切可能的角度“摊薄”挖掘和监控投资管理公司的成本，所以咨询公司推荐给客户的多数是已经站稳脚跟的投资管理机构，因为它们有资格（即使没有能力）管理大规模资产；而客户的最终选择也多是架构庞大、收费很高的投资管理集团，而不是运作灵活、以提高投资收益为第一目标的初创公司。

对资产受托人（咨询公司的客户）来讲，更加不利的因素是两者之间的利益冲突。咨询公司出于自身利益的考虑，不希望客户发展独立的能力，而希望客户一直依赖其提供咨询服务。在极端的情况下，咨询顾问甚至向客户推荐表面上从客户利益出发、实际上完全是为了赚取咨询费的项目。例如，有些私人股权的咨询顾问，也称为“看门人”，会向完全没有操作此类项目能力的客户推荐直接共同投资项目。试问，如果客户连挑选合伙人这样的决策都需要帮忙，那么又怎么可能做出更加复杂的直接投资决策呢？如果项目正式启动，投资公司就确保了在整个项目周期内提供包括合作伙伴选择、共同投资建议和投资过程监督在内的一条龙服务，获得相应的咨询收入。

现在咨询行业出现了新的令人担忧的现象，很多咨询公司开始向客户提供基金的基金服务。这样做使咨询公司与客户之间出现不可调和的利益冲突，因此咨询公司丧失了向客户推荐其他资产管理机构的中立性。很显然，咨询公司还是为了自身的利益，而基金的基金的弊端，前文已经进行了详尽的论述，这样一来二去，客户得到的建议质量可想而知了。

下面是一位前任咨询顾问对咨询行业问题一针见血的概括：

95%的投资机构都依赖咨询顾问每年过来一次，帮助它们进行基金经理的“海选”（花费在18 000美元左右），海选的负责人通常有四年从业经验，它们挑选的候选人通常过去三年的投资业绩都很出色（它们怎么可能会挑选过去三年业绩不好的基金经理呢？），而且这些基金



经理收取的费用在行业内属于标准水平。这件事情在捐赠基金和基金会管理行业年复一年，日复一日，从来没有中断过。当然，这样一年一次的短暂接触中不可能产生深入的了解。于是，在基金经理表现连续两年不尽如人意后，机构就会解雇这些基金经理。

咨询顾问出于自身考虑，不会推荐管理资产规模较小的基金经理，因为他们不能带来规模经济。即使有一位非常出色的基金经理，但是如果管理资产规模只有5 000万~1亿美元，那么由于“不够分量”，也不会引起咨询顾问的强烈兴趣。所以，咨询顾问最终只会找那些大型基金公司的经理，收费水平也一定要达标才行。

咨询顾问表面上看是资产受托人与外部投资经理之间的联结纽带，实则不然。由于咨询公司自身利益与客户的目标之间存在差距，很难符合客户对其的预期。尽管咨询公司能够提供一条捷径，使投资人不必自己进行复杂的投资运作，但捷径往往未必能够到达目的地。

第五节 投资决策过程

合理的投资决策过程应该对投资委员会与投资管理团队在投资过程中遇到的各类问题分别给予侧重并着力解决。查理·埃利斯（Charley Ellis）针对组合管理过程中遇到的各种问题构建了一个有用的框架，共分三个层次：政策决策侧重长期目标，体现投资程序的基本构架；战略决策代表中期目标，使长期政策决策适应当前的市场机会以及机构的实际情况；战术（交易）决策是政策和战略的短期应用。

埃利斯在《败中求胜》（*Winning the Loser's Game*）一书中，感叹决策者们将精力过度集中在战术（交易）决策上，而忽视了看似平淡实则强大的政策决策。^[6]而事实证明，成功的投资都是建立在以正确的政策决策为核心的决策程序上的。

一、聚焦政策决策（资产配置目标）

资产配置目标的制定就属于政策性决策，是投资决策过程的核心环节，也是组合管理最重要的因素，决定着基金最终的表现以及基金的性质。作

为资产受托人，最重要的任务就是建立以资产配置（政策性决策）为基础的决策框架。没有约束力强的、严谨的资产配置决策过程，也就谈不上有效的组合管理。

对资产配置的讨论通常在投资机构的年会上进行，这也需要投资管理人积极地“做好功课”，在年度会议召开前，将拟提交讨论的议题向投委会进行简要的说明。投资委员会主席应该鼓励投资委员会成员对与这些议题相关的话题提出建议，供投资管理人一起思考。这一过程如果组织得当，将为审慎的投资决策打下良好的基础。

这里需要强调的是，资产配置目标应当每年评估一次且仅此一次。这样做有两点重要原因：一是通过在一年只有一次的年会上集中讨论政策性决策，可以使最重要的决策同时得到投资委员会和投资管理团队的重视。二是对政策性决策的讨论限制在一年仅此一次的会议上，可以避免在市场极度低迷或极度繁荣的时候，机构投资随波逐流，做出不审慎的资产配置决策。

案例：1987年股市暴跌中的耶鲁

1987年10月，美国股市暴跌，所有机构投资者的决策程序都面临压力和挑战，耶鲁大学也不例外。自从1975年投资委员会成立以来，耶鲁一直保持季度例会的传统，但在1987年末和1988年初，还是针对股市暴跌破例召开了两次特别会议。虽然会议召开时，股价已经较上一次季度例会（1987年6月）明显走低，而债券价格明显升高，但这次会议上讨论的问题却是是否要降低股票仓位，增加债券持有量。

10月末时，耶鲁严格按照既定方针，在股市崩盘后进行了再平衡操作，卖出数千万美元的债券，用所得资金买入股票。这样的操作在1987年末市场低迷之际实在显得有些冒险。其他的机构不仅听任股票仓位随大盘同步下降，而且在11月和12月进一步将股票仓位主动降低。减仓的操作与当时市场氛围很“搭调”，当时就连《纽约时报》每周的图表也直接将1987年的股价与1929—1932年的大萧条相提并论。

耶鲁的逆势操作在投资委员会内部也引起了争论，甚至遭到言辞激烈的指责。在一份书面的会议纪要中，一位投资委员会成员指出耶鲁大学的资产配置目标“非常激进”、“已经激进得过了头”，他认为短期内股市的走势将会非常弱，如此冒险的股票仓位，如果押对了“也不应该得到赞扬”。



而如果押错了，“就准备下地狱吧”。他认为，“根据过去 6 个月市场的表现，股市长期投资前景已经受损”，所以“对预期回报的假设已经过于乐观”，“无论是短期还是长期都应该降低股票的头寸”。另一位喜欢技术分析的投资委员会成员也提出：“历史波动率的加大会降低股票的相对吸引力。”^[7]距离上一次讨论资产配置政策仅仅 4 个月的时间，投资委员会成员们就将原假设基础几近推翻，这使耶鲁基金面临策略根本性调整的风险。

经过一轮轮唇枪舌剑，耶鲁投资委员会最终决定维持此前制定的资产配置目标，这使耶鲁基金在股市崩盘后通过再平衡操作，取得了相当可观的收益。但是，整个争论过程还是说明，在危机时刻，过于频繁地重审资产配置目标（政策性决策）反而暗藏更大风险。尽管在 1987 年股灾中，耶鲁基金违反惯例，在年会以外的场合讨论资产配置目标，但所幸投资委员会严格执行既定方针的决定保证了一项有效的投资策略即使在困难的情况下也没有半途而废。

回过头来看，耶鲁基金投资委员会成员的行为没有留下任何“后遗症”，但是，如果改换一下市场轨迹，投资委员会成员的态度就会对耶鲁基金管理人造成非常严重的不利影响。特别是会议纪要里面某些成员含有“秋后算账”意味的言语，可能会为随后的资产配置埋下隐患。如果当时市场未在短期内恢复的话，直接进行再平衡操作的基金管理人的职业生涯很可能会受到非常严重的打击。

二、战略与战术决策

如前所述，投资过程中重中之重的资产配置决策是通过年会进行的。此外，每年召开的其他会议将负责做出其他重要的战略性决策。例如，每财年过后的组合评估例会，主要是对组合的整体表现和每个资产类别的表现进行评估。会议主要是结合当时的市场情况，对每个资产类别进行深入的分析，以找到影响重要投资机会的各种因素，包括将每个资产类别与基准指数进行比较。通过对每个资产类别的市值大小、行业分布和风格特点与基准水平进行比较，投委会站在回顾过去和展望未来的角度，对组合管理进行评估。每一位进行主动投资的外部投资经理都会收到一份“成绩单”，里面不仅包括投资业绩，而且还会分析业绩数据、过程的透明度、收费结构以及共同投资的比例等。分析组合战略的优势和不足有利于改进投资组合的管理。总而言之，这样的组合评估起到两方面作用：评估前期业

绩，制定未来战略计划。

另外两次季度例会通常关注某个主题，例如深入分析特定的资产类别。这样将某一个资产类别放在“显微镜”下的观察方式，使投委会成员和基金管理人员能够对特定资产类别的各个方面进行评估，包括不同规模、行业、风格对组合的影响。其中一个颇为创新和有效做法是对被解雇的外部基金经理进行评估。通过将被解雇的基金经理与相对应的基准指标和组合的实际业绩进行深入比较分析，可以对解雇的决定有更加深入的理解，而许多投资机构与基金经理“一刀两断”后通常忽视这些后续工作。

此类个别资产类别讨论的例会可以使外部基金经理参与进来，与内部的投资管理人员和投委会成员讨论共同关注的市场热点话题。这样的场合不是外部基金经理的“选美比赛”，而是创造他们与投委会成员面对面交流的机会，良好的互动将为投资决策增加价值。我们不鼓励参会人员预先填写类似“资产类别评估表”之类的东西，而是最好能够安排一系列的讨论，使受托人与外部基金经理可以就各资产类别面临的机会和挑战坦诚地交流意见。

在某些情况下，投委会例会讨论的市场话题会横跨不同资产类别。比如，20世纪80年代末的存贷危机就涉及私人股权、房地产以及绝对收益等领域。而90年代末的因特网投资狂热也影响到流通股票、私人股权以及绝对收益等领域。针对市场出现热点现象进行集中讨论，可以使该机构追求更具吸引力的策略，提前规避隐藏的风险。

综上所述，高效的机构投资者一定会关注长期政策目标，并将资产配置评估作为机构年度会议的最重要议程。而每财年后的例会有利于对投资组合与基金业绩进行全面的评估，给过去的表现“打分”，以便查漏补缺，将来取得更好的成绩。中间的两次季度例会则是对个别资产类别以及市场热点机会的深入分析和探讨。长期坚持流程不仅可以为有效的投资决策构建良好的框架，而且也避免投委会成员和基金管理人一时冲动，酿成大错。

第六节 投资决策中的挑战

运转高效的捐赠基金投资决策过程应该鼓励长期投资。但很多机构往往只是借长期投资之名，而行短期投资之实。机构投资者的投资期限越来

越短可能与人类本性有密切关系：好了伤疤忘了疼，追求及时的满足，以及在激烈竞争中的求胜心理。

另外还有一点也不可忽略，由于人类的本性是希望自己的贡献能够得到肯定，所以对投资委员会成员和基金管理人员来讲，都希望在组合上留下自己的“印记”，这样也就埋下了隐患：如果基金或者组合的投资时限超过了基金经理或者投资委员会的任期，出现问题的几率更会加大。处理这一问题有两种解决方案，第一，对于永续资产（例如大学捐赠基金）的管理，一定要明确认识机构投资时限与个人任职期限的“断层”，并在投资决策过程中考虑这个因素。第二，保持管理层的连续性不失为实用的解决方案。

追求短期策略的投资者很快会发现，市场太有效了，很少有轻松获利的机会。即使基金经理发现了瞬间的市场错误定价机会，短期获利后，也必须马上找到新的机会继续下去。在这样的策略下，基金经理只能疲于应付。利用短期策略创造价值成功的几率小，而风险则很高。追求短期策略的基金经理面对每个季度的排名压力，所利用的错误定价机会也必须在短期内得到纠正才能显示回报，这使得他们的投资机会受限，为追求长期策略的投资者创造了机会。

真正的长期投资策略极大地扩展了投资范围和机会，使长期投资者能够从短期投资者的非理性投资行为中获利。但长期投资通常意味着较高的内在风险，所以机构也一定要建立相应的应对机制。

一、短期思维

现在市场上有很多短期投资者，甚至很多基金经理也青睐3~6个月就能够体现投资收益的品种。由于担心排名“垫底”，基金经理纷纷采取贴近指数的操作策略。退而求其次的策略加上高额的交易费，这样的基金业绩平平也就不难理解了。

大学捐赠基金管理领域也存在着短期投资充斥市场的现象。一年一度的投资表现评比反映了（抑或催生了？）“赛马心态”（horse race mentality）。投委会成员、校友以及所有的教职员，都对捐赠基金的业绩表现、特别是在同行中的排序位次寄予厚望。也许在校际球赛的赛场很难战胜老对手，在大学捐赠基金投资的比较中胜出也不失为一种安慰。随着排名火药味越来越浓，一年一度的业绩排名还不足以满足大家的胃口，咨询公司

剑桥协会每个季度都会对大学捐赠基金组合的投资业绩进行排名。很明显，这种对长期资产三个月的表现进行追踪的做法本身也在引导一种错误的思维方式，即将短期结果至上。

业绩排名的压力使得一些捐赠基金采取了非常极端（甚至有些荒诞）的做法，例如虚报捐赠基金的价值，以未扣减费用的收益来替代实际收益等。虽然虚报业绩的具体数字很难准确得知，但有为数不少的基金都参与其中。剑桥协会在最近一次捐赠基金投资收益调查中给出了8%这样一个数字，即有8%的基金公布的是扣除费用前的收益。^[8]这样做对投资人又有什么用处呢？从大学预算角度讲，只有净收益的数据才有意义，因为大学只能将扣除费用后的收益用来支持各项工作的运作。从投资人的角度讲，只有净收益与基准水平进行比较所产生的增值才有意义。如果找不到其他合理的理由，大学捐赠基金虚报业绩的做法只能解释为希望在一年一度的业绩比赛中获得优势。

二、基于共识的投资行为

与共同基金贴近指数的操作策略类似，捐赠基金的基金经理进行资产配置时也会参照同类机构的投资政策。如果与同行的共识相差过多，基金经理或被指过于标新立异。如果一家机构因采取非常规操作而失败，除投资政策被废止外，基金管理人也可能因此丢掉饭碗；相反，如果机构运用标准的投资组合，失败后投资政策可能也会被废止，但基金经理至少可以保住工作，尽管可能会不愉快。

大学捐赠基金操作时“左顾右盼”似乎有其合理的一面。高等学府之间存在着激烈的竞争，争优秀教师、生源、行政管理人员和财务支持这些都离不开财力的支持。捐赠基金的规模有助于确立这家学府在竞争中的地位，因为捐赠基金不仅直接提供财力支持，而且还间接地为学校获得声誉资本。如果一所大学的捐赠基金因为采取与其他大学明显不同的投资政策而导致投资失败，那么学校不仅面临直接“降级”的风险，损失资金，而且还会直接影响到捐赠者的热情和信心。当然反过来，如果这样独树一帜的投资政策奏效，那么捐赠基金为学校迎来财务和名誉的双丰收。捐赠基金的受托人通常都是厌恶风险的人，他们往往宁可循规蹈矩地失败，也不愿面对打破传统取得成功过程中的不确定性。

但是无论参照同行的做法多么情有可原，如果每一个市场参与者都过

度地追求资产配置的一致性，行业的改变会非常困难。在极端情况下，每个基金经理都由于担心与同行的差异，紧盯着别人的组合，而忽视构建组合的最合理和根本的原则，即构建适合自己的组合架构，而非盲目地复制其他机构的资产组合。

三、逆向投资的机会与风险

投资组合经理的态度决定了投资组合的最终命运。这里需要指出的是，成功的投资运作与其他商业运作存在明显差异，那些被视为标杆的企业管理技巧在投资领域也许并没有用武之地。很多商业领域的成功都是依靠复制成功，将资源向优势领域集中。如果一个产品获得成功，那么进行更多的投入基本上可以获得更大的成功和更多的收益。同样，让失败的项目“壮士断臂”，可以控制损失，优化资源配置。

投资恰恰相反，很多成功的投资源于逆向思维。对待成功者，一定要用怀疑的眼光。对已经成功的投资策略要么缩量，要么彻底摒弃。相反，对待失败者，一定要怀有信心，越是不受追捧的策略，越要考虑大力支持。

逆向投资并不意味着让投资者一味地逢低买入，但越是不被看好的投资，越要对基本面进行认真分析。此时认真做功课一来为建仓找到充足的理由，二来在受到市场质疑时可以增强信心，不为所动。逆向投资一定不能急功近利。事实上，短线来看，逆向投资会看上去很傻，因为已经低估的资产很有可能进一步走低，从而使真正的逆向投资者完全与市场不同步。

逆向投资需要相对较小的团体进行决策。因为如果决策者团体过大，一致性思维便会逐渐主导决策过程。行为学研究中有一个术语叫做群体思维（group think），讲的就是绝大多数人都渴望达成“共识”，为此他们宁可接受明显错误的决策。

逆向的长期投资在任何情况下都会面临严峻、甚至是不可逾越的挑战，特别是在面对基金管理人、投资委员会成员以及董事会时。所以建立鼓励超常思维的决策框架是资产受托人的重要任务。

但是，克服从众心理本身并不能保证投资的成功。一味地追求独特的投资政策，很有可能置组合于不必要的、没有回报的风险之中。虽然鼓励另辟蹊径可以提高投资成功的可能性，但如果沒有一套完善的投资原则来

约束，投资者也会面临很大的风险。下面就是这样两则失败的案例。

案例：纽约大学的债券之痛

在某些情况下，即便基金管理人完全从机构的利益角度出发，没有任何私心杂念，也有可能由于过于追求非主流的投资策略，而导致经济和名誉的严重损失。纽约大学捐赠基金过去二十年的表现为我们注解了错误的投资策略可以带来多么大的损失。

