

金融 法苑

2012 总第八十四辑

北京大学金融法
研究中心 编

Financial Law Forum

- 金融危机后美国金融机构薪酬监管改革及其对我国的启示
- P2P贷款服务平台的业务模式与法律分析——以宜信公司为例
- 首例证券交易佣金纠纷案评析及其对证券监管的启示
- 私人信用货币的中央银行法规制——以电子货币为例
- 美国法视角下的证券分析师利益冲突规制

金融 法苑

2012 总第八十四辑

北京大学金融法
研究中心 编

Financial Law Forum

■ 执行主编：洪艳蓉 ■ 助理编辑：韩磊 刘庄

 中国金融出版社

责任编辑：黄海清

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

金融法苑 (Jinrong Fayuan). 2012 年. 总第 84 辑/北京大学
金融法研究中心编. —北京: 中国金融出版社, 2012. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6386 - 4

I. ①金… II. ①北… III. ①金融法—研究—丛刊
IV. ①D912. 280. 4 - 55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 086864 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 8. 625

字数 205 千

版次 2012 年 6 月第 1 版

印次 2012 年 6 月第 1 次印刷

定价 18. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6386 - 4/F. 5946

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



目录

Contents

| 热点观察 |

- | | | |
|----|-----------------------------------|-----|
| 1 | 金融危机后美国金融机构薪酬监管改革
及其对我国的启示 | 李 臣 |
| 25 | P2P 贷款服务平台的业务模式与法律分析
——以宜信公司为例 | 张 鑫 |

| 证券法制 |

- | | | |
|----|-----------------------------|-----|
| 35 | 面向公众的证券投资咨询关系判断 | 邱晓琼 |
| 47 | 浅析内幕交易民事责任的因果关系 | 杜忻奕 |
| 58 | 诱空虚假陈述下的因果关系认定 | 殷秋实 |
| 74 | 期货强行平仓规则与投资者保护
——从范有孚案说起 | 付大伟 |
| 87 | 首例证券交易佣金纠纷案评析及其对
证券监管的启示 | 黄江东 |



公司法制

- 98 合理性及其限度：再论优先购买权和
同意权的并存 周 倜 刘 庄
- 117 困境企业启动破产重整程序的原因分析
——基于与庭外重组、破产清算的比较 关涵之
- 132 再话“郑百文”
——以破产重整制度为视角 叶兵兵

专 论

- 145 公平原则视角下的我国企业吸收合并
所得税制度 韦 薇
- 162 私人信用货币的中央银行法规制
——以电子货币为例 黄亚颖
- 187 我国出口信用保险立法初探 粘怡佳

海外金融法

- 201 国际货物贸易支付中的信用证欺诈例外
——从英国判例法的视角说开去 朱丁普
- 227 美国法视角下的证券分析师利益冲突规制 王开元
- 246 美国消费者金融保护局的设立与权责 胡春梅

金融危机后美国金融机构薪酬 监管改革及其对我国的启示

■ 李 臣*

在 2007 年次级贷款问题引发的金融危机爆发后，金融机构的薪酬问题成了政府、监管者和公众最为关注和广泛讨论的话题之一。许多评论严厉抨击以华尔街为代表的金融机构的高薪问题，有的专家甚至认为华尔街的薪酬体系是导致金融危机的导火索。极端的如哈佛法学院教授别布丘克认为，“薪酬体系从头到脚都有问题，整个体系是一种扭曲的激励机制。”^① 为此，国际组织和各国监管机构对金融机构的薪酬提出了很多的监管建议。在此情形下，有必要对华尔街金融机构薪酬的前世今生和政府的监管历史进行分析，以探讨这种薪酬结构是否是“万恶之源”，政府管制金融机构的薪酬是否可以遏制金融机构过度从事高风险业务，抑或只是为了迎合大众的感情诉求，特别是在金融全球化的情况下，薪酬管制是否能够发挥预期效用。

