

美国经纪交易商净资本规则演变对中国的启示

李国民

(上海海事大学经济管理学院, 上海 201306)

摘要: 本文在重点探讨2004年美国经纪交易商净资本规则的演变及其存在缺陷、2013年美国净资本规则最新变革的内容之后, 认为应当重新评估中国净资本规则, 提高数量和质量标准, 应当完善经纪交易商的退出机制和建立证券业的最后贷款人制度, 明确规定系统性重要的经纪交易商的杠杆率限制, 充分利用但不过度利用杠杆, 完善净资本的计量方法以反映净资本与风险的相关性。

关键词: 经纪交易商; 净资本规则; 制度安排

中图分类号: F833

文献标识码: A

文章编号: 1006-1894 (2014) 04-0075-10

一、问题提出

在反思2007~2009年美国金融危机的成因时, Labaton (2008)、Blinder (2009)、Coffee (2008)、Ferguson (2008)、Stiglitz (2009)、Reinhardt等 (2009) 和Mukunda等 (2009) 等认识到, 监管经纪交易商 (交易商是代表自己交易证券的公司, 经纪商是代表客户交易证券的公司) 风险活动的净资本规则在2004年发生的改变是使以“五大投行”为代表的经纪交易商杠杆率增加的主要原因, 此后的去杠杆化致使五大投行的投资银行持股公司形式不复存在, 并由于它们在金融体系中所处的中间位置, 助推了系统性风险。但对此观点也有不同看法, 比如, 金融危机调查报告 (the Financial Crisis Inquiry Commission, 2011) 承认杠杆率较高是此次金融危机的特征之一, 但是也没有明确指出正是2004年的净资本规则的改变成为杠杆率增加的原因。针对净资本规则的改变是导致危机的观点, 美国证券交易委员会 (下文简称“美证券交易委”) 的交易与市场部门 (2010) 也否认是由于净资本规则的改变导致杠杆率增加。

虽然不承认净资本规则的修订是导致投资银行杠杆率升高的原因, 但Schapiro (2010) 表示, 在2009年12月就已经通知了合并被监管实体 (CSE) 的经纪交易商, 要求经纪交易商对那些流动性较差的住房抵押贷款以及其他资产支持证券头寸暂停用金融模型去计算净资本, 改用原折扣法计量净资本。美证券交易委也对净资本规

收稿日期: 2013-12-20。

基金项目: 教育部人文社会科学研究规划基金项目“美国金融危机、流动性紧缩与结构性金融工具研究” (项目编号: 09YJA790060)。

作者简介: 李国民, 男, 经济学博士, 上海海事大学经济管理学院教授, 硕士生导师, 研究方向: 公司财务金融。

则在风险防范方面存在的问题进行反思并进行修订，修订后的净资本规则于2013年10月实施。

中国在进行净资本监管的过程中及时借鉴他国的净资本监管的经验和教训是十分必要的。国内关于经纪交易商净资本的研究主要集中在资本监管与经纪交易商的自营业务风险（左和平等，2010）、流动性风险（祝瑞敏等，2011）与投资银行整体风险（王玉峰等，2013）的实证研究上，规范分析、比较借鉴分析很少。

尽管中美经纪交易商的业务模式、收入来源结构、风险暴露重点等不完全相同，但其净资本监管的本质是相通的。那么，美国净资本规则改变及其与2007~2009年金融危机之间的关系所体现的经验教训为中国经纪交易商净资本规则带来哪些启示呢？2013年美国净资本规则变革又体现了哪些精神值得借鉴呢？

二、美国经纪交易商净资本规则的演变

（一）净资本规则的逐步确立

1933年以前美国的证券市场是自我监管。1934年美国颁布的《证券交易法》要求注册登记的证券经纪交易商必须保留足够的流动资产以保证其偿付能力，虽然没有明确提出净资本的概念，但其精神已与净资本规则精神相一致。1938年修订后的证券交易法允许美证券交易委对证券公司实施委员会自己的资本要求，由此美证券交易委开始实施净资本规则。净资本规则的主要意图是保护那些将资金或者证券存放在证券公司的投资者。在1944年，美证券交易委对那些由自律性组织实施更加全面的资本要求的公司免于净资本规则的监管要求。纽约证券交易所对其会员公司实施的资本要求被视为满足了这一要求，因而其会员公司不受美证券交易委净资本监管约束，而受纽约证券交易所自身的净资本要求约束。

