

证券市场的结构性裂变*

——从商事证券到慈善证券的法律革命

蒋大兴** 薛前强***

摘要:现实中,证券市场与商事组织存在一种“选择性亲和”关系,非营利组织却被“禁足”于资本/证券市场之外。为解决公益事业和非营利组织的融资难题,具有公益色彩的影响力投资/社会企业以及非营利组织以商事企业的融资模式为样板,分别创设了社会证券交易所和慈善证券,填补了非营利与营利组织之间的“融资代沟”。但法律失语、认知难题、官方缺位等都是证券市场结构性裂变的阻力,此种“诱致性”的法律革命能走多远、证券市场的未来图景如何,都值得进一步观察。但应当说,当资本/证券市场与慈善相联结时,进步已然发生。

关键词:非营利组织 社会证券交易所 融资 慈善证券

* 本文是中国法学会2016年度部级法学研究课题“社会企业的公共规制——制定社会企业法”[CLS(2016)B04]、国家社会科学基金重大项目“社会主义市场经济中的公共商行为及其规制”(14ZDC019)的阶段性成果。

** 北京大学法学院教授、博士生导师,法学博士。

*** 北京大学法学院博士研究生。

赞助的本质是在共同理念下邀集他人以分享其利益的一种艺术。

——詹姆斯·P. 盖拉特〔1〕

一、引言

当今,商事公司已被深深卷入资本市场之中,毕竟“资本主义和具有资本主义性质的企业绝不仅仅是各自为战的单独事业,它的存在完全依赖于资本运作的不断延续和经济行为的可持续性”〔2〕不依赖于资本和金融市场已很难发展成全国性或规模较大的主体,而发行股票、债券乃至任何新型衍生证券,都意味着公司行为的规范化,进而要求治理、财务和管理信息的披露。〔3〕虽然股票与证券种类繁多、功能不一,但对二者的任何利用,都超越不了以下三种目的:(1)在境内或域外收购公司初始和额外资本以满足企业正常的、扩张的或多元化的运营成本需求;(2)保留公司留存现金及其等价物,以满足上述一个或多个公司之需求;(3)对流通股进行重新分类,以确保成功管理的连续性。故发行股票或证券的最明显目的是在公司成立时以及此后不时地以股权或债权形式获得资本。〔4〕

与商事公司不同,现代社会的营利偏好,致使非营利机构被压到狭窄区域。如果说商事组织的营利性表征是一种资本增加/正向财富积攒过程,那么,非营利组织的公益性则表征一种资本式微/反向财富积攒过程。因此,与前者相比,非营利组织对资本市场更为渴求。但遗憾的是,现实中证券市场与商事组织存在一种“选择性亲和”关系,非营利组织却被“禁足”于资本市场之外。资本市场的本身功能是配置资

〔1〕 [美]詹姆斯·P. 盖拉特:《非营利组织管理》,张誉腾等译,中国人民大学出版社2013年版,第72页。

〔2〕 [德]马克斯·韦伯:《新教伦理与资本主义精神》,马淡奇、陈婧译,北京大学出版社2012年版,第9页。

〔3〕 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第13页。

〔4〕 Leon O. Stock, *Use of Corporate Stock and Securities to Raise Capital*, Proceedings of the Annual Tulane Tax Institute, Vol. 16, 1966.

源,但这不等同于“配置主体”,利用资本市场是法定主体的一种权利,不应因主体目的不同而加以区割。故在法律“沉默失语”的情况下,证券市场发起了一项民间的“诱致性改革”,社会证券交易所和慈善证券的制度设计,填补了非营利与营利组织之间的“融资鸿沟”,非营利组织的“股份制”改革和“市场化”融资改变了福利融资的“黑箱”状态,亦为公众参与非营利组织的治理提供了机会。

二、商事企业“慈善化”融资:社会证券交易所

(一) 影响力投资与社会证券交易所

自2007年“影响力投资”(impact investing)一词首次出现以来,全球影响力投资的公共兴趣因养老退休金、养老金以及大学捐助基金的壮大而快速发展。据估计,这一新兴市场市值将在2020年超过政府开发援助(official development assistance, ODA)而达到6500亿美元。^[5]就何为影响力投资,欧盟影响力投资网站给出了这样的定义:

“影响力投资重组所有投资,其意图是在财务回报的同时产生可衡量的积极的社会或环境影响,因此,它涉及不同投资领域,如社会融入、教育、医疗保健、住房、老年人护理、食品、农业和环境保护。影响力投资使用范围广泛的金融工具,从小额信贷到债券、股票及准股权产品来为社会部门的各类利益相关者提供新的机会:与传统慈善资源相比,影响力投资解决社会问题更为快速,社会发展部门组织和新兴的社会企业正寻求获得一个新的投资领域——不仅产生财务回报,而且还为社会带来实实在在的好处。在政府层面,无法再基于传统的税收供资模式而维持福利国家形象,这导致投资产品不断创新,允许根据明确界

[5] Danielle e Logue, Markus A. Höllerer, *Social Stock Exchanges —Do We Need Them?*, available at <http://theconversation.com/social-stock-exchanges-do-we-need-them-35898>.

定的社会绩效指标将社会服务及其资金提供给私营部门的行动者。”〔6〕

影响力投资“不是孤零零的交易,而是慈善捐款与商业投资的支点,可以使社会影响力驱动型的投资者们在持续学习的同时,促进跨界使命的持续进步”〔7〕。与传统商业投资相比,影响力投资的构成要件如下:(1)福利意图:投资者须有意通过其投资产生社会和/或环境的积极影响;(2)期望投资回报:期待投资产生财务收益和/或至少是资本回归;(3)投资回报与资产类别的范围:影响力投资的投资回报可以低于市场利率及风险调整后的市场利率;(4)影响力评估:投资者将会评估其投资产生的社会和/或环境影响,这种测量确保了程序透明和可问责性,有助于促进该项投资的发展。〔8〕

影响力投资带动了福利金融的兴起——社会/福利金融以对抗全球性贫困为出发点,成为支撑商品与服务的主要资金来源。借助福利金融,影响力投资者将资本投向通过扩大关键性产品和服务而获得盈利的社会性企业,如医疗保健、经济适用房、信贷、社区就业等。社会影响力投资利用私人资本和商业化手段来解决世界性/紧迫性的社会和环境问题,已逐渐成为解决社会问题的重要举措,如英国首相卡梅隆在2013年G8社会影响力投资论坛上谈道:“在这里有一个伟大的想法来真正改变社会,借助金融力量解决那困扰了一代又一代的政府、国家以及人民的复杂社会问题,在我看来,福利投资前景广阔。”〔9〕

与传统的商事金融不同,福利/社会金融具有双面性——营利的一面与福利的一面:就营利一面来讲,影响力投资者与社会企业的行为归

〔6〕 *European Impact Investing, Who We Are*, available at <http://www.impact-investing.eu/who-we-are>. 与之相对应,全球影响力投资联盟将影响力投资定义为:影响力投资是对公司、组织和基金的投资,其意图是在产生财务回报的同时寻求社会和环境的影响,影响力投资可以在新兴市场和发达市场进行,并根据具体的情况制定低于市场利率的一系列回报。

〔7〕 Sterling K. Speirn:《社会影响力投资之辩》,郑绅、汤嘉诚编译,载《中国社会组织》2015年第4期。

〔8〕 *European Impact Investing, Who We Are*, available at <http://www.impact-investing.eu/who-we-are>.

〔9〕 David Cameron, U. K. Prime Minister, *Opening Speech at the G8 Social Impact Investment Forum on Social Investment as a Force for Social Change*(June 6, 2013).

属仍为投资与经营,追逐营利为内在动因;就福利的一面来讲,二者行为目的直指提升社会福利。社会金融的出现挑战了传统资本市场融资方式,尤其是以单一向度——盈利为核心的证券交易所,注重投资者保护及效率的传统规制方式无法对“福利”的一面做充分回应,其仿佛站在了商业与慈善的十字路口,“社会金融的混合属性导致其无法在既有慈善、证券抑或公司规制体系内安身”。^[10]这也给监管者带来规制难题,在追求/实现盈利的同时,如何确保影响力投资者和社会企业坚定不移地专注于福利事业?为此,社会证券交易所的出现填补了社会企业利用资本市场的空缺,成为资本市场证券交易所的“福利”翻版。

(二) 诸国社会证券交易所之观察

社会证券交易平台/所(Social Stock Exchanges)的出现源于社会企业融资的需要,借助社会证券平台,投资者可以购买社会企业的股份,就像传统股市中投资者购买商事企业的股份一样。虽然目前多国都设立了不同名称的“社会证券交易所”,但其显著特征包括下述三个方面:第一,交易所进行的活动事实上在发挥促进交易或媒介功能;第二,投资者是公众/公认投资者——一般指符合某些净资产/收入标准的投资者;第三,上市的社会企业须关注解决社会问题,这是企业存在的基础或目的。^[11]

投资者可以在社会证券平台的“上市企业”中挑选一个符合自我偏好及使命归属的企业,这对福利行业的参与者如政府、多边融资机构、社区组织、社会发展机构及社会企业家来讲都是利好。英国、加拿大、美国、新加坡、南非、巴西甚至非洲的肯尼亚都已设立本国的社会证券交易所,下面将详细介绍各相关平台的运营模式,以勾勒社会证券交易所的整体面貌。

[10] Sarah Dadush, *Regulating Social Finance: Can Social Stock Exchanges Meet The Challenge?*, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol. 37, 2015.

[11] Nicole Motter, *Stock Exchanges for Social Enterprises? Here's Where You Can Find Them*, available at <https://www.forbes.com/sites/ashoka/2014/03/27/stock-exchanges-for-social-enterprises-heres-where-you-can-find-them/#6210694d4e5a>.

1. 英国:社会证券交易所

早在2007年,伦敦股票交易所就委托诺纳德·寇衡爵士做了一个名为“开发社会企业资本市场”的报告,按其设计,该交易所要使投资者不但能得到企业的财务收益回报信息,还能获得企业的社会收益回报信息。其后,在各方努力下,英国社会证券交易所(Social Stock Exchange)于2013年6月成立,该交易所并不进行证券交易活动,而是发挥着公示已通过“社会影响测试”(social impact test)的社会企业名单的“指引目录”作用。截至目前,共有40家企业“上市”。英国社会证券交易所的定位,是为投资进入社会领域、以商业方式向公众提供产品或服务的社会企业提供投融资服务,是社会资本或投资供需双方股权和债券交易平台,^[12]旨在“建立一个高效的、普惠买卖双方的公开市场,投资者和各种规模的企业可以通过资本配置/筹集来实现更大的影响力”。^[13]为拓宽融资渠道,其还与ICAP证券与衍生品交易所(ICAP Securities & Derivatives Exchange, NEX)^[14]进行合作,成为一家能为各种规模企业提供进入公开市场融资机会的社会证券交易所,最大限度地提高了融资和增长潜力。

英国社会证券交易所制定了不同于一般交易所的“上市规则”,被认可的公司会接受独立进行的透明度测试和严格筛选。若想在该平台上市,公司须以社会公益或环境影响为其核心,同时应满足以下条件:(1)有证券可在被认可的投资交易所上市;(2)希望在被认可的投资交易所上发行股票或债券;(3)希望筹集资本,以期在后续阶段进入公开市场。^[15]在满足这些实体要件后,公司需在英国社会证券交易所的团队指导下填写申请表,若公司希望在公开市场上发行证券或债券,还要

[12] 顾慧芳:《英国“社会证券交易”(SSE)运作机制研究》,载《上海经济研究》2014年第2期。

[13] Social Stock Exchange, *What We Do*, available at <http://socialstockexchange.com/about-ssx/what-we-do/>.

[14] ICAP证券与衍生品交易所(NEX)是一家伦敦证券交易所,为英国和国际公司利用欧洲资本提供了一系列完全上市和发展市场的渠道。对此可详见<http://www.nexchange.com>。

[15] Social Stock Exchange, *Joining SSX as a Business - stage 1*, available at <http://socialstockexchange.com/business-register-part-2/>.

