

上海财经大学中国产业发展研究院专题报告

公益创业投资的发展与运行： 欧洲实践及中国启示

姓名：刘志阳

单位：上海财经大学国际工商管理学院

职称：副教授

学位：博士

通信地址：武东路 100 号

联系电话：13524190123

2013 年 11 月

内容提要

公益创业投资是指借鉴商业创业投资的运行机制，对社会目标组织给予持续金融支持并参与其管理的社会资本形态。相较于慈善投资和商业创投，它既追求社会价值最大化，也考虑一定的财务回报。公益创投对于解决社会目标组织发展过程中的社会难题具有显著作用，已经成为市场化解决社会问题的新兴融资工具。欧洲公益创投发展迅速，形成了包含筹资、投资和退出的一套完善的运行机制。当前我国公益创投仍处于起步期，政府应降低法律注册门槛，支持公益创投设立；完善从业人员酬劳规定，提升公益创投专业化水平；出台利率、税收、股权等产业政策，鼓励已有慈善基金向公益创投转型；支持建立公益创投“母基金”，引导社会资金投入公益创投机构；探索社会企业交易所建立的可行性，为公益创投退出提供有效通道。我国公益创投基金自身也要借鉴欧洲成功经验，建立有效运行机制。在筹资上，要强化资金来源的社会化与人力资源专业化。在投资上，要完善市场细分，重视与慈善基金、商业创投的联合投资，重视多元化投资工具选择，着力帮助社会目标组织完善自身治理结构。在退出上，要完善退出方式选择和社会影响力评估体系。

我国社会目标组织^①（SPO）近年来发展取得了很大进展，但与欧美发达国家相比仍然存在很大差距。SPO 发展存在着如下问题：（1）

^① 社会目标组织一词广泛用于描述某个组织，该组织的主要目的是创造社会价值，并且通常不依赖于政府或商业部门。这些组织可指慈善团体、社会企业、非营利组织、不以营利为目的的组织和第三部门组织。

资金募集困难。民间慈善组织和社会企业发展面临严峻的资金募集困境。据麦肯锡统计，我国 800 家官方慈善机构占有 80% 的慈善资金，民间 15 万家慈善公益机构仅占有 20% 的慈善资金来源；（2）信息不透明。据统计，2011 年，仅有 8% 的公众对 SPO 的信息公开状况表示满意^①；（3）运作不规范，缺乏有效的监督机制。“郭美美事件”、“尚德诈捐门”等事件充分暴露了我国传统 SPO 在规范化管理上的显著不足；（4）缺失专业管理人员。10% 的公益组织根本没有专职人员，44.8% 的公益组织的专职人员在 3 人以下，专职人员超过 10 人的公益组织不到 20%^②。上述 SPO 面临的困境迫切要求我们要切实转变完全依赖政府投入和管理、完全依靠爱心维持的非规范化、非专业化发展思路，必须尽可能采用市场化的手段来解决诸多社会现实问题。

欧洲实践表明，公益创业投资基金（Venture Philanthropy, VP）又称公益创投，也被翻译成慈善创投、社会创投，它既有别于完全追求社会价值的慈善基金，也有别于完全追求商业价值的商业创投，VP 以支持 SPO 展为前提，同时也追求一定财务收益以维持自身可持续发展，已经成为政府力量之外的 SPO 孵化的有效市场化支持工具。根据亚洲公益创投网络(AVPN) 统计，截至 2013 年底，我国 VP 已经达到 54 家。虽然数目不少，但是相较于欧洲 VP 完善的运行机制，多数中国 VP 在社会项目筛选、投资和退出过程中仍然没有建立真正的创业

① 数据来源：中民慈善捐助信息中心，《2011 年中国慈善透明报告》。

② 数据来源：《2010 年中国公益人才发展现状及需求调研报告》。

投资机制。因而也未能有效地利用自身的市场化力量帮助 SPO 实现规范和专业发展。

与中国 VP 的蓬勃兴起相比，我国这方面的研究还停留在概念普及上。迄今为止，公益创投是否应该考虑财务回报在中国实践中仍然是个有争议的概念。一些人认为，VP 是又一种针对慈善活动的资助方式。但是更多的人认为它和资助行为有根本不同，其本质是对社会问题解决方案的投资，其核心特征是将 PE 或 VC 的方法运用到社会事业中来（赵萌，2010）。越来越多人认识到，VP 本身也是 SPO，如果失去了财务考量，自身的持续性都有问题（辛传海，2012）。争论的同时，少数研究开始关注我国 VP 的出资模式问题（万军、李筱婧，2010；吕纳，2012），从而将我国研究推向深入。然而 VP 的运行模式和效率评价等更为核心的问题探讨在研究中依旧严重匮乏。本报告试图在全面剖析 VP 发展背景和内涵的基础上，总结欧洲 VP 的成熟经验和运作机制，进而对我国公益创投的运行和发展提出相关建议。本研究对于推进我国公益创投事业发展具有重要理论和现实意义。

目 录

一、公益创投兴起背景及其内涵.....	1
（一）公益创投兴起背景.....	2
（二）公益创投特征.....	3
（三）公益创投资的运行.....	6
二、公益创投的发展与运行：来自欧洲的经验.....	8
（一）欧洲公益创投的发展特点.....	8
（二）欧洲公益创投的运行经验.....	11
三、启示与借鉴.....	17
（一）政府应出台相关法律和产业政策，支持我国公益创投的大力发展.....	17
（二）公益创投机构要努力完善自身运行机制.....	20
参考文献.....	23

一、公益创投兴起背景及其内涵

公益创投起源于 20 世纪 90 年代中期的美国^①，同时期引入到英国并迅速扩散至整个欧洲大陆，目前欧洲大有后来者居上的趋势。2002 年，第一只 VP 基金 Impetus Trust 在英国成立，同年第一支标准意义上的 VP 基金 Fondazione Oltre 在意大利成立。2004 年，作为首个促进 VP 发展的推进机构——欧洲公益创业投资协会（EVPA）成立，标志着欧洲公益创投进入快速发展时期。截至 2012 年中期，欧洲已有 61 家机构从事公益创投活动（EVPA，2012），先后与 300 多家社会目标组织达成协议，投入资金并提供了相应的增值服务，有效推动了欧洲社会目标组织的孵化与可持续发展。自 2006 年起，亚洲国家对 VP 的兴趣稳步增长。印度、新加坡、日韩、中国等国家和地区也纷纷开始了对公益创投的理论和实践探索。2011 年底，AVPN 成立，截止 2013 年底，已有 90 多个公益创投组织加入。