也就是说，当时对于经纪交易商的净资本监管有两个标准——美证券交易委规则和纽约证券交易所规则。由于没有统一净资本规则，纽约证券交易所以及其他证券交易所可以随意解释规则，这样不利于保护消费者，由此，1967~1970年美国发生了严重的金融市场和经纪商的“文案危机”。

（二）统一净资本规则

为了避免两个标准的混乱、防范危机再次发生和保护投资者利益，1975年美证券交易委颁布实施统一净资本规则。

在经纪交易商计算净资本时，统一净资本规则提出了总债务标准和替代标准两个方法。经纪交易商必须用其中一个方法计算其净资本。对于那些选择接受总债务标准（又称基本法）监管的经纪交易商，净资本规则规定它的净资本必须等于以下两个数字中较大的一个：25万美元或者净资本占其总债务的6.67%。6.67%是杠杆率的限制，表示它的“总债务”与净资本的比率不能超过1500%（在经纪交易商从事

证券业务活动最初的12个月内该比率被限定为不能超过800%)，意味着每一个经纪交易商对于每15美元的负债至少持有1美元的净资本。通常，规模较小经纪交易商选择基本法计算净资本，因为小规模经纪交易商一方面没有客户的账户，因此资本要求要比那些持有客户账户的经纪交易商的25万美元资本要求要少得多；另一方面，不想受到客户保护规则的较为严苛的约束。

对于那些没有选择接受总债务标准的经纪交易商，它将接受替代标准监管。替代标准规定它的净资本不能低于以下两个数字中较大的数字：25万美元或者2%的总借项（应收资产借方余额，债务人或者客户对经纪交易商的负债）。经纪交易商必须明确宣称其选择使用替代标准计算净资本，并必须将其选择书面通知它的审定机构。如果一旦选用替代标准，它将继续沿用该标准，除非得到美证券交易委对其更改方法申请的许可。由于替代法能导致较低的净资本要求，因此大的经纪交易商通常选用替代法计量净资本。

净资本的计算分两步：第一步，对依据GAAP计算的净值进行调整，计算出初步净资本。初步净资本=净值+次级债-不被允许的资产。净值=资产-负债。次级债是在破产或者清算时对资产或者收入要求权的排序低于其他债务的债务，它被视为净资本。不被允许的资产是被净资本规则认为不流动的资产，这些资产不能及时转化为现金，在计算净资本时从GAAP股权中扣除，这就抑制了经纪交易商对不能快速转化为现金的房地产和其他固定资产的需求。规则不允许绝大多数未担保的应收账款计作允许的净资本，这就严格限制经纪交易商从事那些未担保应收账款的活动（比如，借出资金而没有收到担保品）。正是由于这些原因，净资本规则激励经纪交易商将资本投入到诸如承销、造市以及顾客证券交易的咨询和提供便利上，而不是其他业务活动。第二步，对初步净资本进行调整，计算出净资本：净资本=初步净资本-折扣。统一净资本规则下的折扣方法是标准化折扣法，从经纪交易商的包括在初步净资本中的自营头寸（比如证券、货币市场工具、商品等）的市场价值中扣除规定好的折扣百分比（标准折扣）。标准化折扣法考虑了这些特定头寸的内在风险（比如市场风险、价格波动和流动性等），并且创设了流动性缓冲以防止与证券业务有关的其他风险。决定折扣的主要因素是证券的风险属性，如对于风险较小的短期政府债券（0~3个月）的折扣为0，普通交易的股权证券折扣是这些证券当前市场价值的15%，有限交易的股权证券的折扣是这些证券当前市场价值的40%，非市场证券的折扣是这些证券当前市场价值的100%，等等。

