

第一章

基金市场运作经典译丛

绪 论

我管理耶鲁基金已经有 14 年之久。在我之前，耶鲁基金主要由流动性比较高的国内证券构成，在我的任职期间，耶鲁基金的资产结构开始向其他资产类型倾斜，以期利用不同的市场因素获取与股权投资相当的收益。这种资产配置的转变不仅降低了对国内上市公司盈利的依赖，更重要的是可以充分利用市场效率较低的投资工具，为基金的投资管理提供更大的空间。到 1999 年 6 月 30 日，耶鲁基金的规模已经达到 72 亿美元。本书就是对我管理耶鲁基金的经验总结，希望能够帮助读者更深入地了解机构性投资基金的管理机制与策略。

尽管耶鲁基金在美国市场繁荣期间整体性地缩减了国内资产的比重，但是耶鲁基金却实现了前所未有的收益增长。以美国市场的低谷期 1982 年作为基期，耶鲁基金的年均滚动收益率达到了 16.9%，遥遥领先于其他机构基金。换句话说，如果耶鲁基金的收益只等于高等院校机构基金的平均收益率的话，那么，1999 年 6 月 30 日时，耶鲁基金的资产规模就会只有 33 亿美元。从以上的叙述不难看出，耶鲁基金优良的投资业绩源于权益导向型的资产分配决策以及积极管理空间的成功开拓。^①

^①积极管理是指相对于指数投资这一基金被动管理而言的一种管理方法。——译者注

一、捐赠基金管理的范畴

在许多人眼里，基金管理是一个高深莫测的领域，也正因如此，它吸引了无数天才人物投身于这项工作中。他们负责管理机构资产，并通过资产投资的收益来支持高等学府的教学与研究工

作。基金的吸引力主要来自于它所具有的慈善目的，此外，基金的其他一些特性也是其魅力所在。基金管理可以为社会提供无限的产品供给，其中的一部分被用来实现基金的信托目的。众所周知，投资的方式与渠道有很多种，而要实现最优目的，就需要基金经理的努力。可见，基金管理者的工作无异于沙里淘金，去挖掘真正的珠宝。

要做出正确的投资决策，所需要的知识是没有止境的。成功的基金经理不仅需要掌握最前沿的金融理论，还需要有心理学、历史学等相关知识背景，并且要具备应付突发事件的迅速反应能力。许多从业人员都承认，他们已经完全被这一领域的博大精深所折服。

本书首先讨论了捐赠基金积累的目的以及基金投资组合的目标。投资决策的核心是资产分配战略，而投资理念则是资产分配战略中的基础性问题，它决定了向各种投资机会进行分配的原则和方向。

投资组合的基本框架构建起来以后，本书继续探讨了在成功的投资项目的实施过程中的一些关键的细节，并进一步介绍了有可能阻碍投资目标实现的现实性因素。在有关“资产管理”的几章中，介绍了投资特征、积极管理时机、投资业绩评估等基础知识，并探讨了几种主要的业绩评估工具。在本书的结尾，介绍了本人对于构建有效的决策程序的一些思考。

书籍写作中的线性特点不可避免地忽略了基金管理所具有的特殊复杂性。例如，资产分配决策的出台，需要有对各种资产特性的详细把握以及对各种资产的投资时机进行自下而上的评估。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，投资者必须对特定的投资有一个定性的把握，来弥补纯粹的统计学上的缺陷。另外，投资时机的分析是评估各种资产吸引力的一个重要因素。因此，明智的投资者必须同时推进两方面的分析，不可偏废。本书没有过多地停留在对基金管理的复杂性的分析上，而是采取从宏观到微观的逻辑顺序，首先分析了资产分

配决策中所囊括的方方面面的问题，之后将讨论的范围限制在特定投资组合的管理上。

二、严密的投资决策结构

本书反复强调的是三个主题。第一个主题是在采取投资行动的时候，必须遵循严格的分析框架与投资纪律，不能脱离对特定投资时机的彻底考察。在本书从宏观的资产分配到微观的证券选择的逻辑分析中可以看出，在面对各种不同的投资主张时，成功的投资者必须坚定自己的选择，尽管经常会偏离大众投资品味。例如，临时委员会的存在使得基金经理很有可能遭受双重损失，即在低价时卖出和在高价时买入。只有在完善的决策程序的支持下，投资者才有信心采取正确的投资行动。

