

■ 高端视野

★要充分考虑境内外企业和发行制度的差异性，在遵循证券法原则的基础上，对跨境发行做出差异化的制度设计。

★伴随着我国证券法律的不断完善、市场环境的不断改善、市场国际化的程度逐步提高，与境外监管机构的合作要逐步改变为实质大于形式。

★进一步细化法律适用，解决法律冲突，使其具有可操作性非常必要。



资本市场国际化亟需法律制度创新

□上海证券交易所副总经理 徐明

国际化和市场化、法治化是中国资本市场未来发展的基本方向。当前，伴随着我国经济金融改革的深化、对外开放的不断扩大以及沪港通的正式运营，我国资本市场的国际化正进入一个“黄金窗口期”。资本市场的国际化，不仅仅是单纯的市场开放，更为重要的是资本市场的投融资行为、交易所体制、监管机制等一系列有法律制度支撑的规则体系的国际化。从规则体系国际化的角度出发，在我国资本市场国际化的进程中，我们将面临各种各样的问题与挑战，亟需法律制度的创新支持、引领和规范。为此，我提出以下三个方面的粗浅看法。

首先，改善市场运行机制，提高市场规则的透明性和有效性。

资本市场的国际化进程在很大程度上受制于资本市场的规模和效率、监管水平、投资者的素质等多种因素。多年来持续的资本市场的制度建设，与资本市场相配套的各项法律制度以及行业规则的机构健全，市场组织制度和市场结构不断完善，基本适应了国际化的发

展，但还存在一些急需解决的问题。我国资本市场的国际化首先要改善资本市场的运行机制，提高相关规则的透明度和有效性。

就发行制度而言，要积极推进股票发行注册制改革，强化以投资者需求为导向，以信息披露为核心、推动各相关市场主体归位尽责、提高市场的透明度和效率。在国际化的进程中，要充分考虑境内外企业和发行制度的差异性，在遵循证券法原则的基础上，对跨境发行做出差异化的制度设计：一是要合理设置发行条件和程序，强化信息披露和风险揭示，明确会计准则适用事项，确立信息披露和投资者保护的公平性原则，对已在境外交易

所上市的公司，可借鉴美国“知名成熟发行人”制度，进一步简化发行申请文件和审核程序。

二是要积极研究解决红筹公司“可变权益实体（VIE）架构”的法律问题。充分考虑VIE架

构，与现行发行制度有关发行人需在境内、业

务与财务须独立等要求可能存在的冲突，针对VIE架构的特殊性，尽快出台适应其特点的证券发行、外汇、外资准入和会计政策。三是要积极探讨“双重股权架构”的合法性问题。我们认为，我国《公司法》第131条“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份，另行作出规定”，为“双重股权架构”留出了空间，证券发行制度应就双重表决权等新型股权结构下的信息披露、投票权安排、董事提名规范等问题作出回应。

就市场准入制度而言。要适时评估QFII、QDII、RQFII、战略投资者、合资券商、合资基金管理公司等市场准入制度、资格管理、额度控制以及资金进出限制等问题，逐步开放证券市场投资交易的准入标准。分阶段进一步放松管制，第一步降低资格条件、增加额度或比例、放宽资金进出限制；第二步全面取消参与主体、额度、资金等限制。具体推进步骤，可结合金融对外开放特别是人民币可自由兑换进程，做出委托的安排。

就信息披露制度而言。要针对信息披露制度与国际做法不匹配的问题，增加披露时段，制定更加细致的分行业信息披露要求，减少不必要的停牌，提升信息披露的及时性、有效性、公平性，以更好地满足国际投资者需求，避免在国际化中出现因信息披露水平差异而导致的跨市场失衡。

其次，加强资本市场监管，增强国际证券监管合作。

资本市场的国际化有效推进，离不开监管。我们在推进资本市场国际化的进程中，应更新监管理念和方式，加强资本市场的监管，更应该包括加强国际证券的监管合作与协调，尤其是与各国金融监管机构以及国际金融组织的合作。

就与境外监管机构合作而言。伴随着我国证券法律的不断完善、市场环境的不断改善，市场国际化的程度逐步提高，与境外监管机构的合作要逐步将形式大于实质改变为实质大于形式。一是重点加强跨境违法监管