1975年修订证券法以后，大经纪交易商采用替代方法计量净资本，但由于替代方法没有对杠杆率加以明确限制，导致了杠杆率的增加，比如美证券交易委发现，在纽约证券交易所上市的经纪交易商的总平均杠杆率（总债务/股权资本）从1972年到1975年分别为7.61倍、7.18倍、7.44倍、7.45倍，而1976年到1979年的杠杆率分别为11.13倍、12.74倍、14.73倍和17.95倍，1975年净资本规则改变以后，杠杆率

明显上升。

（三）2004年替代净资本规则的实施以及调整

2002年欧盟采纳了“金融集团指引”要求，那些在欧盟经营的被监管实体（比如经纪交易商）如果总部设在欧盟以外，要受到总部所在国的等量全面综合监管，否则欧盟要对那些控制被监管实体的总部（金融集团）实施补充监管。为了避免在欧盟经营的美国经纪交易商受到双重监管，2003年美证券交易委通过了《合并被监管实体方案》，方案规定，如果金融持股公司选择成为合并被监管实体，那么那些符合要求的经纪交易商就可以选择新的替代净资本计算方法计算净资本。

2004年，美证券交易委对《净资本规则》进行了修订。依据这一修订，那些达到规定的初步净资本和净资本的经纪交易商可以向美证券交易委申请有条件不再使用计量净资本的标准方法。作为交换，经纪交易商的最终持股公司必须同意在整个集团范围接受美证券交易委监管。本次修订的目的是保护投资者，通过改进对经纪交易商的监管和向经纪交易商提供执行更严格的风险管理激励来保持证券市场的统一；而且，通过监管经纪交易商以及对它的子公司合并监管，美证券交易委能够更好地监测、更快地应对来自子公司以及最终持股公司可能给经纪交易商带来的风险。该规则在2004年8月份生效。

规则修订的最大变化是，通过允许那些已经发展了健全的内部风险控制、具有较高资本比率的经纪交易商运用巴塞尔协议允许商业银行在计量资本时所运用的、也是经纪交易商管理自己经营风险所运用的数量模型——主要是风险价值模型、以及情景分析——计量来自场外衍生交易的市场风险和信用风险所要求的净资本的扣减项，取代原来计算折扣时所运用的规定好的折扣比例的标准法。那些希望运用替代净资本法计算其净资本的经纪交易商须向美证券交易委提出申请。经纪交易商必须满足美证券交易委设定的特定资本要求，比如初步净资本10亿美元以及净资本5亿美元的要求等，才会被许可运用替代净资本法计算净资本。

（四）2013年《净资本规则》的修订

针对2004年《净资本规则》修订存在的问题，2013年7月，美证券交易委正式颁布修订后的规则并于2013年10月21日开始执行。《净资本规则》的修订主要涉及以下几个方面。

1. 提供证券借贷结算服务的经纪交易商因委托人地位假定而需要进行资本扣减 2007~2009年金融危机中，部分经纪交易商的失败使美证券交易委意识到某些经纪交易商，既通过股票借贷承担了过量的杠杆，又通过作为股票借贷交易的代理人承担了许多委托人的风险。

修订的《净资本规则》人为创设了假定，即假定提供证券借贷结算服务的经纪交易商被视为以委托人的身份从事活动。依据这一假定，经纪交易商在计算净资本

时，必须依据《净资本规则》有关规定进行资本扣除。但是，经纪交易商在证券借贷结算服务中通过以下特定程序可以不进行资本扣减：经纪交易商完全披露了其他当事每一方的身份；交易每一方书面明确表达经纪交易商的义务不包括为其他当事人的业绩表现提供担保；各方同意一方当事人违约的事件中，它们的补救措施不包括抵消经纪交易商义务的权利。

2. 将没有独立资源的第三方当事人承担的经纪交易商的负债从净值中扣除 修订后的《净资本规则》要求，如果经纪交易商与第三方（第三方当事人包括有关联关系的第三方，主要是指它的母公司或者子公司）存在费用分担协议，并且经纪交易商能证明第三方拥有资源——独立于经纪交易商的收入和资产——去支付债务和支出的话，则由第三方（是指直接或间接控制经纪交易商及直接或者间接被经纪交易商控制）承担的支出和债务，在计算净资本时可以不予扣除。相反，经纪交易商不能证明第三方拥有资源去支付债务和支出的话，经纪交易商在计量净资本时必须考虑由第三方当事人承担的负债（将这些第三方无力偿还的负债从净值中扣除）。这是因为，如果第三方当事人没有独立资源而必须依靠经纪交易商的资源去支付支出和债务，如果不将这些债务从经纪交易商计算的净值中扣除，可能会歪曲公司的实际财务状况，欺骗公司消费者，妨碍监管机构监测公司财务状况的能力。

