

美国股票融资交易监管：规则与实践的演进

The Evolution of Securities Credit Regulation in the U. S.

刘 燕 陈陌阡

LIU Yan CHEN Mo-qian

【摘 要】 股票融资交易——包括场内融资与场外配资——是证券市场加杠杆的交易模式，也因其给市场主体带来的个别风险与系统性风险而成为金融监管的对象。1934至1971年，美国历时30多年完成了股票融资监管规则框架的建构，总的监管思路是疏而非堵。“杠杆率控制”和“信息披露”作为两个基本的监管对策统一适用于场内融资与场外配资，它们在给市场保留了融资交易空间的同时，也使监管当局得以掌控整个市场的杠杆规模，以应对潜在的风险。在金融分业监管的格局下，对股票融资交易的监管非某一家监管机构之责，而是需要各监管机构的分工协作，包括央行、其他银行业监管机构、证券监管机构、交易所以及司法机构等。这样，从证券融资交易的日常监管，到事后给予行政处罚，追究刑事责任或民事责任，都有相应的实施机制。

【关键词】 股票融资交易 杠杆率 美国监管模式 T规则 U规则

【中图分类号】 DF438.7 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206 (2017) 02-0063-22

Abstract: Securities credit transactions, both in the field and over-the-counter, are the leverage trading in securities market. These transactions have been under regulation for years because of the firm-specific risk and systemic risk caused by them. From 1934 to 1971, the United States completed the regulatory framework construction of the rules of securities credit transactions. The overall regulatory consideration is dredging rather than banning. Margin requirements and information disclosure are the two basic regulatory methods applicable to brokers, dealers, banks and other persons, which help the regulatory authorities to grasp the whole picture of the leverage scale of the market to check the potential risks while leaving space for the market force. In the separate pattern of financial supervision, securities credit transactions are not limited to the regulation of one specific authority. They need the collaboration and cooperation of every relevant authority, including central bank, other banking supervisory agencies, securities supervisory agencies, exchanges and judicial institutions. Besides, there are corresponding enforcement mechanisms for the securities credit transactions in daily supervision and ex-post administrative penalty, criminal and civil liability.

Key words: Securities credit transactions Leverage ratio Regulatory model in the US Regulation T Regulation U

【收稿日期】 2016-12-23

【作者简介】 刘燕，女，1966年1月生，北京大学法学院教授，研究方向为金融法、公司财务；陈陌阡，女，1994年6月生，北京大学法学院硕士研究生，研究方向为金融法。

本文为美国场外配资监管研究系列之第一篇，其余三篇分别为：1.《实质重于形式——美国场外配资监管规则评介》；2.《商业诚信与监管套利之间的取舍——中美场外配资司法实践的比较》；3.《美国场外配资规则如何适用于杠杆收购》。

从2015年夏股灾中的场外配资,到2016年夏宝万之争中的资管计划,中国证券市场充分见证了杠杆的力量,也承受了杠杆带来的巨大风险。以交易结构观之,杠杆是市场主体通过股票融资交易(又称股票信用交易, securities credit transactions)来实现的,即炒股者或者收购者通过借款或以其他方式融资,继而在二级市场中购买和持有股票。杠杆有助涨助跌之功效,不仅使投资人在股市暴跌时损失更为惨重,还可能因解杠杆的连锁效应给整个市场带来系统性风险,因此需要监管层面的回应。

金融分业监管的现状,给股票融资交易的监管带来了两个特殊的挑战:一是交易本身贯穿证券市场与信贷市场两个不同的金融板块;二是正规金融之外的民间借贷也深度涉入其中。这也意味着,股票融资交易不仅是一个金融混业现象,而且也在模糊传统金融监管的边界。或许正是由于上述因素,迄今管理层尚未对股票融资交易的监管模式提出明确的设想。

他山之石,可以攻玉。在美国,1929年华尔街股市泡沫破灭引发此后长达数年的大萧条和西方国家普遍的经济危机,过度的证券融资导致的投机狂热被认为是危机的一个主要原因。证券监管由此诞生,《1934 证券交易法》授权美联储对证券融资的额度及相关事项制定规则——美联储先后形成 T 规则、U 规则、G 规则及 X 规则——并赋予证券交易委员会对违反此类规则的行为进行行政执法的职能。这种双峰监管模式以及相应的监管措施延续至今,已达半个多世纪,或许能给我国股票融资交易的监管提供有益的启示。

一、美国股票融资交易监管产生的背景

(一) 美国股票融资交易的兴起与 1929 年华尔街股灾

股票融资交易在美国有悠久的历史。1812 年二次独立战争之后,美洲大陆开始兴起铁路、运河等基础设施建设热潮,需要大规模的外部融资,为购买和持有证券而进行的借贷活动也开始盛行起来。^{〔1〕} 股票投资者从证券经纪人处借款,相应地,证券经纪人从银行和其他途径借入“看涨贷款”(call loan)或称“通知即还贷款”(street loan),该贷款由证券经纪人或其客户持有的市场化的、高流动性的证券担保,可以根据出借人或者借款人的需要即时偿还。由于该贷款的利率较高,贷款的资金一直有稳定的来源。^{〔2〕} 此外,因资金有限无法进入华尔街或芝加哥等正规证券、期货交易场所的普通民众,则涌入具有赌博性质的场外经纪行(bucket shop)进行小额证券期货交易,这些交易一般都采取保证金交易的方式。^{〔3〕}

19 世纪末期,看涨贷款已成为纽约货币市场的重要组成部分。到 20 世纪早期,看

〔1〕 See Peter Fortune, Security loans at banks and nonbanks: Regulation U, *New England Economic Review*, Vol. 33, No. 4, 2002, pp. 20~21.

〔2〕 See Comment, Application of Margin Requirements to the Cash Tender Offer, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 116, No. 1, 1967, pp. 103~104.

〔3〕 See David Hochfelder, "Where the Common People Could Speculate": The Ticker, Bucket Shops, and the Origins of Popular Participation in Financial Markets, 1880—1920, *The Journal of American History*, Vol. 93, No. 2, 2006, pp. 335~358. 由于政府的执法行动以及华尔街等正规交易所降低投资者入场交易的门槛,此类经纪行在 1920 年代后逐渐消失。

涨贷款的额度与纽约银行的资金流密切相关：当银行存款增长时，看涨贷款的总量增加，并且通常股票价格也相应上涨；当银行存款减少时，看涨贷款的总量下降，并且通常股票价格也相应下跌。看涨贷款和股票价格的正相关性似乎表明，是看涨贷款的变化引致了股票价格的变化。^{〔4〕} 据估计，当时有90%~95%的纽约证券交易所的交易是保证金交易。^{〔5〕} 证券经纪人会向客户提供高达其购买股票价值90%的贷款，仅留下10%的额度以吸收亏损。^{〔6〕} 由于股票融资交易的推动，仅在1926—1929年间，纽约证券交易所的股票市值就从323亿美元攀升至698亿美元。^{〔7〕}

疯狂之后是股市的暴跌。1929年10月底华尔街股市崩盘，当时的统计数据显示，1929年10月4日，证券贷款（security loans）的数额接近峰值，总计166.6亿美元。而股市暴跌后的1930年6月30日，证券贷款已经显著减少，总计121.7亿美元。^{〔8〕} 之后的几年股票价格一直低迷，投资者以及贷款银行均损失惨重。

反思股市崩盘的原因，广泛存在的股票融资交易被视为罪魁祸首。人们认为，向投资者提供贷款使其能够买入更多的股票，这推高了股票的价格，而一旦股票价格转为下跌，贷款的平仓机制会助推其下跌得更猛——由于保证金率过低，股价的略微下跌就会导致保证金通知的发出，若借款人不能及时增加保证金，出借人就会将作为担保物的股票卖出，并引发股价的进一步下跌。

（二）交易所的自律规则

在股市崩盘前，美国一些主要的证券交易所就已经意识到，面对证券贷款的泛滥，需要设置自律规则。例如，纽约证券交易所在1913年指出，交易所的会员接受和为客户维持具有不合理或不充足的保证金的账户，是有害于交易所利益的，将会受到交易所的惩罚。^{〔9〕}

股市崩盘后的1931年，纽约票据交换所（New York Clearing House）改变交易规则，禁止会员为非银行客户提供证券经纪人贷款（brokers' loans）。^{〔10〕} 两年后，纽约证券交易所也对其会员设置了最低保证金要求，会员的客户至多能够借入相当于其持有证券价值的50%的资金，并在借款人持续持有证券期间保持此杠杆比率。该要求其后成为纽约证券交易所431规则（NYSE's Rule 431）。^{〔11〕} 不过，人们认为，这些自律规则不能从根本上解决结构性的问题，需要国会层面出台相关立法。

（三）国会立法与美联储—SEC双峰监管格局的确立

1934年，美国国会颁布了《证券交易法》（下称《1934证券交易法》），对证券市

〔4〕 参见前注〔1〕，Peter Fortune文，第21页。

〔5〕 See Note, Federal Margin Requirements as a Basis for Civil Liability, *Columbia Law Review*, Vol. 66, No. 8, 1966, p. 1463.

〔6〕 See Peter Fortune, Margin requirements, margin loans, and margin rates: Practice and principles, *New England Economic Review*, No. 3, 2000, p. 25.

〔7〕 参见前注〔2〕，第104页。

〔8〕 See Harold V. Roelse, Security loans in recent years, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 12, No. 3, 1930, pp. 109~110.

