

新《证券法》下跨境证券监管 制度的完善

于萍*

摘要:新《证券法》在跨境证券监管立法方面迈出了重要一步,初步构建起了我国跨境证券监管制度的总体框架。然而,目前的跨境证券监管制度在实际适用时仍面临着诸如域外适用边界不够明确、如何解决我国证券市场对外开放模式下的具体跨境监管难题、如何提升我国证券监管执法水平等问题。本文以新《证券法》为基础,结合当前我国证券市场对外开放现状,通过对上述问题的分析提出进一步完善我国跨境证券监管法律制度的建议,为推动我国资本市场对外开放迈向更高水平保驾护航。

关键词:域外适用 跨境监管 执法协作

2019年12月28日通过的《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)秉持着市场化、法治化、国际化方向,进一步夯实了我国资本市场发展的基础性制度,致力于打造一个规范、透明、开放、

* 华东政法大学博士生研究生,现供职于上海证券交易所。
本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

有活力、有韧性的资本市场,开启了我国资本市场改革的新篇章,备受市场瞩目与期待。^{〔1〕}其中,《证券法》的一大亮点在于丰富了我国跨境证券监管法律制度,特别是首次在立法层面明确了我国证券法具有域外适用效力,为我国进行跨境证券监管活动提供了坚实的法律基础。^{〔2〕}但值得注意的是,《证券法》在跨境证券监管的一些关键问题上仅作出了原则性规定,在具体适用时仍留有较大的解释空间与不确定性,这与过去我国在跨境证券监管方面的实践积累不足有关。资本要素跨境流动是一个机遇与风险并存的过程,随着我国对外开放不断向更高水平迈进,提升跨境证券监管水平作为资本市场对外开放过程中维护本国资本市场安全与稳定的重要武器,具有重要现实意义,有必要以此为契机,研究如何在《证券法》框架下构建起一套适应当前我国证券市场对外开放现状的跨境证券监管制度,特别是配套法律适用与实施机制。

一、新《证券法》对我国跨境证券监管制度的构建与检视

(一) 赋予证券法域外适用效力,但域外适用边界尚不够明确

新《证券法》首次在立法层面明确了我国证券法具有域外适用效力,奠定了我国实施跨境证券监管的法律基础。根据《证券法》的规定,“在中华人民共和国境外的证券发行和交易活动,扰乱中华人民共和国境内市场秩序,损害境内投资者合法权益的,依照本法有关规定处理并追究法律责任”。短短两行字却在我国跨境证券监管方面具有里程碑式的意义,打破了此前我国证券法在域外适用方面的立法空白,为未来司法与行政机关将证券法适用并实施于境外提供了明确的上位法依据。同时,该条款以“扰乱境内市场秩序”和“损害境内投资者合法权益”两个维度确立起的域外适用标准,也符合世界各国纷纷以效果

〔1〕 参见《新〈证券法〉全文及修订要点》,载证监会官网;http://www.csrc.gov.cn/pub/shanghai/ztl/pfzl/202003/120200306_371622.htm,2020年5月29日访问。

〔2〕 《证券法》第2条。

原则为核心确立起的国内法域外适用的实践惯例,具有合法性和正当性。本条款虽然有很大的进步意义却也并非完美,从其他国家法律域外适用的实践探索来看,可以预见到现行的证券法域外适用制度在实际适用的过程中将面临一系列现实挑战。

具体而言,目前明确的两项域外适用判断标准过于宽泛,“境内市场秩序”和“投资者合法权益”都是十分抽象和意义模糊的概念,其内涵的可收缩空间较大,尤其是考虑到资本市场的抽象性与复杂性,证券领域违规行为与损害后果之间的因果关系本来就较难厘清,从广义上看,几乎所有发生于境外并涉及境内因素的证券违规行为都可以被扣上“扰乱境内市场秩序”和“损害境内投资者合法权益”的帽子。尽管这种弹性可以为法律的适用提供灵活性,但过于宽泛的解释空间只会让法律执行者在实践中无所适从,缺乏统一明确的标准极可能造成实践中域外管辖权的滥用,造成我国证券法域外适用的手臂伸得过长,监管部门和司法机关对于海量的跨境证券监管案件疲于应付,并存在与外国证券监管部门产生管辖权冲突甚至侵犯外国司法主权的风险。那么,到底应当如何解释和理解《证券法》确立的我国域外管辖联结点的内涵,将域外适用把握在一个合理的限度范围,是当前我国证券法域外适用法律制度能否得到有效落实的关键,也是对我国立法者、监管者、执法者智慧的集体考验。

(二) 完善监管协作框架,但跨境监管面临的具体难题仍待解决

《证券法》新增了针对其他国家和地区擅自在我国行使域外管辖权的阻却立法规定,为我国在深化跨境证券监管协作的同时维护司法主权不受侵犯构筑了一道安全网,完善了我国跨境证券监管协作整体框架。《证券法》第177条共两款,第1款保留了原有授权我国证监会与其他国家或地区的证券监管部门开展跨境监管协作的规定,更倾向于是一个原则性和宣示性的表述,但单靠这一款是远远无法解决我国跨境证券监管中的复杂问题的。随着我国资本市场对外开放模式的不断丰富,从最初的境内企业“走出去”跨境上市,到近年来中概股的回归以及“沪港通”“沪伦通”等模式的探索,我国资本市场对外开放中的跨境监管问题日益复杂,不同模式下暴露出的跨境证券监管难题各不相同,如何针对不同模式下跨境证券监管协作难题提出相应的解决方

案,是我国证监会开展跨境证券监管协作的又一难题与关键所在。

第2款为新增内容,对我国开展跨境监管协作的方式进行了细化规定,至少包含两方面的含义。一方面,明确我国证监会可以通过提供相关文件和资料的形式同境外主体开展跨境监管协作,这是对第1款的细化与落实,体现出了我国开展跨境监管协作的诚意与决心;另一方面,也是对其他国家和地区在我国行使域外管辖权进行合理限制,明确我国开展跨境证券监管协作的红线是禁止任何境外主体直接在我国境内进行调查取证,合法的途径是在取得我国证监会或有关国家机关的同意后,相关主体才能够以提供文件和材料的形式对外提供跨境监管协助。值得一提的是,第2款并未明确提供文件和材料是否是我国对外提供跨境监管协助的唯一形式,对于其他未提及的协助方式,诸如配合境外监管部门接受询问或采取保全措施等行为是否合法,目前《证券法》并没有给出答案。本文从探究立法本意的角度出发对本条持限缩解释的观点,即除非我国在对外签署的监管协作备忘录或司法互助条款等文件中明确授权,否则不允许以法律规定以外的方式提供监管协助。理由是:第2款本质上是一项阻却立法(the blocking statues),其目的是阻止境外主体擅自在我国行使域外管辖权,防止境外主体以法律域外适用为手段干扰我国的司法独立、经济利益甚至是国家安全。

