法商研究 Studies in Law and Business
Vol. 38 No. 5(2021)

我国合作社引入伦理投资资本的法律支持

张 德 峰*

摘 要:缺乏资本是合作社发展面临的一个世界性难题,也是我国合作社发展面临的重大难题,破解合作社融资难题需要投资资本。合作社最终能够引入的投资资本必定以伦理投资资本为主,因为常规投资资本进入意愿不足且可能遭到合作社排斥,而伦理投资与合作制相容且能够满足合作社融资需求。合作社要成功引入伦理投资资本,一方面需要法律对伦理投资者追求经济回报与社会效益两大基本诉求予以回应,包括提高资本报酬吸引力以及保障投资者监督权,打造好伦理投资资本融入合作社的基础。另一方面,合作社成功引入伦理投资资本还需要法律提供相关的配套措施,包括豁免合作社伦理投资股发行注册、发展合作社伦理投资基金以及设立合作社伦理投资股二级市场。

关键词:合作社资本 合作社融资 投资资本 伦理投资

DOI:10.16390/j.cnki.issn1672-0393.2021.05.010

一、问题的提出

任何企业的正常运营与发展都离不开资本支持,合作社也不例外。我国当前的合作社主要是指农民专业合作社,①无论是从规模还是从影响范围来看,农民专业合作社都已经成为我国一类非常重要的市场主体。② 但是,缺乏资本一直是我国合作社发展面临的突出问题。“研究发现,当前我国农民专业合作社融资方面表现出股权融资和债务融资均严重不足。”③为了推动合作社高质量发展,政府亦在尝试采取一些措施解决合作社“融资难、融资贵”问题,④但总体效果

* 湖南师范大学法学院教授、博士生导师

基金项目:国家社会科学基金项目(16BFX159)

① 我国根据《农村资金互助社管理暂行规定》设立的农村资金互助社也在一定程度上体现了合作制。

② 截至 2021 年 6 月,在国家市场监督管理总局注册登记的农民专业合作社已突破 222.1 万家,占全国各类市场主体(含企业、个体工商户和农民专业合作社三类)总量的 1.6%。参见 http://www.samr.gov.cn/zhghs/tjsj/202106/t20210611_330716.html,2021-06-27。

③ 刘冬文:《农民专业合作社融资困境:理论解释与案例分析》,《农业经济问题》2018 年第 3 期。

④ 参见胡然然:《政企联手推动农民合作社高质量发展》,《农民日报》2019 年 4 月 20 日。

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

并不显著。

在域外，为了弥补合作社社员出资的相对不足，许多合作事业发达的国家和地区都允许合作社融入投资资本，如欧盟、德国、芬兰、澳大利亚、加拿大、美国等，①不胜枚举。同时，针对合作社发展面临的资本缺乏这一世界性难题，2013 年国际合作社联盟在其发布的《合作社十年蓝图》中建议，“在坚守社员控制的前提下，对传统社员出资之外的资金渠道开展更广泛的研究”。②其中实际上就包含了从传统社员出资之外融入投资资本的建议。

截至目前，《中华人民共和国农民专业合作社法》（以下简称《农民专业合作社法》）以及相关立法和政策均未对投资资本作出规定。同时，国内关于合作社引入投资资本的研究总体上也不发达。但是，从国外合作社引入投资资本的实践以及国际合作社联盟的融资建议来看，引入投资资本应当成为破解我国合作社融资难题的方案之一。

那么，合作社最终会引入什么样的投资资本？合作社如何充足、稳定地引入适合的投资资本？这些问题都需要我们一一解答。基于此，笔者拟从法律视角对我国合作社引入伦理投资资本问题展开探讨，以期对我国合作社的健康发展有所裨益。

二、合作社引入伦理投资资本的必然性

根据投资目的的差异，来自合作社外部的投资可以划分为两大基本类型：仅追求经济回报最大化的“常规投资”和同时追求经济回报与社会效益的“伦理投资”。③ 比较来看，合作社引入常规投资资本存在障碍与弊端，伦理投资资本则完全适合于合作社。

（一）合作社引入常规投资资本的障碍与弊端

1.合作社对常规投资缺乏吸引力

较之于投资者所有制企业（如公司），合作社具有完全不同的企业哲学。合作社自有一套价值、原则和规则④——也称“合作制”——与之相符的企业组织形式及其运行模式就是所谓“合作

① 例如：(1)《欧洲合作社法》第 64 条规定，除资格股份以外的有价证券、债券，既可以向社员也可以向非社员发行。See the Statute for a European Co－operative Society (SCE) 2004.(2)《德国工商业与经济合作社法》第 8 条第 2 款规定：“社章可以规定，允许不使用或生产合作社之物品和不使用或提供合作社之服务的人士作为投资型社员加入合作社。”参见《德国工商业与经济合作社法》，王东光译，载王保树主编：《商事法论集》2007 年第 1 期，法律出版社 2007 年版，第 319～369 页。(3)《芬兰合作社法》第 12 章专章规定了“投资股”。See Finland Co－operatives Act (1488/2001; OSUUSKUNTALAKI).(4)《加拿大合作社法》第 124 条规定了“投资股”。See Canada Cooperatives Act (S.C. 1998, c. 1).(5)《美国统一有限合作社协会法》允许合作社引入“投资者社员”。参见《美国合作社法》，张德峰译，法律出版社 2019 年版，第 3～269 页。

② ICA, Blueprint for a Co－operative Decade, published by ICA in January 2013, p.33.