严格的分析框架的建立要求对特定投资有一个详细的把握，并要了解投资主体的基本情况。在很多情况下，投资者没有准确把握某一投资主体的特定投资需求，而是对所有的投资主体都采用大致相同的投资组合。在另外一些情况下，投资者在评估单个投资战略时，所做出的承诺是基于投资者的共性，而不是根据该战略的价值。投资者的随风而动会使机构资产承担巨大的风险。

坚持投资决策的纪律性可以确保在该投资主体现有的投资政策的前提下获取尽可能大的收益，避免不必要的成本。众多的投资行为都要求投资者构建完善的监督机制，并且一定要将资产分配的政策目标置于优先地位。许多投资者将大量的时间和精力花费在构建具体的投资组合上，结果只是使自己的投资组合随市场波动而动。众所周知，市场是瞬息万变的，因此，这些投资者不得不频繁地进行证券买卖，而真正的资产再平衡需要相当的运作，即通过买入不断下降的资产、卖出不断升值的资产，而使投资组合接近于目标组合。可见，投资者的纪律就是要坚守投资的政策目标，如果不能做到这一点，投资者就无法实现机构组合的预期目标。

在投资项目的执行过程中，必须确保投资决策是以周密的分析为基础的。投资管理业存在着激烈的竞争，这种竞争实质上是相对意义上的一种零和游戏所决定的，也就是说，胜利者所赚取的利润恰恰是失败者的损失。因此，无论是投资政策的制定，还是具体的证券选择，周密的

分析都是保证投资活动获利的惟一基础。

三、代理问题

本书的第二个主题是要重视有可能影响机构目标顺利实现的代理问题。代理问题 (agency issues), 又可译为法人治理问题。决策制定者从个人利益而不是基金整体利益出发, 会危及基金管理的方方面面。例如, 基金受托人希望在自己的任期内有所影响, 基金经理人员为了获取稳定的酬金收入而牺牲投资业绩, 上市公司经理为了私利而转移资产等。基金受益人与基金管理者在利益上的分歧使得基金预期收益与实际收益之间往往存在差距。^①

基金“主人”与代理人行为上的矛盾导致了管理层次上的许多问题, 最终使得一些基金受托人的决策不能服务于捐赠基金的长期利益。个体往往着眼于眼前利益, 因此会过分强调基金在相对短的时间段内能够获取最大利润。另外, 基金受托人为了维护自己的权力, 避免异议出现, 会将自己拘泥于传统的投资观念的束缚下。因此, 很多投资委员会中充斥着短期化倾向与妥协气氛, 牺牲了获取长期收益的机会, 结果只能获取平庸的业绩, 而错失获取更高收益的良机。

上述问题出现的根源就是经理人员与机构在利益上的分歧。机构追求的是风险调整后的收益最大化, 外部的投资顾问追求的是稳定的酬金收入, 而许多极具吸引力的投资机会却不能提供稳定的、可预期的现金流, 于是分歧产生。投资公司为了保持现金流的稳定程度, 往往要求基金收益保持在市场一般水平上, 于是它们聚集庞大的资产, 追随指数基金的投资战略^②, 将精力分布在范围过于广泛的投资产品上。虽然投资机构可以通过利用适当的报酬机制来引导经理人员的行为, 但是基金经理人员与资本提供者之间的利益分歧也是客观存在的。

大部分资产种类中所囊括的投资工具都带有一定的代理风险, 其中, 公司债券是一个比较极端的例证。出于结构上的考虑, 一些投资者

^①这实际上是法人治理机制在基金管理中的体现。——译者注

^② 指数基金的投资目的一般是获取与相应的指数收益相当的回报, 为此这些基金需要持有这些指数的成分证券, 并随时调整其构成比例。——译者注

往往要求投资组合中应当包括一定量的公司债券。而股东利益与公司债券持有者之间的利益存在严重的分歧，过多着眼于公司债权人的利益会使得投资走向误区。在股权持有者之间，尽管公司管理人员与外部股东之间存在着很大的利益趋同性，代理问题依然没有消失。无论股权持有者是个人还是集体，追求个人私利的管理行为都会损害股东权利。为了解决这个问题，投资者会尽量寻求将股东利益置于首位的管理者，避免掌权者将公司看做是个人的银行。