阻却立法在国际法上具有深厚的实践基础,美国早在19世纪中期开始就将域外管辖作为其对外扩张的手段,第二次世界大战后更是在立法中大量增加了域外适用的内容,突出体现在反垄断、出口管制等经济和国家安全领域,美国过度行使域外管辖无疑是对其他国家和地区司法主权的挑战,于是当时与美国存在大量贸易和外交往来的欧洲各国纷纷对此采取了阻却立法行动,即在国内法中增加禁止本国配合美国在本国内进行调查取证、采取强制措施、执行司法判决或行政命令等活动的规定,并明确了违反相关规定的法律责任,如1947年加拿大出台的《商业记录保护法》是世界上第一部阻却立法,随后英国、法国、荷兰、意大利等国纷纷仿效加拿大制定了本国的阻却立法,涉及内容从对外贸易、信息安全等领域逐步拓展到一般性的阻却程序,如澳大利亚1976年的《外国程序(禁止提供特定证据)法》和1984年的《外国程序

法(过度管辖)法》。^[3]可见,阻却立法在世界范围内有广泛的运用历史与范围。

(三) 丰富证券监管职权,但执法水平能否满足立法期待仍需检验

《证券法》丰富了我国证券监管部门的职责与权限,有利于进一步提升我国证券监管执法水平,从而提升我国开展跨境证券监管协作的能力。《证券法》第169条关于我国证监会的法定职责中,较于过往新增了一项“依法监测并防范、处置证券市场风险”,从中可以看出法律对于我国证监会监管市场的角色定位已经明确体现出了“宏观审慎+微观监管”两位一体的价值取向,以合法合规和防范风险双重目标为导向对我国证券市场实施监管,维护我国证券市场乃至金融体系的安全稳定。这一转变体现出法律对于我国证券监管发挥更加积极主动的市场管理职能的期待,为了维护证券市场的规范有序运行,监管机关不应仅停留在事后对违法违规行为进行惩戒的被动式监管,更要密切监测市场并在市场初现风险苗头时积极采取预防措施防患于未然。具体到跨境证券监管方面,意味着我国证券法域外适用的理由和依据既可以是打击违法违规行为,也可以是出于防范并处置我国证券市场风险的需要。这在如今我国证券市场国际化程度不断加深的背景下显得尤为重要,同时也对我国证监会的市场监管和执法水平提出了更高的要求。

此外,《证券法》第170条对于证监会的法定权限也进行了一定程度的丰富,执法权限的丰富对于我国证监会与境外其他监管部门加强跨境监管协作将是一个积极助力。目前,我国尚未加入国际证监会组织的《增强版磋商管机构、合作及信息交换多边谅解备忘录》(Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information, EMMoU),主要原因是我国证监会还没有强制问询、获取互联网和电话记录等执法权力,这些执法

[3] See Deborah Senz & Hilary Charlesworth, *Building Blocks: Australia's Response to Foreign Extraterritorial Jurisdiction*, *Melbourne Journal of International Law*, Vol. 2, 2001.

手段的不足成为我国深度参与全球性跨境证券监管协作的“天花板”。〔4〕《证券法》根据监管实践的需要,为证监会在开展调查取证、防止损害后果的进一步扩大、及时锁定证据和控制行为人等方面增设了执法手段,如要求被调查人按指定方式报送文件和资料、在特殊情况下可以对与被调查事件相关的文件资料予以扣押、将限制当事人证券交易的时间最长延至6个月,以及可以限制相关涉案人员出境等,这将为我国更深层次地融入到国际跨境证券监管协作体系中提供积极助力。那么在《证券法》对我国证券监管水平给予更高期待并赋予更多执法权限的背景下,证监会应当如何把握并利用好这一机遇,进一步提升我国跨境证券监管的执法水平,也是十分值得思考的问题。

二、我国证券法域外适用的合理边界探析

(一) 法律域外适用的渊源

法律的域外适用(extraterritorial application),是指一国的国内法得以在域外适用实施。国际法上一般认为,一国通过立法、司法和行政机构对位于或发生在其领土范围之外的人或行为行使管理权力、施以法律约束的过程是域外管辖(extraterritorial jurisdiction)。依据行使管辖权主体的不同,可以将管辖权分为立法管辖权、司法管辖权和执法管辖权,而域外管辖的结果正是法律的域外适用,是一国国内法律约束力超越其领土范围的对外延伸,本质上是一国司法管辖权的扩张,在当今全球化程度不断加深、国际交往日趋复杂的背景下,国内法的域外适用是一国更好地维护国家安全与利益的有力武器。〔5〕

根据传统国际法理论,通常情况下一国的司法主权应当严格限于其领土范围内;但对于那些可能影响整个国际社会的严重罪行,由于其

〔4〕 载国际证监会组织官网:<https://www.iosco.org/about/?subsection=emmou>,2020年5月29日访问。

〔5〕 See Jennifer A Zerk, *Extraterritorial Jurisdiction: Lessons for the Business and Human Rights Sphere from Six Regulatory Areas*, Working Paper No 59, Harvard Corporate Social Initiative,2010.

