



VOICE OF AMAC

(2022 年第 8 期，总第 175 期)

中国证券投资基金业协会

2022 年 12 月 22 日

境外慈善资金投资经验及相关启示

——美国篇

【编者按】境外研究经验表明，慈善资金是资本市场重要的长期资金来源之一。在美国，捐赠和慈善基金是风险资本的第三大来源，仅次于养老基金和金融保险。一方面，慈善资金可以通过专业化投资转化为实体经济和科技创新所需要的长期资本。另一方面，资本市场的健康发展也可助力慈善财产实现保值增值。其中，慈善税制发挥了重要的引导和激励作用。目前我国慈善事业发展尚处于起步阶段，尤其在促进慈善资金长期投资方面的相关制度尚不完善。本文对美国慈善资金的投资运营情况、美国慈善资金税制进行了深入研究，以期为我国慈善事业的进一步发展提供启示。

一、美国慈善资金的总体情况

（一）慈善机构的定义和类型

慈善机构是税收优惠型的非营利机构。美国《国内税收法》（Internal Revenue Code）将非营利机构分为两类：税收优惠型和非税收优惠型。《国内税收法》第 501 条（C）（3）款将从事宗教、教育、慈善、科学、文学等活动的非营利机构，统称为慈善机构（Charitable Organization）¹。

根据资金来源，慈善机构可进一步分为两类：公共慈善基金（Public Charity）和私人基金会（Private Foundation）²。

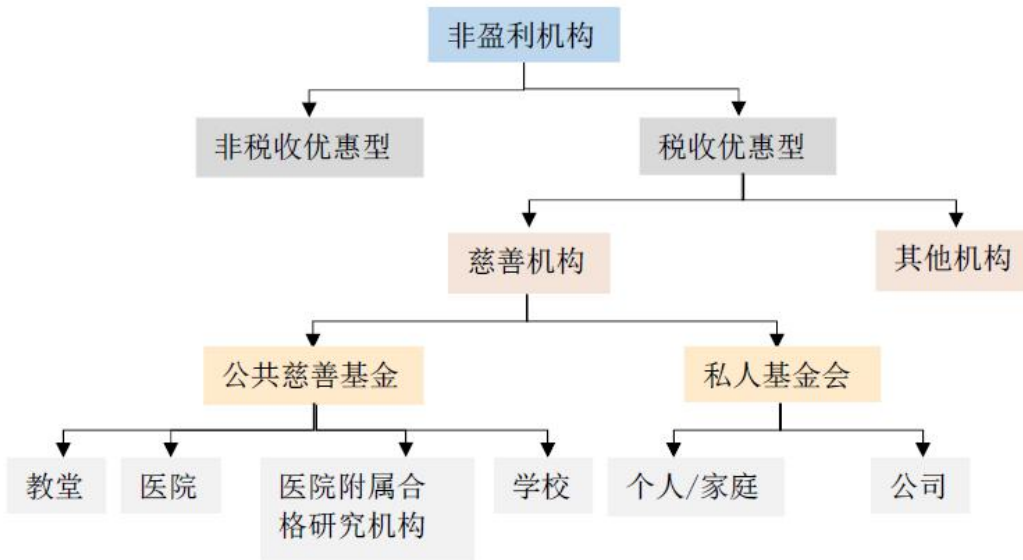


图 1 美国慈善机构分类

资料来源：汇添富基金

1. 公共慈善基金具备的特征

（1）**资金募集：**公共慈善基金通常有积极的筹款计划，捐款来源丰富，包括民众、政府基金、公司、私人基金会，或者其他公共慈善基金等。公共慈善基金使用筹集资金建立

¹ <https://www.irs.gov/charities-non-profits/charitable-organizations/exemption-requirements-501c3-organizations>。

² <https://www.irs.gov/charities-non-profits/charitable-organizations/life-cycle-of-a-public-charity-private-foundation>。

的投资基金，称为捐赠基金（endowment fund），例如耶鲁大学捐赠基金（The Yale Endowment）。社区基金会也属于这个范畴，例如规模较大的硅谷社区基金会（Silicon Valley Community Foundation）。

（2）从事业务：公共慈善基金主要从事有税收优惠的公益慈善项目，或者积极地支持一个或多个公共慈善基金的运营，对象通常是教堂、医院、医院附属的合格医疗研究机构、学校等机构。

2.私人基金会具备的特征

（1）资金募集：私人基金会通常有单一主要的资金来源，例如一个家庭或者一家公司。

（2）从事业务：私人基金会资金的主要用途多是给公共慈善机构或者个人捐款，少部分用于公益慈善项目，例如比尔及梅琳达·盖茨基金会（Bill & Melinda Gates Foundation）、福特基金会（Ford Foundation）等。

（二）慈善资金的现状

慈善机构最早出现在欧美等发达国家，其中美国的慈善机构在组织制度、数量规模、社会影响等方面表现最为突出。美国早期的慈善组织可以追溯到 17 世纪初期的“慈善活动（Charity）”，这一时期以基督教教义为文化基础的善行义举普遍存在。经过演化和发展，19 世纪末 20 世纪初形成了现代的慈善机构。

1.以慈善机构为代表的非营利机构已经成为美国社会的重要部门

经过上百年的发展，以慈善机构为代表的非营利机构已

成为美国社会的重要部门，截至 2020 年，美国非营利机构注册数量增加到 180 万个（图 2）。从机构类型看，73%为公共慈善基金，7%为私人基金会；以经营领域划分，数量占比从高到低依次是宗教相关组织（20%）、社会服务（18%）、教育类（14%）、文化类（9%）和医疗健康类（8%）；从收入角度看，2020 年，美国慈善机构收入达到当年 GDP 的 5.9%（2019 年占比为 5.5%）³。

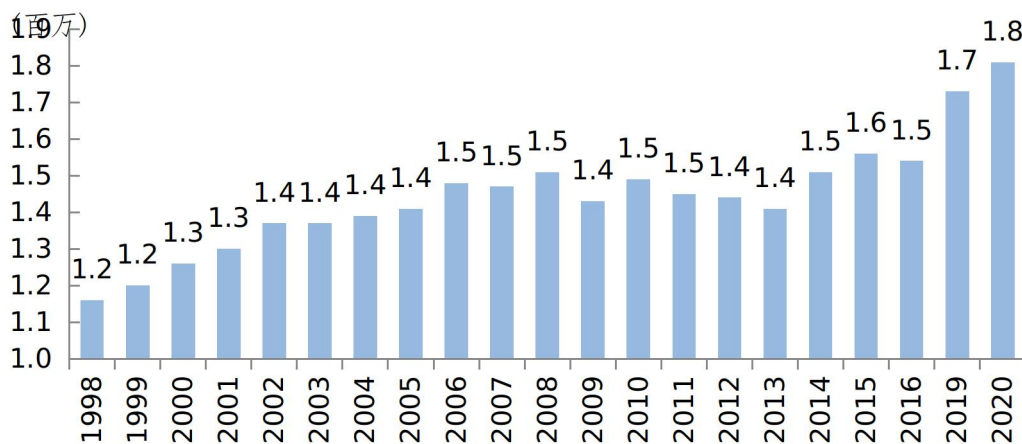


图 2 美国非营利机构数量

数据来源：The Nonprofit Sector in Brief, Health of the US Nonprofit Sector

美国的慈善机构在提供社会服务、缓解社会矛盾、推动社会创新和进步、增进国际间的合作与交流等方面有着积极贡献。2020 年，美国慈善基金接收了来自个人和社会各界的捐赠达到 4714.4 亿美元⁴（图 3），相比 2019 年增长了 5.1%，其中来自个人的捐赠约 3241 亿美元，占全部捐赠资金的比例近 70%，来自组织（foundations）的捐赠约为 885.5 亿美元，占全部捐赠资金比例约 19%，其余部分来自遗产赠与和企业（图 4）。

³ Health of the U.S. Nonprofit Sector, 2020。

⁴https://cdn.ymaws.com/www.givinginstitute.org/resource/resmgr/gusa/2021_resources/gusa_2021_press_release_fina.pdf。

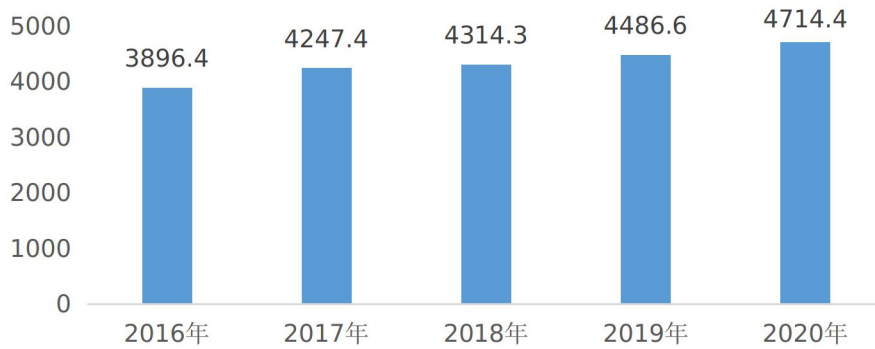


图3 美国年度捐赠总额（单位：亿美元）

数据来源：Giving USA 2021：2020 年度美国慈善捐赠报告

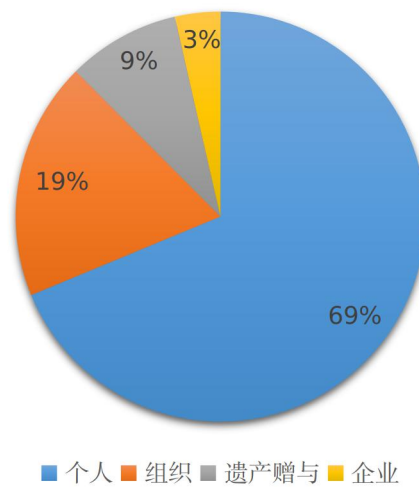


图4 美国慈善捐赠四大来源占比

数据来源：Giving USA 2021：2020 年度美国慈善捐赠报告

从捐赠者的特点来看，近年来，美国的慈善捐赠呈现出捐赠者数量减少、单笔捐赠金额逐渐增加的趋势（Fewer donors, larger gifts）。2019年，美国慈善机构收到的平均单笔捐赠金额为617美元，2020年上升为737美元，捐赠者平均年龄为64岁，27%的捐赠者更倾向于捐赠非现金资产。2020年新冠疫情并未降低美国社会的捐赠热情，疫情之后线上捐赠显著增加近21%，根据Fidelity Charitable的调查，54%的捐赠者称疫情并不会影响他们的捐赠金额，25%的捐赠者称他们会增加捐赠金额。

