

为效果付费债券

一个创新的公私伙伴关系 及其风险防范

李 蕊*

摘 要 当下掣肘中国全面深化改革的核心障碍在于经济发展与民生改善的“增长失衡”。“十三五”期间中国转型发展的核心思路已然厘定于供给侧结构性改革,全面厘革我国公共产品供给机制正当其时。为效果付费债券统合政府、市场、社会三维治理要素构造新型公私伙伴关系。它径由政府委托社会中介机构发行债券融通社会资本,将其提供给社会服务组织用于预防性公共服务,并以社会服务供给效果作为政府偿债的依据。其核心要义在于权力分散、共同治理,通过结构化合同在公共服务领域导入了绩效管理和问责机制。基于我国政府简政放权、社会资本合作参与和社会治理更始鼎新的现实社会语境,为效果付费债券为我国公共产品供给改革乃至政府与市场、社会合作提供了一个可供选择的路径。但是在其本土化过程中亦将面临诸多问题,亟待有效研判。

关 键 词 为效果付费债券 公共产品供给 新型公私伙伴关系

一、研究的缘起

毋庸置疑,当前掣肘中国全面深化改革的核心障碍之一在于“增长失衡”,统合表象

* 中国政法大学博士后流动站研究人员。本文为国家社科基金项目“当前我国农地融资中的法律政策冲突及立法选择研究”(14BFX173)、北京市优秀人才培养资助青年拔尖个人项目“当前我国农地信托融资法律问题及对策研究”(2014000026833ZS08)、北京市属高等学校高层次人才引进与培养计划项目“我国农地信托融资法律问题研究——以北京为例”(CIT&TCD20154046)的阶段性成果。

于经济增长与民生改善的体制激励不相容,即经济增长长期游离于民生改善之外而自成体系。上述冲突抵牾具体映射于双重社会生态场域:一是政府供给与民生公共产品需求失衡违和;二是政府公共财政支出效果不尽人意。获得优质高效的公共服务是公民的基本权利,也是“人们所能够获得的、真实的、最基础性的正义”。〔1〕党的十八届三中全会提出“要让发展成果更多更公平地惠及于全体人民”。〔2〕过往“政府直接供给”和“政府付费—社会组织供给”的传统二元供给模式无法契合社会转型时期日益增长的多元化公共需求。公共选择、新公共管理、新公共服务等经典理论不约而同地将民生公共产品供给归为政府天赋之责。民生财政的核心内容是将财政资源向社会民生倾斜,矫正公共财政结构偏差、保障社会公众分享财政资源。〔3〕在经济发展的成熟阶段,人们将对教育、医疗、福利等提出更高的要求,政府投资随之继续增长。〔4〕然而当下我国经济发展已然进入新常态,相应映射于财政领域亦联动呈现财政收入中低速增长的新常态。财政新常态为破解既存的增长失衡范式下民生公共产品供给困局添附了新的滞碍。

毋庸讳言,解决制度落后和短缺的基本途径是以制度创新方式扩大制度的实际有效供给。〔5〕随着公共治理等理论的生发延展,跨政府、市场和社会的协同合作广泛兴起并日益被视为是解决最紧迫社会问题的出路所在。〔6〕可否协同政府、市场、社会三维要素提升公共产品供给绩效、增进民生福祉?这就成为值得探索的课题。

滥觞于英国的为效果付费债券(Pay for Success Bonds)亦称为效果付费债券(Social Impact Bonds)厘革修正了既往政府直接提供公共服务或向社会组织购买服务的传统民生产品供给样态,径由政府委托社会中介机构发行债券融通社会资本,而后提供给社会服务组织用于预防性公共服务,并将社会服务供给效果作为政府偿债的依据,从而促就公共产品供给,政府、市场、社会协同共治。作为以提升公共产品供给效益为目的的新型融资工具,它与众筹、公益公司一并被誉为2012年世界“三大金融创新”。〔7〕一言以蔽之,这个金融工具的主要任务在

〔1〕(英)卡罗兰·哈洛、理查德·罗林斯:《法律与行政》(上卷),杨伟东等译,商务印书馆2004年版,第158页。

〔2〕《中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议公报》,人民出版社2013年版,第14页。

〔3〕参见陈治:“论民生财政的实践模式、路径选择与法治保障”,《法商研究》2013年第6期,第34—41页。

〔4〕参见吕冰洋:“从市场扭曲看政府扩张:基于财政的视角”,《中国社会科学》2014年第12期,第81—101页。

〔5〕参见魏治勋:“善治视野中的国家治理能力及其现代化”,《法学论坛》2014年第2期,第32—45页。

〔6〕Bryson J M, Crosby B C, Melissa Middleton S, “The Design and Implementation of Cross — Sector Collaborations: Propositions from the Literature”, *Public Administration Review*, Vol.66, No.12, 1987, p.44.

〔7〕Robert J. Shiller, “Capitalism and Financial Innovation”, *Financial Analysts Journal*, Vol.69, No.1, 2013, pp. 21—25.

于促进已经被证实的社会效益项目,^{〔8〕}它基于社会效益目标的有效达成,融通社会资本推动民生公共产品提供。其核心要旨在于权力分散、共同治理,政府作为服务委托人不再依服务“数量”付费而是按服务“效果”偿债,以市场规则更动民生公共产品供给,从而依托结构化合同将激励机制、问责机制与公共服务效果绑定,促进了公共服务供给机制改革和财政风险、绩效责任迁移。

在当前政府简政放权、社会资本合作参与和社会治理更始鼎新的现实流变背景下,结合公共服务领域供给侧结构性改革的推行,研判为效果付费债券制度,依托政府、市场与社会协同弥补民生供给短板,破除经济增长与民生改善激励不相容之困境具有现实意义。

二、为效果付费债券交易架构研判

检视既有效果付费债券项目实践存在明显的共性特质:第一,债券发行之前政府机构要对所“期待的结果”做出定义,政府只为“效果”付费。与自然科学成果不同,公共服务领域成果的衡量具有高度的多元性和复杂性,难以通过实验手段验证。而且社会效果的达成往往是综合因素作用的结果。^{〔9〕}这就要求基于主客观多重指标判断社会效益目标是否实现。第二,有连接政府、投资者和社会服务组织的中介组织,基于政府的委托对于为效果付费债券的全生命周期提供持续的管理和监控。第三,有明确的受益群体——一般是刑满释放人员、无家可归者、老年人、未成年人等需要获得倾斜性公共服务的社会成员,他们所面临的社会问题一般可以通过经济有效的社会行为项目来预防性解决,以减少高昂的事后补救费用。^{〔10〕}且这种预防性干预的社会效益亦必须是可测量的。第四,有提供资金的债券投资人。这类投资者需要兼顾经济和社会双重收益,囊括基金、社区发展金融机构、银行以及其他机构。第五,需要一个或多个外部社会服务组织来具体执行这个项目以达到期待的目标,该组织是债券筹资的直接使用者,更是决定为效果付费债券目标达成的肯綮因素。约定的社会效果实现与否最终取决于其提供服务的方式、程度和资金运用的效率等。此外,一般还要包含独立的第三方评估机

〔8〕 Max Liang and Brian Mansberger, “An Overview of Social Impact Bonds”, *The Journal of International Business & Law*, Vol. 13, 2014, p.268.

〔9〕 Neil McHugh, Stephen Sinclair, Micheal Roy, Leslie Huckfield, Cam Donaldson, “Social impact bonds: a wolf in sheep’s clothing?” *Journal of Poverty and Social Justice*, Vol.21, No.3, 2013, pp. 247—257.

