

解决社会问题的新路径：社会影响力债券

研发部 陈文沛

摘要：社会影响力债券起源于英国，本文对社会影响力债券的起源、发展、发行流程和要点、优势等方面进行了介绍，并就国内外的实际应用情况进行分析和对比，探讨我国社会影响力债券未来的发展前景。

一、 社会影响力债券的起源和发展

政府在运营时时常面临各式各样的社会性问题，比如照顾孤儿、青年失业、长期健康和入狱率等问题。根据传统方式，为了满足公共服务的目的，政府可以采用政府采购相关货物、工程和服务等方式解决相关问题。然而有时候政府不具有当即出资解决问题的能力，或者担心出钱但不能解决实际问题，这时候就可以引入社会影响力债券。

社会影响力债券虽然名为债券，但和传统意义上的债券有所区分。首先表现在支付方式上，传统的债券有固定的利息，而社会影响力债券与项目结果挂钩，如项目未达到成果，则投入的钱就无法回收；若取得预期成果，则投资人将得到报酬；在预期成果内，结果越好，回报越高。其次表现在发行方式上，传统债券可以是公开发行，也可以是非公开发行，整体流通性较强，而社会影响力债券属于新兴融资工具，投资风险有待确认，投资者也较为有限，目前仍以非公开发行为主。

自 2010 年第一只社会影响力债券——彼得伯勒社会影响力债券在英国发行以后，社会影响力债券开始受到关注并取得进展。目前英国仍然是社会影响力债券应用最多的国家，而美国、加拿大、墨西哥和澳大利亚等国家也相继采用这一办法解决社会问题。除了涉及的国家有所增加外，社会影响力债券应用范围也更为广泛，从已经发行的情况来看，社会影响力债券主要应用于以下社会问题：儿童福利问题、流浪汉问题、再入狱率问题、青少年就业问题和教育问题等。

二、 社会影响力债券的发行

社会影响力债券具有创新性，能够将风险由政府转移至投资者，并且在相应的社会问题解决后才需要政府支付费用。鉴于此特点，社会影响力债券的发行具备一定的特殊条件，并不是所有的社会问题都适用。只有当社会问题的解决结果是明确且可度量的，同时政府希望转移财务风险，在促进市场创新融资的环境下，发行社会影响力债券才能够有效帮助解决问题。

（一）社会影响力债券的发行流程

当确认发行社会影响力债券时，将牵涉到几个关键的参与方：政府、中介机构、服务提供者、私人投资者、评估机构等。社会影响力债券的发行分为如下几个步骤：

- 首先，政府和中介机构签订合同，以发起社会影响力债券；
- 寻求能够解决问题的服务提供者，这些服务者具有一定的能力，能够通过本地区的既有实用项目或其他地方可复制的经验等来解决问题；
- 然后私人投资者介入，为解决问题提供资金；项目成立后由项目经理负责将资金用于解决问题，并对日常运营进行管理。私人投资者通常为非盈利机构和慈善基金会，在英国有 Social Finance, Life Chances Funds, The Rough Sleeping SIB Fund 等；
- 获得资金后，由服务提供者开始提供服务，项目开始运营；
- 项目完成后，独立的评估机构介入，根据双方公认的标准评估项目实施是否有效；
- 如果认定有效，政府则根据事先约定的情形，付钱给投资者。一般而言，支付的金额将根据项目效果分为几个不同的档次，效果越好，投资者的收益率将越高。

（二）社会影响力债券的发行要点

在社会影响力债券发行过程中，除上述基本的流程，还有很多重要的考量点。在一个社会影响力债券开始发行之前，首先要进行可行性研究，一般可以分为预可行检验和可行性研究两个步骤，考虑方案的优势和劣势、机遇和挑战、项目成功所需的资源等因素对社会影响力债券进行分析，研究其成功的可能性；在发行过程中，要注意和投资者沟通、投资者对服务提供者绩效考核和对服务提供者适时进行干预；在项目结束时，要注意对比实验组和对照组，准确衡量项目结果。