〔9〕 See Jules I. Bogen and Herman E. Krooss, *Security Credit: Its Economic Role and Regulation*, Englewood Cliffs, N. J. Prentice-Hall, Inc. 1960, p. 75.

〔10〕 参见前注〔1〕，Peter Fortune文，第27页。

〔11〕 参见前注〔6〕，Peter Fortune文，第27页。

场的交易秩序进行整肃,股票融资交易就属于整肃对象之一。《1934 证券交易法》旨在通过监管股票融资交易,遏制过度投机(speculation),从而消除造成大萧条的一个重要根源。

参众两院关于证券交易法立法的报告^[12]都引用了罗斯福总统在1934年2—3月间的两次重要讲话,强调遏制投机之意义:“在合法的投资领域之外,对于那些能负担和不能负担去赌的人,露骨的投机都显得太过诱人和容易。参与此类投机的,既有用薪水和微薄收入参与保证金交易、对涉及的股票的价值毫不知情的个人,也有坐拥众多通常非其所有的资源、通过操纵手段提升或打压股指远超合理区间的大量个人和公司,所有的这一切都使得普通的投资者蒙受损失,而他们本身并不清楚其中利害”^[13]。“美国人民的绝大多数已经充分意识到,不受监管的证券和商品投机是造成人为的、无根基的‘繁荣’的最重要的因素之一,而这个繁荣与1929年之后的惨淡境况关系颇深。”^[14]此外,参议院的另一份报告^[15]同时指出,保证金购买者以往的投机交易不受任何控制,对国家经济造成了和他们的人数极不相称的影响。他们的行为给证券价格带来明显波动,最终危及各种类型的善意投资者拥有的投资财产。^[16]

国会认为,立法控制股票融资交易的三个直接目的是防止贷款吸收、保护投资者以及避免股市波动。首先,贷款吸收(credit absorption)是指证券市场的投机狂热把本应该投入实体经济活动的资金都抽走了,导致实体经济活动的萎缩或萧条。众议院的报告^[17]指出,贷款不应从其他经济上更需要之处(例如商业或者农业)转向股市,尽管证券贷款的利率更高。其次,投资者应受到保护,通过限制其参与风险过高的保证金交易,可以使其免于在股市下跌时因股票被卖出而遭受损失,参议院的报告^[18]主要持这种观点,并提出应限制保证金比例。再次,过度贷款可能造成股票市场波动,因此应当禁止。不过,第三个目的虽在参议院^[19]的报告中有所提及,但不如前两个理由论述充分。^[20]参众两院的立法草案都遭遇了激烈辩论:部分人认为应当禁止普通的投资者通过借款购买证券,而另一些人认为市场的流动性需要一定的借款。^[21]

最终通过的《1934 证券交易法》是一种妥协,采纳了限制股票融资的杠杆率而非绝对禁止融资交易的规制思路,并授权联邦储备体系理事会(以下简称美联储)对新发

[12] See S. Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess. 3 (1934) and H. R. Rep. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 8 (1934).

[13] Roberta S. Karmel, The Investment Banker and the Credit Regulations, *New York University Law Review*, Vol. 45, No. 1, 1970, p. 61.

[14] 同上,第62页。

[15] See S. Rep. No. 1455, 73d Cong., 2d Sess. 11 (1934).

[16] 参见前注[5],第1463页。

[17] See H. R. Rep. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 8 (1934).

[18] See S. Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess. 3 (1934) and S. Rep. No. 1455, 73d Cong., 2d Sess. 11 (1934).

[19] See S. Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess. 3 (1934).

[20] See Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, sixth edition, Wolters Kluwer, 2011, pp. 1210~1211. 又可参见前注[2],第115页;前注[13],Roberta S. Karmel文,第61页。

[21] 参见前注[13],Roberta S. Karmel文,第62页。

放的证券贷款制定监管规则。与此同时,《1934 证券交易法》设立了证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission, 以下简称 SEC) 负责证券执法, 所有违反《1934 证券交易法》及其相关规则的行为都是 SEC 执法的对象, 美联储制定的股票融资规则即是相关规则之一。自此, 美国确立了美联储与 SEC 共同监管股票融资交易的基本格局。

二、从场内到场外——美国股票融资交易监管范围的扩展

根据《1934 证券交易法》的授权, 美联储先后于 1934 年、1936 年、1968 年、1971 年制定了 T 规则 (Regulation T)、U 规则 (Regulation U)、G 规则 (Regulation G) 和 X 规则 (Regulation X), 分别监管券商、银行、非银行出借人 (不包括券商)、境外贷款人提供的证券贷款。以我国语境观之 (尽管这种对应可能并不恰当), 券商提供的证券贷款属于场内融资范畴, 银行及非银行出借人提供的证券贷款则属于场外配资范畴。因此, 美联储的监管范围, 是从场内融资逐渐扩展到场外配资, 从券商扩展到银行, 最终扩展到全部非银行出借人。在这一过程中, 市场主体的规避行为与美联储的反规避措施是相伴相生的。

(一) 美联储的规则制定权

虽然《1934 证券交易法》直接设定了股票融资交易的杠杆率, 但美联储被赋予了相机调整的权力。国会认为, 美联储是最有经验和最适合的监管贷款的政府机关, 而且其已被授予类似性质的有关职能。美联储通过出色的专业能力, 很好地实行了包括贷款控制在内的各种货币政策。^[22] 因此, 《1934 证券交易法》在第 7 节^[23] 和第 8 节^[24], 明确授权美联储为防范证券贷款的过度使用 (excessive use) 对证券贷款的额度及相关事项制定监管规则。《1934 证券交易法》第 7 节设定了基础的杠杆率指标^[25], 但美联储可以为了商业和工业的便利调低保证金要求, 或者为了防止证券融资交易中过度使用贷款设定更高的保证金要求。^[26]

国会授权美联储制定具体规则的合宪性, 在 1942 年的 United States v. McDermott 案^[27] 中得到了确认。该案的被告是一家纽约证券交易所的会员券商的经理, 被控违反 T 规则向客户提供和安排贷款。被告则质疑《1934 证券交易法》对美联储授权的清晰性和法律效力。法院认为, 《1934 证券交易法》为美联储制定具体规则设置了确定的标

[22] See Collateral Lenders Committee, et al. v. Board of Governors of the Federal Reserve System, 281 F. Supp. 899; 1968 U. S. Dist.

[23] See 15 U. S. C. § 78g Margin requirements.

[24] See 15 U. S. C. § 78h Restrictions on borrowing and lending by members, brokers, and dealers.

[25] For the initial extension of credit, such rules and regulations shall be based upon the following standard: An amount not greater than whichever is the higher of— (1) 55 per centum of the current market price of the security, or (2) 100 per centum of the lowest market price of the security during the preceding thirty-six calendar months, but not more than 75 per centum of the current market price. See 15 U. S. C. § 78g (a).

[26] See 15 U. S. C. § 78g (b).

[27] See United States v. McDermott, 131 F. 2d 313; 1942 U. S. App.

准,以便实现国会宣称的立法目的。只要不违反宪法上有关立法权授予的禁令,国会可以授权具体的机关在上位法律允许的范围内决定何种情形是违法的。也即,国会立法指明政策和标准,美联储的具体规则填充细节、适应具体情况。

进一步,针对美联储对非银行出借人制定G规则的合宪性,1968年的Collateral Lenders Committee, et al. v. Board of Governors of the Federal Reserve System案^[28]给予了确认。该案的原告经营担保贷款生意,其挑战美联储制定的G规则是无效的、违宪的,因为一旦G规则实施,原告将立即遭受无法弥补的损害。法院认为,《1934证券交易法》7(d)对美联储监管非银行出借人提供了明确的授权,该授权并不违宪,美联储制定G规则是基于充分而合理的事实和调查,制定程序亦是合法的。法院最终认定,G规则是有效的、合宪的,原告应当调整自己的经营方式以便遵守G规则。

(二) T规则——监管券商对客户的证券融资

美联储首先于1934年制定了T规则(Regulation T, 12 C.F.R. § 220, 初名Credit by Brokers, Dealers, Members of National Securities Exchanges, 后改名为Credit by Brokers and Dealers)。T规则主要监管证券经纪人和证券交易商提供的证券贷款,对特定证券交易设定初始保证金要求(initial margin requirements)^[29]。T规则要求设置一个保证金账户(margin account)和四个特殊目的账户(special purpose accounts)^[30]:特殊备忘录账户(special memorandum account (SMA))^[31]、善意账户(good faith account)^[32]、证券经纪—交易商贷款账户(broker-dealer credit account)^[33]、现金账户(cash account)^[34],以便记录客户和贷款人之间的所有融资关系。T规则也涉及《1934证券交易法》对美联储授权范围内的其他相关交易,例如借入和借出证券。

T规则不排除任何交易所、全国性证券协会或贷款人施加额外的要求或者采取行动以便保护自身。^[35] 纽约证券交易所以及全国证券交易商协会(NASD)等都可以设定比美联储的初始保证金更严格的要求。实践中,纽约证券交易所第一次设定更严格的初始保证金要求是在1964年。^[36] 在Karna v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.案^[37]中,法院确定,纽约证券交易所431规则以及其他全国性证券交易所对保证金设定的规则在符合T规则的前提下是有效的,T规则对证券交易所的立法权授予不是不适当的。此外,证券交易所以及全国性证券协会等自我监管机构(self-regulatory organizations)以及券商还可以制定维持保证金要求(maintenance margin requirements)。

[28] 参见前注[22]。

[29] See 12 C. F. R. § 220. 1 (a).