从捐赠收入来看，宗教和教育行业的公共慈善基金获得了较多的捐赠。2020年，宗教领域获得捐赠收入明显高于其他行业，占公共慈善基金总捐赠收入的28%；其次是教育领域，捐赠收入占比近15%（表1）。除了一些资产存量规模较大的机构是以投资收入作为其主要资金来源，捐赠收入目前是公共慈善基金的主要资金来源。

表1 2020年美国公共慈善基金获得捐赠收入的行业分布

行业类型	金额（十亿美元）	较2019年变化	占比
宗教	131.08	1%	28%
教育	71.34	9%	15%
社会服务	65.14	10%	14%
基金会	58.17	2%	12%
公共社会福利	48	16%	10%
健康	42.12	-3%	9%
国际事务	25.89	9%	5%
艺术、文化和人文	19.47	-8%	4%
环境/动物保护	16.14	12%	3%
个人	16.22	13%	3%

数据来源：Giving USA 2021：2020年度美国慈善捐赠报告

二、慈善资金对外投资相关情况

（一）慈善资金对外投资的相关法律法规及政策规定

美国在联邦层面尚无统一的慈善法，主要通过税收政策对慈善机构对外投资运营进行管理和调控，主要法律依据为《美国税收法典》（Internal Revenue Code, or IRC）。《美国税收法典》不仅为慈善机构制定了严格的准入标准，还设定了多项运营要求，在最低慈善支出比例、资金使用范围、商业持有比例和投资交易对象等方面均对慈善资金设立了严格的限制和规定。同时，2006年美国颁布《机构基金统一审慎管理法》（Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act），确立了美国慈善资金对外投资的标准，使慈善资金在

制定捐赠支出决策时具有一定灵活性，并为审慎的支出标准提供了政策指导。

1. 资金运用限制

根据美国国家税务局（Internal Revenue Service, IRS）的规定，符合免税资格的慈善基金，其资金运用目的可包括：减少贫困、维护少数群体利益、宗教发展、推广教育和科学、公共设施维护、减轻政府负担、减少邻里矛盾、减少歧视等⁵。只有符合以上资金运用目的的慈善基金才能符合美国国家税务局的免税要求，若基金的投资范围超出了以上投资目标，须及时通报美国国家税务局。同时须注意，所有 501 (C)

(3) 资质的慈善机构都不能过度参与政治游说活动⁶。具体而言，美国国家税务局允许公共慈善基金（public charities）从事少量政治活动（some lobbying）⁷，使用资金上限不得超过 100 万美元，而对于私人基金会参加政治游说活动的限制则更严格⁸。一旦慈善机构被美国国家税务局裁定过度参与政治活动，那么其将不再被认定为 501 (C) (3) 机构，同时会失去免税资格。

2. 资金支出限制

慈善机构的公益慈善支出比率是影响其投资决策的重要因素，牵涉到基金的投资期限、流动性管理、风险容忍度，最终会影响基金的投资表现。较低的公益慈善支出比例可以使基金会有更长的投资期限，从而通过长期投资获得非流动

⁵ <https://www.irs.gov/charities-non-profits/charitable-purposes>。

⁶ <https://www.irs.gov/charities-non-profits/lobbying>。

⁷ <https://www.missioncounselkc.com/irs-compliance-nonprofits-critical-complex>。

⁸ <https://www.irs.gov/charities-non-profits/private-foundations/measuring-lobbying-by-private-foundations-substantial-part-test>。

性溢价，提高风险容忍度；而较高比例的支出则对流动性的要求更高。根据《美国税收法典》第 4942 章节的规定，美国私人非运营型慈善机构（private nonoperating foundations）每年的公益支出至少为净资产的 5%⁹。在计划制定后，只有当公共慈善基金出现财务危机或者有极端需求，且在机构董事会授权的情况下，才可以提高收缴比例。若慈善基金发放金额不足，美国国家税务局将对不足额征收 30% 的特许权税。

捐赠基金公益支出比例上限的规定：《机构基金统一审慎管理法》（Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act）规定，若慈善机构在任意一年公益支出比例超过该基金市场价值的 7%，则可被推定为其支出政策审慎性不足（imprudence）。

私人基金会公益支出比例下限的规定：美国国家税务局对私人基金会的公益支出比例有严格监管规定，要求基金每年公益支出不得低于基金净投资资产的 5%，以避免私人基金会成为避税等其他目的的工具。而对于公共慈善基金，美国国家税务局对其支出没有严格规定，不过大部分的公共慈善基金都有内部的支出政策。

部分捐赠基金采取每年公益支出占资产平均规模 4% 的政策。通常以 3 年为窗口期进行平均，从而达到平滑支出的目的。部分捐赠基金会设置更加复杂的参数，例如耶鲁捐赠基金每年的支出就是按照上年经过通胀调整的支出和当年资产分别乘以 70% 和 30% 的权重，加权平均后再乘以 5% 作

⁹ <https://www.irs.gov/charities-non-profits/administrative-expenses-treated-as-qualifying-distributions-for-the-purposes-of-irc-4942-taxes-on-failure-to-distribute-income>。

为支出预算的基准。

美国国家税务局对慈善基金善款的发放对象有非常严格的要求。基金会可以将支出分配用于捐赠其他的慈善机构，但接受捐赠的机构需要符合一定的条件，必须是在美国国家税务局备案的公共慈善机构、私人运营型基金基金会，以及少量外国非营利组织，否则将征收税款。例如：对私人基金会而言，符合资格的分配对象包括以特定宗教、慈善、科学、教育或其他豁免目的而成立的组织。根据《美国税收法典》第 4945 章节的规定，如果出现向非合格慈善机构捐款的情况，或有政治游说的意图，美国国家税务局将对该捐赠额征收 20% 的特许权税¹⁰。若慈善基金的管理者知情且在无正当理由的情况下批准了不合规的基金支出（**knowingly and willfully**），则基金的管理者需承担 5% 的税款，最高 10,000 美元封顶。

3. 投资交易限制

(1) 过度商业持有规则 (Excess Business Holding Rule)

根据《美国税收法典》第 4943 章节的规定¹¹，如果基金会或关联方（**related party**）持有超过 20% 以上某私人企业的股权，即触碰了“过度商业持有”的底线。对此，美国国家税务局将对超过部分征收 10% 的特许权税。

(2) 危险性投资规则 (Jeopardy Investment Rule)

为了保护基金会的资产，美国国家税务局要求基金会进行“谨慎投资”，严格限制基金会进行危险性投资，例如对

¹⁰ <https://www.irs.gov/charities-non-profits/private-foundations/taxes-on-taxable-expenditures-private-foundations>。

¹¹ <https://www.irs.gov/charities-non-profits/irc-sec-4943-taxes-on-excess-business-holdings>。

期权、期货，或高风险的创业型企业的投机性投资。美国国家税务局将对被认定是“危险性投资”的投资额征收 10% 的特许权税。

(3) 自我交易规则 (Self-dealing Rule)

基金会与某些主体间的往来受到美国国家税务局的密切监控。这些主体包括：基金会主要捐赠人；基金会管理人；拥有超过 20% 的公司投票权、20% 的合伙企业或信托收益权的个人及其家人，以及家人拥有的超过 35% 投票权的企业、超过 35% 受益权的合伙企业或信托。与这些主体间的以下交易属于被美国国家税务局禁止的“自我交易”，包括：出售或租赁、支付过高薪资、借贷、提供劳务或物品等。一旦出现“自我交易”行为，美国国家税务局将按照交易额的 10% 收取特许权税¹²。

(4) 投资决策审慎原则 (Prudent Investor Rule)

《机构基金统一审慎管理法》沿用《统一审慎投资者法》(Uniform Prudent Investor Act) 的规定，取消了对投资类别的限制，慈善机构对外投资时应综合考虑风险和回报目标，采用合适的投资策略，做投资决策应遵循审慎原则。

(二) 慈善资金对外投资运营情况

1. 投资理念

(1) 追求长期投资收益并强调审慎性

根据 2006 年美国统一州法委员会¹³修订的《机构基金统

¹² <https://www.irs.gov/charities-non-profits/private-foundations/acts-of-self-dealing-by-private-foundation>。

¹³ 美国统一州法全国委员会 (The National Conference of Commissioners on Uniform State Laws): 起源于美国 19 世纪末的法律统一运动，该委员会设立的目的在于向各州推荐其拟制的示范法律文本。

一审慎管理法》相关规定，慈善机构投资运营的审慎性：一方面体现在合理制定公益支出比例，另一方面是投资决策的审慎性。该法案强调慈善机构在投资管理时要保持基金长期购买力，统筹集合管理子基金，采用现代投资组合理念进行资产配置分散风险，决策时需充分考虑经济环境、通胀、慈善支出与基金保值等各方面因素。建立明确的目标是基金投资运营的良好开端，也影响着基金的投资范式。慈善机构投资的主要目标是通过沉淀资金的投资运营，保持基金的实际购买力，为慈善、公益项目的运作提供长期稳定的资金支持。为了保持实际购买力，基金需要实现至少跑赢通胀的投资回报；为了提供长期资金支持，基金需要具备较长的投资期限。

投资运营方面，慈善机构一方面需要考虑公益支出安排，另一方面要结合经济形势和市场环境审慎确定投资目标。具体来看，投资运营主体需要制定两方面投资目标：1) 确定组合投资的必要回报率或期望回报；2) 设置适当的风险水平，如波动率、在险价值（VaR）或者回撤等。

统计显示（图 5），81%的捐赠基金和私人基金会的期望回报在 5-8%之间，其中期望回报在 5-6%区间的比例最高，达到 46%。从期望回报率的制定方法来看，对以资助、发放奖学金和项目活动为主的机构而言，市场比较基准仍然是最主要的方式；而对混合型机构而言，则更多采用基于通胀和公益支出标准设定期望回报。慈善基金普遍较少采用绝对收益设定投资目标（图 6）。

