

## 外审评议与作者回复

### 第一份意见

#### 审稿意见：

建议适度增加以下几个方面阐述：一是，国外情况的对比分析，以解释究竟是中国国情的原因还是国际通行的情况；二是，如何规范发展的具体建议，任何事物都是规范中发展，金融是与风险相伴生的行业，在防范风险的同时，如何规范发展应该有所阐述。

#### 作者说明一：

美国等发达国家资本市场在其发展过程中，也出现过场外杠杆资金泛滥的现象。在监管应对上，美国主要采取阳光化的方式，不断将场外杠杆资金场内化，进而纳入监管范畴，主要体现在以下几个方面。

第一，1934年出台《证券交易法》，限制了杠杆率，授权美联储对杠杆率进行相机调整的权力，并制定有关证券贷款的监管规则；赋予SEC<sup>1</sup>相应的行政执法职能。

第二，美联储于1936年制定了有关通过设定担保物的最大贷款价值限制证券贷款额度的相关规定。

第三，SEC于1962年出台特别报告，建议对提供证券贷款的非银行出借人进行监管。美联储在SEC报告的基础上，制定了用于规范券商和银行以外的出借人提供证券贷款的规则，但1998年，美联储废止了该规则。

以上可以看出，美国场外杠杆资金监管有三大特点：一是重实质轻形式原则，不断将多种场外杠杆资金纳入监管范畴；二是对场外资金的杠杆率予以统一和限制，即融入资金和自有资金的比例不得高于1:1；三是强化信息披露义务，要求借款人和出借人向美联储履行信息披露义务，且出借人对于借款人做出的借款目的声明还负有审核义务，以便于监管者从宏观上把握证券贷款的总体规模。

可见，自20世纪80年代以来，美国SEC对场外杠杆资金基本上保持严守中立的监管立场，只是单纯地对一些规则条文进行了专业化和技术性的修改，强化了信息披露和内幕交易的监管，对场外杠杆资金并未采取专项性和实质性的重大监管措施。

笔者认为，美国的备案制监管模式对于场外杠杆资金监管是远远不够的，对于我国资本市场场外杠杆资金的风险防控，并不具有积极性的借鉴意义和参考价值。当高杠杆的场外资金对资本市场和实体经济带来冲击和危害时，监管部门不能袖手旁观、保持中立，必须及时干预、防控风险。监管部门的介入是确保资本市场有序运作的前提和基础，因此，要有效地保持投资者的合法权益，监管与司法的联动就至关重要。尽管新修订的《证券法》已经明确未经监管部门许可的场外杠杆资金违法，但仍有机构和个人甘冒风险违法经营，究其原因，笔者认为，还是利益使然。要综合治理，加强协作，依托国家大数据战略规划和“穿透式”监管理念，通过构建大数据监控系统对场外杠杆资金进行全面监测，提升风险预研预判能力，才能取得良好效果。

综上所述，中外资本市场的差异及监管理念的分歧，使得中外场外杠杆资金风险防控的对比分析，超出了本文的研究范畴。

#### 作者说明二：

文章的第四部分，即“四、强化场外杠杆资金风险防控的思考”已就场外杠杆资金的风险防控和规范发展进行了详细阐述。

---

<sup>1</sup> 美国证券交易委员会（United States Securities and Exchange Commission，SEC），即根据美国证券交易法令成立的独立准司法机构，负责美国的证券监督和市场管理。

## 第二份意见

### 审稿意见：

希望文章可以在风险防控方面有着更进一步的思考，建议参考一些海外经济体的监管经验或教训。对于风险的讨论也可以不局限于事前防范的阶段，包括事中事后如何及时应对、追究责任等，都可以有更为细致务实的制度或政策建议。

### 作者说明一：

美国等发达国家资本市场在其发展过程中，也出现过场外杠杆资金泛滥的现象。在监管应对上，美国主要采取阳光化的方式，不断将场外杠杆资金场内化，进而纳入监管范畴，但美国 SEC 对场外杠杆资金基本上保持严守中立的监管立场，只是单纯地对一些规则条文进行了专业化和技术性的修改，强化了信息披露和内幕交易的监管，对场外杠杆资金并未采取专项性和实质性的重大监管措施。

笔者认为，美国的备案制监管模式对于场外杠杆资金监管是远远不够的，对于我国资本市场场外杠杆资金的风险防控，并不具有积极性的借鉴意义和参考价值。因此，中外资本市场的差异及监管理念的分歧，使得中外场外杠杆资金风险防控的对比分析，超出了本文的研究范畴。

### 作者说明二：

笔者认为，本文的研究重点在于场外杠杆资金风险的“防”上，因为新修订的《证券法》已经明确未经监管部门许可的场外杠杆资金违法。因此，对于高杠杆的场外资金对资本市场和实体经济带来冲击和危害，其事中、事后的应对处理和追究责任，应是司法领域的职责，超出了本文的研究范畴。