1. 可行性研究

（1）预可行检验

预可行检验主要的考虑要点包括：

- **确定对应群体**

在进行预可行检验时，需要仔细确认参与该项目的群体或特征人群，并确立比较数据的来源，包括对照组或者基准线。社会影响力债券的服务提供者不能有

选择地挑选参与项目的群体或特征人群，支付方式应当将群体或特征人群的构成因素考虑在内。

● 为项目确定可衡量的预期结果

在社会影响力债券中，预期结果指项目的目标，这一结果是根据特定时间针对特定人群所设定的，同时能够反映项目方案是否有效的，最好是具体的指标，以便项目结果得到准确的进行衡量，例如就业数据、薪酬待遇数据等。

在预可行检验时，应确定社会影响力债券预期结果，同时还应确定期限。较短的期限使得投资者能够更快的获得收益，而较长的期限则更有利于测量是否达到预期结果，社会影响力债券的期限必须在这两者之间进行平衡。

● 确定项目的支付结构和现金流

除了确定对应群体和可衡量的预期结果，在预可行检验时，还应当根据现有储蓄、预期成本和项目结果，来评估社会影响力债券的支付结构。

社会影响力债券发行人应当对项目的现金流进行计算，以确定项目所需的流动资金，并使得政府机构受益。

(2) 可行性研究

在预可行条件到位的情况下，就可以开始进行第二步骤，即更为深入、全面的可行性研究，以确定社会影响力债券的发行是否具有可行性和必要性。这一步骤主要的考虑要点包括：

- 评估在投资资金到位的情况下，是否具有干预措施以实现预期结果；
- 分析公共部门成本并确定早期干预措施可能节约的成本；
- 确认社会投资者和供应商，许多潜在的优质供应商由于风险原因不愿意或无法签订合同；
- 评估风险转移至投资者的情况，衡量投资者的收益和期望的回报率。

2. 和社会投资者的沟通

社会影响力债券的发行人和中介机构在发行过程中，应当注意投资者服务，和投资者及时沟通，包括预期的项目效果是否符合投资者的目标、项目是否符合指定的投资标准、在合同期间是否还需要额外的投资、是否有证据表明这个方案可以生效等内容。

同时还应对投资者加强信息披露，包括披露服务提供者的服务记录、服务提供者的信用水平、整个项目的风险水平、在项目交付时的控制程序等。

3. 社会投资者对服务提供者的绩效考核

由于社会投资者和中介结构承担了较大的风险，因此他们在项目交付上需要一定的掌控力，具体可实现的措施包括：

- 购买服务提供者的股份/位列服务提供者的董事会；
- 在投资协议中附加一系列的附加条件，包括在表现低于预期的时候对项目进行控制或停止项目；
- 加入中介机构对服务提供者进行全流程绩效考核程序。

4. 对未达到预期的服务提供者进行干预

在服务提供者提供的服务未达到预期效果时，相关负责人员应及时采取手段进行干预，常见的几种干预手段包括：

- 为服务提供者提供培训和支持，以帮助其发展技能和系统；
- 再引入一个服务提供者，并将工作重新分配；
- 在结果不及预期时更换服务提供者。

5. 对比实验组和对照组

在社会影响力债券中，由于最后的支付取决于项目的有效性，所以项目最终的重点就是对项目效果进行测量。一般来说，项目会选择一部分对象作为实验组，测量实验组和对照组的区别，就可以比较数据差异。如果测量结果显示，实验组和对照组的差异达到了最初的目标，政府就会进行最终支付。

三、 社会影响力债券的优势

和政府直接花钱雇佣服务提供方相比，发行社会影响力债券参与方较多，解决问题的过程较为复杂，同时社会影响力债券还需要额外支付中介机构、独立评估者等参与方的费用，增加了额外成本，但是社会影响力债券无论是对各个参与方，还是对整个社会来说，都有其独特的优势。