侵害的法益属于国际利益,致使任何国家均有义务对其予以打击,应当受到普遍谴责,因而国际法并不禁止某些情形下一个国家突破司法主权的属地性而行使域外管辖,即普遍刑事管辖权。^[6]如今紧密交织的世界经济早已打破了空间的限制,一国有限的法律约束范围已不足以有效规制突破地理空间范围的跨境交往活动,这无疑为跨境违法行为留下了生存空间,且随着经济活动在人类社会发展中的重要性日益提升,在经济领域发生的一些严重违法行为尽管不会对人身安全构成直接威胁,但带来的损害后果间接侵害到人的基本生存发展利益,其严重程度不可小觑,特别是在全球经济密切交融的背景下,打击跨境经济违法活动同样属于维护国际社会共同利益的需要。如今无论从国际法理论还是各国实践来看,经济领域法律的域外适用均具有正当性和必要性。问题在于,当各个国家和地区都积极赋予本国的国内法以域外适用效力时,便会产生法律效力范围的交叉与重叠,正如两块同样凸出的拼图,当它们连接在一起的时候非但没有贴合得更加紧密,反而会因此产生碰撞留下空白地带。因此,要构建一套行之有效的法律域外适用制度,关键在于合理划定本国法律域外适用的边界,并协调好本国与其他国家和地区跨境监管协作的问题。

(二) 美国法律域外适用制度的经验借鉴

鉴于美国在法律域外适用制度方面具有最悠久、最丰富的理论与实践经验,本文将重点剖析美国的法律域外适用制度的发展进程,以供我国证券法域外适用制度完善之参考。在反垄断法领域,1945年美国联邦政府诉铝业公司一案首次赋予了《谢尔曼法》具有域外适用效力,并确立了反垄断法域外适用的“效果原则”(effects doctrine)。^[7]由于域外适用可能引起的国家间法律冲突以及美国监管部门与司法系统过度负担,美国也难以一意孤行地肆意扩大其国内法的域外适用范围,1976年 Timberland Lumber 诉美洲银行一案首次提出应当对反垄断法

[6] 参见《普遍管辖权原则的范围和适用:秘书长根据各国政府评论和意见编写的报告》,载 <https://papersmart.unmeetings.org/media/641711/A%2065%20181%20c.pdf>,2020年5月29日访问。

[7] See United States v. Aluminium Co. of America, 148 F. 2d 416, 65 U. S. P. Q. 6(2d Cir 1945).

的域外适用进行合理限制,既关注行为本身与美国的实质联结程度,也注意遵循国际礼让原则,在防范法律域外适用制度被过度滥用方面迈出了重要一步。1982年《对外贸易反托拉斯修订法》从制定法层面提炼总结了“效果原则”的具体内涵。除了根据“效果原则”确定相关案件与美国国内市场具有实质联结外,多数法院在裁判时也高度重视遵循国际礼让原则,即考虑相关外国主权国家的利益,尤其是当一个限制竞争是国家主权的为行为时则不对其拥有管辖权。^[8]美国在1995年《反托拉斯国际适用指南》中再次重申了国际礼让原则在域外适用中的重要性,将其作为合理的管辖权原则,“美国各主管机构须考虑与案件相关的外国主权国家的重大利益是否受到影响”。^[9]

在证券法领域,作为美国证券法体系两大基石的1933年《证券法》和1934年《证券交易法》均未提及域外适用的问题,美国证券法的域外适用制度主要是通过法官在司法判例中逐渐探索总结出来的,大体上可分为三个阶段。第一阶段为20世纪60年代开始地方巡回上诉法院对传统证券法属地管辖权的扩张,Bersch v. Drexel Firestone, Inc案是对属地管辖权扩张的集大成者,其确立的“效果—行为标准”显著扩大了美国证券法的管辖权,但同时也带来了美国证券法域外管辖权过度扩张的问题,导致司法资源存在被原告滥用以及可能侵犯他国司法主权等风险。^[10]第二阶段是联邦最高法院对域外适用效力进行严格限制。在2010年Morrison一案中,联邦法院认为立法机关在制定1934年《证券交易法》的相关条款时默认其不具有域外适用的意图。^[11]本案确立的“交易标准”大大限缩了美国证券法的域外适用效力,一定程度上可视为对此前美国证券法域外管辖权过度扩张问题的矫正。^[12]紧随Morrison案出台的《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法》

[8] See Trugman - Nash, Inc. v. New Zealand Diary Bd, 954 E Supp 733 (S. D. N. Y. 1997).

[9] 王晓晔:《我国反垄断法的域外适用》,载《上海财经大学学报》2008年第1期。

[10] See Bersch v. Drexel Firestone, Inc, 519 F.2d 974 (1975).

[11] See Morrison v. Nat'l Asutl. Bank Ltd., 130 S. Ct 2869 (2010).

[12] 参见张迈:《瑞幸咖啡财务造假,中国证监会可否进行处罚?——且看〈证券法〉域外管辖条款的适用限度》,载 www. finlaw. pku. edu. cn, 2020年5月29日访问。

(以下简称《华尔街法》)开启了美国证券法域外适用的第三个阶段,是美国国会首次在制定法层面对证券法域外适用效力予以确认。^[13]

从上述分析可以看出,无论是美国反垄断法还是证券法的域外适用实践,均经历了一个从过度扩张到过度限缩再到合理限制的探索与妥协过程。所谓“合理”,其外在表现形式是既要在基本法理上满足相关违规行为与本国国内市场具有实质联结,又要在国际法层面上遵循国际礼让原则;其本质是法律域外适用为本国所带来的收益与成本的动态平衡,且该种平衡需要根据特定历史时期下的国际形势、经济格局、国内市场发展阶段、司法与监管资源等因素来综合决定;要实现的目标是,一国既要利用好域外管辖权这一法律武器,以在国际经贸往来中最大限度地维护和实现好本国经济利益,同时也要平衡好与尊重他国的司法主权、不给本国监管和司法资源造成过重负担以及不因此而削减本国市场吸引力等因素之间的关系。

(三) 构建我国证券法域外适用制度的合理边界

通过上述分析可知,对法律的域外适用进行合理限制是十分必要的,且合理的域外适用制度边界至少应当包括两个方面:一是相关违规行为应当与本国国内市场具有实质联结;二是遵循国际礼让原则。关于实质联结的判断,美国法院对反垄断法领域“效果原则”的阐释是对国内市场产生直接、重大和可预期的影响,对证券法领域“效果原则”的阐释是对国内市场产生实质性损害,尽管二者表述不同,但其本质上都是通过分析法律上的因果关系去判断相关违规行为与本国国内市场的实质联结程度。在不同的法律关系领域,有关因果关系的内涵、判断标准和认定规则各不相同,如合同上的因果关系、侵权责任法上的因果关系、保险法上的因果关系等,这是由不同领域下人们认定因果关系的目各不相同所决定的。对于侵权责任法而言,其因果关系认定的目的在于判断侵权诉讼中被告的行为与原告所遭受的损害之间是否具有因果关系,以此来认定被告是否应对原告承担赔偿责任并进一步确定具体的责任范围,其侧重考察的是被告的作为或不作为是否是原