〔10〕 美国统计显示在刑满释放的人员中有70%将在释放三年内被重新逮捕,需要耗费大量司法资源产生海量财政开支。以美国纽约青少年犯罪干预项目为例,据测算若该项目投资发挥效用,即如果五年之后服务对象的重新犯罪率比历史数据降低10%,可替纽约市政府节约监禁囚犯费用约1000万。如果服务对象的重新犯罪率比历史数据降低超过20%,可替纽约市政府节约监禁囚犯费用超过2000万。再以美国学前教育项目为例,示范项目的数据显示特殊教育的花费将从18%减少到2.5%,但是支付回报的标准是从18%减少到7%。所以,如果该项目能够达到示范项目的结果,那么4.5%特殊教育费用就可以形成学区储蓄。

构。作为项目成功与否的最终评定者,评估机构只接受中介机构的委托,依据预先确定的评定标准和方法开展评估工作,需要与项目运行保持“一臂距离”以维系评估的客观性。^{〔11〕}

相较于政府债务融资、政府采购等标准合同,为效果付费债券拥有更加驳杂丰富的合同构造。第一,在债券目标发行领域确定之后政府首先要与中介机构达成委托协议,委托其发行债券筹集资金并监管公共服务的提供,故而中介机构与政府部门之间形成委托代理关系。第二,中介机构代表政府与投资者签订债务融资协议,为预防性社会行为项目融入资金。迥异于一般债务融资协议,由于政府只为“效果”付费,其在本质上是包含不确定给付内容的“风险投资”协议暗合“射幸性”,故而无限贴近于激励型射幸合同。^{〔12〕}第三,中介机构代表政府与社会服务组织签订服务购买协议,约定由社会服务组织向特定目标对象提供公共服务。此类合同以社会效益实现为目标,可以纳入政府采购合同之图谱。最后,中介机构代表政府与第三方评估机构签订委托协议,委托其对于项目社会效果实施评估。前述服务购买合同履行之效果评价和债务融资之偿付均有赖于评估之结果。此中的基础关系乃是政府与融资中介所缔结的委托关系,基于有效委托融资中介机构方具有代表政府同私人部门、非营利服务提供者分别缔结债务融资协议和服务购买协议之权能,也继而方有权与第三方评估机构构建之后的委托评估关系;而中介机构代表政府所缔结的债务融资合同与服务购买合同则互为“因果”、相互耦合:一方面履行服务购买合同的资金来源正是基于债务融资关系所融通资金,故而债务融资关系的构建乃是服务购买关系形成的前置性要件。另一方面迥然有异于一般政府债务融资关系之必然偿付属性,在基于债券发行所建构的债务融资关系中,投资者回报与项目可计量的社会效益成高度正相关,其实然受制于服务购买合同服务供给义务履行之结果,故而为效果付费债券的投资者天然具有监督前述合同履行效果之自觉动力。

(一) 中介机构行使管理职权

为效果付费债券结构的核心角色是在公共服务项目的实施及评估方面具备丰富经验和专业知识的社会中介机构,其本质是通过商业的方法实现社会或环境宗旨的社会企业。^{〔13〕}正如德胡格所言,“很少购买服务系统中只体现以上的一种理念,因为通常每个系统都会有一个充当主要角色的参与者,他必须和其他参与者达成折衷。”^{〔14〕}中介机构基于政府部门的特别授权获得代表政府向投资者募集资金,选择服务提供商,与评价顾问共同配合对项目进行监督

〔11〕 Shifall Baliga, “Shaping the Success of Social Impact Bonds in the United States: Lessons learned from the Privatization of U.S. Prisons”, *Duke Law Journal*, Vol.63, No.2, 2013, pp. 437—480.

〔12〕 参见陈传法、冯晓光:“射幸合同合法性问题研究”,《中国社会科学院研究生院学报》2010年第3期,第98—103页。

〔13〕 Dilpreet K. Minhas, “Enhancing The Legal and Regulatory Environment for Investment in Social Enterprise”, *Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law*, Vol.3, 2014, p. 257.

〔14〕 Dehoogh, “Evaluating Human Services Contracting: Managers, Professionals, and Politicos”, *State & Local Government Review*, Vol.18, No.1, 1986, pp. 37—44.

管理以及委托评估人评定项目效果等职能,这实然属于特殊的管理性权利,是以决策、执行、检查监督等为内容的经济职权和职责。^{〔15〕} 中介机构负责协调为效果付费债券的参与者。它与政府签署委托合同就绩效目标达成协议,明确约定债券标的和收益分配等诸种事项,之后发行债券从投资者处募集资金,并将资金投入所遴选的非营利服务组织用于预防性公共干预服务。还要委托独立的第三方评估机构对服务效果施以客观评价。此外,中介机构还要对项目实施全程化监督管理,以引导资金在投资者、社会服务提供者和政府机构间有序流动并促进公共产品供给绩效提升。^{〔16〕} 为此中介机构要与政府、投资者、社会服务提供者、评估机构协商拟定结构化合同,协议条款不仅覆盖项目所涉社会问题、针对该问题采取的具体服务方式,还要囊括项目达至效果(政府偿付的条件)、效果评估方法以及所节约财政资金的分配等。^{〔17〕}

(二)政府只为“效果”付费

为效果付费债券导入市场机制,以结果为导向,政府作为债务人只为已然实现的可量化的社会效果付费,而不是在前期为社会服务供给及其或然效果付费。这一财政支付方式变革改良了传统的社会服务投融资模式。政府不为“服务”付费而是为“效果”付费,不再作为采购者给予非营利社会服务组织授权性资金支持,而是转型幻化为委托人和债务人“静待”社会效益之实现。从实然层面而言,这为将项目投资无效的风险从纳税人迁移转至投资者创设了体制通道。

为效果付费债券不仅通过引入社会资本免除了政府对于预防性公共服务供给的前期投资义务,而且仅以服务供给效果作为偿债依据,债券项目目标的实现将有效预防相关社会问题的产生,必然降低政府事后解决问题的成本,这实然暗含隐喻了政府未来财政预算经费的节约。政府仅需从后续生成的公共储蓄中拿出资金偿付投资者即可。^{〔18〕} 如项目未能完成预设的目标则不会触发政府偿付的实定义务,投资者自行承担损失,亦有效避免了纳税人风险。^{〔19〕}

(三)投资兼具双重旨趣

为效果付费债券从社会投资者处获得资金,与对冲基金类似,只对合格的私人投资者和机

〔15〕 刘文华:《经济法》(第四版),中国人民大学出版社2012版,第90页。

〔16〕 在证券运行周期中政府需要允许中介机构通过获取必要的数据实施对于项目的监管,并且跟踪项目运行进展。如果中介机构没有跟踪监管能力,应该聘请外部评估顾问跟踪监管随时指出可能导致项目失败的因素。这种形式的监管称为“绩效管理”或“发展性评价”。

〔17〕 当然,理论上讲中介机构亦可身兼双职:自己作为投资者,发行自投资为效果付费债券(self-capitalized social impact bond)或者自己作为社会服务提供者发行自执行为效果付费债券(self-implemented social impact bond)。

〔18〕 如果衡量政府收益的标准是合理的,利润设计也是合理的,政府机构在参与社会效益债券项目中的花费将不会超出其所获得的收益。

〔19〕 Caroline Preston, “Getting Back More Than a Warm Feeling”, *N.Y. TIMES*, Nov. 9, 2012, p. F1.

构投资者开放。^{〔20〕} 其投资者大致可囊括三个群体：早期是传统的慈善基金，以公益事业为基金投资的唯一目的；之后是效益优先型投资者（impact first），即在实现保底财务回报后，追求社会效益最大化的投资者；在模式成熟后会逐渐吸引到的收益优先型投资者（finance first），即追求财务回报最大化，同时兼顾项目的社会效益，类似于社会责任投资。在美国和澳大利亚，高盛、美林等市场资本已经发轫为效果付费债券投资实践。

若预定目标达成则政府依约偿付。愿意承担风险的投资者在项目预期效果达成的情况下会获得一个浮动范围的回报，效果愈好回报愈高。若项目没有效果，投资者将损失全部或者部分投资的资金。政府和纳税人因此摆脱了项目失败可能引发的金融风险。^{〔21〕} 见微知著，由于承受了“无效果无付费”的风险，为效果付费债券投资实然为一种聚合利己主义和利他主义之行为选择，在一定程度上可称之为理性利他主义。^{〔22〕} 易言之，投资不单纯是为了资金回报，而是基于实现最大的社会效益同时又兼获经济报偿。^{〔23〕} 由于债券偿付与公共产品供给效果直接关联——政府只为效果付费，投资者无疑要承受比一般债券投资高得多的风险。故而其投资者应具有承受高风险的能力和创造社会效益的耐心，而且具有迥然有异于其他投资的价值旨趣——除获取投资收益外还兼具慈善利他动机，希冀创造积极的社会影响。^{〔24〕} 唯其如此，笔者认为此类投资理应囊括于效应投资的范畴，它是一种立足资本市场的投资策略，旨在打破公益资金和资本市场之间的泾渭分野，将社会资本导入原由政府拨款和慈善基金主导的公共服务领域。要而言之，这是一种契合内蕴了利润取得与利他动机、社会美誉期许的创新投资样式。

三、为效果付费债券的全球实践

正如英国前首相卡梅伦所说，在削减国家债务的同时解决社会问题，金融投资方式是不二之法。为效果付费债券最初是由英国首相的一个智库组织社会行动委员会（Council on Social Action）提出，该组织的任务是为当时英国最紧急的社会问题寻求解决方法。其中最为重要的就是针对预防和早期干预的社会行为项目的融资问题。^{〔25〕} 为应对 2008 年金融危机之后削减债务以及与减少赤字相关的精简公共支出政策出台，2010 年英国司法部将这一设想引入公

〔20〕 Max Liang and Brian Mansberger, *supra* note 8, at 270.

〔21〕 Max Liang and Brian Mansberger, *supra* note 8, at 268.