（一）社会影响力债券对各参与方的益处

- 对问题社区：解决社区问题是发行社会影响力债券的主要目标。当社会影响力债券所投资的项目成功时，将帮助社区解决重要问题，改善社区环境，并且大幅度提升社区居民的生活质量。同时，社区可以将相关经验应用于解决类似问题；

- 对政府：在项目未能达到预期效果时，政府不需要支付相关费用；而在

项目达到预期效果时，政府的相关政策得到落实，尽管最后政府还是要承担费用，但缓解了最初的资本压力；

- 对投资者：越来越多的投资者不仅仅是为了获得经济回报而是为了惠及社会，而社会影响力债券能够使得投资者在项目成功获得部分经济收益的同时对社会有所贡献。

- 对服务提供者：社会影响力债券对服务提供者的限制较少，最后的付款是基于项目或服务所达到的效果，而不是相关过程。例如，彼得伯勒监狱社会影响力债券的付款是基于该项目是否有效降低犯人的再入狱率，而非项目的成本或项目的工作人数。因此，为了达到预期的目标，解决方案可以是多种多样、有创新空间的，对于服务提供者来说自由性和灵活度较大。

（二）社会影响力债券对社会的益处

社会影响力债券的发行条件较为苛刻，但在别无选择的时候选择社会影响力债券，能够提高项目的质量和效果。如果项目成功，还能推广到其他地方解决类似问题，成为可以复制的模型，快速的推广解决相关问题的经验。

此外，社会影响力债券的重点不在于单个项目的经费节约，而在于其对整个社会更广泛的影响，例如再入狱率降低时，监狱的运行费用将有所减少，前罪犯获得稳定工作能够增加社会税收，同时潜在的受害者也避免了受到伤害。

四、 社会影响力债券在国际上实际应用

英国是社会影响力债券的起源地，也是目前社会影响力债券数量最多、应用领域最广的国家，根据英国政府官方网站显示，英国现在有超过 30 个社会影响力债券，分别致力于解决青年失业、精神健康和流浪汉等问题，并使得数以万计的人受益。

- 英国彼得伯勒社会影响力债券

在英国，大约 60% 因短期刑期（少于 12 个月）进入监狱的成年人，将在释放一年内重新犯罪。为了缓解这一恶性现象，对罪犯开展早期的预防性干扰和出狱后的长期支持是十分必要的。2010 年 9 月，非营利机构“社会金融”（Social Finance）针对此问题设计了彼得伯勒社会影响力债券，希望为应对这个社会问题提供一种新的解决方案，这也是第一只社会影响力债券。

彼得伯勒社会影响力债券旨在通过在社区提供全流程支持来解决这个问题，包括提供提高参与者就业能力、确保适当和永久的住房、育儿援助等服务，防止再犯罪。据估计，在英国监禁的人均费用约为 80000 英镑/年。因此降低再犯罪率能够很好地节省开支。

在彼得伯勒社会影响力债券中，共有三千名参与者将参与这项计划，分为三个同等小组。该项目共有分为三个小组，每个小组 1000 名囚犯。三个小组依次开始进行试验，前一组完成了试验，后一组再开始进行试验。

彼得伯勒社会影响力债券预设了两个目标，一是每一组罪犯在 12 个月内的再次犯罪率降低 10% 以上；二是如果有任意一批未达到 10%，那么最终整体再次犯罪率降低 7.5% 以上。只有实现至少其中一个目标，投资人才能够收回投资并获取投资收益，收益率在 2.5% 到 13% 之间，这一收益率与再次犯罪率降低的幅度挂钩。如果项目最终实现了预定目标，英国司法部与英国大乐透基金将共同为服务买单，投资人也可获取投资收益。2014 年 8 月，英国司法部发布了彼得伯勒社会影响力债券的一期最终结果，首批参与试点再犯罪率下降了 8.4%，虽然未达到第一个目标，但有较大可能性实现第二个目标。

五、 社会影响力债券在国内的实际应用

我国于 2016 年 12 月发行了首单社会效应债券，山东省沂南县扶贫社会效应债券。该单债券募集资金 5 亿元，主要投向沂南县扶贫特色产业项目、扶贫就业点、扶贫光伏电站、扶贫公共服务和基础设施配套等“六个一”扶贫工程。

