

杨 坦 何小锋 著
荀继尧 朱喆煜



大学捐赠基金的运作与管理模式研究

University Endowment Fund:
Research on Operating and Management Model



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

大学捐赠基金的运作与管理模式研究

University Endowment Fund:
Research on Operating and Management Model

杨 坦 何小锋 著
荀继尧 朱喆煜



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

内容提要

本书通过深入分析研究国外成功的大学基金的管理和运作模式,为中国大学捐赠基金的发展,尤其是中国建设世界一流大学的目标做出一些探索和努力。

本书采用了资源基础论对大学捐赠基金的成功要素进行了理论分析和实证研究。捐赠基金的业绩由夏普比率来衡量。在对金融学、捐赠基金、经济学和战略管理学领域进行全面深入的文献回顾的基础上,本书提出了基于资源基础论的捐赠基金理论模型,并采用捐赠基金层面的定量和定性数据对相关的理论假设进行了实证检验。

图书在版编目(CIP)数据

大学捐赠基金的运作与管理模式研究 / 杨坦等著. —上海:上海
交通大学出版社,2017

ISBN 978-7-313-16645-6

I. ①大… II. ①杨… III. ①高等学校-教育经费-管理-研究-
中国 IV. ①G647.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017) 第 026149 号

大学捐赠基金的运作与管理模式研究

著 者: 杨 坦 何小锋 荀继尧 朱喆煜

出版发行: 上海交通大学出版社

邮政编码: 200030

出 版 人: 郑益慧

印 刷: 常熟市文化印刷有限公司

开 本: 710mm×1000mm 1/16

字 数: 105 千字

版 次: 2017 年 3 月第 1 版

书 号: ISBN 978-7-313-16645-6/G

定 价: 39.00 元

地 址: 上海市番禺路 951 号

电 话: 021-64071208

经 销: 全国新华书店

印 张: 9.5

印 次: 2017 年 3 月第 1 次印刷

版权所有 侵权必究

告 读 者: 如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话: 0512-52219025

序言：

大学发展基金是建设一流大学的推动器

大学发展基金的资金来源于校友和他人捐赠，其本金组成一个母基金，由少数精英管理，将资金委托给全球优秀的管理团队进行投资运作，将投资增值部分用于学校建设和师生发展。由于本金不断增加，大学发展基金可以不断扩大规模，从而源源不断地支持学校的发展。这是国际一流大学财务运作的发展惯例。

从专业角度说，母基金(Fund of Funds, FOF)的业务主要分成三块：一级投资(primary investment)、二级投资(secondary investment)和直接投资(direct investment)。一级投资是指 FOF 在子基金募集时对子基金进行的投资；二级投资是指 FOF 在子基金如 PE 的二级市场进行收购，主要有两种形式：购买存续的基金份额或后续出资额，购买基金持有的所投资组合公司的股权；直接投资是指 FOF 直接对公司股权进行投资；如果是成熟的母基金，还可以拓展更重要的、对相关投资的大数据进行分析，从而开展信息服务业务。

大学发展基金作为一个母基金，可以投资证券投资基金、PE 基金、大宗商品和房地产等，但实际交易不频繁，管理人员在于精明而不在于数量众多，属于以人才为本的高端行业。这是我国目前大学所缺乏的金融机构。

目前中国大学所拥有的“基金会”，属于慈善机构而不是投资企业，英文叫“foundation”而不叫“fund”，它的投资功能限于严格的政策规定，只能进行少量的保值性的投资。这与大学发展基金是不同的。

其实，大学发展基金在中国拓展的外部条件已经具备。就拿北京大学来说，校友捐赠能力日臻强大，校友中的投资管理人才众多，且颇有热心。如果由优秀校友组成管理团队和监督团队，向校友们众筹资金，直接到工商局注册有限合伙企业(投资基金)，这样市场化、专业化的投资运作是没有问题的。如果投资增值了，投资者可以自主决定将增值的一定比例(事先约定)捐赠给北大基金会。这样，北大可以吃着碗里(基金会)的，看着锅里(大学 FOF)的，想着海里(校友会)的，岂不乐哉！

问题是校友们启动资金少，不易达到 FOF 的规模，且难以协调组织投资人才，从而难以发挥建设一流大学的作用。为此，我在 2013 年以来，向媒体和校友们推广一个“五步曲”，以从财务运作上支持北大建设一流大学的设想。

第一步：将北大的校办企业逐步出售变现。

北大的校办企业是世界上规模最大的。据教育部 2014 年发布的高等学校校办企业统计概要显示，2013 年度全国普通高校校办企业资产总额中，排在最前面是北京大学，资产总额为 1176.56 亿元，在教育部直属高校校办企业资产总额(3167.07 亿元)中占比达 37%。据报道，2014 年，北京大学校办企业资产总额超过 1800 亿元，比 2013 年增长 50% 左右，资产超过了 10 年前所有高校企业的总和，总收入突破 880 亿元，比 2013 年增长 15% 左右(人民网北京 1 月 26 日电)。