从投资程序的各个方面，我们都可以看出机构基金与各种代理人之间的利益分歧。对代理问题的把握构成了对基金经理的第一道防护墙。基金受托人以健康的怀疑性的态度来评估每一位投资活动参与者，可以尽量保证基金目标的实现。

四、积极型管理的挑战

本书的第三个主题是围绕积极型投资管理困境展开的。目前，利用错误的市场定价来超越市场业绩的积极型的组合管理面临着严峻的挑战。无论市场时机的把握，还是证券的选择，都是在一个高度竞争的环境下进行的，在这种竞争中，大部分参与者都是输家。证券市场定价的效率问题是采取积极管理策略的投资者的主要障碍。

尽管非公开上市的私人证券市场提供了很多被错误定价的产品，但是这一市场上的投资者的境遇并不一定比高流动性公开上市的市场上的投资者要好，因为在很多情况下，私人权益基金高额的费用负担抵消了风险收益。无论在公开市场上，还是在非公开证券市场上，积极型管理策略经常不能实现投资预期。

虽然积极型管理策略面临着巨大的障碍，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，所有的投资者都相信他们的积极型管理策略一定能够带来优秀的投资业绩。残酷的现实表明，就总体而言，积极型的投资经理在整个市场中是一个“负和游戏”，因为总和起来必然会输

掉交易成本，包括管理费、代理费与买卖差价。^①

积极型的投资管理策略还面临另外一个障碍——人才。优秀的投资业绩的实现需要对各种形式的投资组合进行比较和筛选，要完成这项工作，要求对市场时机有独到的见解。对于大部分机构而言，雇用如此高素质的人才的成本实在难以承担。要想在低成本条件下追求积极型的投资策略，结果只能是将机构资产推进巨大的风险旋涡中。投资机构付出大量资源，目的就是为了求得超出市场的概率。

即使具备了足够的高素质人才，积极型管理策略仍然要求投资机构的非机构性行为^②，很少有机构能够解决这个问题。建立并保持创新性的投资框架是需要一定的勇气的，毕竟在那些传统上的“智者”眼中，这种形式的投资是完全荒谬的。如果投资机构缺乏这种勇气，那么，就会给它们带来利润和名誉的双重损失。

* * * * *

虽然本书所介绍的投资知识是针对教育型的捐赠基金的收益及其挑战的，但其中的投资思想却适用于所有金融市场参与者。无论是以子女高等教育为目的的开放式共同基金投资，还是支撑企业养老金计划的风险投资项目，只要能够正确评价投资战略并了解如何避免错误发生，投资成功的概率就会大大上升。

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。基金经理人员必须全面、准确地把握金融工具，不仅要深入了解现代金融技术上的严密性，还要从行为科学的角度予以正确判断。因此，基金管理问题跨越了多个学科，必将引发各种市场观察者的兴趣。

①作者此处指出从事积极管理投资策略的基金经理们的业绩总和是一个“负和游戏”，而不仅是一个“零和游戏”，因为他们的业绩总和为零，但从中又产生出一些管理费、佣金等费用，所以减去这些费用后成为“零和交易”。——译者注

②指大机构所带来的官僚性。——译者注

第二章

高等教育与捐赠基金

捐赠基金的目的

教育机构将捐款积累起来，建立专门基金，可能出于很多目的。第一，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，可以作为相对独立的收入来源，增强其自主性，从而降低对政府拨款、学费收入以及校友资助的依赖。第二，提高教育机构的收入的稳定性。捐赠基金的规模越大，机构的收入的稳定性就越强，就更有利于实施长期科研计划，并且增强其对捐赠者的吸引力。第三，这也是营造良好的教学与研究环境的工具。由于大学院校的收入来源是大体相同的，获得较多捐款的机构的收入流量就会比较大，从而有利于营造良好的教学与研究环境。