③ “伦理投资”(ethical investing)一词常与“社会责任投资”(socially responsible investing)等词互换使用，类似的表述还有社会投资(social investing)、社会意识投资(socially aware investing/ socially conscious investing)、绿色投资(green investing)、基于价值观的投资(values－based investing)和基于使命或与使命相关的投资(mission－based or mission－related investing)。See Steve Schueth, Socially Responsible Investing in the United States, Journal of Business Ethics, Vol. 43, (3), 2003, p. 189.不过，一般认为，伦理投资与这些类似概念在内涵上还是有区别，伦理投资强调“伦理”。

④ 关于合作社的“定义”“价值”和“原则”等参见 1995 年国际合作社联盟大会通过的《关于合作社界定的声明》，其英文和中译版本参见唐宗焜：《合作社真谛》，知识产权出版社 2012 年版，第 327～333 页。

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

制”模式。合作制下的合作社原则尤其是“社员经济参与”与“社员民主控制”两项原则,是导致合作社对常规投资资本缺乏吸引力的主要原因,“获得资金对于任何企业的成功都是至关重要的,但是合作社的所有权模式中引入了独特的考虑因素。合作社的原则,尤其是社员民主控制原则和社员经济参与原则,影响着资本结构的选择”。①

这两项合作社原则对合作社引入常规投资资本的消极影响具体体现为:(1)限制资本报酬。“社员经济参与”原则要求合作社“按社员同合作社交易额的比例向社员返利”(即“按惠顾返还盈余”规则)。该规则意味着,投资者能够从合作社获得的经济回报有限。(2)排斥“资本控制”。“社员民主控制”原则意味着合作社只能由惠顾者社员民主控制,而绝不允许资本控制,合作社的基本表决方式也不是一股一票而是一人一票,或者为类似的民主方式(如在一人一票的基础上将少量表决权按照社员同合作社的交易额比例进行分配)。

显然,合作制模式对投资回报的限制以及对“资本控制”的排斥是抑制常规投资积极性的关键因素。研究农业合作社外部融资的学者早就注意到,“合作社的下列原则导致股权投资对外部投资者没有吸引力:按惠顾返还而非按投资分配;表决权按一人一票授予给惠顾者社员,或者将一定的表决权按惠顾比例授予惠顾者社员,不按股权比例对投资者分配控制权;法律或章程常常限制对股权的回报。因此,为合作社业务提供股本支持的负担通常就直接落在合作社利用—所有者的肩膀上”。② 2017 年国际合作社联盟发布的《合作社资本难题》也指出,“较之于其他形式的企业而言,合作社缺乏所谓的经济吸引力。同商业性公司比较,合作社并不按照股东的出资比例来最大化股东的价值或回报,而是将利益按照社员同合作社交易的比例分配给社员……更多的钱也买不到更多的控制,因为合作社由社员民主控制”。③实际上,即使是近些年备受关注的(且已被多个州采纳的)《美国统一有限合作社协会法》④——其为吸引外部资本而引入“投资者社员”——的效果也并不理想,根本原因就在于,“从典型的投资者角度来看,《美国统一有限合作社协会法》所提供的控制水平和潜在的经济回报不可能吸引大量的资本投资”。⑤

不过,除了对资本报酬的限制以及对“资本控制”的排斥,合作制的其他要求也会对常规投资积极性造成消极影响。例如,为了贯彻合作社“开放的社员资格”原则,合作社立法都规定社员有退社的自由并有权从合作社退回其出资(此即所谓合作社“资本可变”),但这就不能保障常规投资者的投资安全——“今天的合作社为获得形式合适、数量充足的资本而存在很多焦虑。第一个问题就在于社员的身份/资格股具有可退出的特性”。⑥又如,合作社的“关心社区”原则要求“合

① A. Michael Andrews, Survey of Co－operative Capital, published by the International Co－operative Alliance's blueprint for a co－operative decade, March 2015, p. 4.

② Donald A. Frederick, Financial, Tax Planning Flexibility: Key to Cooperative Equity Accumulation, 59 Farmer Cooperatives, 18(1992).

③ Kathy Bardswick et al., The Capital Conundrum for Co－operatives, published by International Cooperative Alliance, 2017, p. 14.

④ 参见《美国合作社法》,张德峰译,法律出版社 2019 年版,第 3～269 页。

⑤ Margaret Lund, Cooperative Equity and Ownership: An Introduction, Madison: University of Wisconsin Center for Cooperatives, 2013, p. 15.

⑥ Kathy Bardswick et al., The Capital Conundrum for Co－operatives, Published by International Cooperative Alliance, 2017, p. 14.

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

作社通过它们的社员认可的政策,为社区的可持续发展效劳”。但合作社“关心社区”显然同常规投资资本所追求的经济回报最大化目标相悖。再如,合作社“社员经济参与”原则也意味着常规投资资本不能增值,“较之于其他形式的企业而言,合作社缺乏所谓的经济吸引力……商业公司股东有权索要企业的资产净值且因此而期待其股份有‘资本增值’,但很多合作社中则不存在这种现象,因为合作社的股份常常维持在名义价值的水平”。①

当然,上述合作制对投资回报的限制、对“资本控制”的排斥以及对投资积极性造成的其他消极影响,归根到底是因为合作制影响了常规投资者的经济利益,而常规投资资本却是以经济回报最大化为唯一目标追求的资本。这正如国际合作社联盟在《合作社十年蓝图》中指出的,“较之于公司的股权资本,合作社资本并不向投资者提供类似的经济利益。因此,合作社资本不具有经济吸引力,也引不起投资者的兴趣”。②事实上也是如此,“尽管合作社进行了几次成功的尝试以筹集‘外部’或非社员的投资资本,但对于大多数合作社而言,该策略‘是不可能的或在结构上没有吸引力’”。③

2.常规投资对合作制构成潜在威胁

其一,常规投资资本可能使合作社变成利润驱动型企业。合作社的目的是同社员开展特定活动并最终满足社员需求,合作社资本亦服务于此种目的。但是,常规投资资本的融入意味着合作社需要为实现投资资本的利润最大化而努力,与利润最大化相悖的合作社价值和原则很可能被抛弃。“任何寻求投资者驱动的资本的合作社都将承受不可避免的压力,以寻求最大化资本回报率作为企业的首要目标,从而取代合作社的业务目的、价值和原则。当然,这意味着其不再是合作社。”④

其二,常规投资资本可能控制合作社。一旦常规投资资本进入合作社,投资者为了保障其投资安全和实现经济回报的最大化,必然追求对合作社的控制,从而使得合作社可能被“资本控制”。例如,我国当前许多合作社为了融资而实际上接受(包括来自社员和非社员的)投资资本,就导致了合作社“资本控制”问题的出现,合作社成为“伪合作”社。⑤

应该指出的是,研究表明,常规投资资本对合作制的破坏在合作社经营状况不好的情况下更容易发生。例如,国际合作社联盟在其发布的《合作社资本难题》中指出:“合作制资本与投资者拥有的资本(即非合作制资本)具有内在的不相容,将投资者拥有的资本引入合作社可能导致合作社的灭亡,特别是在合作社的盈利能力不能满足资本所有者的资本最大化需求的场合,或在合作社的盈利能力随着时间的推移出现不稳定的情况下。投资者所有的资本在本质上不对企业的

① Kathy Bardswick et al., The Capital Conundrum for Co－operatives, Published by International Cooperative Alliance, 2017, p. 14.