20世纪70年代末80年代初，考虑到学校财务状况的恶化及股票市场的风险，纽约大学捐赠基金确定的资产配置方案为66%投资于债券，30%投资于股票，4%投资于其他资产。^[9]这种做法与其他大学捐赠基金明显不同，纽约大学捐赠基金的债券比例是行业平均值的2倍，而股票比例则只有行业平均值的一半。

从1981年到1982年，股票市场处于低谷，纽约大学捐赠基金将股票的比例从33%的低位进一步降到7%，将债券的比例从62%的高位进一步调高到90%。关于资产配置的公开报告显示，一直到1985年，纽约大学捐赠基金的债券比例一直在90%以上，而股票比例维持在个位数，甚至一度跌到只占基金资产比例的3%。从1985年直至20世纪90年代初，纽约大学捐赠基金的年报不再提供投资组合配置的信息，但是可以确定这种不同寻常的组合结构一直延续。根据1995年再度公开的投资组合情况：债券占到86%，股票占到9%，债券比例依然高居不下。从1997年开始，该基金才逐渐将资金由集中投向固定收益债券转移到具有较高收益的其他资产上。

所以，只能遗憾地讲，由债券主导的纽约大学捐赠基金在有史以来最大的牛市中几乎完全成为旁观者。从1978年至1998年的20年中，有16年股票的收益都超过了债券，而且每年平均高出6%。只有1987年的股灾是个例外，当时固定收益战略显示出优越性，基金董事会主席拉里·蒂施(Larry Tisch)在年度投资委员会上甚至得到了所有人起立鼓掌的礼遇。可惜这种欢呼仅维持了很短的时间，市场便迅速发生逆转。1987年末，标准普尔500指数较年初上涨5.2%。所以，即使在包括历史上最严重股灾之一的短短12个月时间里，纽约大学捐赠基金所采取的策略也并不明智。

随着牛市的到来，纽约大学捐赠基金中股票仓位过低的问题日显突出，但蒂施先生不以为然，他认为“火车已经出站”，没有必要追赶。^[10]这样的认识和操作也大大提高了该基金的机会成本。从1982年到1998年，各大院

校捐赠基金平均增长了近 8 倍，而纽约大学却只增长了 4.6 倍。^[11]哪怕纽约大学捐赠基金只取得平均业绩水平，那么 1998 年的资产规模也应该比其实际的 13 亿美元要高出近 10 亿美元。

从 20 世纪 90 年代末期开始，纽约大学开始降低对固定收益资产的过度配置，开始将资产重心慢慢转向国内和国外的股票市场和绝对收益投资。但是纽约大学基金对债券的依赖依然过重，2005 年组合信息显示，纽约大学依然从未涉足私人股权和实物资产这两类重要资产类别。纽约大学捐赠基金由于没有理解其投资长期性与股票投资之间的本质联系，遭受了长久的损失，即使不是永久的。

案例：波士顿大学与生物制药公司塞拉根的“苦恋”

波士顿大学基金对塞拉根（Seragen）公司的投资，同样采取了与众不同的操作策略，对大学的财务构成了另外一种类型的严重损失。这笔投资由前任校长约翰·斯尔博（John Silber）亲自操刀，错就错在对单笔风险极高的投资赌注过大，波士顿大学基金对单单这一家生物制药公司的投资一度达到 9 000 万美元。^[12]

1986 年，在一次讲座上，波士顿大学校长斯尔博最早接触到塞拉根公司的“毒素溶解剂”，并产生了浓厚的兴趣。当时大学的一位科学家约翰·R·莫非（John R. Murphy）博士就这项新技术进行了讲解。莫非本人正是塞拉根公司的创立者。1987 年，波士顿大学从 1.75 亿美元的捐赠基金中拿出 2 500 万美元投到塞拉根公司，并从一家挪威制药公司手中购买了企业的控制权。随后几年中，通过加大股权投资、对运营提供支持和购买资产等一些操作，波士顿大学基金在塞拉根公司上的投资已经从“过度”到了“不负责任”的程度。巨额投资换来波士顿大学基金对塞拉根公司董事会的控制权，斯尔博被指定为董事会成员。

波士顿大学基金这种过度集中投资的方式引起了马萨诸塞州总检察长的关注，并催促波士顿大学通过将塞拉根公司上市以稀释股权。尽管 1992 年和 1993 年的股票发行筹集了超过 5 000 万美元的资金，但是塞拉根公司“烧钱”的速度显然超过了现金流人的速度。到 1996 年，公司累计亏损已达到 2 亿美元，创始人莫非博士黯然离开，并承认“经营出现问题”。

作为一家生物制药公司，塞拉根公司在科研领域取得了一系列成功，但财务问题依然没有缓解。公司股票于 1997 年 9 月在纳斯达克市场上被捕

牌。该股的股价从1992年4月上市时每股12美元，到1993年1月涨至最高15美元，摘牌时仅为0.625美元。此时波士顿大学基金的投资也仅剩下500多万美元。

为了挽回局面，波士顿大学在1997年12月再度向塞拉根公司注资500万美元，用于购买亏损资产，并且从大学的经营预算中继续提取资金支持塞拉根公司。也许是以金钱换时间的策略起到作用，1998年8月，波士顿大学基金将塞拉根公司出售给里甘药业（Ligand Pharmaceuticals），这才得以脱身。根据《纽约时报》1998年9月20日的报道，波士顿大学基金的这项投资最终仅收回840万美元，损失超过90%。如果波士顿大学基金进行分散的股票投资，不仅可以避免投资塞拉根公司的灾难性损失，甚至可以从股票仓位中获得上千万美元的升值空间。

具有讽刺意味的是，校长斯尔博对塞拉根公司的研发水平的积极评价确实有理有据。该公司的主打产品——英特尔鲁金2号（Interleukin 2）于1999年2月获得了食品和药物管理局（FDA）的批准。但该药物的商业成功对波士顿大学来得太迟了，对公司股东而言代价也过于昂贵。由于波士顿大学基金已经将塞拉根公司移交给里甘公司，在其中的经济利益已大幅度减少。

波士顿大学基金对这家生物制药公司的投资违反了投资的基本原则，有很大的赌博成分，对委托人的利益造成了严重的损失。其实这里面还有个小插曲，波士顿大学当年错失了投资亚历山大·格拉汉姆·贝尔（Alexander Graham Bell）的重要发明——电话，此后便一直憋足了劲，在发现塞拉根公司以后，他们便顺理成章地认为自己找到了第二个贝尔。基金上上下下，特别是校长斯尔博都希望借助这家生物公司改写历史，在基金组合的历史上留下重重的一笔^[18]，所以才会进行如此高风险和集中的投资。很遗憾的是，再美妙的投资故事只有在事后才能变得清晰。明智的投资者无论如何都应该避免过大的赌注。而作为资产受托人应该时刻牢记其义务，构建合理分散的组合。

上述两所大学基金进行逆向投资的驱动力不是基本面分析，而是希望在组合表现上体现自己的影响，因此都给永续管理的资产组合带来了非常严重的损失。纽约大学由于过于希望把握资产类别表现相互转换的时机而错过了史上最牛市的获利机会。波士顿大学由于孤注一掷而遭受了巨大的直接损失并承受了更大的机会成本。负责任的资产受托人对机构或客户最好的服务



体现为遵守基本的投资原则，避免为满足个人偏好而设定投资政策。

第七节 业绩评估

业绩评估是指资产受托人对基金经理或者投资顾问的业绩进行评估的过程。资产受托人与投资顾问之间的关系将对投资组合的价值产生影响，有效管理两者之间的关系将能使组合大幅增值。只有双方存在相互信任和理解，客户才会在有把握的情况下积极支持基金经理进行逆向投资操作。而如果相互之间缺乏良好的关系，基金经理的工作将面临风险，客户也可能冒险做出不合时宜的人资或撤资决定，因高买低卖对组合的价值造成损失。

投资组合管理是否成功取决于客户对投资顾问决策过程的了解程度。如果客户缺乏对投资顾问投资原则的充分了解，就只能根据过往的业绩做出入资或撤资决定，而这样做非常不明智。而如果资产受托人也追逐短期业绩，必然会对业绩表现好的基金经理追加投资，一旦这些基金经理运气转差，受托人必定很失望。如果受托人出于逆向投资的考虑，力挺业绩表现不好的基金经理，但如果基金经理投资技能不够高超，其业绩将维持在低水平，投资者收益也不会提高。所以正确判断基金经理的业绩出色是由于运气好，还是的确水平高超，这一定要建立在对基金经理的投资方式的全面理解的基础上。

资产受托人为了增加对基金经理的了解，需要对业绩进行持续评估，并采用定性和定量相结合的评估方式。定性因素中最重要的一点是判断基金投资负责人的专业素养和做事态度，这也是决定一家投资机构是否能够做到卓越的最重要因素。其他的定性因素还有负责人是否坚守投资原则、机构结构是否合理等。同时受托人与基金经理和外部投资顾问之间定期会面也是重要的评估途径。

投资收益的数据是业绩评估过程中的一项硬指标。投资者通过将基金经理的收益率与市场基准以及积极型基金经理的基准进行比较，评估其投资的成败。这里需要注意的是，明智的投资者考量收益率时，还要考量与此收益相关的风险。

不难理解定量分析方法在业绩评估中的重要地位，因为它可以把复杂

的组合构建简化为精准的数据。但也正是业绩数据清晰的特点使许多投资者过分强调了硬性的量化工具，从而忽略了软性的定性因素。所以受托人面临的挑战之一是如何在评估过程中平衡定量和定性因素。

并不是所有的投资策略都适用于每家机构，理性的资产受托人应该对投资组合加以限制，选择透明度高、便于充分理解的投资策略，使基金经理的特长与机构的偏好特征相吻合。对于外部聘请的投资顾问，虽然投资者无需完全了解其投资过程的细节，但必须全面了解投资组合策略。如果做不到这点，资产受托人只能被动地监控投资业绩，面临被误导的风险。

管理与外部基金经理的关系（投资关系管理）也要结合定性和定量的评估方法，并持续进行监控。业绩好坏本身都不足以成为留任或者解聘基金经理的理由。如果外部合作伙伴的主要投资管理人员、投资理念或组织结构发生变化，导致双方合作的根基产生动摇，那么，即使有再出色的业绩，资产受托人也应该果断结束合作关系。如果业绩不佳，但基金组织架构合理，投资方法得当，投资管理人员素质高，成功投资的关键因素依然成立，双方关系应该继续维系。换言之，对业绩背后原因的调查可以为客户的投资监管提供深度的视角，而业绩不佳这一事实本身不应该对良好的投资关系管理构成实质性的威胁。

一、定性因素

如同聘用基金经理时最看重的应该是人，在业绩评估过程中，定性因素也应该起到主导作用。如果仅仅留下业绩好的基金经理，解雇业绩不好的基金经理，那么事情就太简单了。所以定量的业绩数据只能作为评估过程的一部分，更加难以评估的定性因素才是关键所在。

投资关系管理过程中，对相关人员在投资过程中进行全方位多角度的立体监督是定性评估的核心要素。短期问题涉及基金经理或投资顾问的热情、动机和职业道德。也就是说，资产受托人应该通过监督基金经理对工作的投入程度，及时发现他们工作热情减退或责任心下降的信号。长期问题主要是投资机构决策权的交接。

1. 投资决策权交接

虽然细致周密的计划可以提高管理层更替时顺利交接的可能性，但这一过程，特别是对规模较小的机构，往往构成严峻的挑战。小基金与大基金相比，管理者的可替代性要小很多。大基金公司管理中，制度（尽管有



些官僚成分)起主导作用，而小公司人为因素更加突出，因此小基金高层的退休会给公司带来很大的不确定性。将责任转交给年轻管理者势必改变公司的特征，有些甚至是根本性的特征，因为新的决策者会带来他们对市场特有的看法。总之，基金经理个人魅力越大，这一“棒”传起来难度也越大。

也有例外，一些在风险投资领域中漂亮的权力交接不仅帮助这些公司确立并保持了领先地位，而且很好地建立了品牌价值(franchise value)，在同行中贴上了“优质合伙人”的标签，其中包括了早期的风险投资公司苏特·希尔(Sutter Hill，成立于1962年)、格雷洛克(Greylock，1965)、美菲尔德(Mayfield，1969)、文洛克(Venrock，1969)、红杉资本(Sequoia，1972)以及Kleiner Perkins(1972)。但可惜的是，在私人股权投资领域以外，很少有规模较小的投资公司屹立不倒的成功案例，问题多出在“没接好棒”。一些公司随着发展壮大，放弃了投资目标而改为追求资产规模的积累；还有一些随着个别关键人物的隐退，公司直接由盛转衰。也许过多地依赖个别明星基金经理本身就为“传好棒”(将成功的投资技巧传给接班人)设置了过高的障碍。无论如何，对投资管理者精力、责任心和工作热情的评估应该始终作为一种非常重要的定性评估方式。

2. 资产管理公司的独立性

如果一家资产管理公司将自己出售，投资者一定要在第一时间对这一事件和这家资产管理公司进行评估。因为通常在规模较小的独立公司中，负责投资决策的管理者的经济利益与投资成败直接对等或者相关。出售的行为使等式两边发生了重大变化。

资产管理公司将自己出售后，新的所有者关注的重心不再是创造更高的投资收益，而是如何通过降低投资仓位和风险来保存资产；如何通过增加市场营销活动来增加客户的净现金流量；如何通过增加产品类型使收入多样化等。随着公司投资战略丧失连贯性，资产管理人员的工作热情也随之减退。已经出售股权的前任股东显然有其他的人生追求；他们一手提拔起来的有才华的年轻人也可能步其后尘借机离开去创造自己的财富；选择留下的，要么能力平平，要么暂时委曲求全。总之，资产管理公司的出售对于客户没有任何好处。

对于成功的资产管理公司的资深合伙人而言，是否出售股权确实是一个两难的选择。出售股权的积极意义体现在，一笔可观的回报终于得以变

现。而不利的一面则在于，出售股权为公司未来发展埋下了隐患。

如果资深合伙人决定不出售公司，则无法使自己的利益最大化。如果他们将股权分给自己的接班人，就意味着年轻的管理层以优惠的价格获得了股权，不仅体现了资深合伙人高尚的品格，也使得公司得以作为独立的实体继续存在。然而，这种局面可以维持么？不一定，因为新的股权所有者总有一天会面临与前辈一样的两难选择。

3. 投资方式转变

如果说将公司股权出售是亮起“红灯”，需要投资人跟踪评估，那么基金经理投资方式的转型可以看作“黄灯”频闪，也应该引起投资者的警觉。通常情况下，管理资产的增加会带来投资方式的改变。一般规律是：第一，随着资产规模的增加，小盘股的基金经理会逐渐增持大公司股票，强调分散投资，而对小股票的关注度逐渐降低。第二，一些靠选股起家的对冲基金也逐渐开始与宏观面博弈，因为规模增加使得它们不得不开拓范围更广（机会更多）、深度更深、流动性更强的市场。

无论哪种类型的基金经理，都有贴近基准指数操作的动力。与指数贴近的投资组合虽然只能保证获得市场平均收益率，但至少可以保住“饭碗”。所以，如果价值型基金经理开始买入市场热捧的成长性股票，那么投资者需要对此予以关注甚至提出质疑了。

业绩不佳也会导致投资方式的改变，基金经理往往不惜冒更大的风险，希望能够“咸鱼翻身”。有些基金经理甚至出于绝望，将大量资产至于更大的损失风险之下，以期弥补已有的损失。

法斯巴赫兄弟的案例

有时，糟糕的业绩会导致投资者的策略发生剧烈的转变，但突兀的转型往往不会产生理想的效果。下面是一则“空翻多”的失败的案例。法斯巴赫兄弟（the Feshbach Brothers）投资公司在20世纪80年代以超高的投资回报率和备受争议的卖空技巧一夜成名。他们以贺伯特（L. Ron Hubbard）的心理学理论作为投资策略的基础，投资目标直指被高估即将暴跌的公司。法斯巴赫兄弟用尽一切办法做空，从传统的证券分析，到聘请私人侦探调查上市公司的诈骗活动。据传，法斯巴赫兄弟不仅经常利用舆论来操纵自己卖空的股票，而且当无法通过合法渠道做空时，他们便采用裸卖空的方式赚取暴利。可是令人惊讶的是，许多投资者对这种屡触“红线”、

备受争议的行为视而不见，其中也包括罗素信托公司（Frank Russell Trust Company）。面对法斯巴赫兄弟突出的业绩表现，投资者纷纷将大量资金委托其经营，公司资产规模的总额在1990年顶峰时达到10亿美元。

但是20世纪90年代初，法斯巴赫兄弟的“魔法”失灵了。大牛市的到来自然令做空策略黯然失色，甚至面临灾难性后果。仅1991年，法斯巴赫兄弟公司资产就损失了55%，法斯巴赫兄弟决定转型。

1993年，卖空者大卫·洛克（David Rocker）称，法斯巴赫兄弟“公开表示不再做空而改为主打小盘成长股的投资策略”。^[14]世界上最出名的空头（事实上也是最臭名昭著的）突然转变立场，在媒体和投资者中引起轩然大波。一直到1998年，法斯巴赫兄弟坚持采用传统的多头战略，但资产管理规模仅为5000万美元，不足鼎盛时期的5%。随后的投资收益也没有出现明显的改观，截至2007年12月31日，法斯巴赫投资公司对外宣布的仓位不足6000万美元。