* 北京大学法学院 2004 级博士研究生。

① Louise Story, On Wall Street, Bonuses, Not Profits, Were Real, *Wall Street Journal*, Dec. 17, 2008, <http://www.nytimes.com/2008/12/18/business/18pay.html>, 2012 年 2 月 10 日访问。



一、华尔街薪酬问题的演变^①

一般来讲, 华尔街的金融机构的薪酬由基本工资和年终奖 (bonus) 两部分构成。通常年终奖在整个薪酬中所占比例是大部分, 特别是对于银行家和交易员来讲更是如此。金融机构员工总的薪酬不但取决于上一年度公司的财务状况, 即公司赚不赚钱, 更取决于员工对公司的贡献, 即员工为公司赚了多少钱。可以说, 华尔街的薪酬体系是一种典型的业绩导向型的薪酬体系。

在 20 世纪 90 年代以前, 美国的投资银行一般是合伙制的, 由公司合伙人所拥有, 主要的利益相关人是合伙人和员工, 由于合伙人同时也是员工, 所以在盈利后将大部分利润分配给员工是合理的安排。20 世纪 90 年代中后期, 美国投资银行纷纷公开发行股票而成为公众公司。上市后, 原有利益格局平衡被打破, 公司有了新的所有者, 即股东。在此情况下, 投资银行改变收入薪酬的结构, 一般把盈利的 50% 左右分配给员工。在好的年景, 员工薪酬非常高, 如 2007 年摩根大通投资银行部门员工平均收入为 31 万美元, 高盛集团员工的平均收入为 57.5 万美元。金融机构的高级管理人员的年薪更达到数千万美元, 如雷曼兄弟总裁福尔德从 2000 年到 2007 年的 8 年中, 累计收入达 4.85 亿美元^②。在纽约, 金融业所支付的员工薪酬占到整个纽约市工资收

^① Louise Story, *Executive Pay*, New York Times, Feb. 29, 2012, <http://www.nytimes.com/info/wall-street-pay/?inline=nyt-classifier>, 2012 年 3 月 2 日访问。

^② 《雷曼总裁坐上国会“审判席”》，载于 2008 年 10 月 9 日《现代快报》，<http://it.sohu.com/20081009/n259928278.shtml>, 2012 年 2 月 10 日访问。

人的四分之一。根据穆迪公司的数据，随着华尔街影响力的扩大，其员工的工资不断增长，自 1975 年以来已增长了六倍。

虽然金融行业一直是一个高收入的行业，但直到 2007 年金融危机之前，金融机构的薪酬体系并未受到公众的攻击。相反，金融行业的高薪酬往往被认为是其强劲盈利能力和竞争力的体现。

2007 年金融危机爆发后，美国国际集团（AIG）等美国最大的金融机构接受了政府数千亿美元的政府救助。由于危机的突发性和救助的紧急性，这些政府救助资金很少附带条件，特别是没有对金融机构的奖金发放作出限制。这意味着银行仍然可以自由地发放奖金。2008 年，华尔街金融机构在接受数千亿美元政府援助的同时，累计发放奖金达 180 亿美元。当时，美国经济受到金融危机的拖累而陷入衰退，失业率高达近 10%，这样巨额的发放奖金显然触犯了众怒，刚刚上任的奥巴马总统斥之为高度不负责任的行为。

2009 年 2 月，参议员多德要求在经济刺激方案中增加一个条款，要求在发放奖金时，应当用股票支付，且不得超过薪酬总额的三分之一。在 2009 年 3 月，有报道称美国国际集团（AIG）的员工将获得数百万美元的奖金，而美国政府当时已投入超过 1000 亿美元来救助 AIG，以保持其运转。公众对此十分愤怒，美国众议院甚至通过一项法案，要求对金融从业人员奖金征收 90% 的所得税（该法案最终并未提交参议院或通过成为法律）。2009 年夏天，纽约总检察长库莫发布了一份报告，详细列举了 9 家接受救助的金融机构的奖金发放情况，特别对被合并到美国银行的美林证券发放奖金的情况进行审查。同时，美国财政部委任范伯格作为薪酬特别审查官，负责实施参议员多德提出的奖金条款。在许多大的银行如高盛和摩根大通偿还了政府救助资金后，范伯格的工作范围大为缩减。同时，范伯格并无执法权，除了