与社会企业顾问合作,确保满足融资要求,在可行的情况下,将加入 NEX 的英国社会证券交易所社会影响板 (social impact segment)。由财务和社会影响专家组成审查小组会对公司进行评估,以决定是否进入英国社会证券交易所平台。“退市规则”则较简单明了,不论何种原因,若公司商业模式发生变化,不再以“影响力事业”(impact business)形式运营,那么企业会员资格便被暂停,作为救济手段,企业对此有申诉权。^[16]

社会证券交易所的核心是“影响力报告”,每个合格的公司交易所上市前,须制作影响力报告——由于影响力投资的障碍可能是缺乏相关数据,分析比较该报告有助于投资者就成员公司做出明确选择。报告由独立的社会影响力专家评判,公司成为英国社会证券交易所的会员后,须每年更新一次影响力报告,报告涵盖以下 5 个主题:(1) 社会企业的社会或环境任务及其将产生的影响;(2) 目标受益人,即受益于公司社会影响的主体;(3) 企业产品、服务以及运营如何实现设定的社会效应;(4) 公司利益相关者的选取及如何与之商榷;(5) 社会效应的例证,以及如何收集、评估和报告。^[17]

企业成功“上市”后,公司可获取的“福利”包括:(1) 被认定为借助核心业务而传递社会福利/环境影响力的先锋组织;(2) 促使投资者对公司愿景的持续了解,利用不断增长的影响力投资势头融资;(3) 独特的财务信息和影响绩效信息披露框架,核心业务变得透明可见,可被量化或激励;(4) 一个透明的和严格监管的二级市场,并受益于旨在向影响力投资者实施的广泛的有针对性的营销和沟通计划。^[18]

2. 新加坡:社会效应投资交易所

新加坡社会效应投资交易所 (Impact Investment Exchange, IIX) 成立于 2013 年 6 月,是当下唯一一个公开市场的社会证券交易所 (public Social Stock exchange)。其主要功能同英国一样,提供有价值的社会企

[16] Social Stock Exchange, *Joining SSX as a Business - stage 1*, available at <http://socialstockexchange.com/business-register-part-2/>.

[17] Social Stock Exchange, *Impact Reports*, available at <http://socialstockexchange.com/membership/impact-reports/>.

[18] Social Stock Exchange, *Benefits of Membership*, available at <http://socialstockexchange.com/membership/benefits-of-membership/>.

业和社会影响力投资基金(impact investing funds)信息,在评价标准方面则与加拿大类似。上市主体包括非营利机构,可发行债务性证券。

作为发行人,可以在社会效应投资交易所专门运营的影响力伙伴板块(impact partner, IP)^[19]上市,从而获得:(1)向投资者展示的机会,该平台拥有全球化和多样性的投资者,致力于南亚和东南亚地区的影响力投资;(2)信誉的提高,所有企业都经过严格筛选过程,以评估其影响力的可持续性、规模,从而增加投资者的信誉;(3)多样的资金来源,灵活地与各种投资者(高净值的个人、影响力投资基金等)进行股权、债券及其他形式的融资;(4)业务支持,在完成关键投资者文件和交易便利化方面得到指导和支持。^[20]就“上市”程序而言,影响力企业需走完:注册、筛选、技术支持、平台上市、向投资者介绍/展示、促成交易、投资保障以及交易的后续监管这八项步骤。^[21]

3. 毛里求斯:影响力交易所

毛里求斯的影响力交易所(Impact Exchange, IX)比较特殊,是商事交易所和社会交易所的共同产物,由毛里求斯证券交易所和新加坡社会效应投资交易所联合组建,并由毛里求斯证交所运营(SEM)、金融服务委员会监管。^[22]

该交易所上市主体很多元,包括各种类型的社会事业组织,如社会企业、社会投资基金、小额信贷机构、非政府组织、发展金融机构等。交

[19] 影响合作伙伴于2011年推出,是一个私人配售平台,通过促进对影响力企业的投资,有效地推动了影响投资系统。作为一个用户友好型在线平台,影响投资者能够查看和评估预先筛选的影响力企业,寻求私人投资资本。该平台由IIX(影响力投资交易所)运营,为影响力企业提供更多的资本获取渠道,使其能够迅速扩大活动影响力。影响力伙伴板块的独特之处在于,通过市场准备评估框架,对平台上的每个影响力企业的社会、环境影响及财务进行严格评估,所有交易都是私下协商和执行的。影响力伙伴板块帮助投资者识别、评估和投资社会和环境投资机会。

[20] Impact Investment Exchange, *Grow with us*, available at <https://iixglobal.com/entrepreneur/>.

[21] Impact Partners, *Impact Enterprises*, available at <http://impactpartners.iixglobal.com/index.php?p=/social-enterprises>.

[22] Impact Exchange, *Impact Exchange Board Listing Guide: A Board of the Stock Exchange of Mauritius*, available at https://iixglobal.com/wp-content/uploads/2017/04/Impact_Exchange_Listing_Guide-2017-1.pdf.

易所的交易产品则采取三分法区别对待——营利性影响力实体发行可交易普通股、优先股、债券；非营利性影响力实体发行可交易债券；社会投资基金可发行基金股份。与非营利组织的资助者不同，在该交易所交易的“投资者”，可以获得回报并投资其他项目，这一理念为对社会企业感兴趣的投资者开辟了一个未开发的资本市场。^[23]

在影响力交易所“上市”，可为发行人提供一个在被规制的交易所上市的机会，并对其社会和/或环境保护任务提供保护。具体而言，这些益处表现在以下六个方面：^[24]

第一，使命市场化。在影响力交易所上市是一种很好的公开表达方式——说明该企业对其社会和/或环境使命作出承诺，所有企业须在上市前满足严格的影响力评估标准，并承诺作出持续的影响力报告并满足评估要求，才能保持上市地位。

第二，使命受到监督/保护。影响力交易所的“上市规则”包括监督每个发行人，因此，可确保发行人在不失去社会目的、使命和诚信的情况下获取资本，同时，投资者获得了保证——其他投资者也支持发行人的使命，投资者利益趋于一致。

第三，增加信息披露和透明度。在影响力交易所融资会增加发行人与零售商、投资者、媒体以及一般公众之间的互动。对于财务信息和社会/环境影响信息的双重披露将吸引更多潜在投资者，提升股份溢价可能性及更多的资本供应。

第四，投资者网络全球化。IX 拥有一个全球投资者网络，有助于寻求影响力投资的机会。据统计，有超过 35% 的 SEM 日常营业额由国际投资者贡献，获得这些投资者可改善发行人证券需求，并提供全球性估值。

第五，增加股东/成员流动性。成为“上市”企业为发行人的证券建立了一个公开市场，为投资者提供一个有组织、透明和受监管的市

[23] Matthew Kasdin, *Impact Exchange: How It Will Change Investing*, International Financial Law Review, Vol. 32, 2013.

[24] Impact Exchange, *Impact Exchange Board Listing Guide: A Board of the Stock Exchange of Mauritius*, available at https://iixglobal.com/wp-content/uploads/2017/04/Impact_Exchange_Listing_Guide-2017-1.pdf.

场,证券流动性则为投资者提供了退出投资的机会。

第六,提高“上市”公司的信用/声誉。交易所的监管框架提升了公司的信用/声誉,拥有一批机构投资者则可为发行人带来稳定性和更为广泛的业务网络。

IX 特殊性还表现在其上市规则不同于先前的社会证券交易所,其规定规范发行人的首次上市,如谁可上市、什么证券可上市、如何发行这些证券和上市流程;列出发行人须满足的持续性要求,如持续报告、披露和发行人的特殊行为;确定旨在确保市场公平、有序和透明的最低行为标准。遵守影响力交易所的规则是进入影响交易所上市的前提,同时,发行人还须确保符合“2005 年证券法”和/或根据该法制定的任何规则或金融管理委员会规则的要求。影响力交易所要求所有发行人要表现出积极的社会和/或环境影响,而新加坡的社会效应投资交易所对这些影响力要求进行评估/监督。除遵守上述实体性规则外,IX 的上市程序规则也十分翔实、严谨(见表 1)。

表 1 IX 上市程序^[25]

步骤	阶段	内 容
1	确定上市准备	<ul style="list-style-type: none"> • 确定上市的类型、证券结构、特点和条款 • 与 IIX 和 SEM 会面来审查上市要求与流程 • 准备上市评估 • 获得执行团队/董事会批准进行上市
2	上市准备	<ul style="list-style-type: none"> • 任命顾问并向其咨询 • 进行尽职调查(法律、财务和影响) • 准备上市文件和其他申请文件
3	申请上市	<ul style="list-style-type: none"> • 向公众、金融服务委员会提交招股说明书 • 向毛里求斯证券委员会提交包括上市文件在内的申请文件 • 获得上市执行委员会有条件批准 • 向金融服务委员会登记最终上市文件

[25] Impact Exchange, *Impact Exchange Board Listing Guide: A Board of the Stock Exchange of Mauritius*, available at https://iixglobal.com/wp-content/uploads/2017/04/Impact_Exchange_Listing_Guide-2017-1.pdf.

续表

步骤	阶段	内 容
4	资本融集 (若需要)	<ul style="list-style-type: none"> • 向投资者营销 • 筹集资金
5	入场上市	<ul style="list-style-type: none"> • 获得上市委员会最终批准进入影响交易所——需要成功的募集资金和其他条件 • 任命注册管理机构/转让代理人,并为证券安排自动转账系统 • 开始交易
6	上市后期	<ul style="list-style-type: none"> • 持续披露财务和影响 • 定期披露财务和影响

4. 加拿大:社会风险联结

成立于2013年9月的加拿大社会风险联结(Social Venture Connexion, SVX)^[26]更为成熟,自称为“信任连接器”(trusted connector),向社会企业提供有意向的影响力投资者(interested impact investors)及服务提供商的信息源。该交易所具备高度的透明度,以“三重底线”(triple bottom line)^[27]进行评估,只面向机构投资者。值得肯定的是,其得到安大略省政府的支持,有着客观的报告评价标准,为社会企业提供方便的注册程序。

SVX运用B公司认证标准来衡量发行人社会/环境影响力,其“针对的是健康、教育、环保、社会保障性住房、可持续林业和有机农业等小型高增长企业”。^[28]SVX旨在创建一个平台,使投资者和影响力企业

[26] 非常遗憾的是,加拿大社会风险联结的官网“<http://www.svx.ca/>”目前正在更新换代之中,对其介绍只能从相关的新闻报道和学术著作中间接找到。

[27] 1994年,英国学者约翰·埃尔金顿(John Elkington)最早提出了三重底线的概念,他认为,就责任领域而言,企业社会责任可以分为经济责任、环境责任和社会责任。经济责任也就是传统的企业责任,主要体现为提高利润、纳税责任和对股东投资者的分红;环境责任就是环境保护;社会责任就是对于社会其他利益相关方的责任。企业在进行企业社会责任实践时必须履行上述三个领域的责任,这就是企业社会责任相关的“三重底线理论”。

[28] Alexander, Mystica M., *A Comparative Look at International Approaches to Social Enterprise: Public Policy, Investment Structure, and Tax Incentives*, William & Mary Policy Review, Vol. 7, 2016.

