

首任美国联邦储备局主席和政府管理透明化倡导者——詹姆斯·沃勒

最新版

# 机构投资的 创新之路

Pioneering Portfolio Management:  
An Unconventional Approach to Institutional Investment

【美】巴里·E·斯沃兹（Barry E. Swensen）著

傅 蔚 林 译 郭 宇 译 张 彦 译 傅 蔚 林 校

中信·中国人民大学出版社

中国基金业协会证券投资基金业协会会员——德恒信

最新版

# 机构投资的 创新之路

Pioneering Portfolio Management:  
An Unconventional Approach to Institutional Investment

大卫·F·史文森 (David F. Swensen) / 著

译者：林乃安 冯子卿 张淑娟 陈 昊 / 译

中国人民大学出版社



# 目录

## Content

- [推荐序](#)
- [译者序](#)
- [原版序言](#)
- [目录](#)
- [第1章 绪论 \(1\)](#)
- [第1章 绪论 \(2\)](#)
- [第1章 绪论 \(3\)](#)
- [第1章 绪论 \(4\)](#)
- [第2章 捐赠基金的目的 \(1\)](#)
- [第2章 捐赠基金的目的 \(1\)](#)
- [第2章 捐赠基金的目的 \(2\)](#)
- [第2章 捐赠基金的目的 \(3\)](#)
- [第2章 捐赠基金的目的 \(4\)](#)
- [第2章 捐赠基金的目的 \(5\)](#)
- [第2章 捐赠基金的目的 \(6\)](#)
- [第2章 捐赠基金的目的 \(7\)](#)
- [第2章 捐赠基金的目的 \(8\)](#)
- [第2章 捐赠基金的目的 \(9\)](#)
- [第2章 捐赠基金的目的 \(10\)](#)
- [第3章 投资步骤 \(1\)](#)
- [第3章 投资步骤 \(2\)](#)
- [第3章 投资步骤 \(3\)](#)

- [第3章 投资步骤（4）](#)
- [第3章 投资步骤（5）](#)
- [第3章 投资步骤（6）](#)
- [第3章 投资步骤（7）](#)
- [第3章 投资步骤（8）](#)
- [第3章 投资步骤（9）](#)
- [第3章 投资步骤（10）](#)

# 推荐序

本书由“行行”整理，如果你不知道读什么书或者想获得更多免费电子书请加小编微信或QQ：491256034 小编也和结交一些喜欢读书的朋友 或者关注小编个人微信公众名称：幸福的味道 id：d716-716 为了方便书友朋友找书和看书，小编自己做了一个电子书下载网站，网站的名称为：周读 网址：<http://www.ireadweek.com>

2007年3月，我奉命组建中国投资有限责任公司（下简称“中投公司”），随后高级管理团队陆续到位，经过半年的紧张准备，中投公司终于在9月29日正式成立。从公司组建开始，我就要每一位高级管理团队成員都要认真学习、研究大卫·史文森先生所著《机构投资的创新之路》（第一版）。我为什么这样要求，原因在于这本书是我们能够见到的阐述机构投资管理最好的著作，是大卫·史文森先生及其团队管理耶鲁捐赠基金近三十年来取得卓越业绩的实践总结。通过严谨的组合管理模式，使得耶鲁捐赠基金经受住了市场波动的多次考验，机构投资的创新之路

其他机构投资者也纷纷效仿耶鲁捐赠基金的资产配置和组合管理模式。中投公司的使命决定

了它必须逐步发展成为积极的组合投资管理者，“而这本书介绍的框架仅适用于那些有资源、有毅力去攀登高峰，并力争获得风险调整后的超额收益的投资者”。

中投公司作为主权财富基金，与捐赠基金有很多相似之处，从性质上看中投公司实质上就是一家超大型的捐赠基金。

首先，两者都只面对单一客户，获得的资金可用于长期投资。中投公司投资的资金是自有资金，来自超额外汇储备；捐赠基金来自各界对教育机构的捐款，都可进行长期配置，致力于追求长期的、风险调整后的合理回报，资产配置和投资运作的时间窗口可以放得更长远，都不必过度关注短期收益及其波动。

其次，两者都要在年度回报与长期价值间寻求平衡。中东、挪威等传统主权财富基金的资金来源来自自然资源收入，目的是实现国家财富的代际转移，属于财富积累型主权基金，没有短期资金支付压力。而中投公司具有一定特殊性，成立中投公司时主要考虑两个因素：一是近年来中国外汇储备持续快速增长，从经济结构和人口结构看，在相当长一段时间内外汇储备仍会持续增长，因此，需要分流一部分超额外汇储备进行多元化投资。二是宏观调控面临回收偏多流动性的压力，但缺乏有效的对冲手段。结合上述两个方

面，中国政府最终决定由财政部发行特别国债置换央行部分外汇储备，使用外汇资产成立中投公司的思路。财政部发行15 500亿元人民币的特别国债，每年需要支付683亿元人民币利息，因此，中投公司隐含着要承担特别国债利息支出的义务，一个重要经营目标就是年度分红争取高于683亿元人民币。大学捐赠基金也有年度支出目标，为教育机构的日常运营预算提供资金来源，耶鲁捐赠基金最近一个财年提供了耶鲁大学年度预算资金的45%左右。因此，两者进行资产配置时都要在年度回报与长期价值间寻求平衡，并充分考虑投资资金流动性和年度分红需要。

一个有利因素是汇金公司并入了中投公司，由于汇金公司控股的国有商业银行改革后收益较好，在财务上减少了境外投资短期回报压力。但从中长期看，随着控股机构资产规模扩大，以及补充资本摊薄收益的效应显现，汇金公司的收入贡献将逐步下降，但这毕竟为中投公司进行积极配置提供了较好的时间缓冲。

再次，两者都是商业化运作的机构，对外投资没有任何政治目的，不推荐序寻求控制行业或企业，投资主要是追求财务回报。两类机构一般要定期接受外部审计，都保持一定的透明度。

当然，两家机构也有一些不同之处。一是中投公司管理资产规模比一般捐赠基金大得多。如



果中投公司按照捐赠基金配置相同资产比例到另类资产，会受到市场规模限制，也不易找到符合条件的优秀外部管理人。二是中投公司只能进行境外投资，不能投资境内人民币市场，而捐赠基金往往以投资本国市场为主，可投资自己熟悉的企业和产品，具有信息优势。三是中投公司货币汇率风险问题突出。捐赠基金主要投资目标是保证按本币计价的资产购买力，中投公司的会计单位虽是美元，理论上不承担人民币升值的汇率损失，但实际由于每年股东分红要覆盖683亿元人民币特别国债利息，因此，实际上承担了汇率损失。这也要求中投公司要设置一个货币基准，该货币基准的变动与人民币汇率变动相接近。四是捐赠基金是管理教育机构的资金，本身没有太多概念，而中投公司背后是强大的中国，是全球经济增长最快的国家，有庞大的国内市场，因此，中投公司可利用中国概念，直接进行受中国因素影响的海外投资项目，开展一定比例的直接投资。当然中投公司也会受到更多的外部关注。

以上异同之处决定了，大卫·史文森先生提出的机构投资理论与实践，同样适合中投公司这个大型机构投资者，但中投公司在进行资产配置时较难做到如耶鲁捐赠基金那么积极，因为我们对国外金融市场的熟悉程度要差一些，投资团队的经验也还不足，同时资产再平衡和货币再平衡的

压力也更大。借鉴了大卫·史文森先生和耶鲁捐赠基金的有益经验，目前中投公司已初步形成了符合自身特点的战略资产配置方案和投资管理模式。

大卫·史文森先生所著新版《机构投资的创新之路》，在上一版的基础上，增加了更多的案例，也更加强调积极战术资产配置调整的作用。在2008年全球金融风暴中，被动投资者遭受到较大冲击，而那些及时进行战术性配置调整的积极管理者损失则相对少一些，更好地应对了危机的冲击，这说明了在动荡的环境下进行积极的战术资产配置调整的重要性。在危机中，PE、对冲基金等一些非传统投资资产的表现较差，不同管理人业绩表现大相径庭，资产的低流动性也给投资人造成了很多额外困难。总之，此次危机给传统的投资管理理论带来了一些新的挑战。站在新的起点，我们应该重新审视不同资产类别之间的相关性，认真分析资产的收益和风险特性，着力完善资产配置构建模型和实施策略，加强风险预警、监控和应对机构投资的创新之路工作。同时，以资产配置和再平衡为核心的投资管理模式在方向上依然是正确的，机构投资者应该坚持这一点，当然更重要也更难做到的是如何根据外部市场环境变化，及时进行动态资产再平衡和货币再平衡。

目前，中国的机构投资者和基金管理行业刚刚起步，在投资理念和投资策略等方面还存在诸多有待完善之处。《机构投资的创新之路》一书，全面、系统地对机构投资者的投资理念、资产配置、组合管理、业绩评估、风险控制等进行了深入研究和探索，对于中国投资管理行业的发展具有重要借鉴意义。“他山之石，可以攻玉”，希望更多的投资者能够从书中汲取有益经验。

楼继伟

二〇〇九年十二月于北京

## 译者序

1999年，在耶鲁读书的我，从不放过任何一次勤工俭学的机会。从本科生经济学助教到汉语陪聊，来者不拒。一个偶然的机会去一座不起眼的维多利亚式老楼面试耶鲁大学投资办公室，不想竟有幸师从了大卫·史文森先生，自此与投资结下了不解之缘。

我加入耶鲁投资办公室的时候，美国资本市场正如火如荼地上演着一场非理性繁荣的大戏。同学、朋友大多活跃于华尔街，从事衍生品投资等热门项目。而我的第一份任务，竟然是分析无人关注的森林（Timber）和其他实物资产（Real Assets）。然而正是这貌似简单的实物资产给了我关于投资产品本质的启蒙：风险及内生收益。现在想来，虽然少了那些在资本市场中摸爬滚打练来的立竿见影的招招式式，却独得了长期投资理念及风险管理的意识，并对投资的组织构架及资产配置有了更深刻的认识。

作为一个远自东方而来的年轻学子，我近距离地参悟西方机构投资的教父——大卫·史文森——的投资实践，惊喜地发现史文森的投资哲学其实可以用老子的思想一语概括，那就是：以正

治国，以奇用兵。或曰：守正用奇。

先说“守正”。“正”首先体现在投资管理者的品格上。史文森先生在书中用大量的篇幅论述了受托人应该如何服务于受益人的需要、代理问题发生的根源、表现以及应对。在当今的资本市场上，价值链的分割和金融工具的滥用，导致信息极不对称，投资管理机构与最终受益人的利益严重背离，代理问题成为这次金融危机的罪魁祸首。相比之下，史文森无视外面的高薪诱惑，30年如一日为耶鲁工作，体现了一个受托人“正”的境界。耶鲁在对外部经理的选择上，也把品格作为第一位的标准，这有力地保障了耶鲁的利益。史文森在书中以大量的反面案例对业界的代理问题进行了不留情面的剖析和痛斥，令人印象深刻。他的嫉恶如仇、直言不讳也着实令人钦佩。