和跨境案件调查、信息通报、送达以及协助执行等事项做出可行的规则和制度安排。二是尽快完善跨境投资保护机制。要与美国、欧盟等主要经济体达成双边投资保护协定，减少我国企业海外并购所遇到的包括法律在内的各种障碍。加快推进双边投资保护协定的签订，纳入跨境证券投资保护内容，为中国企业境外发行上市、收购兼并等活动，提供有力的法律支持。

就与国际证监会监管多边合作而言。要积极推动国际证监会组织、世界交易所联合会等国际组织制定国际公约、协定，解决各国和地区在资本市场国际化进程中所遇到的发行、上市、交易、结算、上市公司、中介机构、投资者、股票市场、债券市场、基金市场、衍生品市场、监管机构、自律管理机构等方方面面的差异性和法律、规则的冲突，促进国际多边合作，推动各国证券法律和监管规则的逐步统一。

最后，重视证券法律冲突，解决法律适用问题。

资本市场的国际化，必然会涉及到不同国家和地区、不同法域，由于各国法律对资本市场的规定不尽相同，如何解决法律冲突和法律适用问题，需要我们深入研究。这里主要涉及两个问题。

一是实体法如何适用。在证券发行、上市、交易、结算等各个环节，应该适用哪个法域的实体性规范亟需解决。我国现行《证券法》中，并未规定冲突法规范。虽然《涉外民事关系法律适用法》对此有所涉及，比如第三十九条规定“有价证券，适用有价证券权利实现地法律或者其他与该有价证券有最密切联系的法律”，为证券法律冲突进行了规范，似乎解决了法律适用问题。但在实践中，对于“有价证券权利实现地”以及“与该有价证券有最密切联系的法律”，不同的人往往有不同的认识。以跨境交易为例，如果投资者、委托、成交、结算分别在不同的国家，“权利实现地”、“最密切联系地”究竟是哪一个国家，就可能存在争议，最终可能需要法官进行主观判断。这对于专业性、

时效性、复杂性很强的跨境证券活动来说，就很难操作。因此，进一步细化法律适用，解决法律冲突，使其具有可操作性是非常必要的。

我们认为，应根据最密切联系原则，结合跨境证券活动的不同类型和不同情况，直接规定适用的冲突规范。具体来说，其一：发行人发行证券，适用投资人所在地的法律、规则；其二：交易、结算活动，适用成交地、结算地发生的法律、法规；其三：上市公司的日常监管，适用挂牌上市地的法律、规则；其四：证券公司或经纪商的日常监管，适用注册地（牌照发放地）的法律、规则。

二是管辖权如何适用。违规行为发生后，应当由哪个国家或地区的司法机构、仲裁机关和监管机构处理，涉及到证券法的域外效力问题。从国际实践来看，对于证券法的域外效力和管辖权问题，有“效果标准”和“行为标准”之爭，即分别依据证券活动的效果产生地、依据行为发生地作为管辖依据。我们认为，“效果标准”的确定性更强，与当事人利益的相关性更高，已逐渐取得包括美国在内的主要成熟市场经济国家的接受，也更符合我国的实际。

就我国的实践情况来看，《证券法》规定：在中华人民共和国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法。”这一规定虽然可以在“境内”的“发行和交易”上做一定的扩大解释，从而部分囊括跨境证券活动，例如境外企业面向境外投资者的发行，但终究不是一个明确的法律规定，缺乏一定的操作性。我们认为，在我国的证券法律应依据“效果标准”明确证券法的域外效力和管辖权问题，即规定境外证券发行和交易行为，如果损害到我国国家利益、社会公共利益或者投资者利益的，将适用我国证券法的规定，我国司法机构、仲裁机构和监管机构都有权管辖。

中国资本市场国际化的步伐正在加快，中国资本市场的法制建设任重道远，有关各方还需共同努力，为推动我国资本市场国际化的法制建设作出贡献。

促进三产融合 应以农民增收为前提

□国务院发展研究中心 高伟

健康的产业结构是大国经济良性发展的重要前提。本轮国际金融危机之后，一些国家为了降低生产成本和减少本土污染，过度发展金融等第三产业，造成产业结构脱实向虚、严重失衡。汲取国外教训，我国需不断调整和优化产业结构，努力促进三次产业协调发展。就我国农业而言，更需要推进农业现代化，要把产业链、价值链等现代产业组织方式引入农业，促进一、二、三产业融合互动（简称“三产融合”）。