公益创投概念进入中国已经 7 年多，形成了一定的本土实践。截至目前，国内较大的公益创投机构有岚山基金（国内首个 VP）、新公益伙伴（NPP）、恩派（NPI）、南都基金会、友成扶贫基金会、北京联合慈善基金会、上海百特教育发展中心等，香港拥有发展较为成熟的新苗亚洲慈善基金会、香港协同社会创投基金、叶氏家族等。同时，国外的 VP 机构逐步在中国设立分支机构，如 LGT、SVPI、Village 资

^① 美国当前约有近 40 家成熟的机构运用公益创投手段进行投资活动，以新汉普郡慈善基金会、半岛社区基金会为代表的混合型基金，既参与传统的捐赠活动，也参与公益创投；以企业家基金会、21 世纪教育创始基金为代表的公益创投，完全追求社会回报；以新利润公司、硅谷社区创投基金为代表的公益创投，同时追求社会回报与经济回报。

本、CGP 旗下的 C&A 基金等；2012 年，北京“乐朗乐读”成为国内第一个获得公益创投的社会企业。除了独立 VP 外，各大私募基金（包括 Adams Street Partners、霸菱投资、CVC 亚洲等）、影响力投资机构（包括 Leping 社会企业家基金、FIL 基金等）也将注意力向公益创投转移。大企业如联想、海航、腾讯则通过举办公益创投大赛加入到 VP 队伍中。

（一）公益创投兴起背景

首先，VP 的兴起是社会目标组织高涨的结果。20 世纪 80 年代后期，发端于美国的社会运动，导致了一大批包括非营利组织、社会企业等在内的社会目标组织的产生。这些 SPO，在发展过程中面临严峻越来越严峻的可持续发展问题。早期 SPO 的运作资金来源主要来自于私人捐赠和部分政府组织的支持。但捐赠或政府资助具有一定的不确定性，数目往往有限。尤其是在经济不景气时，SPO 的发展和运作更是缺乏有效的资金援助，急需解决自身的可持续性发展问题。公益创投就是应运而生的一种金融工具，它的存在有效地解决了 SPO 资金不足的问题。越来越多的证据说明，公益创投对社会目标组织的创建和持续发展起到了积极的作用，以欧洲第一家公益创投 Impetus 为例，它已成功投资包括 Beat、Camfed International、Speaking up 等 22 家社会目标组织，截止 2012 年底，投资组合的可持续资金收入从 3 200 万美元增长至了 5 200 万美元，帮助的社会人群从 89 262 人增长至 380 187 人^①。

① 数据来源：Impetus Trust Impact Report 2011～-2012.

其次，VP 的兴起也与传统社会目标组织发展过程碰到的诸多障碍有关：第一，由于缺乏外部监督，社会目标组织面临着信息不透明和效率低下问题；第二，由于缺乏专业的运作人才，很多社会目标组织面临管理能力缺失的问题；第三，社会目标组织对社会的贡献价值难以量化，也影响了新资金的注入。上述事实表明，社会目标组织已有的商业模式运作已经不能适应欧洲经济社会发展的新背景，社会目标组织发展到了一个新阶段，传统的救济慈善需要升级到产业慈善，以适应不断涌现的社会问题。由此，市场机制和企业家精神成为解决问题的新思路，这也就使得 VP 的发展具有了现实的土壤。

最后，发端于 20 世纪 90 年代的企业社会责任运动（CSR）也在改变着大企业、PE 和 VC 这些商业机构的投资行为和功能性质。部分大企业、PE 和 VC 也把社会价值纳入到自身发展框架，加入到社会创投的队伍中，为社会创投的发展提供资金和社会网络资源，有效推动了社会创投机构自身的发展。

（二）公益创投特征

公益创投概念最早由美国慈善家约翰·洛克菲勒三世在 1969 年提出，原意是“一种用于解决特殊社会痼疾的具有一定风险的资助形式”。1984 年，美国“半岛社区基金会”首次用“Venture Philanthropy”，表达商业创投和资助行为的结合。公益创投的出现引发了学术界的关注。莱特等在《哈佛商业评论》刊发文章《道德资本：慈善基金会如何借鉴创业投资？》，指出慈善基金会可以借用创业投资的方法，并提出用赞助型基金会的模式对非营利组织进行支持（Letts et al, 1997）。波特

等（1999）在《哈佛商业评论》发表《慈善的新议题：创造价值》，建议慈善基金会改变将私人资金低效率投资于受捐助机构的被动角色，以创造更大的价值。EVPA（2004）把公益创投看作是各种投资主体以寻求社会收益为目的而投资在善举上的创业资本和人力资源。EVPA认为公益创投具备六大基本特征：（1）高度参与性；（2）量体裁衣的金融安排；（3）长期资金支持；（4）非资金支持；（5）组织能力建设；（6）绩效评估。越来越多的学者呼吁增加对公益创投的研究（Randjelovic 等，2003；Austin, 2006；Certo 等，2008；Scarlata 等，2010），强调应该关注 VP 投资组合筛选（Jegen,1998；Pepin, 2005），应该综合考虑投资对象的社会价值与财务价值，对其分别设定决策标准（Toyah L.Miller 等，2010）。

本报告认为，所谓“公益创投”是指借鉴商业创业投资的运行机制，对社会目标组织（SPO，包括各类公益组织与社会企业）给予持续金融支持并参与其管理的资本形态，它既追求社会价值最大化也考虑一定的财务回报。与商业创投、慈善投资相比，作为新兴的社会融资工具，公益创投在投资对象、投资目标、参与关系等方面都具有自身鲜明特点（见图 1）：

首先，VP 的投资对象为社会目标组织，主要是社会企业和少部分非营利组织。社会企业属于以商业手段解决社会问题的新兴经济体，兼具社会目的与经济目的。非营利组织分成两类，一类完全依赖捐赠维持组织生存，一类具有一定交易收入以维持生存，后者是 VP 投资对象；慈善投资对象主要是所有非营利组织；商业创投对象则是商业