缺乏长期稳定资金来源的机构只能靠临时收入来源应付日常支出，这无疑限制了机构未来发展的能力。政府对大学院校的拨款往往会附加大量的使用限制，而这些限制往往和教育机构获取财务支持的初衷相互矛盾。校友或社会人士的资助通常也会有或多或少明确或隐含的条件，其中一些条件可能与机构的愿望不相一致。在机构发展的早期，任何一类收入来源都对机构的持续运营意义重大，因此，处于这一发展阶段的机构也很容易受到外部收入来源的附加条件的影响。

大学在运营中经常需要做出长期性的承诺并承担相应的义务。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，

他们的薪酬实质上就是大学的一种长期债务。如果以短期的资金来源来担负这类长期债务，必然会给大学及有关个人带来现金流中断的风险。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。

不同的机构对捐赠基金使命的理解是不一致的。机构内部往往会就捐赠基金各种目的的相对重要性展开争论。这种争论常常围绕捐赠基金的持续性展开，焦点是当前需求与未来需求的矛盾的问题。捐赠基金能否用于解决机构物质设施不足的问题？是否应增加捐赠基金的派发使用比率来弥补短期运营的缺口？这些问题都涉及到了捐赠资产的基本特征。

许多人在回答捐赠基金的目的这个问题时，都是从短期着眼的。在校学生一般希望增加当前支出，期望较多的支出会减轻学费负担，并提高教育质量；院系教师则希望能够有更多的资助来支持高层次的学术活动；而管理者则将尽可能多的收入流量看做是挣脱预算约束的一种方法；其他相关利益主体则是从比较长的时间跨度来考虑这个问题的。捐赠人一般是定位于长期，他们希望通过捐赠基金的形式能够为院校提供长期支持，而不是为某一项活动提供临时资金。通常而言，托管人处于一个两难处境，既希望能够支持机构正在进行的科研项目，又有义务使资产增值以用于未来用途。

理解募集捐赠资产的目的是投资程序的第一步。长期性资金有助于增强机构的独立性，保持财务稳定性，同时还可以帮助机构树立与保持良好的社会声誉。全面把握捐赠基金的基本目的是成功投资的坚实基础。

第一节 保持独立性

募集捐赠资产有利于保持机构的自主性，因为如果机构依靠非长期性资金来源来支撑日常运营，将增加其受制于资金提供者的附加条件的可能。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经常会受到一定规则与要求的约束，尽管这些约束与实际拨款受益人关系遥远。同样，靠捐赠支持当前经营的高等教育机构也发现资助的提供者一般也都要求对学校的活动施加一定的影响。即使学校主

要依靠学生的学费收入来支持科研与教学活动，也常常会为了吸引更多的学生而不得不屈从于当前的社会风尚，独立性因此而大大降低。尤其是在学校的资金主要来源于其外部拨款与学费收入的情况下，外部影响更为明显。

适当考虑政府政策、捐赠者愿望、学生需求，将会有利于学校的发展。但是，这些因素在一定程度上会分散校方的精力，影响其把握学校发展方向的能力。最终学校必须向其支持者负责，而不应该受支持者的束缚。

显而易见，捐赠基金的提供者对基金附加使用条件是为了能够对特定目的提供长期支持。这些要求一般不会与机构发展目标相背离，除非捐赠基金所支持的学科是已经被教育机构所抛弃的。更多的情况下，捐赠基金是不附带任何条件的，基金的运作完全服务于机构的目标如教学或提供经济资助。虽然在最初制定捐赠条款时，捐款人会受到影响，一旦基金建立，捐款人的影响就逐步减弱了。

机构过度依赖短期收入来源会陷于众多的限制因素中，而可以获取长期稳定的捐赠收入的机构则可以有比较大的独立性，学术研究的自由度与灵活性都会比较大。

一、耶鲁大学与康涅狄格州

18 世纪初，耶鲁大学的发展与康涅狄格州的法律和资金支持密不可分。1701 年 10 月，康涅狄格州议会接受了五位牧师的提议，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，他们将是上帝和国家的宝贵资产。”州政府对耶鲁大学的支持主要包括土地的拨给、校园建筑物建设与维修的专项拨款、授权发行债券以及对牧师、教师、学生提供的税收豁免等。布鲁克·马瑟凯利（Brooks Mather Kelley）在《耶鲁的历史》一书中这样评价道：“在整个 18 世纪，康涅狄格州的贡献相当于耶鲁大学所接受的捐助的一半以上。”^[1]