将不当安排公诸于众使相关金融机构难堪外，只能与相关机构协商他认为不适当的薪酬安排。

2009 年，美国 5 大金融机构（美国银行、花旗集团、高盛、摩根大通和摩根士丹利）税前盈利为 1474 亿美元，其中 312 亿美元被用于公司积累，21 亿美元支付股利，其余的 1141 亿美元被用于员工薪酬。员工薪酬占到盈利的 75%。2010 年 6 月，美联储在对 28 家最大金融机构的薪酬实践进行了为期 6 个月的调查后发现，许多被经济学家认为是导致金融危机的奖金发放安排和激励机制仍然没有任何改变。2010 年 8 月，财政部薪酬问题专员范伯格发布的报告认为，2008 年 20 亿美元的奖金中，有 80% 与业绩是不相称的。范伯格 2010 年 7 月 23 日的另一份报告显示，有 17 家金融机在接受数百亿美元的政府救助后，立即发放了 15.8 亿美元有问题的薪酬^①。

即便如此，由于薪酬体系涉及多方面的利益，不单是针对高级管理人员，而且涉及为公司创造利润的银行家和交易员的利益；不单是一个国家金融监管的问题，而且是涉及该国金融企业的国际竞争力的问题；此外，由于薪酬在本质上属于公司内部治理的范畴，政府干预存在合法性不是问题。因此，到底盈利的金融机构应当如何设计薪酬体系，如何在不同的主体之间分配盈余仍然是一个充满争议的话题。即使金融机构已经成为公众公司，但其对于员工的薪酬披露还比较少，仅仅披露高级管理人员的工资。一些交易员和投资银行家的收入可能高达数千万美元，但是并未披露这些员工的职位和从事的工作以及可能对公司带来的风险。

^① Louise Story, *Executive Pay*, New York Times, Feb. 29, 2012, <http://www.nytimes.com/info/wall-street-pay/?inline=nyt-classifier>, 2012 年 3 月 2 日访问。

在此情形下，政府对金融机构薪酬体系的规制，需要有合理的切入点，如美国政府就表示，不应对行业工资水平设定上限，改革的重点应当是防止金融机构鼓励过度冒险的薪酬结构和激励计划。

二、《多德—弗兰克法案》关于薪酬制度的监管要求

2010年的《多德—弗兰克法案》（以下简称《法案》）第九部分规定了关于高级管理人员薪酬方面的监管措施，其中要求每三年股东对薪酬进行一次没有约束力的投票；在公司并购重组时，股东可以对“金色降落伞”（Golden Parachute）^①进行没有约束力的投票。具体来讲：

（一）对管理人员薪酬的股东投票权（“say on pay”）

《法案》第951节对1934年《证券交易法》增加了一个新的第14A条，要求至少每三年一次，在年度股东大会或者其他股东会议中，就管理人员的薪酬征集投票权，并在股东大会上就此作出不具有约束力的决议。在《法案》实施六个月后的第一次年度股东大会、其他股东会议的征集投票权材料中必须包括两个议案：（1）管理人员薪酬；（2）是否每三年（或者两年、一年）对管理人员薪酬进行一次审议。此后，至少每六年一次，股东大会必须再次对上述议案（2）进行审议。

为了防止金融机构利用所托管的股票操纵投票结果，《法案》还规定，除非取得权益受益人的明确指示，代理投票的证券经纪人不得基于全权委托而对该类议案投票。《法案》还要求机构投资者至少每