[13] 中国证券监督管理委员会组织编译:《美国多得—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(中英文对照本下册),法律出版社2014年版,第94~97页。

告损害发生的原因,这与证券法领域惩戒违法行为并赔偿投资者损失的逻辑是一致的。^[14]可以说,证券领域的违规行为本质上都是特殊的侵权行为,我国损害赔偿的认定等方面也的确是才用了侵权行为的基本原则和思路,如最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》中明确将虚假陈述行为认定为“侵权”。^[15]因此本文认为,在构建我国证券法域外适用制度的合理边界时,可以借鉴侵权责任法上因果关系的认定规则去判断相关违规行为与我国境内市场或境内投资者遭受的损失之间在法律上的因果关系,从而确定与我国境内市场的实质联结程度。除了具备法理上的正当性以外,由于证券法的域外管辖适用不可避免地涉及国家之间的关系,处理国家间的关系必须考虑国际礼让原则,这在目前已是国际法上的一项基本共识,应当在我国证券法域外适用制度中予以明确。

三、当前我国跨境证券监管面临的具体问题研究

跨境证券监管问题源于各个国家和地区证券市场对外开放的实践,是资本要素在全球范围内跨境流动的产物。跨境证券监管问题之所以复杂,主要是由于各个国家和地区之间资本市场互联互通的模式呈现出高度差异化的特点。资本市场对外联通的具体模式是各参与方在全面考量政治、经济、外交、文化以及资本市场发展传统和发展阶段等各方面因素后权衡妥协的产物,有着深刻的国别烙印,较难总结出一套标准、普适的范式,更多地依赖于互联互通各方之间的协商与沟通。况且在实际开展跨境证券监管合作时,实际效果如何还将深刻地受到当时国际政治经济环境等外部因素的影响,不是单纯依靠事先建立的

[14] 参见周学峰:《论保险法上的因果关系——从近因规则到新兴规则》,载《法商研究》2011年第1期。

[15] 最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第27条规定,证券承销商、证券上市推荐人或者专业中介服务机构,知道或者应当知道发行人或者上市公司虚假陈述,而不予纠正或者不出具保留意见的,构成共同侵权,对投资人的损失承担连带责任。

协作机制就能解决的。可以说,证券市场对外开放模式是研究跨境证券监管问题的基础,不同的对外开放模式下各个资本要素跨境的方式都有所不同,这将对跨境证券监管中的一系列关键问题产生影响,如取得管辖权的基础、管辖权的范围、对违法违规行为的发现与识别等,结合上述方面的分析可以总结出不同模式下我国跨境证券监管分别面临的核心难题。

(一) 不同对外开放模式下我国跨境监管协作分别面临的核心难题

目前,我国资本市场对外开放的模式总体上可以分为两类:第一类是证券市场整体的对外联通,如“沪港通”“深港通”“沪伦通”,此类模式的主要特点是由两地政府部门主导推动,双方证券监管部门和交易所事先在证券的发行上市、交易结算、信息披露、投资者保护等市场基础制度上作出协调安排,为便利两地资本要素双向流动搭建一个专门平台,两地资本要素在此平台上流动能够享受特殊便利,如我国证监会针对证券公司参与“沪港通”业务、香港上市公司向境内原股东配售、税收政策等问题单独或联合有关部门发布了专项规定。第二类是个别资本要素的对外联通,如境内企业赴海外上市、海外红筹企业回归等,主要特点是资本要素的流动纯粹是市场主体的单独行为,企业或个人将完全以外国人的身份参与到境外资本市场中去,适用境外资本市场关于外国人的一般性规定,相比于前一种模式,此模式下的跨境行为更像是市场主体单枪匹马赤膊上阵,无法享受政府主导下资本市场整体联通带来的制度便利。

具体来说,“沪/深港通”是我国境内投资者跨境“走出去”,“沪伦通”是上市公司通过在对方证券市场发行存托凭证的方式间接实现跨境上市,红筹企业回归、境内公司海外上市则是公司本身跨境,跨境方式的差异直接决定了我国境内证券监管部门对相应上市公司违法违规行为取得管辖权的基础是不同的,除“沪/深港通”模式下我国境内证券监管部门是以“保护我国境内投资者合法权益”作为联结点、通过证券法的域外适用而取得管辖权之外,其他模式下由于相应上市公司或是注册在我国境内、或是在境内上市、或是因在境内发行证券产品而间接成为我国境内上市发行人,我国境内证券监管部门基于属地管辖原

则而当然取得管辖权。^[16]

在因证券法域外适用而取得管辖权的情况下,我国境内证券监管部门的管辖权仅限于有限范围内的行为监管,即因损害了我国“境内市场秩序”或“投资者合法权益”而与我国境内产生联结的特定行为,除此之外均不在我国证券法的管辖范围。域外适用意味着行为人位于我国境外,我国境内证券监管部门在缺乏对行为人日常监管的情况下,是很难主动发现或是事先预防相应违法违规行为的。从目前实践来看,我国证券监管部门对此类违法违规行为的发现几乎完全依赖于上市公司母国证券监管部门的信息共享。除了对违法违规行为线索的发现不便、处于被动之外,还存在对违法违规行为的识别障碍。由于不同国家和地区的证券法律规定有所差异,对于相应行为是否构成违法、行为性质的严重程度等方面的理解并不完全相同,这既会直接影响双方在后续调查取证阶段执法协作的配合程度,同时也给市场留下了监管套利空间,不利于防范并打击证券违法行为。因此,如何及时知悉并掌握违法违规线索、有效打击证券违法行为是跨境证券监管中的一大难题(见表1)。

表1 现有不同对外开放模式下的跨境证券监管问题

对外开放类型	对外开放具体模式	境内监管部门取得管辖权的基础	管辖权的范围	违法行为的发现与识别	跨境证券监管中的核心问题	
证券市场整体对外联通	沪/深港通(投资者跨境)	域外适用	证券法层面的行为监管	被动发现	境内监管部门对违规线索难以主动发现,且两地监管规则的差异可能影响对违规行为的识别	与监管对象母国在调查、取证、送达与执行等方面的执法协作难题
	沪伦通(产品跨境)	属地管辖	证券法层面的主体监管	主动发现	不同上市地的证券监管部门同时拥有证券法层面的主体监管权,可能带来的重复监管与监管冲突	