〔22〕 文建东、李欲晓：“市场经济与利他主义、利己主义的界限”，《中国软科学》2004 年第 2 期，第 45 页。

〔23〕 美国信托机构一项研究发现 45% 的富人表示，他们的投资方式是他们表达自己的社会、政治和环境价值的一种方式。46% 的富人确信其投资决定将产生一定的影响，同时，他们愿意接受从投资中获得较低的收益，只要此类投资具有较大的正面影响。

〔24〕 Deborah Burand, “Globalizing Social Finance: How Social Impact Bonds and Social Impact Performance Guarantees Can Scale Development”, *N. Y. U. J. L. & Bus.* Vol.9, 2013, pp. 447—502.

〔25〕 Max Liang and Brian Mansberger, *supra* note 8, at 268.

共服务厘革范畴并率先付诸于“累犯预防”项目实践。^{〔26〕} 授权非营利的中介机构“社会金融”(Social Finance, Ltd.) 发行为效果付费债券从私人、信托、金融机构进行项目融资, 债券总额500万英镑。^{〔27〕} 项目服务对象为3000名在彼得伯乐监狱服刑少于12个月并且在2010年9月9日至2012年6月30日之间被释放的成年男性, 由圣贾尔斯基基金等四个非营利社会服务组织向他们及其家人提供重新融入社会服务。这些服务包括住房和就业援助, 戒除毒瘾和酒瘾, 心理辅导及行为支持等。^{〔28〕} 其目的在于打破“累犯周期”, 降低再犯比率。^{〔29〕} 该项目创设增长率模式, 投资回报不是由融资合同预先约定而是视项目效果而定。根据协议, 如果与对照组相比项目目标对象的监狱重返率降低7.5%则投资者可以收回投资, 否则政府将无需付费; 如果重返率降低超过7.5%, 根据所降低的比例, 投资者在项目周期内每年可获得2.5%—13%的投资回报。^{〔30〕} 这一实践的突出社会价值还在于有力证明了在很多公共产品供给领域社会资本都可以参与管理, 甚至是最为典型的治安问题。独立的第三方评估人将对项目效果进行监督和评定。该项目周期为八年, 目前还在进行中, 对数据的阶段分析已经映射出积极的信号迹象。2014年8月英国司法部根据第三方评估报告公布对第一组(1000人)目标对象中期统计结果: 在释放12个月内犯罪且在此期间或之后6个月内被法院定罪的参与实验项目的服刑者比率(重返监狱率)低于对照组8.4%。^{〔31〕} 而同时期英国该类人群平均的重新犯罪率却上涨了16%, 比较而言一期项目成果相当于取得了近24%的降幅。

美国为效果付费债券滥觞于纽约, 2012年纽约矫正局与美国教育与社会政策的非营利组织人力示范研究机构(Manpower Demonstration Research Corporation, 简称MDRC)签订合同, 协作实施青少年行为学习体验计划(Adolescent Behavioral Learning Experience 简称ABLE)。^{〔32〕} MDRC受托发行为效果付费债券, 从高盛公司融入960万美元, 开展旨在降低雷

〔26〕 Neil Mchugh, *supra* note 9.

〔27〕 洛克菲勒基金会等17家投资机构参与债券认购。

〔28〕 在该项目实施之前, 这些囚犯在被释放后获得的帮助微乎其微。他们刚刚出狱时几乎没有钱、没有住处和工作, 也没有家庭支持。其目标是帮助刑满释放的囚犯寻找住所, 获得医疗保险, 提高收入, 以便利其重返社会。在成人教育等方面经验丰富的社会公益组织, 圣贾尔斯基基金(St. Giles Trust)、奥米斯顿基金(Ormiston Trust)、基督教青年会等签订服务购买合同, 将协作进行为3000名轻罪犯在狱中和出狱后提供重返社会正途的帮助。

〔29〕 英国审计署公布的一份报告显示, 63%的短期服刑人员会在刑满后的一年内再次犯罪, 由此造成的损失高达每年100亿英镑, 仅监狱场地一项每年就要让英国政府平均花费4万英镑。

〔30〕 高收益率债券在2010年的收益率也不过15.3%。为便于比较, 一支与为效果付费债券的风险程度相当的30年的AAA级债券在2010年的平均收益率为4.94%。

〔31〕 “Peterborough Social Impact Bond HMP Doncaster Payment by Results pilots Final re—conviction results for cohorts 1 STATISTICS BULLETIN 7”, *Ministry of Justice*, August, 2014. 网址: www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/341444/peterboroughsocial—impact—bond—report.pdf. 最后访问日期: 2016年3月12日。

〔32〕 MDRC是美国一个专门为贫民服务的非营利组织。

克岛监狱适龄青少年重复入狱率的社会实验,项目周期为5年。两个非营利社会服务组织——奥斯本协会(Osborne Association)和岛学之友(Friends of Island Academy)将向该监狱16—18岁青少年罪犯提供培训教育和辅导服务。由维拉司法研究所实施独立评估。如果5年之后服务对象的重新犯罪率比历史数据降低10%,高盛将收回全部投资。^[33]但其最高回报额被限定为210万美元。据测算若该项目投资发挥效用,纽约市政府将节约司法成本约2000万。相较于英国彼得伯乐项目实践,纽约ABLE实践创新有二:其一是由彭博慈善基金会提供720万美元赠款作为债券增信。如果项目失败,彭博慈善基金会赠款将用于弥补高盛的直接损失。但如果项目取得成功,高盛公司应得的本金和利息由纽约市惩教局支付,彭博基金提供的资金则由MDRC留存,用于未来的SIB项目。二是预先设定了一个投资拐点,即在第三年结束时根据对第一批接受项目目标对象的跟踪评估结果,项目投资者有权选择放弃或继续投资。

社会金融公布的数据显示,截止2016年6月,高盛、美林、洛克菲勒等投资机构已经在英国、美国、加拿大、澳大利亚、日本、爱尔兰、印度、墨西哥、韩国、以色列等十五个国家投资了六十个为效果付费债券项目,共筹集资金二十亿美元,涉及劳动力发展、儿童寄养、早期教育、预防保健、残障者服务、社区矫正、老年人孤独排解、无家可归者救助等十余个预防性民生公共产品供给领域。^[34]已经有二十二个项目公布了干预效果数据,其中有二十一个项目产生积极的社会效果,有英国诺丁汉改善教育和就业等十二个项目向投资者偿付或者投资者将受益再次投入项目。^[35]

不容置喙,为效果付费债券不是应用于所有公共服务范畴、解决各种社会问题的普适良方。麦肯锡公司研究表明,为效果付费债券特别适合于行为改变方面的干预措施。考究域外实践,所择选的债券发行领域一般是与人的发展有关的服务,具备以下共性要素特质:①有明确的目标对象人群;②所涉社会问题具有复杂性,不缺乏有效的解决方案而是尚无单一有效的解决方法,需要多部门的协同合作;③前期需要大量投资,政府财政和慈善资金暂时不能覆盖;④前期预防性干预成本显著低于解决性干预;⑤预防性干预方案具有鲜明的独立性和可辨识性;⑥数年之内可产生明确的和可衡量的结果且数据具有可获得性。^[36]

[33] 统计显示,在刑满释放的人员中有70%将在释放三年内被重新逮捕。

[34] 全球发展中心(CGD)与社会金融(Social Finance)甚至以为效果付费债券为模板,合作设计了致力于改进发展中国家社会服务的发展影响债券(Development Impact Bonds,简称DIBs)。很多非营利组织以及商业健康保险公司纷纷效仿为效果付费债券创新实践引入预防性干预和成功付费模式。参见<http://www.socialfinance.org.uk/sib-white-paper/> 最后访问日期:2016年9月28日。

[35] 参见英国社会金融2016年7月发布社会影响债券早期岁月白皮书,网址<http://www.socialfinance.org.uk/sib-white-paper/> 最后访问日期:2016年11月26日。

[36] Kristina Costa, Sonal Shah, Sam Ungar, "The Social Impact Bonds Working Group Frequently Asked Questions: Social Impact Bonds", 网址<http://www.americanprogress.org>, 最后访问日期:2016年5月16日。

四、政府、市场、社会：“三位一体”协同共治

为效果付费债券以社会中介机构为中枢,将政府、市场资本、社会组织(非营利服务提供者)耦合衔接于预防性民生公共产品供给,实然是多中心治理理论在公共服务供给领域的现实映射。“多中心治理”强调政府、市场、社会之间的协同共治,激励各行为主体在跨部门沟通与协调中发挥更加积极的作用。^{〔37〕} 政府不再是单一主体,而只是其中一个主体,有许多在形式上相互独立的决策中心从事合作性的活动,或者利用核心机制来解决冲突。^{〔38〕} 但是它并不意味着政府从公共事务领域的退出,而是政府角色、责任与管理方式的变化。^{〔39〕}