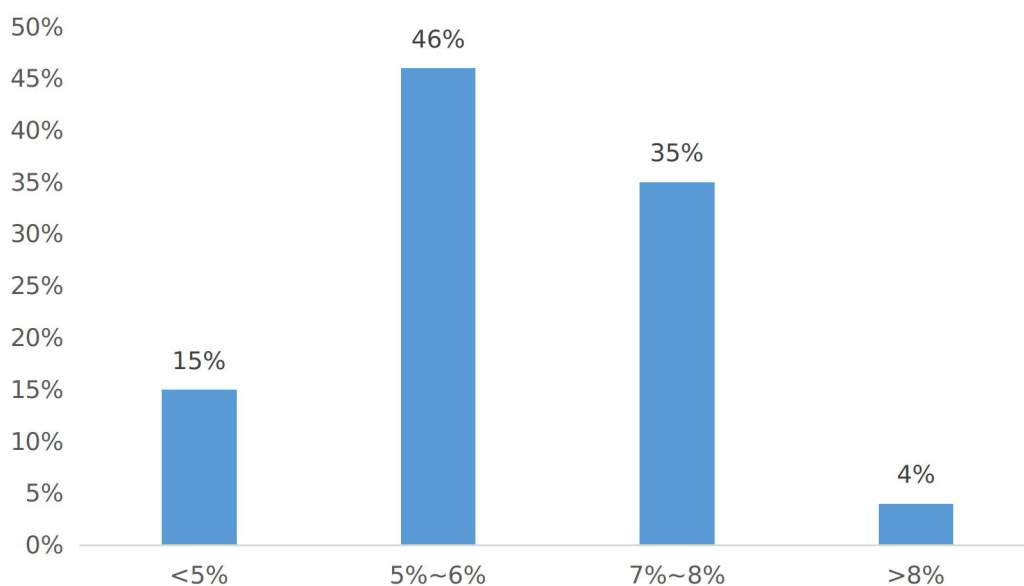


图 5 捐赠基金和私人基金会的投资期望回报率分布

数据来源：Captrust EF Survey 2020，注：数据截至 2021 年 2 月 15 日

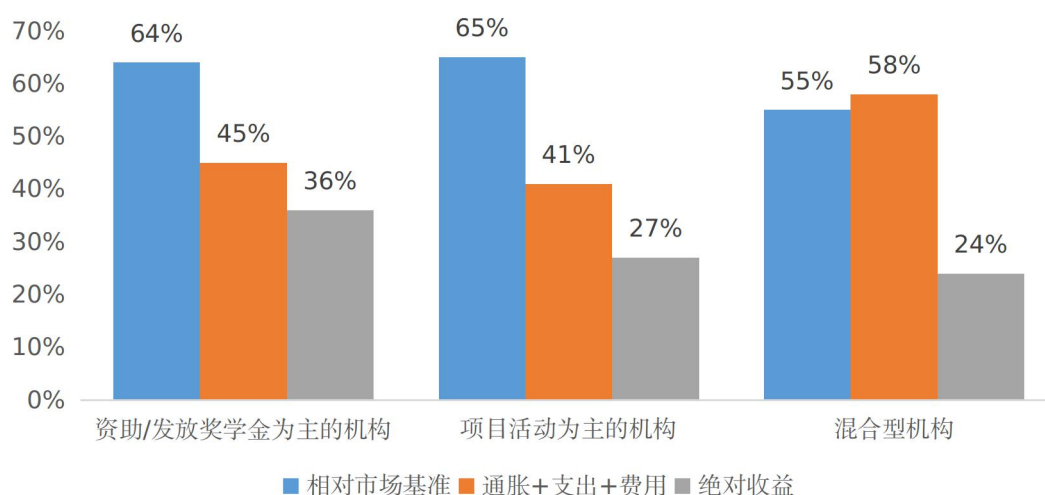


图 6 不同类型慈善机构对投资目标的定义方式

数据来源：Captrust EF Survey 2020，注：数据截至 2021 年 2 月 15 日

2020 年，为了达到期望回报率，34%的捐赠基金和私人基金会可容忍年度回撤在 10%及以上，41%的机构可容忍回撤在 5%-10%，24%的机构要求回撤控制在 5%以内。而 2018 年，可容忍 10%以上损失的受访机构不超过 19%，38%的机构可以容忍 5%-10%的损失，4%的捐赠基金和私人基金会提到可容忍的年度回撤为不超过 5%（图 7）。可以看出，捐赠

基金和私人基金会整体上可以承受一定的风险，且风险偏好相比 2018 年有所加强。

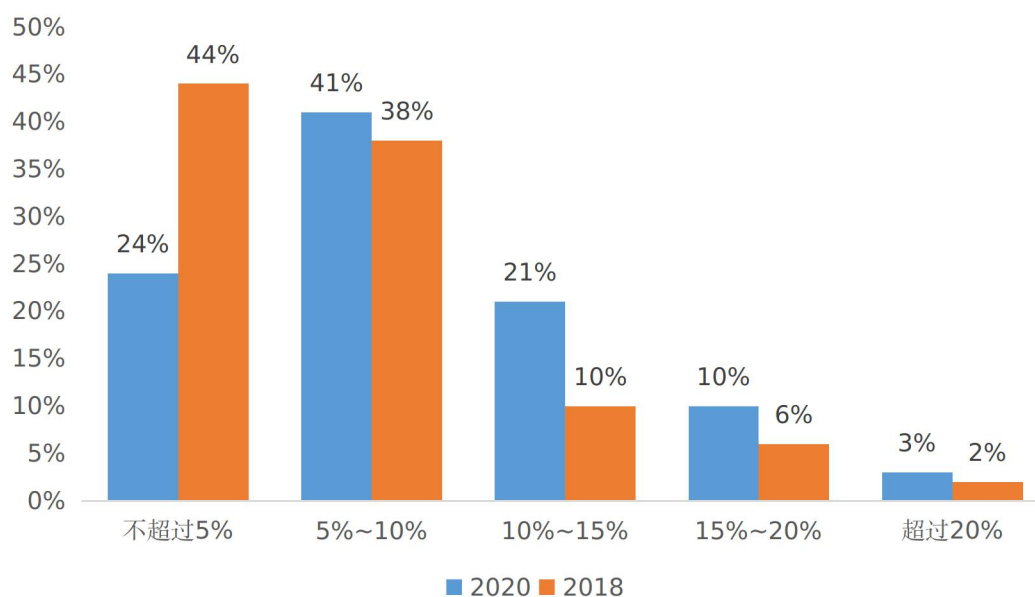


图 7 捐赠基金和私人基金会可容忍的年度回撤

数据来源：Captrust EF Survey 2020，注：数据截至 2021 年 2 月 15 日

(2) 注重 ESG 投资

ESG 是一种关注企业环境（Environmental）、社会（Social）和治理（Governance）而非单纯注重财务绩效的投资理念和企业评价标准。某种程度上与捐赠基金和私人基金会的使命与理念高度契合，因此受到青睐。调查显示（图 8），30%的捐赠基金和私人基金会认为参与 ESG 投资会提高收益率，35%的受访者对 ESG 相关投资表现持有增强收益的期望（图 9）。

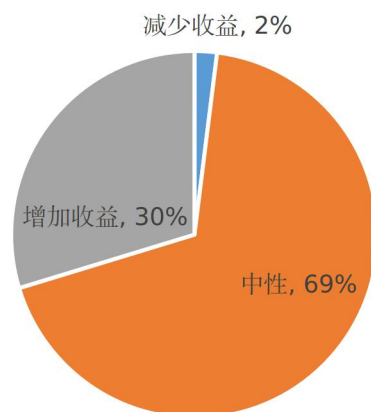


图 8 30%的捐赠基金和私人基金会认为 ESG 投资增强收益率
 数据来源：Captrust EF Survey 2021，汇添富基金

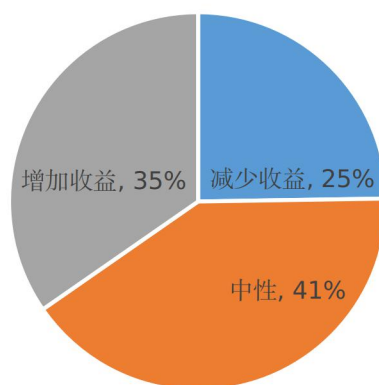


图 9 35%的捐赠基金和私人基金会对 ESG 表现持增加收益的期望
 数据来源：Captrust EF Survey 2021，汇添富基金

2.治理结构：专业化治理

(1) 机构设置

投资运营与公益事业保持“一臂之距”。一个好的治理结构能够有效区分所有者、治理主体、运作主体三方的职能，使投资决策不受其他方面的影响，实现独立经营、自主开展投资业务。尽管是非营利性机构，但是大多数成熟的慈善机构都仿效企业界的组织形式，建立健全公司治理结构，成立投资委员会专门负责基金的资产管理，并突出投资委员

会的核心决策职能与自主权，强调投资与公益事业的“一臂之距”。例如，世界最大的私人基金会 Bill & Melinda Gates Foundation 单独成立了 Bill & Melinda Gates Foundation Trust 负责基金会的投资，将基金的公益事业与投资完全分开。

以专业为核心。专业水平是化解收益与风险矛盾的重要手段，慈善机构的独立投资主体本质上应该是专业化的机构投资者。从美国的实践可以看出，一般是通过投资主体或者聘请业内高水平的投资管理人，组建专业的投资团队，选择第三方公司作为投资顾问；或者全权委托资产管理行业优秀的管理人进行管理。例如，美国捐赠基金资产规模排名前 10 的院校中，投资委员会成员平均人数是 8.9 人，其中平均有 4 人是专业投资人士，平均有 2.5 人有另类资产投资的经验¹⁴。