3. 从净资本中扣除任何向经纪交易商注入的但依协议有权撤回的资本 修订后的《净资本规则》要求经纪交易商将以下资本注入视为负债并从净资本计算中扣除：任何依照给注资者撤回资本的权利协议注入的资本以及任何注入给经纪交易商的意在在一年内撤回的资本。重要的是，任何一年内撤回的资本将被追溯视为拟在一年内撤回，除非该撤回得到经纪交易商的指定审查机构的书面批准。该条修订主要是强调净资本不应当是暂时的而应当是永久的。净资本背景下资本的术语与其他背景下（如会计背景下）的资本术语的含义不完全一样。

4. 无偿付能力的经纪交易商必须停止证券活动 依照规定，如果它：(1)被置于自愿或者被迫破产或者类似过程；(2)有受托人、接管人或者类似官方任命；(3)对债权人利益进行分配；(4)承认破产；(5)无法作出符合净资本规则要求的计算，那么经纪交易商将不再具有支付能力。依照该规则修订，经纪交易商必须具有支付能力，那些没有支付能力的经纪交易商必须停止证券活动。

5. 限制从经纪交易商撤回资本的条款修订 当撤回资本时，规则为经纪交易商设置了某些条件，并允许美证券交易委发布命令暂时限制经纪交易商撤回资本，发放贷款，在特定条件下向股票持有人、业内人士以及子公司等垫付款。美证券交易委在20多年前就采纳了规则，限制在30个日历天周期，所有的撤资、垫付或者贷款不能超过公司净资本的30%。这次修订时，美证券交易委认为，处于困境中的经纪交易商记录的不可靠是内生的，美证券交易委很难知道何时达到30%的门槛。因此，美证券交易委删除了30%的门槛条款，只要依照规定的条款得到满足，美证券交易委

就限制所有撤回、垫付以及贷款。

三、美国净资本监管中的问题

(一) 净资本规则的数量标准较低

2004年净资本规则改变之后,采用替代法计量净资本的经纪交易商实际拥有净资本数量大幅度增加,但是其净资本标准的最低数量却保持不变,实际的净资本数量远远高出要求的净资本数量。比如,美国五大经纪交易商要求的净资本数量从7.3亿美元到4.33亿美元不等,但是它们实际拥有的净资本数量从10.47亿美元到22.49亿美元不等。2007年贝尔斯登要求的净资本数量应当为5.5亿美元,但实际拥有36亿美元;2007年雷曼要求的净资本数量应当为6亿美元,但是实际的净资本却为27亿美元。尽管这些公司的实际净资本远远超过了所要求的数量,但却破产或者被收购或者转作商业银行持股公司形式。这引起人们对净资本规则标准是否过低的怀疑:如果这些投资银行持股公司的净资本标准提高了,那么它们还会倒闭吗?这种怀疑其实也是对关于资本充足的这些基本要求能否支撑该公司经营模式进行反思。TM的前董事 Lee (2008) 认为,贝尔斯登以及其他大经纪交易商引致的损失,不是由“信心危机”引起,而是由净资本不足所导致的。但是2013年美国《净资本规则》的修订依然未解决净资本数量标准过低的问题。

(二) 净资本的质量下降

2004年净资本规则的改变至少是由以下因素导致了净资本质量下降,使其抵御风险的能力下降。

规则改变使得净资本数量增加,仅仅是由方法改变而不是由资产流动性增加所导致。通过允许CSE经纪交易商用《巴塞尔协议》的方法计量净资本,美证券交易委预期折扣数量大约会减少40%,美证券交易委(2004)认为,“我们预计,替代净资本方法计算将大幅度减少那些运用该方法的经纪交易商的市场风险和信用风险的扣减数额。”研究表明,用《巴塞尔资本协议2》中的模型计量信用风险和市场风险会导致同样资产仅仅是由于采用了替代方法而使得计算的净资本增加。