(一)政府角色之转变:从 PPP 到 PPNP

为效果付费债券协调联动公共机关执行力、社会资本的灵活性、非营利组织的社会本位性,统合政府、市场、社会三维治理要素机制于公共服务供给,衍生构造出政府、社会资本、社会组织协同共治的新型公私伙伴关系(public, private and non-profit actors,简称 PPNP),更改了传统公私二元合作伙伴关系模式(Public-Private-Partnership,简称 PPP)。

化繁为简,二者都与社会公共利益密切相关,兼具公法私法相融合的性质;同属于从政府供给向合作供给、从单一投入向多元投入的公共产品融资、供给方式创新;都是通过契约约束机制明确各方具体权利和义务的一种混合制的资源配置;亦都属于社会参与治理,都要求政府具有明确的契约精神和履约意识。^{〔40〕} 但是,PPP模式是一种较为直接的公私二元合作。政府与社会资本之间直接订立协议,一般由社会资本依约供给公共产品。核心主旨在于将社会资本引入公共服务和公共基础设施建设运营领域,提升公共资源配置效率。尽管基于与社会资本合作,政府摆脱了公共产品直接“提供者”的身份桎梏,但仍亲力亲为身兼规则的制定者与执行者、项目“合作者”和市场“监管者”等多重角色责任和义务。^{〔41〕} 保留了对于协议安排和项目实施的监督和控制权。同源异流,在 PPNP 模式下,政府、私人部门和社会组织在公共服务领域构建一种公私间接的合作关系。为效果付费债券交易结构中增加了中介机构和社会服务组织。它以中介机构作为中枢,政府授权中介机构以合同的

〔37〕 Neef, A, “Transforming rural water governance: Towards deliberative and polycentric models?”, *Water Alternatives*, Vol.2, No.1, 2009, pp.53-60.

〔38〕 参见(美)埃莉诺·奥斯特罗姆:《公共服务的制度建构》,毛寿龙译,上海三联书店出版社 2000 年版,第 11-12 页。

〔39〕 参见李平原:“浅析奥斯特罗姆多中心治理理论的适用性及其局限性——基于政府、市场与社会多元共治的视角”,《学习论坛》2014 年第 5 期,第 50-53 页。

〔40〕 参见陈婉玲:“国有资本优化公共服务的路径选择——兼谈公私合作制的引入”,《兰州学刊》2016 年第 9 期,第 143-149 页。

〔41〕 参见湛中乐、刘书燃:“PPP 协议中的公私法律关系及其制度抉择”,《法治研究》2007 年第 4 期,第 8 页。

方式连接投资者、社会服务供给者实现公与私间接合作。作为一个接受政府委托专门致力于推动整个项目绩效的机构,中介机构在交易中扮演一个积极的角色。^{〔42〕}此中的核心要义在于权力分散、社会参与治理,允许不同的角色执行项目中它擅长执行的部分。政府的角色主要在于掌舵而非划桨,“在经济与社会发展中的中心地位,不是作为增长的直接提供者,而是作为合作者、催化剂和促进者体现出来。”^{〔43〕}

众所周知,基于投资回报机制的差异,当下我国 PPP 实践主要表现为政府采购合同和特许经营协议。^{〔44〕}根据《政府购买服务管理办法(暂行)》《关于在公共服务领域推广 PPP 模式的指导意见》等规定,政府采购合同主要应用于公共服务供给领域,约定由社会资本提供公共服务、政府按照绩效付费。依《基础设施和公用事业特许经营管理办法》,特许经营协议则是在经营性领域约定在一定期限和范围内政府依法授予社会资本提供公共产品及服务的特许经营权,社会资本据此可以获得使用者付费。相悖尤甚,为效果付费债券则侧重于在非经营性的公共服务供给领域,构建公共部门、私人部门和第三部门三元合作伙伴关系,约定由社会资本提供资金、社会组织提供公共服务、政府根据服务绩效偿债。其中中介机构代理政府与社会服务组织所订立的服务购买协议,在一定程度上相近于 PPP 实践中的政府采购合同。二者的内质都是由社会组织替代政府提供公共服务,政府主要作为委托人和付款方(在 PPNP 模式下需要以合同预期效果实现为前提),这是一种合约性的合作,实然属于公共服务外包,而非特许经营中所突显的引入社会资本、由使用者付费的资本性的合作。然而如前所述 PPNP 模式下由于投资者的介入和“提前”投资,使政府和服务提供者均摆脱了先期为公共服务供给资金之义务,不仅如此,由于交易结构内嵌市场机制——为效果付费,服务购买协议更加关注绩效成果尤其是社会成果,质言之是基于结果导向型服务外包,实现风险从纳税人向投资者分散和转移。

毫无疑问,为效果付费债券最重要的结构因素是其支付模型——只有在项目实现合同预设目的之后,投资者才能得到资金偿付。从而将经济利益植根于提高质量之中,使得对经济利益的追求与期望达到的社会结果相挂钩。这种支付模式带来了经济驱动力,有效防范了公共服务民营化所固有的减少投入降低质量的风险。^{〔45〕}一方面投资者在经济利益的驱动下会将资金全部投入到项目运营中去,以达到合同要求的效果。另一方面与民营化迥异的是,为效果付费债券结构将供给公共服务的权力分散转移至中介机构、社会服务组织等多个主体。投资者并不直接提供公共服务,而是由专门的服务组织具体负责项目实施。

〔42〕 Rebecca Leventhal, “Effecting Progress: Using Social Impact Bonds to Finance Social Services”, *NYU Journal of Law & Business*, Vol. 9, 2013, pp.531—532.

〔43〕 世界银行:《1997 年世界发展报告——变革世界中的政府》,蔡球生等译,中国财政经济出版社 1997 年版,绪论第 1 页。

〔44〕 政府按照绩效付费的还是使用者付费。

〔45〕 Shifall Baliga, *supra* note 11, at 437—479.

这些非营利组织的成立目的就是为目标群体提供服务改善其生存环境,其成员不仅具有专业知识和技能,而且怀有投身于公共服务的热情,从而可以有效避免民营化中较为常见的滥用权力、压榨服务对象等问题。

(二)一个事实:合同革命与合约制政府

伴随着上世纪70年代后期以降的行政改革,英国推行了以市场精神为取向的政府合同革命,将政府合同作为实现公共服务职能普遍方式的重要手段,合同被认为是结构上重建管理秩序的核心法律工具。^[46]使得合同中的组织管理因素的兴起,从契约自由的本质变成为国家进行个别性调整的一种方式。^[47]在大规模的政府改革运动中,不断“引入市场化工具、工商管理技术和社会化手段”,逐渐形成了一种新的公共治理模式——“合约制政府”,即以委托代理关系为基本框架,以合约制为治理机制,以提高公共产品和服务供给效率为主要目标的政府模式。^[48]从而使政府有效地摆脱“掌舵”与“划桨”所产生的职责困境。正如休斯等人的概括:“在许多国家中,合约行为早已超出提供有限的商品和服务的范围,而覆盖了公共服务的所有设计和方式,政府在这些领域表现得越来越像个合同转包商。”^[49]

为效果付费债券的生发延展恰恰顺应了这一行政厘革的历史潮流。在其框架中,政府不是作为公共产品和服务的直接生产者和提供者出现,而是作为委托人,把公共产品和服务的供给等微观管理工作委托给代理人——执行代理机构、购买机构或管制机构(即中介机构)来完成。代理机构又可以通过招标或竞标的方式把公共产品和服务的具体供给委托给企业家、社会组织或公共企业完成。当经济利益嵌入合同之中,即私人利润与合同结果挂钩的时候,它可以增加实现有社会价值结果的机率和减少以提高效率为名实际上降低质量的行为的风险。^[50]合约制作为有效的协调和运作机制,在委托代理关系互动运行过程中通过各种形式的合约来约束双方的职责和行为结果。中介组织代理政府与私人资本、社会服务组织所签订的债券融资及购买服务合同具有明显的“政府+商事”“经济+(公共职能和公共)管理”的特征——代表国家的机构或政府授权的代理人是主体一方,同时也是合同履行的管理监督人。此类合同属于具有公法和私法的双重性质的经济行政合同(政府经济合同、政府合同),^[51]双方当事人应同时受到公法和私法原则的约束。^[52]对私人部门而言,其订立的合同既是隶属

[46] 于安:“政府活动的合同革命——读卡罗尔·哈洛和理查德·罗林斯:《法与行政》一书‘酝酿中的革命’部分”,《比较法研究》2003年第1期,第107页。

[47] 史际春、邓峰:“合同的异化与异化的合同——关于经济合同的重新定位”,《法学研究》1997年第3期,第43—44页。

[48] 陈振明、贺珍:“合约制政府的理论与实践”,《东南学术》2007年第3期,第30页。

[49] (澳)欧文·E·休斯:《公共管理导论》(第2版),彭和平、周明德、金竹青等译,中国人民大学出版社2001年版,第82页。

[50] Shifall Baliga, supra note 11, at 437—479.

