

## 内 容 摘 要

“中国墙”是英美证券法上的一项重要制度。它对于证券市场的发展有着显著的现实意义：一方面，可以解决券商业务过程中的内幕交易和利益冲突问题，提高券商的内部治理水平，确保证券业务的正常、有序开展；另一方面，又为证券监管提供了哲学理念上的创新，表明调动微观主体的积极性也是实现证券监管一种有效的手段。目前，“中国墙”制度在英美国家的证券市场上被广泛运用，对于证券业仍处于幼稚发展期的我国而言，具有积极的借鉴意义。

本文以“自律”为主线对“中国墙”制度展开了深入的探讨，通过对它的详细介绍和分析，阐述了它对我国的借鉴意义。全文除前言和结语外，正文共分为四章：

第一章：“中国墙”制度概述。本章以宏观的视角对“中国墙”制度进行了介绍与分析，内容包括它的涵义和特征、在英美法上的历史演进，从总体上勾画出了该制度的全貌。

第二章：“中国墙”制度详探。在前一章的基础上，本章以微观的视角并结合相关的理论知识对“中国墙”制度进行详尽的探讨，内容分为三个层次，分别是“中国墙”制度的自律主体、自律功能和自律措施及程序，其中，自律功能处于本章论述的重点。

第三章：“中国墙”制度评析。本章首先就“中国墙”制度在适用中出现的几个突出问题进行了评价和澄清，其次从该制度的本质特征“自律性”出发，剖析了它的优势和缺陷。

第四章：“中国墙”制度对我国的启示。我国目前尚没有关于“中国墙”制度明确、系统的立法，本章在分析该制度对我国证券业积极意义的基础上，提出了建立和完善我国“中国墙”制度的建议。

**关键词：**中国墙；自律机制；利益冲突

## ABSTRACT

“Chinese Wall” is an important system in the UK and US securities law. It is of prominent practical significance to the development of securities market: on one hand, it can settle the problems of insider trading and conflicts of interest happened in the course of securities business, enhance the level of internal manage of securities dealers, and finally insure the securities business to be carried out in a well-balanced way; on the other hand, it provides a philosophic innovation for the securities regulation, indicating that inspiring the positivism of securities dealers is an effective way to achieve the goal of securities regulation. At the present time, Chinese Wall is widely applied in the UK and US securities markets. For our country whose securities industry is still immature, this system can provide us with some useful experience.

Follow the clue of “self-discipline”, this article carries out a deep discussion on the subject of Chinese Wall. After a detailed introduction and analysis of it, the writer expatriate the significance it brings to our country. Besides preface and conclusion, this article is divided into four parts:

Chapter 1: Summary of Chinese Wall. This chapter introduces and analyzes the Chinese Wall system in a macroscopical viewpoint, including its meaning, characters and evolvement in the UK and US securities law. The main purpose of this chapter is to provide a clear outline of the Chinese Wall system.

Chapter 2: Specification of Chinese Wall. Based on chapter 1, this chapter carries out a specified discussion about this system in a microcosmic viewpoint. At the same time, the writer uses some relevant theories to do deep discussion. The content of this chapter includes three parts; they are “self-discipline body”, “self-discipline functions” and “self-discipline measures and procedures” of Chinese Wall. Among them, the “self-discipline functions” of Chinese Wall is of the most importance.

Chapter 3: Comments on Chinese Wall. This chapter mainly provides some remarks about Chinese Wall. It first comments on several prominent problems raised when applying this system, such as “Chinese Wall and the collectivization of the securities dealers”, “Chinese Wall and the protection of investor interests” and “the applicable scope of Chinese Wall”. It then analyzes the advantages and disadvantages of Chinese Wall from the essential character of self-discipline.

Chapter 4: Insights of Chinese Wall on China. Currently, there is no definite and systematic legislation about Chinese Wall in our country. However, this system has much positive significance to our securities industry. After analyzing this positive significance, the writer thinks it is necessary for our country to establish and perfect Chinese Wall and put forward some suggestions in the area of legislation, supervision and self improvement to establish and perfect this system in our country.

**Key Words:** Chinese Wall; self-discipline mechanism; conflicts of interest

## 缩略语表 (Abbreviations)

FSA 1986	Financial Service Act 1986 英国 1986 年《金融服务法》
ITSA 1984	Insider Trading Sanctions Act of 1984 美国 1984 年《内幕交易惩治法》
ITSFEA 1988	Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 美国 1988 年《内幕交易和证券欺诈执行法》
NASD	National Association of Securities Dealers 美国全国证券商协会
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission 美国证券交易委员会
SIB	Securities and Investments Board 英国证券与投资局

**案例表 (Table of Cases)**

Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. 43 S.E.C. 933 (1968)..... 6  
Slade v. Shearson, Hammill & Co. NO. 72 Civ. 4779..... 7  
Wayne Grayson Capital Corp., Inc. NYSE Disc. Action. 96-80. .... 18  
William R. Bray v. McDonald & Company Securities, Inc. 1994 NASD Arb, Lexis 972.  
..... 23  
SEC v. First Boston Corp..... 35

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：陈吉

2006年4月30日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在            年解密后适用本授权书。

2、不保密（）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：陈洁            日期：2006年4月30日

导师签名：宋新青        日期：2006年4月30日

## 前 言

券商即证券商，是指专门从事证券业务的商人和商家，是证券市场的主要参与者。证券交易涉及众多的投资者，但现实中往往不可能把他们集中到一处进行交易，况且大多数投资者也没有足够的时间、精力和专门知识来从事此项交易，于是许多的交易都要委托证券商来进行。<sup>①</sup>证券商是证券市场最活跃的中介人，他们在整个证券市场中发挥着桥梁与枢纽的作用。

由于证券商对证券市场的有序和稳定运行关系重大，所以世界各国都采取了各种措施来规范他们的经营行为。一般来说，对证券商经营行为的规范可以分为三个层次：一是政府的行政监管，通常由特定的官方监管机构，依据相关的规范性法律文件对证券商的业务活动进行监督和检查，如美国证券交易委员会的市场监管部就负责对证券商的交易活动和财务状况进行监管；二是行业组织的自我管理，这类行业组织如美国的全国证券交易商协会、英国的证券业理事会等，他们依照行业性行为规范，对其证券商会员进行自律性监管；三是证券商的自律，证券商通过在其内部采取一系列的措施和程序，实现自我约束和控制的目的。“中国墙”制度（Chinese Wall）<sup>②</sup>便是这种券商自律机制的代表。

“中国墙”并不是一座现实的“墙”，而是一种隐喻，指的是证券商进行自律管理而在其内部设立的一种信息隔离机制，目的是防止内幕交易和解决业务中的利益冲突问题。“中国墙”在英美国家早已不是一个新鲜的事物，在他们的证券业中这种制度运用得非常广泛，但对于我国而言，它还显得相对陌生。

鉴于此，笔者拟在本文中“中国墙”制度进行详细的探讨，期望能为这一领域的学术研究添砖加瓦，并对我国相关实践的发展有所裨益。

<sup>①</sup> 李玉基，王肃元. 证券法论[M]. 北京：中国人民公安大学出版社，2002. 140.

<sup>②</sup> 在本文中，“中国墙”制度和“中国墙”是相同的概念，二者均译为 Chinese Wall.

## 第一章 “中国墙”制度概述

“中国墙”原为美国总统罗斯福在一次演讲中对旧中国 1842 年以前所实行的闭关锁国政策的一种形象比喻，后来，证券界借用此来隐喻证券商内部实行自律管理而在不同业务部门之间树起的一道无形屏障，控制或隔离公司不同部门之间的信息流动，实现防止内幕交易和解决利益冲突的目的。

“中国墙”制度起源于 20 世纪 60 年代的美国，并在 20 世纪 80 年代被英国引进。在这几十年中，伴随着大量实践的推动，“中国墙”制度逐渐演进。这一演进过程集中反映在了两国的司法判例、行政规章和国会立法的发展之中。如今，“中国墙”制度已成为英美证券市场中不可或缺的一部分。

本章拟从概念和制度演进两方面对“中国墙”制度作一宏观的介绍和分析。

### 第一节 “中国墙”制度的涵义和特征

从字面上看，“中国墙”好象与中国有某种关系。实际上，它与中国毫不相干，而是英美国家证券法上的一个特定制度。这种制度具有特定的涵义和特征。

#### 一、“中国墙”制度的涵义

“中国墙”<sup>①</sup>又称“信息墙”(Information Wall)、“冲突墙”(Conflicts Wall)、“道德墙”(Ethical Wall)等等，表面上是一种形象的用语，实际上是一种具有特定涵义的制度。关于它的涵义，理论界和实务界仁者见仁，智者见智，形成了多种不同的说法，比较有代表性的有如下几种：

“‘中国墙’是指多功能服务证券商将其内部可能发生利益冲突的各项职能相

<sup>①</sup> “中国墙”一词在理论和实务界为大多数人使用，但也有人认为这个词不甚恰当。例如法官 Low, J 认为：“‘中国墙’是一个不恰当的词语，该词语有一种种族意味，会使人感受到隐晦的语言上的歧视。此外，该词的继续使用也会敏感地涉及到许多中国人后裔的种族身份。因此，现代法庭不应该允许这种源于旧的观念的语言继续存在。”除了言语上的歧视意味，法官 Low 还认为，“将中国长城这个世界上伟大奇迹之一和蕴含高度美学价值的形象用在这里是不适宜的，因为我们可以想象得到将法国艾菲尔铁塔或埃及金字塔用于这种负面形象时人们将会有何反应。另外，在建筑的意义上，‘中国墙’也不是隔绝交流以保持机密性的障碍的合理隐喻，因为这种障碍的功能是防止双方的双向交流，而中国长城，仅是一个单向的阻碍物——目的是禁止外部人进入，而没有限制内部人必须呆在里面。”

参见 <http://www.lexis.com/research/retrieve/frames>.

互隔开，以防止敏感信息在这些职能部门之间相互流动所作的努力”；<sup>①</sup>

“‘中国墙’：不可逾越的障碍物，用以阻止华尔街商行的交易区不公正地使用投资银行家们从客户那里秘密获得的信息”；<sup>②</sup>

“‘中国墙’一词描述了证券公司为防止一个部门（或公司的附属机构）所占有的某种信息传播到同一公司的其他部门而建立起来的一套内部规则和程序（有时还包括监督这些规则和程序实施情况的工作程序）”；<sup>③</sup>

“‘中国墙’是证券商采用的一种风险控制机制，包括在不同部门之间设立的物理和信息障碍，以保证未公开的信息完全局限在特定部门而不泄露到其他部门，从而防止这些部门利用其进行交易或从中获利”；<sup>④</sup>

“基本上，‘中国墙’是一种自我规制机制，目的在于阻止实质性的信息由（证券）公司的一个部门向另一个部门流动，并解决和利益冲突相关的法律问题”。<sup>⑤</sup>

上述说法虽措辞各异，但都表达出了同一个意思，即“‘中国墙’是一种信息隔离机制”。通过比较和思考，笔者认为，要把握好“中国墙”制度的涵义，除了明白这一点之外，还应当抓住以下三个要素：第一，“中国墙”是在综合性证券商内部设立的一种自律机制；第二，“中国墙”是一系列措施和程序的结合；第三，“中国墙”通过阻挡内幕信息的流动，达到防止内幕交易和解决利益冲突的目的。“中国墙”制度的完整涵义可以这样表述：“中国墙”是综合性证券商内部设立的一种自律机制，它由一系列的措施和程序构成，通过阻挡内幕信息在不同部门间的流动，实现防止内幕交易和解决利益冲突的目的。

## 二、“中国墙”制度的特征

通过分析“中国墙”制度的涵义，我们发现它具有两个显著的特征：自律性和隔离性。另外，在具体实践当中，它还有一个重要特征，即选择性。

### （一）自律性

① POSER, NORMAN S. *International Securities Regulation: London's Big-Bang and the European Securities Markets*[M]. Boston: Little Brown, 1991.189. 转引自：李仁真. 论英美证券管制中的“中国墙”[J]. 法商研究——中南政法学院学报, 1995, (3): 65.