型创业企业。

投资目标	社会回报最大化	最大化社会回报+非必须财务回报	财务回报最大化
投资对象	非营利组织	社会目标组织	商业企业
投资项目和金额	不确定项目数量, 小额资金, 非持续	项目数量少, 较大额资金, 长期持续的“耐心资本”	项目数量相对较多, 大额资金, 长期持续
参与关系	低参与度	高度参与, 参与运营决策	高度参与
社会网络	相对弱化	社会部门、商业部门、政府等多方关系网络	较强网络
风险	风险最小化	对财务风险承受能力大	对财务风险承受能力小
激励约束	无	激励以社会回报为主, 道德风险与信息不对称少, 监督成本小	激励以财务回报协议为主, 道德风险与信息不对称多, 监督成本大
绩效测量	缺乏严谨透明的测量指标	社会影响力评测+财务回报评估	财务投资收益率
退出时机	项目结束退出	被投资者财务持续且组织稳定时退出	被投资者财务最大化时退出

图1 公益创投、商业创投与慈善投资比较

其次，VP 的投资目的是社会价值优先，兼顾一定财务回报。其本质是采用商业创业投资的方法，实现对社会问题的一揽子解决方案。相比较而言，商业创投只重视经济价值，慈善投资只重视社会价值。所以，公益创投与商业创业投资及传统慈善投资一起，恰好构成“社会价值优先”、“经济价值优先”、“只重视社会价值”这三类目标组织对应的投资方式。

最后，VP 的管理参与度相对较高。牛津大学赛义德商学院斯科尔社会企业研究中心教授罗伯·约翰（2010）认为，公益创投与商业创投一样，在战略和执行层面与其所投资的对象关系紧密，在资金支持

之外同时为社会目标组织提供各项增值服务。公益创投对 SPO 的发展具有高参与度，甚至进入董事会参与经营管理，并且持续很长一段时间。而慈善投资几乎完全不参与所投资对象的运营。

综上所述，VP 结合市场化的方式，在能够保证自身可持续性的前提下，相比传统的慈善投资，具备孵化作用更好、外部监督激励更强、增值服务更到位的优势，能够更好地迎合社会目标组织规模扩张以及组织管理建设的需求。岚山基金创始人肖晗在 2011 年社会创新国际论坛中就强调指出，公益创投就是要解决“那些商业风险投资资金不会眷顾，利润不高但是有社会效应的这些企业融资的空白”。因而，公益创投是对商业创投和慈善投资的有效补充，三者结合，通过适当的资源配置，能够最大化社会福利水平（汪忠等，2010）。

（三）公益创投投资的运行

公益创投运行流程如图 2 所示，依次经过筹资、投资、退出三个阶段。为了投资 SPO，VP 自身首先要筹资。筹资结束后，VP 就会对 SPO 进行筛选和谨慎调查，然后选定 SPO 作为投资对象，投入资金并帮助进行管理服务，VP 依据投入资金享有 SPO 的股权或债权。当 SPO 具有一定的可持续发展能力时，VP 选择退出，其所获得的回报作为下一次进行公益创投的资金来源。存续期结束后 VP 可能进行清算，剩余权益分配给最初投资者。

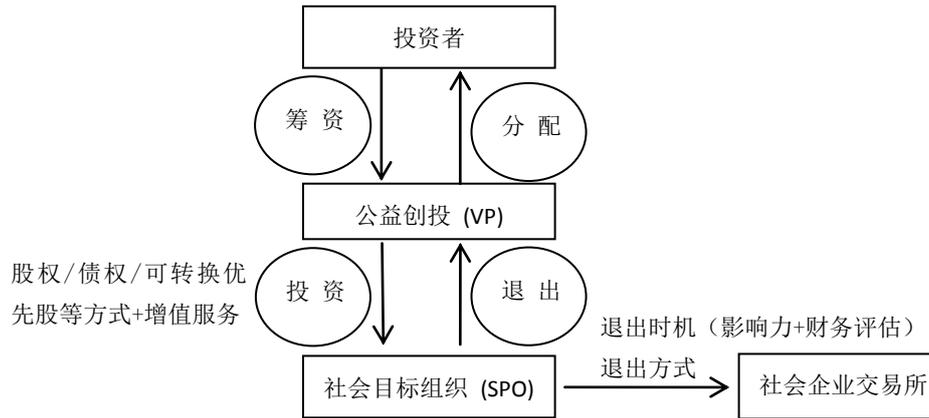


图2 公益创投的运行过程

与商业创投相比，公益创投的运行具有自己的特点，具体如表 1

所示：

表 1 公益创投与商业创投的运行机制比较

		公益创投	商业创投
筹资来源		包括个人、机构投资者、基金会、政府、私募基金等，其中捐赠基金占比高	机构投资者、政府、银行、养老基金等，各个国家比重不同
投资过程	筛选	全面的潜在社会效应分析，要求一定的经济回报。长期的尽职调查，重视管理团队、模式的可复制性、社会效应的深度与广度	全面的潜在财务回报分析。长期的尽职调查，重视管理团队、市场规模、技术的可靠性
	评估	利用 SROI、PPI、BACO 等工具进行社会价值评估	利用成本法、市场比较法、净现值法等工具进行财务价值评估
	投资工具	捐赠、股权、低息债权、夹层融资等，关键在于对社会回报与财务回报的权重配比，以及投资对象的现金流充足程度	股权、债权、优先股、可转债、附认股权债等，关键问题是投资的变现和投资风险防范以及对创业企业的控制
	增值服务	深入投资对象的运营过程，大量运用外部力量，通过战略咨询、社会网络、组织建设等方式协助投资对象达到社会价值最大化	为投资对象的运营提供意见，通过战略咨询、法律帮助、引进其他融资等方式，协助投资对象达到经济价值最大化
退出机制		投资对象现金流可持续与管理稳定是最佳退出时机，退出方式包括：引入新投资者、股权出售、转移给公共部门、IPO 上市（较少）等。	自身利益最大化是退出最佳时机，退出方式包括：出售、并购、IPO 等。
分配机制		投资回报一般用于再投资，以创造更多的社会价值，基本不存在分配问题。	根据委托代理关系，在投资人与基金管理人之间寻求恰当的分配比例。

二、公益创投的发展与运行：来自欧洲的经验

（一）欧洲公益创投的发展特点

1. 周期性波动

截至 2012 年底，经过调查访谈的欧洲公益创投基金数目达到 61 家，投资存续期平均为 4~6 年。欧洲 VP 的成立数目与欧洲整体宏观经济紧密相关。2005 年和 2007 年，VP 当年成立数目达到峰值。伴随 2008 年全球金融危机及欧债危机的拖累，欧洲整体宏观经济不景气，2009 年和 2010 年 VP 成立数目也明显放慢了步伐（见图 3）。