康涅狄格州对耶鲁大学的支持也是有代价的。例如，1755 年，州议会就以战时支出为名否决了对耶鲁大学的年度拨款计划，而其实质上是因为当时的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，而遭到的一种报复行为。1792年，作为继续给予财政支持的交换条件，康涅狄格州州长、副州长与五位议员成为耶鲁集团的董事成员。州政府指派代表的制度经常在董事会中起引产生矛盾和争吵，争论的焦点涉及教职员工的宗教忠诚度、州议会改革学校的权力等。

1871年，州政府取消了对耶鲁大学的支持，州议员从学校中退出^[2]，同时也取消了政府指派代表的制度。耶鲁集团中五位议员的席位由选举产生的人员所替换，于是学校的控制力大大集中。耶鲁大学的经历反映了一种全国性的趋势。随着南北战争的结束，达尔文主义与自由放任思想的盛行，人们不再认为州政府应当在私人教育中扮演主要角色。历史学家弗雷德里克·鲁道夫（Frederick Rudolph）曾经说过：“政府对大学教育的支持曾经是传统的政府职责，一度对于高等教育的发展是至关重要的，但现在却变得不那么重要，或是反而阻挠了教育的发展。”耶鲁大学是幸运的，校友与社会人士有组织的资助取代了州政府对其的支持。^[3]

耶鲁大学历史上这种政府官员以进入学校管理委员会作为向学校提供资金支持的条件的例子，充分表明学校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的时期长达80年之久，然而，还有许多其他有关外部影响的问题在不断考验着托管人的智慧与忍耐力。在管理教育性组织的过程中，加强机构控制力与满足资金提供者的合理要求仍然是一个富有挑战性的问题。

二、联邦政府对学术研究的支持

在私人教育机构发展的过程中，依赖政府支持的利益与风险始终存在。许多学者将20世纪60年代美国大学学术地位的上升归功于这一时期联邦政府增强对高等院校的大力支持。但是，政府支持还有一个负面影响，就是大学管理的灵活性的普遍下降，这种情况在20世纪70年代开始表现出来。

通过对研究性大学的进一步深入考察，休·格雷厄姆（Hugh Graham）与南希·戴蒙德（Nancy Diamond）认为联邦政府对研究力量的支

持会导致“政府过多地卷入研究工作中、过分强调专门的研究以及政府控制私人部门的趋势开始出现。”^[4]20世纪60年代晚期70年代早期，联邦政府的控制缓慢而稳步地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、废物处理、生物学、残疾人权益、管理者的工资与薪水、养老金和福利政策、设备的购置与管理、资料保管、体育运动的推广、资金筹集和课程设置等。总之，政府的力量无所不在。^[5]

政府对高等院校的干预会导致教育机构成本增加与官僚主义作风盛行。一组经常被引用的数字是：哈佛大学校长德里克·博克（Derek Bok）指出，20世纪70年代中期，为了符合政府有关规定，哈佛员工多付出6万个小时的劳动，成本增加830万美元。1980年的一项研究表明，为了满足联邦政府的要求所需要的成本占教育机构总预算的7%~8%。^[6]

与成本上升相比较，政府控制教育机构的更为严重的后果是管理层的灵活性大大降低。在《1974—1975年校长报告》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，任何大学如果过分依赖政府的财务支持，必然使学校陷于众多的限制条件的包围之下，从而削弱学校教职员工和托管人掌握自己命运的能力。”

捐赠基金比较充足的院校在接受外部财力支持的时候，满足资金提供者的相应条件对学校的影响较小，一般这些条件不会对机构的自主性造成威胁。捐赠基金越雄厚，教育机构就越有能力避开外来资金繁杂的、苛刻的条件，也更有能力通过谈判改变对自己不利的一些规定。相反，如果学校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，从根本上来改变该大学或学院。