“正”还体现在投资原则上。耶鲁投资模式的一个显著成就就是构建了一套完整的机构投资流程和不受市场情绪左右的严谨的投资原则，包括投资目的的设定、资金的进出、资产负债的配比、资产类别的划分及配置、投资品种和投资工具的选择、风险控制、基金经理的选择等。史文森所强调的基本概念是：追求风险调整后的长期、可持续的投资回报，投资收益由资产配置驱动，严格的资产再平衡策略，避免择时操作。恪守这样的投资准则可以使投资者在瞬息万变、充

满机会和陷阱的资本市场中，克服恐惧和贪婪，抓住投资的本质，获得合理的回报。以风险这个在金融危机后被谈到麻木的概念为例，大多数人的标准是看投资收益的波动方差。而我从第一天起就被要求看到数字背后的本质而忽略那些从“后视镜”中所观测到的标准方差：到底是什么样的自上而下的基本面和自下而上的基本面在驱动收益的产生及波动性？又有哪些因素会使预期的资本收益发生偏差？而这些基本面因素背后本质上有哪些相关性及联动性？从史文森那里我理解了只有把本质的基本面风险看清楚，才有可能赢到投资收益实现的那一天。这就是所谓的“管理好风险，收益自然就有了”（focus on the downside and upside will take care of itself）。

再谈“用奇”。在“守正”的基础上，史文森在具体资产类别及投资策略上绝对是“用奇”的典范。他是一个本质上怀疑“羊群效应”的人，喜欢并鼓励逆向思维，每一个新投资策略的形成总是先去理解与传统市场不同的收益驱动因素及内生风险。历史上，大多数机构投资者会把资产集中于流通股投资和债券投资这样的传统资产类别。而史文森则认为，越是市场定价机制相对薄弱的资产类别，越有成功的机会。基于对市场的深刻洞察，耶鲁基金先于绝大多数机构投资者进入另类资产市场，1973年开始投资杠杆收购业务，

1976年开始投资风险投资基金，20世纪80年代创立绝对收益资产类别。另类投资为先觉者耶鲁基金带来了硕果累累的回报，也因此越来越为机构投资者所重视。史文森在外部投资经理的选择上也不走寻常路。他欣赏那些有创新精神的基金经理，鼓励他们的术业专攻和逆势而为。他摒弃那些追求规模、明哲保身、“宁愿循规蹈矩地失败，也不要勇于创新地成功”的投资机构。

今天，在耶鲁基金支持下创建的高瓴资本，在短短的四五年中发展到了35亿美元的资产规模，并取得了56%的成立以来的年均复合收益率，在亚洲各国及其他新兴市场国家多有建树。这是践行“守正用奇”的投资理念的结果。

目前国内出版的投资书籍，内容大多是教股民择时和选股。而对于一个机构投资者来说，首先是资产及负债的配比分析，其次是资产配置和风险管理。据我们所知，机构投资中约90%的绝对收益来自于资产配置，而指导机构投资的资产配置和风险管理的著述非常有限。2002年我和几位好友把大卫·史文森这本书的第一版介绍到中国，当时中国的机构投资方兴未艾，一些西方的投资理念就连很多业内人士也闻所未闻，很多关键的专业词汇甚至没有对应的中文。今天中国的机构投资已经发展得蓬蓬勃勃，各种基金应运而生。在我们这个日新月异、充满机会的国家，每

天都有无数投资建议扑面而来，各种投资学说在市面上盛行。在开放的中国，在网络时代，人们可以接触到大量的投资信息，而在我看来那些质朴而有力、历经时间考验的投资理念却往往被芜杂和浮躁所淹没，去芜存菁、化繁为简的“守正”在今天尤为重要。我非常感谢我多年的好友杨巧智、东方证券研究所的梁宇峰、张惠娜、杨娜和我一起完成艰苦的翻译工作。我们非常荣幸能把大卫·史文森的这本书带给大家。



# 原版序言

大卫·史文森（David Swensen）所著的《机构投资的创新之路》（Pioneering Portfolio Management）一书，自问世以来已广泛地被认为是讲解机构投资管理最好的一本著作，这一点我个人也非常认同。大卫以通俗易懂的语言，为我们阐释了三十年来，特别是最近二十三年来他本人的研究成果，亲身经历，所感所想。

多年来大卫和他的耶鲁团队被公认为创新变革的先锋，并取得了一系列令人瞩目的成就。大卫·史文森以卓越的成就向人们证明了自己是当之无愧的世界范围内最伟大的投资专业人士之一。

现在请大家坐稳，因为下面我要向你们介绍耶鲁基金令人震惊的成绩：一是受益于史文森管理的耶鲁捐赠基金取得的优秀的投资回报，过去二十年中流入耶鲁大学的资金平均 每日净增近300万美元。

二是耶鲁捐赠基金为大学的日常运作提供了强大的支持，基金每年为大学做出的贡献在总预算中所占的比例从1985年的10%增加至2009年的45%，而且是在大得多的预算基数上。

三是按照现行购买力的标准计算，史文森创

造的投资收益中，单是高出同类大学捐赠基金平均收益的部分，已比其他任何一位捐赠人都要“慷慨”好几倍。<sup>1</sup>

四是过去二十三年中，史文森、迪安·高桥（Dean Takahashi）以及他们的同事所创造的附加值（超出同行平均水平的部分）达到惊人的165亿美元。

五是在校长理查德·莱文（Richard C. Levin）富有智慧和创造力的领导下，财力雄厚的耶鲁大学一直是世界高等学府的佼佼者，志在为全人类造福。耶鲁的校友和朋友们，受到史文森出色的投资管理和莱文的卓越领导力的鼓舞，也向世人证明了他们为耶鲁及耶鲁的未来所做出的捐赠是多么的慷慨。

我在这里将耶鲁投资管理的突出优势归纳为以下七点：

一是长期投资回报率十分突出。

二是长期投资回报率保持在稳定的高水平。

三是在不利的市场情况下，组合结构方显“英雄本色”。尽管进攻型组合战绩也很出色，但主动型防御应该作为永远的主旋律，包括组合结构上的防御性，基金经理选择上的防御性，以及与基金经理关系管理上的防御性。

四是无论是挖掘创新型资产类别还是优秀的基金经理，都做到了独辟蹊径，行事果断。

五是从耶鲁大学捐赠基金到整个耶鲁大学的财务管理，始终坚持创新、积极、稳健。

六是耶鲁投资办公室一直以组织高效、团队协作著称，这一点的确令人羡慕。机构投资的创新之路

七是耶鲁投资办公室与众多外部基金经理的和谐关系，为捐赠基金增加了不少优势，包括在招聘新的基金经理方面。

正是这些优势成就了耶鲁捐赠基金，继而成就了耶鲁大学为公众服务的能力。

史文森先生本人以独到见解著称，但他也善于吸收运用其他思想者的经典智慧。例如他提到凯恩斯（John Maynard Keynes）曾经批评资产受托人（fiduciaries）“宁可循规蹈矩地失败，也不要独树一帜地成功”。这方面史文森本人是个极好的反例。当年捐赠基金管理委员会的鲍勃·巴克（Bob Barker）曾经在向福特基金做出的报告中指出，从理论上讲，捐赠基金站在长远立场上应该倾向股票投资。史文森及耶鲁捐赠基金的成功无疑为这一点做出了最好的注解。此外书中还或直接或间接地提到不少大师的经典观点，例如托宾（Tobin）、马科维茨（Markowitz）、萨缪尔森（Samuelson）、夏普（Sharpe）、巴菲特（Buffett）、布莱克（Black）、舒尔茨（Scholes）、罗斯（Ross）、立波威茨

（Liebowitz）、李特曼（Litterman）等。

实践是检验真理的唯一标准，史文森将抽象的学术理论与投资市场的现实很好地结合在一起，使书本上的知识“活”了起来。史文森本人也是一位出色的教师，他将自己思想和实践的精华融入这本书中，希望读者能够同样认识到严谨的逻辑在投资中的重要性——既做到使一切化繁为简，又避免过于简化做出冲动投资的决定。

耶鲁基金长期的超高投资回报自然吸引了大家的注意，特别是很多投资项目的创新与成功；但是仔细分析会发现，耶鲁基金成功的奥秘不在于连续5年、10年，甚至20年的持续高回报，而在于贯彻始终的防御、防御，还是防御（正如对于房地产而言，成功的奥秘无外乎地段、地段，还是地段）。

读者也许会有这样的疑问，耶鲁基金的收益率如此之高，怎么可能是依靠防御呢？还记得长期投资的至理名言么？“如果你损失了50%，只有再获得100%的收益才能抹平。”“如果投资者可以避免重大的损失，高收益就是水到渠成的事情了。”相信资深投资者都有过这样的经历，对收益最重要的不是成功的大小，而是不要犯大的错误。只要避免出现大的灾难，一切就没有问题（正如对司机来讲，最重要的是不要出严重的交通事故）。

值得注意的是，耶鲁基金不仅常年保持优异的业绩，而且越是艰难的环境，越是激烈的竞争，耶鲁基金的表现反而越好，这也证明了史文森将防御永远放在第一位的正确性。虽然在投资理念上强调防御，但史文森和他的团队处处不忘采取主动进攻，无论是挑选基金经理还是挖掘新的资产类别的投资机会。耶鲁的经验再一次证明在自由与活跃度高的市场中，最好的防御绝不是僵化或者谨慎，而是在投资过程的每一个环节，动用所有资源，该出手时就出手。

耶鲁基金构建组合时的宗旨就是保证即便有一天“暴风雨”来临（一定会发生，但何时发生无法预测）组合仍然能够平稳度过，并保证在所有的资本市场都能找到有效边界。耶鲁基金将过去多年的市场经验通过蒙特卡洛模拟融入组合构建过程中以取得最佳非协方差结果，尽量避免市场整体的困境给组合造成的损失。

耶鲁基金将主动型防御的投资理念贯彻于投资与管理的各个环节，取得了一系列创新性的成功。例如突破传统思维进行资产配置；在每一个资产类别中形成创新性投资逻辑；采取逆向思维投资于当时不受市场热捧的投资机会；在遵循一定招聘程序的情况下大胆启用名不见经传的基金经理；经过培训后敢于给年轻人机会；与外部投资经理建立更为合理的新型关系；将捐赠基金的

管理与高等院校的财务管理有效结合。

耶鲁基金在构建投资组合和制定投资策略时非常注重压力测试，总结下来有三点独特之处：第一，所有预期收益一定要经过各种“噩梦般”情景假设；第二，投资委员会每年召开一次专项会议，对投资组合的每个方面进行考察辩论，他们相信，只有经得起反复测试的结论才值得被持续、有力地推行，这一点已成为传统；第三，无论是选择基金经理还是配置资产，为了保证投资策略的顺利实施，一定要时刻参考被市场屡屡验证的历史经验，争取把潜在的风险和困难在发生之前就果断地排除。