[30] See 12 C. F. R. § 220. 1 (b) (1).

[31] See 12 C. F. R. § 220. 5.

[32] See 12 C. F. R. § 220. 6.

[33] See 12 C. F. R. § 220. 7.

[34] See 12 C. F. R. § 220. 8.

[35] See 12 C. F. R. § 220. 1 (b) (2).

[36] See Peter Fortune, Margin lending and stock market volatility, *New England Economic Review*, No. 4, 2001, pp. 8~9.

[37] See Karna v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 1982 U. S. Dist.

(三) U规则与G规则——监管银行以及其他贷款人对客户的证券融资

在20世纪20年代的华尔街股票投机热中,参与股票交易的投资者除通过券商安排融资外,也可以直接从银行获得贷款。当T规则生效后,随着保证金要求的提高,以同样数量的证券为担保,从券商处能够借到的钱和从银行能够借到的钱相差得越来越多,这就激励人们更多地涌向银行获得股票融资。为了使券商与银行处于法律和商业特性所允许的近似地位,便利美联储更好地控制证券贷款,^[38] 美联储于1936年制定了U规则(Regulation U, 12 C. F. R. § 221, 初名 Loans by Banks for the Purpose of Purchasing or Carrying Registered Stocks, 后改名为 Credit by Banks for the Purpose of Purchasing or Carrying Margin Stock) 监管银行提供的证券贷款。U规则通过设定担保物的最大贷款价值限制贷款的额度,并要求当事人进行信息披露。

不过,现实中除券商和银行外,个人、非金融类公司、贷款公司、储贷协会、保险公司等都在提供证券贷款,但这些非银行出借人并没有受到监管。而且,T规则和U规则规定的保证金要求越严格,借款人就越有激励从不受监管的来源获得贷款。例如,在1959年,一些专门从事融资业务的机构(统称为 factoring organizations) 提供极低保证金率(20%)的证券贷款,而当时T规则和U规则的保证金要求是90%。为应对此类现象,U规则在1959年进行了修改,要求任何日常业务包括提供目的贷款的人都需要向美联储提交报告,^[39] 当时约有200名出借人响应。^[40]

1962年5月28日,纽约证券交易所的股价出现崩盘,这是1929年股灾后发生的最大幅度的暴跌。虽然几天之后股价上扬,但这次崩盘还是引起了SEC的关注。SEC在1963年的关于证券市场的特别研究报告^[41]中指出,尽管不受监管的贷款仅占证券贷款的一小部分,且其中大部分是合法的,但不受监管的贷款在数量上仍是可观的。在1962年5月份的股市暴跌中,这些贷款支持的股票融资交易因过低的保证金率最早被发出保证金通知,平仓继而触发了更多的卖出,因此这些贷款仍可能造成股市动荡。在报告中,SEC特别关注到结算出借人(clearance lender),这类出借人提供的贷款的保证金率(10%~20%)远远低于同期T规则的要求(70%)。报告指出,结算贷款(clearance loans)就是为了规避T规则和U规则而设计出来的。^[42] 报告还指出,未被监管的贷款的使用者倾向于将其交易集中于相对少的几支股票上,使得其总量即便占比不高,仍会对市场造成巨大影响。报告建议,美联储应对提供证券担保贷款的非银行出借人进行监管。美联储接受了SEC的建议,并在调查的基础上制订了一个新的规则——G规则。^[43]

G规则(Regulation G, 12 C. F. R. § 207^[44], 初名 Credit By Persons other than

[38] 参见前注〔9〕, Jules I. Bogen and Herman E. Krooss 文, 第102页。

[39] 同上, 第141页。

[40] 参见前注〔22〕。

[41] See Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission.

[42] See Paul L. Kelly and John Micheal Webb, "Credit and Securities: The Margin Requirements", *The Business Lawyer*, Vol. 24, No. 4, 1969, p. 1166. 又可参见前注〔1〕 Peter Fortune 文, 第29~30页。

[43] 参见前注〔22〕。

[44] 由于G规则现在已被取消, 此法律编号目前另作其他用途。

Banks, Brokers, or Dealers for Purpose of Purchasing or Carrying Registered Equity Securities, 后改名为 Securities Credit by Persons other than Banks, Brokers or Dealers) 监管券商和银行以外的出借人提供的证券贷款。G 规则于 1968 年 2 月 1 日生效后发挥了很强的监管作用, 例如, 在 1962 年股灾中兴风作浪的结算贷款很快下降至不足非银行目的贷款的百分之一。^{〔45〕}

最初, G 规则比 U 规则更加严格, 随着美联储对非银行出借人有了更多的监管经验, 美联储逐渐修改 G 规则使其靠拢 U 规则。曾经, U 规则和 G 规则最主要的区分是基于《1934 证券交易法》8 (a)^{〔46〕} 对银行和非银行出借人向券商贷款的不同规定, 但 8 (a) 被 1996 全国证券市场促进法 [the National Securities Market Improvement Act (NSMIA) of 1996] 废除了, 这最终导致美联储在 1998 年废止了 G 规则, 并相应修改 U 规则, 使得 U 规则对银行和非银行出借人一体适用。^{〔47〕} 因此, 现在 U 规则的全称是 Credit by Banks and Persons other than Brokers or Dealers for the Purpose of Purchasing or Carrying Margin Stock, 即银行及证券经纪人、证券交易商之外的其他人为购买或持有保证金股票之目的提供的融资。

(四) X 规则——监管境外金融机构对美国客户的证券融资

在 20 世纪 60 年代, 美国证券市场投资者规避股票融资监管的另一种方式, 是通过境外主体借款或者开立证券融资账户。SEC 在 1963 年的特别研究报告中指出, 外国银行已成为规避法律的通道。一种典型的做法是, 美国银行向外国银行发放贷款后, 外国银行再向该美国银行的客户发放贷款。^{〔48〕} 1969 年发生的米高梅电影公司收购大战则提供了另一个例子。^{〔49〕} 收购方 Tracy Investment Company 通过从外国银行借款来为收购米高梅公司 (Metro-Goldwyn-Mayer) 融资, 而当时的股票融资交易规则都不能适用于外国银行, 因此收购方此举并没有违反相关规则。此交易及其背后的融资方式——从外国出借人处借入资金以收购在美国证券交易所上市的公司——引起了包括 SEC 在内的监管部门的高度关注。^{〔50〕} 除了从境外借款之外, 美国公民还可以通过外国证券经纪人设立离岸账户来规避 T 规则。^{〔51〕}

为了防止以上的法律规避行为, 美国国会在 1970 年对《1934 证券交易法》进行了

〔45〕 参见前注〔1〕, Peter Fortune 文, 第 31 页。

〔46〕 It shall be unlawful for any registered broker or dealer, member of a national securities exchange, or broker or dealer who transacts a business in securities through the medium of any member of a national securities exchange, directly or indirectly— (a) To borrow in the ordinary course of business as a broker or dealer on any security (other than an exempted security) registered on a national securities exchange except (1) from or through a member bank of the Federal Reserve System, (2) from any nonmember bank which……

〔47〕 See <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual97/ann97.pdf>, last visited Nov. 8, 2016.

〔48〕 参见前注〔1〕, Peter Fortune 文, 第 31 页。

〔49〕 See Metro-Goldwyn-Mayer, Inc. v. Transamerica Corp., et al., 303 F. Supp. 1354; 1969 U. S. Dist.

〔50〕 See UNITED STATES of America v. WEISSCREDIT BANCA COMMERCIALE E D'INVESTIMENTI, Rolando Zoppi and Andre Backar, 325 F. Supp. 1384; 1971 U. S. Dist.

〔51〕 参见前注〔1〕, Peter Fortune 文, 第 31 页。

修改,在第7节增加了(f)^[52]。据此,美联储于1971年制定了X规则(Regulation X, 12 C. F. R. § 224, 初名 Rules Governing Borrowers who Obtain Securities Credit, 后改名为 Borrowers of Securities Credit), 监管美国人及其代理人从境外借款以规避T规则和U规则的行为。需要指出的是,与T规则和U规则的监管角度不同,X规则关注的重点不是出借人,而是借款人。无论是美国人,还是受美国人控制的外国人、代表美国人行事的外国人、与美国人联合的外国人,只要在美国之外获得贷款以便买入或者持有美国证券,或者在美国之内获得贷款以便买入或者持有任何证券,都受美联储的保证金规则的监管。^[53]

三、美国股票融资交易监管的主要措施

从T规则到U规则,美国股票融资交易监管的核心内容有两方面,一是杠杆率限制,即融入资金和自有资金的比例不得高于1:1,不论是场内融资还是场外配资业务,其杠杆率限制都是一致的;二是信息披露要求,证券融资的出借人和借款人都负有信息披露的义务,以便监管者从宏观上把握证券融资的总体规模。

(一) 贷款额度限制

T规则和U规则虽然都采取了1:1的杠杆比例限制,但是表述方式不同,体现出银行放贷和券商计算头寸的不同业务模式的特点。

T规则通过规定保证金账户中每一证券头寸所需要的保证金,来限制贷款的规模。针对不同品种的证券以及买空卖空,T规则设置了不同的保证金比例,同时允许交易发生地的规制机关设置更严格的要求。例如,保证金权益证券需要的保证金是其市场现值的50%或者交易发生地的规制机关设定的百分比中的较高者;而卖空证券的保证金是证券价值的150%。^[54]

与T规则的表述不同,U规则规定,出借人不得超过担保目的贷款的担保物的最大贷款价值(maximum loan value)提供贷款。^[55]最大贷款价值是由美联储指定的特定种类担保物的市场现值的某一百分比。^[56]这一百分比在过去的几十年间变化很大,从0%(即不得融资)到60%不等。目前的规定是:任何保证金股票的最大贷款价值是其市场现值的50%;非保证金股票的最大贷款价值,以及除看涨期权、看跌期权或者其

[52] 15 USCS § 78g (f) Unlawful receipt of credit; exemptions. (1) It is unlawful for any United States person, or any foreign person controlled by a United States person or acting on behalf of or in conjunction with such person, to obtain, receive, or enjoy the beneficial use of a loan or other extension of credit from any lender (without regard to whether the lender's office or place of business is in a State or the transaction occurred in whole or in part within a State) for the purpose of (A) purchasing or carrying United States securities, or (B) purchasing or carrying within the United States of any other securities, if, under this section or rules and regulations prescribed thereunder, the loan or other credit transaction is prohibited or would be prohibited if it had been made or the transaction had otherwise occurred in a lender's office or other place of business in a State.