我国农业基础比较薄弱，农业生产组织经营化程度较低，农业发展方式依然粗放，农业生态环境受损，耕地、淡水等资源紧张，农业基础设施和技术装备比较落后，保障国家粮食安全和主要农产品供求平衡压力日益增大。解决这些“三农”问题，维护国家整体经济安全，不可能单靠“三农”自身解决，还需要全社会、三个产业的联合协作。这就需要拓宽视野，利用好国内国际两个市场两种资源，更要从我国现有三次产业布局出发，充分利用我国制造业的比较优势和服务业的发展动力，拓宽农业的内涵和外延，推动三产融合，发展现代农业。发展现代农业，夯实我国农业的基础地位，也能更好地吸收传统制造业的过剩产能，提高制造业的产能利用率，并为服务业发展奠定扎实的实体经济基础。

三产融合的提法虽然听起来新鲜，但并不神秘，也不遥远，在国外早有实践，比如韩国庆尚北道清道郡发展柿子产业，通过“涩柿子生产+柿子加工+柿子酒酿造（观资源化）”的深度融合，实现生产、加工、观光之间的连接，从而增加农民收入。

我国农村三产融合的案例也很丰富，只是至今不知名。我们在天津静海县调研发现，该县的农业龙头企业，采用“公司+农户”、“公司+合作社+农户”等模式，与合作社、种养大户、普通农户等签订协议，由公司为农户提供种子、生产资料、技术、农机具、农地基础设施以及产前、产中、产后等一条龙服务，农户和协会负责农产品种植，最后再由公司收购和销售产品，这样既降低了农户的生产风险和市场风险，又保证了公司的原材料供应和产品收购等问题，是三产融合的有益探索。在江苏、上海等地的一些茶场、农场，以农业生产的第一产业为中心，发展农产品加工，开发特色产品等第二产业，在加上直销店、餐饮店、住宿、观光等第三产业，打造了一条条“生产+加工+销售”的服务链，让很多产区变景区，田园变公园，产品变礼品，促进三次产业相互联动、深度融合。最近褚时健等知名人士也借助电商推广“褚橙”等农产品。实践证明，三产融合必要而且可行，既能延伸了农业生产的产业链，增加了农业附加值，还能创造更多就业岗位。

实事求是地讲，天津静海农企、褚橙等三产融合的案例还不是普遍现象，

推动三产融合并不断扩大的覆盖范围是一项长期工作。为保障产业融合的可持续性，需要不断改善农村的基础设施，增加农业科技投入和推广，创新农业投融资机制，改善农村金融服务，尤其是要重视培养适应产业融合的新农民。在三产融合中，虽无需单个农民对产业链、价值链的所有环节亲力亲为，不要求农民十八般武艺样样精通，但在农民这个群体内部需要进行分工、生产、加工、经营、物流、流通，需要各种各样的专业农民，因为只有专业的才是高效的。培养和造就一大批专业农民、职业农民和新农民，提高农民的专业素养和劳动生产率，让农民在免缴农业税、享受一般地租的基础上，还能收获社会平均收入，农业就真的有希望成为人们羡慕的职业，这样才能解决我国将来“谁来种地”和“如何种地”这两大难题。

三产融合的市场广阔，代表着未来的发展趋势，但不管怎样探索和变革，土地永远是绕不过的核心问题。在三产融合中，土地开发合作的形式可不拘一格，只要符合国家法律和政策，符合改革方向，不管土地流转、土地入股，还是土地托管都可以探索，但一定要维护农民的主体地位，因为土地不仅仅涉及经济问题，还是维护我国农村稳定的一道重要“安全阀”。在三产融合中，为解决农民的后顾之忧，放开农村集体土地经营权有序流转大门的一系列具体工作，需要放在“切实尊重农民意愿，保护农民利益”的大框架下进行，保障农民承包土地的合法权益，不能因为创新而使农民丧失其合法的土地承包经营权，否则产业融合的实践有可能与土地改革的初衷背道而驰。