(2) 借助委外实现投资目标

投资多采用 **FoF** 或 **MoM** 的模式，投资主体做大类资产配置，通过委外的形式实施最终投资。委托投资是捐赠基金和私人基金会较为常用的一种投资方式。我们采用 2021 年 Captrust 对美国捐赠基金的调查结果估算 FoF 和 MoM 管理模式在美国慈善基金中的渗透率。调查结果（图 10）显示，在不同资产规模下，慈善基金投资于共同基金（FoF）的渗透率最高，资产规模在 250 亿以下和 500 亿以上的捐赠基金和私人基金会投资共同基金的占比达到 80% 以上，500 亿以上的捐赠基金和私人基金会中通过独立管理账户投资（专户投资，反映 MoM 投资模式）的占比达到 60% 以上。独立管理账户投资即类似全权委托（Outsourced Chief Investment

¹⁴ 燕凌，佟婧，洪成文，“美国一流大学捐赠基金管理的特征”，比较教育研究，2012。

Officer, OCIO) 模式；其他主要的委托投资方式包括集合信托或基金以及有限合伙人等。

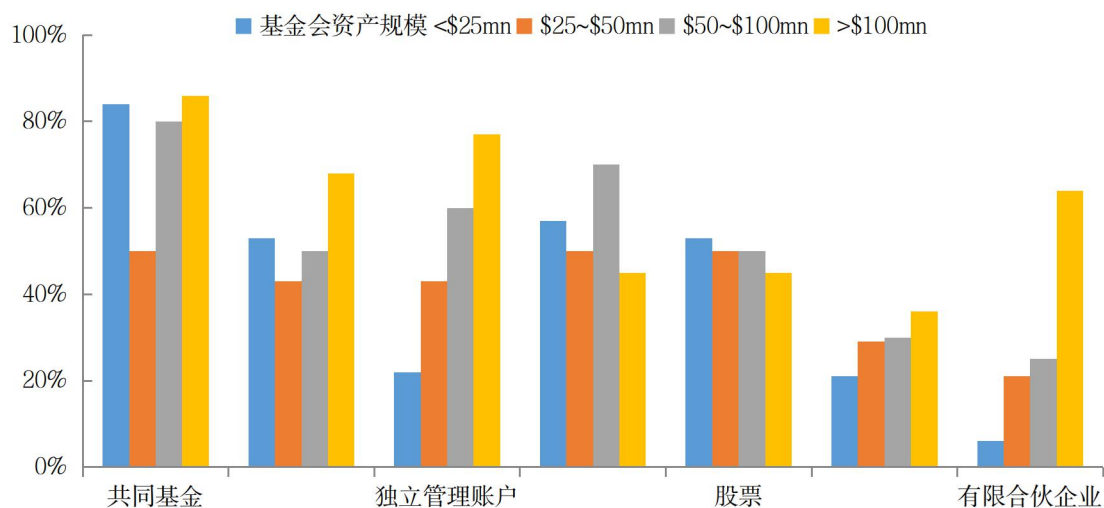


图 10 不同类型金融产品在不同资产规模下的渗透率

数据来源：Captrust EF Survey 2021，汇添富基金

相较于全权委托投资，捐赠基金和私人基金会更倾向广泛的从外部渠道获取咨询。尽管全权委托管理业务从 2020 年的 24% 上升到 28%，但大多数的捐赠基金和私人基金会仍倾向保持咨询关系。

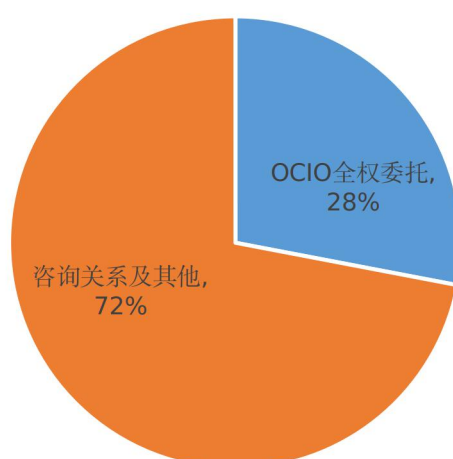


图 11 捐赠基金和私人基金会更倾向保持咨询关系

数据来源：Captrust EF Survey 2021，汇添富基金

3.资产配置情况：权益和另类占比较大，长期业绩显著跑赢通胀

(1) 股票配置较多而固定收益资产配置较少

截至2020年12月31日，私人基金会股票配置比例为43%，属于公共慈善基金的社区基金会股票配置比例更高，达到59%。相比之下，两者在固定收益类资产的配置比例较低，截至2020年底，私人基金会对包括货币在内的固定收益资产的配置比例只有9%；社区基金会稍高，为16%。（图12、图13）

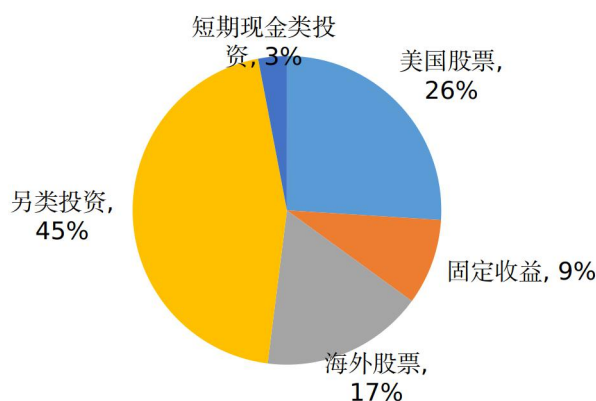


图12 2020年私人基金会的资产配置

数据来源：Commonfund Study of Investment of Endowments for Private and Community Foundations，汇添富基金

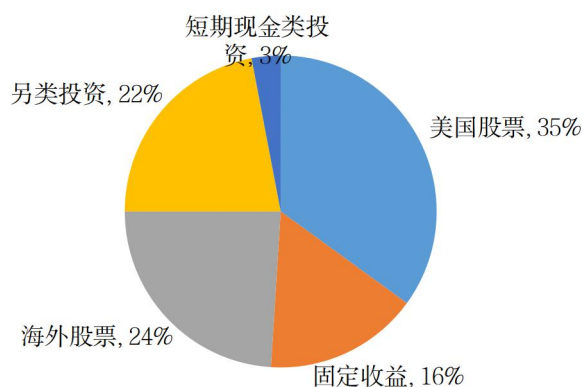


图13 2020年社区基金会的资产配置

数据来源：Commonfund Study of Investment of Endowments for Private and Community Foundations，汇添富基金

从历史趋势来看，股票配置逐渐升高而固定收益类资产的权重明显降低。20 世纪八十年代末，固定收益类资产（包括债券、贷款和货币）在美国非营利部门金融资产中的占比甚至一度高于股票类资产。在此之后，除了 2008 年金融危机外，股票配置比例呈趋势性增加，并且与固定收益资产的配置比例差距显著扩大。

（2）偏好主动投资

捐赠基金和私人基金会更偏好主动投资。调查显示，捐赠基金和私人基金会的资产配置中主动投资占比高于 50%。其中，另类投资中的主动投资占比最高，达到 69%，国内股票和外国股票中主动投资占比 60%，固定收益中占比 57%（图 14）。我们认为，捐赠基金和私人基金会之所以有如此高的主动投资占比，一方面是参与 ESG 投资比例较高，在选股和择券方面需要更多的主动投资；另一方面，慈善机构通常会进行长期的全球配置，有较大的另类投资、新兴市场等敞口，而主动投资在这些资产上更有用武之地。

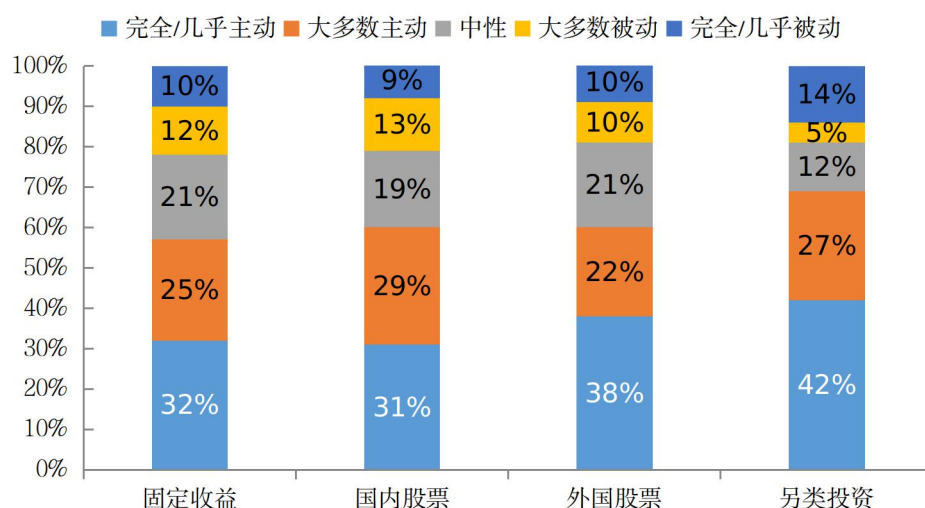


图 14 捐赠基金和私人基金会投资组合中主动和被动投资的占比
数据来源：Captrust EF Survey 2021，汇添富基金

(3) 另类投资占比较大，获取非流动性溢价和通胀保值

前文提到，捐赠基金的公益支出比例通常在 7% 以下，公益支出比例相对总体规模较小，基金流动性的要求相对较低，可以把更多资金配置在流动性较低的资产，如 PE，基础设施、地产等另类资产上，在获取增长维持购买力的同时还可以获得非流动性溢价。从统计数据上看，另类投资在私人基金会中的配置权重为 45%，在社区基金会中也有 22%。从另类投资的细分配置来看，流动性需求偏好不同，偏好的策略配置也不同，但房地产投资是最受欢迎的另类投资。尽管大宗商品在一些特定市场条件下可以提供超高回报，但从长期收益回报来看，非营利组织很少直接投资于大宗商品。（图 15、图 16）