可以建立联系。其以传统股票市场为基础,通过建立“强大的本地影响力企业、基金、投资者和服务提供商的网络”来协调/整合分散的市场。^[29]

5. 南非:社会影响力投资交易所

南非社会影响力投资交易所(The South African Social Investment Exchange, SASIX)成立于2006年6月,目前是第二大全球性社会证券交易所,旨在向社会企业提供金融支持。

它是一个传统/常规的社会证券交易所,向伦理投资者(ethical investors)提供一个购买社会项目股份的平台,所购买的社会项目会以行业部门和所在省份两个要素而被分门别类,潜在/感兴趣的投资者可以根据项目类型、任务及区位而浏览并选择社会企业。

SASIX为慈善家提供了一个集中的方式来监督他们的捐赠是如何被有效利用。该平台的显著特点是将投资者的捐赠命名为“股份”,这可谓是一种非营利组织走向商业化融资的尝试。SASIX项目的“社会份额”每项费用为50南非兰特,项目涵盖幼儿教育、孤儿和弱势儿童、食品安全、企业发展、基本医疗保健环境保护以及动物保护等领域。招股说明书每季度印刷一次,可在SASIX网站上查阅详细的项目书资料。投资者可选择投资一个项目或多个项目组合,既可在线购买股票,也可通过南非Great Good信托基金办事处购买股票。

借助Great Good的成熟运作,SASIX逐渐确立五项运营原则:(1)结果驱动——充分利用投资者基金,确保“发行人”能够在消除南非贫困方面产生最大的影响;(2)制定一个旨在解决具体问题的整体战略;(3)了解受益人;(4)确保组织的可持续性;(5)建立战略伙伴关系。^[30]

6. 其他社会证券交易所

除上述比较知名的社会证券交易所外,全球范围内还存在几个新

[29] Community Forward Fund, *Social Venture Connexion (SVX)*, available at <http://www.communityforwardfund.ca/for-investors/social-venture-connexion-svx/>.

[30] Great Good, *SASIX - The South African Social Investment Exchange*, available at <http://www.wecanchangeourworld.co.za/Profiles/NGONPO/GreaterGoodSA/Investment/SASIX/tabid/327/Default.aspx>.

兴/成熟的社会证券交易所,包括巴西 Bolsa de Valores Sociais(简称 BVSA)交易所,其诞生于 2003 年,BVSA 对项目进行筛选,后者解决方案必须与联合国千年发展目标保持一致。捐助者可以选择“投资”,但回报是非金融的社会福利,借助创造的捐款来推动非营利组织发展;与前者相对应,巴西创建了 BRIIX 来专门面向营利性的影响力投资;肯尼亚 2009 年成立了社会投资交易所,为肯尼亚企业提供三重底线融资手段;美国 2010 年创建了“使命市场”(mission markets),作为影响力投资者的私人资本(在线)市场,投资者可登录网站查看社会企业的认可产品。该平台提供尽职调查、文本审查、筹集资本以及终止交易等服务,但高昂的设立成本和监管障碍使其并不想成为一个公开的交易所,而且该交易所还远离那些被许多人认为的“真正”的社会企业,因其主要目的是支持企业将社会责任纳入商业模式,而非解决那些根深蒂固的社会问题。^[31]

(三) 社会证券交易所的效果

社会企业往往面临评估难、集体风险厌恶(社会企业因其相对较低的财务收益而被认定为不良企业)的难题。这也为这些社会证券交易所的出现提供了原动力——与其所有参与者一道服务于新的社会投资市场,并提供恰当的社会企业评估/估值。

社会证券交易所扮演着联结影响力投资者与社会企业的角色,那些希望扩大融资渠道和业务多样化的企业可在社会证券交易所“上市”,与寻求财务回报和积极社会影响的投资者进行交易。作为资金提供方,影响力投资者需知晓项目需求类型、社会收益以及营利的可能性;另外,作为资金需求方——社会企业需融资来为“社会商事行为”提供资金支持。简言之,社会证券交易所融集了私人资本来实现社会公益目的。与传统的证券交易一样,“上市”公司须遵守若干规则与要求,如披露业绩年度报告,社会证券交易所借此发挥监管职能——“正如传统交易所在几个世纪前向常规金融所做的那样,英国社会证券交易所已成为社会金

[31] Nicole Motter, *Stock Exchanges for Social Enterprises? Here's Where You Can Find Them*, available at <https://www.forbes.com/sites/ashoka/2014/03/27/stock-exchanges-for-social-enterprises-heres-where-you-can-find-them/#48bc785b4e5a>.

融的‘跨国规则制定实验室’,他们制定测试手段用来从传统市场主体中区分社会企业和影响力投资者,建立社会融资的标准化程序,塑造关键利益相关者——投资者、发行人以及受益人之间的关系”。^[32] 但与前者不同的是,英国社会证券交易所必须时刻保持投资活动与公益目标的一致性,并更好地在投资者和受益人间分配利益,故监管范畴更多包含公益内容,如需披露更多的社会和财务绩效信息。^[33]

通过创设一个与商业社会相同的机制,社会企业将有一个更为合法的平台让世人加深对其理解,展示其为何、如何运作以及为何被人们所需要,这无疑会创设一个更为持续的、有益于整个社会的福利运动,而非简单的少数人投资的新方式。^[34] 与此同时,投资人获得了不同于一般捐赠的效果:一方面,融资透明度增强,规范性加深。在社会证券交易所上市的社会企业也要遵守严格的上市规则,规范其内部治理结构,从而满足对社会企业的监督要求;另一方面,扩大投资者的可选择范围。社会企业证券交易所同资本市场的交易所一样,起到信息沟通作用,以社会影响指标为参照,对上市企业进行严格排序,从而方便投资者挑选出其中意的企业。

三、非营利组织“市场化”融资:慈善证券

(一) 营利/非营利组织的资本鸿沟:目的决定手段?

传统观点认为,非营利组织不属于任何个人或团体(包括创始人在内),也与营利性公司不同,这种不同主要表现在:(1)组织宗旨侧重有利于社会的活动,而非获利;(2)组织的公有属性,没有人拥有组织的股

[32] Sarah Dadush, *Regulating Social Finance: Can Social Stock Exchanges Meet The Challenge?*, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol. 37, 2015.

[33] Sarah Dadush, *Regulating Social Finance: Can Social Stock Exchanges Meet The Challenge?*, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol. 37, 2015.

[34] Adrian Ashton, *Stock Exchange Has Hidden Value to Social Enterprises*, New Start, Vol. 10, 2008.

份或者财产权益；^[35] (3) 团体收益不分配给成员，而是继续用于非营利组织的公共利益使命和活动中；(4) 税收优惠，在美国如非营利组织是 501(c)(3) 项下的慈善团体，则可免于国家和地方税收，美国国税局赋予其免税地位，也允许这些慈善组织接受公众的免税捐赠。正是因为这些不同，有学者认为其“妨碍非营利组织转向股权资本以作为运营中获得资金的手段”。^[36] 这也导致资本市场与商事/非营利组织之间仿佛存在一种“选择性亲和关系”，非营利组织通常不能用发行股票的方式融资，“既然非营利组织有既定目标，就不适宜从事与此无关的筹资活动，非营利组织的驱动力当来源于服务公众的愿望，而非追求商业利益”。^[37]

在现实生活中，非营利组织的财务处境并不乐观，“部分非营利组织已处于严重资金不足甚至名存实亡的休眠状态，故非营利组织如何获取资金，将成为决定其发展的关键因素”，^[38] 大多数非营利组织大部分或全部的财政支持都依赖于外部捐助者的捐款，收入几乎不足以支付经营预算，无法预留未来使用的财务准备金，这种以“市场法则主导的经营思维，针对非营利活动的规定被视为一种不必要的障碍”。^[39] 但自 20 世纪 80 年代以来，伴随西方政府改革的浪潮，政府财政支持减少、民间个体捐赠下降、非营利领域竞争的加剧及市场经济条件下对企业化经营管理的推崇，非营利组织不得不改变传统的运作机制而越来越多地借助市场机制开辟财源，与企业、政府以及其他非营利组织进行竞争，更多地从

[35] 例如，我国《民间非营利组织会计制度》第 2 条规定：“本制度适用于在中华人民共和国境内依法设立的符合本制度规定特征的民间非营利组织。民间非营利组织包括依照国家法律、行政法规登记的社会团体、基金会、民办非企业单位和寺院、官观、清真寺、教堂等。适用本制度的民间非营利组织应当同时具备以下特征：(一) 该组织不以营利为宗旨和目的；(二) 资源提供者向该组织投入资源不取得经济回报；(三) 资源提供者不享有该组织的所有权。”

[36] Kevin V. Tu, *Socially Conscious Corporations and Shareholder Profit*, *George Washington Law Review*, Vol. 84, 2016.

[37] [美]里贾纳·E.赫兹琳杰等：《非营利组织管理》，北京新华信商业风险管理有限责任公司译校，中国人民大学出版社 2000 年版，第 7 页。

[38] 陈贝贝：《非营利组织的商业化发展模式探究》，载《经营与管理》2015 年第 5 期。

[39] [美]道格拉斯·洛西科夫：《公司化的生活》，余巍译，中信出版社 2012 年版，第 246 页。

事营利性的经营活动,即非营利组织的市场化运作或商业化运作。^[40]

为此,尽管根据美国《国内税收条令》501(c)之规定,非营利组织不可公开发行股票,但有一般必有例外。一些州允许非营利组织发行不同于一般股利分配性的股票,非营利组织可以在获取税收优惠的情况下以卖出股票的方式筹集资金。具体而言,堪萨斯州、密歇根州、威斯康星州和宾夕法尼亚州允许非营利机构出售股权,股东有权对组织进行一些管理和控制,但禁止向股票持有人分配利润,股东所获取的股票书面权证更像是成员资格证,购买这些股票的股东通常是创始成员,希望借此实现有效控制。

例如,《宾夕法尼亚法典》第41章§41.6规定,非营利组织可以采用股份结构,并应满足:(a)NPCL第5306(a)(6)条(涉及公司章程)允许非营利性组织以股份份额为基础而设立,在这种情况下,章程需列出该组织有权发行的份额总数;(b)NPCL第5306(a)(6)(ii)条授权以股份为基础组织的非营利性组织的章程就订立的股份及各类股份规定投票权、名称、优先权、限制和特殊权利;(c)NPCL第5306(a)(6)(iii)条授权以股份为基础组织的非营利组织的公司章程规定归属于董事会或其他机构的权力,来将授权和未发行的股份划分为类别股或者一系列股份,或者两者结合,并决定某一类别股或系列股的投票权、名称、优先权、资格、限制和特殊权利;(d)非营利组织未以股份形式设立,那么其章程存在下述一条典型条款:该组织以非股份为基础而设立。由此可见,组织(非营利/营利组织)能否利用资本市场,发行证券并不以其目的加以区分,商事组织并非与证券存在天然绑定关系。上述四州“迟到总比没有好”(better late than never)的规定也为非营利组织发行证券提供了规范层面的例证和依据。

(二)非营利组织证券式融资的理论可能性

在过去的十年,社会企业家精神发生了重大变化,传统的资金来源,如慈善捐款、基金会捐款和政府补贴都不符合社会企业家为应对世界上

[40] 张玉磊:《困境与治理:非营利组织的市场化运作研究》,载《中国农业大学学报》(社会科学版)2008年第4期。

最棘手的问题而实施的创新,^[41]为此,一些新的融资手段被创设出来,使非营利组织走向证券式融资看到了可能。

1. 参与型非营利组织

著名经济学家罗伯特·希勒于2012年提出参与型非营利组织的概念,认为可新建一种为公共事业服务,不以营利为目的的全新组织。与传统的非营利组织的不同在于,参与型非营利组织可以发行股票,投资者购买此类股票用于向慈善事业捐款,同时也可由此享受税收优惠。投资者出售持有的股票也不用缴税,前提是将出售所得全部捐赠给其他慈善事业或用于本慈善事业的继续扩大运营,或者再次购买其他参与型非营利组织发行的股票。若持有此类股票的股东将股票流转所得用于个人消费,将受到沉重的税务处罚。^[42]

对于捐赠者而言,如果是以传统方式给非营利组织以资助,那么资助行为履行完毕后,捐赠人便丧失对金额的控制,无法影响其后续使用,但如果以购买参与型组织股票的形式捐助,那么捐赠人则与非营利组织可以建立起以下长期合作关系,并产生以下的治理效果。

(1) 产生一种可以量化的心理期望

非营利组织的未来运营状况会影响到该种“分红期待”权能否实现;股东也会以资本增长的形式切实体验到慈善的乐趣及自身影响力的扩张,激起人们对从事公共事业的兴趣,赋予股东参与和积累的感受,让股东过去慷慨大方的行为,变成消磨时间的“好玩的游戏”,同时让他们的自我中心主义能在被认可的事业中体现出来。^[43]

(2) “慈善股票”促使捐赠者成为“慈善看门人”

在传统商事领域,股份具有可转让性,对公司失望的股东会用脚投票离开公司,同时敌意收购也会因股票的流动性而对目标公司实施控制权转移的压力,从而时刻提醒着董事需恪守履职。与此类似,慈善股票同样可产生上述治理效果。虽然非营利组织“获得了一个神圣的自我形

[41] Ann - Kristin Achleitner, Andreas Heinecke, Abigail Noble, Mirjam Schoning and Wolfgang Spiess - Knafl, *Unlocking the Mystery: An Introduction to Social Investment, Innovations*, Vol. 6, 2011.