在三产融合中，面对资金、技术、生产、营销等实力雄厚的企业，分散的小农户是典型的弱势群体，通常是价格的接受者和利益的被盘剥者，地位明显不对等。为维护农民利益，要明确提出三产融合的前提是增加农民收入，否则即为非法。要不断提高农民的组织化程度，适度规模经营，降低交易费用，提高农民在市场交易谈判中的地位。地方政府需适应“三产融合”的发展，不断提升“三农”工作水平，提高保护农民合法权益的能力，坚决打击企大欺农、店大欺农。

应对低通胀 欧洲央行下一使命

□欧洲央行首席经济学家 彼得·普拉特

2014年即将落下帷幕，也值得让我们去扪心自问，以事后检讨的方式来反思：在面对众多威胁之时，我们这些欧洲央行的管理者们是否能像我们所被授予的使命那样，采取了足够迅速的行动去维持价格稳定？”答案在我看来是肯定的。

我们已经注意到，货币政策对私人借贷的影响已经不再像过去那样有效。很显然银行系统内部的各条贷款渠道已经变得紊乱，过度严苛的贷款条件正在压抑需求。对此欧洲央行做出了跟他任何央行一样的反应：我们重新梳理了自身货币政策和借贷成本之间的关系，力求将家庭和企业所承担的平均贷款利率压下来。

在今年6月，我们采取了一系列定向长期再融资操作（简称TLTROs），为各银行提供最长达4年的固定利率超低息融资。这是为了让银行可以随之纾缓贷款者所承担的压力。另一个收购有资产担保股票/债券的项目，则是为了进一步促

进更低利率融资而专门设计。上述手段结合在一起，为解决银行贷款错位问题的根源因素做出了有力回应，并因此令新的信贷流更快流向实体经济。同时有初步证据表明，这些措施都为欧元区经济带来一些前期实质性利好。

与此同时欧元区通胀率也持续走低。在11月，由于原油价格自夏季末期一路暴跌，欧元区年度通胀率下跌到了周期性低点0.3%，核心通胀（排除较多变动的能源和食品价格）下降也意味着总需求疲软。事实上欧洲央行最新发布的一份机构预测中也大幅调低了对宏观经济发展的预测。

如果我们觉得经济需要进一步刺激，其中一个选项会是将欧洲央行直接将资产采购扩大到其他资产门类。但一定要记住资产采购本身并不是目的，它们是货币政策的一项工具而非目标。

一个选择额外措施的重要条件是，这些措施对私营经济宏观融资条件会产生哪些影响？比如说，购买由欧元区非金融机构发行的债券，或许会对企业的融资成本产生某种直接的传递效应，但相比于其他资产门类，这类债券的市场还相对薄弱。

如果买的是欧元区国家发行的主权债

券——唯一一个规模不是问题的市场，那就是另一回事。对这一市场的介入或会发出一个强烈信号：欧洲央行会把宽松型的货币政策继续维持一段时间。

而干涉手段对主权债券市场的效力——也就是它们进一步降低家庭和企业借贷成本的能力——也取决于银行部门所处的状态。更高的资本储备金率、更低的坏账风险、更透明的资产负债表，将有助于欧洲央行量化刺激手段传导到更广大的范围。

这也是为何欧洲央行对各银行资产负债表的综合评估和全欧银行监督计划的启动，能有助于活化欧元区的不良贷款。尤其是银行资产负债表的不断明晰和透明，加上资本更充足的银行部门，将创造一个更有益的贷款环境。但一个购买主权债券的决定也必须构建和融合于欧元区的制度特殊性，包括《欧盟条约》设下的限定条件。我们也极为严肃认真地对待这些限制。（本文版权属于Project Syndicate）

能源总量控制倒逼产业结构调整

占一次能源的比重为10%，天然气对外依存就不能超过45%。

中国石油产量基本上达到2亿吨的峰值，即使保持比较低的需求增长率，也很难降低石油进口在一次能源中比例。而天然气方面，如果按48亿吨标准煤的消费总量，2020年天然气占比10%意味着消费量可能要有4000亿立方米，而2013年消费量不到1700亿立方米的对外依存度已经达到32%。