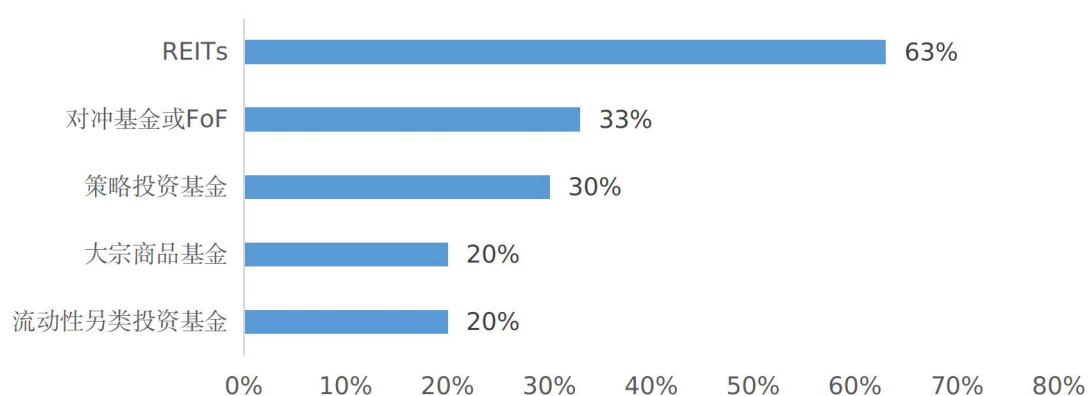


图 15 2021 年高流动性另类投资策略选择偏好

数据来源：Captrust EF Survey 2021，汇添富基金

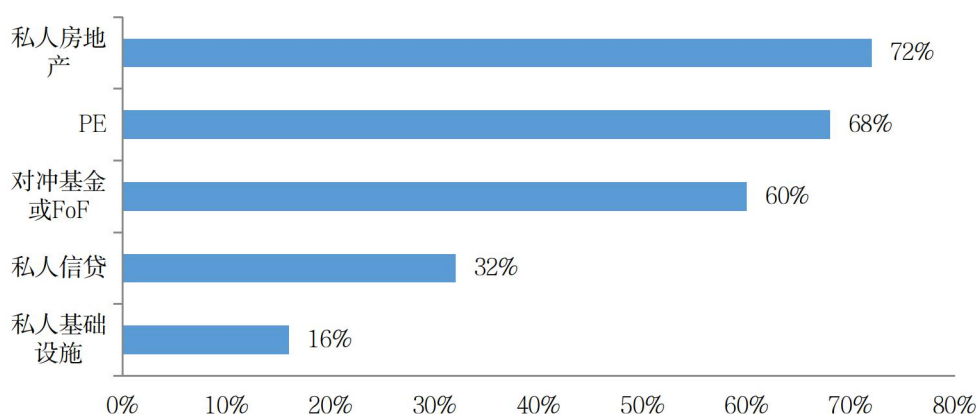


图 16 2021 年低流动性另类投资策略选择偏好

数据来源：Captrust EF Survey 2021，汇添富基金

从历史趋势来看，另类投资的重要性日益突出。2000 年以前，另类投资的占比基本在 30% 以下波动。此后，另类投资在非营利机构的投资组合中占比快速提升，特别是金融危机前后，到 2011 年已超过 35%，已逐渐成为和股票旗鼓相当的大类资产。2020 年，私人基金会配置另类资产比例超过权益类资产，成为配置比例最高的资产类别。

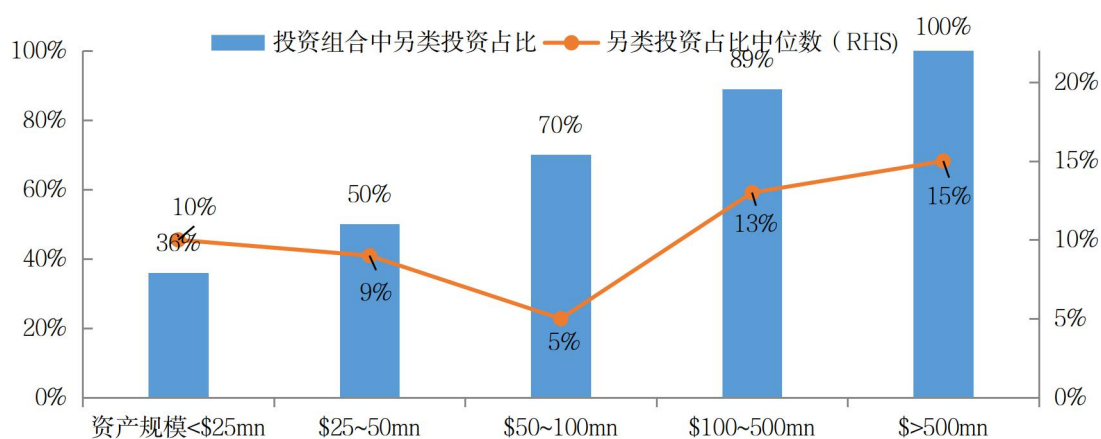


图 17 不同资产规模的慈善基金中另类投资占比

数据来源：Captrust EF Survey 2021，汇添富基金

4. 投资收益和表现

美国慈善资金对外投资长期业绩表现优异。从历史收益来看，由于权益类资产配置比重较大，过去十年美国慈善基

金收益与股市收益的相关性较强，且私人基金会收益一般略高于社区基金会。美股在 2020 年下半年的强势反弹驱动慈善基金取得可观回报，社区基金会 2020 年的投资净回报达到 12.1%，同年私人基金会的投资净回报为 13.1%（图 18）。截至 2021 年 6 月，捐赠基金和私人基金会近一年的年化回报率中位数达到 23.5%。向前追溯 5 年和 10 年，受访的捐赠基金和私人基金会的年化回报率中位数超过 8%。大多数非营利组织长期表现优于预期回报率（图 19、图 20）。与单一资产相比，慈善基金的回报率仅次于标普 500、REITs、发达市场等权益类资产，远高于固定收益类资产，也高于新兴市场股票。风险端，过去十年私人基金会和社区基金会经风险调整后的回报仅次于全球高收益债、高评级债和对冲基金，高于权益类资产。

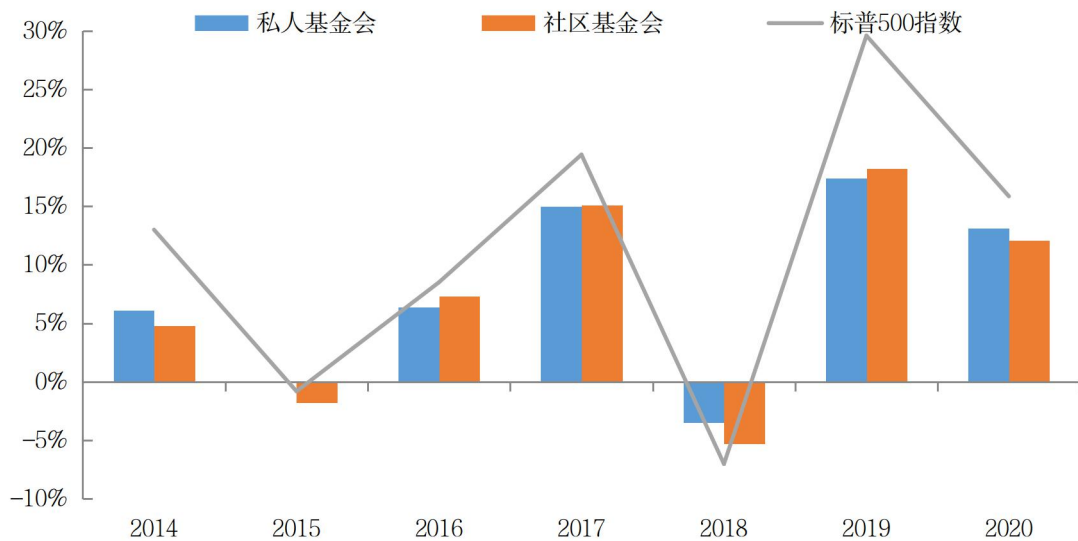


图 18 社区基金会和私人基金会的投资净回报率

数据来源：Commonfund Study of Investment of Endowments for Private and Community Foundations，汇添富基金