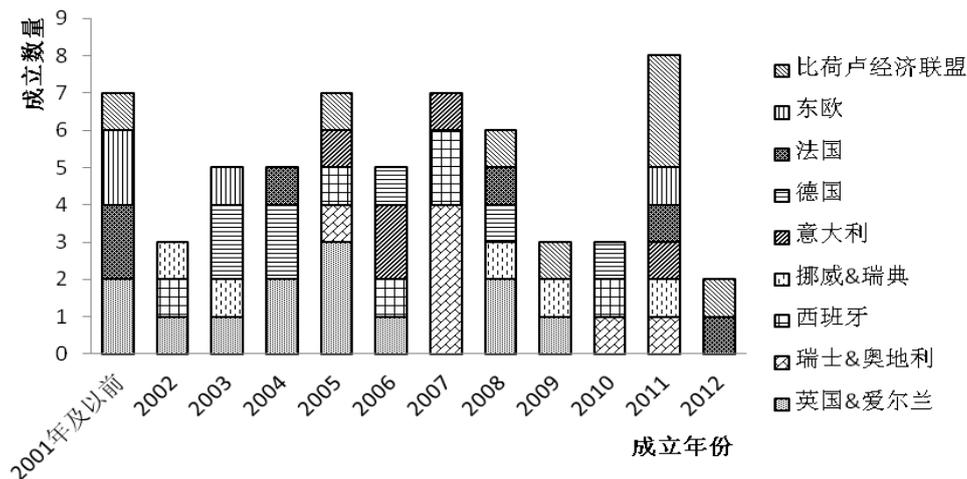


图 3 欧洲公益创投成立时间分布

数据来源：EVPA

2. 区域集中显著

英、德、法是欧洲 VP 的集中区域，占据欧洲 VP 总数的 18%、11% 和 10%。以 Impetus、Venturesome、UnLtd、Sutton Trust、Can-Breakthrough、Ashoka Europe 为代表的 VP 总部都设于英国。一方面，区域集中的现象与投资对象的地理位置具有一定相关性，公益

创投在提供资金资助的同时需要提供参与性的非资金增值服务支持，这使地理位置成为一个重要因素。另一方面，基于公益创投普遍具有资金规模较小的特点，集中的趋势将便于联合投资的便利性，有助于扩大投资的整体影响力。

3. 财务和社会回报并重

不同 VP 对社会回报与财务回报的目标定位不同，在最大化社会回报的前提下，追求财务回报的社会企业逐渐成为欧洲 VP 的重点关注领域，较之 2010 年，对社会回报与财务回报要求并重的创投机构在 2011 年增长了 15 个百分点（见图 4）。据统计，欧洲 VP 的投资对象成立年限短期化趋势明显，成立期限在两年以内及五年以内的分别占 31% 与 71%，该特点使 VP 的财务风险大大增加，因此，对财务回报的要求也成为维持自身可持续发展的必然要求。

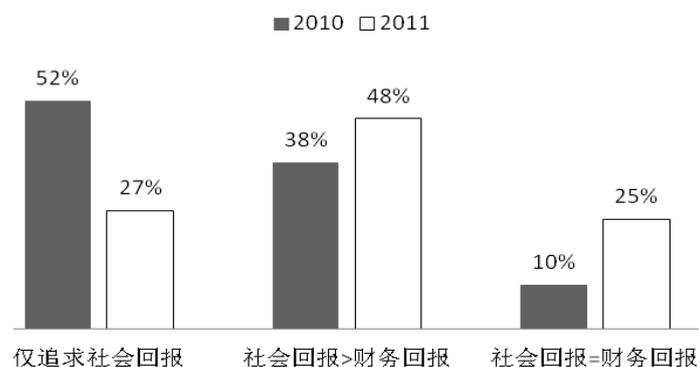


图 4 欧洲公益创投的投资目标

数据来源：EVPA

4. 投资领域不断细分

VP 一般将关注对象锁定于四至五个行业领域内。缩小目标投资

领域，关注细分市场成为发展的主流趋势（见图 5）。专注以地区、目标人群、行业等划分的细分市场，不仅有利于 VP 协调组织资源，为投资对象提供到位的增值服务，并且能够为衡量最终的投资影响力提供便利性。按照国际非盈利组织划分标准（ICNO），教育首先成为欧洲 VP 的最关注领域，其次是社会发展、医疗健康与环境。欧洲拥有以 Bonventure 为代表的重点关注德语国家生态与社会问题的 VP，以 d.o.b 为代表的重点关注非洲低收入人群的公益创投，以 Impetus 为代表的重点关注贫穷的公益创投，以 i4c（Invest for children）为代表的重点关注残疾儿童成长的公益创投等^①。

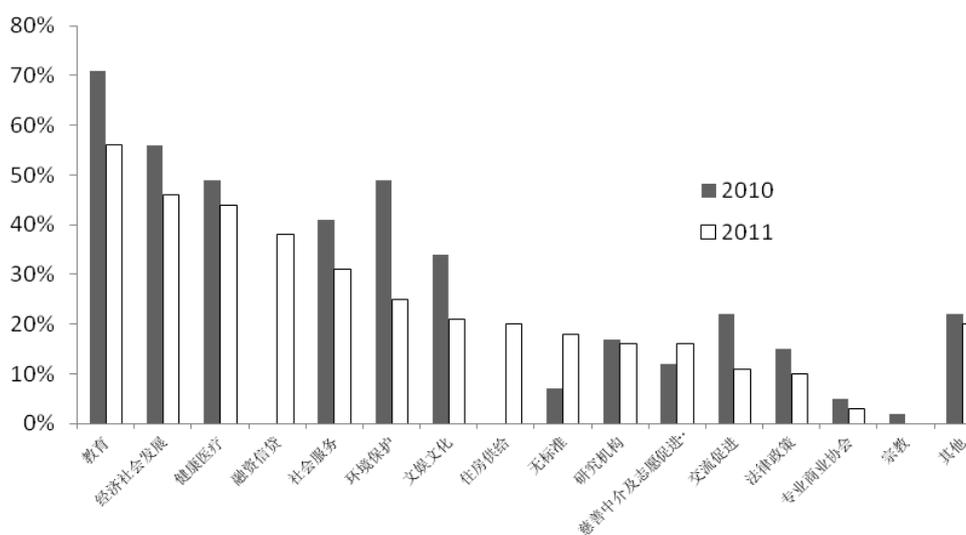


图 5 欧洲公益创投目标投资领域关注度分布

数据来源：EVPA

^① 与欧洲相似，美国拥有以聪明人基金（Acumen Fund）、罗宾汉基金（The Robin Hood Foundation）、红杉工程（Project Redwood）为代表致力于解决贫穷的公益创投，以老年痴呆药物发掘基金（Alzheimer’s Drug Discovery Foundation）、癌症免疫疗法基金（The Cancer Vaccine Acceleration Fund）为代表的致力于解决医疗健康的公益创投，以新学校创业基金（New Schools venture fund）为代表的致力于改变低收入家庭儿童教育问题的公益创投等。