三、布里奇波特大学的案例

20世纪90年代初，布里奇波特（Bridgeport）大学陷入严重的财务困境之中，为了争取生存的权力，它不得不放弃了独立性。该校在20世纪70年代，学生曾经多达9 000人，到1991年，学生已不到4 000人。招生的日益困难造成了财务上的江河日下，学校不得不考虑补救措施。

尽管处境十分窘迫，1991 年 10 月，布里奇波特大学最初还是放弃了来自世界和平学会联合教会子机构的牧师森·迈昂·穆恩（Sun Myung Moon）的 5 000 万美元的赞助。学校理事会尊崇独立性优先的政策，毅然缩减了学校 90 个学位中的近三分之一，并请求法官从有限的捐赠基金中拨款支持工资。

在山穷水尽之际，1992 年 4 月，学校理事会突然改变了方针，将学校的控制权拱手让给了世界和平学会，目的是为了在五年内获取 5 000 多万美元的捐助。由于联合教会已经控制了学校董事会，具有 65 年发展历史的布里奇波特大学有了新的使命：所有有志于实现国际和平的大学的基地。^[7]

三年以后，布里奇波特大学授予森·迈昂·穆恩牧师以名誉学位，并将他评价为“宗教领袖与具有真正精神力量的人。”^[8]森·迈昂·穆恩出现在大学校园时，声称共产主义的衰亡有其一份功劳，并声称自己可以解决中东和朝鲜半岛的冲突。他说，“我现在站在世界的巅峰之上……世界上发生的所有事情都可以归因于我”。^[9]据《纽约时报》评论，这些言论都可以作为“一个曾经很有声望”的学校为了获取资本注入而将其控制权出让给一个“自封为救世主的宗教狂”的证据。

布里奇波特大学惨痛的经历应当归因于许多因素，但是如果能够有相当规模的捐赠基金，它也许就可以保持其独立性了。正是由于缺乏有利的财务基础，布里奇波特大学的命运才出现了如此痛苦的转变。

大学和学院的外部支持者往往会提出一些要求，这些条件有可能影响机构的行为。比较极端的例子是，政府和捐助者有时会要求彻底改变该机构的基本特征。因此，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的发展目标。

第二节 增强稳定性

捐赠基金可以为教育机构的预算提供有保障的现金流量，因此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减少甚至消失。捐赠基金则有利于降低大学收入的波动程度，从而便于其实施长期计划，增强其长

期发展能力。

一、耶鲁大学与乔赛亚·威拉德·吉布斯

在耶鲁大学历史上，曾多次出现由于当期收入的波动所带来的预算问题。在很多时候，耶鲁大学都是在赤字条件下运营的，以至于员工不得不放弃部分工资。比较极端的时候，耶鲁大学的著名学者都有可能在挨饿。以物理学和工程学闻名的著名学者乔赛亚·威拉德·吉布斯(Josiah Willard Gibbs)为例，这位被称为耶鲁最杰出学者之一的教授在1871年被聘为无薪物理学教授，其聘书上说，“并非我们对您缺乏敬意，而是耶鲁大学实在太穷了”。1880年，约翰霍普金斯(Johns Hopkins)大学曾试图以年薪3 000美元的工资水平挖走乔赛亚·威拉德·吉布斯教授。著名的地质学家和矿物学家詹姆斯·德怀特·达纳(James Dwight Dana)教授力劝当时的耶鲁大学校长诺厄·波特(Noah Porter)为乔赛亚·威拉德·吉布斯教授提供年薪2 000美元的工资，并承诺今后将随学校财务状况的好转及时增加工资。达纳在致吉布斯的一封信中，表达了希望他能够继续留在耶鲁大学的意思，信中说：“我丝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建议，毕竟耶鲁大学暗淡的发展前景难以激发教授的工作热情。但是，我仍然希望您能够与我们在一起，耶鲁基金正在建立，您的价值必将在不久的将来得到承认。……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贝克莱(Berkeley)研究员的荣誉。获得这一殊荣的有达特蒙斯(Dartmouth)学院的第一任院长埃利埃泽·惠洛克(Eleazer Wheelock)与第一位获得博士学位的美国人尤金·斯凯勒(Eugene Schuyler)等人。这项称号的设立源于1731年约翰·贝克莱将96英亩农场捐献给了耶鲁大学。