② ICA, Blueprint for a Co－operative Decade, published by ICA in January 2013, p. 32.

③ Edited By Sandra Batie, Nicholas Mercuro, Alternative Institutional Structures: Evolution and Impact, eBook Published (16 June 2008), London, eBook ISBN: 9780429239861, p. 366.

④ Alan J Robb, James H Smith, J Tom Webb, Co－operative Capital: What it is and Why Our World Needs it, Paper Presented at the EURICSE Conference on Financial Co－operative Approaches to Local Development Through Sustainable Innovation. Trento, Italy, 10－11 June 2010, p. 13.

⑤ 参见张德峰:《合作制保障与效率提升:我国合作社“资本控制”法律规制研究》,《法律科学》2016年第2期。

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

合作制或企业的成功负责,因此,在危机时刻,它的本性会使企业丧失合作制”。①

也正是基于上述,合作社事实上也不敢对常规投资资本敞开门户。“合作社与其他企业拥有完全不同的基本价值、原则和哲学,这使得合作社资本区别于其他企业的资本……与其他企业不同的是,合作社原则和合作社结构体现了对资本及资本权力的高度戒备与深感不安。”②

(二)合作社引入伦理投资资本的适合性

常规投资以经济回报最大化为唯一追求目标,而伦理投资的动机则不仅仅是经济的,而是“社会、环境、慈善以及经济的混合”,③即除了追求经济回报还追求社会效益。伦理投资与合作制具有相容性,且能够满足合作社的融资需求。

1.伦理投资与合作制具有相容性

其一,伦理投资者与合作社在价值追求上具有一致性。伦理投资,“简单说就是将个人价值观和社会关注的问题纳入投资决策的过程”。④ 伦理投资者的动机可以分为两类:一是认为需要将钱投入到更符合他们个人价值观的工作以及他们认为最重要的事项上;二是认为迫切需要将投资资本投入到支持和鼓励提高生活质量的工作中,这类投资者更关注的是他们的钱如何催化整个社会发生积极的改变。⑤ 由此可见,尽管伦理投资者的个人“认为”可能不一,但伦理投资必定是一种以“社会效益”为价值导向(之一)的投资活动。

同样,合作社主要追求的也是社会效益而非为社员取得利润。正如国际合作社联盟在《关于合作社界定的声明》中对合作社价值的界定,“合作社是建立在自助、自担责任、民主、平等、公平与团结的价值基础上的。合作社社员继承合作社创始人的传统,信奉诚信、开放、社会责任与关怀他人的伦理价值”。⑥由此可见,合作社活动是一种承载伦理价值和产生社会效益的活动,它们满足弱者需求,让社区和社会变得更美好。

其二,伦理投资者与合作社之间在资本报酬问题上不存在根本性冲突。诚然,伦理投资同时追求经济回报和社会效益,但其追求经济回报是以追求社会效益为前提的。据美国合作社发展研究所统计,“大多数购买合作社优先股的人都是业余投资者,他们相信合作社的使命,希望投资于当地社区”。⑦由此可见,伦理投资所追求的经济回报是在产生社会效益前提下的经济回报,是

---

① Kathy Bardswick et al., The Capital Conundrum for Co－operatives, Published by International Cooperative Alliance, 2017, p. 34.

② Kathy Bardswick et al., The Capital Conundrum for Co－operatives, Published by International Cooperative Alliance, 2017, p. 10.

③ Mark Hayes, The Capital Finance of Co－operative and Community Benefit Societies: a discussion paper for Co－operatives UK, Manchester, UK: Co－operatives UK, 2013, p. 39. http://www.uk.coop/resources/capitalfinance－co－operative－and－community－benefit－societies. 2021－02－02.

④ Steve Schueth, Socially Responsible Investing in the United States, Journal of Business Ethics, Vol.43, (3), 2003, p.190.

⑤ See Steve Schueth, Socially Responsible Investing in the United States, Journal of Business Ethics, Vol. 43, (3), 2003, p. 190.

⑥ 参见唐宗焜:《合作社真谛》,知识产权出版社 2012 年版,第 327～333 页。

⑦ Cathy, What is the Maximum Dividend Rate that Co－ops Can Offer on Preferred Stock? CDI News, April 15, 2016. https://cdi.coop/dividend－rate－coop－preferred－stock/. 2021－06－26.

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

一种非暴利但稳定的经济回报。① 因此,合作社伦理投资者也不会为了追求经济回报而诱使或迫使合作社放弃合作制,因为让合作社成为一个利润驱动型的企业有悖其投资初衷。

其三,伦理投资者与合作社之间在控制权上不存在根本冲突。诚然,合作社伦理投资者希望监督合作社,这是实现其投资目的(包括经济回报和社会效益)的必然延伸——"伦理投资也是一种监管力量,它将禁止企业通过不道德的手段从事营利投资活动"。②但是,合作社伦理投资者不会追求对合作社的控制,这同样是因为资本控制意味着合作社将不再是合作社,从而不符合他们的投资初衷。

2.伦理投资能够满足合作社融资需求

伦理投资要成为合作社权益资本的重要来源,除了需要同合作制相容,还要能够满足合作社的融资需求。显然,这就意味着合作社周围需要有大量的、愿意投资于合作社的资本。从全球范围来看,伦理投资满足合作社融资需求的潜力已表现得越来越明显。"越来越多的人希望为其存款找到承担社会责任的出口","人们对于本地投资、公平的回报而非暴利回报、投资于非营利企业、投资于合作社以及投资于具有社会责任感的企业(不包括武器、烟草、重污染企业、对环境和社会不负责任的企业)等想法越来越感兴趣。"③例如,英国的合作社银行和加拿大的信用社伦理基金都从事合作社伦理投资。④ 国际合作社联盟发布的《合作社十年蓝图》也指出,"强有力的证据表明,人们已经开始改变用钱的态度……人们在财富、金钱以及存款地点问题上的认识正在发生急剧的变化……我们正处于巨大变革的时代,老百姓的观念和想法正在发生改变"。⑤