[53] See 12 C. F. R. § 224.1 (a), (b).

[54] See 12 C. F. R. § 220.12.

[55] See 12 C. F. R. § 221.1.

[56] See 12 C. F. R. § 221.2.

组合以外的所有其他担保物的最大贷款价值是其善意贷款价值 (good faith loan value)。“善意贷款价值”这一术语表示一个出借人进行合理的判断后会出借的数额,但最大不超过担保物 100% 的市场现值,^[57]且在判断时不考虑客户在不相关交易中作为担保物的其他资产。此外,除符合保证金股票要求的期权之外,看涨期权、看跌期权或者其组合没有贷款价值。^[58]

虽然《1934 证券交易法》授权美联储可以对券商及银行、非银行出借人规定维持保证金,但 T 规则和 U 规则都仅规定了初始保证金 (initial margin),没有规定维持保证金 (maintenance margin)。其原因是,美联储希望控制的是投机带来的贷款量的增长,而股价发生下跌时投资者的保证金虽然会受损,但投资者使用的仍是最初获得的贷款,因此不会增加贷款量。^[59]不过,证券交易所和金融业监管局 (the Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)^[60]等自我规制机构均制定了维持保证金要求。例如,金融业监管局要求,保证金账户中的权益 (购买的保证金证券的市场现值扣除客户对券商的负债) 应一直保持在证券的市场现值的 25% 以上;如果不足,券商就会向客户发出追加保证金的通知,如果客户没有追加足够的保证金,券商会卖出相应的证券使得保证金账户中的权益保持在证券市场现值的 25% 以上。^[61]此外,券商为了自我保护,还可以在 T 规则、证券交易所和金融业监管局的保证金要求的基础上,设定更严格的保证金要求。实践中,券商通常针对特定的股票设定更高的维持保证金比例,以确保客户账户中有足够的资金应对股票价格的剧烈变动。此类要求通常立即生效,券商马上就可以发出追加维持保证金的通知。^[62]

实践中,为了避免当事人规避 T 规则或 U 规则的行为,美联储不仅在 T 规则和 U 规则中对监管对象的各项要件进行了宽泛定义,还出台了一系列解释 (interpretations)。在判断是否构成提供贷款的行为、贷款目的是否涉及购买或持有保证金股票、操作是否属于间接担保时,美联储强调“实质重于形式”的判断方法,以免各种形式的规避行为得逞。例如,U 规则虽然没有提到融资购买股票以控制一家上市公司,但美联储认为,以收购公司为目的的购买保证金股票的行为也需要适用 U 规则,因为 U 规则的语言显而易见地具有包容性 (explicitly inclusive),包括“由保证金股票直接或者间接担保的任何目的贷款”。^[63]实际上,在作为担保物的股票可能因股价下跌而被卖出这一点上,贷款目的是收购还是投机没有不同。^[64]当然,为了避免监管对象过于宽泛,影响正常的业务活动,T 规则和 U 规则还从不同角度规定了几类被豁免的借款人、出借人以及若干被豁免的交易。

[57] 同上。

[58] See 12 C. F. R. § 221. 7.

[59] 参见前注 [1], Jules I. Bogen and Herman E. Krooss 文,第 104 页。

[60] 由全国证券交易商协会和纽约证券交易所的监管、执行和仲裁部门合并而成。

[61] See http://www.sec.gov/investor/alerts/ib_marginaccounts.pdf, <http://www.finra.org/investors/purchasing-margin-risks-involved-trading-margin-account>, last visited, Nov. 8, 2016.

[62] See <http://www.finra.org/investors/purchasing-margin-risks-involved-trading-margin-account>, last visited, Nov. 8, 2016.

[63] See 12 C. F. R. § 221. 110 (2).

[64] 参见前注 [2],第 120 页。

（二）信息披露要求

T 规则和 U 规则均规定了当事人的信息披露义务，T 规则以场内融资融券账户为依托收集信息，U 规则以当事人向美联储提交的各式表格为信息收集载体。

1. T 规则的信息披露要求

T 规则下的信息披露义务主要施加于场内融资交易中充当资金出借人的券商。按照 T 规则的要求，券商必须设置一系列的账户，以区分客户的全额付款交易与各类融资交易，并反映券商与其他券商或贷款人之间的信用交易。这些账户包括：现金账户^{〔65〕}、保证金账户^{〔66〕}、与保证金账户配套的特殊备忘录账户^{〔67〕}、善意账户^{〔68〕}以及证券经纪—交易商贷款账户^{〔69〕}。券商需要为每一个账户维持会计记录，该记录须呈现所有交易的全部细节。^{〔70〕}

作为证券交易所的会员，券商须向交易所报告客户账户中的借记余额（debit balances）^{〔71〕}数据和自由贷记余额（free credit balances）^{〔72〕}数据，交易所按月向美联储呈报相关信息。^{〔73〕}自 2010 年 3 月起，受金融业监管局 4521（d）规则〔FINRA Rule 4521（d）〕监管的成员应当向金融业监管局提交新的客户保证金余额表（Customer Margin Balance Form），该表记录每月最后一个交易日保证金账户中的借记余额总量，以及现金账户和保证金账户中的自由贷记余额总量。^{〔74〕}

2. U 规则的信息披露要求

U 规则对借款人和出借人同时施加了信息披露义务，出借人对于借款人做出的借款目的声明还负有审核义务。美联储可以借此了解目的贷款的规模和情况。U 规则要求提交的表格均可以在美联储的网站下载，借款人和出借人向美联储披露的信息对外都是保密的。

〔65〕 See 12 C. F. R. § 220.8. 现金账户执行并记录客户全额付款的证券买卖交易。

〔66〕 See 12 C. F. R. § 220.4. 保证金账户中记录保证金证券，以及没有被特别授权包含于其他账户的所有证券交易。一个贷款人可以为同一个人建立不同的保证金账户。

〔67〕 See 12 C. F. R. § 220.5. 特殊备忘录账户记录：股息和利息支付；T 规则不要求的现金；卖出证券收到的款项或者在任何到期的或者已支付的证券头寸上不再需要的可被撤回的现金；从保证金账户转入的超额保证金等。它可以衡量保证金账户的购买能力。参见前注〔6〕，Peter Fortune 文，第 24 页。

〔68〕 See 12 C. F. R. § 220.6. 善意账户用来执行和记录客户的下列交易以及贷款人对下列交易的融资：计入善意保证金的证券；套利；“主经纪商”交易；对雇员持股计划（ESOP）的贷款；非目的贷款。

〔69〕 See 12 C. F. R. § 220.7. 善意账户处理贷款人执行客户的下列交易或者为其融资：在全额付款的条件下买入或者卖出证券；联合后台（Joint back office）；资本追加；紧急和次级贷款；综合贷款（Omnibus credit）；特殊目的贷款。

〔70〕 See 12 C. F. R. § 220.3（a）。

〔71〕 借记余额表示客户对券商的负债，包括为购买或持有普通股的借款，以及其他种类的负债。

〔72〕 自由贷记余额表示券商对客户的负债，在客户需要时应随时偿还，自由贷记余额的概念和 T 规则中的“保证金超额”（margin excess）相同，表示在保证金账户中的权益超过需要的保证金，客户可以撤回超额保证金或者将其转移到特殊备忘录账户。由于客户可以在自由贷记余额的范围内再次借款，因此自由贷记余额也表示客户还未使用的借款能力。

〔73〕 参见前注〔6〕，Peter Fortune 文，第 22～23 页。

〔74〕 See <http://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p120911.pdf>, last visited Nov. 8, 2016.