因此，要在环境治理和应对气候变化的同时，将能源自给率维持在可接受范围内，将给保障油气供应带来很大压力，需要加快发展国内油气资源尤其是非常规油气资源的开采。页岩气和煤层气是未来几年可能实现规模化商业开采的主要非常规油气资源，其发展近期受到近期国际油价大幅度下跌的负面影响，目前尤其需要政府的关注和支持。

《行动计划》重申了政府到2020年清洁能源（非化石能源）占一次能源需求15%的目标，增加清洁能源有助于提高能源自给率。受目前能源结构和清洁发展条件限制，风电和太阳能需要进一步鼓励和支持，特别是分布式发展。目前

在建核电机组28台，加上已投运机组，总计装机容量约4800万千瓦，如果考虑到核电建设期至少需要6年，即使2015年有新批的机组开工，乐观估计到2020年核电投产装机至多5800万千瓦，占2020年的一次能源结构不过3%左右；同样水电也由于建设期的限制，到2020年大致不会超过3.5亿千瓦左右；生物质和地热等量级非常小；因此，风电和太阳能的规模至少保证风电2亿千瓦和太阳能1亿千瓦。如果考虑到控制石油、天然气对外依存有困难，可能还需要更多发展风电和太阳能。

《行动计划》还设立了将2020年能源消费需求总量控制在48亿吨标煤。理论上说，由于85%的能源自给率是相对指标，能源消费需求总量控制解决了自给率问题。但是，能源消费需求总量控制是保障中国能源安全的重要措施，简单说，如果进口的15%越大，安全性就越差。

近10年来我国平均能源消费增长率超过7%。2013年我国GDP（国内生产总值）占世界总量的12%，能源消费在全球消费总量中所占的比例却超过22%。今后用较小的能源增速来支撑经济社会发展，成为政府能源政策措施的核心之

一，虽然经济增长放缓为总量控制提供了基本条件，而雾霾治理通过对煤炭的限制（2020年煤炭消费控制在42亿吨），从另一个角度支持能源总量控制。

严格的环境治理和能源总量控制政策会倒逼产业结构调整，有助于产业结构由低附加值、高能耗高排放行业向高附加值、低能耗低排放行业升级。这将使得能源需求弹性下降，如果经济年平均增速为7%左右，到2020年一次能源需求控制在48亿吨标准煤左右是可行的。

根据《行动计划》中政府提出的各种约束指标进行简单匡算，比较理想的2020年一次能源结构应该是煤炭59%、石油16%、天然气10%、清洁能源15%。虽然实现这一目标有难度，但并非不可能。

此外，为保障中国能源安全，政府还应该加强国际合作。目前各国与中国能源合作的态度都比较积极，应当利用此时机，加快共同开发和技术引进，推进国内技术进步，提高中国能源供应能力和使用效率。为应对国际国内能源供应格局变化，政府要把握国内能源供需情况和国际能源市场变化，提前布局，以保障能源安全。

□厦门大学能源经济协同创新中心 林伯强

《能源发展战略行动计划（2014—2020年）》（以下简称《行动计划》）近期推出，其中，实现雾霾治理和经济低碳转型需要降低煤炭在一次能源中的比例，为满足煤炭替代，《行动计划》设立了2020年清洁能源（非化石能源）占一次能源15%的发展目标。由于中国多煤、贫油、少气的资源禀赋，降低煤炭比例可能增加能源对外依存，因此《行动计划》还设立了2020年的能源自给率为85%。

为何2020年将能源自给率控制在85%？2013年中国能源自给率为90.7%，其中石油、天然气和煤炭的对外依存度分别为58%、32%和8%。如果煤炭通过降低出口和增加进口关税等措施，将煤炭对外依存减为零，也就是说，2020年占一次能源15%的能源进口将主要为石油和天然气。2013年石油占一次能源比重为18%，石油进口占一次能源比例为10.5%，假如今后GDP增长为7%，能源需求增长大致为3%（能源弹性为0.4），只要石油需求增长3%，这一比例就不会降低。这样，如果2020年天然气