也有一些基金经理成功转型的案例，关键词是适应能力。如果基金经理只关注一种类型的投资机会，如同坐上了过山车，只能跟着趋势上上下下。为了改变这种被动的局面，明智的基金经理应该在自己的能力范围内，学会适时调整策略，以在最广的范围内利用机会。比如，许多绝对收益的基金经理，最初一定从兼并案例中寻找套利机会；但是重组和破产的分析评估会用到相似的分析技巧和法律知识，于是绝对收益的基金经理利用这些优势进军不良证券（distressed securities）市场。这些投资标的基本面相关度很高，基金经理操作时也能做到驾轻就熟。如果兼并收购进行顺利，风险套利投资占据投资组合的重要位置。当经济状况不佳时，投资领域违约事件频繁发生，这时，投资管理公司就相应增加不良证券的投资比例。面对难以克服的市场周期性，那些适应性强的基金经理比专攻一种类型投资机会的基金经理更能应对自如。

投资机构或基金经理可以在保留“强项”的基础上循序渐进地开发“副项”。这种做法可以提高组合收益，对基金经理和客户是“双赢”。我们提醒大家注意的是，投资方式根本性的改变会对客户资产构成威胁，必须引起资产受托人的重视并采取相应措施。

4. 定期会面

基金经理与投资人之间的定期会面是投资关系管理中另一项很重要的工具。通过会面投资人可以对现有投资过程提出挑战并激发基金经理新的

想法。开诚布公的讨论有利于及早解决问题。投资人与基金经理面对面坐下来深入探讨投资问题，效果要远胜于通信和电话等其他方式。

投资人对基金经理要尽询问之责，但不要干预。投资人不要跨越基金经理和客户之间的界限干扰投资决策，例如催促基金经理建仓，或抱怨具体的投资操作不当。挑战基金经理的思考过程或鼓励逆向思维都有助于成功处理与基金经理的关系。

基金经理有义务坦诚地与投资人讨论投资理念、策略以及具体操作。基金投资的完全透明化是投资人理解投资过程的基础。有时，基金经理出于交易和仓位保密的考虑，会出现拒绝提供信息的情况。但如果基金经理不信任投资人（或潜在客户）而拒绝透露组合信息，投资人也应该据此拒绝与该基金经理合作。只有投资人对基金经理的操作策略和组合信息充分理解，才会在基金业绩不佳、处于困境时保持对基金经理的信心，并支持其进行逆向操作。

基金管理人与投资人的会面还应该对基金公司的有关制度和事项进行讨论，帮助投资人对公司的现在和未来做出判断。不同的制度会从不同的方面体现甚至决定投资机构的特点。投资人需要了解这方面的信息，而机构也应该主动与投资人进行沟通。例如，薪酬制度影响主要投资管理人的工作动力甚至去留；接班计划反映了现任高管层的态度，可以帮助投资人提前了解未来高管层的一些情况。对于基金管理公司来讲，与投资人讨论这些敏感信息，可以增强投资人的信任和信心，在投资遇到困难时，更易获得投资人的支持。

投资关系管理中另外一个非常重要的环节就是对基金经理持续进行尽职调查。虽然正式程度不如招聘过程中的尽职调查，但持续进行的调查可以使投资人对基金经理的业务能力有更加深入的了解。投资人还可以利用适当机会与第三方讨论基金经理的业务操作和道德标准等，不断了解外部基金经理的投资特色。

投资人与基金经理之间的日常交流也是投资关系管理的重要工具，它为定性评估提供了依据。投资人一定要对基金经理的投资逻辑进行持续的监控，对任何积极型投资管理，一定要保持理性的怀疑态度。

在投资关系管理中，对人、策略和组织结构的定性评估是核心因素。明智的投资人还会经常“回头看”，回顾当初聘任基金经理的决定是否正确，检查起初的假设和基金经理后来的表现是否一致。基金管理公司的状



况发生变化后，及时的评估尤为重要，谨慎的投资人要再次考虑该公司是否依然符合要求。

二、定量因素

跑赢基准指数是基金经理重要的目标。流动性强的成熟市场具备一系列完善的基准指数。例如，美国股票市场的各种宽基指数，包括标准普尔500股票指数、罗素3 000股票指数和威尔希尔5 000股票指数。所谓基准指数代表的是一种被动的投资方式，即忠实复制该类资产类别的市场表现。积极型基金经理所做的努力就是使自己的净收益（收益扣除费用后）高于市场基准指数，从而实现资产增值。

与流通的证券品种相比，流动性差的资产类别没有明确的市场基准指数可用来作为衡量标准。私人股权投资的投资标的非常广泛，从上市公司的分支机构到家族企业，再到破产企业等。而从定义上看，流动性差的资产本身就不会有基准指数，因为所谓可以被动管理的基准指数存在的环境一定是流动性的成熟市场。

那么市场上的私人股权投资的基准收益水平如何确定呢？惯例是使用可流通证券基准指数的“衍生”值，比如明确指出在标准普尔500指数的基础上加500个基点，或者隐晦地使用12%的实际回报率（可能是根据7%的股票市场预期实际回报率加上500个基点的溢价水平）。

资产受托人应该为聘用的基金经理选取适当的被动投资的基准指数以对其表现进行评估。基准指数应该涵盖积极型基金经理可以从市场选择的所有投资机会。市场流动性越高，基准指数就越完善，这可谓是一个讽刺，因为高流动性的市场最不大可能创造出值得衡量的超额收益。为低效市场或某些细分市场制定基准指数会比较困难。但总之，基准指数应该作为评估基金经理业绩的重要定量因素。

1. 选择专业化的基准指数

市场上名目繁多的专业化指数为各种类型的策略提供了精确的衡量标准。这些基准指数早已不局限于标准的风格和市值指数，还包括了一些很另类的指数，所以即使非常奇特的组合策略，也能找到适合自己的那一款指数^①。

^① 例如彭博社就有足球指数（Football Index），用于衡量在英国经营足球俱乐部的公司的表现。

专业化指数可以提供宽基指数所不能提供的信息，为投资者带来更有价值的视角。以2003年小盘股基金收益为例，当年的中数收益率达到45.7%，超过标准普尔500指数17个百分点。乍看上去非常出色，但这一水平比被动投资的小盘股基准指数低1.5个百分点。所以通过将小盘股基金的中数收益与小盘股基准指数比较，才让投资者对小盘股积极型基金经理的表现有了更加清楚的认识。^[15]

有时使用专业化指数时要小心。例如，20世纪90年代，价值型基金经理一般都跑输价值型投资的基准指数。在截至1997年12月31日的5年中，80%的积极型价值投资基金都跑输价值型投资基准指数，一时间，被动型投资组合风光无限。^[16]

为什么会出现这种情况呢？原来由机械方法产生的价值型基准指数覆盖的是低市净率（price-to-book ratio）和低市盈率（price-to-earnings ratio）的股票，其中包括了大量不具有吸引力、甚至面临退市风险的公司，而这些公司恰恰是积极型基金经理积极回避的。如果价值型股票走势强劲，那么积极型基金经理一定跑输被动型组合，因为市场会对那些由机械方法产生的高风险基金组合给予更高回报。只有市场显现重大压力时，积极型价值基金的优势才能显现出来。

理性的投资人一定要选择适当的基准指数来评估基金经理的投资策略。前面的两则事例告诉我们，将小盘股基金经理的表现与标准普尔500指数的整体收益率进行比较很容易被误导；而将积极管理的价值股表现与所谓价值股组成的基准指数相比较也会给投资者带来错误的认识。所以一方面要强调使用专业化指数作为参照物，另一方面又要充分理解积极型管理组合与被动型基准指数之间的风险差异。

2. 同行比较

同行比较提供了另外一种评估业绩的量化方法。虽然个别资产类别的表现逊于基准指数，但几乎每种资产类别中都包括这样一群基金经理，他们之间的业绩可以相互比较。

存活者偏差和回填偏差在同行比较时会产生重要影响，特别是在低效的资产类别中。对私人股权投资和绝对收益投资而言，被动投资的基准指数意义不大，在这种情况下，同行比较的作用会更加突出。这两种资产类别之间，存活者偏差和回填偏差对绝对收益影响更大，而对私人股权投资的影响相对较小。

3. 风险调整

在业绩评估的过程中，根据风险水平调整收益被当成是次要考虑。关于市场风险，基金经理只有在为不佳的投资业绩辩解时，才会提及，“我们虽然收益低于市场，但我们所承受的风险也在市场平均水平之下”。也许，缺少风险量化指标是基金经理以风险为借口替自己辩解的原因之一。

最常见的风险衡量指标是收益的标准差，但它很难准确地量度资产受托人所关注的风险。简单地分析收益在历史上的波动性对了解特定投资战略的风险的价值有限。重要的是投资的基本面风险，而非证券价格波动。在当今世界，证券价格总是过度波动，掩盖了真正的投资风险。尽管有它的局限性，价格波动率的历史数据仍被作为对风险进行测量的最为广泛的量化指标。

诺贝尔奖获得者威廉·夏普（William Sharpe）创造了一个用于衡量风险与收益之间关系的分析工具。通过对高于（或低于）无风险收益率的回报率的评估，夏普比率（Sharpe Ratio）着重于衡量投资者接受风险时所希望获得的超额收益。将超额收益除以收益的标准差后得到的这个比率，量化了每个单位风险所产生的超额收益。夏普比率也存在着与其他对波动性历史数据进行测量的指标相同的缺陷。

派杰美国政府证券基金的案例

派杰美国政府证券基金（Piper Jaffrey American Government Fund，AGF）是一只抵押债券基金。如表 10—1 所示，截至 1993 年底，AGF 在过去 5 年的平均收益率是 19.3%，比短期国债（Treasury bills）高出 13.7%。AGF 的超额收益部分相对应的波动性（风险水平）为 8.8%，所以夏普比率为 1.6，即每单位风险得到 1.6 个单位的超额收益。

**表 10—1 债券基金比较
(1989—1995 年间抵押贷款支持证券的收益情况)**

		收益率 (%)	超额收益率 (%)	风险 (%)	夏普比率
截至 1993 年底的 5 年平均	AGF	19.3	13.7	8.8	1.6
	所罗门兄弟	11.2	5.5	3.5	1.6
	抵押贷款指数				
截至 1994 年底的 1 年	AGF	-28.8	-32.7	14.9	-2.2
	所罗门兄弟	-1.4	-5.3	4.0	-1.4
	抵押贷款指数				

续前表

		收益率 (%)	超额收益率 (%)	风险 (%)	夏普比率
截至 1994 年底的 5 年平均	AGF	8.5	3.7	12.3	0.3
	所罗门兄弟	7.8	3.0	3.5	0.9
	抵押贷款指数				
截至 1995 年底的 1 年	AGF	25.9	20.3	5.8	3.5
	所罗门兄弟	16.8	11.1	3.2	3.5
	抵押贷款指数				
截至 1995 年底的 5 年平均	AGF	11.3	7.0	12.2	0.6
	所罗门兄弟	8.9	4.6	3.3	1.4
	抵押贷款指数				

资料来源：Bloomberg and Yale Investments Office.

表面看上去，AGF 得到的 19.3% 的收益率远高于同类的所罗门兄弟抵押贷款指数 (Solomon Brothers Mortgage Index)。所罗门兄弟抵押贷款指数收益率仅为 11.2%，但波动性要小得多。所以尽管所罗门兄弟抵押贷款指数只有 5.5% 的超额收益，但其夏普比率与 AGF 基本相同。换句话说，AGF 的高回报率是通过加大风险得来的，而不是风险调整后真正的高额回报。可见，夏普比率使二者之间的比较更为公平。

夏普比率也有其局限性，它虽然反映了风险与收益的历史关系，但这些量化的历史指标不能反映数据以外的基本面风险。如果投资者完全依据这些回溯数据，而忽视与过去市场明显不同的未来的情况，则很可能做出错误的决定。

例如，1994 年债市崩盘，AGF 损失高达 29%，风险水平近 15%。而所罗门兄弟抵押贷款指数表现要好得多，收益率为 -1.4%，风险水平为 4%。1994 年 AGF 的夏普比率为 -2.2，所罗门兄弟抵押贷款指数的夏普比率为 -1.4。

对 AGF 而言，同样的操作策略，但是由于 1994 年市场行情发生巨大变化，导致截至 1993 年与截至 1994 年的 5 年收益率水平、风险水平以及夏普比率出现明显变化：收益率由 19.3% 降为 8.5%，风险水平由 8.8% 升到 12.3%，突然之间，两位数的收益和一位数的风险变成了一位数的收益和两位数的风险。

夏普比率更加糟糕。截至 1994 年 12 月 31 日，在 12.3% 的风险水平下，AGF 的 5 年平均年收益率为 8.5%，超额收益为 3.7%，夏普比率为

0.3，而一年前夏普比率还高达1.6。由于市场情况发生了剧烈变化，原本有效的策略仅仅一年后就成为低回报、高风险的策略。

与AGF形成对比的是，截至1994年12月31日的五年中，所罗门抵押贷款指数的收益率为7.8%，超额收益为3%，风险水平为3.5%。虽然也面临1994年恶化的市场环境，所罗门指数的夏普比率维持在0.9，远远好于AGF的0.3的水平。

将风险量化的方法（如夏普比率）的确可以帮助投资者严谨地分析评估投资机会与风险，但一旦市场出现特殊情况，历史数据的局限性便会显现出来。根据1993年底的数据，过去5年中，AGF和所罗门抵押贷款指数的夏普比率相同，表明风险收益率也大致相同。但到1994年底情况就完全不同，从夏普比率来看，所罗门指数基金比AGF更具吸引力，而之后的实际情况却不是这样的。

在AGF的案例中，如果投资者完全依靠历史数据和风险水平数据进行投资，则很可能完全没有“踏准”时点。1993年末，投资者看到的是高回报和堪比指数的风险回报有效性，总之有很多买入的理由；而1994年末，糟糕的业绩回报以及相对指数的低劣表现等所有数据应该都表明卖出是最好的选择。而事实上，1995年基金的回报率高达25.9%，夏普比率与所罗门抵押贷款指数相同（尽管截至1995年底的5年平均收益依然不高）。

投资者如何才能够避免在1993年和1994年间做出高买低卖的错误决策呢？唯一的方法就是对基金的基本面，即带来收益的投资活动的本质情况有所了解。基于历史数据来做出投资决策的投资者过度关注过去，而忽略未来。预测未来固然很有挑战，但了解决定基本面的各项因素的发展趋势，才能大大提高投资成功的概率。例如，了解AGF基金的投资者就会知道，1993年的出色表现中杠杆功不可没，并可能预料到其在1994年市场情况下的暴跌。

对各项收益进行风险调整非常重要，但如果把一切都化简为一个精确的数字并不能反映问题的实质。谨慎的投资者面对科学的数据也决不应忽视认真的解读。

4. 收益率

最基本的衡量收益率的方法有金额加权法和时间加权法。金额加权收益率或内在收益率（Internal Rate of Return, IRR）评估的是投资规模和投资时点对投资回报的影响。内在收益率适用于考量那些能控制现金流的投

资经理，例如私人股权投资者，他们能够决定投资的时机和数额。

时间加权收益率考虑的是一系列周期性收益，而不去考虑某一时点上基金的规模。时间加权收益率适用于不能控制现金流决策的基金经理。例如对流通证券基金经理来讲，决定入资和撤资的是投资者。

案例：罗森堡的附加值

罗森堡机构股票管理基金（Rosenberg Institutional Equity Management, RIEM）的核心股权产品很好地说明了运用金额加权法和时间加权法评估收益率产生的差别。如表10—2所示，RIEM起步时资金量很少，而与标准普尔500指数相比的超额收益率很高。按照投资管理业的一般规律，出色的业绩吸引来更多的资金。1990年顶峰时，RIEM的资金规模曾超过81亿美元。但庞大的资金规模使灵活性降低，对投资构成了障碍，又或许是因为运气不好，RIEM此后业绩一路下滑，收益低于平均水平。

**表 10—2 罗森堡基金没有为客户创造价值
(1985—1997 年间组合的收益率和增加值)**

日期 (截至各年底)	核心股票资产 (百万美元)	超额收益率 (RIEM 收益减去标准普尔 500 指数收益, %)	增加值 (百万美元)
1985	188	6.2	12
1986	1 037	-0.4	-4
1987	2 037	6.6	134
1988	4 222	-0.6	-23
1989	8 020	-4.8	-386
1990	8 157	-3.7	-304
1991	6 608	-0.8	-52
1992	3 692	3.9	143
1993	3 692	1.1	42
1994	1 838	-1.0	-19
1995	2 225	0.8	17
1996	2 023	-2.9	-58
1997	1 644	1.2	20

资料来源：Nelson's Directory of Investment Managers, 1985—1997.