（1）借款人的信息披露义务

借款人在接受由保证金股票担保的贷款时应通过填写表格做出目的声明（purpose statement），无论该贷款是否用于购买或持有保证金股票。该表格应当由一个善意行事的银行职员或非银行出借人的代表进行仔细审核，并在表格上签字。^{〔75〕} 借款人需要填写贷款的数额，贷款的任何部分是否会被用于购买或者持有保证金股票，如果不是，要描述贷款的具体目的。银行或出借人则要列出担保贷款的保证金股票的详情、可以转化为保证金股票的作为贷款担保物的债务证券的详情、其他贷款担保物的详情。^{〔76〕}

（2）出借人的信息披露义务

U 规则规定了提供一定数额以上目的贷款的非银行出借人的登记义务和年度报告义务。登记和年度报告应在出借人的总部所在区的联邦储备银行进行。^{〔77〕}

每一个在通常的商业过程中提供或者维持由保证金股票直接或者间接担保的贷款的非银行出借人，在提供的贷款数额等于或者超过 200 000 美元，或者该日历季度内任何时间未偿还贷款总额等于或者超过 500 000 美元后，应在联邦储备表格 FR G-1 上完成登记。^{〔78〕} 表格 FR G-1 采集出借人的基本信息，要求出借人报告目的贷款和非目的贷款的未偿还总额，以及所在季度的提供额，同时要求出借人填写资产负债表。^{〔79〕}

任何经登记的非银行出借人应当在每年 6 月 30 日之后的 30 天内提交表格 FR G-4。^{〔80〕} 表格 FR G-4 采集出借人的基本信息，要求出借人披露是否有雇员激励计划，出借人还需要填报目的贷款和非目的贷款在 6 月 30 日的未偿还总额，以及报告期间的提供额。^{〔81〕}

四、美国股票融资交易监管规则的实施路径

在对股票融资交易的监管中，包括 SEC、美联储、司法部在内的各个监管机构各司其职、协调配合，从日常监管、行政执法和刑事执法三个方面组成严密的执法体系。除了监管层的执法以外，交易当事人通过提起私人诉讼，使违法的交易对手遭受民事上的不利益，也是股票融资交易监管规则的重要实施路径。

（一）日常监管——不同监管机构各行其职

1. 场内股票融资交易的监管

对场内股票融资交易的监管，主要由 SEC 和自我规制机构完成。

SEC 本身就负有对证券经纪人和证券交易商的监管职责。SEC 在日常监管中会检查

〔75〕 See 12 C. F. R. § 221.3 (c) (1).

〔76〕 See FR U-1 OMB Number 7100-0115 Approval expires January 31, 2018; FR G-3 OMB Number 7100-0018 Approval expires January 31, 2018.

〔77〕 See 12 C. F. R. § 221.3 (b) (4).

〔78〕 See 12 C. F. R. § 221.3 (b) (1).

〔79〕 See FR G-1 OMB Number 7100-0011 Approval expires January 31, 2018.

〔80〕 See 12 C. F. R. § 221.3 (b) (3).

〔81〕 See FR G-4 OMB Number 7100-0011 Approval expires January 31, 2018.

证券经纪人和证券交易商是否符合 T 规则的相关规定。^{〔82〕}

此外,自我监管机构也会对场内股票融资交易进行监管。2006 年及以前,由全国的证券交易商协会(NASD)以及全国性证券交易所检查证券经纪人和证券交易商是否符合 T 规则。2007 年开始,由金融业监管局和芝加哥期权交易所(the Chicago Board Options Exchange)检查证券经纪人和证券交易商是否符合 T 规则。^{〔83〕}这些自我监管机构在监管证券经纪人和证券交易商的同时,也受到 SEC 的监管。

2. 场外股票融资交易的监管

对场外股票融资交易的监管可以分为对银行的监管和对非银行出借人的监管。各类出借人各有其主管机关,不同的主管机关各自负责在日常监管中进行检查。

由于美国的银行种类很多,不同的银行监管部门在对各类银行的日常监管中分别检查其下属银行是否符合 U 规则的要求。例如,货币监理署(the Comptroller of the Currency)监管全国性银行(National Banks),美联储监管联储体系的会员银行,联邦储蓄保险公司(the Federal Deposit Insurance Corporation)和州政府监管机构依职权各自监管各州银行(State Banks)。^{〔84〕}

针对非银行出借人,因 2008 年金融危机后美国对其监管机关的布局调整^{〔85〕},非银行出借人的主管机关发生了一些变化。自 2008 年起,非银行出借人如果没有受到农业信贷管理局[the Farm Credit Administration (NCUA)]或者国家信用社管理局[the National Credit Union Administration (NCUA)]的监管,美联储就会对其实施特殊的监管。^{〔86〕}1998 年以后至 2007 年以前,除了农业信贷管理局和国家信用社管理局以外,储贷机构监管办公室[the Office of Thrift Supervision (OTS)]也是监管非银行出借人的机构之一。^{〔87〕}截至 2012 年底,共有 451 名非银行出借人在美联储登记,这其中的 116 人受到其他联邦机构的监管,其余 335 人受到美联储的监管。^{〔88〕}

(二) SEC 的执法行动

如前所述,《1934 证券交易法》将证券执法的权力分配给 SEC,这其中也包括执行

〔82〕 参见前注〔42〕, Paul L. Kelly and John Micheal Webb 文,第 1171 页。See also <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2014-annual-report.pdf>, last visited Nov. 8, 2016.

〔83〕 See <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/ann95.pdf>, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual06/pdf/ar06.pdf>, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual07/pdf/ar07.pdf>, last visited Nov. 8, 2016.

〔84〕 参见前注〔42〕, Paul L. Kelly and John Micheal Webb 文,第 1172 页。

〔85〕 储贷机构监管办公室被撤销,原有监管职能拆分给美联储、货币监理署和联邦储蓄保险公司等。

〔86〕 此一时期内美联储的相关公告,例见 <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual08/pdf/ar08.pdf>, 以及 <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2015-annual-report.pdf>, 最后访问时间:2016 年 11 月 8 日。

〔87〕 此一时期内美联储的相关公告,例见 <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual98/ann98.pdf>, 以及 <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual07/pdf/ar07.pdf>, 最后访问时间:2016 年 11 月 8 日。

〔88〕 See <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2012-annual-report.pdf>, last visited Nov. 8, 2016.

股票融资交易规则的权力。^{〔89〕}虽然美联储制定的股票融资交易规则没有执法条款,但《1934 证券交易法》的规定对违反该法以及根据该法制定的规则一体适用。股票融资交易规则均是根据《1934 证券交易法》制定的规则,因此《1934 证券交易法》规定的法律后果适用于违反股票融资交易规则的行为。

执法的前提是获得市场主体的违法信息。SEC 有很多不同的信息源:首先,SEC 与美联储以及其他联邦监管机构之间会进行信息的交换,这些银行监管机关会对 U 规则的实质违反情况通报 SEC;^{〔90〕}其次,SEC 通过日常监管、投资者的投诉和举报、自我监管机构提供的信息和媒体的报道,获得违法线索。^{〔91〕}当然,SEC 不可能发现所有的违法交易。

SEC 获得违法信息的线索后,可以进行其认为必要的调查,以确定任何人是否已经违反、正在违反或者将要违反股票融资交易规则。^{〔92〕}SEC 也可以将违反股票融资交易规则的情况公之于众。^{〔93〕}无论任何时候,SEC 发现任何人已经参与或者即将参与违反股票融资交易规则的活动,SEC 可以向有管辖权的美国法院提起诉讼,以禁止上述活动,并在适当陈述之下,一项永久或暂时的禁令或者限制性命令应被批准,且不准保释。^{〔94〕}应 SEC 的申请,有管辖权的美国法院可以发出训令、禁令和命令要求任何人遵守股票融资交易规则。^{〔95〕}

(三) 刑事执法

虽然违反证券融资规则导致刑事责任的案例极少,但刑事责任的存在是对当事人极佳的威慑。例如,前安然公司董事长肯尼斯·雷就因违反 U 规则而受到刑事欺诈起诉,

〔89〕 See 15 U. S. C. § 78u. See also *Grove v. First Nat'l Bank*, 489 F. 2d 512, 1973 U. S. App. 又可参见前注〔20〕, Louis Loss and Joel Seligman 书,第1220页。

〔90〕 参见前注〔42〕, Paul L. Kelly and John Micheal Webb 书,第1172页。

〔91〕 See <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>, last visited Nov. 8, 2016.

〔92〕 The Commission may, in its discretion, make such investigations as it deems necessary to determine whether any person has violated, is violating, or is about to violate any provision of this title [15 USCS § § 78a et seq.], the rules or regulations thereunder…… See 15 U. S. C. § 78u (a).

〔93〕 The Commission is authorized in its discretion, to publish information concerning any such violations…… See 15 U. S. C. § 78u (a).

〔94〕 Whenever it shall appear to the Commission that any person is engaged or is about to engage in acts or practices constituting a violation of any provision of this title [15 USCS § § 78a et seq.], the rules or regulations thereunder, …… it may in its discretion bring an action in the proper district court of the United States, the United States District Court for the District of Columbia, or the United States courts of any territory or other place subject to the jurisdiction of the United States, to enjoin such acts or practices, and upon a proper showing a permanent or temporary injunction or restraining order shall be granted without bond. See 12 C. F. R. § 78u (d).

〔95〕 Upon application of the Commission the district courts of the United States and the United States courts of any territory or other place subject to the jurisdiction of the United States shall have jurisdiction to issue writs of mandamus, injunctions, and orders commanding (1) any person to comply with the provisions of this title [15 USCS § § 78a et seq.], the rules, regulations, and orders thereunder…… See 15 U. S. C. § 78u (e).