[42] [美]罗伯特·希勒:《金融与好的社会》,束宇译,中信出版社2012年版,第299页。

[43] [美]罗伯特·希勒:《金融与好的社会》,束宇译,中信出版社2012年版,第300页。

象和人格,以及某种它自以为有能力改变人生的浪漫情怀,但非营利组织仍然是组织,同样容易染上其他科层组织固有毛病,如缺少责任感、机构臃肿和例行公事等”。^[44]这就需要开发一个衡量非营利组织运营情况的合理方式,但这对于投资者和组织本身来讲又是十分复杂、耗时和高成本的任务,尤其是当每一个捐赠人都有自己的特殊做法或采取不同的成功定义时,实现客观公正的评价更为困难。借助“慈善股票”,投资人(捐赠人)可观察慈善股票市值的涨跌,这些价格的波动反映了慈善运作的成功程度,直观地反映了股东投资的使用绩效,便于股东评估该慈善组织,以决定是否进行后续捐赠。

(3)改善“自愿失灵”及投融之间的信息孤岛

传统意义上,非营利组织建立在社会捐助的基础上,融资方式是一对一的,资金来源容易受到经济波动的影响,一旦发生经济危机,即使有爱心的人也会发现自己难以维持生计,更谈不上帮助别人,这种主要依靠自发意志活动的发展几乎是要失败的。^[45]慈善股票及其IPO则打破这种被动局面,参与型非营利组织在发行股票之初就可和股东约定,分红的前提是股东将所得红利用于其他慈善事业,或按照约定当股东成为非营利组织的援助对象时(如捐助者/股东在购买股票后一段时间内破产、身患残疾或满足其他资助条件),可将分红直接用于该股东。股东可利用此类投资所得红利,设立私人慈善基金会,实现慈善内容的多元化,以解放“被框死的资金”。^[46]

另外,非营利组织借助在证券交易所挂牌上市,可避免因单一捐赠者的偶然困顿而致使组织举步维艰的局面发生。同时,证券交易所作为信息沟通平台,扩大了非营利组织潜在投资者(捐赠者)的范围,上市规则的特殊设定降低了投融之间的信息不对称,压缩了信息孤岛范围,使非营利组织处于一个持续受监督的状态。

[44] 范志海:《成为有效率的组织——市场经济条件下慈善基金会发展趋势》,载《经济体制改革》2005年第2期。

[45] 王锐兰、刘思峰:《我国非营利组织融资“脆弱性”及相机治理》,载《审计与经济研究》2005年第3期。

[46] [美]罗伯特·希勒:《金融与好的社会》,束宇译,中信出版社2012年版,第300页。

2. 慈善股权 (philanthropic equity)

早在 18 世纪,英国就出现了非营利机构 IPO 的现象,这些被称为“股份公益”(joint-stock philanthropy)的运营手段带来了慈善事业的繁荣,当时社会企业家如 Thomas Coram 在伦敦设立了先驱医院 (foundling hospital)^[47]。到了晚近,非营利金融资助组织 (Nonprofit Finance Fund, NFF) 创设慈善股权这一概念,为非营利组织提供一个新的融资途径,并为慈善股权做了以下的定义:第一,它是指一种企业层面的投资,但又不同于那些重要形式的融资,如项目融资和营运支持;第二,为社会福利创造显著的增长;第三,在融资过程中具有明显的意向性和透明度,与常规收入分开计算;第四,用来支付非营利组织发展过程中的财政赤字。^[48]

与传统股东不同,拥有这些慈善股票的购买者的角色定位存在买家/建设者之分。买家 (buyer) 是以提供现金的方式换取非营利组织的一定服务;建设者 (builder) 则提供现金以资助慈善活动的展开。应当说,在商事领域,买家极为重要,没有一家企业可以脱离买家而成功,但在非商事领域,买家不会帮助组织成长或塑造未来。^[49] 故这些“股东”的角色被视为组织建设者,而非购买/拥有者。慈善股权为非营利组织勾勒了一个新的融资图景:

第一,实现对慈善的“长期投资”。非营利组织往往不愿对其自身进行长期投资,如推迟建立开发现代化的综合 IT 系统,聘请首席财务官来监督组织,开发现代化的慈善品牌等。^[50] 这一方面源于间歇性的现金流问题、储备不足、缺乏安排地对资金的突击使用等导致的资金短缺;另一方面则源于组织对于风险的厌恶。上述种种事项均要求非营利组

[47] [美]马修·比索普、迈克尔·格林:《慈善资本主义:富人在如何拯救世界》,社会科学文献出版社 2011 年版,第 26 页。例如,西敏寺医院(1719 年)、圣乔治医院(1733 年)、温彻斯特医院(1736 年)、伦敦医院(1740 年)、密德萨斯医院(1746 年)等都是通过认股形式而建立。转引自黄春雷、郭晓会:《慈善商业化:国际经验的考察及中国的发展路径设计》,载《山东大学学报》(哲学社会科学版)2015 年第 4 期。

[48] Craig C. Reigel, *Philanthropic Equity: Promising Early Returns*, *The Nonprofit Quarterly*, Fall/Winter, 2011.

[49] Clara Miller, *The Equity Capital Gap*, *Stanford Social Innovation Review*, Vol. 6, 2008.

[50] Craig C. Reigel, *Philanthropic Equity: Promising Early Returns*, *The Nonprofit Quarterly*, Fall/Winter, 2011.

织的董事对其财务状况信心满满。慈善股权通过预先筹集资金,增强了此种财务信心,消除对慈善长期投资的成本顾虑。

第二,提供“试错可能”。由于对风险的厌恶,导致非营利组织在行事方面小心翼翼,与之相伴的是成绩平平。资产具有高度的非流动性,缺乏财务灵活性,捐赠款的定向使用更是限制住其手脚。无论是尝试发明新的服务模式还是探索新的商业模式,非营利组织只有能够进行更多的试错,才可能提供很好的服务。因此,慈善股权可消除过于狭窄的定向使用范围,同时也以更为充裕的资金支持非营利组织去试错,探索更好的慈善模式。

第三,使管理者更关注组织的发展。非营利组织的建设/成长并非易事,因为管理者必须持续将募集来的资金用于支付年度预算和工资等,“几乎所有非营利组织的高管都忙于处理追求使命与维护财务可行性之间的紧张关系”,^[51]而无法专注于组织建设的关键性挑战。做一个形象的比喻,如果用六小时砍下一棵树,那么前四小时都可能在磨斧头。但无人会花最初的四小时筹集资金来购买生锈的斧头,但这恰恰是许多社会企业家当下所做的事情。慈善股权使非营利组织的管理者不再忙于支付各项运营费用,能够集中关注自己的工作重心,进行组织建设。^[52]

第四,为非营利组织提供快速融资渠道。与传统捐赠式融资手段相比,慈善股权融资效果更为显著。例如2010年,非营利组织金融资本合伙人(NFF Capital Partners)对9家发行慈善股权的非营利机构进行了实证研究,发现:(1)每个组织的基本融资交付量年均增长57%;(2)排除慈善股权后的商业收入年均增长36%;(3)所有组织均扩大业务范围,收入均有所增长。^[53]慈善股权与传统金融工具相比,其特点/优势如表2所示。

[51] Clara Miller, *Hidden in Plain Sight Understanding Nonprofit Capital Structure*, The Nonprofit Quarterly, Spring, 2003.

[52] Craig C. Reigel, *Philanthropic Equity: Promising Early Returns*, The Nonprofit Quarterly, Fall/Winter, 2011.

[53] NFF Capital Partners, 2010 *Portfolio Performance Report*, available at <http://nonprofitfinancefund.org/capital-services/portfolio-performance-report>.

表 2 多种融资工具的效能对比^[54]

金融工具	存续期间	年度支出费用	是否强制还款	对主体的影响	是否适用于非营利组织
股权资本	无限制	无	否	①稀释所有权;②投资人获得控制权和表决权;③对组织文化产生潜在影响	否
债权资本	长期	利息	是	①要求可预测的现金流;②不稀释所有权;③若发生违约,资本提供者拥有较大的权力	是 ^[55]
慈善股份	无限制	无	否	①不会稀释所有权;②为非营利组织提供外部监督者	是
赠与	短期	无	否	①通常限制自由使用,只可用于既定项目;②创业灵活性低	是
政府补贴	短期	无	否	①不稀释所有权;②不确定性强;③数额少	是
混合资本 (Hybrid capital) ^[56]	长期	无	视结构而决定	①与投资者一起低成本分担风险;②结构灵活性较强	否

[54] Ann - Kristin Achleitner, Andreas Heinecke, Abigail Noble, Mirjam Schoning and Wolfgang Spiess - Knafl, *Unlocking the Mystery An Introduction to Social Investment, Innovations*, Vol. 6, 2011.

[55] 对于以债务的形式融资,我国并未明确禁止,如《事业单位财务规则》(2012年)设专章(第8章)负债管理,其中第47条规定:“负债是指事业单位所承担的能以货币计量,需要以资产或者劳务偿还的债务。”第48条规定:“事业单位的负债包括借入款项、应付款项、暂存款项、应缴款项等。应缴款项包括事业单位收取的应当上缴国库或者财政专户的资金、应缴税费,以及其他按照国家有关规定应当上缴的款项。”第49条规定:“事业单位应当对不同性质的负债分类管理,及时清理并按照规定办理结算,保证各项负债在规定期限内归还。”第50条规定:“事业单位应当建立健全财务风险控制机制,规范和加强借入款项管理,严格执行审批程序,不得违反规定举借债务和提供担保。”

[56] 包含赠款、权益资本和债务资本等要素。与赠款相比,其没有利息成本,在某些协议中,融资工具被转换为赠款。这一类别的融资工具包括可收回赠款、饶让贷款、可转换赠款或收益分享协议。参见 Ann - Kristin Achleitner, Andreas Heinecke, Abigail Noble, Mirjam Schoning, and Wolfgang Spiess - Knafl, *Unlocking the Mystery An Introduction to Social Investment, Innovations*, Vol. 6, 2011。

续表

金融工具	存续期间	年度支出费用	是否强制还款	对主体的影响	是否适用于非营利组织
夹层资本 (mezzanine capital) ^[57]	长期	利息	是	①要求可预测的现金流;②不稀释所有权;③强制支付	否

3. 目标替代式“借壳上市”/“股权捐赠”

当下,在非营利组织不能发行一般股票的情况下,可借助投资商业公司/上市公司的方式,成为控股股东,以商事上市公司的外观融集资本,并将其用于慈善事业。^[58]例如近期,海航集团的股权结构引发公众对非营利组织(慈善基金会)持股商事组织这一现象热议,也可谓是非营利组织借助“公司壳”融资的“成功”案例。案中非营利组织——海南省慈航基金会(以下简称慈航基金会),是地方性非公募基金会,由海航集团发起设立,原始基金数额为人民币2000万元。作为一家非营利性的公益组织,业务主管单位为海南省民政厅。借助查阅公开披露的相关资料发现,慈航公益基金会间接控制海航集团22.75%的股权,而其之所以能成为海航集团的实际控制人,是通过海航集团的慈善捐赠所得。^[59]