耶鲁基金对外部投资经理的成功选择不仅为组合提供了更强的防御性，也为基金的超高收益加了不少分。选择基金经理时一定要避免两点：不要聘用近期业绩表现最好的基金经理；不要解聘近期业绩达到底部的基金经理。耶鲁基金一直以来追求的是长久的有约束性的“婚姻”关系，而不是短暂的“约会”。耶鲁基金一般会选择事业刚刚起步的基金经理，这样可以将基金经理的激励机制与耶鲁基金的长远发展目标更好地结合起来，而且基金经理可以获得不断被加码、不断被赋予重任的满足感，而对耶鲁基金来讲，也可以保证外部投资经理关系的稳定性。

耶鲁挑选为其进行投资的机构时格外严格，

可能有以下几个原因：第一，耶鲁投资办公室的管理人员本身经验丰富而且对市场动态时刻把握；第二，对候选机构的尽职调查非常深入；第三，耶鲁有一套成熟的选用标准：候选人投资的技巧高低，候选机构的组织连贯性，投资策略是否清晰，收费和激励机制是否合理，最重要的是人品和职业道德是否过关。

这也许就是很多投资机构争相为耶鲁大学打理捐赠资产的原因：耶鲁基金是既“难搞”又理想的客户，耶鲁基金会对这些机构的投资策略、组织结构、公司治理机制、收费机制进行全面的评估，并很快给出反馈意见。史文森和他的管理团队本身对全球市场动态和新的投资机会能够敏感地捕捉和高效地决策，并总是能够在第一时间与最好的新投资经理进行合作。如果说有什么不好的，那就是每年有太多候选机构得到的答案是No。

耶鲁基金对每家候选机构都会进行详细的尽职调查，包括历史业绩、投资理念、决策过程，以及每位高级管理人员的相关情况，总之是对候选机构的优劣势进行透彻的分析。投资委员会成员会很负责地阅读这些资料，通常是15~20页的深度报告，以便在每季度的投资委员会上对相关情况进行讨论。

在耶鲁大学，投资委员会就像是一场研讨

会，主持人是同为耶鲁博士背景的莱文和史文森。（其实两人还有些不为人注意的共同点，比如他们都对机构经济学深感兴趣，获得这一领域的博士学位并因此发展出特殊的友谊；比如都热爱体育运动，而且喜欢带领自己的球队在赛场上有风度地一较高下。）投委会成员的选任标准一般为：对耶鲁怀有感情，适合在小团队工作，在各自的投资领域是专家，最重要的是有判断力和洞察力，能够对投资经理提供有效的督导。

千里之堤，毁于蚁穴。最好的防守不仅仅是避免出现重大失误，同时要通过严谨的流程规避看似很小的失误。任何一家保持高水平业绩的投资机构，一定是在关键岗位选对了人。耶鲁基金有这样一支高素质的投资团队，每位成员除了是各自领域的专家，更重要的是他们在做出定性决策（而非可以精确测量的定量决策）时，仍然能够保持客观。无论是选择合作的基金经理还是管理与外部基金经理的关系，所有投资团队的成员都能够做到尽心尽力，因为他们都认同捐赠基金设立的初衷，一切为了更好地为大学服务。

作为本书的读者，我们都应该感到庆幸。正是史文森毫无保留的分享，让我们有机会通过他独特的、严谨而又易懂的表达方式，理解他的投资理念。作为多年来一直“坐在前排的观众”，我得以有机会近距离了解耶鲁基金的成功历程，但



正是由于我对耶鲁和史文森本人的了解，我知道以他谦虚的作风，很多重要的因素在他看来也许不值得单独提出算作成功的必要因素，所以还是让我这个近距离观察者来一一解密。

第一，尽管耶鲁基金的业绩非常出色，当然也吸引了几乎所有人的目光，但是我们前面分析过，所有创新决策和大胆投资的基础是“防御”。耶鲁基金创造性地投资于非传统资产类别，并且敢于将资金交给名不见经传的投资机构，这一切的基础就是经过严格测试的组合结构以及防御型的投资决策过程。

第二，在我看来，比出色的投资业绩更值得称道的应该是耶鲁的投资文化。在耶鲁投资办公室，所有工作人员相互尊重，正是这样的情感纽带将众多有才干、负责任的投资人才凝聚在一起，建立了卓越的投资团队。走近他们，特别是如果你像我一样有机会与世界各地的投资团队共事一段时间，你就会发现耶鲁的团队文化是多么难得。聚集了如此多明星基金经理的耶鲁投资办公室，既严谨客观，又不失“人情味”。在这里你看不到办公室政治的影子，也没有排名的钩心斗角，有的只是全身心的倾听和理解。

第三，这种业务上的尊重与生活中的友谊还深深地影响着耶鲁的数百位外部投资经理。耶鲁的投资文化不仅使外部投资经理在本机构的工作

中获益，而且不断地激发他们新的思考和洞见，并把这些宝贵的洞见源源不断地传递给耶鲁。

第四，作为耶鲁大学的资产受托人，史文森和他的投资公司团队时时处处为其客户着想。史文森深深地明白捐赠资金在高等院校预算中的贡献越来越大，因此稳定的现金流非常重要。鉴于大学属于人力集中型机构，持续的支持非常重要，耶鲁捐赠基金最近还提高了每年的支出比率（spending rate），修改了支出制度，同时调整了组合结构以提升稳定性。作为资产受托人，耶鲁基金将自己的长期责任看得很重，带着这样的理念，耶鲁基金主动对高等院校教学楼摊销折旧的评估方式进行了改进，将此前带有误导性的账面数据，变成了对财务管理很有意义的参考因素，效果可谓皆大欢喜。无论从定性还是定量的角度进行评估，史文森和他的投资团队为耶鲁大学的最佳利益所做出的贡献远远超出他们被要求做到的。

第五，也是耶鲁基金成功最重要的因素，依然是人。首先从公司内部来讲，凡是到过耶鲁基金办公室的人，除了感受到这里严谨的投资操作过程外，印象最深刻的就是开放的组织架构和开心的工作氛围。这种文化在提高工作效率的同时，降低了员工流动率。多年来史文森和高桥将耶鲁打造成为投资经理的摇篮，培养出的人才不

仅在耶鲁创造了佳绩，也向其他捐赠基金（包括MIT、Bowdoin、Carnegie、Princeton、Rockefeller）输出了领导力量，并且耶鲁团队本身的任期在业内也属最长。

耶鲁基金在业内还有一个最，即人脉关系网最广。遍布世界各地的人脉关系网也是耶鲁基金成功的重要因素。每一位本身就已经非常优秀的投资经理周围都有很多同行可以分享有价值的见解和信息。史文森本人就是最好的例子，他以极大的个人魅力和出色的投资能力，像一块磁铁一样吸引着周围的人。更加难得的是史文森是乐于助人的楷模。很多人都主动向史文森提供信息和见解，这样既还了他的人情，又能够被史文森视为有价值的人，这是何等的满足！

第六，达尔文的进化论告诉我们，所谓的适者生存，物竞天择，并不是取决于生物本身的能力，而在于社会的喜好与取舍。在投资领域，永远是钱多于好的投资经理。手持大量资金的客户总会追逐出众的投资经理，希望将自己的资产交给他们打理。投资经理有自由选择自己喜欢和敬佩的客户，正如他们都喜欢与史文森打交道一样。尽管耶鲁捐赠基金的标准和要求都很高，很多业绩一直非常出色的投资经理都希望与史文森或他的团队合作，而史文森的鼓励和支持增加了他们为耶鲁创造佳绩的可能。

还有最后一条成功秘诀与史文森本人有关。无论做人还是做事（作为耶鲁捐赠资产的首席投资官，史文森本人依然战斗在投资的第一线），他都追求精益求精。史文森的目标不只是不断改进耶鲁基金的管理，而是改进所有大学捐赠基金的投资与管理。经过多年的创新、试验、规范，史文森将多年的投资管理及整合捐赠基金管理和机构财务管理的经验在这本书中与所有人分享。他鼓励更多的人投身到大学捐赠基金投资的伟大事业中来，在取得个人职业成就感的同时，为世界上一流的高等学府和慈善机构提供更强的财力支持。

一路走来，史文森为文化教育机构所做出的杰出贡献无人能比，更可贵的是，他还在不断地将自己的思路完善并发扬光大。所以我想说，大卫，这事，做得不错。

# 目录

## 第1章 绪论

## 第2章 捐赠基金的目的

### 第一节 保持独立性

### 第二节 增强稳定性

### 第三节 创造优越的教学环境

### 第四节 结论

### 本章注释

## 第3章 投资目标和支出目标

### 第一节 投资目标

### 第二节 支出政策

### 第三节 购买力评估

### 第四节 支出的可持续性评估

### 第五节 基金会的投资目标

### 第六节 异议观点

### 第七节 结论

### 本章注释

## 第4章 投资理念

### 第一节 资产配置

### 第二节 择时

### 第三节 证券选择

### 第四节 结论

本章注释

## 第5章 资产配置

第一节 定量分析和定性分析

第二节 资本市场假设

第三节 检验资产配置

第四节 结论

本章注释

## 第6章 资产配置管理

第一节 再平衡

第二节 积极投资管理

第三节 杠杆

第四节 结论

本章注释

## 第7章 传统资产类别

第一节 美国国内股票

第二节 美国长期国债

第三节 国外发达市场的股票

第四节 新兴市场股票

第五节 结论

本章注释

## 第8章 另类资产类别

第一节 绝对收益

第二节 实物资产

第三节 私人股权

第四节 结论

本章注释

## 第9章 资产类别管理

第一节 积极投资管理的游戏

第二节 外部顾问——个人品质特征

第三节 外部顾问——组织机构特征

第四节 投资管理报酬协议

第五节 结论

本章注释

## 第10章 投资步骤

第一节 积极管理还是被动管理

第二节 运行环境

第三节 组织结构

第四节 使用中介机构

第五节 投资决策过程

第六节 投资决策中的挑战

第七节 业绩评估

第八节 内部控制

第九节 结论

本章注释

## 附录 固定收益类别中的莠草

第一节 国内公司债券

第二节 高收益债券

第三节 资产支持证券

第四节 外国债券

第五节 固定收益资产2007年的收益更新

第六节 结论

本章注释

致谢

关键术语中英文对照

关键术语注释



# 第1章 绪论（1）

1999年初，当我为本书第一版撰写绪论时，耶鲁捐赠基金开创的投资策略已经创造出了卓越的业绩，用绝对收益和相对收益来衡量均如此。但是，这一投资策略尚未在恶劣的市场环境中一试身手。事实上，截至1998年6月30日的10年中，耶鲁捐赠基金的年均收益率为15.5%，比标准普尔500指数同期18.6%的收益率低3个多百分点。由于耶鲁基金的业绩逊于国内股票这一当时表现最好的资产类别，许多怀疑主义者开始质疑，我们致力于开创一个充分分散化、以股票为导向（equity oriented）的投资组合这一艰巨的任务是否明智。