[16] “沪/深港通”是双向开放模式,但对于“沪/深股通”而言,由于不涉及我国上市公司跨境,因而不存在对上市公司的跨境监管问题,本文暂不作讨论。

续表

对外开放类型	对外开放具体模式	境内监管部门取得管辖权的基础	管辖权的范围	违法行为的发现与识别	跨境证券监管中的核心问题	
个别资本要素对外联通	红筹企业回归	属地管辖	证券法层面的主体监管	主动发现	同上	
	境内上市公司海外上市	属地管辖	证券法层面的主体监管	主动发现	同上	
	境内非上市公司海外上市	属地管辖	公司法层面的主体监管	被动发现	不会产生证券法层面的冲突	

与前者不同的是,在属地管辖的情况下,我国境内证券监管部门对于相应上市公司拥有证券法层面的主体监管,即上市公司的行为只要违反了我国证券相关法律规定,我国境内证券监管部门即对其享有管辖权。由于行为人位于我国境内,其从事的证券相关行为就在我国证券监管部门的日常监管范围内,因此在对违法违规行为的发现与识别方面不存在障碍。但问题在于,诸如伦交所上市公司、红筹企业以及其他境外上市公司等在进入我国资本市场后面临着交叉上市的问题,即不同上市地的证券监管部门对上市公司均拥有证券法层面的主体监管权,各自依据本国或本地区的证券法律规范对其进行监管,由此带来重复监管与监管冲突的问题。若是缺乏有效的跨境监管协作安排,无疑将大幅提高上市公司的合规成本以及监管部门的监管成本,造成市场和监管资源的浪费,这是上市公司交叉上市模式下跨境证券监管面临的核心问题。此外,无论是何种对外开放模式,都存在我国证券监管部门与上市公司母国在调查取证、送达与执行等方面的执法协作问题。

(二) 违法行为的发现与识别问题

关于跨境证券监管中对违法行为的发现与识别问题,证监会于2017年查处的“沪港通”操纵市场第一案是一个很好的实践素材,大陆与香港证监会在此案件中的良好协作与配合或许可提供一定解决之道。大陆与香港地区跨境监管协作的成功之处主要为以下两点,可供未来我国与其他国家和地区开展跨境证券监管协作时参考:

第一,跨境监管中的线索发现与信息通报。考虑到跨境证券违法行为通常具有隐蔽性与复杂性等特点,两地证监会在跨境监管协作方面尤其重视对证券交易活动的监察力度,扩大证券违规行为的线索来源,以及在发现相关涉嫌违法行为后及时进行信息共享与通报。同时,在以交易结算地为主要联结点确定管辖权的前提下,给予股票上市地一方监管部门充分尊重,即在拥有管辖权一方监管部门启动调查时,须与股票上市地监管部门事先协商,以最大限度地协调两地在跨境监管协作中可能存在的利益冲突。

第二,跨境监管中的协助与联合调查。对跨境证券违法行为的一大监管难题在于调查取证难,由于不同国家或地区的监管主体只能在各自的管辖范围内实施调查取证行为,而跨境证券违法线索通常不会只存在于一方管辖范围内,那么双方监管主体在调查取证方面互相提供协助就显得尤为重要,但这种协助只限于各自的法律权限范围内,“沪港通”模式下大陆与香港证监会正是明确规定了协助调查的相关安排。此外,当出现案件重大复杂,或有利于投资者保护,或两地对是否应当就某一项涉嫌违法行为进行调查产生意见分歧等情形下,大陆与香港证监会还可以启动联合调查。

(三) 多重监管与管辖冲突问题

目前,我国在与境外证券市场开展互联互通的过程中秉持了从严监管的态度,即在监管对象符合其母国监管标准的基础上,还要求其应满足我国证券监管机构的监管规定。“沪/深港通”模式下,“沪/深股通”投资者进行证券交易活动应当同时符合内地和香港方面的监管规定;“沪伦通”模式下,上海证券交易所目前已发布了八项业务规则,专门就伦敦证券交易所(以下简称“伦交所”)上市公司在上交所发行存托凭证的上市预审核、上市交易、交易收费、做市业务等方面作出了详细规定。一方面,这一严格的监管模式虽然有利于保障我国资本市场在双向开放过程中的安全与稳定,但另一方面可能导致因双重监管标准带来的合规成本过高以及监管规则冲突等问题,从而削弱我国资本市场对境外主体的吸引力。事实上,一国的证券法律体系是该国资本市场发展、政治体制、法治理念、社会文化环境等因素综合作用的产物,带有深刻的国别特色,在资本市场开放过程中彼此之间产生冲突和摩擦既是难以避免也是

难以调和的,要让任何一个国家就此让渡本国的管辖权或修改本国的证券法律以消除冲突几乎是不可能的,通过探索适当的跨境证券监管协作机制从而达到有效协调两国监管冲突的效果,不失为一个明智之举。纵观各国的跨境证券监管协作实践,比较成功的模式是建立双边或多边互认体系。相互认可机制是两个或多个国家之间达成协议,在协议范围内每个国家都承认其他参与国的监管法规、监管措施及监管机构能够充分替代本国的监管,上市公司根据其已在母国适用的监管规则,就可以在东道国享受部分或全部监管豁免。^[17] 相互认可并不要求具体规则的“相同”,而是侧重于对各国的监管要求进行整体性比较,对于监管效果相当的部分在本国内予以豁免,既能够节约各国在监管规定方面进行实质性协调而带来的巨大成本,又能够最大限度地为国内监管预留空间。^[18]

从目前世界各国和地区的实践来看,主要有以下几种互认形式:(1)欧盟超国际机构多边认可机制。具体说来,欧盟委员会制定并发布了一系列指令作为共同的监管底线,各成员国必须保证其国内的监管规定只能比该共同监管底线更为详细和严格。欧盟的超国家机构多边认可机制通过多边解决机制来处理执行问题,即各国赋予欧盟委员会和欧洲法院进行实质性监管、执行和争端解决的能力,从而确保多边认可机制的有效执行。(2)美国与加拿大建立了有限的双边认可机制。美国或加拿大发行人在满足“确认等效”和“有限期间”两项条件后,其根据母国法律编制的招股说明书在取得母国监管机构的审查认可后,即可直接在东道国注册生效。^[19] (3)美国与欧盟的证券监管互认机制,也称“替代性遵守”。替代性遵守与互认机制在很大程度上是相同的,也要求监管标准的可匹配性,美国只要就某些最低监管标准与欧盟达成一致,同时容忍一些非实质性差异的存在,欧盟发行人最终将由欧盟证券监管机

[17] See Pierre - Hugues Verdier, *Mutual Recognition in International Finance*, Harvard International Law Review, Vol. 52, 2011.