北京大学校办企业有四大产业集团：方正集团、青鸟集团、未名生物工程集团和北大科技园。方正集团旗下又有五大集团，分别为方正信息

产业集团、北大医疗集团、北大资源集团、方正金融和方正物产集团。

方正集团控制的 A 股上市公司就有四家，分别为方正科技、中国高科、北大医药和方正证券。另有方正控股和北大资源两家公司在香港上市。方正集团同时还是北京上市公司中关村的第六大股东，其控制的北大资源科技有限公司，则是云南上市公司博闻科技的第二大股东。在集团居旗舰地位的方正证券目前控制着瑞信方正证券、方正期货、方正和生、方正富邦等公司。可见方正集团俨然朝着一个金融控股集团膨胀不已。这些资产既值钱又容易变现。

众所周知，这几年北大校办企业陆续出事了。北大拥有经济、金融、管理、法律、医疗、科技等方面的科研和教学力量，能够成为国家智库和大型企业的座上宾，但校办企业对此却是封闭的。王选式的校内优秀人才逐步远离校办企业。

北大不可能同时办成一流大学和“一流”企业，这是显而易见的。国际一流大学，如斯坦福大学，虽然对许多科技企业甚至著名的硅谷地区贡献良多，但是，大学自己不办所谓“国有企业”，而是支持校友们创办私人企业。

如果把北大校办企业逐步出售，特别是优先向校友们出售，将“校办企业”变成“校友企业”，校友们赚钱了反哺北大，可能比现在的校办企业贡献更大。可惜的是，“靓女未嫁已经有所毁容。”然而时机还在，不宜久拖。可以设想，几年后国资委一纸文件下达，可能向军办企业那样收走股权，就没有讨价还价余地了。

第二步：将出售所得的现金组成大学发展基金。

由于有了这些基石投资，校友们可以跟进捐赠资金入股，最终这个 FOF 的规模可能达百亿甚至上千亿！其管理运作按照市场化、专业化的

原则和惯例进行,充分发挥北大校友们的金融才干和管理优势,可以预料:其效益是可观的。

第三步:将 FOF 的增值投入一流大学的建设之中。

特别是花巨资引入世界一流教授,充实到北大的各个院系和专业岗位上。这相当于对顶级人才设立了“看涨期权”,其价值会越来越大。五年以后,引进的顶级人才可能达到成百上千规模,优秀科研成果层出不穷,教学质量大大提升,吸聚更多的优秀生源……北大由此向世界一流大学逐步靠近。

第四步:通过顶级人才“挤出”庸才。

此时北大现有教师可能一分为三:一部分自然退休;一部分自动离开;一部分留下与引进的顶级人才联合。问题是如何让庸才自动离开,目前只能是经济补偿的办法。这相当于对庸才设立“看跌期权”,越晚离开,价值越低。

第五步:与其他世界一流大学不断加深合作。

由于顶级人才的稀缺性,容易发生恶性争抢。不如与世界一流大学进行和谐式的合作,分享稀缺资源,实现网上共同教学和轮流现场指导,逐步从松散的合作走向紧密的合作,达成共赢的局面。

这只是我的设想,可以质疑,但是不可否认,大学发展基金对于建设一流大学的作用是巨大的。

这也是本研究的初衷。

本书《大学捐赠基金的运作与管理模式研究》是四位人士合作的成果。主要作者杨坦先生是牛津大学管理学博士、北京大学经济学院金融学博士后,同时具有丰富的资本运作经验。我作为他的博士后指导老师,多次参与讨论本研究的设计和进展。我们决定将成果出书,作为纤细的

“一带”，希望后接的成果蔚然芬芳，成为壮观的“一路”。

感谢上海交通大学出版社的支持！

何小锋

2017年春于北大

前 言

大学捐赠基金(University Endowment Fund)是指由大学长期拥有,通过投资产生收益来满足大学现时和未来发展需要的资金的总和。在西方发达国家,许多大学的成功得益于其庞大的捐赠基金,而捐赠基金的发展与其成功的管理和运作模式是密不可分的。成功的大学捐赠基金管理不仅是大学捐赠基金发展的动力之一,也为大学的发展提供了重要的财政支持,如 2013—2014 年,耶鲁基金为耶鲁大学的年支出贡献了 20%。正是由于捐赠基金的大力支持,有效减轻了高校的资金压力,也增强了高校自治能力和适应越来越复杂的内外部环境的能力。