本书第一版出版后的几年中，耶鲁基金开创的资产配置策略的价值得到了充分验证。从1999年到2000年初的牛市行情中，耶鲁基金取得了惊人的业绩。截至2000年6月30日的一年中，耶鲁基金的收益率高达41.0%，大大超过捐赠基金同期平均13.0%的收益。但是，耶鲁基金的投资策略真正面临考验是在2001年和2002年。当时，互联网泡沫破灭，上市股票崩盘，而耶鲁基金却取得了分别为9.2%和0.7%的正收益，而同期捐赠基

金的平均收益率分别为-3.6%和-6.0%。简而言之，以股票为导向的投资策略是耶鲁基金取得强劲业绩的驱动力，分散化投资是耶鲁大学实现资产保值的法宝。

从市场角度来看，2008年初耶鲁基金的地位与1999年初不可同日而语。截至2007年6月30日的10年内，耶鲁基金17.8%的收益率大大超过标准普尔500指数7.1%的收益率。此前20年的收益比较也是如此，耶鲁基金的收益率为15.6%，远远超过同期标准普尔500指数10.8%的收益率。事实上，耶鲁基金的崛起吸引了众多投资者的目光。随着越来越多的投资者认可并效仿耶鲁，耶鲁基金的投资策略不再像以前那样被人们视为初出茅庐时期激进的尝试，而是逐步成为主流、明智的投资方法。

尽管投资者纷纷效仿耶鲁基金的组合管理理念，但该基金的业绩仍遥遥领先于同行。截至2007年6月30日的一年中，耶鲁基金的收益率为28.0%，超过所有参与2007年剑桥协会

（Cambridge Associates）《年度高等学府投资收益调查分析》（Annual Analysis of College and University Pool Returns）的教育机构。更引人注目的是，以5年、10年和20年期的业绩衡量，耶鲁基金仍在这一群体中领先。耶鲁基金开创的组合管理理念在理论和实践中均能发挥作用。衡量

耶鲁基金管理是否成功的一个最重要的指标是，它是否有能力为耶鲁大学的教育使命提供资金支持。1985年我初到耶鲁时，捐赠基金对耶鲁大学的预算贡献是4 500万美元，占学校收入的比例为10%，处于一个世纪以来的最低水平。耶鲁大学2009财年，捐赠基金对预算贡献大约为11.50亿美元，占学校收入的45%，这在很大程度上归功于出色的投资收益。高质量的投资管理策略的确能够产生重大影响！

### 一、机构投资者和个人投资者

当我撰写第二本书《非传统的成功》（Unconventional Success）时，我将其要义归结为“明智的个人投资框架”，旨在区别以机构投资者为重点的《机构投资的创新之路》。事实上，我当时在描述目标读者时出现差错。现在我已经认识到，投资界中最重要的区别不是区分个人投资者和机构投资者，而是区分有能力进行高质量积极投资管理的投资者和无为之的投资者。很少机构投资者有能力投入大量资源对投资组合进行积极管理并创造出风险调整后的超额收益，能做到这一点的个人投资者较之更少。

对那些擅长积极管理的投资者和无为之的投资者而言，适合他们的正确投资策略恰恰相反。积极型投资经理在投资国内股票和外国股票等传统资产类别时有机会超越大盘，这一点是大

家所熟知的。除此之外，更重要的是，擅长积极管理的投资经理还有机会通过绝对收益、实物资产和私人股权等另类资产（alternative asset classes）来构建低风险、高收益的投资组合。投资传统资产类别时追求超越大盘的策略，或者将组合资产配置到另类资产类别中，这些做法都是积极投资管理的游戏，其代价高昂，只有那些擅于此道的投资者参与这场游戏才是明智的，对任何三心二意的参与者而言，进行积极投资管理注定要失败。

积极投资管理要么成功，要么失败，不存在中间地带。《非传统的成功》一书中介绍了低成本的被动管理策略，这一策略适用于绝大多数没有时间、资源和能力进行高质量积极管理的机构投资者和个人投资者。本书中介绍的框架仅适用于那些有资源、有毅力去攀登高峰，并力争获得风险调整后的超额收益的投资者。

## 二、捐赠基金管理的范畴

在许多人看来，捐赠基金管理高深莫测，正因为如此，它吸引了无数天才人物投身于此项工作中。他们负责管理机构资产，投资时限可以用世纪来衡量，其目的是通过资产投资的收益来支?高等学府的教学与研究工作的，使其基业长青。这项工作充满了挑战，投资管理人需要付出巨大的心血和智慧。

捐赠基金的吸引力主要来自于它的慈善目的，除此之外，投资这一行业本身的特性也是其魅力所在。机构基金管理行业人才济济，他们天赋极高而且上进心极强。这一行业提供了无限的产品，能够帮助基金实现委托人目标的只有其中的一部分。因此，捐赠基金管理者的工作无异于沙里淘金，去挖掘真正的珠宝，这种激动人心的“淘金”经历正是该行业吸引基金经理之处。

## 第1章 绪论（2）

要做出正确的决策，投资者所需要的知识是无止境的。成功的基金经理要想开发出高明的投资策略，不仅需要掌握金融理论，还要洞悉人类心理特点，深谙历史发展之道，并且通晓时事的来龙去脉。许多顶级的基金经理都承认，他们已经完全被这一领域的博大精深所折服了。

本书从宏观入手，首先讨论了捐赠基金的宗旨以及机构投资组合的目标。明确清晰的投资理念是制定资产配置战略的基础，资产配置战略是投资决策的核心，它决定了向各种投资机会配置资产的比重。

在介绍了投资组合的基本框架之后，本书继续探讨了成功实施投资项目过程中的一些关键细节，并进一步介绍了有可能阻碍实现投资目标的现实因素。接下来，“传统资产类别”和“另类资产类别”两章简要介绍了各种资产类别的投资特征和其中的积极管理机会。紧接着，本书概述了资产类别管理的相关问题。最后，本书收入了本人关于构建有效的决策程序的一些思考。

上述各个章节将投资过程直线铺开，但现实中组合管理并非这么简单。事实上，组合管理过

程非常复杂，要做出正确的资产配置决定，既需要自上而下地把握各种资产类别的特征，还需要自下而上地评估各种资产类别的投资机会。由于收益、风险以及相关性等定量指标不能全面地反映问题，优秀的投资者必须对特定的投资品种有基本的定性把握，来弥补纯粹统计数据的缺陷。另外，对投资机会进行自下而上的分析能提供重要信息，这些信息能帮助投资者评估各类资产的吸引力，因此，明智的投资者在评估可供选择的投资组合时，必须考虑自下而上的因素和自上而下的因素，不可偏废。本书没有花费过多笔墨分析基金管理的复杂性，而是采取从宏观到微观的逻辑顺序，首先分析资产配置决策中所涉及的方方面面的问题，之后重点讨论特定投资组合的管理。

### 三、严密的投资框架

本书反复强调三个主题。第一个主题是，采取投资行动时，必须遵循并严格执行严密的分析框架，并且细致深入地考察特定的投资机会。在所有的投资决策中，大到宏观的资产配置，小到具体证券的选择，组合经理要想成功，都必须在与普遍观点发生分歧时坚定自己的选择。如果组合经理对自己的选择信心不够坚定，就可能随随便便、出尔反尔，就可能低价卖出高价买入，从而遭受双重损失。只有依靠完善的决策程序做出

正确的决定，组合经理才能坚定信心，才能在市场狂热之时卖出股票获得超额收益，在市场绝望之际发掘投资价值。

要建立严密的分析框架，受托人需要全面把握委托机构面临的资金挑战，并根据机构的具体特点来评估这些挑战。很多情况下，受托人不能准确把握某一委托机构的特定需求，而是效仿其他类似投资机构的投资组合结构。还有些情况下，受托人评估单个投资策略时，往往根据采取同一策略的其他投资者的身份地位而非该策略本身的价值做出决定。受托人“效仿老大”的做法会将委托机构的资产置于巨大的风险之中。

严格执行投资决策可以确保投资者的收益和成本与机构的投资政策相符。尽管众多的投资行为都需要审慎监督，但是，维持投资政策中的资产配置目标是监督工作的重中之重。许多投资者花费大量的时间和精力来构建投资组合，但组合一经建立便疏于维护，结果导致组合跟随大市随波逐流。事实上，组合建立后，投资者需要进行大量的再平衡操作，买进低配的资产，卖出超配的资产，最终使各项资产的配置接近目标水平。可见，如果受托人不能严格维持组合政策中的资产配置目标，他们就无法实现机构组合的预期目标。

在管理投资项目的过程中，投资决策必须以



周密的分析为基础。投资管理行业竞争激烈，因为这一行业是个零和游戏，也就是说，赢家赚取的利润恰恰是输家的损失。因此，大到投资政策的制定，小到具体证券的选择，周密的分析都是保证投资活动获利的唯一基础。

# 第1章 绪论（3）

## 四、代理问题

本书的第二个主题是代理问题（agency issues），它的普遍存在影响机构投资目标的顺利实现。代理问题是指，代理人从个人利益而非委托人利益出发做出投资决策，从而危及基金管理的方方面面。它主要包括但不限于：基金受托人希望在任期内对投资委员会产生影响，员工希望提高工作的安全感，组合经理为获取稳定的管理费收入而牺牲投资业绩，公司管理人员为了私利而挪用资产等。由于基金受益人与基金管理人之间存在利益冲突，基金的预期收益与实际收益之间往往存在偏差。

基金委托人的目标与代理人行为之间的矛盾导致公司治理层面的问题发生，最终使投资决策不能服务于捐赠基金的长期利益。个人往往注重眼前利益，因此会过分强调基金在短期内获取最大利润。另外，基金受托人为了维护自己的权力，避免异议出现，会拘泥于传统的投资理念。因此，许多投资委员会中都充斥着短期化倾向与妥协气氛，他们往往选择主流机构的投资策略，而错失通过长期逆向投资获取更高收益的良机，

结果投资业绩平平。

上述问题出现的根源是外部投资经理与机构投资者之间的利益冲突。机构追求的是风险调整后的收益最大化，外部投资顾问追求的则是稳定的管理费收入。由于许多极具吸引力的投资机会往往不能提供稳定的、可预期的现金流，于是分歧产生。基金管理公司为了保持稳定的现金流，往往聚集庞大的资产规模，采取追随市场基准收益的投资策略，投资标的范围广泛，结果导致精力分散。虽然受托人试图通过合理的激励机制来减少与外部投资顾问的利益冲突，但是，不管激励机制考虑多么充分，基金管理人员与资本提供者之间存在利益冲突这一客观事实是无法被改变的。