今天，从一个学者的角度出发，职位在很大程度上被看做是赋予给有杰出贡献的成员的荣誉，而在吉布斯的年代，这不仅是荣誉，更重要的是作为财务上的支持。教育机构财力的稳定与否是吸引与保留人才的一个重要条件。

二、斯坦福大学的案例

在有些时候，捐赠基金的运作不仅限于为教育机构提供稳定的年度财务支持。捐赠基金规模较大的机构完全有能力应付突然发生的经济衰退，而捐赠基金水平较低的机构所遭受的财务损失就会更加直接。

1991 年，斯坦福大学失去了来自联邦政府数额庞大的财务支持，原因在于学校与联邦政府之间就研究支出的偿还发生了喋喋不休的争吵。斯坦福大学被指控让政府出资支付与一艘 72 英尺长的维多利亚游艇和太浩湖畔的避暑设施相关的费用。^[11] 由于丧失了来自政府的拨款，1992 年斯坦福大学出现了高达 3 250 万美元的亏空，约占其收入的 3%。

斯坦福大学预计三年的亏损将达到 1.25 亿美元，面临这一困难局面，大学管理层试图在缩减支出的同时寻求新的资金来源。融资计划中的一个要点是要将捐赠基金的支付率从 1993 年的 4.75% 提高到 1994 年的 6.75%，也就是说在调整期期间，斯坦福大学计划增加 5 800 万美元的资金用于支持学校的正常运转。

增加捐赠基金支付、降低预算和借款三项措施的实施将斯坦福大学置于比较紧张的财务环境中。1995 年，随着财政预算盈余的出现，斯坦福大学将捐赠基金支付率降到 5.25%，接近最初 4.75% 的水平。^[12] 捐赠基金支付率的大幅度增加缓解了突然的、大规模的资金损失对斯坦福大学所形成的破坏性影响。

但是，用长期资金来弥补短期出现的亏损是要付出成本的。在斯坦福大学提高捐赠基金支付率的五年之后，投资收益率的上升使得资产价值增长了一倍以上。事后分析，斯坦福大学应当将支付率保持在最初的 4.75% 的水平上，而通过筹集低成本的借款来弥补预算赤字，这样做效果会更好一些。从以上的分析中可以看出，捐赠基金支付率的上升意味着长期性资金规模的下降，从长期来看，必将加大最终的成本。

捐赠基金可以帮助教育机构增强稳定性。在绝大多数情况下，捐赠基金规模越大，越有利于提高机构收入的质量，机构就有可能最大程度地依靠自身收入来从事正常的教学与科研活动。在出现比较严重的财务困境的时候，捐赠基金可以起到缓冲的作用，通常机构都是靠加大捐赠

基金的支付来克服财务问题的。此外，捐赠基金的规模也是教育机构财力的一种象征，因此可以作为对外借款的支持，于是机构就可以利用短期融资来弥补短期亏损。捐赠基金稳定的支付还可以营造较好的日常财务环境，增强机构应付财务问题的能力。

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良好的教学环境。一般而言，规模较大的捐赠收入可以吸引优秀的学者，提供尽可能优良的设施，并且可以支持前沿科技的研究。尽管收入并不能直接转化为教育成就，但更多的资金的确有利于教职员工、管理层与托管人建设高水平的教育机构。

捐赠基金与机构质量

捐赠基金的规模与机构质量密切相关。卡耐基基金会根据宗旨将大学和学院分为若干类，把目标与纲领大致相似的院校归为一类。其中，第一类院校的发展目的是为了促进教育事业的发展，这一类教育机构又被称为主要的研究性大学。通过对它们的调查发现，捐赠基金越大的大学，在《美国新闻与世界报告》杂志上教育机构的排名中就越靠前。^[13]