[57] 夹层资本(mezzanine capital)是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。因此,对投资者来说,夹层资本的风险介于优先债务和股本之间。

[58] 应当说,法律并不禁止非营利组织成为商事公司的股东,毕竟在非营利组织市场化运作这一大的改革背景下,投资收入是其重要的资金来源,如我国《事业单位财务规则》第15条对事业单位的收入做了列举,其第6款规定:“其他收入,即本条上述规定范围以外的各项收入,包括投资收益、利息收入、捐赠收入等。”

[59] 佚名:《海航回应“谁的海航”:没有中国官员及其亲属持股,股权将全部捐赠慈善机构》,载观察者网,http://www.guancha.cn/economy/2017_06_16_413617_s.shtml,2017年8月9日访问。2013年4月,在海航慈善之夜晚宴上,海航集团董事局主席陈峰宣布,海航集团将向慈航基金会捐赠第一期价值30亿元的股权,用于开展慈善事业。当年4月的股权转让是股权捐赠的第一期。6月16日,海航集团方面对第一财经记者进一步透露,海航集团的股东还将陆续把股权捐赠给公益基金会,其中约60%的股权捐赠给境内的慈航基金会,约40%股权捐赠给境外的Cihang Foundation。

可以说,借助此种方式,慈航公益基金可以成功分享海航集团的 IPO/市场融资的红利,实现对资本/证券市场的间接利用。

但借助造“公司壳”实现上市筹资的梦想的方法成本较高,^[60]同时会引发媒体/公众的持续性关注/质疑(正如海航集团股权结构引发“海航是谁的”这一疑问),并在公司法规则层面存在诸多风险。

首先,挑战对公司目的的传统认知。商事公司的营利目的与控股股东(非营利组织)的慈善行为难以相容,以此种方式实现非盈利筹资的规模有限。以“海航是谁的”这一事件为例,海航集团章程在第 12 条经营宗旨中规定:“公司的经营宗旨是为公众提供安全、准时、舒适和方便的航空和其他有关服务,提高经济效益,保护公司股东的利益。”而慈航基金会的财产将主要用于赈灾救助、扶贫济困、慈善救助、公益援助等公益活动,故其行为是否构成对海航公司目的之改写是值得讨论的,毕竟非营利组织/慈善行为所追寻的(目的)更多层面上以精神富足为导向,而商事企业追求幸福是经济富足为导向。

其次,股东利益的异质性增加董事行为风险。除非非营利组织购买了壳公司的全部股票,否则在公司内部必然存在差异化之股东利益追求——小股东追求盈利,而控股股东(非营利组织)追求慈善,董事的慈善决策/行为必然会引发小股东的诉讼——董事善意行使权利之义务要求董事善意地服务于公司整体利益,慈善行为很容易被认定为公司资产浪费而引发董事责任。^[61]例如在美国,2010 年 eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark^[62]案中,特拉华州衡平法院以概括的语言表明了对此种表里不一行为的否定。争议源自在线分类广告网站 Craigslist 的小股东 eBay 想通过 Craigslist 获利,但 Craigslist 的创始人和大股东希望继续将在线分类广告网站提供免费服务,Craigslist 创始人面对 eBay 的盈利威胁,董事会采取了旨在保护 Craigslist“企业文化”的三项措施。然而,董事会的行为对 eBay 产生了不利影响:(1) 损害 eBay 自由出售其股份

[60] 蒋大兴:《谁需要证券交易所——中国证交所上市主体/产品的结构性改革》,载《证券法苑》2010 年总第 3 卷。

[61] 黄辉:《现代公司法比较研究——国际经验及对中国的启示》,清华大学出版社 2011 年版,第 205~206 页。

[62] eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, 16 A. 3d 1 (Del. Ch. 2010).

的能力;(2)使 eBay 不可能单方面选择董事会董事;(3)降低了 eBay 的持股比例。因此,eBay 对董事会的行动提出质疑,指责董事违反信义义务。法庭最终判决董事会的两项决议违法,认为选择营利公司形式后,Craigslist 的董事受到与企业形式相匹配的信托义务和标准的约束,包括为股东利益而提升公司价值。^[63]

最后,非标签化增加潜在投资者的识别成本。借壳上市使得外观上与一般商事公司并无差异,在众多上市公司中,让潜在投资者一一甄别,找寻一个长着“营利的相貌”却拥有“慈善内心”的公司是十分困难的,势必增加识别成本。

(三)非营利组织慈善证券的运行案例:IPO 的折影

1. 美国绿湾包装工橄榄球队的“股份发行”

美国绿湾包装工队(Green Bay Packers)是美国橄榄球联盟(NFL)中唯一一个拥有非营利组织结构的球队,该球队创纪录地获得了 13 次冠军,是 NFL 史上的翘楚,更让人吃惊的是,一个由非营利社区所拥有的团队竟可以如此成功地对抗营利社团的球队。球队的非营利机构性表现在以下几方面:(1)由社区所有(community-owned);(2)不分享盈利,公司章程禁止向成员分配利润,任何净收入要么捐赠给绿湾包装工基金(the Green Bay Packers Foundation)重新投入组织或捐赠给相同目的之团体;(3)制定规则事先防止任何对球队的个人控制;(4)不由任何个人或者团体所拥有,也不以私人利益最大化为目的。^[64]

2011 年,为翻新球队在蓝波球场(Lambeau Field)的活动场所,球队需筹集 1.3 亿美元。为支付部分装修费用,球队以每股 250 美元的价格“发行”了 25 万股。按照要求,购买者须是自然人,其配偶可作为联合共有人(joint tenants),但任何公司、信托机构无权购买该股份。该股份向公众公开发行,为防止股份过于集中,任何个人最多可购买 200 股。虽

[63] Kevin V. Tu, *Socially Conscious Corporations and Shareholder Profit*, George Washington Law Review, Vol. 84, 2016.

[64] Matthew J. Parlow, Anne - Louise Mittal, *Are the Green Bay Packers Socialists?*, Virginia Sports and Entertainment Law Journal, Vol. 14, 2015.

然该球队历史上已进行过多次“股票发行”活动,^[65]但与传统股份发行相比,其存在以下四点不同。

(1) 发行内容:受到限制的“股份”。

球队发行的股票不同于传统市场投资活动语境中的股票,绿湾包装工队在其官网提示:“任何考虑购买股票的人都不应该购买股票以赚取利润、获得股息、税收扣减或任何其他经济利益。”根据章程第6条之规定,该股票被禁止转让给任何自然人或者法人实体,这就排除了任何形式的经济利益的可能性,不可流动,不可买卖。具体来讲,股东只允许将股票转让给直系亲属,或在死亡时直接作为“礼物”赠给直系亲属。如果股东试图进行任何其他形式的转让,那么该附则规定公司有权以每股0.025美元的价格回购这些股份。与传统股票不同的是,球队发行股票的收益也未计入年度会计报表。应当说,这些股票/份并不在于严格的所有权或利润分配的概念,而是突出所有权的伦理观及非营利组织急需的金融工具和融资手段之标签。

(2) 利润获取:非经济的“心理/情感自豪”。

购买这些股票的股东未收到丝毫经济利益。根据球队章程第6条,股东不会基于其身份而获得金钱或其他物质利益,不会被支付股利,在解散的情况下,股东也无法参与剩余财产分配。此外,作为非营利组织,股东没有资格在其购买股票的联邦或州获得所得税税收扣除。除金钱利益外,股东也不会获得任何形式的非货币“特殊利益”,如球队的门票、比赛优惠座位或者相关纪念商品的折扣。

那么,股东购买这些股份的动因为何?与购买传统商业股票获取盈利不同,购买非营利股票的目的很大程度上不在于(也无法)盈利,而是在于一种基于所有权而产生的自豪感,拥有某物超脱盈利的心理利润(psychic profit)。例如,一位球迷股份购买者说道:“作为包装工队的长期粉丝,我很自豪地说,我现在是这家传奇球队的老板,当收到认股书的

[65] 第一次发行股票是1997年的11月中旬,持续至1998年早期,共17周,打算以每股200美元发行40万股,但最终只发行了12万份,筹集2400万美元;第二次发行股票是在2011年的12月,持续至2012年2月,共12周,以每股250美元的价格打算发行25,000份,库存88万份,但前两天就发行了18.5万份,故最终扩大发行量,售出26.8万份股份,筹集到6700万美元。

那一刻以及每当看到其挂在墙上时,这给了我多年的心理荣耀,尤其是球队保持不败直指超级碗时。”^[66]

(3) 股东权利:管理性权利的丧失。

球队的组织结构将业务和事务的控制权授予由股东选举的董事会,董事会反过来任命一个七人执行委员会,在董事会不召开会议时行使董事会的管理权力。总裁兼首席执行官雇用前台人员管理球队日常运营。在这种权力/权利分配框架下,股东几乎对球队组织管理及日常运营无投入。^[67]

(4) 适用范围:以名气决胜负。

在日常生活中,“非营利”的股票的市场空间仍有待观瞻,同时这种形式的非营利组织融资途径能否在其他“无名气”的组织上同样成功是值得怀疑的,毕竟后者缺乏“心理收益”。这似乎陷入了一个不断恶性循环的怪圈——有名气的非营利组织并不缺乏资金来源,更多的问题是在资金运营、合理使用阶段,恰恰是无名气的非营利组织缺乏资金来源,反倒无法较好地利用资本市场进行融资。

2. 加州马丁回家边界的“即刻公众机会”IPO

2007年,美国加州一个为流浪汉成立的非营利组织——马丁回家边界(Homeward Bound of Marin)为安置那些无家可归者需新建一座住房综合体,为此向公众公开募集100万美元。投资大师沃伦·巴菲特积极响应,购买了50美元的股份,并授权以其名字定义此项活动。^[68]对此,执行董事Mary Sweeney骄傲地说:“这次IPO为自然人、社团乃至企业提供了与巴菲特同等的投资机会。”值得一提的是,该组织曾于2008年发起相同活动,成功募集到100多万元的资金,为无家可归者建立住

[66] Jonathan Mariano, *Green Bay Packers Sell Stock as Nonprofit Community Organization*, available at <http://www.triplepundit.com/2011/12/stock-nonprofit-community-organization/>.

[67] Matthew J. Parlow, Anne - Louise Mittal, *Are the Green Bay Packers Socialists?*, *Virginia Sports and Entertainment Law Journal*, Vol. 14, 2015.

[68] 颇有意思的是,在该组织得到巴菲特的支持后,另一个非营利组织女生发展基金(the Girls' Growth Fund)也发起“即刻公众机会”(Immediate Public Opportunity)的“IPO”之路,该组织专门获得了巴菲特的妹妹Doris Buffett的支持,其购买了一份股,并承诺将成为该组织七人之外的天使投资人购买100股。

房和培训中心。

别出心裁的是,活动方对传统语境下的 IPO 再度演绎,将其变为“即刻公众机会”(Immediate Public Opportunity)的缩写,慈善捐赠则被改写为“股份”。购买这些股份的股东实际上不拥有回家边界的任何资产或者股票,购买的股份只是提供了购买者一个“在社区中存款”的机会,所有筹集的资金都用房屋建设活动。从权属表征上看,非营利性股票更类似会员证书,一种正式的认识捐赠者的书面凭证,只不过外观上设计成股票证书形式,如每个购买 50 美元股份的股东会收到一份股票证书和年度报告,详细说明这些钱如何使用,并对社区产生何种影响;股东甚至与其他投资者一道被邀请参加股东年度大会。

3. 罗德岛资本良好基金的“直接公开发行”

美国罗德岛的资本良好基金(Capital Good Fund)是一个非营利并通过认证的社区金融发展机构,旨在帮助人们解决财务问题,为罗德岛、佛罗里达州和特拉华州的家庭提供小额贷款和个性化的“金融+健康培训”,其使命是提供公平的金融服务,创造脱贫的道路。

与其他非营利组织一样,资本良好基金同样面临财务问题,因为非营利组织大多开展量大但低利润的业务,如该基金每笔贷款利润很小,需要借出更多贷款来支付运营成本。故在 2015 年年末,该组织发起 DPO 行动,推出 425 美元的直接公开发行(direct public offering),计划五年内为 17,000 笔贷款提供融资,目标是通过贷款组合的利息收入来支付运营费用。^[69] 每“认购”25 美元,股东都会收到一份“社会创新股”,股东有权在股东大会上就董事会人员任免进行表决,股东也有权独占使用该组织的季度财务及影响力报告,股东还排他地享有召开电话会议的权利。

就其本质来讲,这些股东的行为名为购买,实为捐赠。但需要指出的是,将这些捐赠行为“包装”成购买,会带给股东不同的心理感受——从行为心理学的角度来看,传统 IPO 挖掘/顺应了人类对于互惠互利的需求——我们喜欢得到一些东西作为行为回报,即使仅是一份证书、一

[69] Capital Good Fund, *About Us*, available at <https://capitalgoodfund.org/en/aboutus/ourvision>.