大部分资产类别中的投资工具都带有一定的代理人风险，其中，公司债券是一个比较极端的例子。结构性问题导致公司债券作为投资组合的一部分时问题丛生。公司管理层利益与股东利益通常一致，但与公司债券持有人之间存在严重的利益冲突，因此，在几乎所有的利益冲突中，公司债权人都注定要遭殃。不过，在股票投资方面，尽管公司管理层与外部股东之间利益大致趋同，但代理问题依然没有消失。在所有的股权投资中，不管是上市公司的股权，还是未上市公司的股权，公司管理层都会不时地做一些对个人有

利而直接损害股东利益的事情。为解决这一问题，投资者要尽量寻求那些将股东利益置于首位的管理层，而避开那些将公司看作是个人提款机的掌权者。

从投资管理过程的方方面面中，我们都可以看出机构基金与代理人之间的利益冲突。因此，充分把握代理问题的广度和深度将为基金经理构筑第一道防护墙。基金受托人要以健康的怀疑态度来评估每一位投资活动参与者，这样才有更大把握避免或减轻委托人和代理人之间严重的利益冲突。

## 五、积极投资管理的挑战

本书的第三个主题是积极投资管理策略面临的挑战。积极投资管理是指利用市场错误定价机会来超越大盘的策略。实施这种策略面临严峻的挑战，因为，无论是择时策略，还是证券选择，都是在高度竞争的环境中进行的。在这种竞争中，大部分参与者都是输家。由于上市有价证券的定价效率高，采取积极管理策略的投资者面临巨大的障碍。

尽管流动性较差的非公开交易市场提供了许多被错误定价的产品，但是，这一市场上投资者的境遇并不一定好于高流动性的公开市场上的投资者，因为，在很多情况下，私人股权基金高额的费用负担抵消了风险调整后的收益。无论在公

开交易市场上，还是在非公开交易市场上，积极型管理策略经常不能实现预期收益。

虽然积极投资管理策略面临巨大障碍，但是绝大部分市场参与者还是选择了这种失败者的游戏。就像沃伯根湖（Lake Wobegon）的居民都相信自己的孩子比一般的孩子要聪明一样，所有的投资者都认为他们的积极投资管理策略一定能够带来优异的业绩。然而残酷的现实表明，总体而言，积极型投资经理参与的是一个“负和游戏”，因为就总和来看他们必然会输掉游戏成本，包括管理费、交易佣金与中间商买卖差价。<sup>1</sup> 那些试图超越大盘的投资者的总损失正是华尔街分得的蛋糕份额。

实施积极投资管理策略的机构还面临另一障碍——人才。要实现优异的投资业绩，就需要沙里淘金，对各种投资选择进行比较和筛选，从中发现“黑马”。能胜任这项工作的，非慧眼识珠者莫属。对大部分机构而言，雇用如此高素质人才的成本实在难以承担。如果机构投资者退而求其次，在追求积极投资策略的同时却在雇佣人才方面大打折扣，结果只能是将机构资产推进巨大的风险中。相对于那些愿意付出大量资源力求超越大盘的竞争对手而言，这些机构只不过是“为人作嫁”，让自?损失的真金白银成为赢家纵横市场的猎物。

即使具备了足够的高素质人才，积极投资管理策略仍然要求投资机构杜绝机构的官僚性，但很少有机会能够解决这一问题。建立并维持不同寻常的投资框架需要一定的勇气和忍耐力，毕竟在世俗的眼光中，那些非传统的组合是非常鲁莽的。如果投资机构缺乏勇气维持逆向投资的头寸，他们很可能在困难时期屈服于传统观念的压力，在高位买入，低价卖出，结果导致名利双失。

# 第1章 绪论（4）

虽然本书中所介绍的投资知识是针对教育机构捐赠基金的，但其中的投资思想却适用于所有的金融市场参与者。更重要的是，本书将有助于读者了解积极投资管理策略获得成功所需的特殊条件。投资者要认清自己，通过深入分析判断自己是否具有积极管理的能力，并根据对自己的认识在投资过程中有所为、有所不为，从而提高投资成功的几率。

通过本书的学习，金融专业的学生可以掌握实际的投资技巧，了解大型机构基金管理中的思维方式。基金经理必须全面、准确地把握金融工具，不仅要能够利用现代金融技术严密地进行定量分析，还要能够从行为科学的角度做出定性判断。基金管理跨越了多个学科，必将引发众多市场观察者的兴趣。

## 第2章 捐赠基金的目的（1）

教育机构将捐款积累起来，成立专门的捐赠基金，可用于多种目的。第一，捐赠基金能够增强教育机构的自主性。高等学府维持一定规模的捐赠基金，作为相对独立的收入来源，能够增强其自主性，降低对政府拨款、学费收入以及校友资助的依赖。第二，捐赠基金能够提高教育机构收入的稳定性。捐赠基金可持续的支出规模越大，机构收入的稳定性就越强，就越有利于实施长期规划、增强机构实力。第三，捐赠基金有助于创造优越的教学与科研环境。由于大学院校的学费水平大体相同，机构的捐赠基金规模越大，其收入增量就越多，就越有利于创造优越的教学与科研环境。

机构如果缺乏长期稳定的资金来源，就只能靠临时收入来应付日常支出，但是资助者往往要求在机构管理中有自己的话语权，这无疑限制了机构未来的发展能力。政府给大学院校拨款时往往会附加大量的使用限制，而这些限制往往和教育机构寻求财务支持的初衷相矛盾。校友或社会人士的资助通常也会或多或少附带明确或隐含的条件，其中一些条件可能与机构意愿不相一致。



在机构发展早期，任何一类收入来源对机构的存亡都有重大意义，因此，处于这一发展阶段的机构也往往容易受到外部收入来源附加条件的制约。

大学在运营中经常需要进行长期投入。例如，授予教员终身教授职位意味着这些教授的合同期可能长达数十年，他们的薪酬实质上是大学的一种长期债务。如果以临时性的资金来源来支付这类长期债务，必然会使大学及相关个人面临现金流中断的风险。而捐赠基金的长期性质恰好与终身教授职位的长期性相匹配。

机构内部有些成员对捐赠基金使命的理解往往只着眼于当前的需要。在校学生一般希望增加当前支出，期望用更多的支出来减轻学费负担，并提高教育质量；院系教师则希望有更多的资金来支持高层次的学术活动；而管理者则希望通过提高收入流量来挣脱预算约束；一些捐赠人希望提高捐赠基金的支出比率，以此来减轻机构筹措日常必要资金的压力。因此，受托人常常处于两难境地，既希望能够支持机构当前的项目，又要为后代履行资产保值增值的义务。

大学院校是社会上历时最悠久的机构之一，它们秉承独立的精神和教书育人的使命，薪火相传，为提升人类社会生活的质量做出了不可估量的贡献。在这一过程中，捐赠基金功不可没，它

们增强了教育机构的独立性，提高了其财务稳定性，助其创造优越的教学环境。

## 第一节 保持独立性

募集捐赠资产并建立基金有利于保持机构的自主性，因为机构如果依靠非长期性资金来源来支持日常运营，将容易受到资金提供者附加条件的制约。例如，当利用政府拨款来支持某一特定的科研项目时，整个大学的学术活动都常常会受制于政府规章制度的约束，甚至连那些与拨款的实际受益人没有直接关系的部门和活动也要受到影响。同样，教育机构如果依靠捐赠资金来支持日常开支，他们会发现捐资者通常也会要求对学校活动施加一定影响。即使学校主要依靠学费收入来支持科研与教学活动，它们也常常会为了吸引更多的学生而被迫追随当前社会风尚，导致独立性大大降低。当学校的运营资金主要来源于外部拨款与学费收入时，外部影响尤为明显。

诚然，教育机构应当遵守政府政策、考虑捐赠者的意愿和学生需求。但是，这些因素有时会分散校方精力，使学校不能全力以赴追求目标。不过，建立捐赠基金后，学校就可以在满足各方需要的同时又不会受制于他们。

## 第2章 捐赠基金的目的（1）

捐赠基金的捐赠人通常会对资金的使用附加条件，要求基金为特定目的提供长期资金支持。个别情况下，这些要求与机构发展目标相背离，比如捐赠者可能要求支持一门早已被学者们抛弃的学科。不过，更多的情况下，捐资者要求所捐资金完全用来服务于机构的核心目标，比如教学活动或者经济资助。即使在最初制定捐赠条款时，捐赠人对所捐资金的用途施加了较大影响，但是，一旦建立基金，捐赠人的影响就逐步减弱了。

机构如果过度依赖短期收入来源将会受制于众多限制因素，而机构如果可以从捐赠基金中获取长期稳定的收入，将能为大学提供预算支持，将有更大可能保持较高的独立性、学术研究自由度和管理自主性。

### 耶鲁大学与康涅狄格州的案例

18世纪初，耶鲁大学尚处于幼年时期，其早期成长曾受惠于康涅狄格州的法律和资金支持。1701年10月，康涅狄格州议会通过了五位牧师的提议，决定成立一所高等学府：“在上帝的保佑下，年轻人将在这里接受人文科学和自然科学的

教育，他们将是教会和世俗国家的后备军。”此后，州政府对耶鲁大学提供各种支持，包括拨给土地、提供专项拨款用于建设与维修校园建筑物、授权发行债券以及对牧师、教师、学生实行税收豁免。布鲁克·马瑟·凯利（Brooks Mather Kelley）在《耶鲁的历史》（Yale—A History）一书中估计：“在整个18世纪，康涅狄格州的资助占耶鲁大学所接受的全部捐助的一半以上。” [1]

但康涅狄格州对耶鲁大学的支持也是有条件的。例如，1755年，州议会以战时支出为名否决了对耶鲁大学的年度拨款计划，而其实质是为了报复耶鲁大学，因为时任耶鲁大学校长托马斯·克莱普（Thomas Clap）就宗教在大学中的地位这一问题与议会持相反意见。1792年，作为继续给予财政支持的交换条件，康涅狄格州州长、副州长与六位议员成为耶鲁大学的董事会成员。州政府指派代表的存在导致董事会经常发生矛盾和争吵，争论的焦点涉及教职员工的宗教信仰、州议会改革学校弊病的权力等。

直到1871年，州政府取消了对耶鲁大学的支持，州政府指派代表的制度才被取消，此时六位供职于耶鲁大学的最后一批州议员从学校撤离。六位议员留下的空缺席位由耶鲁校友会选举产生的人员担任，从此学校董事会才真正掌握了控制

权。耶鲁大学的经历是当时全美国趋势的一面镜子。随着南北战争结束，达尔文主义与自由放任思想盛行，人们不再认为州政府应当在资助私立教育发展中扮演主要角色。历史学家弗雷德里克·鲁道夫（Frederick Rudolph）曾经说过：“资助大学教育曾经是政府的传统职责，曾对高等教育的发展发挥了重要作用，但是现在却变得不那么重要了，甚或阻挠了教育的发展。”耶鲁大学是幸运的，州政府的资助撤出后，取而代之的是校友与社会人士有组织的资助。