在参与主体上，沂南县城建设发展有限公司作为债券发行方和项目管理方，青岛银行和中国农业银行为主承销商，沂南县“六个一”扶贫工程具体实施部门作为服务提供方，中国农业发展银行、青岛银行、齐鲁银行、临商银行、青岛农商行等 5 家机构作为定向投资人，中国扶贫协会作为债券募集资金扶贫效果评估方。沂南县政府依法与债券发行方签订“六个一”扶贫工程政府购买服务协议，在存续期内定期向债券发行方采购扶贫服务。在收益结构上，采用“本金保证、收益浮动”的方式，根据募集资金扶贫效果第三方评估结果实行阶梯定价，浮动区间在 3.25% 到 3.95% 之间。

六、 国内外社会影响力债券对比

国内的首单社会效应债券是参照国外的社会影响力债券发行的，募集资金投向同样是社会问题，同样采取非公开发行，整体交易结构也基本类似。但在参与主体和收益结构等细节方面，本单债券均根据具体情况有所“中国化”。

在投资者方面，国外通常由非盈利机构和慈善基金会担任投资者，而国内的这笔债券由政策性银行和商业银行作为投资者；在服务提供者方面，国外通常由民间组织或企业担任服务提供者的角色，而山东临沂案例由沂南县“六个一”扶贫工程具体实施部门这一政府部门作为服务提供者；整体来看，国内首单的社会效应债券中，来自政府的参与方较多。

在收益结构方面，国外的社会影响力债券对本金不作保证，而国内采用“本金保证、收益浮动”的方式，投资者的风险相对减少。

七、 国内社会影响力债券发展展望

在国内，社会影响力债券刚刚起步，作为金融创新产品，社会影响力债券尚未能应用到除扶贫以外的更多领域。同时，在目前的阶段，国内社会影响力债券的发展也面临着各种各样的问题。

（一）缺乏经验

国内目前为止只有山东临沂这一单社会影响力债券成功发行，市场各方对这个项目的成效仍处于观望状态。而在国外，社会影响力债券已经有 7 年的历史，并已应用在多个领域。从英国政府的官方网站来看，政府对社会影响力债券进行了详细的介绍，并给出了联系方式，想要发行社会影响力债券的相关方可以通过邮件的方式获得帮助；同时列出了英国政府的结果导向型基金名单，为社会影响力债券寻找投资者和成功发行提供了便捷。

社会影响力债券的发行结构相对复杂，参与方众多，目前国内缺乏具有丰富经验的人才和案例，起步难度较大，需要循序渐进，加强对国外相关案例的分析和学习。

（二）验证周期长、难度大

社会影响力债券解决的都是较为复杂的社会问题，相对周期较长，社会影响力债券的发行期限也较长。这也就意味着，从现在开始发行社会影响力债券，要等到数年后才能确定其有效性，不利于经验的快速积累。验证周期长将降低社会影响力债券参与者的参与兴趣，特别是对投资者而言。在社会影响力债券中，投资者的收益是不被保障的，长周期带来的不确定性也较大。

同时，社会影响力债券的成果检验较为复杂。由于社会影响力债券与项目的成果挂钩，因此设定有效的检验方式十分关键。检验方式需要能够反映项目方案是否有效的，同时最好是定量指标，以便项目的成功程度能够得到准确的衡量。

（三）缺乏服务提供者

社会影响力债券的服务提供者是项目成功的关键参与方。目前国内相关服务提供者较为缺乏，发行人和中介机构难以找到合适的服务提供者解决相关问题，这给社会影响力债券的发行带来较大的不便。

社会影响力债券作为解决社会问题的新方式，在多个领域已经有了一定的实践经验，而国内在发行社会影响力债券方面还面临很多困难，目前仍在学习过程

中。随着经验的积累和相关人才、参与方的成长，未来社会影响力债券在国内将能够得到良好的应用，在公共服务的发展中发挥关键作用。