由于州政府支持的公立高等院校的预算问题与私人院校有很大的差异，因此，调查将这类院校排除在外。例如，与私人院校相比，政府拨款在公立院校的发展中扮演着十分重要的角色。如果政府希望重点支持教育机构，那么，即使这类机构所获取的捐赠收入有所减少，也会被政府拨款的大幅度增加所抵消。高额的捐赠基金可能对应着政府资助的缩减，而捐赠基金来源的减少却可以导致较高水平的政府支持力度。公立院校的投资与支出等预算问题都与私人院校不同。

主要的研究性大学的学费收入惊人地相似。1996 年的一项调查表明，排名在前 20 位的研究性大学的本科生学费基本上都在 18 800 美元～23 100 美元的范围内。而排名在前五位的研究性大学的本科生学费则大致在 21 300 美元～23 100 美元的范围内。在这些高等院校中，至少对外公布的学费差距不大。

第一类院校具有相当大的经营规模，1997 年的收入从 2.86 亿美元到 22 亿美元不等，平均达到 9.85 亿美元。在 28 个机构中，有 12 个机构的收入水平甚至可以与《财富》杂志的 1 000 家大公司相媲美。^[14]

拨款是这些研究性大学的主要资金来源，大致可以占到收入的 30% 以上。学费收入大约占收入的 21%，投资收入占 10%，赠与占 6% 其他收入大约占 33%，主要包括附属服务收入、医院手术与门诊收入。

对捐赠基金的规模与教育机构的质量之间的相关关系进行定量评价是一项十分艰巨的工作。虽然金融资产的量化比较容易，但仅用一个数字来归纳十分复杂且具有多面性的机构是非常困难的。尽管如此，《美国新闻与世界报告》对大学和学院每年一度的排名仍为社会各界所普遍采用。

由于要十分准确地衡量二者之间的关系基本是不可能的，因此排名还是引起了广泛的争论。在排名过程中，《美国新闻与世界报告》评估了教育机构的学术声誉、学生忠诚度、入力资源、招生质量、财力、毕业状况以及校友支持。^[15]通过对 SAT 指标、年级规模、毕业比率等因素的综合考虑，该杂志对大学和学院作出比较。虽然具体排名先后引发了很多异议，但是其直观性还是很明显的。

卡耐基金会按照学术地位将研究性大学分为四个档次，这可以为评价投资收入与机构质量之间的关系提供便利。比较各个档次之间的财务与质量数据，淡化了排名顺序，减少了一些干扰因素的影响。表 2—1 对各个档次的机构进行了比较。

表 2—1 捐赠规模与机构质量之间的高度相关性
(卡耐基金会对第一类研究性大学的调查)

档 次	机 构	捐赠基金的 平均规模 (亿美元)	按学生人数平 均的捐赠基金 (万美元)	机构成立的 平均时间 (年)
前三位	哈佛大学 普林斯顿大学 耶鲁大学	72	50.2	304

续前表

档 次	机 构	捐赠基金的 平均规模 (亿美元)	按学生人数平 均的捐赠基金 (万美元)	机构成立的 平均时间 (年)
第一档次	加利福尼亚理工学院 杜克大学 哈佛大学 麻省理工学院 普林斯顿大学 斯坦福大学 耶鲁大学	44.6	30.5	226
第二档次	布朗大学 芝加哥大学 哥伦比亚大学 康奈尔大学 约翰霍普金斯大学 西北大学 宾夕法尼亚大学	19.5	13	164
第三档次	卡耐基·梅隆大学 艾莫里大学 乔治城大学 罗切斯特大学 塔夫斯大学 范德比尔特大学 华盛顿大学	15.4	10.2	140
第四档次	波士顿大学 凯斯西部大学 霍华德大学 纽约大学 南加利福尼亚大学 迈阿密大学 耶希华 (Yeshiva) 大学	6.9	5.4	133
平均		23.6	21.960 3	167

资料来源：多为各个机构 1997 年 6 月 30 日的财务数据，除斯坦福大学、艾莫里大学、西北大学、纽约大学采用的是 1997 年 8 月 31 日的数据，加利福尼亚理工学院采用的是 1997 年 9 月 30 日的数据，迈阿密大学采用的是 1997 年 5 月 31 日的数据外。各档次之间的区分接近五年《美国新闻和世界报道》的平均排名。