他受到四项指控,每一指控的最高刑期可达30年,合计刑期达120年。^{〔96〕}因为肯尼斯·雷在判决宣告前病故,该刑罚最终没有执行。

SEC可以将违反股票融资交易规则活动的情况递交司法部长,司法部长可自行决定是否根据《1934证券交易法》提起刑事诉讼。^{〔97〕}一旦被认为故意违反股票融资交易规则,违法者将根据《1934证券交易法》第32条受到严厉的刑事制裁:故意违反股票融资交易规则的任何人,有意提交错误的或误导性的股票融资交易规则要求提交的关乎事实的陈述的任何人,在被定罪后,自然人可以被处以不超过500万美元的罚金或不超过20年的监禁刑,或二者并处,非自然人可以被处以不超过2500万美元的罚金。但是如果违反股票融资交易规则之人证明其并不知晓股票融资交易规则,他将不会被处以监禁刑。^{〔98〕}

除了违反《1934证券交易法》,违法者还可能受到其他指控。例如,在1992年的United States of America v. Thomas Staniforth案^{〔99〕}中,政府指控Thomas Staniforth做出虚假陈述以便影响一家受联邦保险的银行,犯有欺诈受联邦保险的金融机构罪(18 U. S. C. § 1014)^{〔100〕}。被告受到三项指控:一是在接受银行贷款时做的资产负债声明中没有披露其所有的股票是向券商借款买入的保证金股票,也即少披露一项负债;二是被告在接受一笔新的贷款时做出虚假陈述,否定了贷款的目的是购买或持有保证金股票;

〔96〕 根据刑期推断,Sim Lake法官对Ken Lay定罪的依据是18 U. S. C. § 1014。参见http://money.cnn.com/2006/05/12/news/newsmakers/lay__bench__trial/index.htm?section=money__latest。又可参见<http://abcnews.go.com/Business/LegalCenter/Story?id=2003728&page=1>,最后访问时间:2016年11月8日。

〔97〕 The Commission may transmit such evidence as may be available concerning such acts or practices as may constitute a violation of any provision of this title [15 USCS § § 78a et seq.] or the rules or regulations thereunder to the Attorney General, who may, in his discretion, institute the necessary criminal proceedings under this title [15 USCS § § 78a et seq.]. See 15 U. S. C. § 78u (d).

〔98〕 Any person who willfully violates any provision of this title [15 USCS § § 78a et seq.] …… , or any rule or regulation thereunder the violation of which is made unlawful or the observance of which is required under the terms of this title [15 USCS § § 78a et seq.], or any person who willfully and knowingly makes, or causes to be made, any statement in any application, report, or document required to be filed under this title [15 USCS § § 78a et seq.] or any rule or regulation thereunder …… , which statement was false or misleading with respect to any material fact, shall upon conviction be fined not more than \$ 5, 000, 000, or imprisoned not more than 20 years, or both, except that when such person is a person other than a natural person, a fine not exceeding \$ 25, 000, 000 may be imposed; but no person shall be subject to imprisonment under this section for the violation of any rule or regulation if he proves that he had no knowledge of such rule or regulation. See 15 U. S. C. § 78ff.

〔99〕 See United States of America v. Thomas Staniforth, 971 F. 2d 1355; 1992 U. S. App.

〔100〕 § 1014. Loan and credit applications generally; renewals and discounts; crop insurance. Whoever knowingly makes any false statement or report, or willfully overvalues any land, property or security, for the purpose of influencing in any way the action of the Federal Housing Administration, …… , any institution the accounts of which are insured by the Federal Deposit Insurance Corporation, …… , upon any application, advance, discount, purchase, purchase agreement, repurchase agreement, commitment, loan, or insurance agreement or application for insurance or a guarantee, or any change or extension of any of the same, by renewal, deferment of action or otherwise, or the acceptance, release, or substitution of security therefor, shall be fined not more than \$ 1, 000, 000 or imprisoned not more than 30 years or both. ……

三是被告在接受另一笔新贷款时也做了虚假陈述。由于程序上的瑕疵,针对被告的三项指控中仅第二项成立,被告最终被判处八个月的监禁刑。负责审理该案的第七巡回法院波斯纳法官针对第一项指控下的行为——向银行借款来维持向券商融资买入的保证金股票的头寸——做出了如下评论:使用保证金对于借款人来说是非常危险的形式,而对于后续的出借人(例如本案中的银行)来说更是如此;虽然券商可以通过卖出股票获得偿付,但银行的贷款将受到损害。

(四) 民事责任

《1934 证券交易法》第 29 条规定,违反证券融资规则的合同不具有法律效力,并剥夺了合同当事人(如出借人)基于合同本可取得的权利:(1)违反证券融资规则履行上述合同的人因合同的履行将会得到的权利无效;(2)虽不是上述合同当事人,但明知合同履行会违反证券融资规则的人根据该合同将会得到的权利无效。^[101]实践中,股票融资交易的民事纠纷通常发生在出借人强制平仓导致借款人颗粒无收或本金损失的情形下,不论是资金出借人起诉或者借款人起诉,都可能面临其权利无法得到支持的结果。因此,当事人预先知道发生民事纠纷后无法实现合同权利,就会审慎比较违法成本和收益。这样,通过对当事人设定民事上的不利后果,也可以减少违法行为的发生。

不过,对于股票融资合同无效之后如何返还和赔偿,美国法院没有形成清晰而一致的规则。^[102]由于《1934 证券交易法》没有提及违反证券融资规则可以作为私的诉因(a private cause of action),各州法院在这个问题上立场不一。在 1968 年的 *Serzysko v. Chase Manhattan Bank* 案^[103]中,法院基于对 U 规则的执行有助益而承认了借款人以私的诉因对违反 U 规则的行为提起诉讼的默示权利(implied rights)。但是,1981 年的 *Gilman v. Federal Deposit Insurance Corporation* 案^[104]推翻了前述观点,理由有二:一是

[101] Every contract made in violation of any provisions of this title [15 USCS § § 78a et seq.] or of any rule or regulation thereunder, and every contract (……) heretofore or hereafter made, the performance of which involves the violation of, or the continuance of any relationship or practice in violation of, any provision of this title [15 USCS § § 78a et seq.] or any rule or regulation thereunder, shall be void (1) as regards the rights of any person who, in violation of any such provision, rule, or regulation, shall have made or engaged in the performance of any such contract, and (2) as regards the rights of any person who, not being a party to such contract, shall have acquired any right thereunder with actual knowledge of the facts by reason of which the making or performance of such contract was in violation of any such provision, rule or regulation…… See 15 U. S. C. § 78cc (b).

[102] See *William B. Caldwell and Joan Caldwell v. Genesco Employees Credit Association*, 393 F. Supp. 741; 1975 U. S. Dist. See also *Serzysko v. Chase Manhattan Bank*, 290 F. Supp. 74, 1968 U. S. Dist. See also *Grove v. First Nat'l Bank*, 352 F. Supp. 1250; 1972 U. S. Dist. See *First Nat'l Bank v. Grove*, 489 F. 2d 512, 1973 U. S. App.

[103] See *Edward Serzysko v. Chase Manhattan Bank*, 290 F. Supp. 74, 1968 U. S. Dist.

[104] See *Seymour Gilman and Rosalind K. Gilman v. Federal Deposit Insurance Corporation*, 660 F. 2d 688; 1981 U. S. App.

1970年时《1934 证券交易法》“保证金要求”一节增加了(f)^[105],将遵守保证金要求的义务施加于借款人,禁止借款人接受不符合证券融资规则的贷款,因此给予借款人私的诉因的基础不复存在;二是根据最高法院在 Cort v. Ash 案^[106]中的检验方法,U 规则没有给予默示的私的诉因。之后很多法院都维持了这一观点^[107]。不过,在 2011 年的 Costello v. Steven R. Grundon 案^[108]中,法院指出,虽然借款人并没有将 U 规则作为私的诉因的权利,但是当出借人试图执行一个违反 U 规则合同时,借款人仍可以提出积极抗辩(an affirmative defense)。换言之,私的诉因不是提出积极抗辩的先决条件(prerequisite)。该案与先前判例的区别在于,借款人不是主动诉请合同无效的一方。总体上看,美国法院在股票融资交易纠纷中,通常对作为资金出借人的金融机构课以更严格的举证责任,相对倾向于保护借款人的利益。

五、美国股票融资交易的监管效果评价

从美国既往 80 年的监管实践来看,在针对股票融资交易规则的两种监管措施中,信息披露措施的有效性几乎没有受到过质疑,但对于贷款额度限制的监管效果,争议则没有停止过。它不仅体现在美联储本身调整保证金比例的实践中,也反映在学理研究成果中。

(一) 美联储调整保证金的实践及其反思

在进行长期对比时,人们常用“保证金要求”(margin requirements)这个数据来表示对贷款额度的限制。由于该要求是由账户中的客户自有权益(account equity)或称保证金(margin)而非负债额(account debt)表示,因此人们称其为“保证金要求”。^[109]保证金要求用一个百分数来表示,T 规则在 220.12 中有直接规定,U 规则下保证金要求是指购买或持有的证券的市场价值(计为 100%)与美联储规定的担保物的最大贷款价值的差值。美联储一直保持着 T 规则和 U 规则下保证金要求的一致,虽然没有法律要求其如此。^[110]

[105] (f) Unlawful receipt of credit; exemptions. (1) It is unlawful for any United States person, or any foreign person controlled by a United States person or acting on behalf of or in conjunction with such person, to obtain, receive, or enjoy the beneficial use of a loan or other extension of credit from any lender (without regard to whether the lender's office or place of business is in a State or the transaction occurred in whole or in part within a State) for the purpose of (A) purchasing or carrying United States securities, or (B) purchasing or carrying within the United States of any other securities, if, under this section or rules and regulations prescribed thereunder, the loan or other credit transaction is prohibited or would be prohibited if it had been made or the transaction had otherwise occurred in a lender's office or other place of business in a State..... See 15 U. S. C. § 78g (f).

[106] 422 U. S. 66, 95 S. Ct. 2080, 45 L. Ed. 2d 26 (1975).