[18] 参见马其家、涂晨:《论国际证券监管中的相互认可机制及我国国际板的借鉴》,载《厦门大学法律评论》2015年第2期。

[19] See Tzung - bor Wei, *The Equivalence Approach to Securities Regulation*, Northwestern Journal of International Law & Business, Vol. 27, 2007.

构而非美国证券交易委员会(以下简称 SEC)监管,相当于美国在替代性遵守框架下将部分监管权让渡给欧盟。当然,此种安排应当是建立在互认互惠的基础之上。^[20]

值得一提的是,监管协调在维持互认机制中扮演着非常重要的角色。监管协调由信息共享、联合监管、调查、咨询和联合执法等方面构成。例如,欧洲证券监管委员会通过促进欧盟各成员国之间的监管合作,满足了各国监管协调的要求,对保障欧盟内部跨境证券监管协作的有效落实起到了重要作用;又如,美国与欧盟证券监管者进行了多次监管合作与对话,对双方的监管协作作出一定调整,SEC 与欧盟内部成员国签订了多个执法领域的双边谅解备忘录,以达到有效协调冲突性监管要求的效果。

四、新形势下提升我国证券监管执法水平的相关思考

《证券法》的立法期待与进一步提高我国资本市场对外开放水平的实践目标均对我国跨境证券执法水平的提升提出了迫切需求。如前文所述,证监会执法手段的不足是当前我国证券监管的一块重要“短板”,要提升跨境证券执法水平,最根本的是提升我国证券监管部门自身的执法能力,这是我国深度参与全球性跨境证券监管协作框架的前提和基础。

(一) 夯实证券监管执法的合法性基础

《证券法》丰富了我国证监会的执法权限,理论上增加了证监会在查处违法违规行为时的手段和工具,但这能否在事实上提升我国证券监管执法水平则还取决于具体如何落实。更大的权力意味着更大的责任和更高的执法风险,《证券法》允许我国证监会将限制当事人证券交易的时间最长延至 6 个月、限制相关涉案人员出境等权力,这在进一步丰富证监会执法权限方面无疑是一个重大突破。但此类紧急措施由于涉

[20] 参见肖奎、程宝库:《纽约证券交易所与泛欧证券交易所合并背景下美国跨境监管的路径选择》,载《南方金融》2015 年第 8 期。

及对个人自由交易权和基本人身自由的限制,证监会在实际行使时必须抱着高度谨慎的态度,只有在具有充分的理由和依据,并履行严格、规范程序的前提下才可行使,否则将面临极高的执法风险。因此,我国证监会应当尽快研究制定行政执法程序性规范,尽可能明确采取各类执法手段的具体适用情形、执法程序以及执法对象可采取的救济措施等,不断提高稽查执法工作的规范化程度,坚持依法、公正、规范执法,构建规范透明、高效有力的稽查执法体系,确保相关执法手段实施的合法性、必要性与正当性。

(二) 深化行政刑事执法协作机制

SEC 拥有强大的独立执法权。在对涉嫌违法行为进行调查时,SEC 只要基于正当目的(可仅仅出于怀疑证券法已被违反,或者为确信证券法未被违反)便可展开调查,其调查对象和范围以“违反证券法相关”为标准,不受管辖范围限制,向第三方开展调查时无须通知“被调查方”,可以通过签发传票(subpoena)强制证人出庭作证或者提供证据资料。^[21] 尽管《证券法》第 170 条扩大了证监会的执法权,但无论是询问当事人、要求报送文件还是查阅材料、查询账户等执法手段,均要求满足“与被调查事件有关”的标准,证监会在具体执法时要有充分的理由和依据,否则可能遭到被调查对象的质疑,可见,相比于 SEC,我国证监会的执法权限还是非常有限的,被严格限定在《证券法》授权的框架范围内。

为了平衡证券监管行政执法手段的不足与查处证券违法行为之间的矛盾,我国证监会在现行法律框架内探索建立起了行政刑事执法协作机制,借助刑事执法的力量弥补证监会执法权限的不足。具体而言,以 2006 年 3 月中国证监会与公安部联合发布的《关于打击证券期货违法犯罪中加强执法协作的通知》和 2011 年 4 月最高人民法院、最高人民检察院、公安部、证监会联合发布的《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》为代表,证监会与公安机关主要在案件移送、联合办案、信息共享协查等方面建立起了执法协作机制,在及时查处并惩戒证

[21] See William R. McLucas, J. Lynn Taylor & Susan A. Mathews, *A Practitioner's Guide to the SEC's Investigative and Enforcement Process*, Temple Law Review, Vol. 70, 1997.

券违法行为、提高证券违法犯罪行刑衔接效率等方面起到了重要作用。目前实践证明这一协作机制是十分有效的,为遵循《证券法》加大对违法违规行为的追责打击力度、大幅提高违法违规成本的立法精神,有必要进一步深化行政刑事执法协作机制,特别是加大案件移送和刑事追责力度。同时也应当看到,证监会与公安机关的执法协作一定程度上是证监会在现有法律框架下解决其调查执法权限不足的一项变通之举,最理想的状态是像 SEC 一样拥有独立的调查权,即只要涉嫌违法证券法,证监会就可以在不依靠任何其他部门的情况下独立行使调查执法权,这可以作为完善我国证监会行政执法权的一项长期目标。