② CAHAN, VICKY & EHRLICH, ELIZABETH. *First Boston's Nasty Spill at the "Chinese Wall"*[N]. *Business Week*, May 19, 1986.

③ POSER, NORMAN S. *Conflicts of Interest and the Securities Industry*[A]. *Broker Dealer Law Regulation* (2)[M]. New York: Aspen Publisher, 1997. 102.

④ 94-40 NASD Solicits Member Comment on Trading Activity in Advance of Research Reports[EB/OL]. [http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&element\\_id=1159003708](http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&element_id=1159003708), 2006-02-18.

⑤ MCVEA, HARRY. *Financial Conglomerates and the Chinese Wall*[M]. Oxford: Clarendon Press, 1993. 8.

所谓“自律”，就是自我约束、自我控制，是与外部约束、他律相对的一个概念。自律最一般的含义是，由一主体（组织或个体）自主制定规则，以此约束自己的行为，保护自己的利益。

从本质上讲，“中国墙”制度是一种券商自律机制，这种自律表现在以下两方面：

1. 证券商有权从自身的最大利益出发，自主制定内部的“中国墙”措施和程序。官方监管机构仅能建议或要求证券商在其内部设立“中国墙”制度来隔绝重大非公开信息的流动，而不能对具体措施和程序的制定权进行直接干预。

2. 在这些措施和程序的执行上，也主要依赖证券商自己的力量。原因是大量交易由于其隐秘性和复杂性，使得官方监管机构很难确定在特定情况下是否有人滥用内幕信息。<sup>①</sup>不过，由于意识到自我执行在效率上的低下和众多违法行为的层出不穷，一些国家如美国的官方监管机构会定期或不定期地检查这些程序和措施的执行情况。

## （二）隔离性

“墙”这个词的词典意思，是指一种由砖、石筑成的扁平建筑物，用于将一个区域与另一个区域隔开。<sup>②</sup>在本文中，“中国墙”一词虽已脱离了“墙”的那种实物形象，但仍具有“墙”的阻碍、隔离意味。

“隔离性”是“中国墙”制度最明显的特征。它隔离的是信息的流动，这可以通过下列三种隔离来实现：

1. 物理上的隔离。例如在同一办公大楼中，通过不同的房间或楼层安排，将不同业务部门从物理上隔开；维持各业务部门的资金、会计系统与帐户资料的独立。

2. 行为上的隔离。如限制掌握内幕信息的人参与公司的决策过程；限制不同部门间人员的流动；禁止公司的董事、经理或职员在数个部门尤其是那些在业务上极易发生冲突的部门内相互兼职。

3. 实物上的隔离。如对一些敏感性的资料进行加密或使用其他安全措施；对不同部门间文件、资料的调动采取严格审批程序。

<sup>①</sup> MCVEA, HARRY. Financial Conglomerates and the Chinese Wall[M]. Oxford: Clarendon Press, 1993. 218.

<sup>②</sup> Longman Dictionary of Contemporary English[Z]. Beijing: Foreign Language Teaching and Research Press, 2002.1606-1607.

### （三）选择性

选择性又称非强制性，是“中国墙”制度的另一重要特征。

选择性主要体现在构成“中国墙”制度的具体措施和程序上。“这些措施和程序是非常灵活的，通常由公司根据自身所处的环境和业务状况来审慎选择，以确保在任何情况下都能采取最适当的措施”。<sup>①</sup>言下之意，证券商可以选择采用不同的方式来建立内部的“中国墙”制度。

不过，这种“选择性”也并非完全不受约束。以美国为例，其于 1988 年通过《内幕交易和证券欺诈执行法》(ITSFEA 1988) 时，同时赋予了本国证券官方监管机构“美国证券交易委员会”（以下简称“SEC”）有关“中国墙”具体措施的规定权。后来，SEC 的市场监管部发布报告，明确了一个合格的“中国墙”制度应包含几种特定的措施和程序。<sup>②</sup>这样一来，证券商在选择“中国墙”措施和程序上的自由就受到了一定程度的规范和限制。

## 第二节 “中国墙”制度的演进

无论是从起源还是发展来看，“中国墙”制度都牢牢植根于英美国家的法律土壤之中。“中国墙”制度起源于 20 世纪 60 年代的美国，由著名的 Merrill Lynch 公司内幕交易案首度引入。其后，“中国墙”制度在美国法上循循发展，这一过程集中反映在美国国内司法、行政、立法部门的实践当中，并且多数与内幕交易的管制相联系。到了 20 世纪 80 年代，“中国墙”制度被英国借鉴，在英国法上经历了进一步的发展。与美国不同的是，英国十分重视该制度在解决券商利益冲突方面所发挥的作用。在下文中，笔者将根据英美两国的实践，分三个阶段探索“中国墙”制度的历史演进。

### 一、“中国墙”制度的引入

美国证券法律中第一次出现“中国墙”这个概念，是在 Merrill Lynch Pierce

<sup>①</sup> MCVEA, HARRY. *Financial Conglomerates and the Chinese Wall*[M]. Oxford: Clarendon Press, 1993. 173.

<sup>②</sup> 这几种措施和程序包括：对雇员交易的限制、控制部门间的信息交流、措施和程序的规范化和加强对自营交易的审查。详见文章第二章第三节。

Fenner & Smith Inc 滥用内幕信息案<sup>①</sup>的解决方案中。1966年，Merrill Lynch 公司作为 Douglas 飞机公司的主承销商，为其发行可转换公司债券。就在 Merrill Lynch 按照联邦证券法向 SEC 办理注册登记后，Douglas 公司通知 Merrill Lynch 的承销部门，称由于生产方面的问题，已大幅度削减原先计划的年度收益。此时这一不利消息尚未向外公布。Merrill Lynch 公司的承销部很快向该公司的销售部人员告之了该消息，而后者又将其透露给了 Merrill Lynch 的几位机构客户和大投资者。这些客户很快将手中的 Douglas 股票脱手变现，从而避免了可能的损失。SEC 以 Merrill Lynch 公司违反证券法 10b-5 规则<sup>②</sup>为由，对其提起行政诉讼。

Merrill Lynch 公司为了避免商誉损失，最终同意与 SEC 达成和解，并承诺建立一系列机制，防止将其承销、发行部所获得的内幕信息泄露给销售人员。因此，Merrill Lynch 公司发表了下列政策声明：“禁止其承销部门雇员泄露从公司取得与公开发行或私募发行证券的报价和谈判有关的、公司未向投资大众公开的实质性的信息，除非是对下列人员所作的披露：注册管理机构的高级官员、法律部门的人员和直接参与该承销活动的其他人员；承销部门寻求咨询意见的研究部门有关人员；为作为决定是否参与该证券的发行评估之用的承销团的其他共同承销人的包买部门成员。任何获得该信息的雇员都要接受同承销部门雇员一样的约束。”<sup>③</sup>Merrill Lynch 公司实施的程序，尽管没有被公开地命名，但就是后来为人所知的“中国墙”。<sup>④</sup>

尽管 SEC 批准了 Merrill Lynch 公司的新程序，但却没有一揽子批准使用“中国墙”。因为 SEC 认为，内幕交易的形态极多，因内幕信息泄露引起的内幕交易仅是其中的一种形态而已，因而“中国墙”并不能概括地解决所有的内幕交易疑虑，仍然必须依交易形态的不同而采取不同的应对方案。<sup>⑤</sup>所以，SEC 宣称：“作

<sup>①</sup> The Matter of Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.[Z]. 43 S.E.C. 933. See also VARN, LARRY L. The Multi-Service Securities Firm and the Chinese Wall: A New Look in the Light of the Federal Securities Code[J]. Nebraska Law Review, 1984, (63): 218-219.

<sup>②</sup> 10b-5 规则是美国证券法上一个一般性的反欺诈条款，它规定：“任何人直接或间接地、利用邮寄或者任何州际交往手段或者全国证券交易场所的任何工具或其他方法进行以下的活动都是违法的——(a) 使用任何方法、计划或技巧进行欺诈；(b) 为了使根据陈述作出时的具体情况而作出的陈述不至于具有误导性，对某一重大事实作出不真实的陈述或遗漏必要的重大事实，或者(c) 参与任何证券的购买或出售有关的任何行动、活动或交易程序，而参与这些行动、活动或交易程序构成或可能构成对于任何人欺诈或欺骗。”[美]莱瑞·D·索德奎斯特. 美国证券法解读[M]. 胡轩之，张云辉译，北京：法律出版社，2004. 247.

<sup>③</sup> The Matter of Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.[Z]. 43 S.E.C. 933.

<sup>④</sup> [美]托马斯·李·哈森. 证券法[M]. 张学安等译，北京：中国政法大学出版社，2003. 400.

<sup>⑤</sup> 李曜崇. 从比较法观点探讨我国资讯防火墙（中国墙）之法律布局（硕士学位论文）[D]. 台北：中原大学，2003. 71.

为证券交易委员会的政策，我们并不，实际上也不可能提前判断所宣布的政策在可能出现的任何情况下都是充分的”。<sup>①</sup>由此可见，虽然 SEC 认可了“中国墙”制度，但对其效力仍持一种怀疑的态度。

## 二、“中国墙”制度的发展

自 Merrill Lynch 案以后，“中国墙”制度开始进入公众的视野，并在美国法中逐渐发展起来。其中，下面几项实践具有标志性的意义。

### 1. Slade 案

Merrill Lynch 案后不久，1974 年的 *Slade v. Shearson, Hammill & Co.* 案<sup>②</sup>再一次涉及了“中国墙”制度。该案是“中国墙”制度发展史上的一个里程碑，第一次将该制度与证券商的利益冲突问题相联系。

案中，被告的股票推销员向客户推销 Tidal Marine 公司的股票，原告根据其建议购买了该股票，而后发现 Tidal Marine 公司一直是被告投资银行业务部的客户。原告后因股票价格下跌遭受了损失而起诉被告。原告诉称，被告 Shearson 在其推销员推销股票时，就知晓了 Tidal Marine 公司的实质性不利信息，并且在明知这一信息后仍然向包括 Slade 在内的顾客推销股票，因而违反了公司对客户负有的信赖义务和忠实义务。在简易判决 (Summary Judgment) 中，Shearson 公司抗辩，在公司内部设立了“中国墙”制度，其股票销售人员在信息公开之前并不知道该信息。后来，地区法院拒绝了 Shearson 提出的抗辩，并在判决中对利益冲突问题作了如下声明：“必须牢记……Shearson 自愿地与 Marine 公司建立了被信任的关系，并因此获得了内幕消息；Shearson 同样自愿地与其客户建立了被信任的关系。不应认可其对前者的义务而否认对后者的义务。一旦承担了此种信赖责任即应履行，无论履行该义务会造成多大的商业损失。”<sup>③</sup>从该声明来看，法院并没有承认“中国墙”制度可以作为在利益冲突情况下违反忠实义务的抗辩理由。

Shearson 公司不服该判决，随即提出上诉，并提出了一个问题要求上诉法院确认，即证券公司的经纪部门在获得了有关其承销部门客户的重大不利内幕信息后，是否应该基于他知道是错误的或误导的公开信息停止向客户推荐该公司的股

① [美]托马斯·李·哈森. 证券法[M]. 张学安等译, 北京: 中国政法大学出版社, 2003. 400.

② *Slade v. Shear Hammill & Co.* [Z]. NO. 72 Civ. 4779. See also VARN, LARRY L. The Multi-Service Securities Firm and the Chinese Wall: A New Look in the Light of the Federal Securities Code[J]. Nebraska Law Review, 1984, (63):220-231.

③ Id.