[51] 史际春等,见前注[47],第51页。

[52] 参见湛中乐等,见前注[41],第3页。

性的，又是合作性的；对行政主体而言，其表现已经不再是单方作出的行政公文或许可批准文件形式，而是双方协商一致后共同签署生效的契约形式。^{〔53〕}

（三）一个结果：权力分散和跨部门协同

毋庸讳言，在“从身份到契约”的运动过程中，国家对私人和社会的统治逐渐演变为合作治理，完全理性的制度逻辑转变为有限理性的制度经验。这些变化使社会结构从政治国家发展为政治国家与市民社会分化共存，再发展到政治国家、市民社会与第三域分化共存的格局。^{〔54〕}公共治理理论和实践的繁盛使得跨部门合作、正式制度与非正式制度的相互影响替代补充成为可能。^{〔55〕}为效果付费债券的一个关键特质在于权力分散。它承认我们当前社会最大的问题不能被政府、市场资本或者慈善组织单独解决。其特别之处在于允许不同的角色执行项目中它擅长执行的部分。^{〔56〕}将政府、投资者、社会组织放到了最适合他们的位置上，允许私人拥有更大的执行权，来保证公共服务质量和效率的最大化。这种公私协商、民主合作突显了政府权力和社会权利之平行属性。^{〔57〕}

为效果付费债券诞生于英国保守党政府积极推行“大社会运动”的语境之下，大社会运动理念是将更多的权力和资金由政府下放给社区、慈善机构和公众，以转变政府管理方式，提高公共服务效率。故而为效果付费债券天然昭彰了政府权力的精简和分散。受制于有限理性，决策者不可能拥有完备知识、搜寻到所有的可行方案，因此必须依靠中介机构的专业知识与信息资源。基于委托协议，政府将公共服务融资和供给的部分决策权、控制权、监督权授予中介机构。政府主要采用一种“不插手”的管理方式——不必决定依据哪种方式，只需要决定要获得何种效果。进言之，为效果付费债券代表了现代政府治理理念在公共服务领域的培育和延展，即政府“简政放权”——减少直接投资、供给和干预，转而作为委托人和引导者鼓励社会投资和第三部门遵循市场规则协作供给。根据资源优化配置的经济合理性原则和交易成本最小化原则，努力寻求政府、市场和社会在预防性公共服务供给领域的均衡点。^{〔58〕}作为基于结果的政府治理模式，要求政府行为的着眼点“是任务而不是执行者”，“是结果而不是投入”。^{〔59〕}但这并不意味着政府可抽身事外，政府要负责遴选厘定项目实施领域，对“期待的结果”做出定

〔53〕 参见于安，见前注〔46〕，第149—166页。

〔54〕 参见唐清利：“社会信用体系建设中的自律异化与合作治理”，《中国法学》2012年第5期，第38—45页。

〔55〕 Bevier, Mark, Rhodes, R. A. W., and Patrick Weller, “Traditions of Governance: Interpreting the Changing Role of the Public Sector”, *Public Administration*, Vol. 81, No.1, 2013, pp.1—17.

〔56〕 Max Liang and Brian Mansberger, *supra* note 8, at 271.

〔57〕 参见石亚军、施正文：“建立现代财政制度与推进现代政府治理”，《中国行政管理》2014年第4期，第11—16页。

〔58〕 参见刘大洪、李华振：“政府失灵语境下的第三部门研究”，《法学评论》2005年第6期，第11页。

〔59〕 陈婉玲：“公私合作制的源流、价值与政府责任”，《上海财经大学学报》2014年第5期，第75—83页。

义并为效果付费。不仅要精准确定为效果付费债券目标服务人群,以避免“撇脂战略”(cream-skimming),而且要预置包含应对融资失败、绩效目标不能达成的策略以及针对服务提供者表现不佳等的应急预案。

跨部门协同的依据在于现代工业化社会面临的问题芜杂多元,任何主体都无法具备解决上述复杂社会问题所需的全部知识、资源和能力。分散、繁杂、动态发展的社会现实需要公共部门、私人部门以及第三部门的利益相关者协同参与。协同最显著的特点在于子系统间的相互合作产生出微观层次所无法实现的新的系统结构和功能。^{〔60〕}迥异于PPP主要将权力转移给私人资本,为效果付费债券通过结构化的合同将权力分散到社会中介组织、社会服务提供者、投资者、第三方评估机构等多个主体。允许不同的角色执行项目中它擅长执行的部分。每一个角色都放在了最适合它的位置,整个项目就会更加的有效率。比如,政府和它遴选出来的官员最适合制定期望的目标,因为政府官员是由公众选拔的并且对公众负责,这给予了他们厘定项目期望结果的合法性。私人企业更适合于为具有首创性的活动投入资金。服务提供者,通常是非营利性的,是专业领域的专家并且最适合去实际执行该项目。^{〔61〕}权力在多个主体之间分散,也使得为效果付费债券结构内蕴了主体之间相互监督,形成监督合力。

五、为效果付费债券法律属性解构

作为一种特殊的证券,为效果付费债券兼具美国《证券法》上投资合同、市政债券和非营利债券的特征。但是由于其发行人和中介机构通常缺乏证券法专业知识与经验,直接适用传统证券交易中严格的证券欺诈等条款似有不妥,这给监管带来了新的问题。

(一)是否属于债券

为效果付费债券虽名为债券,但就偿还机制、责任承担等视域而论与传统意义上的债券存在天渊之别。其特异属性在于:①为效果付费债券资金使用和投向具有确定性和指向性,只用于合同预先约定的公共服务供给项目。而普通债券发行则无需事先约定所募集资金的具体用途。②为效果付费债券偿付具有或然性,只有经评估项目效果达到预期,还本付息环节才会被触发,否则基于峭壁效应投资人可能“血本无归”。而一般债券则通常不设置偿付启动条件,债券到期还本付息乃是必然性行为选择。

不宁唯是,“债券”一词的表述显然具有一定的误导性。作为一种创新的金融工具,为效果付费债券兼具债券和股票双重属性,它不以资产和现金作为基础,付款条件完全基于服务提供者的工作效果,类似于股票回报率依赖于公司管理团队的绩效。就债券而言,如果借款人(债务人)不能在预先约定的时间里向出借人(债权人)履行还款义务,其行为必然会被视为违约。

〔60〕 范如国:“复杂网络结构范型下的社会治理协同创新”,《中国社会科学》2014年第4期,第103页。

〔61〕 Shifall Baliga, *supra* note 11, at 437-479.

但在为效果付费债券结构中,政府对投资者的支付取决于一个潜在实体履行行为的情况(项目目标效果实现),而不是债务人的偿债能力。以彼得伯勒监狱项目为例,假如圣贾尔斯基基金等社会服务组织没能将再犯罪率减少到既定的数值,不论司法部是否具有偿付能力,司法部拒绝还款的行为都不会被认为违约。^{〔62〕}这与衍生合约(结构化票据)有更多的相似之处,而不是债券。^{〔63〕}

传统债券的风险主要是通过信用评级来衡量的,这表明投资者在预定时间获得约定偿付的可能性。为效果付费债券的回报不是固定的,只能根据服务提供者社会干预的效果预先确定一个大概的范围。而服务提供者最终成功与否及程度的不确定使得风险评估更加困难。这决定了传统定量的财务指标如比率分析和现金流预测等债券评级方法无法适用于为效果付费债券。相反,更多需要关注质量因素,如服务提供者的效率、中介机构的监管水平及达至项目预定目标的难度等。

(二)是否属于证券

为效果付费债券虽然被称为“债券”,但可能更类似于美国《证券法》上的“投资合同”。根据美国 1933 年《证券法》第 2 节(a)款对“证券”的定义,“投资合同”是“证券”的一种,其应并行于其他证券品种。^{〔64〕}它将不具有股票、债权等典型证券属性的证券品种纳入《证券法》的调整范围,在界定上起到了兜底条款的作用,使大量的非典型投资安排得到有效监管,切实保护了投资者的合法权益。^{〔65〕}

“投资合同”的概念衍生于 SEC v. C.M. Joiner Leasing Corp 案及其后的判例。^{〔66〕}在 Joiner 案中,法庭认为,基于采油权分配的权益契合证券法规定的证券含义。无论其看似如何,如果他们根据合同条款或商业习惯被广泛运用,只要该条款或习惯在商业活动中已经具备

〔62〕 Max Liang and Brian Mansberger, *supra* note 8, at 272.

〔63〕 Sundaram, Rangarajan and Sanjiv Das, “Derivatives Principles and Practice”, *McGraw-Hill*, Vol. 2, 2011.