(三) 加强与司法部门的执法协作

在提升执法能力方面,我们还可以借鉴 SEC 的做法,通过加强证监会与司法部门在调查取证环节上的配合协作,进一步提升证券监管执法的合法性与有效性。SEC 强大的执法能力是美国证券监管的核心与关键所在,一个重要表现是司法部门对 SEC 行使调查权和强制执行权提供坚实保障。《2010 年华尔街改革法》第 929E 条授权 SEC 可以向法院申请签发在美国全境适用的、要求相关人员出庭作证或者提供证据资料的传票,扩大了人员范围,有力地保障了调查的展开和成效;此外,一旦当事人不履行 SEC 发出的调查令或者行政裁决等最终处理决定,SEC 可以请求法院发出强制执行令,强制当事人履行。当事人如不予遵守,将构成藐视司法罪(judicial contempt),可处以罚金或者拘役,以刑事制裁为后盾的强制执行,保障了 SEC 执法决定的实现。^[22] 例如,在 SEC v. Banca Della Svizzera Italiana 案中,在 SEC 对涉嫌内幕交易进行调查的过程中,起初本案被告 BSI 拒绝向 SEC 配合提供相关信息,一度成为 SEC 对本案监管的一个关键难题,于是 SEC 根据与司法部门的协作安排向法院请求判令被告对 SEC 的质询作出完整答复,法院经审理认为 SEC 的请求是合法且适当的,因此,判决要求 BSI 对 SEC 的质询作出完整回复,使 SEC 得以对本案中涉及的内幕交易成功取证并进行了行政

[22] 参见洪艳蓉:《证券执法的制度价值及其实现——来自美国的经验借鉴》,载《北大法律评论》2016 年第 1 期。

处罚。^[23]

在我国,证监会与司法部门在查处和打击证券违法违规行为方面的配合协作还较为有限,目前已有的协作机制主要为2014年12月最高人民法院与中国证监会联合发布了《关于加强信用信息共享及司法协助机制建设的通知》,通过加强执行联动机制建设实现对被执行人证券信息的查控,并在证券行政许可等环节对失信被执行人予以限制或者约束;又如,最高人民法院、最高人民检察院、公安部和中国证监会联合发布的《关于查询、冻结、扣划证券和证券交易结算资金有关问题的通知》,主要目的是规范证券公司和证券登记结算机构为司法部门查询、冻结、扣划证券和证券交易结算资金提供司法协助。可见,目前我国证券监管领域行政与司法力量的配合主要是单向的,即更多体现为证券执法部门为司法部门进行调查取证与裁判执行提供配合协助,司法对行政执法的助力却还十分有限。相比于司法机关,作为行政监管主体的证监会在调查取证的手段和方式上存在固有限制,随着证券违法违规行为的复杂性与隐蔽性不断提升,同时证监会的执法能力被赋予更高的法律期待,证监会在具体执法过程中将难免会面临力不从心的难题,如果司法部门能够在对证监会的执法协助请求经审查认为合法且适当后提供必要支持,那么将对证监会执法能力的提升大有裨益,也能够增强证监会执法的合法性与正当性,大大地降低证监会的执法风险。

(四) 加强证券系统内的监管协作

此外,我国证监会还应当加强证券系统内监管协作水平,尤其应当注重提升证券行业自律组织的自主性与协同性,充分发挥证券交易场所、证券登记结算机构、市场运行统计监测机构等在及时发现市场违法违规线索、监测市场风险等方面的先天优势,在证监会的统筹协调下充分发挥好自身的职能特色。尽管我国目前在行业自律组织方面的设置已较为齐全,但这些自律组织相互间的协同性还有待加强,且尚未与行政监管形成合力。美国行业自律组织规模之庞大、权威性之高也是我国

[23] 参见刘远志:《美国跨境证券交易执法及启示》,载《证券法苑》(第18卷),法律出版社2016年版。See SEC v. Banca Della Svizzera Italiana and Certain Purchasers of Call Options for the common stock of St. Joe Minerals Corporation, 92F. R. D. 111 D. C. N. Y., 1981.

资本市场改革发展的一个典范。在美国,法定自律监管组织包括美国金融监管局(以下简称 FINRA)和美国公众公司会计监督委员会(以下简称 PCAOB),二者均实行行业付费模式并接受 SEC 监管,2018 年两支监管队伍超过 8000 人,比 SEC 人数的两倍还要多。FINRA 是美国最大的证券业自律监管机构,以投资者保护为宗旨,仅 2018 年一年,FINRA 共针对损害投资者权益的不当市场行为采取了 921 项纪律处分,作出了高达 6.1 亿美元的罚款,要求赔偿投资者损失共计 2.55 亿美元,移交 SEC 查处或提起诉讼的欺诈与内幕交易案超过 900 起;〔24〕 PCAOB 通过监督公众公司审计报告质量并打击重大审计失误等市场不当行为来保护投资者合法权益,2019 年 PCAOB 共针对违反相关自律规则和联邦证券法的不当行为作出了 30 项纪律处分决定,涉及 27 名会计师和 19 家会计师事务所。〔25〕 相比之下,我国行业自律组织在自律监管与市场约束力的发挥上还有很大的提升空间,尤其是在当前全球资本市场呈现出监管权能下移趋势、我国资本市场供给侧结构性改革不断深化的背景下,充分利用好自律组织的力量是进一步提升我国证券监管执法水平的重要方面。

五、完善我国跨境证券监管制度的具体建议

(一) 进一步夯实跨境证券监管的法律基础

提升跨境证券监管水平的根本在于夯实其法律基础,应当在《证券法》的框架下进一步明确并细化证券法域外适用制度。在许多外国法律学者看来,讨论法律的域外适用时更侧重于强调司法机关和执法机关对

〔24〕 载 FINRA 官网; <https://www.finra.org/about/what-we-do>, 2020 年 5 月 29 日访问。

〔25〕 载 PCAOB 官网; <https://pcaobus.org/About/Administration/Documents/Annual%20Reports/2019-PCAOB-Annual-Report.pdf>, 2020 年 5 月 29 日访问。

法律的适用,这种理解与普通法系下法官拥有造法权的法律文化密切相关。^[26]例如,在美国以判例法为主的体系下,当制定法规定不明确时,法官在判案时是可以通过合理揣测国会的立法意图从而解释并适用法律的;^[27]相比于法律创制,国际社会更关心证券法的执行问题。^[28]而在我国,司法和执法严格以立法为基础,因此,讨论我国证券法域外适用制度的完善,首先应当从立法层面探讨如何将证券法的强制约束力有效延伸至我国领域之外,明确域外法律适用的依据。