尽管 RIEM 组合的业绩出现大幅波动，但采用时间加权法显示业绩一直较为可观。截至 1997 年底，此前 12 年间 RIEM 的核心股票组合的平均回报率为 17.3%，比标准普尔 500 指数高出 30 个基点。

而采用金额加权法（内在收益率）统计出的业绩则明显要差很多。RIEM 组合的平均内在收益率为 11.8%，等量的资金如果投到同期标准普尔 500 指数上，相应的内在收益率为 13.1%。换句话说，在核心组合的存续期内，该基金的投资者每年相对于市场损失 1.3%，机会成本大约为 5 亿美元。

对流通证券基金进行业绩评估时，时间加权法和金额加权法都适用。时间加权法反映的是投资经理的投资水平，而金额加权法反映的则是投资者的现金流时机选择能力。对私人股权投资进行评估时则最好采用金额加权法，因为这种投资方式完全由私人股权投资者控制现金流。

成功的基金管理应该是科学和艺术的结合，是定性评估和定量评估的平衡。资产受托人评估基金业绩和基金经理工作时既要运用精确的定量数据，也决不能因此忽视不易直接测量的定性因素。成功的投资关系管理应该将定性因素放在首位，数据固然重要，但只是起辅助作用。

三、业绩评估的运用

业绩评估通常在聘用、解聘基金经理和确定基金规模等关键环节使用，这一过程中选定的时间框架是关键变量。对于业绩评估结论运用得当可能会大幅提高收益率，而错误的运用则使财富受损。

业绩评估时采用的适宜时间框架视资产类别及所管理风格而定。信息反馈机制的时间跨度因投资周期不同而长短不一。货币市场投资的信息反馈速度很快，因为资产无论成功与否都在短短的几个月内到期。所以，受托人手中有着大量的数据资料。不幸的是，在高度有效的货币市场上，利用这些信息创造价值的机会微乎其微。

私人股权投资是另外一个极端，由于投资持续期可以多达十年，从而迫使受托人在得到有关投资活动的实质性信息反馈之前，必须做出保留或解雇现有投资经理的决定。私人投资的长周期性使得投资者在做出聘用或解雇决定时，所关注的因素并非短期投资业绩。

在货币市场和私人股权投资两个极端之间，众多其他资产类别的业绩评估时间框架的确定值得仔细研究。反馈机制应该与投资经理的投资时限

相对应。投资时限越短，评估基金经理水平所需的时间就越少。在有价证券领域，高周转率说明投资时限相对短期化，相应的，对基金经理的评价也日益短期化。200%的周转率对应平均6个月的持有期，相反，20%的周转率对应5年的平均持有期，对这种低周转率的投资策略的评估需要很长的时间，使投资经理的策略有充足的时间产生效果。在私人投资领域，评估投资经理的时限要更长。

虽然通过组合周转率得到的平均持有时间，可以帮助我们在合理的最小时间框架下评估基金经理的业绩，但是市场的作用力容易让投资者只能“雾里看花”。多年来，小盘股相对于大盘股、价值股相对于成长股的相对优势总是在不断轮换，因此，在评估基金经理的业绩时，选用合适的基准指数并拉长评估的时间期限便尤为重要。真正严谨的投资者不会让自己在“千钧一发”时刻做出决定，而是尽量使评估时间与基金经理的工作周期相吻合。

业绩评估最终决定了资产受托人对外部投资经理的信心。重新评估与投资经理的关系会让受托人处于尴尬的境地，因为理性的投资人一般尽量与投资顾问保持长期的业务关系。质疑当初的聘用决定或者对现有关系进行重估会引起双方的不悦。资产受托人应该寻求长期稳定的投资关系，即使在考虑中断关系时也是这样。

投资人对个别投资经理的信心也会影响配置给其所负责的组合的资产规模，受到青睐的投资经理会得到更多的资金。因此投资经理账户规模的变化也可以反映投资者对其操作能力的判断。当然除了信心这一重要因素外，投资人向各位投资经理配置资金时还要综合考虑其他因素，如所用策略的吸引力，同类基金经理多少等。尽管如此，业绩评估依然在资产配置中发挥决定性作用。

投资人在完整了解投资经理的投资方法后，可以通过再平衡操作来进行增值。如果投资经理管理的资金规模符合投资人的偏好，那么，最近的业绩评估最好被投资人看作是追加或撤出资金的一个次要参考指标。即使是经验最丰富的投资经理也有表现不佳的时期，很可能出现建仓后表现与预期相反的情况。如果此时最初的投资逻辑依然成立，那么向暂时不受市场追捧的投资经理（及其策略）追加资金，等于把握住更有吸引力的投资机会；投资经理面对这样的信任票，特别是经历连续欠佳的业绩后，通常反败为胜的几率更大。

另一种情况则是，在经历一段时间超预期的表现之后，投资人应当考



虑降低表现好的投资经理的投资规模，因为现在的超预期很可能是市场力量与投资经理能力的共同结果。将表现优异的投资经理账户上的资金转移到目前表现不佳的投资经理账户上去，可以持续地提高投资收益。投资经理希望看到资金不断流入自己管理的账户，特别是当自己的策略在市场表现不佳时，谁也不会希望看到资金抽逃的现象。还有一个耐人寻味的现象，当业绩表现不佳时，基金经理往往归结为市场情况不好，而将优良的业绩全部归功于投资技术和策略成功。

从投资人的角度出发，无论何时，都应该避免频繁资金进出产生的高成本。撤出资金时要尤为谨慎，因为撤资产生的交易成本将降低组合的回报率。我们提倡的是基金的再平衡操作，即将资金用于支持表现不佳的基金经理而抽离表现超预期的基金经理。这样操作产生的交易成本是为了必要的风险控制的目的，同时还可以将资产重新配置的成本控制在很低水平。

解聘基金经理

解聘基金经理一般出于以下两个原因。首先，最初的聘用就是一个错误。无论招聘阶段的尽职调查多么彻底，投资人与受聘基金经理相处得如何只有在实际投资过程开始后才能知道。在投资过程中不断对当初聘任基金经理的假设进行重估，可以使投资人不断了解基金经理的投资过程，结果要么证明当初聘任基金经理的正确性，要么暴露出当时假设的不足。第二种可能解聘基金经理的情况是基金管理公司的人员、理念和结构发生了重大变化。

对于聘请外部基金经理的投资人，解聘不满意的基金经理是难度最大的问题。因为这件事总归会让人感到不快，所以许多投资人宁可维持现状并用各种理由来证明这样做的合理性，以此来避开解聘这一棘手的问题。

优秀的投资人对基金经理进行评估时，应该以冷静、甚至近乎冷酷的方式，运用各种分析手段。一旦评估结果表明当初聘任基金经理是个错误的决定或者环境变化导致基金经理不再合适时，投资人必须马上开始行动。投资人不妨问问自己：“如果从头再来，我今天还会聘用他吗？”如果回答是“不会”，那么就需要认真考虑解聘的问题了。

第八节 内部控制

后台操作是一种经常被忽略但却非常重要的风险来源。多数机构基金

经理不会关注操作过程中的风险，而仅将注意力集中在组合管理和战略制定。只有当出现重大经营失误时，内控问题才会引起大家的重视，但往往为时已晚。

捐赠基金同时面临内控风险和外控风险。内控风险存在于基金总部的日常投资组合管理中。如果所有资产都由基金内部管理，投资者面临的仅是内控问题，常规的稽核就可以检查投资支持系统的有效性和完整性。外控风险存在于外部投资经理的操作环节中，常规稽核很难直接覆盖，因此需要借助专业机构的力量。链条上最弱的一环决定链条的强度，为了保证机构操作过程的顺畅，无论是内部操作，还是外部操作，都需要细心的检查和监督。

内控的缺陷往往是事故发生的土壤，千里之堤，溃于蚁穴，看上去不起眼的问题，有一天也会引发巨大的灾难性事件。内控缺位还会诱发欺骗和渎职行为，导致巨大的损失。要想避免酿成苦果，就必须事先进行周全的规划。令人遗憾的是，往往只有在重大损失发生后，机构才会重视这些看似普通的日常操作。

所以，投资机构应该定期针对操作过程进行独立、全面、深入的外部评估。对于不是很复杂的投资组合，内外稽核人员合作审计就可以对基本问题例如有价证券组合的妥善保管等全面把关。而复杂的投资组合管理加大了工作的难度，一般的通才型稽核人员难以胜任，需要术业有专攻的专业人士参与，这样才能使评估做到真正的全面。

尽管由一流事务所进行的审计构筑了内控风险的第一道防线，但在当今投资管理世界中，对组合操作来说，日常的年审已经不足以解决问题。由专家团队进行的非常规、无限制的稽核可以为机构提供关于风险的战略性建议，在解决现行问题的同时，防患于未然。

案例：耶鲁大学进行的特别审计

特别审计是指聘请专业的审计人员在没有任何限制的情况下对投资机构的操作环节进行独立的评估。特别审计过程本身会为监督过程带来全新的视角，会启发投资管理人对已经习以为常的操作步骤进行自审，在专业人士的帮助下找出改进的方法。各方都公认的最佳操作流程和做法将成为现行工作的标杆以及未来努力的方向。

自1990年以来，耶鲁大学基金已经两次聘请普华永道事务所（Price



waterhouseCoopers)、一次聘请德勤事务所 (Deloitte & Touche) 对其投资情况进行彻底的评估。每一次评估都提供了很多有价值的反馈信息。第一次评估时，普华永道事务所发现证券借出业务（融券业务）存在明显的风险。由于证券借出业务全部为耶鲁基金内部管理，基金随即进行重新评估。得到的结论是市场出现了结构性变化，使得这类投资项目从风险收益比角度来看已经不再具有吸引力，于是耶鲁基金果断地终止了证券借出业务。此后不久，考曼基金的证券借出业务遭受了严重损失，这时大家才意识到耶鲁基金的先见之明。^①

普华永道事务所第二次审计得到的结论是，尽管耶鲁大学基金对外部投资顾问的后台操作的监督已经达到业内的最高水平，但仍有提高的空间。在行业内，对外部投资顾问的审计只能算作内部审计的简化版，但对大学捐赠基金而言，外部投资经理的作用和地位比其他类型基金要高得多，所以对其操作风险的控制在一定程度上决定整个基金风险控制体系的完善性，捐赠基金的风险水平也取决于这些有时只是被粗略评估的外部基金的操作。

普华永道事务所的结论是，要“内”“外”一起抓，耶鲁基金完全可以在业内重新“定义”风险控制的标准。一定要做到全面具体，包括监管合规、内部操作、会计和交易系统、法律和稽核的专业支持，以及价值、风险、衍生工具、“软佣金”等多方面的评估政策。值得一提的是，在合规层面，耶鲁基金的做法是：通过对外部投资顾问的风险控制评估，将某些基金经理投资操作过程中的成功案例推而广之，介绍给其他的基金经理，从而提高整个捐赠基金组合的风险控制水平。耶鲁基金将对外部投资顾问的风险控制提高到与内部基金经理同等重要的水平，不仅获得了重要的信息，也促使基金经理在后台操作方面投入更多的时间和精力。

第九节 结论

投资者能力的重要“分水岭”是看其是否有能力和资源做出高质量的

^① 耶鲁的融券业务，与考曼基金相比，采取了更加保守的“配期”策略。即出借证券的到期周期与抵押金再投资的周期几乎相同。这样意味着耶鲁大学的收益率面临再投资的利差风险。通过这一次普华永道的调查，耶鲁基金得出这样的结论：利差太窄，不应继续进行融券业务。而考曼基金却相信这样的利差可以带来高收益并为此承担了巨大的风险。详见第6章。

积极型投资决策。积极型管理使投资技巧有了用武之地，特别是在绝对收益、实物资产和私人股权投资上，这些资产类别只有进行积极型管理才有可能获得可以接受的收益；在国内和国外股票市场上，积极型管理也可能带来超越市场基准水平的收益。反过来讲，如果缺乏积极型投资管理的技巧，谨慎的投资者只能选择被动管理的有价证券。但即便这样，也好过那些不具备能力和资源、但依然抱着侥幸心理进行积极型管理的投资者，他们所做的只能是为技巧高的投资者提供赚大钱的机会。

约束力强的决策框架是投资成功的必要前提。在这个框架下，投资管理人和投资委员会成员各司其职，投资管理人是投资决策过程的主导者，而投资委员会成员负责进行有效的监督。如果没有严格的投资步骤、全面的投资分析、严格的政策落实，组合操作就变成了“跟着潮流走”。在如此激烈的竞争环境下，如果研究逻辑不够连贯，又趋向市场共识，那么获得高收益的可能性微乎其微。

高效的投资步骤可以起到“求同存异”的效果，缩小投资人与组合管理者的利益差异。机构资产受托人希望在其任职期间创造良好业绩，而基金经理则寻求工作保障，两者的目标均与机构的长期目标存在差异。机构只有将投资部门融入整体组织架构，才有可能保证机构的利益被置于个人利益之上（例如对大学而言，最好的做法是将大学捐赠基金与其他教学和职能部门更好地融合）。

投资咨询机构和基金的基金等作为中间机构，相当于在投资过程中增加了一道程序，但这道增加的程序并没有增加收益，反而起到侵蚀收益的作用。那些没有与中间机构产生瓜葛的投资机构反倒可以集中资源和力量取得更好的收益。

投资机构的决策文化应该鼓励逆向思维和长期行为，这对决策成功意义重大。要尽量减轻短期业绩（如季度排名）压力，鼓励基金经理做出一些暂时不受欢迎的投资决策，并对不可避免的失误持宽容的态度，这样，“被解放了的”基金经理才能在宽松的环境下创立投资组合，并积极利用逆向投资策略和短期投资者携手相让的投资机会，提高投资成功的概率。

长期投资成功要求在正确投资原则的基础上，采取个性化的逆向投资行为。合理的决策构架能够克服团体决策的弊端，鼓励基金经理经深思熟虑后承担风险。设计周密、有效的投资管理过程是投资计划成功的关键。

明智的机构投资者在管理与内部基金经理和外部投资顾问的关系（投

资关系管理)时，通常会采用量化分析(硬性)和定性分析(软性)相结合的评估方法。定性分析将人的因素放在投资组合决策的核心位置，是对基金经理进行评估的重要因素。定性考量因素包括投资人员的素质、投资理念的说服力以及组织构架的特征。定期的面对面交流也是对基金经理进行评估与监督的重要工具。

量化的业绩评估手段包括组合收益、市场基准以及其他积极管理型基金经理的收益率数据。但过分依赖看似精确的数据常常会导致错误的投资决策。只注重数据的投资者会在业绩连续表现优异时买入，而出现连续不佳表现时匆忙赎回，这样的高买低卖操作难免遭受损失。

机构投资者与外部投资顾问之间透明、坦诚的关系也非常重要。经常性的直接交流使投资者能够更好地利用市场机会。价格下跌时，充分理解并认可基金经理投资思路的客户会及时追加投资帮助基金经理补仓。而在没有合适投资机会的情况下，基金经理应当主动将资金退还给客户。不过，这样的情况也只有当客户和基金经理之间存在高度信任和信心时才会发生。

业绩评估对资产配置决策至关重要，因为评估结果，即关于基金经理能力的判断，将直接影响投资机构(投资人)对基金经理的信心。如果投资机构对业绩表现不佳的基金经理有信心，就应该不离不弃，力挺基金经理进行逆向操作；而如果没有信心，恐怕还是“当断则断”。

本章注释

- [1] Keynes, *General Theory*, 157—158.
- [2] James B. Stewart, *Den of Thieves*. (New York: Touchstone, 1992): 421.
- [3] *Private Equity Analyst*, August 2006: 32.
- [4] TIAA-CREF, 2006 NACUBO *Endowment Study*, www.nacubo.org.
- [5] Josh Lerner, Antoinette Schoar, and Wan Wong, “Smart Institutions, Foolish Choices? The Limited Partner Performance Puzzle,” Harvard University, National Bureau of Economic Research, and MIT (2005): 15—16.
- [6] Ellis, *Successful Investing*.

- [7] The 1987 stock market crash was a 20 standard deviation event. Backward looking estimates of volatility would naturally increase for periods in which the extraordinary data from October 1987 were included.
- [8] Information comes from the 2005 survey of investment returns sponsored by Cambridge Associates.
- [9] New York University, *New York University Financial Report*, 1977—1997, 20 vols. (New York: New York University, 1977—1997); New York University, *New York University Annual Report*, 1977—1985, 9 vols. (New York: New York University, 1977—1985).
- [10] Roger Lowenstein, "How Larry Tisch and NYU Missed the Bull Market's Run," *Wall Street Journal*. 16 October 1997.
- [11] The NACUBO (National Association of College and University Business Officers) Endowment Wealth Index reflects median annual changes in the aggregate endowment market value of institutions participating in the group's annual survey. Year-to-year change in wealth includes the impact of investment returns, gifts, and spending.
- [12] David Barboza, "Loving a Stock, Not Wisely But Too Well." *New York Times*, 20 September 1998, sec. 3.
- [13] *New York Times*, 20 September 1998.
- [14] David A. Rocker, "Refresher Course. Short Interest; No More Bullish Bellow," *Barron's*, 1 May 1995, 43.
- [15] Data from Russell Mellon and Bloomberg.
- [16] PIPER: Pensions & Investments' Performance Evaluation Report (PIPER), *Managed Accounts Report*, December 31, 2007: Quarter End (New York: Pensions & Investments, 1997).