票？对于这个问题，作为“法庭之友”（Amicus Curiae）的 SEC 的意见是：“中国墙”是一种可以阻断综合性证券公司内部投资银行部门与经纪业务部门间内幕信息流动的有效措施。<sup>①</sup>言下之意，SEC 认为只要建立了“中国墙”制度，就不会有信息不当流动的问题，从而经纪部门仍然可以继续向客户推荐投资银行部门客户的股票。不过法院对这一观点没有明确地回应。

### 2.14e-3 规则

继 Slade 案后，SEC 在证券交易法 14e-3 规则中再次表明了对“中国墙”的赞同。<sup>②</sup>该规则也代表了 SEC 首次在“中国墙”问题上行使规则制定权。<sup>③</sup>14e-3 规则是 SEC 根据美国 1934 年《证券交易法》第 10 条 b 款的授权而制定的行政规则，主要是规范在要约收购过程中的内幕交易行为。该法于 1980 年正式通过，它规定，任何知道一项收购要约的内幕信息的人均负有“披露或戒绝交易”的义务，但在以下情况中，这种义务被免除：（1）从事交易的人并不知道公司其他部门持有的与交易有关的内幕信息；（2）公司已根据其业务状况设置了一项或一系列措施和程序，以确保上述人员不占有相关的内幕信息。<sup>④</sup>“中国墙”，根据 SEC 的暗示，正是符合该规则（2）要求的措施和程序。

14e-3 规则的制定具有划时代的意义，它为综合性券商在从事要约收购时提供了一个“安全港”，只要认真执行了“中国墙”制度，就可以大大降低受内幕交易追诉的风险。这个规定使“中国墙”制度第一次在美国法上具有了抗辩的效力。

### 3. 《内幕交易和证券欺诈执行法》（ITSFEA 1988）

行政监管领域实践的发展将“中国墙”制度推向了国会立法领域。1984 年，美国国会在制定《内幕交易惩治法》（ITSA 1984）时，曾考虑过“中国墙”的概念，但在最终通过时没有被采纳，因为国会和 SEC 都认为，现有的行政法规已明确包含了“中国墙”这一概念，国会无须将此提升至法律的高度。但这一观念后来发生了改变。1988 年，美国国会制定《内幕交易和证券欺诈执行法》，第一次以法律条文的形式对在券商内部设立“中国墙”制度作出了明确要求。该法修改了 1934 年《证券交易法》第 15 条 f 款的规定，修改后的条文这样表述：“任何证券

① 李曜崇. 从比较法观点探讨我国资讯防火墙（中国墙）之法律布局（硕士学位论文）[D]. 台北：中原大学，2003. 75.

② [美]托马斯·李·哈森. 证券法[M]. 张学安等译，北京：中国政法大学出版社，2003. 400.

③ MCVEA, HARRY. Financial Conglomerates and the Chinese Wall[M]. Oxford: Clarendon Press, 1993. 173.

④ Id., pp. 172-173.

经纪商或交易商均应建立、维持、实施以书面形式规定的、合理制定的、充分考虑到其业务性质的政策和程序，以阻止他们及其相关人员违反本法、规则或规定滥用重大非公开信息。”<sup>①</sup>至此，“中国墙”制度正式成为了美国法定的证券商自律程序。

### 三、“中国墙”制度的进一步发展

八十年代中期，英国放弃了传统的“单一资格制”(Single-Capacity System)<sup>②</sup>原则，允许证券商的经纪业务与自营业务交叉，多功能服务证券商随之形成。在这一背景下，英国吸收了美国自 Merrill Lynch 案以来的经验积累，引进了“中国墙”制度来解决多功能证券商带来的问题。<sup>③</sup>与美国不同，英国十分依赖“中国墙”制度以保护证券商免受利益冲突可能导致的不利法律后果。于是，该制度在英国法上得到了进一步的拓展。

英国 1986 年的《金融服务法》(FSA 1986,以下简称“FSA”)和证券主管机关“证券与投资局”(以下简称“SIB”)制定的相关行政规范构成了该国“中国墙”制度的法律框架。

FSA 的第 48 条第 2 款第 h 项是一个总导性的规范，他授权 SIB 制定相关行政规范去构建完善的“中国墙”制度，“授权或要求被授权人对其在从事部分业务中所获得的信息予以保密，以防止其在从事其他部分业务中接触的人获得该信息；并且为此目的，授权或要求受雇于某部分业务的人对其所获得的信息予以保密，以防止其他部分业务的受雇人员获得该信息”。<sup>④</sup>如果证券商依照 SIB 根据这一规定制定的规则行事，则不会认定他违反了 FSA 第 47 条中的反欺诈条款，该条款禁止任何人因故意或重大过失而作出任何虚伪的或误导性的说明、陈述或预测。

在上述 FSA 第 48 条第 2 款第 h 项的指导下，SIB 于 1988 年制定了新的《从业行为规则》。该规则中关于“中国墙”制度的最重要规定是“商业行为核心准则”(以下简称“准则”)，而“准则”中的第 36 条则处于一个突出的位置，对“准则”中

① COX, JAMES D & HILLMAN, ROBERT W & LANGEVOORT, DONALD C. Securities Regulation Cases and Materials (3)[M]. Beijing: Citic Publishing House, 2003. 1164.

②“单一资格制”，是指证券交易所的会员只能专门充当经纪人，代客户买卖证券，收取佣金；或专门充当证券交易商，自己进行交易，并只能跟经纪人交易。

③ SLAIN, JOHN J. Book Review: International Securities Regulation: London's "Big Bang" and the European Securities Markets, Norman S. Poser[J]. Brooklyn Law Review, 1992, (57): 1231-1232.

④ 卞耀武, 主编. 英国证券发行与交易法律[M]. 北京: 法律出版社, 1999. 48-49.

其他有关“中国墙”制度的规定发挥着全局性的影响。该条规定：

(1) 一个综合性证券商要维持一个“已建立的措施”，使得任何一个部门的人员在从事其职务的过程中所获得的信息，在特定情况下不会被另一部门的人员取得；

(2) 前款“已建立的措施”在同一集团之下任何类型的部门（包括子公司）间都可以适用，但不能影响关于信息传递的其他要求，除非是由“准则”规定的；

(3) “准则”的规定只适用于企业持有未公开价格敏感信息的情况，如果代表该企业进行交易的人并不知道该信息，那么该企业不是本“准则”意义上的知悉信息；

(4) 此外，为了贯彻 FSA 第 47 条之反欺诈条款的立法目的，该法第 48 条第 6 款的规定在“准则”上同样适用；换句话说，倘若证券商未遵守本条第 1 款有关“中国墙”制度的要求，其行为将会被视作是违反 FSA 第 47 条的规定。<sup>①</sup>

需要解释的是，该条第 1 款的规定必须与第 4 款结合起来理解，根据第 4 款，凡是没有落实第 1 款“中国墙”制度的要求者，均被视为抵触了 FSA 第 47 条之反欺诈条款。<sup>②</sup>反过来说，它使得“中国墙”制度成为了抗辩欺诈指控的法定理由。

该条第 3 款具有更广泛的意义，按照这一规定，如果实际进行交易的人员并不知道内幕信息，他所在的公司就不能被看作知悉内幕信息。只要有有效的“中国墙”制度存在，防止他们取得信息，他们就不被认为是知悉人。因此，“中国墙”制度可以成为不知悉的抗辩理由。<sup>③</sup>

除了第 36 条，“准则”的许多其他规定都涉及“中国墙”制度与利益冲突问题，例如“准则”第 2 条规定了处理利益冲突的一般性规范，即原则上禁止综合性证券商与客户为利益冲突交易，除非证券商已建立了完整的“中国墙”制度；<sup>④</sup>“准则”第 28 条禁止从事内幕交易的证券欺诈行为；<sup>⑤</sup>“准则”第 16 条规定若综合性证券商可以证明具有完善的“中国墙”制度，可以不受适当性原则的约束；<sup>⑥</sup>等等。总之，在《金融服务法》和 SIB 颁布的行政规范当中，“中国墙”制度被广泛运用于解决证券商业务综合化带来的利益冲突问题，并且这种解决的方式就是赋予“中

① MCVEA, HARRY. *Financial Conglomerates and the Chinese Wall*[M]. Oxford: Clarendon Press, 1993. 184.

② *Id.*, p.185.

③ *Id.*, pp.186-187.

④ *Id.*, pp.187-189.

⑤ *Id.*, p.190.

⑥ *Id.*

“中国墙”制度广泛的抗辩效果。

在美国和英国成熟的法律体系中，“中国墙”制度羽翼日益丰满。它作为证券商进行自律的一种机制，既可以用于预防性的目的，防止一个部门掌握的内幕信息被另一个部门的人员滥用从事内幕交易，又可以在证券商遭遇利益冲突时为其提供一项法律上的抗辩理由，从而豁免有关责任的承担。目前，该制度在这两个国家的证券管理体系中都扮演着重要的角色，成为了证券管理不可或缺的一环。

## 第二章 “中国墙”制度详探

根据前文对“中国墙”制度涵义的剖析,可知一个“中国墙”制度具备这样几个关键的要素,即综合性券商内部、一套措施和程序、通过信息隔离防止内幕交易和解决利益冲突。其中,又以最后一个要素为“中国墙”制度的核心和价值所在。相应地,本章将以这几个要素为线索,从微观上对该制度展开详细的探讨。

### 第一节 “中国墙”制度的自律主体

“中国墙”制度是植根于综合性券商内部的一种自律机制。综合性券商,顾名思义,是指从事多种业务的券商,其外延还包括了兼营证券业务的金融集团。综合性券商的存在对证券市场有许多积极意义,正因为如此,综合化经营成为了各国券商发展的一种趋势。不过,他们所带来的问题也不在少数,由此导致了“中国墙”制度的引入。

#### 一、综合性券商的概念界定

所谓券商,一般是指依法从事证券经营业务的自然人和法人。由于各国的证券市场体系不尽相同,对“券商”一词的使用也有所不同。美国证券法未直接采用“券商”一词,而代之以“经纪人”(Broker)、“买卖商”(Dealer)的概念,并在1934年《证券交易法》中对“经纪人”和“买卖商”分别作了定义。<sup>①</sup>日本、韩国的证券法将券商与证券公司的概念合二为一,券商就是证券公司,证券公司就是券商。台湾法则直接采取了“券商”这一概念,其《证券交易法》第15条规定:“依本法经营之证券业务,其业务种类如下:(1)有价证券之承销;(2)有价证券之自营买卖;(3)有价证券买卖之行纪或居间”,该法第16条又规定:“经营前条业务之一者为券商”。

在证券市场上,一个券商可能从事证券承销、自营、经纪等一个或多个业

<sup>①</sup> “经纪人”一词,系指任何为他人从事证券交易业务的人,但不包括银行。“买卖商”一词,系指任何通过一位经纪人或者其他方式从事为其自己买卖证券业务的人,但不包括银行,或者以个人的名义或者某种受托人身份只为自己本人买卖证券,而非作为一项常规业务一部分的任何人。卞耀武,主编.美国证券交易法律[M].北京:法律出版社,1999.85.