〔64〕 根据美国 1933 年《证券法》第 2 节(a)款的表述“证券一词系指任何票据、股票、回购股票、证券期货、公债、公司信用债券、债务凭证、息票或参与任何分红协定的证书、以证券作抵押的信用证书、组建前证书或认购书、可转让股份、投资合同、股权信托证书、证券存款单、石油和煤气或者其他矿产小额利滚存权、任何股票的出售权、购买权、买卖选择权或优先购买权、存款证明、一类证券或证券指数(包括其中的任何利益或者以其价值为基础)或者在全国证券交易所中与外汇有关的任何股票的出售权、购买权、买卖选择权或优先购买权;还包括一般说来被普遍认为是‘证券’的任何权益和凭证,或者上述任何一种的息票或参与分红证书、暂时或临时证书、收据、担保证书、认股证书、认购权、购买权。”参见(美)莱瑞·索德奎斯特:《美国证券法解读》,胡轩之、张云辉译,法律出版社 2007 年版,第 98 页。

〔65〕 虽然“投资合同”被作为一项单独的证券表现形式列出,但是不能否认股票和债券也具有“投资合同”的属性,因此,条文中的“投资合同”应特指不具有股票、债券等典型证券属性的“投资合同”。

〔66〕 320 U. S. 344 (1943).

“投资合同”或“证券”特征,那么法案同样适用。^[67] 三年后在著名的 SEC v. W.J. Howey Co. 案中法官对该合同是否为投资合同、是否适用联邦证券法做出了判定。^[68] 该案中买卖双方达成协议,卖方将大片橘子树售予买方,同时还随附签订了一项服务合同,约定由卖方负责橘子的种植、收割及销售。法官认为橘树林属于有价证券,并对投资合同确定提供了进一步指导意见:证券法中的投资合同指的是一项合同、交易或计划,根据该合同、交易或计划,投资人将资金投入到的共同的事业中,且该人对投资收益的预期应完全来自于他人的努力,只能从发起人或第三方的经营行为中获得利润。从而确立了认定投资合同的基本准则,即著名的 Howey 标准:①投资人进行金钱投资;②资金投向共同的事业;③预期收益一期望获得利润;④利润源于完全来自于他人的努力。^[69]

无可置疑,为效果付费债券满足 Howey 标准的所有要素:根据合同,投资者将资金投入共同的公共服务项目中,该项目由第三方进行管理,投资者的收益也取决于第三方的项目运营状况。尽管投资者可能存在其他目的和利益(追求慈善美誉和社会效益),但至少包含“投入金钱”和“期待获利”。投资者获得的利润可能存在上限,也可能以固定比率支付,但这并不妨碍为效果付费债券的投资合同属性。债券并不涉及投资者的积极行为,投资者的收益往往取决于社会服务组织的努力,其供给公共服务的效果对投资者的收益有决定性的影响。当然在认定投资合同时,关于“共同事业”的构成,司法实践中还存在争议。主要分歧在于,共同事业是指众多投资者将各自资金聚集一处(水平共同),还是指项目推进人与各投资者达成利润分享协议(垂直共同)。法官在适用垂直共同时,围绕该标准的范围问题,又出现了“广义垂直共同”——投资人的收益仅仅取决于推进人对项目的运营情况^[70]和“狭义垂直共同”——投资者的收益需要与项目推进人的财富而非其运营水平挂钩两种观点。^[71] 为效果付费债券显然符合纵向共性标准,至少符合广义的纵向共性标准,投资人的收益仅仅取决于推进人对项目的运营情况。而且项目一般涉及多名投资者,并且随着项目的推广将涵盖更广泛的投资者,也当然满足横向共性标准。

(三)可否免于登记

前已述及为效果付费债券在性质上可归属于美国《证券法》上“投资合同”,那么由此衍生的一个问题就是如何将其纳入既有的证券监管体系?表面上看为效果付费债券的实然发行主体为政府,募集资金的用途亦是主要投至公共产品供给领域,其偿债资金将形成财政负担,故

[67] Kevin W. Humphries, “Not Your Older Brother’s Bonds: the Use and Regulation of Social Impact Bonds in the United States”, *Law and Contemporary Problems*, Vol.66, 2013, pp.433—452.

[68] 328 U. S. 293 (1946).

[69] Kevin W. Humphries, *supra* note 67, at 440.

[70] SEC v. ETS Payphones, Inc., 408 F.3d 727, 732 (11th Cir. 2005).

[71] SEC v. Alliance Leasing Corp., No. 89—CV—1810—J (CGA), 2000 WL 35612001, at * 4 (S.D. Cal. Mar. 20, 2000), *aff’d*, 28 Fed. Appx. 648 (9th Cir. 2002).

需纳入财政预算管理(如约定项目效果实现),此类证券似乎应包容收纳于政府债的区划版图。那么可否适用 1933 年证券法 Section 3(a)(2)的规定,在债券发行前免于向监管机构登记?^[72] 为效果付费债券所筹集资金主要用于向特定群体免费提供预防性公共服务以改善其生存发展条件,实然属于社群主义所追求的“共同的善”,可否将其作为非营利证券而免于登记?

相近于一般政府债券,为效果付费债券亦要历经由发起到偿付的流变过程;有固定的合同条款和最高利润回报限额;募集资金亦是主要投至社会公共服务领域;偿债资金来源实质将形成财政负担,故而也需要遵循财政民主原则纳入财政预算。但是两者分野亦十分鲜明:一方面,为效果付费债券的偿付不似一般政府债券到期具有还付必然性。它将项目失败风险由纳税人迁移至投资者,如约定社会效益目标未能达成,则政府无需动用税收能力为保障的信用担保本金及收益的偿还。另一方面,政府只为效果付费,偿付资金实质来源于预防性公共服务项目成功实施后相应节省的补救性公共支出。^[73]故而其偿付不似一般政府债券必然加重政府财政负担。

若将为效果付费债券纳入市政债券监管体系,二者间的差异会给监管带来新的挑战。众所周知,既有为效果付费债券结构依靠中介机构招募投资者、管理公共服务项目。其中中介机构似乎符合美国 1934 年法案第 15b 条关于“市政证券经纪人”的定义,即“为他人促成市政证券交易的经纪人”。作为市政证券经纪人,必须在美国证券交易委员会(SEC)进行登记,并受市政证券规则制定委员会(MSRB)管理。然而为效果付费债券的中介机构主要关注的是社会福利项目的实施以及管理,并不熟悉证券法的具体规定,难以满足 MSRB 发布的对于市政证券经纪人包括人事、技能方面的要求以及净资本等一系列管理证券经纪人的重要规则。^[74]而且经济上没有利害关系的中介机构也很难尽到 SEC Rule 15c2-12 所规定的披露义务。^[75]然而由此引发的一个困境是,由于市政证券发行人不需进行披露,如果再免除中介机构的披露义务,则为效果付费债券的发行将缺乏法定的信息披露。

那么可否将为效果付费债券作为非营利证券,依美国 1933 年证券法 section 3(a)(4)之规定免于登记?对于政府发行的、不符合 section 3(a)(2)免除条件的证券,目前尚无可以根据 section 3(a)(4)免于登记之前先例。根据 1933 年证券法 Section 3(a)(4),非营利证券是“仅

[72] Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77 c (a) (2) (2006). 根据该条,“由美国联邦或其任意地区、哥伦比亚特区、美国任一州、各州任何政治分支机构、一州或多州共建的任何公共机构发行或担保的任何证券”,无需登记。

[73] 域外实践表明如果为效果付费债券所涉预防性干预项目成功,政府节约财政经费将远高于其偿付支出。

[74] Kevin W. Humphries, *supra* note 67, at 433-452.

[75] 根据 1975 年制定的证券交易委员会规则(SEC Rule)第 15c 之规定,市政债券的经纪人和交易商在首次向公众发售 100 万美元以上的市政债券时,必须履行披露义务。

以宗教、教育、慈善、互助或教化为目的的证券,它不以经济利益为目的,也不是任何股东或个人净收益的一部分”。若一种证券要依照 Section 3(a)(4)的规定免于登记,则该证券须由非营利组织发行,且证券收益不得向在非营利组织中有利害关系的个人分配。故而研判为效果付费债券可否作为非营利证券而免于登记时,既要考量发行机构的性质,亦要权衡证券收入受益人的性质。阻滞为效果付费债券纳入非营利债券监管体系的核心障碍在于难以论证发行方的成员没有从债券收益中获益。发起人获得的任何债券收益都可能使非营利债券失去豁免资格,不论该收益的大小和种类。在以非营利豁免登记的著名案件 SEC v. Children's Hospital 案中,法官认为,在建医院发行的债券并不是符合豁免条件的非营利债券,因为该债券发行人(同时也是医院的董事)将从医院建造过程中获利。再如,1988 年基督教会向 SEC 申请发行免于登记债券以修缮建筑物,SEC 拒绝向其发出无异议函。SEC 的理由是,待修缮的一座建筑是用来免费为教会的部分服务人员提供住所的。因此,SEC 推定教会成员获得修葺一新的住所,这亦属于从债券收益中获益。^[76]