净资本构成中的次级债大幅度增加。比如,依据财务报告,2004财年末高盛的资本为42.11亿美元,2005年则为45.36亿美元,2006年为46.86亿美元,2007则为62.48亿美元。主要是大量次级债增加,比如2004年底的120亿美元增加到2007年底的182.5亿美元。

2004年以前运用标准法计算净资本时,流动性较差的证券是不被允许计入净资本的,而2004年以后采取替代方法计算净资本,将某些流动性较差的证券计入净资本,将那些没有现成市场的证券也计算到初步净资本中去。

针对净资本质量下降导致的严重后果,2013年美国《净资本规则》修订的主要

内容就是提升净资本的质量，比如，提供证券借贷结算服务的经纪交易商因委托人地位假定而需要进行资本扣减，将没有独立资源的第三方当事人承担的经纪交易商的负债从净值中扣除，从净资本中扣除任何向经纪交易商注入的但依协议有权撤回的资本，等等。这在一定程度上解决了净资本质量下降的问题，但没有根本解决。

（三）规则取消了系统性重要的经纪交易商及其持股公司的杠杆率限制

首先，经纪交易商层面，规则放开了杠杆率的限制。1975年、2004年两次净资本规则的改变，对采用替代法计量净资本的交易经纪商都没有杠杆率的限制，监管它的净资本规则是客户应收账款的2%，而不是12:1或者15:1的杠杆率限制。参与合并被监管实体方案的经纪交易商由于规模较大，其净资本数额要远远大于25万美元，采用的净资本规定是客户应收账款的2%。这个净资本标准从金融风险角度看是没有意义的，因为这不是杠杆率限制。2013年《净资本规则》的修订对此也没有作出调整。

其次，投资银行持股公司层面，2004年《净资本规则》的改变，没有对投资银行持股公司的净资本杠杆率限制。净资本规则基本法以及替代方法只适用于经纪交易商，任何时候美证券交易委也没有要求经纪交易商的控股母公司遵守净资本规则的要求。规则要求计算投资银行持股公司集团范围的资本充足率的尺度应当符合巴塞尔银行监管委员会采用的国际标准，即CSE方案的参与企业必须维持巴塞尔资本比率不低于美联储对银行持股公司所要求的10%良好资本标准。

由于计算方法改变、次级债增加、折扣减少以及流动性较差的资产计入等因素可导致净资本增加，再加上没有对参与合并被监管实体的经纪交易商明确规定杠杆率约束，内在逐利激励和外在竞争压力使得经纪交易商及其持股公司的杠杆率大幅度增加，2003年至2007年，五大投资银行的平均杠杆率分别为21.3倍、23倍、24.3倍、25.4倍、30.2倍。

（四）复杂交易导致的过量承担杠杆

2004年净资本规则修改的内容之一是在计算扣减项的时候经纪交易商自营头寸的扣减比例有所增加，CSE经纪交易商从事较大头寸的自营交易的激励减弱，因此杠杆率的上升主要来自于自营以外的其他业务，是由于从事的保证金贷款、回购协议以及股票借贷等复杂交易和复杂业务所引起。因为经纪交易商认为这些复杂交易所进行的每日盯市制、担保物担保使得经纪商自身承担较小的暴露风险。此外，增加的净资本也可能被用在风险资产之上，比如住房抵押贷款支持证券、衍生信用工具等，这些工具本身具有内嵌杠杆，且不易识别和计量，但可以增加实际杠杆。

（五）证券业的监管机构缺少救助制度

与美联储主要关注被监管机构的安全与稳健性不同，美证券交易委主要维护市场的公平与有序。该委员会通常没有权力限制经纪交易商的风险承担，也没有能力

去支撑一个即将失败的公司。与此相应，美国立法机构没有像为商业银行设置存款保险公司、授权美联储作为商业银行最后贷款人的制度安排一样，为经纪交易商设置类似的保险机构和最后贷款人制度安排。