^① 所谓的“金色降落伞”，是指在聘用合同中规定，在公司控制权变动时，对高层管理人员给予丰厚补偿的安排。



年一次公开披露其对于金融机构薪酬和“金色降落伞”等议案的投票情况，通过增加透明度和公众监督来防止机构投资者在投票时被管理层俘获。

（二）对于并购重组时“金色降落伞”的股东投票权

新的《证券交易法》第 14A 条同时规定，在进行需股东大会批准的收购、兼并、合并及重大的资产处置行为时，应当征集股东投票权。征集股东投票权的材料必须包含征集人是否就该等并购重组交易已让高级管理人员就其薪酬安排达成协议、了解或者安排，无论该等薪酬安排是即时支付还是延期支付或者是有条件的。同时，应当就该类提议、谅解和薪酬安排在股东大会上进行投票表决，该投票结果对于上市公司和董事会不具约束力。

（三）薪酬委员会和独立顾问

《法案》第 952 节对《证券交易法》增加了第 10C 条款，要求证券交易委员会（SEC）制定规则，要求全国性的证券交易所不得批准在董事会中没有独立的薪酬委员会的发行人的上市申请。在确定独立性时，应当考虑：（1）董事薪酬的来源，包括发行人支付给董事的任何咨询费、顾问费或其他酬劳；（2）董事是否与发行人、发行人的附属公司或者关联方存在关联关系。

《法案》对于独立性的要求也存在例外，独立薪酬委员会的要求不适用于存在控股股东的企业（即存在持股 50% 以上的股东）、外国发行人、有限合伙等发行人。同时，全国性证券交易所可以在考虑较小的发行人的成本和负担的基础上，对于特定的发行人豁免独立薪酬委员会的要求。

（四）披露管理人员的薪酬

《法案》规定 SEC 应当制定规则，上市公司就年度股东大会征集

票权的材料中，根据规则 S-K 的第 402 项要求，明确披露管理人员的薪酬，包括关于管理人员实际支付薪酬与公司业绩之间的关系等信息。同时，在第 402 项中增加以下信息披露的要求：除发行人总经理外的所有员工的年度总薪酬的中位数，总经理的实际年薪，以及两者的比例。

（五）追缴已发薪酬

《法案》对《证券交易法》增加了新的第 10D，规定美国证券交易委员会应当制定规则，要求美国证券交易所禁止未按规定和未贯彻追缴（claw-back）已发薪酬规定的发行人发行上市。发行人关于追缴薪酬的规定应当明确：

一是发行人由于不符合证券法关于财务报告的要求而被要求调整财务报告时，发行人应当追缴现任管理人员和在财务报告调整前三年的管理人员的薪酬（包括股票期权），如果已经支付的薪酬超过根据调整后的财务报告所应当支付的薪酬。

二是发行人应当披露相关的薪酬激励安排，该激励安排是基于联邦证券法规定的财务报告信息而进行的激励。

此外，《法案》还要求发行人披露发行人的员工或者董事是否允许购买金融工具（包括远期、期权、股票互换等），以对冲或者抵消股票下跌所带来的损失。因为如果允许金融机构的员工或者高管购买这种对冲性的金融工具，将导致股票期权难以发挥其激励作用。

（六）受监管机构的“过度薪酬”

《法案》对于下列受监管的机构提出了更高的报告要求和对薪酬激励计划进行更多的监管（除非其资产不足 10 亿美元）：存款机构和存款机构控股公司；注册的经纪交易商；注册投资顾问；信用社；房利美和房地美，以及有关监管部门共同确定应包括在内的任何其他金融机构。



相关的监管机构将出台规定,受监管的机构向监管机构披露其对其高级管理人员和员工提供过度薪酬激励安排,以评估其薪酬体系是否对于员工、董事或者大股东提供过度的薪酬、费用和福利,或者其薪酬体系是否会导致对金融机构带来重大财务损失。《法案》未对“过度”薪酬直接作出规定,而是参照《联邦存款保险法》的第 39 节 c 关于薪酬标准的规定。

三、美国证券交易委员会的有关监管规定

基于《多德—弗兰克法案》第 956 节的有关要求,美国证券交易委员会、财政部货币监理署、美联储、财政部储蓄监理署、存款保险公司、联邦住房金融署需要就有关金融机构的薪酬制定相关规则。2011 年 3 月 2 日,证券交易委员会提出了《基于激励机制的薪酬安排》的征求意见稿^①。该征求意见稿虽已完成征求意见,由于涉及多个监管机构,目前尚未发布。