六、为效果付费债券面临的风险及防范

为效果付费债券基于多中心治理和权力分散理念创设了政府、资本、社会组织三维协同的公共服务供给框架结构。经济增长与民生改善的体制激励不相容以及现代化、城镇化、基本公共服务均等化等趋向民众对于公共产品供给需求的超常增长和对提升供给质量、效率的广泛期冀,都决定了全面厘革我国公共产品供给机制正当其时。目前英国社会金融正在评估在我国发行为效果付费债券实施儿童早期发展干预项目的可能性。但是研判这一植根于市场规则和激励机制基础上的新型公私合作范式之域外样本,要将其顺利移植于我国当下政府简政放权、社会资本合作参与和社会治理更始鼎新的改革实践,政府、社会资本、第三部门无疑都将面临一定的风险和挑战,亟需着眼于以下维度实施前瞻性制度考量。

(一)投资风险之防范及投资者激励

为效果付费债券更动了一般政府债券到期还本付息的偿付激励机制,将风险径由资本市场从纳税人迁移至投资者。毋庸置疑,于投资者而言,为效果付费债券具有“悬崖效应”——“无效果无付费”,若经过评估确认没有实现约定的社会效果,则政府无需偿付,投资者将血本无归。而且一个社会行为干预项目的周期一般为三到十年,这意味着投资者必须愿意忍受高流动性风险。在我国当下社会资本善行意识成长性微弱的语境下,为了保障债券融资的可持续性,尤其需要针对风险的特异属性出台缓解措施和激励机制,对于承受高风险的投资者予以特别的捍卫和保障。

[76] Jesus People U.S.A.—Full Gospel Ministries, SEC No—Action Letter, 1988 WL 235026, Oct. 13, 1988.

检视域外实践经验,建议着眼以下层面进行机制构建:首先,通过增信为投资者设立第一亏损层保护。增信(Credit Enhancements)是采用政府或者基金会担保等形式,保障即使项目预期成果不能实现投资者亦可获得本金返还。前述纽约项目的鼎新之处就在于对投资者的增信保障设计。根据约定彭博慈善基金会(Bloomberg Philanthropies)向融资中介机构(MDRC)提供720万美元作为债券增信为投资者高盛提供担保,使得高盛在政府只为成功付费的“高风险”下获得了最低限度的投资保障。如果重新犯罪率比以往降低不足10%,MDRC将以该项担保资金向高盛偿付。^[77]由此高盛实际损失为240万美元,实然襄助高盛分担了投资风险。^[78]其次设置中期评估和投资拐点。为效果付费债券发展所面临的关键窒碍在于流动性欠缺——在二级市场及交易规则尽付阙如的背景下,投资者绝然没有变现退出的通道。^[79]中期评估的核心价值在于避免最终评估发现目标效果不能达到而全部投资已然无法挽回。当然,如中期评估发现未达到合同目标并不必然证明项目存在缺陷或者绝对不能付款,各参与主体应该细致研判因由,重新协商调整修正合同内容以实现社会效益目标。^[80]此外,根据中期评估结果政府可以启动债券的部分偿付,这亦可助益于增加社会资本流动性。纽约项目的投资拐点设计亦值得借鉴,合同不仅约定高盛采用附条件分期投资的模式,并且预设了一个投资拐点,即在第三年结束时根据对第一批接受项目干预目标群体的十二个月的跟踪评估结果(中期评估),高盛有权选择放弃或继续投资。这实然弥补了由于二级市场缺位阻滞投资者退出之缺憾。^[81]再次,针对不同风险偏好实施差异化融资。这与抵押贷款支持证券类似,帮助投资者筛选更有利于规避风险的投资项目。例如,高级的(优先)的债券融资主要用于数量较少的、已经被证实是高效和极有可能实现预定效果目标的项目,其失败的风险虽然存在但是相对较小,以吸引那些倾向于低风险投资和愿意接受中等回报的投资者。中等程度的债券融资主要用于没有完整的项目经验或者只有有限的证据证明项目可以实现预定效果目标的社会干预项目。因为失败的风险更高,投资者需要更严谨和深度的评估,一般倾向于获得更高的回报,对风险的承受能力也更强。最低和风险最大级别的债券融资将主要投资于创新和试验性的项目。因为失败的风险很大,可能获得的回报会比较高,这类项目的投资者最有可能是慈善机构和基金,他们更愿意实践和推动这些创新的干预措施,而不仅仅是寻求经济回报。^[82]最后,税收优惠安排。在

[77] 如果项目的绩效目标没有达成,政府偿债义务免除。

[78] The City of New York, “Fact Sheet: The NYC ABLE Project for Incarcerated Youth,” Press release, August 2, 2012, 网址 http://www.nyc.gov/html/om/pdf/2012/sib_fact_sheet.pdf, 最后访问日期: 2015年4月18日。

[79] 加之债券投资时间跨度大、最终结果不确定性强,政府部门、中介机构和服务机构需要构建早期可观察计量的指标体系,结合项目过程中收集的反馈数据,给予投资者分析项目进展实时跟进的机会。

[80] 确定是由于社会效益结果规定太严格还是选择社会服务提供者不恰当,抑或融资中介投入监管资源不足,还是融资中介对于成本估计不足导致融资不够或者一些服务对象变化并没有被及时掌握等。

[81] 由于项目中期评估效果不理想,投资者高盛选择放弃,彭博慈善基金会所提供的增信基金帮助高盛分担了大部分损失。

[82] Max Liang and Brian Mansberger, *supra* note 8, at 276.

市场经济条件下,仅靠社会成员的慈善之心尚不足以将慈善做大。^[83]前已述及,为效果付费债券投资实然归属于一种聚合利己主义和利他主义之行为选择,兼具投资和慈善双重属性,若最终经评估认定干预目标效果未能如约实现,则按照合同规定投资者将无权要求债务偿还更无论收益获取。质言之,其所进行的资金投入实然是无偿应用于购买公共服务的社会公益事业,可归于单向给予的慈善捐助范畴,然而依目下立法,这类投资者显然难以契合慈善捐赠之免税要件。前已述及,功能和还付机制等亦决定了为效果付费债券也异于传统的政府债券,显然无法享受关于政府债券投资之税收优惠。考究域外实践,在美国,由于为效果付费债券所涉非营利社会组织违反美国税法典 501(c)(3)关于私人利益原则的规定而丧失免税资格,导致投资者收益无法获得免税待遇。^[84]与之相左,在最早开展为效果付费债券实践的英国已然于 2014 年出台《社会投资税收减免法案》(Social Investment Tax Relief, SITR),通过立法明确对为效果付费债券等社会投资给予所得税减免、资本利得税递延和免征等税收优惠,以增强社会领域对投资者的吸引力。这显然极大增强了此类债券对于社会资本的感召力。^[85]目下我国预算法已然允许地方政府为“公益性资本支出”发债,笔者建议未来宜将为效果付费债券纳入特殊的地方政府债券之考量范畴,权衡其特异属性对于发行偿付机制、税收优惠等予以专门规定。

(二)使命迁移风险之防范及受益人保护

为效果付费债券的本质是基于市场规则,利用私人部门的资金、技术以及引入第三部门的服务以矫治公共产品供给领域的“政府失灵”和“市场失灵”。债券投资者和参与其中的社会企业既不同于传统的商业投资者和企业也不同于慈善基金会和非营利组织,必须在两个历史截然相反的规则——利润和社会利益之间取得微妙的平衡。质言之,其实然可归属于“意在起到超越经济回报的积极影响”的社会金融范畴。众所周知,社会金融所追求的是一种混合价值目标——经济、社会和环境。其核心是通过市场解决社会问题,通过引导资金进入为缺少服务的弱势群体提供服务的领域增进社会福利,使得受益者的生活获得改善。但是其自身又必须具有商业可持续。于投资者而言,为效果付费债券的创新价值在于“义利并举”——突破了过往以营利为目的商业投资和单向给予的慈善公益之间非此即彼之藩篱,为投资者提供一种兼顾公益和利润回报的金融创新产品,促就资本与公益“联姻”。正如巴菲特所说“慈善已经不仅仅是慈善,也是财富管理的方法”。投资者选择此类特殊工具,除了慈善利他动机,亦不能排除一定利益考量。由于为效果付费债券融资主要用于预防性社会问题的解决和弱势群体民生改善,一旦社会效益目标达成——政府付费条件触发,则投资者将“名利双收”,不仅树立社会责任形象博取社会美誉,而且民生改善效果与投资者经济回报存在高度的正相关性,投资者不必如消耗性慈善捐款那般“悲壮”的牺牲利润。

[83] 张奇林:“美国的慈善立法及其启示”,《法学评论》2007年第4期,第99页。

[84] 自从1989年 *American Campaign Academy v. Commissioner* 案判决以来,私人利益原则已经成为美国国税局根据第501条第c款第3项监管慈善组织活动的基本依据。