（二）欧洲公益创投的运行经验

1. 筹资来源社会化，管理资金规模小，管理人员专业化

欧洲 VP 的筹资来源十分广泛（见图 6），按照比重分别是：其他（21%）、创投基金（17%）、个人（16%）、政府（15%）、公司（14%）、捐赠基金（11%）、基金会（6%）和机构投资者（1%）。从欧洲内部来看，筹资来源渠道有所差异。越发达的地区，筹资渠道越为广泛，例如英国的公益创投机构，平均运用 11 种方式进行筹资，而 VP 刚起步的比荷卢经济联盟地区，筹资方式仅为 4 种。

特别应该说明的是，政府是 VP 早期发展中主要的推动力。以 **Adventure Capital Fund** 为代表的机构由英国内政部出资方式成立，主要向社区企业提供金融安排和商务指导。英国桥梁社区创业投资成立于 2002 年，是私募股权公司和政府的合资企业，它将 4 000 万英镑作为用于投资低收入社区的金融商业。随着公益创投模式不断成熟，个人投资者以及私募股权等社会化筹资渠道开始扮演越来越重要的角色。**Sutton Trust**（英国）、**Demeter Foundation**（法国）、**Fondazione Oltre**（意大利）、**Invest for Children**（西班牙）、**Noaber Group**（荷兰）等 VP 主要资金来源就是商业企业家与个人投资者（John Rob, 2006）。

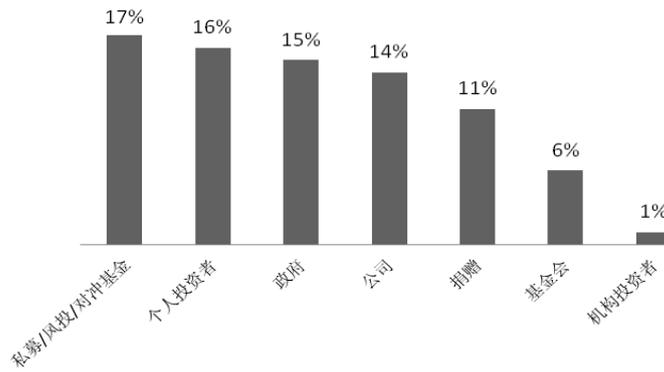


图6 欧洲公益创投资金来源分布

数据来源：EVPA

欧洲大量的 VP 处于生存阶段，管理资金规模普遍不大，年可用资本受到很大约束。据 EVPA 的统计，管理基金低于 250 万欧元的 VP 高达 61%，管理基金高于 1000 万欧元的公益创业投资机构占比仅有 20%（见图 7）。

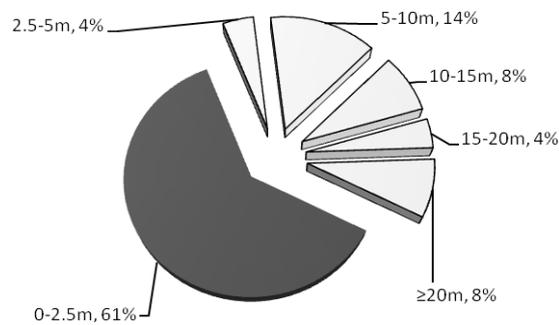


图7 欧洲公益创投 2011 投资金额（单位：百万欧元）

数据来源：EVPA

公益创投追求社会目标的特殊性及其高度参与投资对象运营过程的特点，决定了其需要更为强大的社会网络体，管理人员要更多借助公益与外部力量。在当前的欧洲公益创投基金中，共拥有全职内部员工 753 人，外部员工 192 人，公益贡献者 617 人，以及志愿者 634 人，平均的内部管理人数为 13 人。

2. 项目筛选主动化，投资方式多元化，增值服务权重重大

与商业创投相比，公益创投面临更加复杂的投资过程，具体情况如下：

(1) 项目筛选过程的主动性

进行有效的投资对象选取，是公益创投活动的重点（Mariarosa Scarlata, Luisa Alemany, 2009），而项目筛选作为对 SPO 的首要检测，过程本身也是创造社会价值的一种来源（Porter, Kramer, 1999）。在成熟的投资模式下，利用自身的组织能力与社会网络进行项目筛选成为趋势。在欧洲，89%的公益创投通过现有投资组合网络、案头研究搜索、各类组织会议、商业计划大赛、社交网络等在内的多种方式主动进行对象挖掘^①。据 EVPA 统计，2011 年，每一家 VP 平均对 89 家社会目标组织进行初步筛选，在此基础上对其中的 17 家进行尽职调查，最终确定 5~6 家 SPO 进行投资。

(2) 项目评估内容的综合性

VP 在项目评估上的独特性在于其必须兼顾投资对象的财务可持续性与社会价值增长性，欧美的公益创投不断发掘量身定做的评估工具，如 SROI(social return on investment)、PPI(The progress out of Poverty Index)、BACO(Best available charitable option)、QOL(Quality on life)，等等。近年来发展的 IRIS 工具从某种程度上为综合评估设定了通用的标准，能够用统一的度量标准描述一个组织的社会表现、环境表现以及财务表现，使不同 SPO 之间具备可比性。财务价

^①在美国，以硅谷社会创投基金（Silicon Valley Social Venture Fund）为代表的机构，不接受项目的自发申请，社会创投依靠自身及社会网络进行项目挖掘比重偏大。