在我国,合作社伦理投资观念尚未普遍形成。这同我国严格意义上的合作社(即名副其实的合作社)的发展历程较短、伦理投资/社会责任投资处于初级发展阶段这两个因素密切相关。但是,以环境社会责任与公司治理⑥为标准的伦理投资/社会责任投资已成为全球趋势,⑦环境、社会责任与公司治理投资在我国亦具有广阔的发展空间。⑧ 在此背景下,我国合作社伦理投资也必然会兴起。

---

① 例如,在2008年金融危机中,加拿大信用社伦理基金遭受的损失就比常规投资者遭受的更小。See Alan J Robb, James H Smith, J Tom Webb, Co-operative Capital: What it is and Why Our World Needs it, Paper Presented at the EURICSE Conference on Financial Co-operative Approaches to Local Development Through Sustainable Innovation. Trento, Italy, 10-11 June 2010, p. 14.

② Jaquelina Jimena, Ethical funds,127, Canadian Mining Journal,8 (2006).

③ Alan J Robb, James H Smith, J Tom Webb, Co-operative Capital: What it is and Why Our World Needs it, Paper Presented at the EURICSE Conference on Financial Co-operative Approaches to Local Development Through Sustainable Innovation. Trento, Italy, 10-11 June 2010, p. 16.

④ See Alan J Robb, James H Smith, J Tom Webb, Co-operative Capital: What it is and Why Our World Needs It, Paper Presented at the EURICSE Conference on Financial Co-operative Approaches to Local Development Through Sustainable Innovation. Trento, Italy, 10-11 June 2010, p. 16.

⑤ ICA, Blueprint for a Co-operative Decade, published by ICA in January 2013, p. 33.

⑥ ESG投资,是指在投资决策过程中,除了考虑企业经验和财务数据之外,同时还融合环境、社会责任和公司治理(Environment,Social Responsibility,Corporate Governance)因素的投资理念和评价标准。

⑦ 参见屠光绍:《ESG投资已成全球趋势 更重要是推动实践落地》,http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/201911/t20191118_6000126.html,2021-06-26;http://www.xinhuanet.com//finance/2019-11/18/c_1125245654.htm。

⑧ 参见孙明春:《ESG基金在中国的发展现状和趋势》,http://www.liutong.org.cn/fazhanluntan/2020-11-25/30990.html,2021-06-26。

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

综上,合作社最终能够吸收的投资资本必定以伦理投资资本为主,因为常规投资进入意愿不足且可能遭到合作社排斥,而伦理投资与合作制相容且能够满足合作社融资需求。不过,合作社能否成功吸收伦理投资资本,还离不开相关立法的支持。

三、合作社引入伦理投资资本的基础条件

合作社能否成功吸收伦理投资资本,从最基础的条件来看,取决于投资者的基本诉求能否得到满足。由于合作社伦理投资既追求经济回报也追求社会效益,因此法律首先应当有效回应这两类基本诉求,打造好合作社引入伦理投资资本的基础条件,尤其是提高资本报酬吸引力和保障投资者监督权。

(一)提高资本报酬吸引力

资本报酬即企业向投资者支付的经济回报。获取资本报酬是合作社伦理投资者经济回报诉求的集中体现,相应地,提高资本报酬吸引力就是法律回应伦理投资者经济回报诉求的关键。

1.允许合作社支付市场化资本报酬

合作社的目的是同社员开展特定活动并最终满足社员需求,而不是获取利润并将其分配给投资者。合作社的目的决定了合作社资本不具有所有权(包括控制权与剩余索取权)①配置功能,资本的角色仅仅是充当合作社生产资料,"合作社资本同公司资本作用不一样,因为合作社有一项独特规则——该规则同合作社的典型目的相一致——其规定资本的唯一角色就是充当生产资料"。② 显然,作为合作社的生产资料,资本就不能索取企业剩余(一种没有上限的报酬)。否则,合作社就不是合作社而是投资者所有制企业,就偏离了其满足社员需求的目的。基于此,合作社资本报酬应当受到限制,此即所谓合作社"资本报酬有限"(原则)。换言之,限制资本报酬或"资本报酬有限"的初衷,就是保障合作社目的不被资本改变以及防止合作社沦为资本逐利的工具——"限制向社员支付资本报酬是合作社追求互助目的以及不是如公司那样追逐利润的自然结果"。③《农民专业合作社法》亦限制资本报酬。该法第 44 条第 2 款对资本报酬规定了"可分配盈余(利润)分享"一种形式,且将资本分享盈余(利润)的比例上限设为 40%(按惠顾返还的比例不低于 60%)。

但是,我国立法以"一刀切"的方式限制资本最多分享 40%的盈余(利润)并不利于合作社吸引投资资本。事实上,在市场经济条件下,合作社只有支付市场化资本报酬才有可能吸引投资。所谓市场化资本报酬,就是以合作社使用资本(生产资料)的相应市场对价为标准确定的报酬。关于合作社向投资资本支付市场化报酬的重要性,英国经济学家庇古早在 20 世纪初就指出,"如果资本投资有风险,投资者就期望行使控制且收获利润——或多或少同其投资成比例。那些以

① "企业的'所有人'是指分享以下两项名义权利的人:对企业的控制权和对企业利润或剩余收益的索取权,(剩余收益是指企业在偿付了其他契约债务如工资、利息以及原材料价款以后剩余的净收益——作者原注)。"[美]亨利·汉斯曼:《企业所有权论》,于静译,中国政法大学出版社 2001 年版,第 13 页。

② Dante Cracogna, Antonio Fici, and Hagen Henr? (Eds.): International Handbook of Cooperative Law, Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2013, p. 42.

③ Dante Cracogna, Antonio Fici, and Hagen Henr? (Eds.): International Handbook of Cooperative Law, Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2013, p. 42.