历史上，政府官员以进入耶鲁大学管理委员会为条件向学校提供资助的例子充分表明，学校如果过度依赖外部资金来源，将导致控制权的丧失。虽然耶鲁大学是一个比较极端的例子，它处于州政府直接控制下长达80年之久，但是，许多其他有关外部影响的问题正在不断挑战着受托人的智慧。在管理教育机构的过程中，如何平衡加强机构控制力与满足资金提供者的合理要求之间的关系，仍是一个富有挑战性的问题。

### 联邦政府支持学术研究的案例

在私立教育机构发展过程中，依赖政府资助的利与弊始终存在。20世纪60年代美国研究型大学的地位上升，许多学者将其归功于这一时期联邦政府加大对高等院校研究活动的支持力度。但是，政府支持也产生了负面影响，大学管理的灵

活性普遍下降，这种情况在20世纪70年代逐步凸现出来。

通过对研究型大学的深入考察，休·格雷厄姆（Hugh Graham）与南希·戴蒙德（Nancy Diamond）认为，联邦政府对研究活动的支持导致“政府过多地卷入教育机构中、过分强调专门的研究，政府对私人部门进行监管的趋势开始出现”。[4] 20世纪60年代末70年代初，联邦政府的监管缓慢但稳步渗透到高等院校的各个方面：大学教职员工的雇用、提升与解聘以及研究工作、招生、有毒废物的处理、人类和动物研究、残疾人权益、管理者的工资与薪水、养老金和福利政策、大型设备的购置与管理、资料保管、体育运动的推广、资金筹集和某些课程的设置等。总之，政府的影响无所不在。[5]

## 第2章 捐赠基金的目的（2）

捐赠基金的捐赠人通常会对资金的使用附加条件，要求基金为特定目的提供长期资金支持。个别情况下，这些要求与机构发展目标相背离，比如捐赠者可能要求支持一门早已被学者们抛弃的学科。不过，更多的情况下，捐资者要求所捐资金完全用来服务于机构的核心目标，比如教学活动或者经济资助。即使在最初制定捐赠条款时，捐赠人对所捐资金的用途施加了较大影响，但是，一旦建立基金，捐赠人的影响就逐步减弱了。

机构如果过度依赖短期收入来源将会受制于众多限制因素，而机构如果可以从捐赠基金中获取长期稳定的收入，将能为大学提供预算支持，将有更大可能保持较高的独立性、学术研究自由度和管理自主性。

### 耶鲁大学与康涅狄格州的案例

18世纪初，耶鲁大学尚处于幼年时期，其早期成长曾受惠于康涅狄格州的法律和资金支持。1701年10月，康涅狄格州议会通过了五位牧师的提议，决定成立一所高等学府：“在上帝的保佑下，年轻人将在这里接受人文科学和自然科学的

教育，他们将是教会和世俗国家的后备军。”此后，州政府对耶鲁大学提供各种支持，包括拨给土地、提供专项拨款用于建设与维修校园建筑物、授权发行债券以及对牧师、教师、学生实行税收豁免。布鲁克·马瑟·凯利（Brooks Mather Kelley）在《耶鲁的历史》（Yale—A History）一书中估计：“在整个18世纪，康涅狄格州的资助占耶鲁大学所接受的全部捐助的一半以上。” [1]

但康涅狄格州对耶鲁大学的支持也是有条件的。例如，1755年，州议会以战时支出为名否决了对耶鲁大学的年度拨款计划，而其实质是为了报复耶鲁大学，因为时任耶鲁大学校长托马斯·克莱普（Thomas Clap）就宗教在大学中的地位这一问题与议会持相反意见。1792年，作为继续给予财政支持的交换条件，康涅狄格州州长、副州长与六位议员成为耶鲁大学的董事会成员。州政府指派代表的存在导致董事会经常发生矛盾和争吵，争论的焦点涉及教职员工的宗教信仰、州议会改革学校弊病的权力等。

直到1871年，州政府取消了对耶鲁大学的支持，州政府指派代表的制度才被取消，此时六位供职于耶鲁大学的最后一批州议员从学校撤离。六位议员留下的空缺席位由耶鲁校友会选举产生的人员担任，从此学校董事会才真正掌握了控制



权。耶鲁大学的经历是当时全美国趋势的一面镜子。随着南北战争结束，达尔文主义与自由放任思想盛行，人们不再认为州政府应当在资助私立教育发展中扮演主要角色。历史学家弗雷德里克·鲁道夫（Frederick Rudolph）曾经说过：“资助大学教育曾经是政府的传统职责，曾对高等教育的发展发挥了重要作用，但是现在却变得不那么重要了，甚或阻挠了教育的发展。”耶鲁大学是幸运的，州政府的资助撤出后，取而代之的是校友与社会人士有组织的资助。

历史上，政府官员以进入耶鲁大学管理委员会为条件向学校提供资助的例子充分表明，学校如果过度依赖外部资金来源，将导致控制权的丧失。虽然耶鲁大学是一个比较极端的例子，它处于州政府直接控制下长达80年之久，但是，许多其他有关外部影响的问题正在不断挑战着受托人的智慧。在管理教育机构的过程中，如何平衡加强机构控制力与满足资金提供者的合理要求之间的关系，仍是一个富有挑战性的问题。

### 联邦政府支持学术研究的案例

在私立教育机构发展过程中，依赖政府资助的利与弊始终存在。20世纪60年代美国研究型大学的地位上升，许多学者将其归功于这一时期联邦政府加大对高等院校研究活动的支持力度。但是，政府支持也产生了负面影响，大学管理的灵

活性普遍下降，这种情况在20世纪70年代逐步凸现出来。

通过对研究型大学的深入考察，休·格雷厄姆（Hugh Graham）与南希·戴蒙德（Nancy Diamond）认为，联邦政府对研究活动的支持导致“政府过多地卷入教育机构中、过分强调专门的研究，政府对私人部门进行监管的趋势开始出现”。[4] 20世纪60年代末70年代初，联邦政府的监管缓慢但稳步渗透到高等院校的各个方面：大学教职员工的雇用、提升与解聘以及研究工作、招生、有毒废物的处理、人类和动物研究、残疾人权益、管理者的工资与薪水、养老金和福利政策、大型设备的购置与管理、资料保管、体育运动的推广、资金筹集和某些课程的设置等。总之，政府的影响无所不在。[5]

## 第2章 捐赠基金的目的（3）

政府对高等院校的监管导致教育机构成本增加、官僚主义作风盛行。哈佛大学校长德里克·博克（Derek Bok）指出，20世纪70年代中期，为了满足政府相关监管规定，哈佛员工需花费6万多个小时的劳动，成本增加将近830万美元。这组数据被广为引用。1980年的一项研究表明，为满足联邦政府监管规定所需要的成本占教育机构总预算的7%~8%。〔6〕

此外，政府支持导致高等院校管理层自主性降低，对学校管理构成巨大威胁。在《1974—1975年校长报告》（Report of the President for 1974—1975）中，耶鲁大学校长金曼·布鲁斯特（Kingman Brewster）这样说道：“近几年的历史警告我们，大学里只要有一项活动依赖政府资助，必然会使整个学校都受制于众多的限制条件，这将削弱学校教职员工和受托人掌握学校命运的能力。”

教育机构如果拥有规模较大的捐赠基金，那么，在接受外部资助时，捐赠者的附加条件虽然会对机构政策造成影响，但这种影响通常较小，不会对机构的自主性构成威胁。捐赠基金对教育

机构的财力支持越雄厚，教育机构就越有能力谢绝附加繁杂苛刻条件的外来资金，也更有能力通过谈判改变对自己不利的一些规定。相反，如果一个教育机构没有相对独立的收入来源，外来资金的提供者就有可能以此作为要挟，从根本上改变这个机构。

### 桥港大学的案例

20世纪90年代初，桥港（Bridgeport）大学陷入严重的财务困境中，在苦苦挣扎之后，为了生存，它不得不放弃独立性。20世纪70年代，该校繁荣时期学生人数曾多达9 000人，而到1991年，学生人数已不足4 000人。招生日益困难导致学校财务状况江河日下，学校被迫考虑采取极端措施。不过，尽管处境十分窘迫，1991年10月，桥港大学最终还是放弃了来自世界和平教授学会

（Professors World Peace Academy）的5 000万美元的资助，因为该组织是牧师文鲜明（Sun Myung Moon）领导的统一教1的下属机构。为了保持独立性，学校理事会毅然决定从学校90个学位中缩减近三分之一，并向法官请求从有限的捐赠基金中拨款为教职工发放工资。

1992年4月，在山穷水尽之际，学校理事会突然改变了方针，将学校的控制权拱手让与世界和平教授学会，目的是为了在五年内获取5 000多万美元的资助。随着统一教控制学校董事会，具

有65年发展历史的桥港大学被赋予了新使命：“成为所有有志于实现国际和平和理解的大学的基地”。[7]

三年后，桥港大学授予文鲜明牧师名誉学位，尊他为“宗教领袖与具有真正精神力量的人”。[8] 文鲜明牧师在大学校园期间，声称共产主义的衰亡是他的功劳，并声称自己可以解决中东问题和朝鲜半岛冲突。他说，“尽管整个世界竭其所能置我于死地，但是此刻，我昂立于世界之巅。”[9] 《纽约时报》评论道，这些言论又为批评家提供了更多证据来证明“一个曾经备受世人尊重的学校”为了获取资金而将其控制权拱手让与一个“自封为救世主的宗教狂”。

桥港大学的终结是多种因素所致，但是，假如学校当初有相当规模的捐赠基金，它也许可以保持其独立性。正是由于缺乏稳健的财务基础，桥港大学的命运才历经如此坎坷，学校各方的痛苦自然不言而喻。

高等院校的外部资助者往往会提出一些要求，这些条件可能影响机构的行为。在极端的情形下，外部捐助者甚至要求彻底改变机构的基本特征。由此可见，捐赠基金对机构提供的支持力度越大，机构就越有能力独立地追求自身发展目标。

## 第2章 捐赠基金的目的（4）

### 第二节 增强稳定性

捐赠基金可以为教育机构的预算提供稳定可靠的现金流，有助于维持机构运营的稳定性。非长期性资金来源有可能随着政府政策的调整、捐赠人意愿的改变与学生偏好的转移而波动、减少甚至消失。捐赠基金则有助于降低教育机构收入的波动程度，便于学校实施长期计划，增强其长期发展能力。