拟议规则适用于前述管理资产超过 10 亿美元的受监管的金融机构,主要的监管规定包括三个方面。

(一) 披露基于激励机制的薪酬安排

受监管的金融机构每年需向联邦监管机构报告一次基于激励体系的薪酬安排。报告应当包括但不限于以下信息:

1. 关于公司的基于激励机制的薪酬安排的具体构成的说明;
2. 关于公司的基于激励机制的薪酬安排的相关政策和程序的简要

^① SEC Proposes Rules on Disclosure of Incentive - Based Compensation Arrangements at Financial Institutions, Mar. 2, 2011, <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-57.htm>, 2012 年 2 月 10 日访问。

说明；

3. 公司关于其薪酬安排结构将有助于防止遭受重大财务损失，或不会导致相关人员过度激励的相关分析。

（二）禁止鼓励过度承担风险的薪酬安排

拟议规则适用于受监管机构的管理人员、雇员、董事或主要股东（统称“适用人员”）。如果相关金融机构的薪酬安排，通过过度激励而鼓励适用人员承担不当风险，或者将导致重大财务损失，则这样的薪酬安排将被禁止。

根据拟议规则的规定，以激励为基础的薪酬安排，除非符合根据有关金融机构监管规定确定的标准，否则将被视为具有鼓励不当的风险而被禁止。

资产达到或超过 500 亿美元的大型金融公司，则将面临更为严格的薪酬限制。除需定期汇报薪酬计划外，要求这些大型金融公司高管的薪酬中有 50% 需要延期 3 年支付。在此期间，如果企业遭受损失或效益下滑，则承诺延期支付的奖金也将相应减少。

值得注意的是，拟议的规则认识到，在金融机构中除了管理人员外，有的员工可以对整个金融机构的风险状况产生影响。因此，对于可能将大型金融机构暴露于重大损失的风险的雇员，规则增加了额外的要求。

根据拟议的规则，董事会或董事会专门委员会将负责确定该类高风险员工，这类员工并非管理人员，但可能使得金融机构处于风险暴露状态，相对该金融机构的规模、资本和整体风险承受能力而言，该风险暴露所引发的潜在损失是巨大的。该类员工包括拥有较大仓位交易限额的交易员。一旦董事会确定了该类高风险员工，董事会就应当对每一位高风险员工单独批准激励为基础的薪酬安排。

这种将高风险员工的薪酬纳入监管的做法是非常重要的。众所周



知,金融行业特别是投资银行的员工流动性非常高,部分从事交易结构产品设计的员工在为公司带来巨额利润的同时,可能为公司带巨大的风险。如2011年瑞银流氓交易员的违规操作,即为瑞银带来亿美元的损失^①;而法兴银行的魔鬼交易员凯维埃尔被指涉嫌于20年至2007年间,挪用银行巨额资金狂炒欧洲期指,造成法兴银行高49亿欧元的损失,导致该银行后被迫集资和重组管理层^②。

(三) 建立政策和程序

根据拟议的规则,除非已经就此建立了相应的政策和程序,且经董事会批准,相关金融机构不得建立以激励为基础的薪酬安排。

考虑到金融机构的多样性,拟议的规则要求相关金融机构在制薪酬有关政策和程序时,结合其自身的规模和复杂性,以及其以激励为基础的薪酬安排所使用的范围和性质。

四、对金融人员征收奖金税

2009年12月9日,英国财政大臣阿利斯泰尔·达林在作预算前告时宣布,英国银行业内每笔数额超过2.5万英镑的奖金都要缴纳次性奖金税,税率为50%。根据英国《金融时报》的估计,美国各行在2010年第二季度的业绩中将有一笔总额约20亿美元的支出,