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

固定利息筹集资本和根据惠顾而非投资分配盈余的合作社，不能使他们投资。他们更青睐于股份公司提供的债券、优先股和普通股”。①今天，认为合作社应当向投资资本支付市场化报酬的观点已不乏支持者。例如，“一位专家指出，‘限制资本报酬是一个不错的目标，但你必须付出所有的成本，否则你做不成这笔交易’”。②又如，“一位在金融和合作社领域均有经验的专家也强烈指出有必要按市场利率向资本支付报酬……为资本支付成本不是问题的根本，如何获得资本才是问题所在。合作社应该支付市场报酬，而不是冒着失去投资者的风险，在价格上争论不休”。③显然，由于伦理投资同常规投资一样都追求经济回报，因此合作社如果要吸引伦理投资，就同样有必要支付市场化报酬。

实际上，合作社支付市场化资本报酬同“资本报酬有限”的初衷并不矛盾。这是因为，资本报酬按合作社使用资本这种“生产资料”的相应对价确定，就意味着合作社资本报酬不是基于资本所有权配置功能所索取的企业剩余（这是一种没有上限的经济利益），而是由市场决定的有限报酬——“资本家雇用工资劳动者，向劳动支付市场价格且占有所有的收益。合作社劳动者则雇用资本，向资本支付市场价格，且占有所有的收益”④——从而是不影响合作社目的实现和可以防止合作社沦为资本逐利工具的报酬。因此，为了吸引伦理投资，我国立法应当允许合作社向伦理投资资本支付市场化报酬。

2.给予伦理投资报酬税收优惠

探讨合作社伦理投资资本报酬的吸引力，离不开对税收尤其是所得税优惠的讨论——“如果缺少了对税收的讨论，则关于经济回报的任何讨论都是不完整的”。⑤这是因为，给予伦理投资资本报酬收入以相关税收优惠可以从实质上提高资本报酬的水平，从而可以提升投资积极性。这种税收优惠除了可以体现为直接对投资者获得的报酬减免税，还包括允许合作社从应税所得中扣除已支付的资本报酬，因为允许合作社从应税所得中扣除已支付的股息、利润分享等投资收益款项（即资本报酬），就间接增加了合作社的利润，最终，伦理投资者也可以因此而受益。

显然，我国现行有关投资资本报酬税收优惠的政策、立法同样适用于合作社伦理投资资本报酬。不过，从鼓励合作社伦理投资的角度看，当前政策和立法有关税收优惠的规定还存在不足：

一方面，对资本报酬（股息、红利）的所得税优惠待遇，现行立法区别对待：(1)企业投资者。不论其投资于上市公司还是非上市公司，在符合条件（仅长期投资）的情况下其获得的股息红利

① Arthur Cecil Pigou, The Economics of Welfare, Fourth Edition, Macmillan and Co., Limited, St. Martin's Street, London, 1932, p. 232.

② Jill Storey, Non－member Equity Instruments for Consumer and Worker Cooperatives, Research Reports from University of California, Davis, Center for Cooperatives, No. 2, May 1992, p. 5.

③ Jill Storey, Non－member Equity Instruments for Consumer and Worker Cooperatives, Research Reports from University of California, Davis, Center for Cooperatives, No. 2, May 1992, p. 5.

④ Holyoake, George Jacob, Self－help by the People: the History of the Rochdale Pioneers 1844 - 1892 (10th edition), London: Swan and Sonnenschein, 1893, p. 28.

⑤ Mark Hayes, The Capital Finance of Co－operative and Community Benefit Societies: A Discussion Paper for Co－operatives UK, Manchester, UK: Co－operatives UK, 2013, p. 33.

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

都可以免税。[①] (2)个人投资者。如果投资于上市公司,在符合条件(即长期投资)的情况下,其获得的股息红利可以减免税;[②]但如果投资于非上市公司,则不能减免。[③] 如果投资者是合伙企业,则按照“先分后税”的原则,法人合伙人适用前述“企业投资者”的规定,自然人合伙人适用前述“个人投资者”的规定。[④] 可见,我国企业长期(12 个月以上)投资的资本报酬可以免所得税;个人投资的资本报酬则仅在投资于上市公司且符合投资期限条件(1 年或 1 个月以上)的情况下才可以减免税,投资于非上市公司不能享受税收优惠。

应当说,将投资期(12 个月或 1 个月以上)作为税收优惠的条件可以稳定投资,具有合理性。但是,立法将个人对非上市公司投资的资本报酬排除在税收优惠对象之外,就意味着个人投资于合作社发行的非上市伦理投资股所获得的报酬也不能享受税收优惠。然而从鼓励合作社伦理投资的角度看,个人投资于合作社的伦理资本报酬同样应当减免所得税,而不论该投资股是否上市。实际上,如果我们认识到合作社是一种弱者为满足人的需求而进行互助的组织,以及国家有义务扶持合作社的发展,就能够理解给予合作社个人伦理投资的报酬予以税收优惠的正当性,因为正是这些个人投资分摊了国家对合作社应然投入的负担。

另一方面,对从应税所得中扣除已支付的资本报酬问题,《中华人民共和国企业所得税法》第 10 条规定,在计算应纳税所得额时,向投资者支付的股息、红利等权益性投资收益款项不得作为支出扣除。据此,合作社亦不得将其向伦理投资者支付的报酬从应税所得中扣除。显然,从扶持合作社发展以及鼓励合作社伦理投资的角度看,同样应当允许合作社将该项资本报酬予以税前扣除。实际上,这种做法在域外合作社立法中亦存在。例如,《美国国内收入法典》第 1382 节第(c)款规定,对于符合该法第 521 节规定的农民合作社,在计算其应税所得时,应允许扣除“在该纳税年度对其股本支付的股息”。[⑤]

(二)保障投资者监督权

在投资者所有的企业,拥有控制权的投资者几乎可以不受限制地对企业进行监督。但是,合作社是社员(惠顾者)民主控制的组织,投资者对合作社不享有控制权,这无疑加大了其监督的难度,但也使得监督更为必要,因为“合作社社员可能倾向于通过惠顾而不是通过股份分配来获取利益”,[⑥]且合作社也可能在伦理投资者不知情的情况下偏离甚至背离合作制(即让伦理投资者

---

① 根据《中华人民共和国企业所得税法》第 26 条第 2 项和第 3 项以及《企业所得税法实施条例》第 83 条规定,符合条件的居民企业、非居民企业投资于其他居民企业取得的投资收益免税,但不包括连续持有居民企业公开发行并上市流通的股票不足 12 个月取得的投资收益。