耶鲁大学与乔赛亚·威拉德·吉布斯的案例

在耶鲁大学历史上，曾多次出现当期收入波动导致预算紧张的问题。很多时候，耶鲁大学都是在赤字状况下运营的，以至于员工被迫放弃部分工资。在极端的情况下，耶鲁大学的著名学者都有可能入不敷出。以被尊为“耶鲁历史上最杰出的学者”——乔赛亚·威拉德·吉布斯（Josiah Willard Gibbs）为例，1871年，这位以物理学和工程学研究举世闻名的学者被聘为无薪数学物理学教授。耶鲁大学在聘书上说，“并非我们对您缺乏敬意，而是因为耶鲁大学实在太穷了。”1880年，约翰·霍普金斯大学（Johns Hopkins）试图以年薪3 000美元从耶鲁挖走吉布

斯教授。

当时，在耶鲁大学教授、著名的地质学家和矿物学家詹姆斯·德怀特·达纳（James Dwight Dana）的力劝下，时任耶鲁校长诺厄·波特

（Noah Porter）承诺为吉布斯教授提供年薪2 000美元的工资，并保证今后资金一旦到位立即为其加薪。在致吉布斯的一封信中，达纳请求他继续留在耶鲁大学。信中说：“我毫不怀疑约翰·霍普金斯大学希望得到您的声望与服务，也许您正在考虑接受他们的邀请，毕竟耶鲁大学尚未采取任何措施来授予您捐赠教席教授1 的荣誉，而且也没有财力和进步的迹象来鼓舞教授、吸引更多勤奋好学的学生。但是，无论如何，我仍然希望您能够与我们并肩作战。耶鲁基金正在建立，您的价值必将在不远的将来得到认可……约翰·霍普金斯大学可以没有您，但我们不能。”[10]

最终，吉布斯教授以其杰出的成就获得了耶鲁著名的贝克莱（Berkeley）研究员奖金。这一奖金由约翰·贝克莱（John Berkeley）于1731年捐赠成立，他将位于罗得岛（Rhode Island）州新港市（Newport）的96英亩农场捐赠给耶鲁大学，用农场收入作为该奖金的资金来源。获此奖金支持的杰出耶鲁毕业生还有达特茅斯（Dartmouth）学院第一任院长埃利埃泽·惠洛克（Eleazer Wheelock）和第一位获得博士学位的美国人尤金·

斯凯勒（Eugene Schuyler）等。

如今，对学者们而言，捐赠教席在很大程度上被视作赋予有杰出贡献教员的荣誉，而在吉布斯的年代，这不仅是荣誉，更重要的是财力保障。即便是在今天，长期财务稳定的教育机构依然在吸引与保留人才方面享有优势。

### 斯坦福大学的案例

有些时候，经营捐赠基金的作用不仅限于为教育机构提供稳定的年度财务支持。在严重的经济困难时期，机构如果拥有大规模的捐赠基金，可以通过提高捐赠基金的支出比率来缓解困难、渡过难关。如果机构的长期资金来源不足，它所遭受的财务困难会更加直接。

1991年，斯坦福大学失去了来自联邦政府的一大笔财务支持，原因是学校与联邦政府之间就后者赞助的一个研究项目的费用偿还问题发生争吵。有人指控斯坦福大学向政府索要的费用超过研究项目本身的花费，目的是将多余的资金用于偿还建造一艘72英尺长的维多利亚游艇和太浩湖畔避暑设施的相关费用，这一指控曾轰动一时。

〔11〕由于丧失了来自政府的拨款，1992年斯坦福大学出现高达3 250万美元的赤字，约占其收入的3%。

随后，斯坦福大学预计接下来三年的亏损将达1.25亿美元。面对困难局面，大学管理层试



图“开源节流”。其中，“开源”计划中的一个要点是要将捐赠基金的支出比率从1993年的4.75%提高到1994年的6.75%。也就是说，在斯坦福大学的过渡期间，捐赠基金预计将增加5 800万美元的资金支出用于支持学校的正常运转。

通过提高捐赠基金的支出比率、降低费用和增加借款等多种措施，斯坦福大学的财务状况重归稳定。1995年，随着大量财政预算盈余出现，斯坦福大学将捐赠基金的支出比率降到5.25%，接近最初4.75%的常规水平。〔12〕通过大幅提高捐赠基金的支出比率，斯坦福大学成功地将突发性大规模资金损失对学校造成的破坏降至最低。

但是，用长期资金来弥补短期赤字是要付出代价的。在斯坦福大学大幅提高捐赠基金支出比率后的五年内，由于投资收益强劲，捐赠基金资产价值增长了一倍以上。事后分析，如果斯坦福大学当初将捐赠基金的支出比率保持在4.75%的常规水平上，通过筹集低成本的借款来弥补预算赤字，效果会更好一些。从以上分析中可以看出，提高捐赠基金的支出比率将导致长期性资金规模下降，从长期来看，必将加大最终成本。总而言之，捐赠基金稳定可靠的资金支出有助于增强教育机构的稳定性。在正常情况下，捐赠基金规模越大，越有利于提高机构收入的质量，机构

就有可能更大限度地依靠自身收入来保障正常的教学与科研活动。在出现严重的财务困难时，捐赠基金可以起到缓冲作用，机构可以通过提高捐赠基金的支出比率或者以捐赠基金为担保通过对外借款来解决突发性财务问题。捐赠基金支出的大量资金还可以营造出宽松的日常预算环境，增强机构应对财务困难的能力。

## 第2章 捐赠基金的目的（5）

### 第三节 创造优越的教学环境

捐赠基金可以帮助教育机构创造优越的教学环境。一般而言，当其他条件相同时，教育机构的捐赠基金收入越多，越有利于吸引优秀的学者，提供尽可能优良的设施，并且可以支持开创性研究。尽管雄厚的财力并不能直接转化为教育成果，但更多的资金的确有利于教职员工、管理层与受托人建设高水平的教育机构。

#### 一、捐赠基金与教育机构的质量

捐赠基金的规模与教育机构的质量密切相关。一项针对主要的私立研究型院校的调查表明，大学的捐赠基金规模越大，它在《美国新闻与世界报道》（U.S. News and World Report）杂志上教育机构中的排名就越靠前。[13] 尽管人们对《美国新闻与世界报道》的大学排名争议不断，但争论的焦点是各个院校的具体排名。我们将主要的研究型大学分为四个档次，将类似的院校归为一档，这样可以淡化人们对伯仲叔季具体顺序的关注。这种四大档分类法显示，捐赠基金规模的大小与院校质量的高低密切相关。

由于州政府支持的公立高等院校的预算问题

与私立院校有很大差异，因此，本次研究将这类院校排除在外。例如，与私立院校相比，政府拨款在公立院校的发展中扮演着十分重要的角色。如果政府希望把社会各界对教育机构的支持维持在特定水平，那么，这类机构所获取的捐赠收入发生变化时，政府就会相应增减拨款来抵消捐赠收入的变化。捐赠基金大幅增加时，政府的资助可能相应缩减；而捐赠基金来源减少时，政府可能加大支持力度。公立院校的投资与支出等预算问题与私立院校有根本不同。

主要研究型大学的学费收入惊人地相似。2004年的一项调查表明，排名在前20位的研究型大学的本科生学费基本上都在19 670~32 265美元的范围内，扣除最高值和最低值，基本都在24 117~29 910美元之间，差别并不大。而排名前五位的研究型大学的本科生学费则大致在28 400~29 910美元的范围内，差异更小。由此可见，在排名靠前的高等院校中，学费差距并不大，至少对外公布的标准如此。

主要的私立院校都经营庞大的企业。2004年，它们的收入从7 400万美元到将近28亿美元不等，平均达7.22亿美元。在这61家教育机构中，有11家机构的收入水平甚至可以与《财富》杂志1 000强公司相媲美。[14]

学费收入是研究型大学的主要资金来源，占

收入的比例超过48%。拨款（grants and contracts）大约占25%，投资收入占13%，捐赠占8%，其他收入占比不到6%。

对教育机构的质量进行排名是一项十分艰巨的工作，因为仅用一个数字来归纳十分复杂且具有多面性的教育机构是非常困难的。尽管如此，《美国新闻与世界报道》对大学院校每年一度的排名仍为社会各界所普遍采用。

要十分准确地对大学进行区分排名几乎是不可能的，因此排名必然引起广泛争论。在排名过程中，《美国新闻与世界报道》评估了教育机构的学术声誉、学生保有率、人力资源、招生质量、财力、毕业率以及校友捐赠率等指标。

[15] 通过对SAT考试成绩1、班级规模、毕业率等指标的综合考虑，该杂志对大学院校进行排名。虽然具体的排名顺序引发许多争议，但是其直观性还是很明显的。

我们按照学术地位将大型私立大学分为四档，比较各档院校的财务与质量数据，这样能够淡化排名顺序，减少一些干扰因素，有利于重点考察投资收入与机构质量之间的关系。表2—1对各档院校进行了比较。

## 第2章 捐赠基金的目的（6）

续前表

档 次	院校	捐赠基金的平均 规模 (百万美元)	学生人均享有的 捐赠基金 (美元)	院校的平均 历史 (年)
	杜克大学			
	哈佛大学			
	约翰·霍普金斯大学			
	麻省理工大学			
	西北大学			
	普林斯顿大学			
	斯坦福大学			
	宾夕法尼亚大学			
	华盛顿大学			
	耶鲁大学			
第 二 档	波士顿学院	1 802	189 379	143
	布兰德斯大学			
	卡耐基·梅隆大学			
	西储大学			
	埃默里大学			
	乔治城大学			
	里海大学			
	圣母大学			
	纽约大学			
	莱斯大学			
	塔夫斯大学			
	芝加哥大学			
	罗切斯特大学			
	南加州大学			
	范德比尔特大学			
	威克弗里斯特大学			
第 三 档	仁斯利尔理工大学	569	61 517	137
	贝勒大学			
	波士顿大学			
	克拉克大学			
	福特汉姆大学			
	乔治·华盛顿大学			
	佩珀代因大学			

## 第2章 捐赠基金的目的（7）

从表2—1中可以看出，教育机构的质量与捐赠基金的规模之间呈现出较高的相关性。第一档机构的捐赠基金规模平均超过60亿美元，而最后一档机构的捐赠基金平均只有3.24亿美元。从第一档到第四档，机构的捐赠基金规模明显呈现出阶梯状下降趋势，表明捐赠基金资产规模与机构成就之间存在直接联系。

另一个指标是考察每个学生人均享有的捐赠基金规模，这一指标也说明了同样的问题。第一档大学中每名全日制学生人均享有的捐赠基金规模高达53万美元，第二档大学为19万美元，第三档为6.1万美元，最后一档大学则只有4.3万美元。由此也可以看出捐赠基金规模与教育机构质量之间关系密切。

对于不同的机构，投资收入占机构预算的比例差异十分明显。从表2—2中可以看出，对于第一档机构，投资收入占总收入的比例高达19.1%，而在第四档机构，投资收入仅占总收入的6.8%，这一比例仅为前者的1/3。



## 第2章 捐赠基金的目的（8）

表 2—2

高质量机构中投资收入在总收入中占比高

(截至 2004 财年的数据)