总体而言,美国大学尤其是常青藤大学的捐赠基金规模较大。如在 2008 财政年度,哈佛大学基金排在第一,总资产是 366 亿美元;耶鲁大学基金排在第二,总资产为 229 亿美元;斯坦福大学以 172 亿美元排名第三。美国这些著名大学的捐赠基金不仅规模大,而且资产管理也取得了极高的收益率。哈佛大学捐赠基金在 2005 年、2006 年和 2007 年度的投资收益率分别达到了 19.2%、16.7%和 23%。在 2007 财政年度,耶鲁大学捐赠基金取得了收益率为 28%的成绩(Yale University Investment Office, 2008; Keating, 2010)。据统计,美国排名靠前的大学,它们的捐赠资金资产管理的年平均投资收益率在 14%左右,普通大学捐赠资金资

产管理的年平均资产回报率也达到了9%。

美国大学捐赠基金的发展,除了与其捐赠制度以及社会文化等密切相关外,离不开其市场化的运作。这些基金完全按照市场化的母基金(FOF-Fund of Funds 的缩写)的运作和管理模式进行投资。所谓母基金,是指专门投资于基金的基金,并不直接投资于企业,而是通过子基金间接投资于企业,通常称作“组合基金”或“基金的基金”(何小锋,2010;崔耀娜等,2012)。这些大学母基金的管理人员均来自于世界一流的投资公司,比如说耶鲁大学的首席投资官 David Swensen 及其团队成员,以及哈佛大学管理公司的投资团队成员均在华尔街知名私募股权公司和投行工作过,并有着多年的投资管理经验。

与西方发达国家相比,我国大学的捐赠基金历史较短,不论在规模还是管理和运作方式上仍处于起步阶段。中国大学捐赠基金在其年度的费用支出比例中不是很高,2001年只有1.5%,2007年教育部直属高校达到2%(谢永超,2011)。中国高等教育的发展需要大量的资金投入,但仅仅依靠国家和地方的财政拨款远远不能满足学校经费的需求,因此多渠道筹资办学,如积极发展大学捐赠基金是决定大学成功的重要因素。尽管我国很多高校目前较为重视募集资金、吸引捐赠的工作,但是缺少对基金的有效运作和管理。随着我国经济的快速发展,以及中国资本市场的逐步成熟,我国大学捐赠基金步入资本市场进行有效的投资管理,为大学发展提供强有力的财政支持成为必然。

在此背景下,本书希望通过深入分析研究国外成功的大学基金的管理和运作模式,为中国大学捐赠基金的发展,尤其是中国建设世界一流大学的目标做出一些探索和努力。本书采用了资源基础论对大学捐赠基金的成功要素进行了理论分析和实证研究。捐赠基金的业绩由夏普比率来

衡量。在对金融学、捐赠基金、经济学和战略管理学领域进行全面深入的文献回顾的基础上,我们提出了基于资源基础论的捐赠基金理论模型,并采用捐赠基金层面的定量和定性数据对相关的理论假设进行了实证检验。

结果表明,捐赠基金的支出比例和基金业绩之间没有显著的相关性。基金规模、投资组合管理、治理结构以及大学品牌是影响捐赠基金回报的主要因素。本研究的定量实证检验结果表明,捐赠规模、另类资产配置策略、全职投资人员、内部管理以及 SAT 成绩对捐赠基金夏普比率有显著的影响。后续的定性采访结果显示,投资政策和目标、基金经理的选择、基金经理业绩监测和评估、基金组织结构和投资委员会组成对捐赠基金回报有着积极的影响。此外,定性数据实证检验结果表明,管理成本和投资战略的实施也是影响基金回报的重要因素。总之,这些定量和定性因素可以解释捐赠基金之间业绩差异的主要原因。

从资源基础论的角度来说,本书提出的捐赠基金成功要素具有无形性、异同性以及不可流动性。这些成功要素结合在一起所形成的协同效应是捐赠基金持续竞争力的源泉。

目 录

第 1 章 绪论	001
1.1 研究背景	001
1.2 研究任务与目的	003
1.3 研究范围	003
1.4 研究问题	005
第 2 章 国外大学捐赠基金研究文献综述	006
2.1 大学捐赠基金的起源和历史演变	007
2.2 捐赠基金演变过程中的主要法律和理论	010
2.3 大学捐赠基金的目的	011
2.4 捐赠基金的种类	012
2.5 影响大学捐赠基金回报的因素	013