② 根据财政部、国家税务总局和中国证券监督管理委员会《关于上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》,个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票,持股期限超过 1 年的,股息红利所得暂免征收个人所得税;持股期限在 1 个月以内(含 1 个月)的,其股息红利所得全额计入应纳税所得额;持股期限在 1 个月以上至 1 年(含 1 年)的,暂减按 50%计入应纳税所得额。上述所得统一适用 20%的税率计征个人所得税。

③ 根据《中华人民共和国个人所得税法》第 6 条规定,利息、股息、红利所得,以每次收入额为应纳税所得额。

④ 根据财政部、国家税务总局《关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》第 2 条规定,合伙企业以每一个合伙人为纳税义务人。合伙企业合伙人是自然人的,缴纳个人所得税;合伙人是法人和其他组织的,缴纳企业所得税。

⑤ 参见《美国合作社法》,张德峰译,法律出版社 2019 年版,第 401 页。

⑥ Elena Mamouni Limnios, John Watson, Tim Mazzarol and Geoffrey N. Soutar, Debt or Equity in the Financing of Co-operative Enterprises, paper presented at New Zealand Association for the Study of Cooperatives and Mutuals (NZASCM) 2012 Conference, 21-22 June 2012 Wellington New Zealand, p.7.

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

的社会效益追求落空)。因此,为了有效回应伦理投资的经济回报与社会效益诉求,就需要法律保障投资者的监督权。

总体上看,保障合作社伦理投资者监督权的方式有3种:给予投资者少量表决权、由投资者选举少数理事以及向投资者披露相关信息。但是,前两种方式实际上并不妥当。一是监督效果无保障。对于前两种方式,无论是投资者表决权的分配还是投资者理事的选举,归根结底都由投资额的大小决定,这就意味着这两种方式都只能代表部分大额投资者的利益,广大分散的小投资者同样难以监督合作社。二是无论推行投资者表决权还是推行投资者选举理事都必定稀释惠顾者社员的控制权。例如,在惠顾者社员意见有分歧的情况下,社员大会和理事会的决议将更难以做出,甚至在投资者干涉下还可能做出偏离合作制的决议。此外,投资者表决权(假设占合作社表决权总数的10%)还可能破坏"社员民主控制"。例如,40%的社员表决权联合10%的投资者表决权就可以通过需要"表决权总数过半数通过"的决议,即该决议无须经大多数社员同意就可以通过,从而违背了"社员民主控制"。鉴于此,国际合作社联盟发布的《合作社十年蓝图》在提出融资方案建议时就强调,"对传统社员出资之外的资金渠道开展更广泛的研究"要"坚守社员控制的前提"。① 国际合作社联盟发布的其他文件中也多次重申,"不论是从社员处获得资本还是从外部获得资本,都必须坚持合作社原则,这不是一个可以选择的问题"。② "'社员民主控制'是不可逾越的红线,资本在任何情况下都不得享有表决权。"③

比较而言,完善的信息披露制度既可以有效保障合作社伦理投资者的监督权又不会破坏合作制。当然,《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)关于信息披露的规定同样适用于发行伦理投资股份的合作社。但除此之外,立法还有必要针对合作社伦理投资者的社会效益诉求增加以下特殊披露规则:(1)招/募股说明应当充分披露影响投资者作出价值判断和伦理投资决策所必需的信息,包括但不限于合作社的业务(是否为了满足社员需求)、社员资格(是否符合自愿与开放的社员资格原则)、合作社的治理(是否由社员民主控制)、合作社的利益分配(是否按惠顾返还盈余)、合作社的社会责任承担(是否关心社区),等等,这是因为投资者需要这些信息来判断合作社的组织和运行是否真正符合合作制,即其投资是否会产生社会效益。(2)合作社向投资者提供反映其合作制执行情况的中间(季度或半年度)以及年度报告,以便投资者判断其运行是否符合合作制的要求。

此外,为了强化合作社的信息披露义务(包括《证券法》规定的义务以及前述特殊义务)以及保障伦理投资者的监督权,除了强化合作社违反信息披露的法律责任之外,法律还可以规定伦理投资者享有"用脚投票"的权利。例如,规定在合作社违反信息披露义务或在合作社背离合作制时,赋予伦理投资者要求合作社以特定的价格赎回其投资股的权利。这样,合作社伦理投资者便可以转而投资于其他合作社。

---

① ICA, Blueprint for a Co-operative Decade, published by ICA in January 2013, p. 33.

② A. Michael Andrews, Survey of Co-operative Capital, published by the International Co-operative Alliance's blueprint for a co-operative decade, March 2015, p. 36.

③ Kathy Bardswick et al., The Capital Conundrum for Co-operatives, published by International Cooperative Alliance, 2017, p. 18.

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

四、合作社引入伦理投资资本的配套措施

合作社成功引入伦理投资资本除了需要满足上文所述基础条件之外,还需要具备与引入伦理投资资本相匹配的良好外部环境,这就需要法律提供相关的配套措施。

(一)豁免合作社伦理投资股发行注册

发行投资股份是合作社吸收伦理投资资本的必经程序。尽管非公开发行股份也可以使部分合作社融到所需的资本,但对大多数合作社而言,股份的公开发行对资本的成功融入非常重要。不过,在现代国家,证券的发行经常要受到政府的监管。显然,简便的发行程序有助于节省发行成本、实现快速融资。同时,发行程序门槛的下降也必然提高合作社发行伦理投资股的积极性。简化证券发行程序的方式有很多,程度也不一。例如,较之于发行审批制,核准制无疑是一种简化,而注册制又比核准制更为简便。不过,注册制并非证券发行制度简化的终点,综观各国证券发行制度的改革,最简便的发行程序就是推行股份发行注册豁免制,即政府免除对证券的上市审查和登记。证券发行注册豁免一般适用于两类证券:一是各种政府证券(如国库券、地方政府公债以及其他政府证券),因为其发行本身就是一种出于公共利益的政府行为;二是小额证券,因为"对小额发行行为施以注册或核准要求会因注册成本超过注册收益而不具有经济合理性,并且小额发行行为涉及风险范围及程度相对可控,对其豁免注册或核准要求并不会引发系统性风险"。①