值与社会价值的综合性评估一般建立在量化社会价值的基础上，其计算公式大致如下：

$$\begin{aligned} \text{社会目标组织投资回报率} &= \frac{(\text{社会回报金额} + \text{财务回报金额})}{\text{投资成本}} = \frac{(\text{社会深度} \times \text{社会广度} + \text{财务回报})}{(\text{资金支持成本} + \text{非资金支持成本})} \\ &= \frac{(\text{单位受助者收益} \times \text{受助人数量} + \text{财务回报金额})}{(\text{资金支持成本} + \text{非资金支持成本})} \end{aligned}$$

(3) 投资方式多元化

公益创投早期以捐赠作为主要投资方式的格局正在逐渐发生变化。在 2011 年，50% 以上的 VP 在投资过程中使用股权、债权和捐赠这 3 种投资工具（见图 8）。担保、可转换贷款、夹层融资、可转换捐赠等方式也成为 VP 广泛使用的投资工具。一方面，基于对资金可持续性的要求，多元化投资工具的选择将成为发展的主流。这也意味着在兼顾社会价值的同时，VP 将剔除偏离市场价值规律的企业，对社会企业债权投资的利息设定遵照行业平均水平。另一方面，投资工具的选择灵活性具有地域性的差异，在法国，除捐赠之外的各投资方式并不受官方的公开支持（Rob John, 2006），相比之下，英国能够灵活运用债权与股权工具，并主动帮助投资对象进行风险控制。

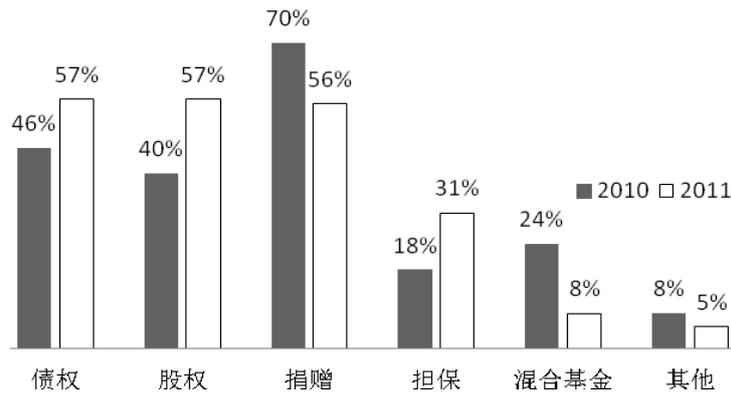


图8 欧洲公益创投的投资工具

数据来源：EVPA

(4) 项目联合投资的趋势性

据统计，82%的欧洲公益创投进行了联合投资。在合作对象选择过程中，传统基金会、其他公益创投、商业创投、私募股权成为联合投资的重点伙伴，占到近70%的比例。除此以外，银行、小额信贷等金融机构也成为联合投资的重要组成部分。一方面，通过共享资源与网络，提高了对有潜力的社会目标企业筛选的效率，相对分散了投资风险；另一方面，联合投资也为VP多样化的增值服务提供了便利性。

(5) 增值服务提供的复合性

除了合理的资金投资，非资金的增值服务在对SPO投资过程中尤其重要（James Marks, Pete Wong, 2010）。据EVPA统计，欧洲VP为投资对象提供的增值服务包括战略咨询、社会网络、帮助融资、公司治理、财务管理、市场营销、运营管理、法律合规、人力资源、IT支持等（见图9）。以英国第一支公益创投基金Impetus为例，在其已成功退出的Speaking up项目中，不仅提供63万美元的资金支持，其增

值服务还表现在：帮助 Speaking Up 获得当地政府的服务提供合同，保证其可持续的收入来源；帮助 Speaking Up 扩充人力资源，构建合适的组织架构；协助进行战略规划，包括管理层专业化，品牌重塑等；通过引入其他投资者为 Speaking Up 提供退出后的持续资金来源；重塑 IT 系统，使 Speaking Up 的组织信息化得以完善。

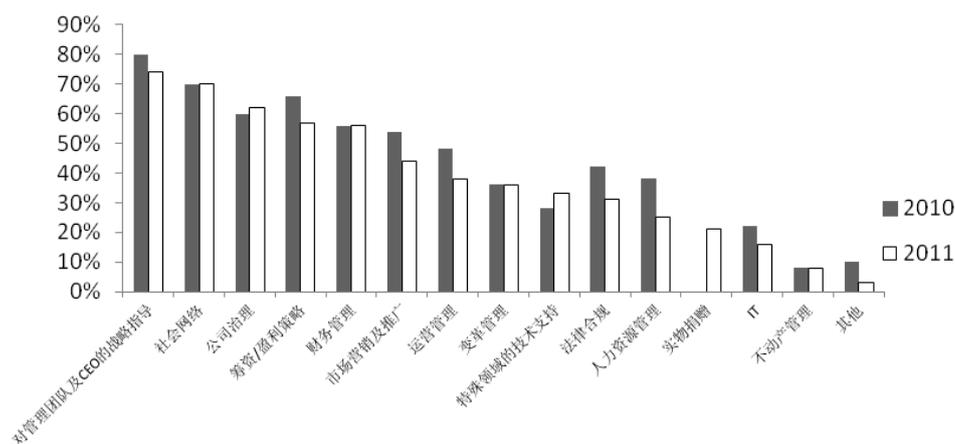


图9 欧洲公益创投增值服务方式

数据来源：EVPA

3. 退出过程弹性化，以投资对象可持续发展为基准

与商业创投不同，VP 退出并非完全追求自身利益最大化。VP 的退出机制分为两类：对于以捐赠方式进行的 VP，投资对象的组织稳定与资金可持续性为 VP 选择退出的主要评判标准，资金的可持续性可以是帮助投资对象创造可观的收入模式，为其寻找潜在的投资者，或是引入公共部门的支持。对于以股权与债权等方式进行的 SPO 投资，VP 采用出售股权、管理层回购、并购、IPO 上市等多种退出策略（见图 10）。在债权到期时，公益创投需要对其高度的管理参与及各类增值服务做出是否退出的决策，在出售股权时，一方面，VP 需要耗费一定成本对股权购买者进行资质考察与选取，以保证其认同该

SPO 的使命，另一方面，股权出售的时机选择应当是在对 SPO 的边际贡献无法增加时，而非追求自身利益最大化。当前，欧洲 VP 还未出现利用 IPO 上市作为退出策略的案例，但英国社会企业交易所的筹备，将使得该工具成为未来退出策略的选择趋势。