附录 固定收益类别中的莠草

在不能为投资组合创造价值的各种资产类别中，除美国国债以外的固定收益类别是最主要的一种。在固定收益资产类别中，虽然无违约风险、不可赎回、享有美国政府完全信用担保的美国国债在投资组合中扮演最基本的角色、赋予投资组合价值并使其有别于其他组合，但是，投资级别公司债券、高收益债券、外国债券和资产支持证券包含诸多缺点，因此不能把它们纳入精心构建的投资组合中。固定收益资产类别中，非核心资产占据一大部分。许多市场参与者将资产配置到公司债券和房屋抵押贷款支持证券中，寄希望于在不承担额外风险的同时创造出增量收益。投资者要理解固定收益资产类别中各种投资品种的缺点，特别是理解

这些品种能否发挥固定收益资产类别在组合中应当发挥的作用，这样有助于做出合理的组合决策。

第一节 国内公司债券

公司债券持有人是举债公司的贷款人。在公司的资本结构中，债务的级别高于股权，因此，公司债券面临的基本面风险比公司股票小。由于债券的风险低于股票，因此，固定收益投资者的预期收益低于股票投资者。然而遗憾的是，债券有许多缺点，包括信用风险、流动性差和可赎回特点。即使投资者因这些缺点得到了合理的补偿，敏锐的投资者仍会发现，由于公司债券具有信用风险和可赎回特点，它无法在投资组合中发挥固定收益资产类别本该发挥的分散化功能。

一、信用风险

信用风险是指公司可能无法及时、足额还债付息的风险。标准普尔公司和穆迪投资者服务公司等评级机构发布公司债券的评级，评估公司履行承诺的可能性。在评估债券发行人的偿付能力时，最重要的因素是支持债务的股本大小以及可用于支付利息的现金流量。投资级别债券的评级从最高的 AAA 级（借款人信誉最好）到 BBB 级。BB 级及以下的是高收益债券或“垃圾债券”。债券的评级越低，其信用风险越大，具有的类似股票的特征也越多。

在穆迪的评级体系中，AAA 级债券是指“质量最好、投资风险最低”的债券，其利息支付“有保障”、本金“安全”。AA 级债券是指“从各种标准来看质量都很高”的债券，A 级债券“有许多有利的投资特征”。投资级别债券中，最低的 BBB 级债券“目前”足够安全，但是“缺乏出色的投资特征”。^[1]尽管对 BBB 级债券的评价略显负面，但是，整体而言，穆迪为投资级别债券的投资描述了光明的前景。

然而遗憾的是，从公司债券投资者的角度来看，最高级别的 AAA 级债券的信用质量不可能上升只可能下降。有时，持有人的债券质量下降，不过仍然属于投资级别。有时，持有人债券的信用质量一路下滑，最终被驱逐到垃圾债券中，成为“堕落天使”。少数情况下，AAA 级债券能够维持



评级，但是，无论如何它都不可能被提高评级。

公司债券购买者面临种种问题，IBM的债券就是一个明例。20世纪70年代末之前，IBM没有发行任何长期债券，因为在这之前，公司的现金绰绰有余。1979年秋，公司预计需要进行外部融资，于是发行了10亿美元债券，此次债券发行的规模创公司债券史上之最。IBM债券获得了AAA评级，而且投资者对其定价相当高，这导致其与美国国债之间的利差很低，而且投资者低估了赎回选择权和偿债基金等条款对发行人的价值。由于投资者高度重视IBM债券的“稀缺价值”，经赎回选择权调整后(option-adjusted)，公司借款利率竟然低于美国国债利率。就信用评级而言，IBM债券只可能下降，不可能上升。28年后，IBM优先级债券的评级降至A级，辜负了评级机构最初对公司信用质量的评价以及投资者的热情与厚望。

20世纪六七十年代，当IBM公司高速发展、不断创造现金时，债券投资者没有机会向公司贷款。等到20世纪八九十年代，公司需要大量现金时，投资者开始考虑向公司提供资金。事实上，随着公司不断成熟，外部融资需求增加，信用质量也逐渐下滑。

与IBM公司信用质量逐步下滑相比，有的公司信用质量急剧恶化。2002年4月初，通讯公司世通的优先级债券被穆迪评为A级，属于投资级别债券阵营。4月23日，由于世通公司面临企业客户需求减少以及会计问题的双重困扰，穆迪下调该公司债券评级至BBB级，仅比垃圾债券高一级。两周多后的5月9日，即在公司首席执行官伯纳德·埃贝斯辞职后不久，穆迪再次下调该公司债券至垃圾债券级别——BB级。据彭博社报道，世通公司因此臭名昭著，成为“历史上被调降至垃圾债券级别的最大债务人”。^[2]

令世通公司债权人更感失望的是，公司的信用状况继续急速恶化。6月20日，穆迪将世通公司的优先级债券进一步下调至B级，表明公司的部分债务可能推迟支付利息。一周后，穆迪再次将公司债券下调至C级，认为其“高度投机”。到7月15日，公司230亿美元债券出现违约。最终，7月21日，世通公司申请破产，成为历史上最大的公司破产案，超过1000亿美元的资产在法庭挂牌拍卖。

在短短不到三个月内，世通公司从一家信用评级为A、“有能力还本付息”的公司走上了破产之路，其债券持有人只能无奈地望着这起被穆迪描述为“创纪录的违约案”中数十亿美元的价值灰飞烟灭。^[3]

在世通公司最后的日子里，其2008年5月到期、利率为6.75%的优先

级债券价格从被穆迪下调评级之前的 82.34 美元暴跌到公司破产时的 12.50 美元。公司股东的状况更为糟糕。从穆迪下调评级之前到宣布破产日，公司股价从 5.98 美元暴跌至 14 美分。如果分别从公司债券和股票的历史最高价位算起，股东的境况更为凄惨。2002 年 1 月 8 日公司优先级债券达到 104.07 美元的历史高位，到宣布破产日其价值缩水 88.0%；1999 年 6 月 21 日公司股价为 61.99 美元，达历史高点，到公司破产日其价值缩水 99.8%。

很明显，就单只证券而言，世通公司的破产给股票持有人带来的损失要比债券持有人大，这符合股票风险高于债券的道理。但是，与债券组合的持有人相比，股票组合的持有人能更快地从世通公司的破产中恢复元气。这种说法貌似自相矛盾，但是其原因是，一个由股票构成的组合能够很好地消化吸收个别证券的损失，因为组合中其他股票价格可能上涨两倍、三倍、四倍、甚至更多，不仅能弥补个别股票的损失，还能创造收益。而相比之下，高质量债券大幅升值的可能性微乎其微。在债券收益的负偏态分布中，左侧尾部会给债券持有人带来巨大损失。

上文中，IBM 公司近三十年来偿债付息的能力逐步下滑、世通公司信用状况短期内崩溃的例子反映了整个公司债券市场的大趋势。近年来，公司债券中，被下调评级的数量远远超过被上调评级的数量，结果债券持有人必须逆风前进。截至 2006 年 12 月 31 日的 20 年内，穆迪投资者服务机构下调评级的债券共计 6 907 只，上调评级的共计 4 087 只。单是过去十年中，信用质量恶化的债券共计 70 030 亿美元，信用质量改善的债券共计 39 310 亿美元。^[4]

过去 20 年中公司信用状况普遍下降的部分原因是，美国公司不停地增加对杠杆的运用。1987 年 6 月 30 日，标准普尔 500 指数成分公司的负债/权益比为 0.6，也就是说，这些公司中，每一美元的股本对应 60 美分的债务。随着杠杆运用的日益盛行，到 1997 年 6 月 30 日，这一比率升至 0.90。到 2007 年 6 月，标准普尔 500 指数成分公司的负债/权益比升至 1.03，这意味着，债务水平超过股本 3%。随着公司借款不断增多，债权人的安全性降低。

毫无疑问，债务水平上升也给公司损益表带来压力。下面我们来看一看可供支付利息的现金流与公司利息费用的比率。1987 年 6 月 30 日，标准普尔 500 指数成分公司每一美元利息费用对应 4.70 美元现金流。到 2007 年 6 月 30 日，这一比率降至每一美元利息费用对应 3.80 美元现金流，这意味着



着公司支付利息的能力大幅下降。很明显，随着现金流与固定债务费用的比率降低，债券持有人的安全性也相应降低。

从资产负债表和损益表中，我们可以得出同样的结论。过去 20 年中，公司的资产负债率显著增加，表明公司的信用状况恶化；同期，公司的现金流偿债能力比率（cash flow coverage ratio）也大幅下滑，表明公司财务健康状况下滑。在这两个因素共同作用下，评级机构下调债券评级的数量超过上调评级的数量。

除了基本面因素外，发债公司的性质也是评级机构下调债券评级数量超过上调评级数量的原因之一。通常，发债公司主要是成熟公司。相对而言，更年轻的、成长更快速的公司在发债公司群体中占比较小，很多情况下是因为这些公司无需进行外部融资。投资者无法购买微软公司的债券，因为这家公司根本无需去债券市场融资。但是，他们可以购买福特汽车公司（Ford Motor Company）的债券，因为这家公司需要进行大量的外部融资。如果发债公司中不包括快速成长、产生现金流的公司，却包括更加成熟、消耗现金流的公司，那么，债券投资者恐怕只能预期信用质量恶化而非改善。不管原因如何，如果历史可以指引未来，那么，债券投资者可以预期，未来关于公司信用状况的噩耗将多于喜讯。

二、流动性

与美国国债这一世界上广度最广、深度最深、流动性最好的资产类别相比，公司债券的流动性黯然失色。大多数公司债券通常交易不够频繁，因为许多投资者买入后便将其放在一边，采取“买入并持有”的策略。

而实际上，债券投资者很重视流动性。我们来比较一下美国国债和私营出口融资公司（Private Export Funding Corporation, PEFCO）的债券。尽管这两种债券都享有美国政府的完全信用担保，私营出口融资公司债券的流动性不及美国国债，其交易价格相对较低，年均收益率高出可比到期期限的美国国债多达 0.6%。两者的收益率差异完全来自于市场对流动性支付的价值。大多数公司债券的流动性更接近私营出口融资公司的债券，而非国债，这表明，缺乏流动性是公司债券与政府债券收益率差异的主要原因。

三、可赎回性

对投资者而言，公司债券的可赎回性是一个苦恼。公司发行债券时通
• 324 •

常包含赎回条款，允许发债人在某个日期之后以固定价格赎回债券。如此一来，当利率下降时，公司可以赎回高于市场利率的现有债券，以较低的利率发行新债券取代旧债券，以此来节省利息费用。

公司债券持有人面临的境况是“反正都是我输”。利率下降时，投资者目前持有的高利息债券将会被以固定价格赎回，从而蒙受损失。利率上升时，投资者目前持有债券的利息显得较低，相对市场而言遭受损失。利率上升或下降时，由于可赎回债券的利益机制不对称，结果总是发债公司受益，债券投资者遭损。

从公司债券赎回条款内在的不对称性中，我们不禁要问发债公司和投资者的相对市场力量和成熟度。为什么许多债券中包含赎回条款？为什么债券中很少包含卖出选择权^①？假如债券中含有卖出选择权，当利率上升导致债券价格下降时，投资者就可以把已经缩水的债券以固定价格卖回给发债公司。产生这一不对称性的根源无疑是，发债公司对市场的理解领悟远胜于认识有限的投资者。

一个事实是，在固定收益市场上，分析师的水平、成熟度要比股票分析师逊色，尽管固定收益分析师的任务比股票分析师更加复杂。公司债券投资者不仅需要熟悉固定收益市场本身的复杂性，还要了解股票估值中涉及的全部问题。在评估一家公司是否有偿债能力时，必须了解公司股本的支撑能力，因此，债券分析师需要全面评估公司的股票价格。具有讽刺意味的是，由于成功的股票分析师的薪酬远远超出成功的固定收益分析师，因此，证券人才都纷纷涌向股票分析这一相对更容易的工作。

四、负偏态分布的收益

除上述风险外，公司债券投资者还面临另外一个风险。公司债券的预期收益呈负偏态分布。持有债券到期时，最好的结果是定期收到公司支付的利息以及到期偿还的本金。最差的结果是公司违约给投资者造成不可挽回的损失。由于债券的上行空间有限、下行空间巨大，这种不对称的收益分布使投资者处于不利地位。

投资者持有期较短时也会面对同样的收益分布问题。由于债券的本金

^① 卖出选择权（put option）的持有人可以在特定一段时期内以固定价格卖出证券。如果债券中包含卖出选择权，购买人将有权根据债券契约中的规定在特定一段时期内以固定价格将债券卖回给发债公司。

到期可以偿还或者公司执行赎回条款时可以提前偿还，债券的升值空间有限。预期偿还本金的日期越近，这种价值衰减效应（dampening effect）就越大。公司信用状况恶化时，债券的价值衰减将加剧。公司前景恶化时，债券价格将下滑，因为此时债券的风险升高，投资者要求更高的收益。最糟糕的情况下，公司违约时，债券投资者血本无归。因此，不管是否持有债券到期，投资者面临的都是负偏态分布的收益，其上行空间有限，下行空间巨大，丝毫不具有吸引力。

大多数投资者都喜欢正偏态分布的收益。积极型股票投资者偏爱这样的股票：其下行空间有限，因为可以得到确定的资产价值支持；而且上行空间无限，因为可以预期公司经营状况会得到改善。在这种情况下，投资者保本的几率很高，而且获得大量收益的可能性也很大。毫无疑问，正偏态分布的预期收益远胜于负偏态分布的预期收益，这对固定收益投资者而言是又一挑战。

五、利益的一致性

股票持有人和债券持有人之间存在利益的鸿沟。债务成本降低，股东将获利；债务融资成本提高，股东将受损。考虑到公司管理层服务于股东利益，债券持有人要提高警惕。

下面我们来考察一个公司实体的企业价值。分析师评估公司价值时，要么评估资产负债表的左侧，要么评估右侧。资产负债表的左侧是资产，其价值难以评估。比如，福特汽车公司五花八门的设施的公允市场价值应该是多少呢？其举世闻名的品牌的公允价值应该是多少呢？当想到要对公司资产负债表左侧的各项资产逐一进行价值评估时，即便是最勤奋的分析师也会踌躇不前。

相对而言，资产负债表右侧的负债更容易进行价值评估。将公司债券的市场价值和公司股票的市场价值相加便可以得出公司的企业价值。企业价值反映的是投资者要购买整个公司时需要支付的价格。如果投资者以市场价格购买公司所有的股票、债券和其他所有债务，那么他便拥有了整个公司。（而且不再负债！）

从上述对公司债券和股票的讲述中，我们可以得出一条基本的公司财务原理：公司的价值与其资本结构无关。因为投资者完全可以再造公司的财务结构，公司的企业价值肯定与其融资结构无关。例如，投资者可以收

购公司债券，去除杠杆，从而消除公司杠杆的影响。相反，投资者也可以通过借款买入公司股票，由无到有地产生杠杆。既然投资者不用依赖公司行为便可以去除或产生杠杆，那么，公司的企业价值必定独立于其资本结构。^①

通过对企业价值的讲述，我们可以清晰地看出股票持有人利益和债券持有人利益之间此消彼长的关系。企业价值是债务价值和股权价值之和，公司股东降低债权人利益时，自己将受益。因此，股票持有人能够以债券持有人的损失为代价获利。

由于公司管理层利益与股东利益一致，债券持有人会发现自己与公司管理层处于对立方。因为意识到依靠公司管理层来保护贷款人的利益并不可靠，债券投资者与公司签订复杂的合同、契约来迫使发债公司满足债券持有人的利益。然而遗憾的是，即使最能干的律师订立的合同也不足以按照债券持有人的意愿来影响公司行为，特别是当期望的行动与管理层的经济利益相悖时。

有时，财富被公然地从债券持有人转移到股票持有人。例如，当公司经历杠杆收购或者杠杆化资本重组时，公司的债务水平将大幅增加。债务水平增加将提高现有贷款人的风险，直接导致现有债务的价值下降。1989年，私人股权投资公司KKR杠杆并购雷诺兹-纳贝斯克(RJR Nabisco)的案例清晰表明，当公司债务水平膨胀时，债券持有人将遭受巨大的痛苦。在雷诺兹-纳贝斯克公司的投标大战中，随着买家的出价不断飙升到离谱的程度，未来的债务负担也随之大幅上升。并购之前，雷诺兹-纳贝斯克的债务总计不到120亿美元，并购后，固定债务超过350亿美元，令人瞠目结舌。公司资本结构发生巨大变化的直接后果是，并购前已有债券的持有人大约损失10亿美元，股东却得到了100亿美元的横财。债权人损失的金钱直接进了公司股东的腰包。

有时，公司管理层采取更为隐蔽的方法来损害债券持有人的利益。公司管理层试图用尽可能低的成本、按照最灵活的条款借款，从而损害债券持有人的利益。除了努力获得最低的借款成本外，债券发行人还可能在合约中加入价格对自己有利的赎回条款，或者结构对自己有利的偿债基金条款。公司管理层执行赎回条款时，债券持有人利益将受损、股东将获利。

^① 如果公司因信用良好或税收优势，可以以有利的条件进行债务融资。那么，提高公司资产负债表的杠杆可以提高公司价值。



此外，公司在契约条款的谈判中，会为管理层争取尽量大的运作空间，其中包括允许管理层灵活采取可能会损及债券持有人利益的行动。

对公司管理层而言，他们损害债券持有人利益时面临的“紧箍咒”是，他们希望未来能够继续在债券市场上融资。如果公司接二连三地公然损害债券持有人利益，他们未来借款时可能难以获得有利的条件。不过，由于最令债券持有人愤怒的交易——杠杆收购和杠杆化资本重组——发生的频率并不高，这样，当公司需要再次借款融资时，市场已经淡忘不愉快的经历。相比之下，管理层采取更为隐蔽的方式从债券持有人那里“偷钱”的行为鲜为人注意。总而言之，由于和管理层处于对立方，债券持有人的利益容易受到损害。

六、市场特征

截至 2006 年 12 月 31 日，投资级别公司债券的市场价值总计 1.7 万亿美元，到期收益率为 5.7%，未来公司信用质量变化有可能导致预测的收益率降低，平均到期期限和久期分别为 10.1 年和 6.1 年。^[5]

七、小结

许多投资者购买公司债券，希望能够获得高于美国国债的增量收益，同时又不会面临额外风险。但是，公司债券投资者面临信用风险、流动性差的风险和赎回风险。如果这些风险能够得到合理补偿，债券收益率相对于美国国债的利率享有足够的溢价，那么，公司债券也可以在投资者的组合中享有一席之地。但遗憾的是，正常情况下，投资者因公司债券的缺点而得到的补偿微乎其微。结果，由于信用风险、流动性差的风险和赎回风险不利于公司债券持有人，超额收益只不过是海市蜃楼，投资者到头来空欢喜一场。

公司债券投资者面临诸多不利因素。首先，相对于债券持有人，公司管理层与股票投资者的利益更趋一致。此外，债券的收益呈负偏态分布，上行空间有限，而下行空间巨大。

固定收益资产类别是投资者的避风港，因此，把它包含在充分分散化的投资组合中是合理的。遗憾的是，由于具有信用风险和期权性风险，在发生金融危机或通货紧缩时，公司债券无力保护投资组合。在经济困难时期，公司偿债付息的能力下降，导致债券价格下滑。因投资者纷纷追逐高

质量资产或者通货紧缩导致利率下滑时，债券的赎回条款价值凸显，公司向投资者赎回高息债券的概率也升高。明智的投资者要避免投资于公司债券，因为其信用风险和赎回风险导致其虽属于固定收益资产类别但难以抵御金融危机或经济困难。

历史收益数据证实，投资者在接受公司债券内的各种风险时获得的补偿是不够的。截至 2006 年 12 月 31 日的十年内，雷曼兄弟报告美国国债年均收益率为 6.0%，投资级别公司债券为 6.5%。虽然具体指数的市场特征有所差异、具体某段时期对收益有所影响，上述比较不够严谨，但是，国债和公司债券之间平均每年 0.5% 的收益率差异不足以补偿公司债券投资者面临的违约风险、流动性风险和期权性风险。相比之下，美国政府债券是更好的选择。