[107] See James D. Cox, Robert W. Hillman and Donald C. Langevoort, *Securities Regulation: cases and materials*, second edition, Aspen Law & Business, 1997, p. 1137. See also Thomas Lee Hazen, *Securities Regulation: cases and materials*, eighth edition, Thomson Reuters/West, 2009, p. 1230.

[108] See John W. Costello, not individually, but as Litigation Trustee Under the Comdisco Litigation Trust v. Steven R. Grundon, 651 F. 3d 614; 2011 U. S. App.

[109] 参见前注〔6〕, Peter Fortune 文, 第 27 页。

[110] 参见前注〔2〕, 第 108 页。

实践中,美联储规定的保证金要求在1936年股市上涨时是55%。1937年秋股市暴跌后降到40%,之后逐渐提高,在战争结束的1946年接近100%。1947年降到75%,1949年降到50%。之后的25年间,保证金要求平均每18个月就调整一次,基本在50%~80%之间波动。1974年美联储将保证金要求调整为50%,之后没有再调整过。^{〔11〕}

Jules I. Bogen 和 Herman E. Krooss 梳理了1936年至1958年间美联储年报中对调整保证金要求的解释,发现美联储判断证券贷款是否过度所使用的尺度包括:(1)未偿还证券贷款的量;(2)证券市场投机活动的量;(3)股票的价格波动;(4)总体的经济和贷款环境。^{〔12〕} Gikas A. Hardouvelis 选取了更长的跨度——1934年至1987年——进行研究发现,美联储一般将其增加保证金要求的决定归因于股票价格的快速上涨、疑似投机的快速增加以及股票贷款的快速扩张;有时,大交易量、通货膨胀压力、扩张的经济也是保证金要求增加的原因。相反,美联储减少保证金要求的原因一般是:股票贷款的减少、促使早先提高保证金要求的缘由消失。^{〔13〕}

美联储自身也曾对股票融资交易规则的有效性进行反思。一份1984年的研究报告^{〔14〕}认为,缺乏确切的证据证明保证金要求能够抑制股价的波动^{〔15〕},并且保证金要求也不是保护投资者的适当方式^{〔16〕}。但是,1987年股灾后,情况有所变化。几乎没有人再像1929年那样指责保证金交易,因为保证金交易的量已经小到不足以去批评。^{〔17〕} 纽约证券交易所委托 Katzenbach 做出的研究^{〔18〕}认为,美联储的保证金规则在控制可能被用于证券交易的杠杆量上是一个有效的工具,保证金规则可以预防和控制市场的波动。^{〔19〕}

1996年,时任美联储主席的格林斯潘在向国会的报告(statements)中提出,《1934证券交易法》的监管方法并不能很好地实现限制贷款吸收、保护投资者、减少股市波动这三个立法目的,特别是,经验研究不能支持保证金规则在控制股价波动上是必要的。格林斯潘继而提出,联邦对股票融资交易的监管只有在保护金融机构(证券经纪—交易商和银行)的安全和稳健上才是有意义的,这是总的监管体系的一部分。^{〔20〕}

〔11〕 See David A. Hsieh, Merton H. Miller, Margin regulation and stock market volatility, *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 1, 1990, p. 3. See also R. Corwin Grube, O. Maurice Joy, Don B. Panton, Market Responses to Federal Reserve Changes in the Initial Margin Requirement, *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 5, 1979, p. 660. See also <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2015-annual-report.pdf>, last visited Nov. 8, 2016.

〔12〕 参见前注〔9〕, Jules I. Bogen and Herman E. Krooss 书,第110~113页。

〔13〕 See Gikas A. Hardouvelis, Margin requirements, volatility, and the transitory component of stock prices, *The American Economic Review*, Vol. 80, No. 4, 1990, pp. 740~741.

〔14〕 See Federal Reserve Board, A Review and Evaluation of Federal Margin Regulations, Dec. 1984.

〔15〕 参见前注〔11〕, David A. Hsieh, Merton H. Miller 文,第5页。

〔16〕 See Paul H. Kupiec, Margin Requirements, Volatility, and Market Integrity: What Have We Learned Since the Crash?, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 13, No. 3, 1998, p. 232.

〔17〕 参见前注〔11〕, David A. Hsieh, Merton H. Miller 文,第5页。

〔18〕 See Katzenbach, N., An Overview of Program Trading and its Impact on Current Market Practices. A study commissioned by the New York Stock Exchange. Dec. 1987.

〔19〕 参见前注〔116〕, Paul H. Kupiec 文,第233页。

〔20〕 See Alan Greenspan, Statements to the Congress, Federal Reserve Bulletin, Jan. 1996.

(二) 实证研究结果的分歧

20世纪60年代至70年代,一些学者开始研究保证金要求的监管效果。1987年证券市场出现暴涨暴跌之后,有关股票融资交易是否助涨助跌的话题再次受到关注。^{〔121〕}2000年以来股票融资交易规模扩张,也引起保证金要求是否有效的争论。^{〔122〕}自1974年以来,美联储没有再修改保证金要求,与这些争论也不无关系。

1. 反对者的观点

反对者认为,保证金要求在稳定股市方面并没有发挥积极作用。首先提出这种看法的是 Thomas Gale Moore (1966)。他指出,保证金要求对股票价格的波动没有影响,保证金要求没有实现其监管目标。可能的原因包括,投资者会向其贷款人谎报其贷款目的以规避保证金要求的监管,并且投资大众是不理性的。^{〔123〕}

R. Corwin Grube (1979) 等认为,保证金要求的变化反映了美联储对市场的看法,这种看法的变化会影响股市。不过,市场对保证金增加和减少的反应是不对称的,市场认为保证金减少是利好消息,但市场对于保证金增加的反应不够一致,这使得美联储不能通过改变保证金要求向市场提供清晰而明确的信号。^{〔124〕} James A. Largay III (1973) 等同样指出保证金要求的这种不对称性,但通过观察 1933—1969 年的数据,他们认为,在保证金要求增加后的几个交易日内,股票价格会有小幅下降,但这种下降非常小;而当保证金要求减少后,并不能观察到股票价格的上浮。^{〔125〕}

G. William Schwert (1989) 指出,尽管美联储可以通过将保证金要求提升到近乎 100% (也即担保物的最大贷款价值近乎为零) 来阻止保证金贷款的增加,就像 1946 年那样,但保证金贷款的变化更多地反映了投资者对贷款的需求。既然波动率和股价水平是相关的,保证金贷款与股价水平也是相关的,那么波动率和保证金贷款同步变动就是不奇怪的,但这不足以说明美联储的政策是否会对股票价格或者波动率产生影响。而提高保证金要求可能会导致很多交易者违约,继而导致相关方破产。他认为,增加保证金要求是监管者的寻租行为,而非有效的公共政策工具。^{〔126〕}

David A. Hsieh (1990) 等指出,美联储规定的保证金要求不可能单独对股票市场的波动率产生影响,保证金要求总是与未偿还的保证金贷款一起影响波动率,因此要单独分析这两组变量。数据显示,股票市场波动率与保证金贷款呈负相关,保证金贷款与保证金要求呈负相关。当市场繁荣时,美联储提高保证金要求,当市场萧条时,美联储

〔121〕 See G. William Schwert, Margin requirements and stock volatility, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 3, No. 2~3, 1989, p. 153. See also Gikas A. Hardouvelis and Panayiotis Theodossiou, The Asymmetric Relation between Initial Margin Requirements and Stock Market Volatility across Bull and Bear Markets, *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 5, 2002, p. 1526.

〔122〕 参见前注〔6〕, Peter Fortune 文,第19页。

〔123〕 See Thomas Gale Moore, Stock Market Margin Requirements, *Journal of Political Economy*, No. 74, p. 2, 1966, pp. 165~166.

〔124〕 See R. Corwin Grube, O. Maurice Joy, Don B. Panton, Market Responses to Federal Reserve Changes in the Initial Margin Requirement, *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 5, 1979, pp. 672~673.

〔125〕 See James A. Largay III, Richard R. West, Margin Changes and Stock Price Behavior, *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 2, 1973, pp. 328~329.

〔126〕 参见前注〔121〕, G. William Schwert 文,第161~162页。

降低保证金要求,而市场萧条时市场波动率通常上升,自然可以观察到保证金要求与波动率之间呈负相关。再加上未偿保证金贷款可能对波动率产生影响,无法得出保证金要求是控制股票波动的有效工具的结论。^{〔127〕}

2. 支持者的观点

支持者同样进行理论推演并验证历史数据,但得出相反的观点。在这方面比较有代表性的是 Gikas A. Hardouvelis。Hardouvelis (1990) 指出,更高的初始保证金要求,与股价波动的下降以及长期内股票价格偏离基本价值的幅度的下降有关。即使保证金要求在长期内保持不变,其也可以减少投机行为带来的不稳定。^{〔128〕} Gikas A. Hardouvelis (2002) 等进一步指出,保证金要求与股市波动率呈非线性、非对称的关系,二者的负相关性在牛市更明显,而在熊市不明显。在股票价格持续上升的泡沫市,更高的保证金率是有稳定作用的。^{〔129〕}

比较新的研究成果包括 Wen-Chung Guo (2011) 等中国学者做出的理论推演。他们指出,如果股市动荡(股价先升后降)是始料不及的,在符合一定条件时,降低杠杆率(也即提高保证金要求)会导致较低的股票价格波动率;但如果股市动荡是有预期的,降低杠杆率不会产生如此效果。^{〔130〕}