[85] 截止2015年6月,全球实施的40余个项目中有24例落地于英国。

但是众所周知利润和社会公益难以天然成为盟友。与生俱来的混合性决定了为效果付费债券难以契合既有制度对于慈善机构、证券或公司的规制要求,进而为其监管提出新的挑战。毋庸讳言,基于价值目标的混合性,在以市场的方式解决社会问题时,竞争性的商业利益在发挥作用的同时可能引致对社会使命的忽略。这种使命迁移和过度商业化可能会引致新的市场失灵,进而对本处于底层弱势地位的缺乏金融缓冲能力的受益人造成伤害。

前已述及,为效果付费债券虽名为债券,但是与一般债券具有本质差异,尤其是投资收益回报具有或然性。为避免使命迁移和过度商业化,保证其社会效果的实现,不能照搬既有的证券监管规则体系,需要建立新的监管范式,尤其要侧重受益人保护以降低使命迁移风险。债券发行人要具有受益人导向的意识,以满足投资者和受益人双重预期。首先,债券发行前要有明确的受益人并基于社会福祉之实现对于受托发行人(融资中介机构)开展系统调查。其次,设置专门的社会董事确保融资中介机构贯彻社会使命并与受益者进行有效沟通。再次,建立投资者选择机制并签署投资者协议。为最小化债券的商业压力,债券投资者必须是耐心资本——以社会效果优先而非利润优先并致力于民生改善的社会使命。这就需要建立投资者选择机制,要求其提交既往投资记录,筛选出合格的投资者加入为效果付费债券体系。为了有效保护受益人利益,保障债券社会效益目标之实现,还宜借鉴加拿大社会创投交易系统(SVX)对合格投资者的限制,要求其签署投资者协议并针对社会使命的违反设定强制退出、吊销资格和罚款等进行制裁和问责措施。同时设置相应的激励机制确保投资者社会使命承诺的可持续。^{〔86〕}最后,建立公众评估反馈机制,在公私合作中将参与民主和协商民主有机统一。正如英国学者朱利安·勒·格兰德所言,公共服务最好的方法是向被服务者提供选择权,鼓励服务提供者之间的竞争。^{〔87〕}在债券存续期间受托发行人不仅要报告金融和社会绩效指标报告还要受益者的实质性的反馈。为避免发行人基于信息不对称实施的选择性披露,可以要求其建立受益人反馈系统,基于受益人的反馈进行具体的信息披露。

(三) 执行风险之防范及政府合约供应商抗辩原则之适用

为效果付费债券创立了全新的市场化融资渠道,建立了灵活性的收益激励机制,为非营利社会服务组织带来革命性的改变。^{〔88〕}由于政府只为“成功”付费,社会资本收益牵涉决定于公共服务供给效果,投资者只愿意为那些声誉良好的社会服务组织以及社会效益目标有实现可能的项目提供资金。

为效果付费债券的执行风险亦主要来自于社会服务组织。一方面债券融资目标在于提高

〔86〕 Sarah Dadush, “Regulating Social Finance: Can Social Stock Exchanges Meet The Challenge?”, *University of Pennsylvania Journal of International Law*, Vol. 37, 2015, p.139.

〔87〕 (英)朱利安·勒·格兰德:《另一只无形的手:通过选择与竞争提升公共服务》,韩波译,新华出版社2010年版,第10页。

〔88〕 McKinsey & Co., “From Potential to Action: Bringing Social Impact Bonds to The U.S.”, 41 (2012), 网址 <https://mckinseysociety.com/downloads/reports/Social-Innovation/McKinsey-Social-Impact-Bonds-Report.pdf>, 最后访问日期:2016年5月29日。

公共产品供给绩效,这有赖于其最终向目标对象提供服务;另一方面债券的偿付以约定社会效果实现为条件,这亦直接关联于社会服务组织公共供给质量和效率。执行风险之一是由于社会服务组织的公共服务经验和能力障碍引致其不能向目标对象充分高效地供给公共服务。风险之二是社会服务组织的道德风险——为了确保最终效果满足绩效目标要求,对于目标对象采取不适当的行动。这实然将妨害债券社会效益目标的最终实现。风险之三在于“选择性供给”——当公共服务外包之后,代理人会按照成本—收益的市场原则优先选择获利更多的服务项目,^[89]对于边际收益较低的服务往往会通过减少作为或不作为的方式转移那些原本应当用于弱势群体的资源,这会对服务的供给产生消极影响。

为防范前述风险,首先,政府和融资中介组织需要开发一套完备的社会服务提供者的支持信息系统——“投资准备”系统。^[90]所有从事公共服务的非营利社会组织都应按照公平、开放、透明的原则,参与竞争性采购程序并公开以往提供相关公共服务的信息记录,以便投资者和融资中介克服信息不对称,全面获知社会服务组织之执行能力和道德层级。其次,对于通过竞争投标参加为效果付费债券项目并获得资金的社会服务提供者,政府和融资中介组织要实施充分严格的尽职调查,评估社会服务提供者在领导力、信息管理系统、质量控制等方面保证服务质量和扩大服务规模的能力。同时,在合同中约定融资中介机构具有终止、更换社会服务提供者或对其不当行为施以严厉的经济处罚之权利。此外,还应设立独立的第三方监督机构,确保受到社会服务组织不当干预措施影响的弱势群体及时获得充分适当的保护和援助。

尽管为效果付费债券所涉服务购买合同可归属于政府采购合同之范畴,但是依既有法律,作为社会服务提供者的社会组织不能适用“政府合约供应商辩护”进而主张民事责任之免除。政府合约供应商抗辩(Government—Contractor Defense)是指若合约供应商提供的商品和服务符合政府规范则可以免于民事损害的指控。这一原则只适用于传统合约供应商,不能适用于为效果付费债券中获得政府管理权授权的社会服务组织。传统合约供应商已然在政府采购合同中以放弃更大的自主权并接受密切监督换取了民事责任的豁免。^[91]不同于服务外包合同中政府基于直接合同关系对于服务提供者拥有选择权和监督权,为效果付费债券所涉服务购买协议则要求政府减少干预,为第三部门自主权衡服务内容以及达到目标结果绩效方法手段等提供弹性空间,以确保其灵活创新。不宁唯是,政府委托中介机构签约服务提供者,实际上将部分决策权、控制权让渡给了中介机构。尽管由于融资中介在项目中需要承担重大的财务和声誉风险,有动力择选与最具效率的社会服务提供者合作。不言而喻的是政府与服务提供者之间直接关联的缺失必然弱化政府的影响和监督力。

[89] 陈天祥、郑佳斯:“双重委托代理下的政社关系:政府购买社会服务的新解释框架”,《公共管理学报》2016年第3期,第40页。

[90] Deborah Burand, *supra* note 24.

[91] Jon D. Michaels, “Privatization’s Progeny”, *Georgetown Law Journal*, Vol.101, 2013, p.1023.

七、余 论

近年来,跨政府、市场和社会部门的合作与协调,已越来越被认为是解决当今社会面临的最紧迫社会问题的出路所在。^{〔92〕}一定意义而言,作为一个创新的公私伙伴关系,为效果付费债券正是以市场精神为取向的政府合同革命之延续。但是其发轫于英伦刚逾六年,多数项目还在实践中,探索过程中不仅收获了经验也面临很多困难。尽管支持者们普遍认为这是一个多赢的公共产品供给模式创新,但是自其初啼之际便始终伴随着诸如“实施范围有限”“实践数据不足”“结果不具可测量性”“结构复杂可能增加交易成本和风险”等多重质疑。“为者常成,行者常至”,未来需要基于既有实践经验不断总结,促进从干预人群的遴选到社会效果目标设定、金融模式安排、评估机制设计等领域的制度化和标准化建设。而且为效果付费债券横跨金融、公共管理、社会建设等多个领域,对于政府、市场与社会的成长发育水平和协同合作能力亦提出了较高要求。

Abstract: The critical obstacle of China's comprehensively deepening reform is the unbalanced growth of economic development and livelihood improvement. During the 13th Five—Year Plan period, the key idea of China's transformation and development has been decided the structural reform of the supply front. It is the right time to promote the comprehensive reform of China's public goods supply mechanism. Pay for Success Bonds integrate the government, market, and social to build new public private partnerships. Their core essence is the decentralization and common governance. Moreover, they introduce Performance Management and Accountability Mechanisms to the public goods supply. It is no doubt that they provide an alternative path for China's public goods supply reform and cooperation of the government, market and social, based on the streamlining administration, social capital participation, and social governance reform. It is necessary to effectively study and prevent the risks in their localization process.

Key Words: Pay for Success Bonds; Public Goods Supply; New Public Private Partnership

(责任编辑:邓 峰)

〔92〕 Bryson J M, Crosby B C, Melissa Middleton S, “The Design and Implementation of Cross—Sector Collaborations: Propositions from the Literature”, *Public Administration Review*, Vol. 66, No. 6, 2006, p.44.