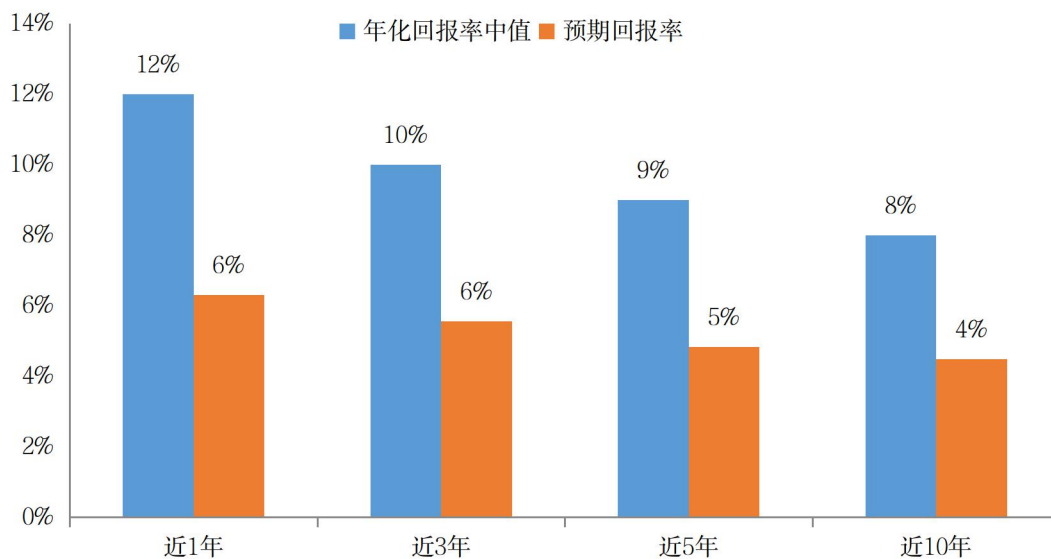


图 19 受访捐赠基金和私人基金会的年化回报率中值和预期年化回报率（截至 2020 年 12 月）

数据来源：Captrust EF Survey 2021，汇添富基金

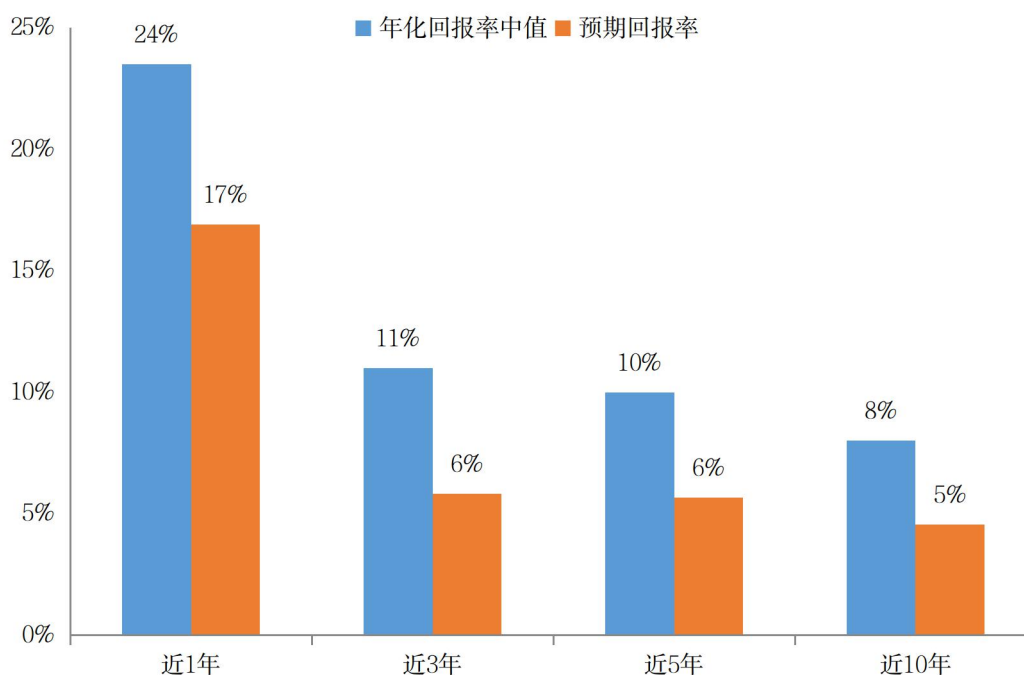


图 20 受访捐赠基金和私人基金会的年化回报率中值和预期年化回报率（截至 2021 年 6 月）

数据来源：Captrust EF Survey 2021，汇添富基金

（三）慈善资金对外投资带来的社会效应及积极作用

美国慈善基金对于促进社会进步具有重要和深远的影

响，慈善基金的发展不仅能促进创新，还能降低贫困、改善收入分配以及促进社会公平，形成投资市场与公益项目之间双向互动的良性循环，创造积极效用。

首先，部分美国慈善基金通过投资专注于社会公益的企业，如教育、医疗、扶贫、环保等，对于降低贫困和缓解社会矛盾起到了积极作用。例如，美国非营利组织 **Echoing Green** 通过选拔全球范围内优秀的创业人才，为他们提供种子基金和技能指导，帮助他们利用基金会的社会网络资源解决社会中存在的不平等问题。部分入选者致力于维护移民群体和黑人女性的平等权利、促进非洲性少数群体网络安全等。再如 2008 年创立于纽约的慈善基金 **Grameen America** 向贫困地区缺少资金来源、没有银行账户的女性提供小额贷款，支持她们自主创业，从而帮助她们依靠自己的努力走出贫困。这些慈善组织通过对外投资将资金投入社会最需要、而政府和传统投资机构难以触达的领域，促进社会和谐与进步。

其次，公益慈善可以提高富裕人群实际支出，增加二次分配的累进性，优化收入分配。尽管二次分配可通过税收调节收入分配，但 **Saez (2019)**¹⁵ 研究显示，富裕人群可通过多样化的手段进行合理避税，一定程度上降低了收入分配的调节作用。而考虑到公益慈善之后，最高收入人群的实际支出贡献显著提高，弥补二次分配的不足，优化收入分配结构。

再次，慈善基金对于就业有促进作用。美国慈善基金创造了大量就业岗位。截至 2021 年，美国慈善基金总雇佣人

¹⁵ Emmanuel Saez, *The Triumph of Injustice: How the Rich Dodge Taxes and How to Make Them Pay*, October 2019.

数达到 1230 万人，平均工资水平超过了美国其它大部分行业（如建筑、交通运输等）。在美国慈善基金每年近 2 万亿美元支出中，工资支出和薪酬福利占到了 8260 亿美元。不仅如此，部分慈善机构致力于帮助刑满释放人士获得公平的就业机会（例如 **Ban the Box**），为他们提供必要的就业资源、家庭技能、住房援助等方面的支持，使得出狱人士也能充分发挥社会价值，避免再次犯罪入狱。

最后，慈善资金对外投资，可以实现自身资金的保值增值，为投资市场注入活力以及建立良好的公共形象，激发更多人参与到公益活动和慈善事业中，从而形成投资市场与公益项目之间双向互动的良性循环。提升慈善资金利用效率并且做到超过目标回报收益率，既可以通过大量投资共同基金、交易型开放式指数基金等公开市场基金运作，为投资市场注入活力，增加投资市场流动性；也可以通过实现既有资产的保值增值，减少对存在不确定性捐赠来源资金的依赖，有利于慈善机构开展长期可持续的公益项目，建立良好的公共形象，尤其是在困难时刻能够提供资源供给，做好充足准备。例如，疫情期间的高校基金会就为高校提供了强有力支撑。此外，慈善机构管理水平的提升和投资回报的增加也能激发更多群体进行捐赠，提升捐赠的正反馈，激发产生更多的增量慈善资金，推动慈善公益事业稳步发展，从而形成投资市场与公益项目之间的良性循环。

三、美国慈善资产来源端的税收政策

当前对美国非营利机构影响最大的税法制度是 1969 年修订的美国《国内税收法典》，该法案第 501 条（C）（3）款

界定了可以享受税收减免待遇的慈善基金会的范围。该条款针对资产来源端税收制度的内容大致分为两种：一是税收激励机制，即对捐赠支出对应的所得（或资本利得）税应纳税所得额进行减免；二是针对个人捐赠的税收抑制机制，包括高遗产税率和赠与税率。

（一）税收激励机制

关于第一种机制，美国允许个人、企业等捐赠支出在综合应纳税所得额中提前被扣除，符合条件的公益机构、私人基金会等在获得捐赠时可享受税前减免，公益机构大部分收入可以免税；此外，关于资产来源端的资本利得税也有相关优惠规定。

1. 税收激励内容

（1）向慈善机构捐款可进行所得税抵扣

a) 个人向公共慈善基金和营运型的私人基金会捐款，可抵税上限提高至收入的 60%（2017 年特朗普税改前是 50%）。

b) 个人向其他类型的私人基金会捐款可抵税上限为收入的 30%。

c) 该法案第 542 条界定了公司的慈善捐款可抵扣上限为每年应税所得的 10%。美国税法规定允许企业税前扣除的捐赠限额因捐赠形式、受赠机构性质不同而有所差异。但超过限额部分可以向后结转 5 年，结转来的捐赠扣除优先于当年的捐赠扣除。

（2）捐赠长期增值资产可减少资本利得税

将长期增值资产卖出变现，需要在变现环节缴纳资本利得税。对于个人取得的长期资本利得，按照 0、15%、20%

累进税率档单独计税。如出现以下情况，资本收益的税率可能高于 20%：1) 出售第 1202 节合格小企业股票的收益的应税部分最高按 28% 的税率征税；2) 出售收藏品（如硬币或艺术品）的净资本收益最高按 28% 的税率征税；3) 出售第 1250 节不动产的任何未收回的第 1250 节收益部分按最高 25% 的税率征税。

而将长期增值资产捐赠给慈善机构，则可以获得资本利得相关应纳税所得额的减免，可抵税上限为收入的 20% 或 30%（将股票捐赠给私人基金会的税收减免上限为总收入的 20%，捐赠给具有捐赠者建议计划（donor-advised funds）的公共慈善机构，税收优惠上限为 30%）。需要缴纳资本利得税的资产可以包括股票或共同基金等投资，或房地产等资产（包括公开交易/非公开交易）。

更为具体地，如向私人基金会捐赠股票，其税收处理根据私人基金会类型有所不同：在美国，私人基金会（Private Foundation）可以按免税类型区分为私人运营型基金会（Private operating foundation）、私人豁免运营型基金会（Exempt operating foundation），以及私人非运营型基金会（Private nonoperating foundation）

a) 私人运营型基金会：在一线从事慈善活动，是三种基金会类型中与公共非营利组织最相似的一种类型。

b) 私人豁免运营型基金会：净投资收益可以免税。因私人基金会也可向其他私人基金会发放慈善基金（grant），如向私人豁免运营型基金会发放，则不必遵循支出义务的相关规定。

c) 私人非运营型基金会：主要用于向“合格的慈善机构”发放慈善基金。

这三类按免税类型区分的基金会最重要的差异之一是针对上市公司股票捐赠的免税处理。捐赠人向私人运营型基金会捐赠已产生大量增值的上市公司股票，不能免除资本利得税，但如果投向私人非运营型基金会，则可以免除股票增值部分在出售的情况下需要缴纳的资本利得税。

2. 捐赠额的衡量

在捐赠额的衡量上，货币资产衡量较为简单，非货币资产会有专门的价值评估公司进行价值认定，居民或企业纳税抵扣时也需要从相关评估机构中拿到相应证明。

(二) 税收抑制机制

对于第二种机制，美国设立了包括遗产税和赠与税在内的财产税。美国赠与税和遗产税合并计算，赠与他人或继承遗产超过免税额的部分都要缴赠与税或遗产税。赠与税和遗产税的年度免税额一般每隔几年或逐年提升。