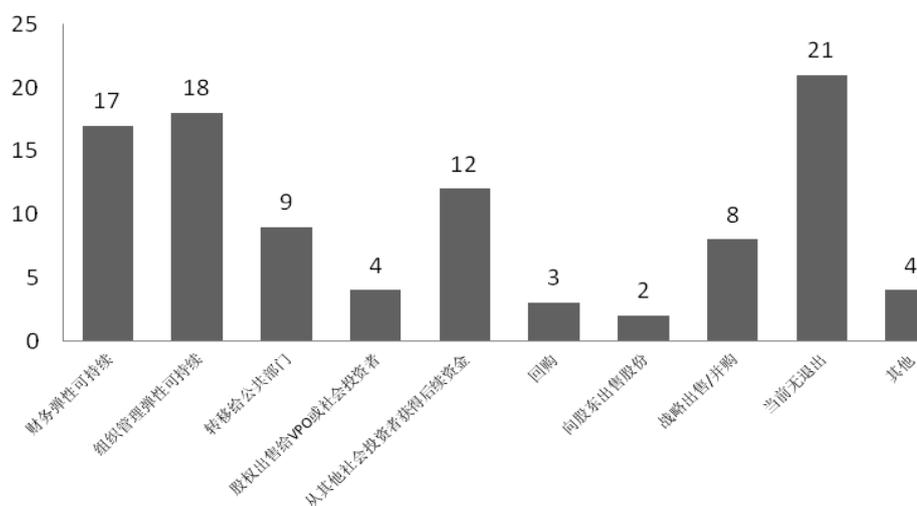


图 10 2010 欧洲公益创投退出方式

数据来源：EVPA

注：从左往右代表退出方式商业化程度加深。

三、启示与借鉴

欧洲实践表明，公益创投机制是一种有效撬动社会目标组织发展的投资工具（Austin et al., 2006; Certo & Miller, 2008）。借鉴欧洲公益创投成熟经验和运行机制是当下我国公益创投事业发展的迫切任务。

（一）政府应出台相关法律和产业政策，支持我国公益创投的大力发展

1. 降低法律注册门槛，支持公益创投的设立

国家对公益组织、社会目标组织成立、运行的相关规定将直接影响公益创投的投资行为与投资方式。VPO 本身也是 SPO 的一种，欧洲 VP 事业的发展得益于欧洲对于 SPO 在注册、发展过程中的宽松备案制。宽松而非严格的限制准入制，大大提升了欧洲社会事业的整体发展。我国应当效仿欧洲，建立和健全法律法规，肯定 VP 的地位、作用，支持多元化 VP 的建立。在 VP 的注册审批上，政府应给予优先待遇，降低注册门槛。当前，制约我国公益创投发展的主要法律法规是《民办非企业单位登记管理暂行条例》，国家对“民办非企业”^①的规定对公益创投的积极性产生了阻碍作用，尤其是出资人不享有任何财产权利、不能分红、缺乏银行贷款资格、不得免税、不准设立分支机构的“五不”政策阻碍了民间资本的社会投资动力，这些限制性条款需要得到逐步改进。

2. 完善公益领域从业人员的酬劳规定，提升 VP 的专业化水平

我国“十二五”规划出台了《关于加强社会工作专业人才队伍建设的意见》，提出完善社会工作专业人才队伍薪酬设计，此类政策的不断完善将有助于吸引越来越多高素质人员加入公益创投队伍，促进 VP 专业化水平提高。

3. 出台税收、利率、股权等产业政策，鼓励已有慈善基金、创投基金转型为公益创投

要综合运用政策优惠、减免税收、专项奖励等手段，鼓励更多的

^①1998 年 10 月，国务院颁布了《民办非企业单位登记管理暂行条例》，将民办非企业单位界定为：企业事业单位、社会团体和其他社会力量以及公民个人利用非国有资产举办的，从事非营利性社会服务活动的社会组织。

创业投资基金、慈善基金会转型为公益创投。具体来说，对于尚未盈利的公益创投基金不应征税，对于已经盈利但是尚未实现财务平衡的公益创投要减免征税。对于已有慈善基金转型，可以给予专项的政府财政补助和国家利率优惠政策。

4. 支持建立公益创投“母基金”，引导社会资金投入公益创投机构

英国政府为促使社会部门参与提供公共服务，注资 1.25 亿英镑建立了英格兰未来建设者基金（Future builders England），致力于社会目标组织的能力建设，为社会企业获得新技术和市场提供投资、种子基金和学习基金。“母基金”的角色不仅可以大力引导社会基金注入创投事业，而且可以避免传统的救济慈善基金所面临的行政无效等缺点。具体来说，可以参照《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》的规定，建立“公益创业投资引导基金”，对我国 VP 发展给予四种支持方式：一是阶段参股，即引导基金对 VP 参股，并按事先约定的条件，在一定期限内退出；二是跟随投资，即引导基金与 VP 共同投资于初创期 SPO；三是风险补助，即对已投资于初创期 SPO 的 VP 予以一定的补助，增强 VP 抵御风险的能力；四是投资保障，即 VP 挑选出潜在投资价值较大，但投资风险也很大的初创期 SPO，由引导基金对这些企业先期予以资助，同时由 VP 向这些 SPO 提供无偿的创业辅导；辅导期结束后 VP 对这些 SPO 进行股权投资，引导基金对该部分 SPO 再给予第二期补助。

5. 探索社会企业交易所建立的可行性，为公益创投退出提供有效通道

英国于 2007 年，德国于 2008 年，南非与葡萄牙于 2009 年，新加坡于 2010 年，分别成立或开始筹备社会企业交易所，形成了基于市场机制进行交换股权的场所，这为公益创投的退出机制提供了强有力的出口（Lisa Hehenberger, Anna Marie Harling, 2013）。随着中国公益创业投资和社会企业的兴起，中国迫切需要成立专门的社会企业交易所，为公益创投的资本运作提供新的出路。

（二）公益创投机构要努力完善自身运行机制

1. 从筹资看，要增强资金来源的社会化与人力资源的专业化

随着经济发展以及公众社会意识的提高，充分利用多元化与社会化的筹资渠道不仅有利于扩大公益创投的基金规模，而且能有效增强公益创投自身的社会影响力。多元化资金来源应成为中国公益创投筹资的未来趋势。此外，在组建公益创投基金过程中，要考虑专业人才团队的建设。当前社会目标组织缺乏专业管理的现实，对中国公益创投的人力资源专业化提出了更为迫切的要求。借鉴欧洲公益创投的人力资源构成，公益创投机构应恰当安排内部与外部工作人员配比，以求更低的成本与更高的专业化。