① 《瑞银损失上调至23亿美元 衍生品交易存监管漏洞》,载《中国经济报》,2011-09-20, <http://finance.jrj.com.cn/2011/09/20070111082437.shtm> 2012年2月10日访问。

② 《法兴银行“魔鬼交易员”被判4年监禁49亿赔偿》, <http://finance.qq.com/a/20101006/000314.htm>, 2012年2月10日访问。

于支付英国针对银行家奖金的税收^①。其中，高盛为此支付了6亿美元的奖金税^②。

许多金融业内人士认为英国政府这是“杀鸡取卵”的行为，该奖金税甚至被认为是“民粹主义和歧视性”的。由于英国经济高度依赖金融服务业，有人认为，英国政府征税的做法只会便宜了竞争对手，会让一些国际金融巨头撤离英国，从而削弱英国作为国际金融中心中的地位。伦敦市长鲍里斯·约翰逊就指出，这种做法只会让更多银行从业人员离开英国。

与此相应，美国众议院在2009年3月也通过一项议案，要求对接受政府救助超过50亿美元的公司的奖金征收高达90%的个人所得税。这是由于AIG在接受政府高达数千亿美元的救助后，仍然向高级管理人员和交易员发放了数百万美元的奖金，以期望留住人才。正如奥巴马所言，这显然是一种“出于愤怒的监管”，最终该议案在参议院并未付诸表决。

在实践中，英国的奖金税并未达到预期的效果，在奖金税实施后一年，金融企业的薪酬水平并未降低，反而有所上升。正如有的学者指出的是，由于奖金税是一次性的，多数金融机构和人员采取了一种认罚了事的态度^③。如果推出持久性的奖金税，这将使得金融机构撤

① 《美国各银行向英国缴纳20亿美元奖金税》，载英国《金融时报》，2010-06-17，<http://www.ftchinese.com/story/001033127>，2012年2月10日访问。

② James Quinn, Goldman Sachs profits slide 82pc after UK bonus tax, record US fine, Jul. 21, 2010, <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/7901573/Goldman-Sachs-profits-slide-82pc-after-UK-bonus-tax-record-US-fine.html>, 2012年2月10日访问。

③ Ambereen Choudhury and Gavin Finch, U. K.'s Bonus Tax May Drive Business Away From London, Dec. 9, 2009, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=awFt8B8kX3yA>, 2012年2月10日访问。



出英国,从根本上影响英国的经济发展。同时,即使真正长期征收奖金税,富有创造力的银行家也会想出很多避税的手段。

实际上,英国财政大臣阿利斯泰尔·达林也坦承,该国实行的备受争议的“银行奖金税”未能改变金融业在薪酬方面的行为模式,因此“富有想象力”的银行家们会想方设法规避这项税收^①。根据美国政府对查华尔街薪酬的一份公告,美国政府在20年前同样试图对奖金征税但没有成功,这在实践中不可行,而且会带来意想不到的副作用^②。

五、行业自律的发展

在政府进行监管改革的同时,金融行业也开始对其薪酬体制进行反思和改革。主要的自律措施有四个方面。

一是降低奖金比例。如高盛在2010年将其收入中薪酬支出所占比例缩减至该行1999年上市以来的最低水平,从1年前的49%降低至35.8%,同时对员工增加了股票支付,减少了现金支付^③。

二是让股东就薪酬问题进行投票。高盛在2009年股东大会上,

① 梅根·墨菲、乔治·帕克:《英国前财相:银行奖金税未达到预期效果》,英国《金融时报》,2010-09-03, <http://www.ftchinese.com/story/001034440>, 2012年2月10日访问。

② Landon Thomas Jr., *Britain to Levy a One-Time Tax on Banker Bonuses*, *New York Times*, Dec. 10, 2009, <http://www.nytimes.com/2009/12/10/business/global/10pound.html>, 2012年2月10日访问。

③ 贾斯廷·巴尔、弗朗西斯科·格雷拉:《高盛宣布缩小奖金池》,载英《金融时报》,2010-01-22, <http://www.ftchinese.com/story/001030958>, 2012年2月10日访问。