1. 赠与税

根据赠与对象划分：

(1) 对于赠与配偶之外的他人的财产

a) 赠与税的 2022 年度免税额提升至\$16,000。

b) 对于美国公民和持有美国绿卡人士，若赠与部分超过免税额，继续扣除遗产税免税额，若遗产税免税额扣除完毕，则按照 40% 的税率开始征收税款。

对于非美国居民，超过免税额的部分立即征收赠与税。

(2) 若赠与对象为配偶，需区分配偶身份

a) 若配偶为美国公民，年度免税额无上限。

b) 若配偶持有美国绿卡，年度免税额为\$164,000。

（注：以上两种情况，若赠与部分超过免税额，继续扣除遗产税免税额，若遗产税免税额扣除完毕，则按照 40% 的税率开始征收税款）

c) 若配偶为非美国居民，年度免税额为\$164,000。

（注：针对这种情况，超过免税额的部分立即征收赠与税）

2. 遗产税

（1）继承非配偶遗产

对于继承配偶之外其他居民的财产，2022 年遗产税年度免税额达到\$12,060,000，非居民遗产年度免税额为\$60,000。

（2）继承来自配偶的遗产

a) 若配偶为美国公民或持有美国绿卡，根据受赠与人身份分为不同情况：若受赠与人为美国公民，免税额度无上限；若受赠与人持有美国绿卡或者非美国居民，免税额为\$12,060,000/年。

b) 若配偶非美国居民，若受赠与人为美国公民，免税额度无上限；若受赠与人持有美国绿卡或者非美国居民，免税额为\$60,000/年。

四、美国慈善资产保值增值端的税收政策

（一）美国慈善资金投资的税收政策梳理

1. 符合免税 501 (C) (3) 资格的非营利组织免除联邦所得税

根据美国国税局 (IRS) 税法第 501 (C) 小节，非营利

组织免征联邦所得税（**federal income taxes**）。非营利组织是为了公共和私人利益而从事活动的，不追求商业或货币利润目标的组织。要免除联邦税，非营利组织必须满足免税的关键标准包括：

a) 仅出于慈善、科学、宗教或公共安全目的而组织和运营。

b) 收取收入并将全部金额（减去费用）交给合法认定为合法慈善机构的组织或个人。

此外，非营利组织免缴销售税和财产税。虽然非营利组织的收入可能不需要缴纳联邦税，但非营利组织需要像任何营利性公司一样缴纳员工税（社会保障和医疗保险）。如果非营利组织从事与其基本目的无关的活动，则需要就这笔钱缴纳所得税。）

2.公共基金会：免收联邦所得税

符合第 501（C）（3）条规定的公共基金会无需缴纳美国联邦所得税，除非他们赚取与免税活动不相关的企业应税收入（UBTI）。UBIT 规则是为了避免免税组织相对于其它公司和信托同行而言享有特权。该规则要求免税组织在从事其免税目的的范围之外的活动时缴纳所得税。公共慈善机构和私人基金会都可以有不相关的业务收入，这意味着任何一种组织类型都可能需要支付 UBIT。

3.私人基金会：从“双层体系”到简化单一税率

符合第 501（C）（3）条规定的私人基金会无需缴纳美国联邦所得税。2019 年前，私人基金会在全球所有地区获得的净投资收入适用税率分为两档：

a) 对于满足特定条件（赠与额 \geq 未使用于慈善活动的资产*前5年平均支出（payout）比例+1%*当年资本投资收益）的私人基金会，以净投资收益为基数征收1%的特许权税（excise tax）。

b) 对于不满足以上条件的私人基金会，以净投资收益为基数征收2%的特许权税。

2019年12月，时任美国总统特朗普签署《减税和就业法案》（the Taxpayer Certainty and Disaster Relief Act of 2019），法案规定对于2019年12月20日之后的纳税年度，所有受《减税和就业法案》（IRC）第4940节净投资收入特许权税约束的私人基金会将使用1.39%的税率缴纳税收¹⁶。

4. 外资私人慈善基金：对其在美国的净投资收益征税

对于外资私人慈善基金，对其在美国获得的净投资收益征收4%的特许权税。

5. 大学捐赠基金：绝大部分免税，个别机构需缴纳1.39%的特许权税

大多数私立非营利性学院和大学因满足501(C)(3)规则而免缴联邦所得税，对资金捐赠和资产增值部分均不征税。另外，政府实体（也就是公立大学）也免税。

但2017年减税和就业法案（TCJA）对一小部分私立非营利学院和大学征收新税。即，招收至少500名学生且平摊到每名学生的捐赠资产超过500,000美元（直接用于执行机构免税目的的资产除外）的机构将为其净投资收入缴纳1.39%的特许权税。在这里500,000美元的门槛并没有考虑通

¹⁶ <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/26/4940>。

货膨胀，美国财政部估计只有大约 40 家机构符合这些标准。

（二）美国促进慈善资金进行长期投资的税收政策机制

美国国家税务局规定，符合 501（3）条件的慈善机构免除联邦所得税，也就是说符合 501（3）条件的公共慈善机构和私人基金会都免缴联邦所得税。另外，私人基金会只需要缴纳 1.39% 的统一税率（flat rate）的特许权税，低于美国共同基金资本利得税的缴纳标准（美国股票型共同基金小于 1 年的短期投资，其个人投资者适用的资本利得税率同一般所得税率，大于 1 年的投资按照金额大小适用 0、15、20% 的资本利得税率）¹⁷，而公共慈善机构不需缴纳特许权税。因此特殊的税收优惠政策对于慈善机构的投资具有激励作用。

具体而言，对于 2019 年 12 月 20 日之后的纳税年度，根据第 4940（a）条，对每个根据第 501（a）条免税（免税指免收联邦所得税）的私人基金会就其开展的活动征收该基金会在应纳税年度净投资收入的 1.39%，计为特许权税（excise taxes）。其中，净投资收入指的是投资总收入和资本收益净收入之和超过允许扣除的金额。另外，第 4940 条对美国国内大多数免税的私人基金会（包括私人运营的基金会）的净投资收入征收特许权税，该特许权税同样也适用于应纳税的私人基金会¹⁸。

五、美国慈善资金投资经验对我国慈善事业的启示及相关建议

从美国慈善机构发展壮大的历程来看，专业化的治理结构和管理能力是慈善资金对外投资的必要条件，而慈善机构

¹⁷ <https://cleartax.in/s/different-mutual-funds-taxed>。

¹⁸ 应纳税的私人基金会指的是没有获得免除联邦所得税资格的私人基金会。

的税收制度安排是海外慈善机构蓬勃发展的重要保障。

（一）对外投资方面

1.我国慈善资金投资规范

我国基金会的发展时间较短，当前在资金运用和投资规范上仍处于初期发展阶段。1988年国务院出台了《基金会管理办法》，对各种非营利组织开始实行较为严格的控制、整顿和重新登记的工作。2004年，国务院颁布实施了《基金会管理条例》，该条例对基金会发展具有里程碑式意义，第一次明确界定了非公募基金会的概念，并鼓励其登记注册，同时，准许境外基金会进入中国。政策基调的缓和、准入制度的放开促进了基金会特别是民间、非公募性质基金会的发展。截至2011年底，全国基金会数量达到2515家，非公募基金会数量占比53.75%，首次超过公募基金会。2016年，《中华人民共和国慈善法》正式实施，进一步完善了基金会发展的相关法律法规制度。2019年1月1日，《慈善组织保值增值投资活动管理暂行办法》正式施行，规范了慈善组织的资金运用和投资活动。

以上法规对我国慈善资金的投资范围提出以下要求：

（1）资金支出要求

公募基金会：《慈善法》规定公募基金会开展慈善活动的年度支出，不得低于上一年总收入的70%或者前三年收入平均数额的70%。《慈善法》为公募基金会提供两种衡量标准：一是参照《基金会管理条例》的规定；二是引入前三年收入平均数额作为计算慈善活动年度支出比例的基数。立法本意主要是解决基金会每年的捐赠收入和慈善活动年度支

出存在不确定性和波动性问题¹⁹。

非公募基金会：《关于慈善组织开展慈善活动年度支出和管理费用的规定》规定非公募基金会在上年末净资产高于 800 万元（含本数）、低于 800 万元高于 400 万元（含本数）和低于 400 万元三种情况下，其最低年度慈善活动支出分别应为其上年末净资产的 6%、7%和 8%²⁰。基金会工作人员工资福利和行政办公支出不得超过当年总支出的 10%。

（2）投资范围要求

慈善组织在投资资产管理产品时，应当审慎选择，购买与本组织风险识别能力和风险承担能力相匹配的产品。慈善组织直接进行股权投资的，被投资方的经营范围应当与慈善组织的宗旨和业务范围相关。慈善组织开展委托投资的，应当选择中国境内有资质从事投资管理业务，且管理审慎、信誉较高的机构。

根据 2018 年出台的《慈善组织保值增值投资活动管理暂行办法》，慈善组织不得进行下列投资活动：1) 直接买卖股票；2) 直接购买商品及金融衍生品类产品；3) 投资人身保险产品；4) 以投资名义向个人、企业提供借款；5) 不符合国家产业政策的投资；6) 可能使本组织承担无限责任的投资；7) 违背本组织宗旨、可能损害信誉的投资；8) 非法集资等国家法律法规禁止的其他活动。

与我国慈善基金实践不同，美国监管机构对公共慈善基金和私人基金会的投资并没有严格的数量化约束。2006 年，美国统一州法委员会将颁布超过 35 年的《机构基金统一管

¹⁹ <https://www.allbrightlaw.com/SH/CN/10475/ee474d1cfbdad301.aspx>。

²⁰ 《关于慈善组织开展慈善活动年度支出和管理费用的规定》（民发〔2016〕189号）第八条。

理法》(Uniform Management of Institutional Funds Act) 修订为《机构基金统一审慎管理法》(Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act), 增加了审慎原则, 在控制机构投资风险的同时也赋予其投资的灵活性。而我国慈善组织在投资范围上面临限制, 慈善组织不得直接投资股票、商品、衍生品、保险、借款等, 在行业投向上也不得投向不符合国家政策的产业。

在资金支出比例上, 美国国税局规定慈善机构“每年公益支出不得低于基金净投资资产的 5%”, 而我国对于公募基金会的支出比例提出了“不得低于上一年总收入的百分之 70%或者前三年收入平均数额的 70%”的刚性约束, 对于非公募基金会提出“最低年度慈善活动支出分别应为其上年末净资产的 6%、7%和 8%”, 高于美国的支出比例要求。高支出比例要求叠加投资约束下, 我国基金会短期投资占比过高, 权益类投资几乎为 0, 即使涉足资产管理领域, 也多选用较为保守的管理工具, 导致我国慈善基金资产规模偏小, 资产的收益率极低, 现阶段投资回报尚无法像捐赠收入一样成为基金会收入的主要来源, 同时也在相当大程度上抑制了大额捐赠意愿。根据中国基金会投资指数课题组测算, 2010-2016 年我国基金会全行业的资产收益率仅为 1.2%, 考虑到通货膨胀等因素, 这意味着我国慈善资产事实上面临着较高的缩水风险。