务。其中,只能经营一种业务的称为“单一性证券商”,对前述两种或两种以上业务均加以经营者为综合性证券商(Integrated Securities House),又称多功能证券商(Multi-service Securities Firms)。综合性证券商在许多国家都存在,如美国证券法上的“经纪-交易商”(Broker-Dealers)实际上就是综合性证券商,他们一直被允许履行经纪和自营双重职能,兼营多种业务原则上也不受到限制。日本证券立法明文规定准许综合性证券商,但是设立时应分别取得不同之特许。<sup>①</sup>英国在20世纪80年代的“金融大爆炸”(Big Bang)之后,废除了长久以来对证券商实行的“单一资格制”管理,允许证券商的经纪业务与自营业务交叉,多功能服务证券商亦随之形成。

以上谈到的关于综合性证券商的概念仅限定于专门从事证券业务的主体。随着证券市场的日益国际化和混业经营模式的普遍接受,证券业和其他金融行业的界限已经变得模糊。在这样的情况下,综合性证券商的外延有所扩大。

目前,世界上许多国家都允许银证混合经营。在德国,银行业与证券业始终融为一体,并且集中体现在其商业银行作为“全能银行”或“综合银行”(Universal Banking System or Full Banking System)的制度体系上。<sup>②</sup>德国银行可以从事广泛的金融业务,包括包销、代销新发行的有价证券,自行或代客户买卖有价证券,以及清算与过户等业务。<sup>③</sup>美国曾于1933年颁行《格拉斯-斯蒂格尔法》(Glass-Steagall Act),将商业银行与投资银行分离。但是,近年来,各种行政解释和司法判决使得该法的效力和适用范围大打折扣。<sup>④</sup>1999年11月,美国正式废除了该法的跨业经营藩篱,通过组建金融集团(Conglomerates),美国的商业银行可以从事种类众多的证券业务,而证券公司又成了各种银行服务的提供者。上述全能银行、综合银行或金融集团,不仅可以同时经营证券类的各种业务,还可以同时运作银行、信托、基金管理等多领域业务。因此,笔者认为,他们更是一种综合性证券商。

综上所述,综合性证券商既包括从事多种证券业务的专门证券公司,又包括兼营证券、投资、银行等各种业务的金融集团。

① 李仁真.论英美证券管制中的“中国墙”[J].法商研究——中南政法学院学报,1995,(3):65.

② 潘江.管制内幕交易的自律机制——中国墙制度(硕士学位论文)[D].北京:外交学院,2003.8.

③ 龙田节.内幕交易之禁止[J].外国法评论,1995,(1).转引自:同上注.

④ 万猛,刘毅.英美证券法律制度比较研究[M].武汉:武汉工业大学出版社,1998.129.

## 二、综合性券商存在的意义及问题

综合性券商的业务领域非常广泛，他们不仅从事承销、自营、经纪等传统证券业务，还将触角伸向了其他金融领域，经营投资银行、投资咨询、基金管理等业务。综合性券商的存在有以下积极意义：

首先，综合性券商从事多样化业务可以增加其为客户提供良好、全面服务的能力，使得投资者可以享受到更为周到、低价的服务，从而有利于加强其竞争能力。

其次，有利于降低和分散风险。通过开展综合业务，券商从事一部分业务所承担的风险可以因从事另一部分业务而抵消。这正如英国学者 Pierce 所言：“现有的证据表明，一般情况下证券业务的回报率与银行业务的回报率是成反比的。这就是说，平均而言，当从事银行业务的利润较低时，从事证券业务的利润则较高，反之亦然。”<sup>①</sup>

最后，有利于扩大规模，产生规模效应。经济学家认为，一家金融机构提供多种金融服务可以大大降低服务成本：其一，他们可以利用广泛的客户网络来满足不同的服务需求，例如，当银行业务的客户打算发行股票时，证券部可以利用其现有的客户网为其推销，而无须重新寻找新的客户；其二，他们可以利用一个部门从事业务所取得的信息为另一部门的客户提供咨询或其他服务，这也可以降低搜集信息和研究信息的成本。<sup>②</sup>

由于综合性券商具有这些优势，使得综合化经营成为了各国券商发展的一种趋势。同时，也正是由于其业务的综合化，我们不得不面对一些棘手的问题：

从理论上讲，综合性券商在开展业务时，是由不同的部门各司其职，互不干扰。但在现实中，这样的理想状态却很难达到。我们知道，追逐利润是商人的最终目的，在现实利益的驱使下，综合性券商完全可能背离应有的职业道德为自己谋取私利。比如，他的证券承销部门正在承销某一公司的股票，而他的投资银行部门正好在买卖该公司的股票。为了实现本企业利益的最大化，承销部门很有可能将自己在承销过程中所知悉的该公司的重大价格敏感性信息透露给投资银行部，并由后者利用该内幕信息为本企业营利。

① MCVEA, HARRY. *Financial Conglomerates and the Chinese Wall*[M]. Oxford: Clarendon Press, 1993. 203.

② 焦津洪. 论管制知情交易的自律机制——信息长城 (Chinese Wall) [J]. 中外法学, 1998, (5): 40.

此外,综合性证券商常常受两个或两个以上客户委托为其提供经纪或投资咨询业务。作为多方的代理人,综合性券商必须同时秉承对多方的诚信行事:一方面,他必须保守业务过程中所获得的其他公司的秘密信息;另一方面,他又必须最大限度地利用其了解和掌握的信息、知识为其他客户提供咨询意见。可见,两全其美不总是一件容易的事,综合性证券商时常处于一个矛盾的境地。

上述内幕交易和利益冲突问题在综合性证券商中十分常见,综合性证券商本身和各国的监管机构也一直在努力地寻求解决这些问题的途径。其中,引入“中国墙”制度就是一种较好的尝试。

## 第二节 “中国墙”制度的自律功能

“中国墙”这种自律机制有两种不同的功能:其一,通过阻止价格敏感信息在同一综合性证券商不同部门间的流动,防止内幕交易的发生;其二,当综合性证券商从事多种业务遭遇利益冲突时,为其提供一项法律上的抗辩理由。可见,“中国墙”制度既是反内幕交易的一把利器,又是解决利益冲突的有力手段。正如有的学者认为,“‘中国墙’之美就在于它既可以让金融集团放手从事多样化的业务,不会对其进行正常业务构成阻碍,又可以有效防止因多业经营带来的利益冲突和内幕交易失控的危险。”<sup>①</sup>

### 一、防止内幕交易

内幕交易问题并不为综合性证券商所特有,他如同操纵市场一样,由来已久,与证券市场的历史一样久远。<sup>②</sup>但是,综合性证券商的普遍出现,给内幕交易提出了新的问题:第一,证券集团各部门间价格敏感信息的传播和泄露;第二,滥用其在业务过程中从客户那里获得的未公开的价格敏感信息的危险性增加。<sup>③</sup>

“中国墙”制度设立的初衷正是为了解决这些内幕交易的新问题。自20世纪60年代的Merrill Lynch案起,“中国墙”制度就被作为防止综合性证券商滥用内幕信息进行交易的一个手段,并且后来一直在预防内幕交易的实践中发挥着重要的作用。

<sup>①</sup> MCVEA, HARRY. *Financial Conglomerates and the Chinese Wall*[M]. Oxford: Clarendon Press, 1993. 123.

<sup>②</sup> 高如星,王敏祥. *美国证券法*[M]. 北京:法律出版社,2000. 304.

<sup>③</sup> 贺绍奇. “内幕交易”的法律透视[M]. 北京:人民法院出版社,2000. 200.

### （一）内幕交易的概念及形态

内幕交易（Insider Trading or Insider Dealing），又称内部人交易、内线交易或知情人交易，是指占有尚未公开的对公司证券价格有重大影响信息的人员，利用该信息从事证券交易或使他人实施证券交易的行为。一起典型的内幕交易，必须同时具备以下三个要素：<sup>①</sup>

首先是内幕信息。所谓内幕信息，又称内部消息或内幕消息，是指尚未公开的，可能对公司证券价格产生重大影响的信息。内幕信息具有“非公开性”和“重大性”两个特点。其中，“非公开性”是指公司信息处于一种保密的状态。“重大性”，又称实质性，指某种信息公开后可能对证券价格产生重大影响。这种影响只要具有可能性即可，而不必实际上存在，当然，发生这种影响的可能性也须达到一定的概率，而不仅仅是一种不确定的推测。

其次是内幕人员。内幕人员是内幕交易行为的主体，通常包括三类人：第一，公司内幕人员，如公司董事会成员、监事会成员、经理及其他高级人员、从业人员等，他们基于在公司的地位能够知晓公司尚未公开的重大信息，通常被认为是“天然的内幕人员”；第二，市场内幕人员，美国法又称之为临时内幕人或阶段性内幕人，包括与公司进行业务合作或为公司提供服务的律师、会计师、评估师等，他们通过与公司的业务关系获悉公司在特定方面的内幕信息；第三，公司以外的信息受领人，即从泄露信息的行为中获得内幕信息的人。

再次是内幕交易行为。内幕交易行为，是内幕人利用内幕信息进行交易或使交易发生的行为。根据内幕信息利用方式的不同，可将其归纳为以下三类：第一，直接利用内幕信息进行交易，指内幕人员掌握特定的内幕信息之后，直接将该信息用于证券交易，并从中获利；第二，利用内幕信息建议他人进行交易，这是指内幕人员知悉内幕信息之后，根据该信息向第三人提供咨询或者推荐意见，促使他人进行证券买卖；第三，泄露内幕信息，指内幕人员将其知悉的内幕信息告诉给第三人，这种行为强调“泄密”行为本身，内幕人只要将内幕信息泄露出去，即被认为从事了内幕交易。

<sup>①</sup> 目前，理论界对内幕交易构成要素的认识并不一致。有的人持三要素说，认为内幕交易的构成包括行为主体、行为方式和内幕信息；有的人持四要素说，认为内幕交易由四个要素构成，即内幕信息、内幕人、内幕证券和证券交易；还有人持五要素说，认为除了上面四个要素外，主观上的知情也应包括在内。参见胡光志. 内幕交易及其法律控制研究[M]. 北京：法律出版社，2002. 60-62. 在本文中，笔者持三要素说，认为内幕交易的构成应包括内幕信息、内幕人员和内幕交易行为。

由于内幕交易涉及的因素均有其复杂的特性,因而内幕交易往往呈现出极多的表现形态。在综合性券商内部,典型的内幕交易形态如下:投资银行部常常能利用与其客户的关系获得该客户的内幕信息,然后,该部门的人员将获得的信息与零售经纪部门的人员分享,并由后者根据该信息对顾客作出投资推荐。具体地说,一个公司客户可能向券商的投资银行部门透露其打算对另一个公司进行要约收购,而投资银行家可能将该信息与零售经纪人共享,并由后者据此推荐其客户购买目标公司的股票,一旦要约收购的消息向公众发布,客户就可以抛掉手中的股票从中获利。<sup>①</sup>在综合性券商内部,这种“因滥用从客户处获得的内幕信息”而导致的内幕交易处于一个十分显要的地位,因此,证券业引入了“中国墙”这种制度设计来对这个问题加以预防。

## (二) “中国墙”制度防止内幕交易的原理和实践

在预防内幕交易方面,“中国墙”制度的原理很简单:它着力于内幕信息这个关键性的构成要素,并在综合性券商的一个部门内对其采取“封闭化”(Compartmentalization)措施,即禁止它的自由流动,从而避免内幕交易的发生。因为一个内幕交易的发生,往往伴随着内幕信息的不当流动,尤其是在综合性券商内部,承销部门或投资银行部门在业务过程中获得客户公司的内幕信息后,由于业务性质或其他一些限制,其本身是不能或不便利用这些内幕信息进行交易获利的,他们需要把这些消息透露给本公司的自营部门或其他人员,让后者进行交易,而在这个过程中信息发生流动是必然的。所以,“中国墙”制度在切断这个过程的同时也扼住了内幕交易的咽喉。

利用“中国墙”制度来预防内幕交易,美英两国都有类似的实践,其中以美国的实践最引人注目。自 Merrill Lynch 案后,SEC 一直依靠“中国墙”进行行政监管,其他证券公司也主动在其内部设立“中国墙”,以避免 SEC 在内幕交易的调查程序中将矛头指向他们。<sup>②</sup>然而,这些“中国墙”常常不能发挥什么作用,因为有关内幕交易的指控仍在继续发生。<sup>③</sup>在 1987 年的一次会议上,William Proxire 议员说道:“一个接一个内幕交易案的出现,证明‘中国墙’是个假货、是个骗子,它根

<sup>①</sup> GORMAN, CHRISTOPHER M. Are Chinese Walls The Best Solution to The Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers?[J]. Fordham Journal of Corporate & Financial Law, 2004, (9): 476.