第二节 高收益债券

一、概述

高收益债券是指未能满足蓝筹标准、评级处于投资级别以下的公司债券，又叫垃圾债券。垃圾债券中，最高评级是 BB 级。在穆迪的评级体系中，BB 级债券“有投机因素”、“未来发展前景不明朗”，稍低一级的 B 级债券“缺乏有利的投资特征”，CCC 级债券“信用状况差”，CC 级债券“具有高度的投机性”，评级最低的 C 级债券“未来可获得任何实质投资价值的希望极为渺茫”。^[6]

高收益债券也具有高级别公司债券的种种不利特征，而且有过之而无不及。垃圾债券市场的信用风险水平远超过投资级别债券市场；流动性极差，信用评级最低的垃圾债券只能通过预约交易；由于存在赎回风险，垃圾债券持有人也面临“硬币的反面正面都是我输”的境况，而且状况更加糟糕。

利率下降的环境中，投资级别债券和垃圾债券的持有人均面临赎回风险。利率降低时，债券发行人可能会以固定价格赎回债券，并且以更低的成本发行新债券。由此可见，对高质量公司债券和垃圾债券的持有人而言，利率变动时，他们面临的赎回风险性质类似。

由于垃圾债券的可赎回特征，利率下降时，持有人可能会失去债券，



除此之外，公司信用状况改善时，持有人可能也难以受益。垃圾债券购买者的一个目标是，识别前景将会得到改善的公司，这样公司的偿债付息能力将会得以提高，评级机构将会调高评级，债券的市场价格也会上涨。但是，由于存在固定价格赎回条款，垃圾债券投资者从公司信用状况改善中获利的空间受到制约，这是股票持有人通过牺牲债券持有人利益获利的又一种方法。

美国包装公司的案例

下面我们来看一看美国包装公司（Packaging Corporation of America, PCA）2009年4月1日到期、利率为9.625%的B系列优先级次级债投资者的经历。美国包装公司是一家高度负债的硬纸板和瓦楞纸板生产商，1994年4月首次发行上述债券，其票面利率高出可比到期期限的美国国债大约500个基点，评级为B级中最底一档。按照穆迪投资者服务公司的评级标准，B级意味着“债券在较长期限内偿债付息或者维持合约中其他条款的把握很小”。^[7]美国包装公司债券的购买者无疑寄希望于公司前景将得到改善，这样，公司持续履行合约条款的可能性将会提高而非降低。也许，投资者预期未来公司基本面将会好转，或者债券市场出现牛市，或者两者兼有。

通过发行上述债券，美国包装公司募集资金超过5.30亿美元，用以帮助私人股权投资公司麦迪逊·迪尔伯恩（Madison Dearborn）杠杆收购天纳克公司（Tenneco）的包装业务。由于这笔交易的高杠杆特征，美国包装公司的债券评级自然落在了B级。1999年第二季度发行债券时，美国包装公司净负债为16.39亿美元，其负债/权益比为4.9。

2000年1月，在长达20年的股票牛市行将见顶之际，美国包装公司首次公开发行股票（IPO）。本次募股由高盛公司承销，发行量为4625万股，每股发行价12美元，共募集资金5.55亿美元。公司2009年4月1日到期、利率为9.625%的债券评级仍然为B，价格接近面值。

美国包装公司IPO后不久，投资者翘首企盼的信用状况改善终于出现了。2000年第二季度，公司净负债下滑至12.71亿美元，负债/权益比降至2.2。2000年4月，穆迪将公司优先级次级债评级从B级中最底档B3上调至中档B2。2000年9月，随着公司喜讯频传，穆迪上调上述债券评级至B级中最高档B1。在短短18个月内，公司优先级次级债的质量大幅改善。

美国包装公司的财务状况延续了良好的势头。到2001年第三季度，公

司已经偿还了大量的外部借款，尚未偿付的贷款降至 7.51 亿美元，负债/权益比降至 1.1。意识到美国包装公司的信用状况改善后，穆迪上调公司的优先级次级债券评级至 BB 级的中档。至此，公司的债券从 B 级的“履约把握小”上升至 BB 级的“状况具有不确定性”。

到 2003 年第二季度，债券持有人面临的状况在 2000 年 1 月份的基础上继续得到改善。这段时期内，美国包装公司的净负债从 12.92 亿美元降至 6.07 亿美元，负债/权益比从 2.4 降至 0.9。对垃圾债券持有人而言，公司的信用基本面大幅改善。

美国包装公司削减债务规模后，剩余未偿还债券的信用状况得到改善，2009 年 4 月 1 日到期、利率为 9.625% 的债券从中受益。除此之外，利率大幅下降也使该债券受益。2000 年 1 月，10 年期美国国债的利率为 6.7%。到 2003 年 6 月，10 年期国债的收益率折半，大幅降至 3.3%。在债券市场大幅回暖、公司信用状况急速改善的双重作用下，到 2003 年 6 月，美国包装公司 2009 年 4 月 1 日到期、利率为 9.625% 的债券价格从 2000 年初接近面值大幅飙升至大约 108 美元。

然而遗憾的是，对债券持有人而言，2009 年 4 月 1 日到期、利率为 9.625% 的债券中的赎回条款限制了其上涨空间。按照合约规定，到 2004 年 4 月 1 日，公司有权以 104.81 美元的固定价格赎回发行在外的债券。由于公司信用状况改善、利率下降，投资者几乎可以肯定美国包装公司届时定将行使赎回权、以更低利率成本进行再融资。因此，2003 年年中打算购买该债券的投资者意识到，到 2004 年 4 月“愚人节”那一天他们肯定会失去债券，这限制了他们愿意为公司债券支付的合理价格。

事实上，美国包装公司 2009 年 4 月 1 日到期、利率为 9.625% 的债券的持有人无需等到 2004 年 4 月放弃债券。2003 年 6 月 23 日，公司发出邀约，宣布以 110.24 美元的价格回购公司债券，这一价位大约高出回购前市场价格 2 个点。公司选择于 2003 年 7 月 21 日以 110.24 美元的价格回购公司债券而非等到 2004 年 4 月 1 日以更低的价格（104.81 美元）赎回，其主要原因是，由于公司信用状况改善、市场利率下降，公司继续保留发行在外债券的成本显得过高。回购结果很成功，99.3% 的持有人将债券卖给了公司。

美国包装公司通过发行新债券来偿还 2009 年 4 月 1 日到期、利率为 9.625% 的债券，新债券的利率大幅降低，五年期的利率为 4.5%，十年期

的利率为 5.9%。由于新债券票面利息大幅下降，美国包装公司节省了数千万美元的利息费用。这两批新债券取消了固定价格赎回条款，因为垃圾债券投资者坚决要求公司堵上这道便宜门以亡羊补牢。

从美国包装公司债券的投资者的角度来看，接受公司的回购能够使收益最大化。从公司的票面利息、回购价和赎回价来看，如果投资者持有债券到赎回日，他们的预期回报仅略高于可比到期期限的国债 60~65 个基点。持有 2009 年 4 月 1 日到期、利率为 9.625% 的债券的理性投资者别无选择，只能在回购日将债券卖给公司。

对美国包装公司优先级次级债券持有人而言，赎回条款代价沉重。2003 年 6 月，债券交易价格在 108.2~108.6 美元的区间内窄幅震荡，平均价大约为 108.4 美元。考虑到当时利率降低、公司信用状况不断改善，如果 2009 年 4 月 1 日到期、利率为 9.625% 的债券不含赎回条款，其价格本可以超过 125 美元。公司固定价格赎回条款大幅降低了垃圾债券持有人的潜在收益。

尽管存在赎回条款的削弱性效应，美国包装公司利率为 9.625% 的债券的持有人仍然获得了丰厚的持有期收益。由于利率不断降低、公司信用状况不断改善，从 2000 年 1 月 28 日公司 IPO 到 2003 年 7 月 21 日公司完成债券回购，垃圾债券投资者的回报率为 49.2%。对垃圾债券而言，恐怕没有比这更好的状况和回报了。

那么，美国包装公司垃圾债券的回报率与其他密切相关的投资品种相比又如何呢？很明显，可比到期期限的美国国债持有期回报率为 45.8%，因为政府债券不可赎回，投资者得以充分分享债券市场牛市的盛宴。相比之下，美国包装公司债券持有人在三年半持有期内获得的 3.4% 的超额回报率根本难以补偿较高的信用风险。经风险调整后，美国国债的回报率大幅高于美国包装公司垃圾债券的回报率。

同期，美国包装公司股票投资者面临更为严峻的挑战。与债券市场的强劲表现形成鲜明对比的是，股票市场持续低迷。从美国包装公司在股市史上最大泡沫行将见顶之际进行 IPO 之日起，到公司债券回购日，标准普尔 500 指数累计下跌 24.3%。不过，美国包装公司股票逆势而行，到 2003 年 7 月 21 日，其股价从 2000 年 1 月初 12.00 美元的发行价涨到 18.05 美元，持有期回报率为 50.4%。由此可见，即使在股市表现最差、债券市场表现最好时，美国包装公司的股票持有人的回报率仍然超越债券持有人。

回过头来看，美国包装公司股票投资者卓越的回报是可以预期的。垃圾债券信用状况的改善必然意味着用来支持公司固定债务的股本增加，而股价上涨是增加股本的途径之一。由于信用状况改善通常伴随着股价上涨，因此，投资者最好投资于股票而非债券，股票的上涨空间无限，而债券的升值潜力受到限制。

但是，信用状况恶化时，相对于股票投资者，垃圾债券投资者的优势微乎其微。回想一下，1999年，美国包装公司首发2009年4月1日到期、利率为9.625%的债券时，其评级为B级中的最低档，“维持合约条款的把握很小”，非常不稳定。公司的信用状况如果恶化，债券持有人和股票持有人均将遭殃。

垃圾债券投资者无论如何都无法获胜。公司基本面改善时，股票收益超越债券收益。利率下降时，经风险调整后，不可赎回债券的收益优于可赎回的公司债券。基本面恶化时，垃圾债券投资者和股票投资者一起遭殃。明智的投资者要避免投资于高收益固定收益资产类别，避免面对这种“横竖都不赢”的局面。

二、利益的一致性

与投资级别债券持有人相比，垃圾债券持有人面临的利益不一致问题更为突出。对于最初为高质量债券、随后成为“堕落天使”掉进垃圾债券阵营的债券而言，信用质量下降对应着公司股本价值下滑。处于困境时，公司管理层通常努力避免股本被进一步吞噬，他们常用的工具是提高收入、削减成本。很明显，降低利息费用或者通过其他手段降低债务成本是公司管理层改善股本状况最为重要的手段。“堕落天使”债券的持有人会发现，他们的利益与公司管理层的利益不一致。

对于新发行的垃圾债券而言，特别是那些用于为杠杆收购或者杠杆化资本重组交易提供融资的债券，持有人面临的公司管理层有更强的动机采取对他们不利的行动。那些头脑精明、以股东利益为导向的金融工程师有无数种工具来快速大量增加股权价值，在他们努力限制债务成本的同时，债券持有人获得的收益减少。

三、市场特征

截至2006年12月31日，高收益公司债券的市场价值共计6570亿美元



元，到期收益率为 7.9%，市场平均到期期限为 7.9 年，平均久期为 4.4 年。

四、小结

与高级别公司债券投资者相比，垃圾债券投资者面临的各种风险因素均有过之而无不及，因此，垃圾债券是一种不佳的投资选择。在追求风险调整后的高额回报时，垃圾债券投资者面临的信用风险更高、流动性更差、赎回风险更大。由于垃圾债券的融资成本相对较高，追求公司股价表现的管理层有更强的动力通过降低债券价值来提升公司股东的利益。

在抵御金融危机或通货紧缩方面，垃圾债券的作用甚至不及投资级别债券。在危机时期，那些承诺增量收益的因素——信用风险、流动性风险和赎回风险——会导致垃圾债券持有人引火烧身，垃圾债券保护组合的能力也无从谈起。

近年来垃圾债券投资者的经历证实，持有高负债公司的债券是不明智的。截至 2006 年 12 月 31 日的十年内，雷曼兄弟高收益指数年均回报率为 6.6%，同期美国国债年均回报率为 6.0%，投资级别公司债券年均回报率为 6.5%。尽管指数的结构性差别（主要是久期的差别）使上述比较不尽完美，但是，一个一清二楚的事实是，垃圾债券持有人面临的风险巨大，获得的增量回报却微乎其微。

第三节 资产支持证券

一、概述

资产支持证券是指依靠各种各样的基础资产（支持证券的资产）来为持有人提供现金流和还款保障的固定收益投资工具。资产支持证券中最常用的资产是房屋抵押贷款，不过，银行家运用各种各样的资产作为资产支持证券的抵押品，从信用卡应收款到商业租赁支付到汽车融资债务，一应俱全。

发行人发行资产支持证券是为了将资产移出资产负债表并且获得低成本融资，资产支持证券的金融架构高度精密。因此，购买者面临强大的交易对家。

比如，房屋抵押贷款支持证券是将房屋所有者所需要支付的抵押贷款传递给证券持有人的金融工具。当利率变化时，房屋抵押贷款支持证券的价格变化对投资者不具有吸引力。当利率下降时，房屋所有者可以通过再融资提前偿还抵押贷款。提前偿还高利息抵押贷款对借款人有利，但是房屋抵押贷款支持证券持有人的利益将会受损，因为持有人将无法继续收到一系列高额利息。类似的，利率上涨时，房屋所有者通常只偿付规定的最低本金和利息还款额。在低息环境中，房屋抵押贷款支持证券持有人将失去高收益资产，而在高息环境中，他们却只能持有低收益资产。

房屋抵押贷款支持证券的期限总是与投资者的意愿相悖。当投资者希望期限延长时，它总是缩短；当投资者希望缩短时，它总是延长。作为补偿，持有人享有收益率溢价。但是，这种溢价究竟是否足以补偿房屋抵押贷款支持证券中复杂的选择权呢？这一问题极其难以回答。华尔街的股市分析高手使用复杂的计算模型来确定房屋抵押贷款支持证券的公允价值。有些模型能够发挥作用，有些无效。如果连金融工程师都难以弄明白选择权的合理定价的话，那么，普通的个人投资者又有多少可能搞清楚呢？

期权性风险比信用风险更难评估。面对含有信用风险的固定收益投资工具时，明智的投资者会以怀疑的眼光看待债券收益率，因为他们知道如果公司债券被下调评级或者公司违约，那么部分收益将会损失。但是，面对含有较高期权性风险的固定收益投资工具时，普通的投资者根本没有线索去判断应该从声明的收益率中扣减多少作为期权性风险的成本。事实上，许多专业人士都难以理解固定收益投资工具中复杂的选择权的内因外果。

派珀资本投资经理沃斯·布伦金的案例

20世纪90年代初，位于明尼阿波利斯市（Minneapolis）的派珀资本公司（Piper Capital）的固定收益投资专家沃斯·布伦金（Worth Bruntjen）因成功管理房屋抵押贷款支持证券而声名鹊起。由于业绩出色，布伦金吸引了大量机构投资者和个人投资者的资金。

布伦金负责管理派杰（Piper Jaffray）美国政府证券基金（AGF），该基金是面向个人投资者的房屋抵押贷款债券投资工具。由于当时处于债券市场大牛市，而且该基金的组合对利率变化高度敏感，截至1993年12月31日的5年内，该基金年均回报率高达19.3%，大幅高出所罗门兄弟抵押贷款指数（Salomon Brothers Mortgage Index）11.2%的年均回报率。由于

布伦金业绩出众，晨星公司在年度基金经理评选中提名了这位“有远见的引领者”。^[8]

公开记录显示，布伦金管理的机构客户账户中包括佛罗里达州。事实上，佛罗里达州对本该保守运营的资金采取了不合理的投资策略，他们将资产从业绩糟糕的基金经理中撤出，投入到已经超越大盘的基金经理中。由于布伦金业绩出众，到1994年1月，佛罗里达州投资于布伦金账户的资金已超过4.30亿美元，是该州投资于布伦金最大竞争对手的资金规模的两倍多。^[9]

布伦金这样解释他的投资策略：“我们买入的是政府机构发行的债券，利率高于30年期债券、但平均持有期只有3~5年。”^[10]他投资的所谓“政府机构发行的债券”包括抵押贷款和抵押贷款衍生品等只在牛市中表现良好的债券。尽管如此，布伦金对其策略的这种“稳赚不赔”的解释俘获了许多投资者。1994年初之前，他所管理的资产规模一直在快速增长。

然而，对固定收益投资者而言，1993年秋天债券牛市见顶，十年期美国国债收益率创下5.3%的26年低点。然而短短几个月后，1994年5月，债券市场急剧下跌导致十年期美国国债收益率飙升至7.4%。《华尔街日报》如此描述1994年春天抵押贷款证券市场的崩溃：“抵押贷款衍生品市场的伤亡人数日渐增加，投资者和交易员纷纷退出市场，导致债券价格下跌，需求蒸发，从而形成恶性循环。”^[11]债券市场的熊市导致布伦金的投资策略也寿终正寝。

1994年，布伦金管理的美国政府证券基金的个人投资者损失高达29%。相比之下，所罗门兄弟抵押贷款指数损失仅为1.4%。从1月到9月，布伦金管理的佛罗里达州账户累计损失9000万美元，这一结果对本该保守投资的运营资金而言根本无法接受。佛罗里达州感到非常气馁，宣布将从布伦金账户中撤出将近1.2亿美元资金。由此可见，布伦金管理的基金中，机构客户和个人投资者均遭受亏损。

