

本书是我见到的阐述机构投资管理最好的著作

——楼继伟

最新版

(Fully Revised and Updated)

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

张磊 杨巧智 梁宇峰 张惠娜 杨娜 / 译

 中国人民大学出版社

Pioneering Portfolio Management:
An Unconventional Approach to Institutional Investment

最新版

(Fully Revised and Updated)

机构投资的 创新之路

大卫·F·史文森 (David F. Swensen) / 著

张磊 杨巧智 梁宇峰 张惠娜 杨娜 / 译

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

机构投资的创新之路/史文森著;张磊等译.

北京:中国人民大学出版社,2010

ISBN 978-7-300-11726-3

I. ①机…

II. ①史…②张…

III. ①金融机构-金融投资-研究

IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 031875 号

机构投资的创新之路

大卫·F·史文森 著

张磊 杨巧智 梁宇峰 张惠娜 杨娜 译

Jigou Touzi de Chuangxin zhi Lu

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京东君印刷有限公司

规 格 180 mm×250 mm 16 开本

版 次 2010 年 3 月第 1 版

印 张 24 插页 2

印 次 2010 年 3 月第 1 次印刷

字 数 387 000

定 价 58.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

作者介绍



右为本书作者大卫·史文森，左为本书主译之一张磊

大卫·史文森是耶鲁的首席投资官，他管理着耶鲁大学高达 230 亿美元的捐赠资产。在他领导的 20 多年里，耶鲁捐赠基金创造了近 17% 的年均回报率，这在同行中无人能及。大卫·史文森早年在耶鲁获得了经济学博士学位，目前带领 20 人的投资管理团队在耶鲁大学位于纽黑文的校园内工作。

大卫·史文森 1985 年加入耶鲁，之前曾在华尔街工作 6 年，3 年在雷曼兄弟公司，3 年在所罗门兄弟公司。当时他的主要工作是开发新的金融技术。在所罗门兄弟公司，他构建了第一个掉期交易。

除了本书，大卫·史文森还是另一本畅销投资书《非传统的成功》的作者。

大卫·史文森在同行和竞争对手中享有极高的声望。世界上最大的投资管理公司之一先锋集团（Vanguard）的创始人约翰·博格尔（John Bogle）评价说：“大卫·史文森是这个星球上仅有的几个投资天才之一。”前哈佛管理公司首席执行官杰克·迈耶（Jack Meyer）说：“大卫是我们这行里最强的。”前摩根士丹利投资策略官巴顿·毕格斯（Barton Biggs）说：“史文森是机构投资领域的沃伦·巴菲特。”普林斯顿大学教授伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）说：“史文森是真正的投资领导者。”

2007年，大卫·史文森因其对耶鲁大学的突出贡献获得了莫里杯。同年，他还获得了霍普金斯学校颁发的霍普金斯奖章。2008年，他获得了母校威斯康星大学的荣誉博士学位，并成为美国社会科学研究院的研究员。

大卫·史文森还是TIAA和布鲁金斯学院的受托人，是剑桥大学投资委员会的成员。他担任顾问的机构包括奥巴马总统的美国经济复苏顾问委员会、康涅狄格州和马萨诸塞州的州政府、纽约证券交易所以及多个教育研究机构和慈善基金。

在耶鲁大学，大卫·史文森长期教授本科生和管理学院的课程。



推荐序

中投公司 楼继伟

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，我就要求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，

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本金，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

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》，在前一版的基础上，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

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：“守正用奇” ——论耶鲁基金的投资哲学

高瓴资本 张 磊

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

查尔斯·埃利斯

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。^①

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。

^① 唯一超过史文森的例外是沙特阿拉伯国王阿卜杜拉，最近他出资 200 亿美元捐建了阿卜杜拉国王科技大学。

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