<sup>②</sup> Id., pp. 483-484.

<sup>③</sup> Id., p. 484.

本就没用,因为从事内幕交易有太多的诱惑因素了。”<sup>①</sup>直到1988年《内幕交易和证券欺诈执行法》颁布,才为“中国墙”制度注入了更强的法律效力。在那以后,SEC继续要求“中国墙”与指控违反证券法的诉讼解决相联系。<sup>②</sup>例如,在1996年的Wayne Grayson Capital Corp., Inc案<sup>③</sup>中,纽约证券交易所听诉小组认为,Grayson没有建立书面的监督程序来监控其雇员及与雇员相关的帐户信息,此外,也没有证据表明每个Grayson公司的雇员都收到了公司有关“中国墙”程序的说明,因此,该公司没有达到1988年《内幕交易和证券欺诈执行法》关于“建立‘中国墙’程序和预防内幕交易”的最低要求。作为补救程序,Grayson被处罚金五万美元,并被要求改善内部的“中国墙”程序。类似的案例还有很多,都毫不例外地将“中国墙”制度作为了加强券商内部自律、防止内幕交易的要求之一。

此外,如前所提到的,在英国SIB于1988年制定的“从业行为规则”的“商业行为核心准则”中,第36条第1款这样规定:“一个综合性证券商要维持一个‘已建立的措施’,使得任何一个部门的人员在从事其职务的过程中所获得的信息,在特定情况下不会被另一部门的人员取得……”。这里的“已建立的措施”实际上就是指的“中国墙”制度。条文的意思是,综合性证券商应建立“中国墙”制度来阻止信息的不当流动。虽然字面上没有出现内幕交易,但客观上无疑具有预防内幕交易的效果。

## 二、解决利益冲突

利益冲突是在二十世纪七、八十年代金融自由化浪潮下,出现在西方证券市场的一个热点问题。利益冲突给证券商造成了业务开展上的困境,不利于证券市场及其行为主体的健康发展,因而成为了证券市场关注的重点。自那时起,“中国墙”制度逐渐被视作一种解决利益冲突的手段。

### (一) 利益冲突的概念解析

“利益冲突”(Conflicts of Interest)是英美衡平法上的一个重要概念。根据英国著名公司法学家Pennington的观点,“当一个人作为另一个人的代表行事时,如果在他接受委托时,或在事后他担任了第三人的代表或与之有重大的个人利

① PROXIRE, WILLIAM. Improper Activities in the Securities Industry: Hearings before the Senate Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs[R]. 100th Cong., 1st Sess. 89 (1987). via POSER, NORMAN S. Conflicts of Interest within Securities Firms[J]. Brooklyn Journal of International Law, 1990, (16): 113-114.

② [美]托马斯·李·哈森. 证券法[M]. 张学安等译, 北京: 中国政法大学出版社, 2003. 402.

③ The Matter of Wayne Grayson Capital Corp., Inc.[Z]. NYSE Disc. Action. 96-80.

益,而这种利益的存在可能产生这样一种实质性的危险,即他可能不为他所代表的人的最大利益服务,在这种情况下,他就处在一种利益冲突的位置”。<sup>①</sup>言下之意,当一个综合性证券商自身的利益潜在地与他对客户所负的义务相冲突,或他同时对两个或两个以上的客户负担相反的义务时,利益冲突就发生了。

总的来说,利益冲突这个概念有如下几个特点:

1.利益冲突是一种状态或情景,是一种单纯的事实描述,它并不局限于某种特定的行为。即使受托人尚未作出具体的行为,但只要他处于这一事实现象当中,就可能构成利益冲突。

2.利益冲突强调一种可能性。只要委托人的利益有受到损失的可能,即使受托人并没有给委托人的利益造成实际的损害,仍然可能构成利益冲突。

3.利益冲突本身是一种纯粹的客观状态,并不含有任何主观要件的因子。因此,受托人主观上是否有故意或过失并不重要,哪怕他没有背信的意图,甚至认为自己已尽全力去维护委托人的利益,并不影响利益冲突的构成。

4.利益冲突可因同意而免除。如受托人于受托之前或其后将可能产生的利益冲突现象充分告之委托人,并得到了他的认可,那么将不被视作处于利益冲突的状态,可以被豁免法律上的责任。

## (二) 利益冲突产生的必然性

在综合性证券商内部,利益冲突的出现不是一个偶然的现象,而是具有必然性的。这种必然性来自于综合性证券商业务的综合化这种固有属性和代理法上的“忠实义务”原则。

在证券市场上,一个综合性证券商可以同时从事多种业务,如提供零售经纪服务和机构经纪服务(Retail and Institutional Brokerage)、为零星投资者和机构投资者提供证券组合管理(Portfolio Management)、管理共同基金(Mutual Fund Management)、制造市场(Market Making)以及作为自营的其他交易、为公司客户承销公募与私募证券、开展投资银行业务包括就兼并与收购事项提供财务咨询与协助,等等。<sup>②</sup>在从事这些业务时,除了自营性质的业务外,证券商均是以前者的身份为客户提供服务,其行为受到代理法规则的约束。

<sup>①</sup> GOODE, ROY. Conflicts of Interest in the Changing Financial World[M]. Scotland: Chartered Institute of Bankers, 1996. 2. 转引自: 焦津洪. 论管制知情交易的自律机制——信息长城(Chinese Wall) [J]. 中外法学, 1998, (5): 40.

<sup>②</sup> 万猛, 刘毅. 英美证券法律制度比较研究[M]. 武汉: 武汉工业大学出版社, 1998. 130.

当本人和代理人协议建立受信关系（Fiduciary Relationship）时，便产生了代理人的忠实义务。<sup>①</sup>忠实义务，根据美国《信托法第二次重述》，是指“受信人（Fiduciary）除非得到受益人的授权，否则有义务不损害受益人的利益而使自己获利，也不能与其开展竞争”。<sup>②</sup>同样，《美国代理法重述》也使用了“忠实义务”的提法，并在第 387 条规定：“除非特别约定，代理人在和其代理行为有关的所有场合，都负有仅仅为被代理人利益而实施法律行为的义务。”<sup>③</sup>在本人和代理人的受信关系中，代理人对本人有着不可分割的忠实义务，在任何情况下都必须秉持诚信为后者服务，这项义务是永不停止和至高无上的。<sup>④</sup>

根据“忠实义务”的原则，证券商作为代理客户从事证券交易行为的代理人，对每个客户都负有完整的忠实义务。例如，对于承销部门、投资银行部门的公司客户，证券商负有义务将在承销或投资咨询过程中获得的其价格敏感信息保密，不得传播泄露或自营交易；对于经纪部门、基金管理部的客户，证券商则有义务将其所知悉的一切信息告之，包括在承销、投资咨询过程中所获的内幕信息，帮助其在证券市场上获利。在这样的情况下，证券商无论选择满足哪一方的利益需要，都构成对另一方利益的损害，于是，利益冲突不可避免的发生了。在其他业务形态下，综合性证券商同样会面临一系列的利益冲突，可能的情形如下：为了实现佣金收入的最大化，对客户帐户进行“挤油交易”（Churning）<sup>⑤</sup>、“劫利交易”（Scalping）<sup>⑥</sup>；为了本公司的利益，以对公司极为有利的价格从市场制造部门处购得顾客指示购买的证券；证券商向其经纪客户透露一项潜在的要约收购信息，而该信息涉及其公司客户；等等。

总之，综合性证券商业务的综合化这种固有属性和代理法上的“忠实义务”原则决定了综合性证券商利益冲突发生的必然性。利益冲突的存在成为证券商开展业务的障碍，使证券商在履行义务时面临一种不可调和的选择上的困难，并且由此导致的对单一或不同客户利益的潜在不公正的处理，使证券商面临着违反忠

① LABY, ARTHUR B. Resolving Conflicts of Duty in Fiduciary Relationships[J]. American University Law Review, 2004, (54): 99.

② Id., p. 100.

③ 徐海燕. 英美代理法研究[M]. 北京: 法律出版社, 2000. 205.

④ LANKIN, LEONARD & SCHIFF, MARTIN. The Law of Agency[M]. Dubuque: Kendall/Hunt Publishing Company, 1984. 105.

⑤ 即以赚取佣金为目的向客户推荐证券或对全权帐户进行交易。

⑥ 也称为“抢帽子”，即先为自己的帐户买入证券，再向客户推荐该证券，并且在其推荐产生效果之后卖出证券以赚取利润。

实义务的指控或问责的法律风险，而无论其主观上是否有过错。因此，利益冲突能否被妥善解决与证券商的声誉和发展前景息息相关。

### （三）“中国墙”制度是解决利益冲突的较佳选择

关于利益冲突的解决方式，实践中曾出现过四种选择，分别是充分依赖市场的力量进行调节、禁止混业经营、强制披露和“中国墙”制度。其中每一种制度都有其设计上的特点，如“充分依赖市场的力量进行调节”注重市场功能的发挥，“禁止混业经营”着眼于“业务综合化”这个导致利益冲突的重要方面，“强制披露”利用了“利益冲突因同意而免除”的特点，“中国墙”制度则强调了忠实义务的豁免。通过比较研究，我们可以找到解决利益冲突的较佳方法。

#### 1. 充分依赖市场的力量进行调节

支持这种方法的人实际上奉行的是古典经济学的创始者、现代经济学之父亚当·斯密的“自由放任理论”(Laissez-Faire)<sup>①</sup>。他们认为，市场将会自己管理大部分的事情，因而，对于综合性证券机构可能产生的利益冲突现象，政府完全不需介入，只要透过市场力量的制约就可以充分解决。<sup>②</sup>他们还认为，政府运用法律的方式管制利益冲突不仅要付出很大的成本，而且难以完全奏效，相反，证券机构完全可以根据市场竞争的需要，以及成本与效益的衡量而自发地对利益冲突进行管制。<sup>③</sup>换句话说，市场规律本身就可以充分发挥防范利益冲突之功能。<sup>④</sup>

然而，在现实中并不存在这样完美的市场。近年来，在一些国际大型金融机构内频频发生的丑闻，如英国巴林银行操作衍生金融产品事件、德国赫斯塔银行与国际商业银行引发的连锁性商业危机、华尔街证券商的利益冲突案等，均在暗示市场机制并未及时起到这种制约的效果。

#### 2. 禁止混业经营

处理综合性证券商利益冲突问题的最极端方法就是禁止混业经营。<sup>⑤</sup>禁止混业经营的突出例子包括美国 1933 年颁行的《格拉斯-斯缔格尔法》和英国在“伦敦大爆炸”之前实行的证券商“单一资格制”原则。《格拉斯-斯缔格尔法》将银行

① “自由放任理论”，按照亚当·斯密的说法，在一个完全竞争的市场当中，市场机制或价格机制尤如一只“看不见的手”，会自动地将所有的生产要素作最合理有效的运用，从而促成经济资源的最有效分配，并且会在不知不觉中调和公益与私益。

② 李曜崇. 从比较法观点探讨我国资讯防火墙（中国墙）之法律布局（硕士学位论文）[D]. 台北：中原大学，2003. 46.

③ 同上。

④ 焦津洪. 论管制知情交易的自律机制——信息长城（Chinese Wall）[J]. 中外法学，1998，(5): 42.

⑤ MCVEA, HARRY. Financial Conglomerates and the Chinese Wall[M]. Oxford: Clarendon Press, 1993. 232.