但随着金融混业经营程度加深，证券行业与银行业、保险业的交易日益复杂和扩大，风险跨市场传递，经纪交易商已经成为系统性重要的金融机构，它的兴衰既造成金融市场动荡又会挫伤投资者信心。2007~2009年美国金融危机中，由于美证券交易委没有相应的手段，为了恢复市场信心，美国政府不得不由美联储施以援手，尽管美联储没有监管证券业的职责。比如，美联储通过“一级交易商融资工具”、“期限证券借贷工具”等面上工具，以及通过决定让纽约联邦储备银行经由摩根大通银行向贝尔斯登公司提供应急资金的点状工具等，向经纪交易商提供流动性，这是自美联储成立以来首次如此大范围地行使其动用提供融资手段的职能。

这说明美证券交易委没有能力和手段及时应对系统性重要的经纪交易商的失败问题。这也表明在更加错综复杂金融环境中、系统性风险的深度和广度远远超过传统认知范围的背景下，最后贷款人的内涵与外延都在发生深刻变化。

四、对中国经纪交易商净资本监管的启示

（一）提高中国净资本规则的质量标准要求 and 数量标准门槛

前文已述及，美国经纪交易商的倒闭与美国净资本规则要求的最低水平较低有关，必须关注中国经纪交易商的净资本标准是否过低的问题。中国现行法规规定，经纪交易商的净资本数量的最低标准依据其从事业务种类分为3个层级，即5,000万、1亿和2亿元人民币。虽然过高的净资本会影响经纪交易商的经营效率，但是过低的净资本必然会影响经纪交易商自身的安全以及市场信心，特别是对于那些系统性重要的经纪交易商而言，它们的安全直接影响到整个金融体系的稳定与否。因此，面对日益扩大的业务规模和日益复杂的交易，应当提升净资本的数量标准，满足与其业务风险相称的资本数量要求。

在关注净资本数量的同时更要关注净资本的质量标准。美国净资本组成的质量较低也是导致净资本在短期内消耗殆尽的原因。美国2013年净资本规则的调整已经意识到了这一问题，修订的主要目的在于提高组成净资本的资产质量。中国经纪交易商净资本的质量标准也存在问题，比如存在仅仅由于计算方法的改变而导致净资本增加的情形，计算净资本时许多扣减项估值时的人为因素，等等。2012年中国修改经纪交易商风险资本准备计算标准，降低多项自营业务中风险资本准备计算标准，调低经纪交易商净资本计算时多个项目的扣减比例。

（二）完善经纪交易商退出机制和建立证券业最后贷款人制度

2013年美国修订后的《净资本规则》规定，经纪交易商必须具有支付能力，那

些没有支付能力的经纪交易商必须停止证券活动。中国也应当加强对没有支付能力的经纪交易商退出措施的执行力度，这是在强化市场纪律保护投资者利益的一项制度安排。

应当考虑在中国建立能为经纪交易商提供最后贷款人的制度安排，可将此功能交由央行来管理，这对于增强投资者信心、防范系统性风险有着重要作用。其实，我国已有成功的案例，比如汇金公司注资银河证券、国泰君安证券、申银万国等，避免了证券业的动荡。但一定要就监管权力、监管手段、监管内容给予监管主体以法律授权。此外，也可以考虑建立类似存款保险机构以保护存款人那样，证券业建立保险机构以保护投资者。

（三）加强对系统性重要的经纪交易商的杠杆率监管

首先，杠杆率监管全覆盖。现在一些金融集团的业务范围涵盖了银行、保险和证券等活动，诸如光大、中信和平安等，但其监管还是循着分业监管的模式，缺少对金融集团整体进行综合监管，综合监管的主体也不明确。这些杠杆率限制的监管存在空白，存在交易经纪商及其投资银行持股公司的杠杆率幅度增加的可能。杠杆率大幅度增加消耗了大量的净资本，一旦发生去杠杆化，就会带来系统性灾难。

其次，识别和防范内嵌杠杆导致的杠杆率升高。经纪交易商从事的业务活动越来越复杂，杠杆的内嵌程度也随交易的复杂程度升高而提高，但是现有财务数据尚不能有效反映这些内嵌杠杆，因此，应当增强内嵌杠杆的识别能力，以及时地对复杂组织结构、复杂交易行为进行杠杆率监管，防止过量杠杆承担。