个股东头衔和投票选举董事会成员的资格。这也是非营利组织向潜在捐赠者发出声誉信号的有效方式,尤其可以抚平公众信心因非营利机构的金融丑闻而产生的创伤。

4. Do Something 的“慈善利益”IPO

Do Something 是美国一个专门面向青少年的非营利组织,旨在促进青少年的志愿服务,提升青少年领导力。为惠及更多地青少年,2008 年该组织发起 IPO 行动。首席执行官和技术专家共同撰写 IPO 招股说明书,内容包含常见的市场数据、该组织 15 年的活动史、竞争格局的概述以及关于组织品质的声明(兼称自己是美国最有效率的非营利组织之一),所有这些都旨在说服投资者,该组织可以实现其雄心勃勃的目标。唯一使其与典型 IPO 招股说明书不同的是,没有任何有关盈利、利润分配的规定,在其他文件中解释道:“本招股说明书中所提到的股份,表征的是 Do Something 的永久利益——一种严格的慈善利益,在任何时间均无现金回报。”^[70]

5. 高校峰会的“私人配售”

前高盛银行家查克·哈里斯于 2004 年担任非营利组织的行政人员,先前从事职业筹集资金的工作经历使其在解决非营利组织高校峰会(College Summit)的融资问题时植入商业思维。后者是一个存续 13 年之久的公益组织,旨在帮助低收入的学生进入大学深造。

2005 年 11 月,该组织发起私人配售(private placement)行动,将组织“配售”10 名投资者,筹得 1500 万美元并将其设立一个四年增长计划基金。尽管这 10 名投资者未获得任何股票或货币回报,但吸引他们的是帮助一个成熟想法变成现实的“成就感”——他们将成为在 palm pilot 平台上风险投资者将会正确投注的非营利组织。

私人配售理念是资助非营利性组织增长的突破口:一方面,与大多数赠款和捐赠不同,这笔钱并不被限定用于特定的计划或特殊要求,而是被用来提升发展能力,高校峰会会利用会计系统每季度向投资者报告发展情况;另一方面,配售的收益十分乐观,远高于传统基金会的募集额,同时发展基金增加了非营利机构的现金储备,增加了经费伸展性,可

[70] Non-profit capitalism, The Economist, Sep. 11th, 2008.

随时应对活动过程中的突发事件。^[71]

6. 其他案例

除上述四个事例外,在美国其他非营利组织也做了类似融资活动,如美国教学(Teach for America),旨在推动毕业大学生去穷人学校教书;匹配志愿者(Volunteer Match),一种活跃在 ebay 上的志愿者,正在筹集 1000 万美元等。对此,该趋势的先驱者 George Overholse 认为在过去的几年,非营利组织已经募集到了大约 2 亿美元的“慈善股份”(philanthropic equity)。^[72] 在我国香港地区,教育界发明了一种“入学债券”(debenture),该债券由私立名校发行,一次性购买,不退款,没有利息,待学生毕业后可以赎回或者转让,而持有者所获得的是一种优先入学权或个人提名权,以确保“榜上有名”。上述这些对商事企业 IPO 的模仿已成为改善非营利组织资金筹措方式的一个新趋势,使其逃避对慈善世界短期筹资的痴迷。虽然这些山寨版的 IPO 被戏称为花招(gimmick),但资料显示,在 2006~2009 年间,这些慈善 IPO 的实践显示出强劲的融资能力,平均增长倍数在 3.1 倍左右,如表 3 所示:

表 3 2006~2009 年由非营利财政基金支持的
采用慈善股票的非营利组织^[73]

开始时间(年)	组织名称 ^[74]	方案执行情况			
		衡量标准	基准目标	当下执行情况	增长倍数
2006	Global Giving	项目资源分配	1,684,000 美元	8,577,494 美元	5.1 ×
2007	Donors Choose. org	生源分配	2,600,000 美元	10,117,000 美元	3.9 ×
	Volunteer Match	义工推荐	441,000 名	677,000 名	1.5 ×
	Year Up	青年服务	352 次	793 次	2.3 ×

[71] Cherly Dahle, *Next: A Nonprofit IPO?*, available at <https://www.fastcompany.com/55773/next-nonprofit-ipo>.

[72] Non-profit capitalism, *The Economist*, Sep. 11th, 2008.

[73] Craig C. Reigel, *Philanthropic Equity: Promising Early Returns*, *The Nonprofit Quarterly*, Fall/Winter, 2011.

[74] 据统计,发行慈善股份的组织还包括 The Mulago Foundation, Genesis Family Trust, The Bill and Melinda Gates Foundation, Omidyar Network 等。

续表

开始时间(年)	组织名称	方案执行情况			
		衡量标准	基准目标	当下执行情况	增长倍数
2008	Ashoka's Changemakers	直接支持创新种子基金	7,000,000 美元	39,400,000 美元	5.6 ×
	Vision Spring	眼镜售出量	35,000 副	201,000 副	5.7 ×
2009	Root Capital	提供贷款	41,200,000 美元	56,900,000 美元	1.4 ×
	Stand for Children	教育改革的成功量	15 次	17 次	1.1 ×
	YES Prep Public Schools	惠及的学生数量	2008 名	2638 名	1.3 ×
平均增长倍数					3.1 ×
平均复合增长率					57%

四、证券市场的裂变之难:现实困境

(一) 作为新生事物的社会证券交易所

社会证券交易所出现不足 10 年,作为新生事物,与资本市场的证券交易所相比而言,必然面临更多地挑战,主要包括以下几个方面。

1. 认证难题

目前,社会证券交易所面临的最大的挑战仍是级别认定问题——这个问题存在于投资者、社会企业、中间商及评估专家之间。以新加坡和南非的社会企业为例,其必须有一个主要的社会目的(social purpose),而在英国,社会目的是核心但并非基础,可包括任一社会公益事业。就此而言,加拿大的评估手段更为先进和富有洞察力,利用被广泛运用的 B 公司标准来评估对社会、环境产生的影响。为避免评估的混乱,巴西模式则放弃了评估,仅将社会企业与潜在/感兴趣的投资者相匹配,类似

美国 Kiva 和 Kickstarter 等众筹平台的功能。^[75]

2. 社会证券交易所的公司治理功能弱于传统交易所

传统证券交易所借助三个机制来实现金融监管——上市要求规则、公司治理与信息披露规则以及强有力的强制退市规则,借此引导发行人和保护投资者利益。虽然这些平台被称为社会证券交易所,但并没有对交易的产品性质产生决定性影响,如英国的社会证券交易所只是一个信息门户,为投资者提供有关在常规交易所上市的企业的社会影响力方面的详细信息;加拿大的 SVX 可以被视为一个私人配售平台,将投资者与企业联系起来,并进行交易;毛里求斯的 IX 最类似传统的市场证券交易所,社会企业最终有可能在交易所出售股票,但这些股票在二级市场上的交易尚未发生。^[76]

3. 运营状况欠缺透明度/规范性

目前,这些社会证券交易运营欠缺规范性,千篇一律注重公司的“上市”,而缺乏“退市”规则和救济手段。有一些以入会方式收取会费,但费用使用缺乏透明度。对审议影响力报告的金融专家和影响力评估专家的选取也缺乏说明。更有甚者,这些平台运营缺乏确定性,多借助网络媒介运营,如加拿大的社会风险联结门户网站已暂停运营,^[77]南非的社会影响力投资交易所竟无一专属网站,只挂靠在其设立组织 Great Good 的官网运营,提供的相关信息也十分有限。

4. 非官方的民间运动

社会证券交易所的出现为传统慈善/商业市场植入一种新的资本增长/筹集方式、一项新的慈善运营模式和一套新的“投资产品”。但遗憾的是,这些改革来自非常规的投资者/慈善家的回应,除毛里求斯的 IX 有官方(毛里求斯证券交易所和金融服务管理局)参与,其他的平台可

[75] Bandini Chhichhia, *The Rise of Social Stock Exchanges*, Stanford Social Innovation Review, Jan. 8, 2015.

[76] Sarah Dadush, *Regulating Social Finance: Can Social Stock Exchanges Meet The Challenge?*, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol. 37, 2015.

[77] 截至本文写作时(2017年4月23日),笔者写作期间不断登录加拿大社会风险联结的官网,发现其官网页面只显示“一个新的版本将在2017年到来”,无法查找、使用任何数据/信息,这种随意暂停运营的做法无疑会挫伤投资者/融资者的积极性。

能都是私人的“融资试验”。官方尚未对这些平台做正式的规制回应,亦无专门的规制法规。欠缺官方参与的社会证券交易所,前途如何,这值得持续观察。另外,这种民间运动可能创造一种“挤出效应”,使得社会/慈善任务不断向非营利和社会企业的方向“漂移”,导致政府/官方推卸责任,将那些无法通过市场机制解决的社会和环境问题也“一揽子式”地交由市场解决。

故,为了使社会证券交易所能够正常运作,仍需做出更多的努力,如需要创建评级机构,制定标准化的术语、定义、影响力测量工具/手段,规范报告格式和出版专门的出版物。除此之外,商学院需要提供课程和商业管理学位,以培养年轻管理者如何以最有效的方式管理社会事业,最重要的是鼓励他们自己成为社会企业家。^[78]

(二) 法律地位不明的慈善股份

1. 非营利组织的股份之谜: Koch v. Cato Institute 敌意收购案^[79]

Koch v. Cato Institute 案是美国 2012 年发生的一个关于非营利组织“敌意收购”的案件,尝试采用“股份治理”结构的卡托研究所挑战了公众的传统认知,在政界、媒体、税收等领域引发一场大讨论。

美国卡托研究所(The Cato Institute)最初于 1974 年作为查尔斯·科赫基金会(the Charles Koch Foundation)在美国堪萨斯州成立,1976 年 7 月 28 日更名为卡托研究所。1977 年,卡托研究所原始股东签订一份股东协议,将包括转让公司股权的股东权利特定化。1985 年,Charles Koch、卡托创始人 Edward Crane、William Niskanen 和 George Pearson 四名持股股东对 1977 年的股东协议进行了修改,规定每人拥有 16 股、每股 1 美元。在 1991 年,卡托研究所向 David Koch 发行了 16 股,同时,签订了一份股东协议,该协议(1991 年)第三部分与 1977 年股东协议第五

[78] Muhammad Yunus, *It Is Time For A Social Stock Exchange*, available at <http://www.muhammadyunus.org/index.php/yunus-centre/yunus-centre-highlights/951-it-is-time-for-a-social-stock-exchange>.