业与证券业完全分开；“单一资格制”则规定证券交易所的成员，只能专门充当证券经纪商或自营商，不允许业务的交叉经营。从抑制利益冲突的效果而言，这种将业务截然分离的做法的确起到了较为明显的作用，但这样做也使证券监管的成本大幅度提高，而且令证券商丧失了业务综合化带来市场竞争力。

目前，综合化经营已是世界金融业发展的潮流，以上所提到的英、美两国也早已废除了银行、证券跨业经营的藩篱。因此，我们可以想象，禁止混业经营不会成为各国解决证券商利益冲突的主要选择。

### 3. 强制披露

强制披露，是指综合性证券商应向客户充分披露其个人利益与客户利益可能的矛盾冲突情况，使客户事先知道有关的利益冲突风险，以便决定是接受还是终止这种契约关系。强制披露体现了证券法领域的“公开原则”，所谓“阳光是最好的防腐剂，灯光是最有效的警察”便是这一原则的最佳注脚。

从理论上讲，强制披露无疑是解决利益冲突的一种有效选择，但在现实中，它的实现也存在诸多障碍，例如，证券商可以以披露涉及商业秘密为由而予以拒绝，至于是否真的涉及商业秘密外人则无从考量；综合性证券商业务量大、种类繁多、服务面广、客户人数众多且交易繁忙，因此，很难在某一特定时间对不同部门之间、不同客户之间出现的利益冲突及时了解并予以披露；<sup>①</sup>披露利益冲突需要付出如人力、物力、业务可能终止带来的损失等现实或潜在的巨大成本；等等。总之，强制披露对解决利益冲突的作用也是有限的。

### 4. “中国墙”制度

在解决利益冲突方面，“中国墙”制度的作用在于为遵守了其规定的综合性证券商提供一项法律上的抗辩理由，使他们能够豁免代理法上的忠实义务，从而免于遭受违反忠实义务的指控或问责。在英美两国均有这样的规定或例子，例如，英国 SIB 于 1988 年拟订的《从业行为规则》的一系列条文都规定了“中国墙”制度可以成为特定情况下忠实义务的豁免理由：“证券商向其客户推荐某一投资工具时，其有关该投资工具的长头寸、短头寸或其他重大利益，应向客户披露，但是，如果证券商内部作出推荐的具体人员由于‘中国墙’的存在而无法得知该消息

<sup>①</sup> 焦津洪. 论管制知情交易的自律机制——信息长城 (Chinese Wall) [J]. 中外法学, 1998, (5): 42.

时,上述披露要求在此不予适用”;<sup>①</sup>“当证券商代理买卖股票的客户完成一项交易时,如果证券商对该项交易拥有重大利益,或者证券商对客户负有的义务与其对其他客户负担的义务相冲突,此时,除非证券商披露此等重大利益或义务冲突,否则不得为该买卖交易或推荐交易,但是,如果证券商设有‘中国墙’,则可免除披露义务”;<sup>②</sup>等等。此外,美国全国证券商协会(以下简称“NASD”)1994年处理的 William R. Bray v. McDonald & Company Securities, Inc 案<sup>③</sup>也是体现“中国墙”制度抗辩效力的一个生动例子。该案案情大致如下:被告 McDonald 以每股 28 美元的价格向原告 Bray 购买了 5300 股 Railroadmen's Federal(以下简称“R”)的股票。后来,McDonald 发布了一个报告,预测一个兼并事项将使 R 的股票价格发生变动。不久,R 的股票果然以平均每股 41 美元的价格在市场上交易。原告 Bray 称,McDonald 在占有了关于 R 的内幕信息、并据此推断 R 股票每股价值 41 美元的情况下,仍然以较低的价格向其大量购买,违背了对其的忠实义务。但 McDonald 辩称,其内部设立了“中国墙”制度,在该信息公开之前相关部门并不知悉。最后,NASD 以此为由驳回了 Bray 的诉求。

“中国墙”制度的这种作用为证券商编制了一个安全网,使设立并有效执行了“中国墙”制度的综合性证券商在面对利益冲突时,仍然可以顺利地开展各种业务,不会被不分青红皂白的控诉所困扰,符合了“公平”的精神。此外,在节省经济效益方面,“中国墙”制度也有不可比拟的优势。“中国墙”制度作为一种券商自律机制,实际上是一种间接管制机制,详言之,政府对于综合性证券商内部的利益冲突问题并不直接加以管制,而主要依靠其自身力量进行解决。这样,就避免了政府直接干预可能产生的巨额管制成本,符合了“效率”的精神。总而言之,“中国墙”制度在解决综合性证券商利益冲突方面做到了公平与效率的契合,因而是一种较佳的选择。

### 第三节 “中国墙”制度的自律措施和程序

“中国墙”这种自律机制并非只是人们脑海中的一个抽象概念,而是一系列措

① 万猛,刘毅. 英美证券法律制度比较研究[M]. 武汉: 武汉工业大学出版社, 1998. 153.

② 同上,第 152 页。

③ In the Matter of the Arbitration between William R. Bray, Claimant v. McDonald & Company Securities, Inc., Respondent[Z]. 1994 NASD Arb. Lexis 972.

施和程序的结合。这些措施和程序,根据英美国家的实践,乃是采取“实用主义”(Pragmatic Approach)<sup>①</sup>的观点,一般由证券商依照自身的组织结构和业务状况来确定,并且自己组织实施。用 SEC 成员的话来说:“中国墙”的类型和程序必须因各公司的规模和业务而异。<sup>②</sup>但是,SEC 的市场监管部在一次对“中国墙”制度的全面检查后,发布了一份报告确立了一个有效的“中国墙”制度应满足的一些“最小标准”(Minimum Standard),这份报告也代表了在“中国墙”措施和程序构成上的官方立场。

### 一、通常做法

“中国墙”措施和程序的制定,通常采取个案处理的原则,综合性证券商可以根据自身的具体情况、采取不同的方式和程序建立自己的“中国墙”制度。虽然在这方面没有一个通行的标准,但实践中往往有一些较为普遍的做法。根据英国学者 Herry McVea 的总结,“中国墙”制度的措施和程序通常包括以下要素:<sup>③</sup>

1. 操行手册。证券商或其中的每一个部门,应该在其内部分发载明公司和雇员行为规范的操行手册。这些行为规范应当符合当前法律和行业自律发展的要求,并配以具体的范例说明。

2. 危险领域的系统识别。操行手册应当系统的识别容易引起利益冲突和义务冲突的危险领域。

3. 化解风险的程序。手册应当详细具体地规定化解上述风险的方法,并同样配以范例说明。

4. 清楚划分责任。责任的分配应当清楚的划定,以便雇员和管理层确切地知道其责任范围。

5. 日常监督和定期检查程序。证券商应当根据部门过去的记录,制定对“中国墙”制度的日常监督和定期检查的程序规则。

6. 突发性内幕信息泄露的应急计划。在证券商内部发生突发性内幕信息泄露的情况下,应尽快向监察部门汇报。监察人员应被赋予对整个事件深入开展调查的权力。

7. 持续的教育和培训计划。应当制定持续的教育和培训计划,以确保雇员随

<sup>①</sup> MCVEA, HARRY. *Financial Conglomerates and the Chinese Wall*[M]. Oxford: Clarendon Press, 1993. 125.

<sup>②</sup> 何敏. 美国证券法上的中国墙制度[A]. 沈四宝. 国际商法论丛(6) [C]. 北京: 法律出版社, 2004. 340.

<sup>③</sup> 同本页注<sup>①</sup>, 第 128-132 页。

时了解法律和行业自律的最新发展,以及了解公司内部“中国墙”制度的更新。

8.与监管机构的联系。应建立与相关监管机构的联系,比如预审“中国墙”程序的机构等。

9.鼓励客户披露内幕信息。证券商应当采取措施鼓励其客户及时地披露价格敏感信息。

10.确定信息是否可以越墙的程序。构成“中国墙”制度的程序应当足够地灵活,以确保所设置的“中国墙”既不太低,以阻隔非公开价格敏感信息的传播,又不太高,不妨碍合法信息从一个部门流向真正需要它们的部门。

11.交易记录。证券商应当保存以下记录:(1)公司自身的交易记录;(2)所有推荐买卖的记录;(3)所有自主决定交易的记录。

## 二、官方立场

1990年3月,SEC的市场监管部对全国证券商的“中国墙”制度进行了一次全面检查。在检查过程中,虽然发现一些公司的“中国墙”制度仍有待改善的地方,但SEC依然认为没有必要就此采取立法措施,因为害怕“强制性的程序会导致不必要的过于严厉”。<sup>①</sup>不过,在市场监管部后来发表的一份报告中,对建立一个稳妥的“中国墙”制度规定了一些“最小标准”。这些标准是每个证券商都必须有的,包括:对雇员交易的限制、控制部门间的信息交流、措施和程序的规范化和加强对自营交易的审查。<sup>②</sup>

### (一) 对雇员交易的限制

SEC市场监管部的报告要求,“中国墙”制度应当对雇员所实施的交易施加一定的限制。这些限制可以是:

- 1.要求所有的雇员保留其交易记录;
- 2.要求持有外部交易记录的雇员,提交交易确认书或按月提交记录声明以备审查;
- 3.要求雇员从事的所有交易均需得到事先许可(或仅要求某些敏感部门如投

<sup>①</sup> 何敏. 美国证券法上的中国墙制度[A]. 沈四宝. 国际商法论丛(6) [C]. 北京: 法律出版社, 2004. 340.

<sup>②</sup> SEC Division of Market Regulation, Broker-Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Nonpublic Information[Z]. [1989-1990 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 84,520 (1990).80, 621-627. See also SAPP, STEPHEN L & LIDDELL, LOCKE & SAPP, LLP. Insider Trading under the Federal Securities Laws—An Overview of Diversified Financial Services Company Compliance Program[R]. U.S.: National Society of Compliance Professionals, 2000.

资银行部门的雇员进行的交易应经事先许可)；

4.禁止在涉及某一问题的研究报告发表后的一段时间内(通常为2-3天)买卖该发行人的证券。<sup>①</sup>

除了上述原则性的限制外,报告还要求证券商采用列举清单的方式来实现限制交易的目的。SEC认为,这类清单的结合是构成一个有效“中国墙”制度不可或缺的要素。<sup>②</sup>这类清单包括:

#### 1.限制清单(Restricted List)

限制清单,是指一旦公司获得有关某种证券的内幕信息,或者建立了与该证券有关的某种业务关系,就将某种证券列入一个清单。<sup>③</sup>列入清单后,关于该证券的自营和全权委托帐户的交易即被限制或禁止。<sup>④</sup>限制清单通常会定期地在证券商内部分发,以便成员知悉被限制或禁止推荐和交易的证券。<sup>⑤</sup>

但限制清单存在着这样的缺陷,即证券商将某一证券列入清单这种做法本身就可能提醒客户,证券商已拥有内幕信息。尤其是当证券商撤消原已向客户作出的证券推荐时,这种提醒效果更为明显。为了解决这一难题,证券商可以在一开始着手可能导致获得内幕信息的承销或其他服务时,就把相关证券列入限制清单,并撤消原已向客户作出的证券推荐。这样,就不至于产生证券商已经获得内幕信息的嫌疑,也不会让客户对其行为胡乱猜疑。

#### 2.监视清单(Watch List)

监视清单,有时也称“灰色清单”(grey list)<sup>⑥</sup>,是指当公司由于可能拥有某种证券的高度敏感信息而又不便于将该证券列入限制清单时,把它列入另一更为保密的清单,只供极少数高级人员掌握。<sup>⑦</sup>与限制清单不同,列入监视清单的证券不被禁止交易,而是由公司的法律部门对这个过程进行密切的监督审查。<sup>⑧</sup>此外,清单的内容也不向公司内的其他人员公开,通常只有公司的监察部或法律部、投

① SAPP, STEPHEN L & LIDDELL, LOCKE & SAPP, LLP. Insider Trading under the Federal Securities Laws—An Overview of Diversified Financial Services Company Compliance Program[R]. U.S.: National Society of Compliance Professionals, 2000.

② Id.

③ 焦津洪. 论管制知情交易的自律机制——信息长城(Chinese Wall) [J]. 中外法学, 1998, (5): 39.

④ 91-45 NASD/NYSE Joint Memo on Chinese Wall Policies and Procedures[EB/OL].

<http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&clement-id=1159004097>, 2006-01-18.