档 次	院校	平均总 收入 (百 万美元)	学费 收入	拨款	捐赠	投资 收入	其他 收入
前三 名	哈佛大学 普林斯顿大学 耶鲁大学	1 736	19.7%	23.5%	6.0%	31.2%	8.6%
第一 档	布朗大学 加利福尼亚理工学院 哥伦比亚大学 康奈尔大学 达特茅斯学院 杜克大学 哈佛大学 约翰·霍普金斯大学 麻省理工大学 西北大学 普林斯顿大学 斯坦福大学 宾夕法尼亚大学 华盛顿大学 耶鲁大学	1 463	24.5%	37.7%	8.4%	19.1%	8.1%
第二 档	波士顿学院 布兰德斯大学 卡耐基·梅隆大学 西储大学 埃默里大学 乔治城大学 里海大学 圣母大学 纽约大学 莱斯大学 塔夫斯大学	733	45.2%	25.9%	9.0%	14.5%	5.4%

## 第2章 捐赠基金的目的（9）

续前表

档 次	院校	平均总 收入 (百 万美元)	学费 收入	拨款	捐赠	投资 收入	其他 收入
第 三 档	仁斯利尔理工大学	422	58.9%	19.0%	6.9%	9.4%	5.8%
	贝勒大学						
	波士顿大学						
	克拉克大学						
	福特汉姆大学						
	乔治·华盛顿大学						
	佩珀代因大学						
	南方医科大学						
	圣路易斯大学						
	斯蒂文斯理工学院						
	雪城大学						
	杜兰大学						
	迈阿密大学						
	乌斯特理工学院						
叶史瓦大学							
第 四 档	美国天主教大学	271	64.5%	16.2%	8.1%	6.8%	4.3%
	德雷克塞尔大学						
	霍华德大学						
	伊利诺伊理工大学						
	洛约拉大学						
	马凯特大学						
	东北大学						
	得克萨斯基督大学						
	丹佛大学						
	塔尔萨大学						
	代顿大学						
	太平洋大学						
	圣地亚哥大学						
	旧金山大学						

## 第2章 捐赠基金的目的（10）

因为高质量的教育机构一般规模较大，收入总额较多，因此，投资收入占比较高实质上意味着投资收入的实际数额要远高于低档次院校。在第一档机构中，捐赠基金对学校运营提供的资金平均达2.74亿美元，而第四档机构中只有1 700万美元。

学生所缴纳的学费是对投资收入的补充。机构的质量越高，预算收入对学费收入的依赖程度就越低。第一档机构的学费收入占总收入的比例为24.5%，第四档机构则达到64.5%，差距高达40%。由此可见，低质量机构对学费收入的依赖度相当高。不过，按人均计算，第一档机构人均学费收入为26 800美元，第四档机构为19 400美元，相差并不大。由此可见，捐赠基金规模较大的机构可以利用其财力营造更优越的教学环境。

拨款与机构质量之间的关系也同样密切。第一档机构中，拨款占总收入的比例高达38%，而第四档机构中，这一比例降至16%。和投资收入的情况类似，由于第一档院校的收入总额多、拨款占比大，因此，拨款的实际数额巨大，这为学校的研究活动提供了有力支持。

每年捐赠金额占收入的比例一般在6.9%~9.0%的范围内，各档次院校之间没有明显的特征。尽管第一档院校的收入中，当期捐赠资金所占比例较小，但这些大学每年接受的捐赠资金的实际数额超过了其他所有教育机构接受捐赠资金的数额之和。

虽然捐赠基金的规模与教育机构质量之间关系密切，但是其中的因果关系仍不清楚。是因为高水平的教育机构可以吸引更多的捐赠资金，从而形成自我强化的良性循环，还是因为庞大的捐赠基金可以帮助教育机构提高自身水平，从而取得一流的成就？无论因果关系的方向如何，可以肯定的是，机构的财力越雄厚，就越有能力吸引高素质的人才，改善校园设施，为营造良好的教育环境提供有利条件。

#### 第四节 结论

捐赠基金可以帮助教育机构实现许多目标：保持独立性、增强稳定性与创造优越的教学环境。高等教育机构对社会的最大贡献是，为社会各阶层提供自由开放的论坛供人们交流碰撞思想，而不必受传统观念的约束与束缚。但是，高等院校如果过分依赖外部资金来源，其附加条件往往会对自由辩论的气氛形成限制，迫使学者屈从于社会习俗。

对历史悠久的教育机构而言，建立捐赠基金

可以最大限度地增强教育机构的经营独立性与财务稳定性。教育机构保留一定规模的长期性资金，有助于受托人摆脱政府干预，拒绝捐赠人不合理的要求。大规模的捐赠基金还可以帮助学校管理层减轻金融危机等外部因素带来的破坏性影响，帮助学校顺利渡过财务困境。

对成立不久的教育机构而言，捐赠基金在某些时候甚至能够决定机构的生死存亡。截至2007年6月的10年中，一百多家授予学位的教育机构被迫关门，这一数字占美国高等教育机构总数的3%。〔16〕捐赠基金规模较大的机构有财力应对财务困难和经营困境。有时，即使少量的捐赠基金也会产生重大意义。

捐赠基金为学校提供资金支持，在学校建造一流学府的过程中添砖加瓦。捐赠基金规模大的机构资金实力更为雄厚，更有利于营造优越的教学环境。由此可见，捐赠基金成就了高等院校的卓越品质，在高等教育发展中发挥着重要作用。

理解建立捐赠基金的目的是构建投资组合的第一步。受托人只有了解捐赠基金存在的原因，才能准确地把握具体的投资目标，为制定基金的投资政策与资产配置策略打下基础。

#### 本章注释

〔1〕 Brooks Mather Kelley, Yale: A History (New Haven: Yale University Press,

1974) . [2] 州长和副州长依然留在耶鲁大学内，但如今他们已经不能实际参与大学的管理了。

[3] Merle Curti and Roderick Nash, *Philanthropy in the Shaping of American Higher Education* (New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, 1965) ; Frederick Rudolph, *The American College and University: A History* (Athens: University of Georgia Press, 1962) .

[4] Hugh Davis Graham and Nancy Diamond, *The Rise of American Research Universities* (Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1997) .

[5] Ibid.

[6] Howard R. Bowen, *The Costs of Higher Education: How Much Do Colleges and Universities Spend per Student and How Much Should They Spend?* (New York: McGraw Hill, 1980) . See also Graham and Diamond, *Universities*, p.97.

[7] Denise LaVoie, "School Year Begins with New Unification Church Affiliation, " *Associated Press*, 28 August 1992.

[8] *New York Times* .



[9] Joseph Berger, “University of Bridgeport Honors Reverend Moon, Fiscal Savior,” New York Times, 8 September 1995.

[10] Lynde Phelps Wheeler, Josiah Willard Gibbs (New Haven: Yale University Press, 1951): 91-92.

[11] Leonard Curry, “Congressional Hearing Puts Stanford Officials on Hot Seat,” The Orange County Register, 14 March 1991.

[12] 与最初的4.75%相比，0.5%的增量是为了“支持学校基础设施建设”，见《1995年斯坦福大学年度财务报告》（Stanford University Annual Financial Report, 1995）。

[13] 这项关于捐赠基金规模与机构质量之间关系的调查结果没有公开发表，其依据是耶鲁大学投资办公室所进行的研究。

[14] “The Fortune 1,000 Ranked Within Industries,” Fortune, 28 April 1997.

[15] “Best Colleges 1998,” U.S. News & World Report, 1 September 1997. 《美国新闻与世界报道》杂志对29家大学中的28家予以排名。由于洛克菲勒大学不授予学位，因此不在此排名范围内。

[16] The National Center for Education and Statistics, Directory of Post Secondary

Institutions, 1987—1997, vol.1.

## 第3章 投资步骤（1）

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。机构投资的创新之路

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。<sup>1</sup>

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3章 投资步骤（2）

### 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。

## 第3章 投资步骤（3）

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，比如清楚明了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进行处理，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?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。

### 第3章 投资步骤（4）

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要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人员的意见，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接高校的归属感减弱，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，同时也在心?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。

### 第3章 投资步骤（5）

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。

绝大多数正常的投资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的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。

### 第3章 投资步骤（6）

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，缺乏与一流投资经理合作的能力。

## 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就可想而知了。

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。

咨询顾问表面看上去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。

## 第3章 投资步骤（7）

### 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的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投资经理参与进来，与内部的投资管理人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投资经理的“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，使受托人与外部投资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。

## 第3章 投资步骤（8）

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。

## 第3章 投资步骤（9）

### 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，但如果没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%。关于资产配置的公告报告显示，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?合信息显示，纽约大学依然从未涉足过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入的速度。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摘牌。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只剩下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 [13]，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。

本书由“行行”整理，如果你不知道读什么书或者想获得更多免费电子书请加小编微信或QQ：491256034 小编也和结交一些喜欢读书的朋友 或者关注小编个人微信公众号名称：幸福的味道 id：d716-716 为了方便书友朋友找书和看书，小编自己做了一个电子书下载网站，网站的名称为：周读 网址：<http://www.ireadweek.com>

## 第3章 投资步骤（10）

### 第七节 业绩评估

.....

#### 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](http://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) .





如果你不知道读什么书，  
就关注这个微信号。

1、小编希望和所有热爱生活，追求卓越的人成为朋友，小编：QQ和微信491256034备注书友！小编有300多万册电子书。您也可以在微信上呼唤我 放心，绝对不是微商，看我以前发的朋友圈，你就能看得出来的。

2、扫面下方二维码，关注我的公众号，回复电子书，既可以看到我这里的书单，回复对应的数字，我就能发给你，小编每天都往里更新10本左右，如果没有你想要的书籍，你给我留言，我在单独的发给你。

3、为了方便书友朋友找书和看书，小编自己做了一个电子书下载网站，网址：[www.ireadweek.com](http://www.ireadweek.com)



扫描二维码，加小编微信 扫描二维码，加小编个人公众

公众号名称：幸福的味道

公众号ID：d716-716

小编：行行：微信号：491256034

为了方便书友朋友找书和看书，小编自己做了一个电子书 下载网站，网站名称：周读 网址：[www.ireadweek.com](http://www.ireadweek.com) 小编也和结交一些喜欢读书的朋友

“幸福的味道”已提供120个不同类型的书单

- 1、 25岁前一定要读的25本书
- 2、 20世纪最优秀的100部中文小说
- 3、 10部豆瓣高评分的温情治愈系小说
- 4、 有生之年，你一定要看的25部外国纯文学名著
- 5、 有生之年，你一定要看的20部中国现当代名著
- 6、 美国亚马逊编辑推荐的一生必读书单100本
- 7、 30个领域30本不容错过的入门书

8、这20本书，是各领域的巅峰之作

9、这7本书，教你如何高效读书

10、80万书虫力荐的“给五星都不够”的30本书

.....

关注“幸福的味道”微信公众号，即可查看对应书单

如果你不知道读什么书，就关注这个微信号。