2. 从基金定位与项目筛选看，要完善对公益创投市场的细分

VP 进行市场细分，一方面，能够使大量资源集中于单一领域，形成优势互补的网络构造，打破彼此竞争局面；另一方面，在投资过程中能够更好的优化资源配置，更高度地参与投资对象管理过程。同

时，公益创投市场的细化将对社会效应的评估产生巨大帮助。由于投资对象的领域不同，SPO 的社会影响力评估具有很大难度，不同领域的社会效应仍难以用统一标准合并。未来只有依靠更专业的 VP 才可能准确评估 SPO 的社会效应。

3. 从投资过程看，要重视与慈善基金、商业创投的联合投资，重视多元化投资工具选择

欧洲最大的私募股权并购基金之一的帕米拉(Permira)与英国社会企业资助组织合作创立了“社区行动网络突破”基金，这是一支帮助社会企业达到一定发展规模的公益创投基金。作为包含 200 家基金会成员的欧洲基金会中心(EFC)专门召开关于公益创投的研讨会，为公益创投与更多的传统投资者(慈善基金)进行合作提供了机会。这些事实说明，在社会事业投资中，公益创投基金与传统慈善基金会、商业创投并非竞争关系，相反，上述机构的联合投资，将形成协同效应。现有慈善基金会在慈善领域具有丰富的社会资源和候选投资社会项目，商业创投近十年业已探索出有效的基金运作模式。通过和上述机构的联合投资，公益创投不仅能够在项目筛选上节约成本和精力，还可以借鉴完善自身的治理机构，并对社会目标组织提供高效的增值服务。中国 VP 也应当改变慈善基金会捐赠为主的投资方式，在法律允许的范围内加强引进债权、股权和可转换优先股方式。上述金融工具选择，不仅可以解决已有投资方式所导致的资金不可持续的问题，另一方面对投资对象也可实现更高效的监督激励。

4. 从增值服务提供看，着重应该帮助完善治理结构

欧洲经验表明，对于社会目标组织的孵化帮助，其价值甚至大于资金提供本身。在中国，很多的社会目标组织成立时间短暂，缺乏一定的社会网络支持，本身也缺乏专业的运作经验，因而迫切需要公益创投机构给予全方位的帮助。在社会目标组织成立初期，最重要的支持是帮助其获得更多资金，帮助其接触更多的融资渠道，达成一定的投资意向。在社会目标组织发展过程中，要逐步帮助其完善企业治理结构，建立有效的激励约束机制。在社会目标组织发展的后期，要帮助其建立可持续经营的能力。

5. 从退出看，要完善退出方式选择和社会效应评估体系

传统基金会由于捐赠性质，所以根本不存在退出方式的考虑。借鉴商业创投退出方式和欧洲公益创投经验，中国公益创投可以采取出售股份、社会目标组织管理层回购等方式实现退出。从退出时机选择看，如何衡量社会目标组织的影响力价值和财务价值，涉及复杂的评估问题。中国公益创投机构需要根据自身发展过程的定位问题，结合SROI、平衡计分卡、关键绩效指标体系在内的各类社会影响力评估方案，设定基金不同发展阶段对目标对象的不同价值评估体系。总体来说，对于目标对象资金的退出不仅要获得一定的财务回报以保证自身资金运作的可持续，更要考虑社会的影响力回报最大化。

参考文献

- [1]Austin J, Stevenson H, Wei - Skillern J., Social and Commercial Entrepreneurship: Same, Different, or Both?, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2006, 30(1): 1-22.
- [2]Certo S T, Miller T., Social Entrepreneurship: Key Issues and Concepts, *Business Horizons*, 2008, 51(4): 267-271.
- [3]James Marks, Pete Wong., Catalyzing Systemic Change: The Role of Venture Philanthropy, *Impetus Trust*, Collier Institute, 2010.
- [4]Letts C W, Ryan W, Grossman A., Virtuous Capital: What Foundations Can Learn from Venture Capitalists, *Harvard Business Review*, 1997, 75: 36-50.
- [5]Lisa Hehenberger, Anna Marie Harling, European Venture Philanthropy and Social Investment 2011-2012, *European Venture Philanthropy Association*, 2013.
- [6]Miller T L, Wesley I I, Curtis L., Assessing Mission and Resources for Social Change: An Organizational Identity Perspective on Social Venture Capitalists' Decision Criteria, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2010, 34(4): 705-733.
- [7]Pepin J., Venture Capitalists and Entrepreneurs Become Venture Philanthropists, *International Journal of Nonprofit and Voluntary Sector Marketing*, 2005, 10(3): 165-173.
- [8]Porter M E, Kramer M R., Philanthropy's New Agenda: Creating Value [J], *Harvard Business Review*, 1999, 77: 121-131.
- [9]Randjelovic J, O'Rourke A R, Orsato R J., The Emergence of Green Venture Capital, *Business Strategy and the Environment*, 2003, 12(4): 240-253.
- [10]Scarlata M, Alemany L., Deal Structuring in Philanthropic Venture Capital Investments: Financing Instrument, Valuation and Covenants, *Journal of Business Ethics*, 2010, 95(2): 121-145.
- [11]Scarlata M, Alemany L., *How do Philanthropic Venture Capitalists Choose their Portfolio Companies*, Available at SSRN 1343563, 2009.
- [12]吕纳: 公益创投的本土实践分析[J].价值工程, 2012年24期, 139-141页。
- [13]罗伯.约翰: 高度参与的慈善: 公益风险投资在欧洲的发展[J].经济社会体制比较, 2010年第4期, 143-152页。
- [14]万军、李筱婧: 公益创投撬动公益事业新时代[J].中国党政干部论坛, 2010年第5期, 43-45页。
- [15]岳金柱: 公益创投: 社会组织培育发展的创新模式[J].社团管理研究, 2010年第4期, 12-15页。
- [16]汪忠、朱昶阳、曾德明等: 从福利经济学视角看公益创投对社会福利的影响[J].财经理论与实践, 2011年第1期, 78-82页。
- [17]辛传海: 公益风险投资: 社会企业融资的有效途径[J].中央财经大学学报, 2012年第12期, 47-52页。
- [18]赵萌: 慈善金融: 欧美公益风险投资的含义、历史与现状[J].经济社会体制比较, 2010年第4期, 117-127页。