⑤ Id.

⑥ 杨亮. 内幕交易论[M]. 北京: 北京大学出版社, 2001. 274.

⑦ 同本页注③。

⑧ 同本页注④。

资银行部门的领导、个别的高级管理人员以及全权委托部门或研究部门的负责人知道监视清单的内容。

对于“中国墙”制度而言，监视清单似乎比限制清单更加优越。如果列入清单的时间不恰当，限制清单往往向本公司的成员及客户暗示某种情况即将发生，反而起到“此地无银三百两”的效果；而监视清单不存在这种弊端，它既避免了证券公司的其他部门获悉内幕消息，也不影响交易活动的正常开展。<sup>①</sup>

### 3. 谣言清单(Rumor List)

列入谣言清单的对象是，证券商近来刚公布业务往来、或谣传将发生业务往来的发行人的证券。谣言清单和上述两种清单的最大区别在于，其范围相当广泛，不限于正在与证券商开展业务的发行人的证券。

SEC十分推崇谣言清单的作用，但市场监管部的报告指出，只有少数大型的证券商采用了谣言清单作为限制清单和监视清单的补充。报告同时也建议其他证券商应认真思考借鉴该清单的必要性。

## (二) 控制部门间的信息交流

SEC市场监管部的报告要求，一个有效的“中国墙”制度必须包含控制证券商内部不同部门间信息交流的程序。这个要求可以通过以下两方面来达到：

1. 要在各部门间设置有形的障碍，如：(1) 将公司的不同部门安排在不同的大楼或楼层；(2) 限制使用密码或其他安保手段取得特定的文件或进入特定的办公室和电脑系统；(3) 在讨论敏感事项时使用代码或替代名。<sup>②</sup>

2. 要授权监察部或法律部在这方面发挥核心作用，其职责包括：(1) 在部门间需要相互沟通的情况下控制信息的流动。尽管限制信息在不同部门间的流动会缩减内幕交易的风险，但在一些情况下信息的相互交流是必要的，例如，投资银行部门可能需要得到证券研究部门关于某项交易的信息支持。为了避免“泄密”(Tipping)的责任和实现“中国墙”制度的目的，通常的做法是将研究部门的雇员视为“越墙”的临时内幕人。在这种情况下，监察部或法律部有权对此作出决定并记录临时内幕人的活动。(2) 维持限制清单和监视清单。一般情况下由投资银行部的负责人作出是否有必要将某证券列入清单的初步决定，由监察部或法律部对

<sup>①</sup> 杨亮. 内幕交易论[M]. 北京: 北京大学出版社, 2001. 275.

<sup>②</sup> SAPP, STEPHEN L & LIDDELL, LOCKE & SAPP, LLP. Insider Trading under the Federal Securities Laws—An Overview of Diversified Financial Services Company Compliance Program[R]. U.S.: National Society of Compliance Professionals, 2000.

其决定进行评价并作出最终决定。(3) 审查雇员的证券交易。在某项证券列入清单后, 监察部应负责对有关雇员交易的审查, 以防止并侦察违法行为。<sup>①</sup>

### (三) 措施和程序的规范化

SEC 市场部的报告还要求, 各证券商应将其内部的“中国墙”制度规范化。这种规范化体现在三个方面:

1. “中国墙”制度应当被规范、有组织地写入公司的程序性手册里。市场监管部特别提醒: “内部备忘录、员工手册及交易凭证的摘录等文件的松散结合, 并不符合规范化的要求。”<sup>②</sup>

2. 对“中国墙”具体执行措施的留存记录。虽然市场监管部承认, “中国墙”具体执行措施的书面记录程度应当随各证券商规模、业务的不同而有不同层次的要求, 但重要的是必须有这种记录, 否则很难让人相信“中国墙”制度被有效执行。因此, 报告具体指出了四种必须记录的事项: (1) 重要的跨部门信息交流的记录; (2) 限制清单、监视清单、谣言清单的历史记录; (3) 发现任何可疑的交易后, 对每日交易的审查记录; (4) 调查可疑交易的档案文件等。<sup>③</sup>

3. 对员工教育和培训计划的记录。市场监管部的报告指出, 一个有效的“中国墙”制度的重要组成因素就是“雇员应当了解与内幕信息的使用相关的联邦和州法律、自律组织的要求、公司自身的措施和程序”。<sup>④</sup>因此, 报告特别强调为那些在敏感岗位工作的雇员提供“详细的、交互式的培训”, 并尤其推荐在雇员一任职起就开始进行培训, 以后再通过定期培训、讲座和专题研讨等形式使他们了解相关方面的新发展。

### (四) 加强对自营交易的审查

SEC 市场监管部的报告认为, 当证券商持有客户的内幕信息时, 其自营帐户的交易必须受到高度的控管。这一要求也是“中国墙”制度的基本构成要素。该报告将自营交易定义为: “风险套利”(Risk Arbitrage)、制造市场和大额交易(Block

① SAPP, STEPHEN L & LIDDELL, LOCKE & SAPP, LLP. Insider Trading under the Federal Securities Laws—An Overview of Diversified Financial Services Company Compliance Program[R]. U.S.: National Society of Compliance Professionals, 2000.

② 91-45 NASD/NYSE Joint Memo on Chinese Wall Policies and Procedures[EB/OL]. <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&element-id=1159004097>, 2006-01-18.

③ 同本页注①。

④ 同上。

Trading)。<sup>①</sup>SEC 关注的主要是风险套利行为，并且建议证券商在占有内幕信息时中止这种行为。若券商从事了风险套利行为，就必须对其已建立“中国墙”制度负较高的举证责任。对于制造市场和大额交易，该报告没有提供具体的建议，不过大多数证券商都没对他们施以特别的限制。

---

<sup>①</sup> 91-45 NASD/NYSE Joint Memo on Chinese Wall Policies and Procedures[EB/OL].  
<http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&element-id=1159004097>, 2006-01-18.

### 第三章 “中国墙”制度评析

作为错综复杂的证券业中的一种制度设计,“中国墙”制度无论是与综合性券商本身、投资大众还是整个证券市场都有极为密切的联系。因此,在它的建立和执行过程中,不可避免地会出现一些与后者相关的问题,而这些问题的澄清对于全面地理解“中国墙”制度是非常重要的。此外,与其他很多制度一样,“中国墙”制度在实际运行过程中既有独特的优势又有难以避免的缺陷,而这些优势与缺陷都来自于其作为一种自律机制的本质属性。总的来说,“中国墙”制度还是一项比较成功的制度设计,成为了英美国家管制内幕交易和利益冲突的一种关键性机制。

#### 第一节 关于几个问题的思考

在“中国墙”制度建立和执行的过程中,人们关注的焦点都是它在解决内幕交易和利益冲突问题上所起到的作用。诚然,这些毕竟是中国墙制度的核心价值所在。但笔者认为,在这过程中还有一些问题值得我们去思考,通过他们,我们可以对“中国墙”制度进行更深刻的审视。

##### 一、“中国墙”制度与券商的集团化

随着金融全球化趋势的加强和证券业管制的放松,许多证券公司都朝着建立或维持金融集团的目标进发,以提升自己在国际市场上的竞争力。有学者认为,在券商内部设立“中国墙”这种信息隔离机制会妨碍其“构建多功能金融集团”目标的实现。<sup>①</sup>原因在于“中国墙”会阻碍券商的一个部门获取由另一个部门掌握的业务信息,从而使券商失去信息上的优势地位,开展业务也受到限制。结果,就如一位英国从业者说的那样:“……如果没有更强的信息、资金流动性、更全面的服务,那么我们永远也别指望组建什么金融集团。”<sup>②</sup>

笔者认为,这样的说法似乎有些极端。不可否认,“中国墙”制度的确有阻碍

<sup>①</sup> POSER, NORMAN S. Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and the U.K[J]. Michigan Year Book of International Legal Study, 1988, (9): 134.

<sup>②</sup> Id.

信息在证券商各部门间自由流动这一效应,但需澄清的是,它的对象只是在业务中获得的客户的内幕信息,即非公开的价格敏感性信息,而其他的信息仍然可以根据各部门业务的需要进行正常的流动。况且,即使没有“中国墙”制度,根据许多国家的法律,利用和传播内幕信息都是不允许的。所以说,无论有没有建立“中国墙”制度,证券商对这些信息的权限都是一样的,而不能认为“中国墙”制度令他们失去了信息上的优势地位。

其次,笔者还认为,要实现“构建多功能金融集团”、提高市场竞争力的目的,不仅需要业务规模的整合等硬件,还需要证券商从软件上着手,加强和改善自身的管理,营造一个规范的经营氛围。而“中国墙”制度在内幕交易和利益冲突上的作用恰好证明它能够为以上软件的改善带来积极影响。

综上所述,我们可以得出这样一个结论:“中国墙”制度不是证券商在集团化过程中的绊脚石,而是它的助推器。

## 二、“中国墙”制度与投资者利益的保护

如前所述,“中国墙”制度的功能之一就是为证券商提供一项法律上的抗辩理由,豁免其对投资者所承担的忠实义务。很显然,这项功能为证券商编织了一副安全网,使其可以对抗投资者提出的违反忠实义务的指控。那么,这对于投资者又有什么样的影响呢?

有学者认为,在证券交易中,一个经纪商的零售客户通常会合理地设想——并且在大多数情况下也确实这样设想——他的代理人会以他的最大利益行事,并且他所属的证券公司也会为其投资推荐负责。<sup>①</sup>他当然不希望发生这样的事,即证券公司在占有重大不利信息的情况下仍向其推荐证券,更不希望证券商利用这些信息与自己展开交易。若有这样的情况发生,投资者能采取的主要补救方式就是提起违反忠实义务的诉讼,要求证券商赔偿自己遭受的损失。但是,如果该证券商以公司已设立“中国墙”制度、且经纪部门并不知晓这些重大不利信息为由,而要求获得义务承担上的豁免,那么投资者的利益将很难得以弥补。这样看来,“中国墙”制度在保护证券商利益的同时似乎给投资者的利益保护带来了难题。

但笔者不以为然。笔者认为,“中国墙”制度的设计实际上是试图在投资者利

<sup>①</sup> POSER, NORMAN S. Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and the U.K.[J]. Michigan Year Book of International Legal Study, 1988, (9): 136.

益和券商利益间寻得一种平衡。因为，为券商提供法律上的抗辩理由、豁免其对投资者忠实义务的承担，是以其实质上建立了有效的“中国墙”措施和程序并承担了相应的证明责任为前提的。如果投资者有证据证明，证券商并非严格地执行了“中国墙”制度或存在其他的欺诈行为时，该制度的抗辩作用就不能起作用。

此外，在投资者的投资成败上真正起作用的还是投资者本身，投资者为自主投资行为的风险买单并不逾越证券市场的既定规则，除非证券商对于投资者决策的失误存在直接、恶意的诱导作用，但这样的情况并不是“中国墙”制度所能规范的。

总之，在“中国墙”制度的适用范围内，它并没有偏向证券商的利益而置投资者的利益于不顾，相反，在大多数情况下，它都能实现二者利益的微妙平衡。

### 三、“中国墙”制度的适用范围

“中国墙”制度通过隔离内幕信息在不同部门间的传播来实现防止内幕交易的目的。因此，“中国墙”制度的适用范围主要是公司的员工。但是，如果只是隔离公司的普通员工，公司高层官员在“中国墙”之上，他们作为公司的决策者，在职务过程中自然会获得某个部门掌握的内幕信息，公司仍然存在滥用内幕信息为自己或客户牟利的问题。于是，这就提出了以下问题：公司的高层管理人员是否应被纳入“中国墙”制度隔离的范围？

一些学者认为，“中国墙”应延伸到公司的合伙人或高级官员的层次上。他们认为：“在许多证券公司，不管小的还是大的，各部门总会有相当程度的重叠，尤其是在合伙人或高级官员层面上。因此，‘中国墙’也必须适用于公司的决策层面，这样才是实际可行的。如果参与交易决策的人员与内幕信息是隔离的，‘中国墙’在防止内幕交易上才是有效的。仅仅是决策部门或雇员向知道内幕信息的高层官员汇报并不能使‘中国墙’产生其应有的效力。”<sup>①</sup>

笔者认为，这种看法具有一定的合理性，但如果“中国墙”禁止每个部门的高级管理人员获取有关内幕信息，那么他们对公司决策所具有的领导价值就会严重缩减，甚至影响公司日常经营活动的正常开展。笔者认为，为了保证公司的高级管理人员对公司整个业务过程的监督和管理，没有必要将“中国墙”延伸至他们这一层次。而且，要有效地监督内幕交易是否发生，公司的高级管理人员也有必要

<sup>①</sup> 贺绍奇. 内幕交易的法律透视[M]. 北京: 人民法院出版社, 2000. 206.