具体而言,要进一步完善我国证券法域外适用法律制度的立法,既要提高法律的确定性与可预期性,为执法和司法机关提供明确指导,又要确保相关法律规范不应当与国际法的基本理论与基本原则相冲突,建议由我国立法机关发布域外适用制度的细则性规定或相关指南,对于证券法的域外适用标准进行合理限缩。一方面,以对我国境内市场秩序或投资者权益保护产生“直接、重大、可预期”的影响作为判断是否与我国境内市场存在实质联结的标准,在具体理解适用时可参照我国侵权责任法上的因果关系理论;另一方面,应当明确将国际礼让原则作为我国证券法域外适用的一项基本原则,并可借鉴《美国对外关系法重述(第三版)》的做法,进一步列举在适用国际礼让原则时可参考的因素,如该管辖活动对于国际政治、法律、经济体系的重要性,该管辖活动与国际管理体系的吻合程度,其他国家在受管辖活动中所拥有的利益大小,与其他国家发生管辖冲突的可能性等。^[29]

(二)探索软法治理方式提升跨境监管协作水平

对于资本市场互联互通过程中的重复监管、管辖冲突,以及跨境执法协作障碍等问题,本质上都源于不同主权国家之间的利益冲突与文化

[26] Dr. Jennifer A. Zerk, *Extraterritorial Jurisdiction: Lessons for the Business and Human Rights Sphere from Six Regulatory Areas*, A Report for the Harvard Corporate Social Responsibility Initiative to Help Inform the Mandate of the UNSG's Special Representative on Business and Human Rights, 2010.

[27] 参见侯娅玲:《美国证券法对外适用的法律冲突与协调研究——寻求人民币国际化中我国证券法对外适用之镜鉴》,中南财经政法大学2018年博士学位论文。

[28] 参见彭岳:《美国证券法域外管辖的最新发展及其启示》,载《现代法学》2011年第6期。

[29] See Restatement (Third) of The Foreign Relations Law of the United States § 403.

差异。由于一国的证券法律体系是该国资本市场发展、政治体制、法治理念、社会文化环境等因素综合作用的产物,是一国在长期实践发展中形成的国家利益在资本市场领域的集中体现,带有深刻的国别特色,要让任何一个国家在资本市场开放的过程中让渡本国的管辖权或修改本国的证券法律以消除冲突几乎是不可能的,而软法治理方式可以使各国在资本市场的力量博弈中相互妥协让步、逐渐稳定趋向在一个动态平衡的状态,是协调解决跨境证券监管协作难题的一个可参考路径。从已有的国际法实践来看,软法治理方式包括双边及多边跨境监管协作。^[30]

目前成熟资本市场普遍采用的双边认可机制是一种灵活、高效的双边监管协作方式。我国在与境外资本市场互联互通的过程中也可以借鉴类似做法,事先与对方达成最低一致性监管标准,并视情况额外附加一些监管要求,以达到保障我国资本市场平稳运行与降低市场主体双边合规成本的平衡。同时,签署谅解备忘录也是一种有效的双边协作方式,其优势在于可以为监管合作与非公开信息交换等问题按照符合国内法的方式建立清晰的机制,且对于实践中未能预见到的新问题,备忘录还能够为应对新的监管事项提供灵活高效的解决方案。

在多边监管协作方面,应当充分利用 IOSCO 的桥梁和纽带作用,加强与各成员国之间的协作与交流,同时深入研究国际组织制定和发布的准则、建议、报告等文件,吸收借鉴其中适合我国国情的先进理念和制度,并适时转化为国内立法,以进一步提升我国证券监管水平、更好地融入国际证券监管合作中。此外,应当持续关注并学习欧盟、美国、加拿大等成熟资本市场的跨境证券监管协作机制,深入研究这些国家在双向开放的过程中是如何平衡保护经济主权和加强跨境协作的,并根据我国的实际情况适当参考借鉴。

(三) 协同刑事、司法与自律监管力量提升监管执法水平

在提升监管执法水平方面,证监会除了要及时制定发布规范自身执法行为的程序性规则外,还可通过深化行政刑事执法协作机制、探索与

[30] 参见张晓静:《国际证券软法“硬化”问题评析》,载《东北大学学报》(社会科学版)2017年第4期。

司法机关建立协作机制等方式,借助外部力量弥补自身在执法能力方面的固有限制,在违法违规限缩共同发现、共同研判、信息共享、案件移送等方面充分发挥监管合力,加大对违法违规行为的查处与打击力度,在现行法律框架下尽可能发挥好证监会的行政执法职能,这同时也是证监会防范并降低自身执法风险、提升证券监管有效性与正当性的一个有效途径。此外,还应当充分利用好证券市场自律组织及证券系统内单位的力量,特别是在当前监管权能逐渐下移、证监会监管职能定位向“宏观审慎+微观监管”转型的趋势下,未来交易场所、证券登记结算机构、市场运行统计监测机构、行业协会等将在及时发现证券违法违规线索、实时监测市场运行、识别市场风险以及强化市场约束等方面具有明显优势,证监会应当在宏观上做好统筹协调,明确各市场自律组织及系统内单位的职能定位,完善违规线索与市场风险发现之后向地方证监局及证监会的报告移送机制,提升自律监管的及时性、有效性、权威性及其与行政监管的协同性。在条件成熟时,甚至可以考虑允许证监会将部分违法违规调查权和部分辅助性的执法事项委托给交易场所等自律监管部门执行,进一步丰富并完善我国证券监管执法的协作机制。

六、结语

随着我国对外开放向更高水平迈进,跨境证券监管越来越成为我国证券监管中的一项重要内容,《证券法》对跨境证券监管制度的完善是十分必要且及时的。本文从《证券法》对跨境监管制度的构建入手,结合当前我国证券市场的发展实践,并主要参考借鉴美国证券监管的成熟经验,研究在现行法律框架下我国跨境证券监管可能面临的现实难题并尝试提出解决方案:一是关于证券法域外适用边界不够明确的问题,建议尽快出台配套的法律细则,对域外适用标准进行合理限缩;二是在当前我国证券市场各类对外开放模式下,跨境证券监管各自面临不同的核心难题,主要表现为因不同国家和地区证券法律制度的差异而带来的违规行为难发现、难识别,以及重复监管、监管冲突等,关键是要加强相互之间的理解与沟通,可以探索通过软法治理提升跨境监管协作水平;三

是在提升我国自身的证券监管执法水平方面,继续协同刑事、司法与自律监管的力量,充分发挥监管合力,加大执法力度,贯彻落实好新《证券法》大幅抬高违法成本、切实保护投资者合法权益的立法精神。

(编辑:宋澜)