[79] 本案的案情描述来自美国堪萨斯州约翰逊县地方法院(The District Court of Johnson County)的庭审记录,原告方为 Charles G. Koch 和 David H. Koch,被告方有三个,即 Kathryn Washburn, Edward H. Crane 和 Cato Institute,由于本案被媒体大量报道,却以和解告终,故笔者对本案采用更为流传的名称,定为 Koch v. Cato Institute 案。

部分相类似,规定“本公司股东没有权利或权力直接或间接地以质押、抵押、出售或者其他方式处置其全部或部分股份,除非首先将该股东希望出售的股份以该股东购买该股份支付的同等价格卖给公司”。股东协议第三部分规定卡托董事会有 30 天的时间选择以规定的价格购买股票,而如果公司提出相同的价格或者要约,那么该股东应将股份立即出售并转让给公司。股东协议第三章规定“如果赋予研究所的权利与研究所的目的不一致,那么该权利应被视为赋予股东,并以其持有扣除股东自身拥有的股份以外的所有公司已发行股份的样态行使该权利”。股东协议第五部分规定“如果任何时候任何签名人不再是本公司的股东,该方应同时交付股票以证明完全处置其所拥有的股份,并应提交公司董事的书面辞职信”。

2008 年,George Pearson 不再担任卡托研究所的股东,并将其 16 份股份以当初 16 美元的价格卖给了研究所。之后,卡托研究所的股东变为:Charles Koch,David Koch,Edward Crane 和 William Niskanen。四人对研究所各有 25% 的表决权。2011 年,William Niskanen 去世,被告 Kathryn Washburn 作为其妻子(同时也是遗嘱代理人),并无丈夫向其遗赠这些股份的意思表示,也非指定的受遗赠人。根据股东协议第八部分之规定,任何个人代理人须受股东协议中股份转让条款的约束。根据股东协议第三部分的规定,被告 Washburn 应将其丈夫的股份卖给公司。但在 Niskanen 去世 4 个月后,这些股份仍未卖给公司。为此,Koch 兄弟提起诉讼。从本案案情叙述中,尚未见非营利组织股份这一用语。其主要是作为 Koch 兄弟的诉讼理由而被提及,二人认为“卡托研究所的股份不等同于私营公司的股份,其不能被继承或者转赠,必须交回给研究所或以 1 美元每股的价格卖给其他股东”。如果 Koch 兄弟的主张实现,那么二人将获得研究所的控制地位,以对抗政治意见相异的 Crane 的领导。

卡托研究所案除政治博弈以外,引发了一个美国税法与非营利组织法不可回避的问题——非营利组织可否发行股票?非营利性股票又与营利性股票有何不同?美国新闻界/政界对该案进行了持续性关注,美国无党派基层组织“共同事业”甚至要求美国国税局审查卡托研究所是否符合 501(c)(3)的合法地位。前国税局官员马库斯·欧文斯以一位

政客的身份发出了对这一问题的担忧,“卡托研究所的股票治理结构可能是一个‘致命的缺陷’,危及该智库 501(c)(3)的地位”,并似乎传达了国税局的官方声音:“如果说非营利组织存在股东,那么这个股东就是非营利组织自己,如果股东变成个人,那么在某种意义上,为‘营利最大化’而出售或使用股份的做法与组织的公共慈善地位不符,卡托未正式向国税局通报其转向股东治理形式,这也可能危及该研究所的税收状况。”^[80]如果国税局认定卡托研究所不享有免税地位,那么可以强制该组织以 35% 的公司利率缴纳一定年份的税款。对此,原告律师认为该研究所的资本股份结构被设计为“帮助保持组织创始人的原始意图,这在堪萨斯州非营利组织中并不罕见”,同时卡托研究所法律顾问 Bruce Hopkins 从卡托研究所的股票出发,将其与一般商业公司股票相区别,认为“虽然卡托‘发行’股票较为奇特,但每股被限制为 1 美元,无任何经济利用价值”,^[81]并认为“虽然以股票命名,但结构更像是一种控制机制,实际上与成员资格没有太大不同”。^[82]

遗憾的是,该案最终以和解而告终,国税局也侥幸逃避了对此问题的回答。虽然美国堪萨斯州允许个人拥有非营利性股票,但州与联邦之间对同种问题是否持相同看法尚值怀疑。若撇开经济因素,单纯将这些被争议的股份视为成员资格,那么所涉及的问题——非营利组织的成员资格可否被继承,似乎也就变得清晰。从该案可看出,虽然美国一些地方规定了非营利组织可发行“股票”,但这些“股票”更像是“重视身份、轻视经济”的资格证。联邦政府/国税局虽未明确发声,但该案在侧面给出了一个“暧昧”答案——在美国联邦层面,一个非营利组织要想发行股票,不仅要克服税法上的障碍,更要直面一般公众/政治组织的认知压力。

[80] T. W. Farnam, *Battle to Control Cato Institute Prompts Questions on Tax Status*, The Washington Post, March 4, 2012.

[81] Rick Cohen, *Koch Challenge to Cato Raises Questions about Tax - exempt Status*, available at <https://nonprofitquarterly.org/2012/03/15/koch-challenge-to-cato-raises-questions-about-tax-exempt-status/>.

[82] T. W. Farnam, *Koch brothers sue for control of Cato Institute*, The Washington Post, March 3, 2012.

2. 非营利组织的证券之谜: United Housing Foundation, Inc. v. Forman^[83]案

Co-op City 是一家位于纽约市的社会服务公司 (Community Services, Inc.), 负责由州政府补贴的中低收入合作住房开发项目。该项目的住房大楼和土地由河坝公司 (Riverbay Corporation) 拥有并运营, 河坝公司是一家非营利住房合作组织, 由联合住房基金会 (United Housing Foundation, UHF) 根据蜜雪儿—拉玛法案 (Mitchell - Lama Act) 设立并由工会、住房合作社和公民团体组成的非营利会员组织 (nonprofit membership corporation), 负责启动和支持 Co-op City (合作城市) 的发展。UHF 同时与全资下属机构社区服务公司签订合同, 由其担任合作住房开发项目的总承包商和销售代理。根据蜜雪儿—拉玛法案之规定, 这些设立行为/决策合法, 受到州住房委员会的支持。^[84]

在该住房开发项目中, 为获得合作城市的住房, 合格的租客必须为每一间所需的房屋以每股 25 美元的价格购买 18 份河坝组织的“股份”, 这些股份只能由合作城市公寓的实际或潜在的居民所有。此外, 股份不可转让、抵押、设置法律义务。当租客死亡后, 该股份随着住房一起, 只可继承给其活着的配偶, 这些股份没有表决权, 而是每个公寓拥有 1 份表决权。租客根据公寓的面积、类型以及位置而非持有的股份数量交付美元租金费用, 若租客离开公寓, 则河坝公司有权以初始购买价格优先购买这些股份, 但如果河坝公司没有购买这些股份, 租客可以“原始购买价 + 按揭本金支付的一小部分”的价格卖给另一个潜在的合格租户。^[85]

合作城市的 57 名居民代表向纽约州南区地方法院提起诉讼, 认为关于河坝公司“股份”的购买和出售规则违反了 1933 年证券法、1934 年

[83] 421 U. S. 837 (1975).

[84] 唐丽子:《美国证券法》, 对外经济贸易大学出版社 2005 年版, 第 13 页。

[85] Susan Challen Cooper, *Securities Regulation — Shares of Non - Profit Cooperative Housing Developments as Securities — United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, *Boston College Law Review*, Vol. 17, 1976.

证券交易法以及 10b-5 规则,^[86] 据称被告河坝公司、UHF 和 CSI 在“合作城市信息公报”(一份描述和推广该项目的通知)中做了一些重大的虚假陈述和事实遗漏。诉讼请求减少月租金,赔偿金钱损失,提供其他适当的救济。

为了获得上述三个法律的保护,诉讼首先必须解决的是河坝公司的“股份”是不是 1934 年证券交易法中的“证券”——股份或者投资合同。地方法院认为该“股票”并非证券法中规定的证券,故以“缺乏诉讼标的管辖权”为由驳回原告的起诉。原告不服,提起上诉,第二巡回上诉法院基于两项理由撤销了原审决定:(1) 这些“股份”构成了法定定义中的“股票”,因为其按字面理解存在于被告的名义之下;(2) 该交易是证券法中定义的“投资合同”,因为涉及一个“个人投资于共同的事业,并产生因第三方或发起人的努力而创设的预期利润”。^[87]

最高法院驳回了上诉法院的决定,并由 Powell 大法官重申了问题的核心,向公众传达了法院的观点——河坝公司的股份并非《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》中的“证券”。对此,法院解释道:非营利合作住房公司的股份在购买时没有合理的利润预期,不是联邦证券法定义的证券。^[88] 首先,最高法院运用“经济事实”(economic reality)否决了“股票”判断,“为寻求法案中‘证券’的含义范围,不可注重形式,应强调实质,即 Tcherepnin 案^[89]所确立的经济事实”。两法的主要目的是消除证券市场的严重欺诈,焦点集中在资本市场的企业体系之上——出售证券来为营利目的融集资本。证券在交易所进行交易,规制的需求源于组织欺诈和保护投资者的利益,由于证券交易具有经济特性,故两法所

[86] 10b-5 规则的完整表述为:任何人利用任何州际商业手段或设施、邮件,或利用任何全国性证券交易设施所实施的、与任何证券买进或卖出有关的下列行为均为非法:(1) 使用任何计划、技巧和策略进行欺诈的;(2) 进行不真实的陈述或遗漏实质性的事实,这一实质性的事实在当时的情况下对确保陈述不具有误导性是必要的;(3) 从事任何构成或可能构成欺诈他人的行为或商业活动。详见陈志武:《美国证券法上的 10b-5 规则》,载《法律适用》2007 年第 11 期。

[87] Susan Challen Cooper, *Securities Regulation — Shares of Non - Profit Cooperative Housing Developments as Securities — United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, Boston College Law Review, Vol. 17, 1976.

[88] 421 U. S. at 858 - 60.

[89] Tcherepnin v. Knight, 389 U. S. 332, 336 (1967).

调整的是一项交易背后的非名义上的经济事实。其次,最高法院否定了二审法院的“字面认定路径”,认为“一项事务符合法律文本的字面规定,但不受该法律所调整,而这是因为该事物未进入该法的精神之内,也不在立法者的意图之内”。^[90] 再次,最高法院认为该“股票”也不属于投资合同,由于原告没有合理预期的利润,交易并不构成投资合同,原告购买股份的目的是个人使用购买低成本住宅,而非预期金钱回报。^[91] 最后,法院就非营利组织的“股票”给出了官方意见:“虽然其名为股票,但其缺乏股票最常见的特征——获得分配利润的权利,它们不可转让,不能质押或抵押,无法按照所持股比例享有投票权,更无升值价值。”^[92] 本质上,“购买股票的行为仅仅是向公寓递交了一份可收回的押金”。^[93]

该案重要意义在于法院驳回了解释证券法中“证券”定义的字面解读法,也拒绝将实质上的货币储蓄视为利润,从而防止其进一步挤入“投资合同”之中。通过研究推定投资者行为的主要动机,并将利润概念限制为能够清算的投资回报,法院驳回了对于证券定义的不当扩展。^[94] 另外,该案以司法裁判的方式表明非营利组织的“股票/证券”不同于商事组织的股票/证券,更不用说发行上市了。毕竟股权资本的经典定义是指企业所有权的经济利益,向投资人分配利润以及其他潜在所有者交换股份的能力。^[95] 关于股份,其是公司资本的最基本构成单位,虽然对于股份尚无全面的法律定义,但是 *Borland's Trustee v. Steel Brothers & Co. Ltd.* ^[96] 一案中, *Farewell* 法官对股份进行了如下描述:“股份是运用金钱数量来衡量公司中股东责任、利益以及彼此之间签订的一系列共同契约的工具。章程中载明的合约是股份最初始的要件之一。股份并

[90] 唐丽子:《美国证券法》,对外经济贸易大学出版社 2005 年版,第 15 页。

[91] 421 U. S. 837, 858 (1975).