债券市场的“大屠杀”给布伦金的投资策略致命一击。由于这位抵押贷款证券专家“大量投资于诸如逆向浮动利率债券（inverse floating-rate bond）和纯本金分割证券（principal-only strips）等高波动性的衍生品”，当利率上升时，基金的表现更接近于三十年期长期债券，而非他在策略说明中所宣称的短期债券。^[12]在利率不断上升的环境中，组合对利率的敏感度升高，结果导致布伦金的投资者亏损累累。

沃斯·布伦金，晨星公司眼中的“有远见者”，未能理解他自己的投资策略的风险；派珀资本公司内布伦金的上司没能理解他的策略的风险；佛罗里达州的成熟投资者未能理解他的策略的风险；共同基金咨询公司晨星也未能理解他的投资策略的风险。由此可见，要理解并评估抵押贷款相关证券是多么的复杂。因此，投资者要避免接触抵押贷款投资工具内在有害的选择权。

佛罗里达州愚不可及的次贷投资的案例

佛罗里达州显然未能真正吸取派珀资本投资惨败的教训，2007年，该州再次因短期投资组合操作失误而蒙羞。这次，因投资于高度结构化的低质量、次级贷款投资工具，佛罗里达州地方政府投资基金（Local Government Investment Pool, LGIP）业绩极其黯淡。

2007年第三季度末，投资灾难发生之前，该基金规模共计273亿美元，含有2168个账户，由995个来自地方政府的参与者持有。^[14]用佛罗里达州管理委员会（SBA）的话说，该基金旨在“为参与者提供稳定的收益，强调安全性和本金的流动性”。^[15]

然而，佛罗里达州地方政府投资基金背弃了保守投资的使命，而是采取收益追逐策略，《彭博市场》（Bloomberg Markets）称其为“比大多数州更激进”。2007年10月，该基金的收益率为5.63%，代表了“美国公募基金最高收益率”。^[16]接下来的11月份，该基金报告的收益略显失色，市场到处传言地方政府投资基金投资减值。为了应对这一局面，佛罗里达州11月9日发表公告《次级抵押贷款危机和州管理委员会投资最新情况通报》。该报告从第11页起开始阐述关于地方政府投资基金的尖锐问题，但是仍然用极其乐观的语调评论道：“我们很高兴地报告，州管理委员会的短期组合均未在次级住宅抵押贷款中有直接敞口。”但这不过是“换汤不换药”。不久，投资基金的参与者便发现，间接敞口可能带来的危害丝毫不亚于直接敞口。

由于担忧基金所投资的债券或将被下调评级甚至发生违约，投资基金的参与者纷纷开始撤出资金，最终赎回金额高达120亿美元，占基金总资产的46%。为了亡羊补牢，基金11月29日宣布暂停赎回。这家曾经规模最大、收益率最高的基金如今支离破碎。^[17]

佛罗里达州聘请贝莱德公司（BlackRock）来处理混乱局面。贝莱德公

司将地方政府投资基金分为主次两只基金，基金 A 和基金 B，前者大约 120 亿美元，后者大约 20 亿美元。基金 B 中含有五花八门的垃圾债券，包括 KKR 大西洋基金信托和 KKR 太平洋基金信托（由杠杆收购公司 KKR 出资成立）、埃克森（Axon）金融基金（由杠杆收购公司 TPG 出资成立）和欧迪莫（Ottimo）基金（在开曼群岛注册）等财务公司发行的结构化债券。除了资产支持的商业票据，基金 B 中还持有大量由 Countrywide Bank 发行的存款证（CD），该银行发行的存款证因含有“巨大的”信用风险而被下调评级。

基金 A 中包含的是高质量资产。暂停赎回几周后，从 12 月 6 日开始，基金 A 允许参与者限量赎回，旋即参与者便赎回将近 20 亿美元。至此，佛罗里达州的短期基金组合变得一塌糊涂。起初，该州重蹈在派珀资本公司投资的覆辙，激进地追逐收益而置风险于不顾。然后，该州再次犯错，允许参与者挤兑，以平价向先行一步的赎回者支付 120 亿美元，而将剩余已减值的资产留给后来的赎回者。佛罗里达州真该仔细反思其投资管理方法。

很明显，许多投资者没有能力理解抵押贷款支持证券中的选择权。从整个组合的角度来看，在房屋抵押贷款支持证券中，含有选择权或信用风险的证券无力帮助投资者抵御通货紧缩和金融危机。房屋所有者拥有的提前支付选择权类似于公司债券的赎回条款。如果因通货紧缩或金融危机导致利率下降时，抵押贷款支持证券持有人可能失去投资，同时也失去抵御不利经济环境的能力。类似的，抵押贷款发生违约时（通常在经济困难时期），固定收益资产类别抵御危机的功能也被破坏。

二、利益的一致性

资产支持证券持有人的对立方是有价证券投资领域最精明的金融工程师。即便在最好的情况下，资产支持证券投资者买入新出炉的证券时也要降低收益预期，因为发行人使用结构复杂的债券的目的是降低公司举债的成本。在差的情况下，复杂的资产支持证券缺乏透明度，致使投资者无法理解投资头寸的内在本质。极端的情况下，资产支持证券“舍简求繁”背后的本原用意会给投资组合带来严重的损害。

三、市场特征

截至 2006 年 12 月 31 日，资产支持证券的市场价值共计 1 050 亿美元，
• 338 •

到期收益率为 5.3%，市场平均到期期限为 3.2 年，平均久期为 2.8 年。^[18]

四、小结

资产支持证券中高度运用金融工程方法。常识告诉我们，华尔街创造的产品结构越复杂，投资者就越要远离它们。有时，复杂证券的创造者和发行人都不能准确地把握这些证券在各种不同的环境中如何表现，那么，非专业的投资者又有多大可能理解它们呢？

许多房屋抵押贷款支持证券得到了政府支持企业（GSE）的支持，因此投资者便假设这些证券的风险低。但是，投资者的假设错在两个地方。首先，房屋抵押贷款支持证券的信用风险可能比市场参与者假设的大。其次，政府支持企业的存在导致投资者麻痹大意，从而掩盖了高深莫测的选择权敞口的巨大风险。因此，投资者要提高警惕。

和其他类型的固定收益证券一样，资产支持证券的发行人也寻求低成本融资。发行人的低成本融资对投资者而言意味着低回报。低回报和高复杂性结合起来，投资者利益将受损。

和固定收益市场的其他细分市场类似，资产支持证券投资者并未因接受信用风险和赎回风险而得到回报。截至 2006 年 12 月 31 日的十年内，雷曼兄弟资产支持证券指数的年均回报率为 6.0%，基本和雷曼兄弟美国国债指数 6.0% 的年均回报率相同。和前文中其他债券指数回报率的比较类似，上述比较并未考虑指数构成的差异。尽管如此，我们仍可以从中看出，过去十年中，在追求风险调整后的超额回报方面，资产支持债券的投资者并未取得成功。

第四节 外国债券

就资产规模而言，以外币计价的债券市场规模庞大，仅略小于以美元计价的债券的总市值。但是，尽管规模庞大，外国债券对美国投资者的价值微乎其微。

我们先来对比具有类似到期期限、类似信用质量的美元计价债券和其他外币计价债券。由于各国货币状况不同，这两种债券承诺的利率可能不同。投资者可以预期，由于不同国家利率不同、经济状况不同，投资回报

可能不同。但是，如果投资者在远期市场上卖出足量的外币，来套保预期将从外国债券中收到的每一笔利息和本金的现金流，那么，以美元计价的债券产生的美元现金流将与以外币计价的债券经套保后产生的美元现金流完全匹配。换句话说，未经套保的外国债券相当于美元债券和一些外汇敞口。

外汇本身并不能提供任何预期收益。一些市场玩家在所谓的宏观策略中根据汇率波动进行投机。比如，在外国债券共同基金这种投资工具中，有时投资经理会对外汇进行投机。基于宏观经济的外汇投机不是一个可靠的超额收益来源，因为，影响经济状况的整体因素和影响汇率变动的具体因素过于复杂，投资者难以预测。明智的投资者要避免外汇投机。

在投资组合中，外汇敞口可以进一步分散组合风险。即使外汇敞口不产生预期收益，但是，由于外汇波动和其他各种资产类别之间的波动缺乏完全相关性，因此可以降低组合风险。即便如此，投资者也不应通过持有外国债券来获得外汇敞口，而应通过持有预期能够带来卓越收益的资产类别，即外国股票。

既然外汇头寸本身的预期收益为零，那么，外国债券投资者的预期收益与美元债券收益类似。但是，未经套保的外国债券并不能像美国国债那样帮助投资者抵御金融危机或通货紧缩。市场遭受创伤时，投资者无从知晓汇率将对外国债券的价值有何影响。由于外国债券的汇兑损益具有较高的不确定性，投资者如果寄希望于通过固定收益资产类别来分散组合风险，就要避免使用未经套保的外国债券。

一、利益的一致性

国内国债持有者可以预期政府将公平待之。与发债公司和公司债权人之间内在的对立关系不同，政府没有理由得罪它的公民。如果投资者购买的外国债券主要是由发债国本国公民持有，那么，投资者将能从发债国和它的本国公民的利益一致性中受益。

但是，如果外国政府发行的债券主要由其他国家投资者持有，那么利益的一致性就可能会被破坏。事实上，如果政治考虑超越了契约义务，外国政府债券的外部持有人所遭受的后果可能比不良公司债券的后果更为严重。当国际政治因素被卷入之后，外国债券持有人将可能会遭殃。

二、市场特征

截至 2006 年 12 月 31 日，外国债券总计 14.5 万亿美元，其中 9.2 万亿美元为外国政府债券，1.9 万亿美元为投资级别的外国公司债券。以外币计价的高收益公司债券总计只有 1 140 亿美元，表明该市场相对不成熟。

以外币计价的政府债券的到期收益率为 3.2%，平均到期期限为 8.2 年，久期为 6.2 年。以外币计价的投资级别公司债券承诺收益率为 4.3%，平均到期期限为 7.0 年，久期为 5.3 年。

三、小结

以外币计价的债券和国内债券一样具有预期收益低的缺点，但是不具有国内固定收益证券分散化功能的优点。充分套保的外国债券和美国债券类似，但是前者的缺点是更为复杂而且套保过程中投资者需要支付成本。未经套保的外国债券的投资者相当于持有美国债券的敞口和（也许不必要的）外汇敞口。在结构合理的投资组合中，以外币计价的债券不能发挥任何作用。

第五节 固定收益资产 2007 年的收益更新

从上述各节小结中各种固定收益证券的回报数据中可以看出，经风险调整后，国债的回报似乎最为出色。不过，上述收益比较并非绝对公正合理，因为在十年的考察期内存在久期的差异。

截至 2006 年 12 月 31 日的十年内，国内公司债券和高收益债券相对于国债的超额回报不足以补偿它们的流动性风险、信用风险和赎回风险。而资产支持证券的回报实际上低于美国国债。尽管资产支持证券的久期短可以部分解释其回报差的原因，但是，经久期调整后，相对于美国国债投资者，资产支持证券投资者所获得的补偿依然不足。

2007 年下半年开始，信贷危机爆发，美国国债的优越性再次彰显。如表 A-1 所示，从截至 2006 年的十年和截至 2007 年的十年来看，国债的回报率变动很小。相比之下，公司债券的收益率下滑 56 个基点，仅高于国债 5 个基点。高收益债券的收益率年均下滑 108 个基点，低于国债收益率整整

表 A—1 国债战胜了其他风险更高的资产
(固定收益指数的十年回报率)

	截至 12 月 31 日		指数久期 (年) 2007 年 12 月 31 日
	2006 (%)	2007 (%)	
美国国债	5.97	5.91	5.2
国内公司债券	6.52	5.96	6.3
高收益债券	6.59	5.51	4.6
资产支持证券	5.95	5.43	3.4

资料来源：Lehman Brothers.

40 个基点。类似的，资产支持证券的年均收益率下滑 52 个基点，相对于国债收益率的差距扩大至 48 个基点。

2007 年信贷危机的教训之一是，截至 2007 年 12 月 31 日的一年内，含有流动性风险、信用风险和赎回风险缺点的债券表现不及国债。教训之二是，2007 年下半年次贷危机爆发后，公司债券、高收益债券和资产支持证券开始表现疲软。当投资者最需要债券头寸的保护时，除国债外，其他债券都令人大失所望了。

第六节 结论

固定收益市场中，许多证券都缺乏类似于无违约风险、享有美国政府完全信用担保的国债的分散化功能。包括信用风险、赎回选择权、流动性差和外汇敞口在内的诸种因素限制了投资级别公司债券、高收益债券、资产支持证券和外国债券的吸引力。明智的投资者要避免相信那些诱人的“无风险”承诺，不要幻想在忽略增量风险的同时获得增量回报。

本章注释

[1] Marie Nelson, “Debt Ratings,” *Moody’s Investors Service*, 23 July 2003.

- [2] "WorldCom's Credit Rating Sliced to Junk by Moody's," *Bloomberg*, 9 May 2002.
- [3] Sharon Ou and David T. Hamilton, "Moody's Dollar Volume-Weighted Default Rates," *Moody's Investors Service*, March 2003.
- [4] 来自穆迪投资者服务机构的数据。
- [5] 来自雷曼兄弟的数据。
- [6] Nelson, "Debt Ratings," *Moody's Investors Service*.
- [7] Ibid.
- [8] Andrew Bary, "Paying the Piper," *Barron's Chicopee* 74, no. 15 (1994); Morningstar, *Morningstar Closed-End Funds* 10, no. 7 (March 1994).
- [9] Bary, "Paying the Piper," *Barron's Chicopee*.
- [10] Jeffrey M. Laderman and Gary Weiss, "The Yield Game," *Business Week*, 6 December 1993.
- [11] Laura Jereski, "Mortgage Derivatives Claim Victims Big and Small," *Wall Street Journal*, 20 April 1994.
- [12] Bary, "Paying the Piper," *Barron's Chicopee*.
- [13] "Update on Sub-Prime Mortgage Meltdown and State Board of Administration Investments," SBA Florida, 9 November 2007: 5.
- [14] "Local Government Investment Pool Newsletter," SBA Florida, Q3 2007: 4.
- [15] Ibid., 1.
- [16] David Evans, "Peddling Tainted Debt to Florida," *Bloomberg Markets*, February 2008.
- [17] Ibid.
- [18] 来自雷曼兄弟的数据。



致 谢

我非常感谢以下人士：

卡丽·阿比尔高 (Carrie Abildgaard)，我的助手。她非常称职地帮助我把脑子里的想法和潦草的初稿转化成这本书现在的样子。她快乐的天性把写书的痛苦过程变成了愉快的体验。

莱恩·贝克 (Len Baker)，我的榜样。他通过对我们的投资政策的各个方面不断地质询、分析和辩论，迫使我一直尽所能地完善耶鲁基金的投资流程，最终使我感到乐在其中。

比尔·伯莱那 (Bill Brainard)，我的老师。他在日常工作生活中所做出的无人能及的榜样令我明白怎样才能做一个好的大学公民。

查理·埃利斯 (Charley Ellis)，我的投资委员会主席。他的加入和贡献为耶鲁基金的投资流程增色。他所领导的投资决议总是充满理解力和智慧。

里克·莱文 (Rick Levin)，我的领导者。他为耶鲁和耶鲁的投资做出了如此之多的贡献，尤其是创造了一个鼓励并要求我们追求卓越的环境。

梅格恩·麦克马洪 (Meghan McMahon)，我生活和精神上的伴侣。她的长期支持不可思议地使我做到了既脚踏实地又充满灵感。

迪安·高桥 (Dean Takahashi)，我的同事和朋友。他促使我和耶鲁的整个投资团队全力追求做人和做事的最高标准。

大卫·史文森



关键术语中英文对照

英文

Absolute return

Active management

Agency issue

Alternative asset class

Arbitrage

Arbitrage pricing theory (APT)

Asset allocation

Asset class

Bankruptcy

Base compensation

Beat the market

Benchmark

Bottom-up

CAGR

Call option

Call risk

中文

绝对收益

积极投资管理

代理问题

另类资产类别，非传统资产类别

套利

资本套利定价理论

资产分配，资产配置

资产类别

破产

基本工资

超越大盘

业界基准

由微观到宏观，自下而上的

年均滚动收益率

赎回选择权，买方期权，看涨期权

赎回风险

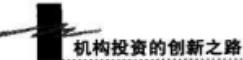
Capital asset pricing model (CAPM)	资本资产定价模型
Cash collateral	现金抵押，现金担保
Co-investment	共同投资
Completeness fund	完整基金
Concentrated portfolio	集中的投资组合
Consensus-driven behavior	(投资决策中的)求同行为
Consumer stock	消费品公司股票
Contrarian investing	逆向投资
Convertible	可转换(证券)
Corporate bond	公司债券
Corporate profitability	公司盈利能力
Correlation	相关性
Correlation matrix	相关性矩阵
Covariance	协方差
Credit risk	信用风险
Currency exposure	外汇敞口
Custodian bank	资金托管银行
Cyclical stock	周期性股票
Day-trading	短线炒作；买入当日卖出或卖出当日买入的交易方式
Deal fee	交易费用
Deal structure	交易结构
Debt	债务
Deflation	通货紧缩
Derivative	衍生金融产品
Diseconomy of scale	规模不经济
Distressed Securities	不良证券
Diversification	分散化投资
Divestiture	出售(公司的分支机构)
Dividend	股利
Dollar-weighted return	金额加权收益
Domestic bond	(美国)国内债券

Domestic equity	(美国)国内股票
Due diligence	尽职调查
Duration	久期, 持续期
Efficient Frontier	最佳投资组合边界曲线, 有效边界
Efficient markets hypothesis	市场有效假说
Emerging market	新兴市场
Endowment management	捐赠基金管理
Equity	股权
Equity bias	股权偏好
Event-driven investing	事件驱动型投资策略
Excess return (alpha)	超额收益
Exposure	敞口
Fair value	公平价值, 公允价值
Federal Reserve	(美国)联邦储备银行
Fiduciary	(资产)受托人
Financial structure	财务结构
Financial engineering	金融工程
Fixed income	固定收益证券
Flight to quality	追求(资产)质量风潮
Foreign bond	外国债券
Foreign Equity	外国股票
Forward currency market	远期外汇市场
Forward-looking investment	前瞻性投资
Foundation	基金会, 财团基金
Franchise value	品牌价值, 特许经营权价值
Frequency of rebalancing	再平衡的频率
Fund of funds	基金的基金
Fundamental analysis	基本面分析
Future contract	期货合约
Generalist	通才
Global asset allocation	全球资产配置
Gold	黄金