2. 对外投资方面建议

(1) 建议适当上调慈善基金的公益支出比例上限: 推动慈善基金沉淀更多资金用于投资增值。放开支出的刚性约

束有利于激励慈善基金承担一定风险，增加资产配置比例和多元化类别配置。一方面，加强长期性的战略性资产配置方案，平衡各类资产的投资比例，适当提升权益性资产、另类资产的配置力度，获取稳健的投资收益；另一方面，加强战术性资产配置，定期进行投资评价，适时根据外部宏观变化，调整大类资产配置比例。

（2）建议扩大慈善基金的投资运用范围：如允许慈善基金投资一定比例的股票等权益类资产。适当提升权益性资产、另类资产的配置力度，有助于慈善基金提升投资收益，同时将极大提升存量慈善资产的投资效率，增厚第三次分配能够实际支配的资源，从而为共同富裕做出更大的贡献。同时，管理水平的提升和投资回报的增加也能进一步激发先富群体进行更多捐赠。考虑到捐赠人通常极为重视自身捐赠产生的社会效果，当捐出的财富成为慈善资产后能够得到良好管理和有效运用，将增强继续捐赠的正向循环，激发更多的增量慈善资产。此外，也应加大对于慈善基金的监管力度，完善负面清单和投资原则，防止利益输送或慈善基金的不当使用。

（3）建议推进资管机构和基金会的深度合作：资管机构未来可以针对慈善资金的特点，加强其配置需求研究，提供资产配置咨询、市场研究、投资管理实施等方面的服务，提供符合慈善资产投资收益、风险、期限和流动性等需求特征的高质量金融产品和服务。目前海外已有专门服务于慈善机构的投资顾问机构，建议相关部门借鉴我国在国家主权财富基金、社保基金及大学基金会等领域的成功实践，考虑设

立权威性、专业性、全国性资产管理机构（例如创办中国慈善资产管理有限公司）。此外，建议头部资产管理机构（例如公募基金、银行理财子公司、证券公司、信托公司、保险资管公司等）针对慈善资金的投资需求开发各类高质量金融产品，提供高透明度、高可信度的投资管理服务。

（二）税收制度方面

1.我国的慈善税收制度

自 1994 年到现在，我国陆续颁布了多项涉及慈善活动税收政策的法律法规及相关规定，包括《慈善法》《企业所得税法》《关于促进慈善事业健康发展的指导意见》等。

具体而言，我国在慈善税收方面的激励主要分为两部分：

（1）企业捐赠抵税

企业通过公益性社会组织或者县级（含县级）以上人民政府及其组成部门和直属机构，用于慈善活动、公益事业的捐赠支出，在年度利润总额 12% 以内的部分，准予在计算应纳税所得额时扣除；超过年度利润总额 12% 的部分，准予结转以后三年内在计算应纳税所得额时扣除。

（2）个人捐赠抵税

捐赠金额未超过纳税人申报的应纳税所得额 30% 的部分，可以从其应纳税所得额中扣除。

2.政策建议

客观来说，相较海外发达国家较为完善的慈善税收制度，我国还存在着税收优惠力度不足、税收优惠范围过窄、优惠认定程序不顺畅和税收抑制政策不健全等短板，相关政

策建议如下：

(1) 建议提高个人和企业捐赠税前扣除比例，增加捐赠激励

研究表明，税收对公益慈善有重要的促进作用。比如，Monnet 和 Panizza (2017)²¹指出，短期内 1% 的税收减免会促进公益慈善增加 1.1%-1.6%。从当前针对公益慈善的税收激励上看，一方面，我国税收体系以流转税为主，所得税为辅，与其它国家公益活动的税收结构存在一定差异。另一方面，即使同样是所得税，我国针对公益慈善的税收激励也存在不足，个人不仅抵税上限较低（30%），且捐赠超出抵税限额部分，不允许在后续年度扣除。考虑到我国当前人均收入仍低于世界发达国家，适当提高税前扣除比例可以更好地激发纳税人的捐赠积极性。同时，对于企业的公益性捐赠支出税收抵扣比例上限建议可适当上调。《企业所得税法实施条例》规定企业发生的公益性捐赠支出，在年度利润总额 12% 以内的部分，准予在计算应纳税所得额时扣除。这一比例超过了美国，说明我国重视企业捐赠、加大力度调节社会分配的导向。但根据我国目前的社会捐赠现状，亟待出台更为优惠的扣除比例，以鼓励企业的捐赠行为。

(2) 建议完善相关配套税种，适时探索开征遗产税

适时开征遗产税，既可在一定程度上减轻代际不平等，也会起到激励慈善意愿的作用，从而有助于提升社会捐赠的总体强度。就个人捐赠来说，美国的遗产税税率高达 40%，

²¹ Monnet, Nathalie; Panizza, Ugo (2017): A note on the economics of philanthropy, Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper, No. HEIDWP19-2017, Graduate Institute of International and Development Studies, Geneva.

因此很多美国的富豪都愿意把自己的财产投入公益事业，慈善捐赠已成为美国人处置私有财产的一种手段。相比之下，中国尚未开征遗产税，富人缺乏足够的激励进行大规模慈善捐赠。遗产税的开征可以促进我国捐赠事业的长足发展，但其开征的条件要求相对苛刻，若贸然开征，可能征收成本过高、征收效果欠佳，并可能导致新的不公平。因此遗产税的开征应在征收环境较适宜（如存款实名制执行良好，税务机关与银行、工商、房地产管理等相关机构信息较畅通等）时启动。此外，遗产税应设定对捐赠的税收优惠，一方面鼓励富裕群体的无偿捐赠，以此提高收入的公平分配；另一方面，也避免富裕群体的继承人由于继承巨额财产需要支付大量税收而出售资产，造成资本损害。

（3）建议以非货币捐赠优惠为抓手，健全慈善税收优惠体系

根据我国税收相关规定，非货币性资产捐赠的价值认定以其公允价值进行计算，但整体较为笼统且未规定明确的评估方法。此外，股权捐赠被视为转让，但仍需缴纳相应税款，使得直接的货币捐赠是当前捐赠的主流。伴随经济发展和居民财富配置向资本市场迁移，股权等非货币性资产的捐赠可能逐渐成为主流。当前，我国大部分企业家和富人群体都持有大量股份资产，建立完善股权等非货币捐赠税收制度也有助于提高企业家群体的捐赠热情，激励大额慈善捐赠。美国税法规定可在税前扣除的捐赠形式有三种：现金、会产生长期资本利得的财物、会产生普通所得的财物。且对后两种非现金捐赠的评估方式做出了明确规定。我国可以参考美国做

法，对包括股权在内的各项非货币性资产设定明确的资产评估方法，并将其评估额以及必要的捐赠费用纳入税收抵免范围。

（4）建议在立法中加入限制慈善机构免税地位滥用行为的相关规定，并依法加强监管

利用税法进行规制是美国纠正慈善机构滥用行为最为有效的措施。《美国国内税收法典》4940 条规定对基金会的投资收入征收特许权税，针对违反 4941-4945 条禁止性规定的行为设定了惩罚措施，在征收惩罚性税收之后，还设置了一个自我纠正期。如果在这个期间内，滥用免税地位的组织仍未纠正其行为，则将被征收更重的惩罚性税收，剥夺其免税地位则是最严重的惩罚措施。未来随着我国慈善事业社会化程度的加大，如何规制基金会滥用税收优惠地位，防止其借公益之名行谋私利之事，将会成为监管的重点问题。建议未来税收立法中，在提高对慈善捐赠优惠力度的同时，也应当对慈善机构的滥用慈善捐赠财产的行为加以严格规制，如果违反规定滥用捐赠财产，除应将滥用的捐赠财产返还给慈善机构外，还要加征一定比例的税收作为惩罚，情节严重的，可以取消慈善机构的免税待遇。

（5）建议系统性梳理慈善税优政策，加强政府各部门之间的工作协调

目前，我国的慈善税收优惠政策散落在不同法律法规和政策支持文件中，建议在保证各法律法规独立和权威的前提下，对慈善税收优惠政策进行全面、系统地梳理，并对一些现有规定做进一步地修订，彼此互相借鉴，实现多部法律法

规间的协调互补。比如针对公益捐赠的所得税处理，会计规范中对捐赠税前扣除的限额没有限制，比起税法更有利于激发社会捐赠热情，税法可以在这个层面上向会计规范借鉴。此外，建议监管部门和财税部门加强部门间的分工协作，共同促进慈善资金税收政策的完善。

参考文献：

【1】Captrust (2022). 2021 Endowment & Foundation Survey, <https://www.captrust.com/wp-content/uploads/2022/02/Endowment-Foundation-Survey-Results-2021.pdf>。

【2】UBS (2018). Global Philanthropy Report, <https://www.ubs.com/en/ubs-society/philanthropy/experiences/philanthropy-reports/shaping-philanthropy.html>。

【3】The nonprofit Urban Institute (2021). Nonprofit Trends and Impacts 2021, <https://www.urban.org/research/publication/nonprofit-trends-and-impacts-2021>。

【4】Yale University (2021). Financial Report 2020–2021.

【5】Independent Sector (2021). Health of the U.S. Nonprofit Sector, <https://independentsector.org/nonprofithealth/>

【6】Emmanuel Saez (2019), The Triumph of Injustice: How the Rich Dodge Taxes and How to Make Them Pay, October 2019

【7】戴志敏，石毅铭，蒋绍忠等，大学教育基金会管理研究，浙江大学出版社，2010。

【8】樊丽明，郭健，社会捐赠税收激励的国际经验与政策建议，2008。

【9】冯辉，左家因，美国基金会的税法规制及其启示，社会科学家，2015。

【本文由汇添富基金管理股份有限公司供稿，中国证券
投资基金业协会审校】