《证券法》已正式确立了发行注册制,为了帮助合作社引入伦理投资资本,在证券注册制的基础上对合作社伦理投资股的发行实行注册豁免是非常必要的。作为弱者互助的组织形式,绝大多数合作社规模有限,一般只是小额发行伦理投资股,因此从降低发行成本的角度看,对合作社伦理投资股份的发行实行注册豁免具有经济合理性。同时,小额发行涉及的风险范围及程度也相对可控,给予其发行注册豁免一般不会引致系统性风险。当然,这并非说风控措施不需要考虑,合作社伦理投资股在发行、交易、信息披露、投资者保护等方面均依然需要遵循普通证券立法以及专门针对伦理投资股的其他立法规定。

实际上,域外亦有对合作社证券(包括优先股证书)发行实行完全注册豁免的立法。以美国为例,尽管部分州的证券法将豁免发行注册的合作社证券限于向惠顾者社员发行的证券(如科罗拉多州采纳的《美国统一有限合作社协会法》)②,但一些对合作社扶持力度很大的州的证券发行注册豁免则不以向惠顾者社员发行的证券为限,"如对于在威斯康辛州和明尼苏达州设立的合作社,只要其优先股仅在州内发行,且未被广泛宣传,一般可免于向美国证券交易委员会备案"。③

(二)发展合作社伦理投资基金

对合作社发行的伦理投资股份,个人投资者与机构投资者均可以认购和参与交易。其中,机

① 刘宏光:《小额发行注册豁免制度研究》,《政治与法律》2016 年第 11 期。

② See 2016 Colorado Revised Statutes, Title 7 — Corporations and Associations Associations, Article 58 — Uniform Limited Cooperative Association Act, Part 10 — Contributions, Allocations, and Distributions, § 7—58—1009.

③ Cathy, What is the Maximum Dividend Rate that Co—ops Can Offer on Preferred Stock? CDI News, April 15, 2016. https://cdi.coop/dividend-rate-coop-preferred-stock/, 2021-06-26.

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

构投资者的资金来源既可以为自有，也可以从公众中筹集，或两者兼而有之。显然，比较而言，从公众中筹集资金的机构投资者向合作社“注入”资金的能力远远要大于资金自有的机构投资者以及个人投资者。由此可见，基金型机构投资者对合作社成功吸收伦理投资资本非常重要。

不过，并非任何投资基金均适宜充当合作社吸收伦理投资资本的“管道”，因为此类投资基金一般需要具备两个典型功能：一是身份识别功能，即其能够在多种多样的机构投资者中被愿意投资于合作社的投资者所找到；二是投资者的伦理目的实现功能，即其除了帮助合作社伦理投资者取得经济回报之外还要帮助伦理投资者实现社会效益目标，监督该资金被合作社用于伦理目的（也就是真正用于符合“合作制”的活动）——“这些基金并不是慈善基金，而是成员储蓄的监管人，其向成员确保将资金用于‘善’的目的并获得公平的、量化了的经济性回报与‘社会性’回报。”①对照来看，我国当前的所有投资基金均不具备上述两个功能，这就意味着我国需要另有专门的投资基金，即发展专门的合作社伦理投资基金。

就我国发展合作社伦理投资基金的方式来看，《中华人民共和国证券投资基金法》（以下简称《证券投资基金法》）基本上可以适用。不过，鉴于合作社伦理投资基金的特殊性，该法至少在两个方面需要做出相应调整：

一是增设特定合作金融组织为基金管理人。《证券投资基金法》第 12 条规定“基金管理人由依法设立的公司或者合伙企业担任”，且“公开募集基金的基金管理人，由基金管理公司或者经国务院证券监督管理机构按照规定核准的其他机构担任”。即基金管理人的组织形式限定为公司制或合伙制，不包括合作社制。但是，鉴于合作社是合作社伦理投资基金的唯一投资对象，无论是从投资管理能力、专业对口还是从获取公众投资者信赖的角度看，合作社伦理投资基金的管理人都有必要扩大到合作制金融机构。例如，前述加拿大的伦理基金就为信用社设立。当然，我国合作制金融机构目前尚不具备担任基金管理人的条件，②还有待进一步发展。同时，担任合作社伦理投资基金管理人的合作制金融机构应当为全国性组织或达到一定规模的区域性组织（即全国或地区联合社），其所募集基金的投资对象也为全国或所在地域范围内的合作社。

二是取消非公开募集基金时对合格投资者的限定。《证券投资基金法》第 87 条规定非公开募集基金只能向“合格投资者”募集，同时，《私募投资基金监督管理暂行办法》第 12、13 条从资产规模或收入水平、风险识别能力和风险承担能力、单笔最低认购金额 3 个方面规定了“合格投资者”的标准，目的是为了控制投资风险。但是，从方便合作社伦理投资基金募集资金来看，这些标准不宜适用于风险可控的合作社伦理投资者，而应予以取消。

（三）设立合作社伦理投资股二级市场

投资资产的流动性是影响投资意愿的关键因素之一，对合作社伦理投资者也不例外。所谓流动性是指资产在不发生价值损失条件下的变现能力。③ 投资资产的流动性越强，对投资者的吸引力就越大，反之则越小。因此，从提高合作社对伦理投资的吸引力来看，需要增强合作社伦

① Alan J Robb, James H Smith, J Tom Webb, Co－operative Capital: What it is and Why Our World Needs it, paper presented at the EURICSE Conference on Financial Co－operative Approaches to Local Development Through Sustainable Innovation. Trento, Italy, 10－11 June 2010, p. 15.