最后，设置适度的杠杆率水平。依照法规，中国的经纪交易商应遵循“净资本与负债的比例不得低于8%”的规定，也就是说遵循不超过12.5%的杠杆率水平规定。但应当考虑这一杠杆率是否适当、是否需要调整。如果杠杆率过低，会使企业没有充分利用净资本，造成效率损失；如果杠杆率过高过度消耗净资本，又会带来风险，因此，应当针对中国经纪交易商的业务模式的风险特性，结合当时的市场条件，适时设置适度水平的杠杆率，既不保守，也不冒进。

（四）完善净资本计量方法以反映净资本与风险的相关性

2008年中国调整后的净资本计算公式为：净资本=净资产-金融资产的风险调整-其他资产的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目。该公式基本上采取的是折扣式计算方法。这种方法的优点是简单，最大缺陷是计算净资本时并不总能反映市场风险，相关性较弱。这就会出现相对于资产的风险程度出现折扣率过高或者过低的现象，净资本低估或者高估带来净资本的质量和效率问题。为避免折扣法的缺陷，2004年美国《净资本规则》修订之后采取数学模型方法去计算净资本，以体现净资本与资产的风险特性相关。但是采取数学模型方法计算净资本也存在问题，也就是模型所需要的历史数据跨期较长、价格波动不

大且连续可获取的条件较为苛刻。在历史数据缺失、价格波动较大、甚至价格不可获取的情形下,数学模型以及情景分析很难反映资产的风险特征。因此,如何改进净资本的计算公式,以反映净资本和风险的相关性也是必须要考虑的。

参考文献:

- [1] Labaton, Stephen. Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt[N]. New York Times, 2008-03-10.
- [2] Blinder, Alan S. Six Errors on the Path to the Financial Crisis[N]. New York Times, 2009-01-25.
- [3] Coffee, John C. Analyzing the Credit Crisis: Was the SEC Missing in Action[J]. New York Law Journal, 2008,(12).
- [4] Ferguson, Niall. Wall Street Lays Another Egg[J]. Vanity Fair, 2008, (12).
- [5] Stiglitz, Joseph E. Capitalist Fools [J]. Vanity Fair, 2009, (1).
- [6] Reinhardt, Carmen M. and Rogoff, Kenneth S. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly[M]. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- [7] Mukunda, Gautam and Troy, William J. Caught in the Net: Lessons from the Financial Crisis for a Networked Future[J]. US Army War College Quarterly, 2009, (39).
- [8] The Financial Crisis Inquiry Commission. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United State[R]. 2011, (1).
- [9] SEC OIG. SEC's Oversight of Bear Stearns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program[R]. 2008,Report No. 446-A.
- [10] Schapiro, Mary L. Testimony Concerning the State of the Financial Crisis. Before the Financial Crisis Inquiry Commission, January 14, 2010. <http://www.sec.gov/news/testimony/2010/ts011410mls.htm>.
- [11] 左和平, 朱怀镇. 资本监管和证券公司自营行为研究: 基于面板数据的实证检验[J]. 管理工程报, 2010, (2).
- [12] 祝瑞敏, 李长强. 我国证券公司净资本监管效益实证分析[J]. 商业时代, 2011, (32).
- [13] 王玉峰, 陈鹏. 我国净资本监管与投资银行风险行为研究[J]. 浙江金融, 2013, (3).

Implications of US Developments in the Net Capital Rule for Broker-dealers to China

LI Guo-min

Abstract: The paper explores the changes of the American net capital rule and its defects for broker dealers in 2004, and the recent developments of the American net capital rule in 2013. With regard to China's net capital rule, it is proposed that the quantity standard and the quality standard be enhanced, the mechanism of broker dealers opting out be improved, lender of last resort in securities industry be established, the limits in leverage ratios be clearly defined for systemically important broker dealers with the leverage ratio not too high and not too conservative, and the quantitative methods for net capital be perfected to reflect the relevance of net capital to risk.

Key words: broker dealer; net capital rule; institutional arrangement

(责任编辑: 张建华)