探讨保证金要求是否有效的研究进路大多是,考察其是否减少了证券贷款量、股票交易量,是否降低了股票价格。但是, Dudley G. Lockett (1982) 指出,这些都曲解了美联储的监管意图。股票融资交易规则最重要的目标是,防止类似 1929 年股价先涨后跌的现象再次出现,尤其是补充保证金通知得不到满足时引发的股价断崖式下跌再次出现。^{〔131〕}

股票融资交易的助涨现象被称为“累进效应”(pyramiding effect),助跌现象被称为“反累进效应”(depyramiding effect),或者“滚雪球效应”(snowballing effect)。投资者通过借款购买股票,当股票价格上涨时,投资者获得盈利,继而用盈利以及更多的借款购买更多的股票,导致股票价格不断增高,这种过高的估值很可能导致股价出现拐点。当股票价格真的开始下跌时,出借人不得不向客户追加额外的资金,当客户没有及时提供时,出借人只得卖出作为担保物的证券,这导致了股价的进一步下跌,相应地会有更多的贷款人向客户追加资金,当这些要求得不到满足时,更多的证券会被卖出,股价持续下跌。这是一种自我强化(self-reinforcing)的机制。过度的贷款增大了这个过程的可能性以及强度。^{〔132〕}

〔127〕 参见前注〔111〕, David A. Hsieh, Merton H. Miller 文,第 28 页。

〔128〕 参见前注〔113〕, Gikas A. Hardouvelis 文,第 759 页。

〔129〕 See Gikas A. Hardouvelis and Panayiotis Theodossiou, The Asymmetric Relation between Initial Margin Requirements and Stock Market Volatility across Bull and Bear Markets, *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 5, 2002, pp. 1555~1556.

〔130〕 See Wen-Chung Guo, Frank Yong Wang, Ho-Mou Wu, Financial leverage and market volatility with diverse beliefs, *Economic Theory*, Vol. 47, No. 2~3, 2011, pp. 339~340, 360~361.

〔131〕 See Dudley G. Lockett, On the effectiveness of the Federal Reserve's margin requirement, *The Journal of Finance*, Vol. 37, No. 3, 1982, pp. 787~788, 794~795.

〔132〕 参见前注〔9〕, Jules I. Bogen and Herman E. Krooss 文,第 42~43, 48~49 页。又可参见前注〔7〕,第 115、119 页。See also Dudley G. Lockett, On the effectiveness of the Federal Reserve's margin requirement, *The Journal of Finance*, Vol. 37, No. 3, 1982, p. 788. 又可参见前注〔113〕, Gikas A. Hardouvelis 文,第 736 页。又可参见前注〔36〕, Peter Fortune 文,第 3 页。

设置保证金要求,可以限制投资者能够贷款购买的股票的最大量,减缓股价上升的程度。同时,保证金提供了缓冲,降低了投资者的股票被卖出的可能性。相比证券贷款完全不受控制时的状况,保证金要求作为一种监管属性上的改变,的确对减少融资导致的股市波动起到了积极的作用。Gikas A. Hardouvelis (2002) 等特别指出,监管者应当在股市出现问题前施加合适的保证金要求。当股票价格已经转为下跌,贷款人开始追加保证金时,为避免反累进效应的加剧,监管者应当暂时降低初始保证金要求,以保持股票市场的稳定。^[133]

六、美国股票融资交易监管实践对我国的启示

股票融资交易的监管是一个复杂而充满争议与挑战的领域。市场主体对于股票融资交易具有普遍的接受度,体现的是普通人的投机心理与暴富欲望。而对股票融资交易的监管与限制尽管着眼于系统性风险控制的需要,但因与普通投资者、券商以及其他资金提供者的心理相抵触,因此总是容易被挑战。从另一个角度看,来自市场的挑战反过来也促使监管者对这样一个复杂的局面保持高度的警醒,在设计具体的监管措施时会更加审慎。美国监管股票融资交易 80 年的实践就给我们展现了这样一个错综复杂的场面,也提供了足够多的启示。

第一,股票融资监管应覆盖场内和场外各类给炒股者提供资金的来源。1934—1971 年,美国历时 30 多年完成股票融资监管规则框架的建构,其适用范围从场内券商两融业务,到场外银行提供的融资,进一步扩展到其他金融中介、普通公司、个人以及境外金融机构的股票融资活动。此后,美国仍然随着证券市场融资交易行为模式的变化而进行规则体系的微调,如美联储在 1986 年针对杠杆收购中垃圾债券是否适用股票融资监管规则进行的解释。^[134]总的监管思路是疏而非堵,“杠杆率控制”和“信息披露”作为两个基本的监管对策统一适用于场内融资与场外配资,它们在给市场保留了融资交易空间的同时,也使监管当局得以掌控整个市场的杠杆规模,以应对潜在的风险。

第二,股票融资交易横跨资本市场与货币市场,需要一种广视角的监管予以回应。在金融分业监管的格局下,对股票融资交易的监管非某一家监管机构之责,而是需要各监管机构之间进行分工协作。美国的监管体系就包括美联储与 SEC、美联储与其他银行业监管机构,美联储、SEC 与交易所,美联储、SEC 与司法部等机构之间的分工与合作。这样,从证券融资交易的日常监管,到事后给予行政处罚,追究刑事责任或民事责任,都有相应的机制。

第三,具体到杠杆尺度的控制,很难说什么样的杠杆率水平为最佳状态,无论是美联储自己的判断还是实证研究都尚未有一致结论。不过,金融监管面对的是极其复杂的市场,很多时候,“模糊的正确胜于精确的错误”。以纽约证券交易所的数据看,在证券法管制杠杆交易之后,股票融资额占纽约证券交易所总市值的比重持续下降,近几十年来一直保持在 2% 左右。^[135]20 世纪 60 年代末以来,华尔街出现的数次崩盘,其原因都不再反映为股票融资杠杆交易的威胁,或许就体现了监管的效果。

^[133] 参见前注 [129], Gikas A. Hardouvelis and Panayiotis Theodossiou 文,第 1556 页。

^[134] See 12 C. F. R. § 207.112. 由于 G 规则在 1998 年被并入 U 规则,该解释现在的文号是 12 C. F. R. § 221.124,内容几乎没有变化。

^[135] 参见前注 [1], Peter Fortune 文,第 20、31 页。

对比美国股票融资交易及其监管实践,可以发现,我国2015年股灾前后融资金额分别高达A股总市值和自由流通市值的7.2%和19.6%,^[136]场外配资机构的杠杆率达到5倍甚至10倍,且总体杠杆规模不透明,与美国1929年大危机之前的情形颇为类似。由此带来的市场异常波动也表明对股票融资交易采取严格的监管措施在我国是完全必要的。2016年以来,我国金融监管部门对结构化信托、结构化资管计划等采取的降杠杆措施(如新八条底线^[137]把结构化资管计划中股票投资的杠杆降为1倍),体现了不同监管部门对于控制股票融资交易之杠杆率的共识。

借鉴美国实践的经验,我国的股票融资交易监管在如下几方面尚待进一步的完善:一是在现行分业监管的框架下,做好央行、银监会与证监会之间的分工协作,在杠杆率控制、信息搜集与整合、市场检查监督与执法等各个环节进行有效配合;二是将场外配资机构统一纳入监管,且为避免市场主体的监管套利,宜保持场外配资与场内融资杠杆率控制的一致性;三是可酌情考虑增加股票融资交易严重违法行为的刑事责任。

参考文献

- [1] Peter Fortune. Security Loans at banks and nonbanks: Regulation U [J]. New England Economic Review, Vol. 33, No. 4, 2002.
- [2] David Hochfelder. "Where the Common People Could Speculate": The Ticker, Bucket Shops, and the Origins of Popular Participation in Financial Markets, 1880—1920 [J]. The Journal of American History, Vol. 93, No. 2, 2006.
- [3] Peter Fortune. Margin requirements, margin loans, and margin rates: Practice and principles [J]. New England Economic Review, No. 3, 2000.
- [4] Harold V. Roelse. Security loans in recent years [J]. The Review of Economics and Statistics, Vol. 12 No. 3, 1930.
- [5] Jules I. Bogen, Herman E. Krooss. Security Credit: Its Economic Role and Regulation [M]. Englewood Cliffs, N. J. Prentice-Hall, Inc., 1960.
- [6] Roberta S. Karmel. The Investment Banker and the Credit Regulations [J]. New York University Law Review, Vol. 45, No. 1, 1970.
- [7] Louis Loss, Joel Seligman. Fundamentals of Securities Regulation [M]. Sixth edition. Wolters Kluwer, 2011.
- [8] Peter Fortune. Margin lending and stock market volatility [J]. New England Economic Review, No. 4, 2001.
- [9] Paul L. Kelly, John Micheal Webb. Credit and Securities: The Margin Requirements [J]. The Business Lawyer, Vol. 24, No. 4, 1969.
- [10] James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort. Securities Regulation: cases and materials [M]. Second edition. Aspen Law & Business, 1997.
- [11] Thomas Lee Hazen. Securities Regulation: cases and materials [M]. Eighth edition. Thomson Reuters/West, 2009.

(责任编辑:邢会强 赵建蕊)

^[136] 参见吴晓灵等,《完善制度设计,提升市场信心:建设长期健康稳定发展的资本市场》,清华大学国家金融研究院课题组,2015年第32页。

^[137] 《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》[证监会公告(2016)13号]第4条第4项,证券期货经营机构设立结构化资产管理计划,股票类、混合类结构化资产管理计划的杠杆倍数(优先级份额/劣后级份额)不得超过1倍。