[92] Stephen A. Murphy, *Securities Regulation - Is Stock A Security?*, *The University of Kansas Law Review*, Vol. 30, 1981.

[93] Stephen A. Murphy, *Securities Regulation - Is Stock A Security?*, *The University of Kansas Law Review*, Vol. 30, 1981.

[94] Susan Challen Cooper, *Securities Regulation - Shares of Non-Profit Cooperative Housing Developments as Securities - United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, *Boston College Law Review*, Vol. 17, 1976.

[95] Clara Miller, *The Equity Capital Gap*, *Stanford Social Innovation Review*, Vol. 6, 2008.

[96] *Borland's Trustee v. Steel Brothers & Co. Ltd.* (1901), Ch. 279.

非等同于金钱数额……而是以金钱数额来衡量的利益,后者由合同中载明的各种权利所构成。”^[97]

3. 非营利组织股票解释难题:证券法调整范围的失语

在现有的法律框架内,一份股票/证券如果想进行 IPO,其必须首先是证券法规定的调整对象,但纵观各国证券法的相关规定,所调整的均为商事组织的营利性证券,如加拿大《商业公司法》第 2 条规定:“证券是指公司任何类别或系列股份、负债,包括上述股份或负债的凭证。”即使《安大略证券法》第 1 条对“证券”一词进行了解释,共列举 16 种情况,但无法找到慈善证券所相对应的身影。而在我国,不管是对证券法调整范围的“初心考察”(见表 4),还是对后续的“流变分析”(见表 5),虽然调整范围呈现出扩大趋势,但仍难涵摄慈善股份。

表 4 我国《证券法》草案中的调整范围之流变^[98]

会议名称	草案相关内容
八届全国人大常委会第三次会议第一次审议草案	草案第 6 条: ——证券指以下有价证券:(1)政府债券;(2)金融债券;(3)公司债券;(4)其他企业、事业和社团法人债券;(5)股票;(6)新股认购证书;(7)投资基金券;(8)经主管机关认定的其他证券 ——草案设第 7 章专章规范投资基金
八届全国人大常委会第五次会议就证券法草案意见进行汇报	——将第 7 章“投资基金”取消,在总则中只对“投资基金”和“投资基金券”的概念加以界定。有关投资基金券的发行和交易仍然受证券法的规范
八届全国人大法工委第八次会议第二次审议草案	草案第 2 条: ——在中国境内,股票、公司债券和国务院或者国务院证券管理部门依法认定的证券的交易和与交易有关的发行,适用本法。 政府债券、国家银行金融债券等的发行和交易,由法律、行政法规另行规定

[97] [英]艾利斯·费伦:《公司金融法律原理》,罗培新译,北京大学出版社 2012 年版,第 149 页。

[98] 王连洲、李诚:《风风雨雨证券法》,上海三联书店 2000 年版,第 275~305 页。

续表

会议名称	草案相关内容
九届全国人大常委会第五次会议第三次审议草案	草案第2条： ——在中国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的交易和有关的发行，适用本法。 政府债券、金融债券、证券投资基金券等证券的发行和交易，由法律、行政法规另行规定
九届全国人大常委会第六次会议第四次审议草案	——在中国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法。政府债券的发行和交易，由法律、行政法规另行规定

表5 《证券法》调整范围的变迁

法规名称	相关法条	内 容
证券法 (1988年版)	第2条	——在中国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法。本法未规定的，适用公司法和其他法律、行政法规的规定。 政府债券的发行和交易，由法律、行政法规另行规定
证券法 (2004年修正)	第2条	——在中国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法。本法未规定的，适用公司法和其他法律、行政法规的规定。 政府债券的发行和交易，由法律、行政法规另行规定
证券法 (2005年修订)	第2条	【法律适用】 ——在中华人民共和国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法；本法未规定的，适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。 政府债券、证券投资基金份额的上市交易，适用本法；其他法律、行政法规有特别规定的，适用其规定。 证券衍生品发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定

续表

法规名称	相关法条	内 容
证券法 (2013年 修正)	第2条	<p>【法律适用】</p> <p>——在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。</p> <p>政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规有特别规定的,适用其规定。</p> <p>证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定</p>
证券法 (2014年 修正)	第2条	<p>——在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。</p> <p>政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定。</p> <p>证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定</p>

是故,允许非营利组织发行股票,在市场化的证券交易所进行融资,必然会导致法律适用的难题,有可能引起相关法律体系的前后矛盾。例如,根据《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第84条第6款规定,作为非营利组织需满足“投入人对投入该组织的财产不保留或者享有任何财产权利”,但这更有可能倒逼建立“慈善证券法”。虽看似荒唐,但美国各州“福利公司法”与“商事公司法”形成二元共生的景象,也为制定“福利证券法”提供了立法参照与制度可能。

4. 慈善股份仍面临一些非法律层面的挑战

慈善股份除了上述法律方面的问题外,对于其自身/适用主体而言,仍存在下述几个方面挑战。

第一,提高了捐赠思考成本。同商业世界的股权投资一样,慈善股权使得“投资人”的投资更为分散,尤其是两方慈善股权近似的情况下,投资人需审慎思考。当选择变多的时候,作出一个理性的选择就会变得越发困难。

第二,对传统模式的路径依赖。传统的慈善融资模式已经根深蒂固,将一套商业世界的融资逻辑落实到慈善社会,需要人们的观念作出根本性变革,但这在短时间内是无法达到的。尤其是在商业/慈善均不发达的国家,这更为不可能。同样,传统慈善融资更类似对“人合”的看重,而走向市场化的慈善股权势必会打破这一“人合”基础——有效的慈善股权要求一个颇具规模的投资者,但大多数的慈善组织不习惯依靠其他主体的参与(封闭性)而获得成功,更不用说运营主角由慈善理事变为慈善股东了。

第三,前途不明。虽然截至2011年,慈善股权事实上已经完成三亿四千万美元的融资,并处于持续增长之中。但具体历程显示出慈善股权对于投资人来讲,是一项“高风险的尝试”——虽然在NFF的努力下,股权合同变得更为标准,但投资人在每一次购买活动中都会根据情况进行额外协商,并未呈现出应有的“长期”“标准化”之面貌。另外,慈善股权似乎并未扩大投资者的范围,仅由少数投资者集中购买。^[99]

第四,慈善股份的适用对象有限。不是所有的非营利组织均面临融资问题。对于那些更依赖“成员要素”的非营利组织而言,欠缺吸引力。

五、代结语:一个不断追问的问题

至此,可以发现,如表6所示,当下公司—社会企业—非营利组织之间存在不同的融资途径。

表6 公司—社会企业—非营利组织不同市场利用进路

组织类型	慈善程度	价值追求与社会效果	IPO平台
公司	弱	商事利益,运营可能损害公共利益	一般证券交易所

[99] Craig C. Reigel, *Philanthropic Equity: Promising Early Returns*, *The Nonprofit Quarterly*, Fall/Winter 2011.

续表

组织类型	慈善程度	价值追求与社会效果	IPO 平台
社会企业/ 影响力投资	中	商事利益与社会公益共谋, 私利追求所 生损害(可能)与提供的公共公益相抵	社会证券 交易所
非营利组织	强	社会公益, 运营增加社会公共利益	无

以慈善为目的的非营利组织为社会不断提供福利,在资本缺乏时,却不能利用资本市场;以营利为目的的商事公司可能做出损害社会福利之事,却当然地拥有利用资本市场的权利,这种现象不禁让人深思其背后的逻辑。这种“禁足”可能并非源于非营利组织本身“非股份制”的结构安排,更多地可能来自面对有限的市场资源,非营利组织的议价能力弱于商事公司,赋税贡献少于商事企业。^[100] 再加上公众的营利偏好,这些因素综合造成当下这一“区分主义”的融资安排,并一直沿着这样既有的体系“路径依赖”下去。

社会企业、非营利组织的市场化融资不仅仅是建构一个夹层的证券交易所、创设慈善股份这一概念那么简单,这需要整个社会商事/慈善环境的变革——从根本上保障其与商事组织公平利用市场的权利。^[101] 若想达到资产获取和实现社会影响力的双赢局面,非营利组织需要在目的宗旨、战略选择和资本运作之间进行精妙的平衡。当下,越来越多的公益人士选择设立社会企业以实现慈善目标,这是一种通过结合“自营+捐赠”的收入来实现可持续发展的商业模式,借助传统的无偿慈善捐赠和市场化的社会证券交易所投资来扩张/筹集资本。此外,非营利组织为利用资本市场,仿照商事组织实行“慈善 IPO”,发行慈善股份,这种种行为表明证券市场与商事公司非天然绑定,打破这种“选择性亲和关

[100] 例如,《企业所得税法》第 26 条规定:“企业的下列收入为免税收入:(一)国债利息收入;(二)符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益;(三)在中国境内设立机构、场所的非居民企业从居民企业取得与该机构、场所有实际联系的股息、红利等权益性投资收益;(四)符合条件的非营利组织的收入。”

[101] 当下,营利组织与非营利组织之间的差别待遇随处可见,如很多公众服务型非营利组织(human service nonprofits)同时与商事承包者共同竞争/投标政府项目时,会因结构不利而“败选”。参见 Clara Miller, *The Equity Capital Gap*, Stanford Social Innovation Review, Vol. 6, 2008。

系”可能将面临更多的非法律层面的障碍,非修改法律/制定新法可快速实现。

值得注意的是,我国似乎已经捕捉到此动态,为注重调动社会力量,吸引各类投资进入社会事业领域,满足多层次多样化需求,专门出台《国务院办公厅关于进一步激发社会领域投资活力的意见》,为进一步扩大投融资渠道提供规范性指引。^[102] 此外,既有规范亦留存一些可能空间。^[103] 目前,越来越多的社会证券交易所正在设立,民间非营利机构也不断尝试创新版的“IPO”,这种“增量式”变革可以内化为一种倒逼机制,在为解决社会/环境问题而筹集资金的同时,诱发证券市场的结构性变革。

-
- [102] 国务院办公厅《关于进一步激发社会领域投资活力的意见》(国办发〔2017〕21号)第11~19条专门为扩大投融资渠道作了建议。例如,第11条规定:“研究出台医疗、养老、教育、文化、体育等社会领域产业专项债券发行指引,结合其平均收益低、回报周期长等特点,制定有利于相关产业发展的鼓励条款。(国家发展改革委牵头负责)积极支持相关领域符合条件的企业发行公司债券、非金融企业债务融资工具和资产证券化产品,并探索发行股债结合型产品进行融资,满足日常运营资金需求。(证监会、人民银行按职责分工牵头负责)引导社会资本以政府和社会资本合作(PPP)模式参与医疗机构、养老服务机构、教育机构、文化设施、体育设施建设运营,开展PPP项目示范。(各省级人民政府负责)”第12条规定:“发挥政府资金引导作用,有条件的地方可结合实际情况设立以社会资本为主体、市场化运作的社会领域相关产业投资基金。(各省级人民政府负责)”第13条规定:“推进银行业金融机构在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下,创新开发有利于社会领域企业发展的金融产品,合理确定还贷周期和贷款利率。(人民银行、银监会等部门按职责分工负责)”第19条规定:“发挥行业协会、开发区、孵化器的沟通桥梁作用,加强与资本市场对接,引导企业有效利用主板、中小板、创业板、新三板、区域性股权交易市场等多层次资本市场。(科技部、民政部、文化部、国家卫生计生委、新闻出版广电总局、证监会、体育总局等部门以及各省级人民政府按职责分工负责)”
- [103] 例如,国务院办公厅转发科技部等部门《关于非营利性科研机构管理的若干意见(试行)的通知》(国办发〔2000〕第78号)第5条规定:“非营利性科研机构可以通过以下方式获得发展资金:(一)政府资助,国家对非营利性科研机构的正常运行、设备购置、基本建设等给予一定的资金支持;(二)承担政府、企业、其他社会组织 and 个人的委托项目;(三)社会捐赠;(四)为社会提供有偿服务;(五)其他合法收入。”