Governance issue	(公司) 治理问题
Government bond	政府债券
Greater fool concept	博傻理论
Growth strategy	成长型投资策略
Momentum strategy	动量投资策略
Value strategy	价值型投资策略
Growth stock	成长型股票, 如科技股
Hard hurdle	硬性最低回报率, 硬门槛
Hedge fund	对冲基金
Hedging	对冲, 保值
Higher Education Price Index	高等教育价格指数
Hurdle Rate	门槛收益率水平
Illiquid asset	非流动性资产
Illiquidity	非流动性
Index fund	指数基金
Index	指数
Integrity	品行
Interest rate risk	利率风险
Intermediary	中介, 中间机构
Internal control	内部控制
Internal rate of return	内部收益率
Investment advisor	投资顾问
Investment bank	投资银行
Investment committee	投资委员会
Investment management	投资管理
Investment manager	基金经理, 投资经理
Investment philosophy	投资哲学, 投资理念
Investment process	投资程序
Junk bond	垃圾债券, 高风险债券
Large-capitalization stock	大盘股
Leverage	杠杆 (效应)
Leveraged buyout	杠杆收购

Liquidity	流动性
Long/short	多头/空头
Management Buyout	管理层收购
Management fee	管理费
Market efficiency	市场(定价)效率
Market timing	择时, 市场时机掌握
Market volatility	市场波动幅度
Marketable securities	有价证券
Mean-variance optimization model	均值-方差最优化模型
Merger arbitrage	收购兼并套利
Mezzanine finance	夹层融资, 半层楼融资
Money manager	投资经理
Money market investment	货币市场投资
Monte Carlo simulation	蒙特卡洛模拟
Morningstar	晨星公司
Mortgage derivative	抵押贷款衍生品
Mortgage-backed securities	抵押贷款支持证券
Mutual fund	共同基金
Nontraditional asset	非传统资产类别
Off-the-run treasury bond	已发行的政府债券
On-the-run treasury bond	新发行的政府债券
Overweight	超权重配置, 超配
Passive management	被动型投资管理
Pension funds	养老基金
Performance assessment	业绩评估
Policy asset allocation target	资产配置目标
Portfolio	资产组合
Portfolio management	资产组合管理
Position	头寸
Price-to-book ratio	价格-账面价值比, 市净率
Private allocation	非公开市场的资产配置
Private equity	私人股权



Private equity investment	私人股权投资
Private Market	非公开市场
Qualitative analysis	定性分析
Quantitative analysis	定量分析
Real estate	房地产
Real Estate Investment Trust (REIT)	房地产投资信托
Rebalancing	再平衡
Research analyst	投资分析师
Residual risk	残差风险
Return	收益，回报
Risk	风险
Risk Adjusted Return	风险调整后收益
Risk arbitrage	风险套利
S & P 500	标准普尔 500 指数
Securities and Exchange Commission	(美国) 证券和交易委员会
Security lending	证券出借
Security selection	证券选择
Shareholder	股东
Sharpe ratio	夏普比率
Short interest	做空头寸
Short selling	做空
Short squeeze	轧空
Small-capitalization stock	小盘股
Sovereign debt	主权债务
Speculation	投机
Spending policy	(基金) 支出政策
Spending rate	(基金) 支出比率
Start-up company	初创公司
Stock option	股票期权
Subordinated debt	非优先债务
Survivorship bias	存活者偏差，幸存偏差
Target spending rate	目标支出比率

Technical analysis	技术分析
Time horizon of investor	投资时限
Tobin's q	托宾的 q 值
Top-down	宏观到微观，自上而下的
Treasury bill	短期国债
Trustee	托管人
Turnover	换手率，流动率
Value investing	价值型投资
Value stock	价值型股票
Value-oriented Strategy	价值导向的投资策略
Venture capital	风险投资，风险资本
Volatility	波动性，波幅
Yield	收益率
Yield curve	收益（利率）曲线
Zero-sum Game	零和游戏



关键术语注释

英文词条

absolute return

中文翻译

绝对收益

译者注

指收益独立于市场大盘的绝对涨跌的投资工具。常见的有长短绝对收益资产，这种基金通常会买进（多）市场价格低估的证券，卖出（空）市场价格高估的证券。耶鲁大学是美国第一个设立绝对收益资产类别的机构投资者，其所引进的“绝对收益”这一资产类别现在为大多数机构投资者所接受。

active management

积极投资管理

相对于指数投资的被动资产管理而言。强调基金管理者通过积极投资的形式来获得超过相应的指数基准的收益。

agency issue

代理问题

本书所讲的代理问题主要是法人治理问题在基金管理中的体现。

代理问题产生的根源在于现代投资中不可避免的所有者和管理者分离。

arbitrage pricing
theory (APT)

资本套利定价
理论

这是继资本资产定价模型(CAPM)之后金融理论研究的另一重大突破。该理论由麻省理工大学著名经济学家史迪文·罗斯(Stephen Ross)于1976年发明。不同于资本资产定价模型,APT理论认为股票价格是由多项风险变量决定的。基本上讲,如果我们能确认市场上的系统风险因素(利息率、通货膨胀、工业总产量变化等),那么股票的预期收益应和它的系统风险成正比,否则市场上将存在套利机会。时至今日APT理论在学术界和投资界还被热烈讨论,它彻底改变了华尔街对学术界的印象。不同于CAPM理论,APT理论并没有指明哪些经济因素是系统因素,从而保留了很大的灵活性,并给研究者和投资者留下很大的挑战。

call risk

赎回风险

指债券发行人在债券到期日前按预先规定的价格赎回债券,从而导致债券投资人收益降低的风险。债券的赎回通常发生在利率下降(债券价格上升)的情况下。

下，这样债券发行人可以通过发行新的利率较低的债券来以新还旧、降低融资成本，但债券投资者往往因此蒙受损失。

capital asset pricing model (CAPM) 资本资产定价模型

这是由美国著名经济学家威廉·夏普等人提出并发展的资产定价理论，在现代投资理论中占有重要地位。CAPM 假定股票的预期收益是一个随机变量。在定价有效的市场上，股票的预期收益和它的系统风险成正比，而其系统性风险等于它对市场指数（market index）变化的敏感度（beta）。非系统性风险由于可以通过分散化而抵消，从而不应得到回报。

CAPM 可以用公式表示：

股票预期收益 = 无风险利息率 +
Beta * 风险溢价

风险溢价 = 股票市场预期收益 -
无风险利率

due diligence 尽职调查

在本书中，尽职调查是指投资者在投资前对投资目标所进行的充分、适度、合理的调查研究。这一概念在企业并购中也广泛运用且具有重要地位。在企业并购中，尽职调查主要包括对收购对象的公司结构、财务状况、产品与技术、人力资源、市场营销、顾客服务等方面充分、适度、

合理的调查，目的在于发现交易的潜在风险，以此为据决定并购交易是否可行，并对有关风险做出相应的应对措施。

duration

持续期

持续期又称久期，这个术语最早是由麦考利（Macaulay）在1938年提出的。麦考利创造了一个公式来衡量债券的平均经济生命，换句话说，持续期反映的是要收回债券预期现金流的现值所必需的年数。它是由债券的预期现金流现值所占比例作为权变量来求现金流量时间的平均值而得到的，它大致反映了债券价格对利率变化的敏感程度。比如对于持续期为10年的债券，当市场利率下降1%时，其价格大体会上升10%。因此希望减少价格波动的投资者应该选择持续期较短的债券；而预期市场利率下降的投资者则应该选择持续期长的债券。

efficient Frontier

最佳投资组合
曲线

根据证券的均值-方差分析（mean-variance analysis），证券之间的相关性（correlations）使证券组合的风险小于证券个体风险的总和。对于每一个给定的风险水平，都可以构建一个最佳的投资组合来得到最大的



预期收益，将这些在给定风险下收益最大的点连接起来，就得到了最佳投资组合边界线，它描述了投资者可以选择的所有最佳投资组合。

efficient markets
hypothesis

市场有效假说

有效市场假说认为在任何时刻，证券价格会完全反映所有可以得到的信息。根据信息来源的不同，有效市场假说有三种不同形式：市场弱有效性（weak form efficiency）：所有过去的证券价格及其所反映的信息都已体现在现在的价格之中。换句话说，技术分析和图表分析不能预测证券价格。市场半强有效性（semi-strong form efficiency）：任何可以通过公共渠道获得的信息都已体现在证券价格之中。换句话说，基本面分析也不能预测证券价格。市场强有效性（strong form efficiency）：任何的信息，包括内部信息，都已完全反映在市场价格中。因而，证券市场充分及时反映所有信息，预期回报率只和系统风险有关。有效市场假说是由尤金·法玛（Eugene F. Fama）在 20 世纪 60 年代总结和阐述的。通过多年的研究，人们发现上述假设并不完全正确。真正的市场介乎有效与无

效之间，其有效性取决于证券监管能力、会计制度、市场交易机制、资金流量、投资者的专业水平和竞争程度等。在一个运行完善和竞争激烈的金融市场上，有效市场假说指出了预测证券价格的困难程度。

excess return (alpha) 超额收益 (α)

综合调整系统风险以后所有的超额收益。Alpha 广泛应用于 CAPM 和 APT 世界中。

fiduciary

(资产) 受托人

这是一个很重要的关于资产受托及资产管理人的概念。指代表资产的最终受益者并以对其受益最大化为唯一目标的资产托管人。资产受托人对其最终受益人的诚信 (fiduciary) 责任主要包括忠诚责任 (duty of loyalty) 和勤勉责任 (duty to exercise reasonable care)。这在美国的法律系统中称为“Prudent Man Rule” (Men of prudence, character and intelligence)。

flight to quality

追求 (资产) 质量

风潮

投资者将资金从风险较高的资产转移到风险较低的高质量资产，或将投资资金由风险高的市场（如新兴市场）转入风险较低的市场（如美国）的行为，一般发生在金融市场不稳定或政治风险加大的情况下，结果可能



导致投资级别（BBB）以下的公司融资成本大幅度攀升，加剧金融市场的动荡。20世纪90年代末期亚洲金融危机时即如此。

growth strategy	成长型投资策略	这是一种基于经济增长和公司收益扩大的投资方式。在经济复苏阶段或产业变革时期这种投资方式会很有效。
momentum strategy	动量投资策略	这是一种基于股票过去价格增长的投资方式。它认为过去的价格增长还会继续，因而是对市场弱有效性的否定。这种投资方式在市场飙升时十分有效，但在市场突然转向时面临巨大风险。
value investing	价值型投资策略	一种基于股票内在价值的投资方式。它根据本益比、价格-账面价值比、红利等指标来选择市场价格低于内在价值的股票。一般而言，这种投资方式需要很强的耐心，因为价值的实现可能会很缓慢。研究表明，价值型投资的长期回报率高于市场平均回报率，因而是一种有效的投资方式。
hurdle rate	门槛收益率水平	投资者对一项投资所要求的最低收益率。如果收益率低于这一要求的收益水平，投资者不应予以投资。

internal rate of return 内部收益率

即使投资的净现值 (NPV) 为零的折现率。

management Buyout 管理层收购

这是私人资本资产类别的一种，主要指投资在美国的一些管理层和内部员工一起所收购的公司中。

mezzanine finance 半层楼融资

在风险投资中，指在首次公开上市 (IPO) 前的最后一轮私募融资。在一些固定收益债务工具中，指次优先债券。

Monte Carlo simulation 蒙特卡洛模拟

蒙特卡洛模拟是一种在风险分析、金融预测等方面颇具影响的模拟分析工具，它通过利用计算机随机产生输入变量值来模拟可能的结果，应用于风险分析、金融预测等方面。蒙特卡洛模拟的名字来源于摩纳哥的蒙特卡洛市，因为当地最主要的景观就是赌场，而蒙特卡洛模拟中变量的值的随机产生与赌博结果很相似：比如投骰子，你知道可能的点数是哪些，但却不知道具体每次发生的是什么。在蒙特卡洛模拟中，分析者预先规定变量的分布特征，然后由计算机在此前提下随机产生变量值，并计算出可能的结果。



Morningstar

晨星公司

美国最主要的投资数据处理和研究机构之一，为投资者提供专业的股票和基金分析，其基金评级（最高为五星）被广泛引用，颇有影响。公司网站：<http://www.morningstar.com>。

private equity

私人股权

非上市公开交易的股权。通常意义上也包括风险投资。

real estate investment trust (REIT) 房地产投资信托

房地产投资工具中的一种。最早为利用美国税法关于房地产投资中收益返还股东可以免税的规定所设立的专门从事房地产投资的基金。像开放式基金一样，REIT 也可以在股市上交易。

Sharpe ratio

夏普比率

由著名经济学家威廉·夏普所创立的一个衡量风险调整后的收益的比率，等于投资组合的收益与无风险收益（如国债收益）的差除以投资组合的标准差。

Tobin's q

托宾的 q 值

托宾所发明的衡量市场价值评估的比值。分子为替换值也即市值。分母为原值也即会计值。托宾的 q 值越高，市场评估整体价格就越高。

* 胡安荣、顾晓波、王俊昌、祝东宇、关平、张义伟、洪勇、孔尚、李俊、李军、孙树伟校对了书中文献，在此表示感谢。

教学支持说明

中国人民大学出版社经济分社与人大经济论坛（www.pinggu.org）于 2007 年结成战略合作伙伴后，一直以来都以种种方式服务、回馈广大读者。

为了更好地服务于教学一线的任课教师与广大学子，现中国人民大学出版社经济分社与人大经济论坛做出决定，凡使用中国人民大学出版社经济分社教材的读者，填写以下信息调查表后，发送电子邮件、邮寄或者传真给我们，经过认证后，我们将会向教师读者赠送人大经济论坛论坛币 200 个，向学生读者赠送人大经济论坛论坛币 50 个。

教师信息表	学生信息表
姓名：	姓名：
大学：	所读大学：
院系：	所读院系：
教授课程：	所读专业：
联系电话：	入学年：
Email：	QQ 等联系方式：
论坛 id：	Email：
使用教材：	论坛 id：
论坛识别码（请抄下面的识别码）：	使用教材：
	论坛识别码（请抄下面的识别码）：

我们的联系方式：

Email：gaoxiaoifei1111@sina.com

邮寄地址：北京市中关村大街甲 59 号文化大厦 1508 室经济分社，100872

传真号：010-62514775

附：人大经济论坛（www.pinggu.org）简介

人大经济论坛依托中国人民大学经济学院，于 2003 年成立，致力于推动经济学科的进步，传播优秀教育资源。目前已经发展成为国内最大的经济、管理、金融、统计类的在线教育和咨询网站，也是国内最活跃和最具影响力的经济类网站：

- 拥有国内经济类教育网站最多的关注人数，注册用户以百万计，日均数十万经济相关人士访问本站

- 是国内最丰富的经管类教育资源共享数据库和发布平台
- 提供学术交流与讨论的平台、经管类在线辞典、数据定制和数据处理分析服务、免费的经济金融数据库、完善的经管统计类培训和教学相关软件

论坛识别码：pinggu_com_1545967_4210768



机构投资的 创新之路

最新版

Pioneering Portfolio Management:
An Unconventional Approach to Institutional Investment
(Fully Revised and Updated)

●“世界上只有两位真正伟大的投资者，他们是史文森和巴菲特。大卫·史文森的每一言、每一句都值得你认真阅读！”

——巴顿·M·毕格斯 (Barton M. Biggs) /对冲基金特拉科斯的管理合伙人

●“大卫·史文森改变了投资组合管理以及捐赠基金管理工作的面貌。他是一位才华横溢的投资者，致力于为耶鲁大学乃至高等教育创造佳绩。史文森的成功广为人们引用，备受世人尊重，但从未有人能成功复制，史文森的的确确是我们投资领域的先锋。我们向他致敬！”

——简·曼迪罗 (Jane Mendillo) /哈佛大学管理公司总裁兼首席执行官

●“耶鲁大学是捐赠基金管理领域的楷模。在《机构投资的创新之路》这部伟大的作品中，大卫·史文森清晰有致地介绍了他如何变革了耶鲁基金及其他机构的投资策略。这本书是机构投资者的制胜宝典。”

——伯顿·G·马尔基尔 (Burton G. Malkiel) /普林斯顿大学经济学教席教授

●“1999年，当大卫·史文森撰写《机构投资的创新之路》第一版时，耶鲁捐赠基金的资产规模总计72亿美元。通过运用本书中描述的策略同时避免投资陷阱，耶鲁基金的资产规模增至230亿美元。数字说明了一切！在精彩有加的第二版中，这位投资天才重申了他的投资理念，并且添加了一些全新的重要见解。如果你曾经读过本书第一版，那么你定会欢迎本次的更新版；如果没有，那么新版更不容错过。在如今市场动荡之际，史文森的投资箴言弥显珍贵。”

——约翰·C·博格 (John C. Bogle) /先锋共同基金集团创始人、前任董事长

●“大卫·史文森具有创造性而又严谨的投资策略为耶鲁大学创造了所需的财力，增强了耶鲁大学在教学和研究领域的卓越地位。能够深入领悟本书中智慧的投资者将同样能够增强其所服务的机构的实力。”

——理查德·C·莱文 (Richard C. Levin) /耶鲁大学校长、经济学教席教授

策划编辑 马学亮

责任编辑 周华娟

版式设计 赵星华

封面设计

ISBN 978-7-300-11726-3

ISBN 978-7-300-11726-3



9 787300 117263 >

定价：58.00元