② 我国目前严格意义上的合作制金融机构主要指的是农村资金互助社。

③ 参见薛波主编：《元照英美法词典》，北京大学出版社 2014 年版，第 854 页。

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

理投资资产的流动性。传统合作社权益资产几乎不具有流动性,因此,有合作社专家指出,“合作社能够给投资者提供的退出选择有限,是导致投资者远离合作社的主要原因”。①国际合作社联盟也注意到了流动性对合作社融资的重要性,其提出的融资方案就指出,合作社要“在不破坏合作制的前提下支付报酬,同时,人们在需要钱的时候可以拿到他们的资金”。②

显然,增强合作社伦理投资资产流动性的最有效方式,就是打造资本二级市场。“如果没有二级市场,几乎不要寄希望发行真正的可转让股份或有大规模的机构投资进入。”③实际上,早在2004 年,“合作社行动”的报告就呼吁建立伦理的合作社证券二级市场,并建立合作社风险投资基金。④ 实践中,这种二级市场也开始出现。例如,国际合作社联盟发布的《合作社资本调查报告》指出,对优先股或无表决权股而言,“投资股的流动性增加其吸引力。许多较大的合作社已经公开交易优先股,但即使较小的合作社也通过内部市场提供流动性。借助先进的技术,可以轻松地通过在线平台提供此功能,从而创建一个私人电子市场”。⑤

鉴于此,我国合作社引入伦理投资资本亦需要打造合作社伦理投资股二级市场,包括场内市场和场外市场两种:(1)场内市场。场内市场即交易所市场,也是公开性最高的市场,从而可以充分保障投资股的流动性。同时,鉴于合作社伦理投资股的独特性,尤其是为了体现国家对合作社扶持的政策导向,合作社伦理投资股二级市场宜在交易所市场内专设独立的合作社板市场。(2)场外市场。场外市场虽然公开性弱一些,但以议价方式进行交易对流动性影响并不大;更为重要的是,绝大多数合作社均为中小规模,其发行的伦理投资股很难进入场内市场交易,而门槛较低、管理宽松的场外市场正适合此类伦理投资股的交易。当然,这同时也意味着我国有必要建立相应的做市商制度。

不过,值得注意的是,合作社伦理投资股二级市场的出现必定意味着伦理投资资本(股)的价格可变,而伦理投资资本(股)价格的可变最终又必定导致伦理投资资本(股)市场投机的出现。但是,合作制同投机具有不相容性。“可变价格意味着投机的可能性,这与在打击投机者和奸商的斗争中形成的合作社文化格格不入。”⑥更重要的是,“将投机成分引入合作社的投资……必定迫使合作社以最大化可交易股票价值的方式行事。其后果是,合作社转化为一种商业企业,股东价值最大化日益成为企业的主要驱动力。这是对合作制的根本性冲击。合作社的目的开始发生

① Jill Storey, Non－member Equity Instruments for Consumer and Worker Cooperatives, Research Reports from University of California, Davis, Center for Cooperatives, No.2, May 1992, p. 6.

② ICA, Blueprint for a Co－operative Decade, published by ICA in January 2013, p. 33.

③ Mark Hayes, The Capital Finance of Co－operative and Community Benefit Societies: A Discussion Paper for Co－operatives UK, Manchester, UK: Co－operatives UK, 2013, p. 23.

④ See Jim Brown (Author), Lydia Baker (Editor), Co－operative Capital: A New Approach to Investment in Co－operatives and Other Forms of Social Enterprise, Published by Co－operative Action (14 September 2004), ISBN－10: 0954865200.

⑤ A. Michael Andrews, Survey of Co－operative Capital, published by the International Co－operative Alliance's blueprint for a co－operative decade, March 2015, p. 38.

⑥ Mark Hayes, The Capital Finance of Co－operative and Community Benefit Societies, A Discussion Paper for Co－operatives UK, Manchester, UK: Co－operatives UK, 2013, p. 12.

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

改变”。[①]因此，在打造合作社伦理投资股二级市场的同时，还有必要控制伦理投资资本（股）市场的投机。控制伦理投资资本（股）市场投机最有效的方式，就是由法律为伦理投资资本（股）设定一个市场均衡价格——“如果资产具有稳定的正常均衡价格，那么投机往往会推动市场价格走向均衡。如果均衡价格不确定，投机可能会推动市场价格进一步远离均衡，从而导致泡沫”。[②]可行的方式是，赋予合作社保留以名义价格赎回伦理投资股的权利，该名义价格（即投资股面额）就是投资股的市场均衡价格。

当然，前述合作社保留赎回权的方式可以控制投机，但也只能控制而不能消灭投机。实际上，任何市场都不能避免投机，因为任何商人都必须推测最佳的买卖时机，合作社伦理投资资本（股）市场也不例外。例如，当合作社支付资本报酬的违约风险增加时就会导致投资股价格的变动，这同样会出现投机。但是，只要合作社保留以名义价格赎回伦理投资股的权利，伦理投资股市场投机就不会影响合作制，因为伦理投资股价格的任何波动都不可能偏离投资股票面额太远。

五、结　语

缺乏资本是合作社发展面临的一个世界性难题，也是我国合作社发展面临的重大难题。但是，这个世界并不缺资本，也不乏愿意帮助合作社发展的投资者——合作社伦理投资者。我们要做的就是为合作社成功地吸收此类资本创造条件。显然，这离不开相关的立法设计，包括且不限于合作社法、税法、证券法、证券投资基金法等，上文所述即是其中的主要方面。不过，合作社能否成功吸收伦理投资资本，很大程度上还取决于合作社伦理投资观念能否深入人心。鉴于此，针对 2008 年金融危机之后日益凸现的社会动荡、经济停滞和未来无保障问题，国际合作社联盟在《合作社十年蓝图》中指出，“合作社能够为全世界的人们带来一丝希望、指明一个方向。在各种商业模式中，合作社独树一帜地将经济资源置于民主控制之下。合作社模式高效能、高效率地开展业务，满足人类更广泛的需求……合作社遍布全球，创造的就业岗位数以百万计。合作社让个人参与其中，提升个人自信心和适应能力，创造社会资本。合作社为人们提供长远保障……”因此，“如果我们想要一个更美好的世界，我们需要将资金投入到更可能建立更美好世界的地方。如果我们将其投资于股票，这些资金可不会这样做”。[③]

责任编辑　　翟中鞠

① Alan J Robb, James H Smith, J Tom Webb, Co－operative Capital: What it is and Why Our World Needs it, paper presented at the EURICSE Conference on Financial Co－operative Approaches to Local Development Through Sustainable Innovation. Trento, Italy, 10－11 June 2010, p. 17.

② Mark Hayes, The Capital Finance of Co－operative and Community Benefit Societies, A Discussion Paper for Co－operatives UK, Manchester, UK: Co－operatives UK, 2013, p. 43.

③ ICA, Blueprint for Co－operative Decade, published by ICA in January 2013, pp.2－33.

(C)1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net