第3章 国内大学捐赠基金研究文献综述	032
3.1 国内高校捐赠募集的研究	032
3.2 国内大学基金管理的研究	033
3.3 目前国内大学基金存在问题的研究	034
3.4 国内学者对国外大学捐赠基金的研究	036
第4章 大学捐赠基金理论模型	037
4.1 基于资源基础论的研究框架	037
4.2 理论假设	040
4.3 方法论	042
4.4 数据分析和结果	047
4.5 定性分析和讨论	053
4.6 投资组合管理和基金回报	054
4.7 捐赠基金治理结构和基金回报	062
第5章 总结	074
5.1 现实意义	074
5.2 应用:对北大捐赠基金的建议	079
5.3 研究价值和贡献	082
5.4 研究局限性	083
5.5 未来研究方向	084
5.6 结论	085

附录.....	087
参考文献.....	121
索引.....	130

第 1 章

绪 论

1.1 研究背景

大学捐赠基金(University Endowment Fund)是指由大学长期拥有,通过投资产生收益来满足大学现时和未来发展需要的资金的总和。在西方发达国家,许多大学的成功得益于其庞大的捐赠基金,而捐赠基金的发展与其成功的管理和运作模式是密不可分的。成功的大学捐赠基金管理不仅是大学捐赠基金发展的动力之一,也为大学的发展提供了重要的财政支持,如 2013—2014 年,耶鲁基金为耶鲁大学的年支出贡献了 20%。正是由于捐赠基金的大力支持,有效减轻了高校的资金压力,也增强了高校自治能力和适应越来越复杂的内外部环境的能力。

总体而言,美国大学尤其是常青藤大学的捐赠基金规模较大。如在 2008 财政年度,哈佛大学基金排在第一,总资产是 366 亿美元;耶鲁大学

基金排在第二,总资产为 229 亿美元;斯坦福大学以 172 亿美元排名第三。美国这些著名大学的捐赠基金不仅规模大,而且资产管理也取得了极高的收益率。哈佛大学捐赠基金在 2005 年度、2006 年度和 2007 年度的投资收益率分别达到了 19.2%、16.7% 和 23%。在 2007 财政年度,耶鲁大学捐赠基金取得了收益率为 28% 的成绩 (Yale University Investment Office, 2008; Keating, 2010)。据统计,美国排名靠前的大学,它们的捐赠资金资产管理的年平均投资收益率在 14% 左右,普通大学捐赠资金资产管理的年平均资产回报率也达到了 9%。

美国大学捐赠基金的发展,除了与其捐赠制度以及社会文化等密切相关外,离不开其市场化的运作。这些基金完全按照市场化的母基金 (FOF-Fund of Funds 的缩写) 的运作和管理模式进行投资。所谓母基金,是指专门投资于子基金的基金,并不直接投资于企业,而是通过子基金间接投资于企业,通常称作“组合基金”或“基金的基金”(何小锋,2010;崔耀娜等,2012)。这些大学母基金的管理人员均来自于世界一流的投资公司,比如说耶鲁大学的首席投资官 David Swensen 及其团队成员,以及哈佛大学管理公司的投资团队成员均在华尔街知名私募股权公司和投行工作过,并有着多年的投资管理经验。

与西方发达国家相比,我国大学的捐赠基金历史较短,不论在规模还是管理和运作方式上仍处于起步阶段。中国大学捐赠基金在其年度的费用支出中不是很高,2001 年只有 1.5%,2007 年教育部直属高校达到 2% (谢永超,2011)。中国高等教育的发展需要大量的资金投入,但仅仅依靠国家和地方的财政拨款远远不能满足学校经费的需求,因此多渠道筹资办学,如积极发展大学捐赠基金是决定大学成功的重要因素。尽管我国很多高校目前较为重视募集资金、吸引捐赠的工作,但是缺少对基金的有

效运作和管理。随着我国经济的快速发展,以及中国资本市场的逐步成熟,我国大学捐赠基金步入资本市场进行有效的投资管理,为大学发展提供强有力的财政支持成为必然。

在此背景下,本书希望通过深入分析研究国外成功的大学基金的管理和运作模式,为中国大学捐赠基金的发展,尤其是中国建设世界一流大学的目标做出一些探索和努力。

1.2 研究任务与目的

本研究的主要任务和目的是对世界一流大学捐赠基金的管理和运作模式进行全面系统的实证分析和研究,在理论和实践上构建一套适用于中国大学基金的运作模式,来填补目前国内在大学捐赠基金研究领域的空白。

1.3 研究范围

大学捐赠基金的研究范围主要可以分为融资和投资两个方面。融资和投资之间的关系很紧密,优异的基金投资业绩是决定融资的最重要因素,因此本书的研究重点放在捐赠基金的投资管理活动上。投资管理包含的内容很广,比如说基金的内部组织结构和治理框架、投资流程的管理和运作(投资目的的制定、资产配置策略、基金经理筛选、基金经理业绩监控等)、支出策略、外部法律监管、政府政策,等等。本研究的重点不是对