了解一些相关的内幕信息，否则到时候发生了滥用内幕信息进行牟利的情况，他们却一无所知，不免让人感到一种尴尬。

## 第二节 “中国墙”制度的优势与缺陷

从本质上讲，“中国墙”制度是一种券商自律机制，其预防内幕交易和解决利益冲突的功能发挥都是依靠自律来进行的。受自律性质的决定，“中国墙”制度在发挥其功能时具有许多政府直接管制所不具有的优势，比如节约成本、灵活性强等等。但同时它也存在不少的弊端，最明显的莫过于执行效果不佳。

### 一、“中国墙”制度的优势

“中国墙”制度的优势和他作为一种自律机制是分不开的。总的来说，“中国墙”制度有如下的优势：

首先，成本远比政府直接管制的成本低。由于证券市场的特殊性与复杂性，政府要维持有效的管理，必须花费相当多的努力。这时的政府就像一个资源调配者，他们需要先把大量具有证券专门知识的人才和其他物力集中起来，然后再统一调配。这个过程必然会使他们支出巨额的成本，还可能使政府的功能超载。<sup>①</sup>实行自律则不一样，虽然证券商自身仍然需要支付一定的管理成本，但由于他们进行自律的过程和其业务过程往往是一致的，所需的规范费用可以进入其成本核算，使证券商可以通过市场手段有效地控制相应的管制成本，比较政府直接管制而言更加趋向效率化、节约化。因此，在证券商内部设立“中国墙”制度进行自律性管理具有了成本上的优势。

其次，比较灵活，能准确、迅速适应市场的变化。在全球化、国际化趋势日益彰显的今天，各国证券市场时常面临频繁且复杂的变动。对于其中一些有必要加以管理的事项，如果均由政府经过繁杂的程序制定规范性法律文件，往往旷日费时，徒失时效。而“中国墙”制度作为一种内部自律机制，由综合性证券商根据自身的具体情况确立，并且可以根据其变化及时做出调整，不必遵循什么严格的程序，因而是因地制宜、极富灵活性的。

<sup>①</sup> 李曜崇. 从比较法观点探讨我国资讯防火墙（中国墙）之法律布局（硕士学位论文）[D]. 台北：中原大学，2003. 71.

再次，规范较容易为从业者了解和接受。由于“中国墙”制度的措施和程序是由证券商自主制定的，那么证券商通常比较容易认识其规范的目的与意义，不至于产生官方机构自上而下直接监管所可能造成的监管机关与被监管者之间的对立心态，进而可以提升证券商遵循“中国墙”制度的积极性。此外，“中国墙”制度是在证券商权衡整体的利害关系后制定的，若其内部有人违反它的规定，必将严重损及整个公司的声誉。在这种压力下，在总体考量利弊得失后，“中国墙”制度的要求应该比较容易落实。<sup>①</sup>

最后，作用空间更加广泛。法律主要指向人们的外部行为，它要求人们外部行为的合理性，行为是人与法律打交道的“唯一领域”<sup>②</sup>因此，法律之制定有其本质上的界限，无法将商业道德、交易伦理等属于道德层次之事项直接纳入其规范。<sup>③</sup>但自律规范则无此限制，“中国墙”制度在制定之时，便可以根据证券商自身的需要将有关交易道德的规范列入其中。再者，中国墙制度的具体执行也在很大程度上依赖于相关人员道德伦理水准，以至于有的学者又将“中国墙”称为“道德墙”（Ethical Wall）。

## 二、“中国墙”制度的缺陷

“中国墙”制度这种“规范者与被规范者同一”的构架，在带来好处的同时，也潜藏着如下的缺陷：

首先，规范的制定与执行可能忽略对公共利益的考量。由于“中国墙”制度的具体措施与程序是综合性证券商自主制定的，国家权力机构并不介入其细节内容的规范，因而在这过程中证券商几乎都是以自身的要求为出发点，力求将其利益最大化。这样的做法虽符合自律的基本精神，但它却忽视了对投资人及公共利益的考虑，最终可能导致后者利益的减损。例如，证券商可能在“中国墙”制度的宽严尺度上做手脚，使其既可以得到“中国墙”豁免责任的保障，又可以在敏感信息的灰色区域中斡旋获利。这种道德风险的存在给投资者和公共利益的保护带来了很大的不确定性。

其次，可能阻碍政府直接监管效力的实现。以综合性证券商内部的内幕交易

<sup>①</sup> 李曜崇. 从比较法观点探讨我国资讯防火墙（中国墙）之法律布局（硕士学位论文）[D]. 台北：中原大学，2003. 71.

<sup>②</sup> 张文显，主编. 法理学[M]. 北京：高等教育出版社、北京大学出版社，1999. 354.

<sup>③</sup> 林国全. 证券交易法研究[M]. 北京：中国政法大学出版社，2002. 317.

问题为例，由于内幕交易既属于一国官方监管机构的管理范畴，在建立了“中国墙”制度的证券商内部，又受到该制度的规制。这个时候，政府可能倾向于利用企业自身的力量来对该问题进行控制，其中既有节约成本的考虑，又因为综合性证券商业务情况复杂，单从外部很难将内幕交易防患于未然。于是，这就给证券商留下了空子可钻，因为他们只要建立起“中国墙”，在很多情况下就可以避免官方监管机构的内幕交易调查，<sup>①</sup>而该制度的宽、严却任由自己掌握，结果是“中国墙”制度变相地成为了证券商回避政府直接行政监管的巧妙手段。

最后，实际执行的效果不佳。由于自律机构对违反自律规范事件之调查取证，缺乏有如政府直接行政监管之强制力，故在实行上往往遭遇困难，致使自律规范之功能发挥有其先天上之界限。<sup>②</sup>“执行效果不佳”一直是“中国墙”制度最饱受诟病的一个方面。“中国墙”尽管名字极其响亮，但要穿透并非是一件难事。<sup>③</sup>因为“中国墙”本质上属于一种自律性的实践，它的成功与否主要取决于特定人士的道德观与价值观，当利用内幕信息确实有利可图时，人们的道德价值开始受到考验，一些人也会抵挡不住诱惑。这个道理得到了事实的印证，那就是有关要约收购和其他涉及公司变动的内幕信息常常从综合性证券公司的投资银行部或并购部门泄露到其他部门或局外人。<sup>④</sup>

20世纪80年代发生的 SEC v. First Boston Corp.案<sup>⑤</sup>是一个生动的例子，它暗示了即使在像 First Boston 这种世界一流的证券商里，“中国墙”制度的效力亦十分脆弱。但证明“中国墙”制度执行效力缺陷的最有力证据还是来自于英美证券业内部。索罗门兄弟公司的主席 John H Gutfreund 认为：“‘中国墙’是取决于从业人

① 例如美国在 Merrill Lynch 案之后，许多证券商纷纷在其内部建立起“中国墙”制度，目的是避免 SEC 将内幕交易调查的矛头指向他们。但该制度的执行情况却不尽如人意。参见 GORMAN, CHRISTOPHER M. Are Chinese Walls The Best Solution to The Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers?[J]. Fordham Journal of Corporate & Financial Law, 2004, (9): 483-484.

② 林国全. 证券交易法研究[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2002. 319.

③ POSER, NORMAN S. Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and the U.K.[J]. Michigan Year Book of International Legal Study, 1988, (9): 128.

④ Id.

⑤ Id., pp. 128-129. 该案的情况大致如下: CIGNA 是一家大型保险公司, 他是 First Boston 的投资银行部客户。1986年1月12日, CIGNA 的财务主管告之 First Boston 公司的财务代表, CIGNA 正考虑将其财产灾害损失储备增加 10-15 亿美元。由于该消息是明显的内幕信息, First Boston 的法律部遂将 CIGNA 列入“限制清单”, 公司的任何人均不得向客户推荐 CIGNA 的证券, 也不得自营该证券。1月29日, CIGNA 的财务主管告诉 First Boston 的一位经理, CIGNA 将与第二天召开董事会之后宣布这一消息。1月30日交易正式开始之前, First Boston 的这位经理将即将正式公布的 CIGNA 增加储备一事告诉了本公司的一名研究人员, 并要求该人员作好准备, 在当天工作结束之前就该消息的影响等问题回答提问。然而, 该人员随后将此消息告诉了公司的资产交易主任, 后者立即抛售其拥有的 CIGNA 股票并购进 CIGNA 的期权。作为 First Boston 的经理之一和资产交易部门的高级人员, 这位主任拥有一分“限制目录”, 但他在交易之前根本没有查看 CIGNA 的证券是否已被列入其中。

员道德的一个极其棘手的概念。”<sup>①</sup>另外，就纽约证券交易所同意特种证券商在设立“中国墙”制度的前提下从事全面的零售业务这一规定，在 12 个行业的代表向 SEC 提交的评论意见中，有 6 名代表（包括 2 家投资银行）表示了反对，理由是“中国墙”在缓解利益冲突方面是无效的。<sup>②</sup>同样的疑虑来自英国证券经纪公司的高层。一位公司的董事决定继续将其业务限定在证券经纪方面，因为他认为，在综合性证券公司内部的研究分析人员与市场制造者之间不可能建立起真正的“中国墙”。最后，他得出了这样一个结论：在二级市场<sup>③</sup>上相信“中国墙”就像相信神话一样。<sup>④</sup>总之，自律本身固有的弊端决定了“中国墙”制度效力的不完整性。

尽管“中国墙”制度本身还存在这样那样的缺陷，但总的来说，它已得到了英美国家证券业大多数人的认可，并且也成为了官方认可的管制内幕交易和利益冲突的一个关键性机制。此外，该制度还被世界上其他国家所借鉴，如日本、台湾的证券法上都有相关的规范，这也从另一个角度证明了“中国墙”制度确是一项有效的制度。在这样的情况下，我们有必要结合我国实际，就该制度在我国的运用进行一番思考。

---

① GOLD, STERN. Wall Street Is Facing Reappraisal[N]. N.Y. Times, Mar. 2, 1987, at D1, col.6. via POSER, NORMAN S. Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and the U.K.[J]. Michigan Year Book of International Legal Study, 1988, (9): 130.

② Id.

③ 二级市场亦称“证券流通市场”，“证券交易市场”，是已发行的证券转让、买卖的场所。二级市场由两个部分构成：一是交易所市场，二是场外市场。交易所市场是高度组织化的市场，是证券买卖流通的中心，参加交易的都是具有一定资格的会员证券公司，证券公司接受和办理那些符合标准、允许上市的证券的买卖、结算与交割。场外市场则是半组织化或未经组织的交易场所，是交易所市场的重要补充。它没有固定的交易场所和时间，却有众多的交易对象，大部分的非上市证券都在这里买卖，部分上市证券（如政府公债等）也在这儿交易。

④ 同本页注①。

## 第四章 “中国墙”制度对我国的启示

“中国墙”制度作为英美国家在证券业务综合化趋势下发展起来的、在解决券商内幕交易和利益冲突问题上有所作为的一种自律性的信息隔离机制,在我国法律上尚无明确、系统的规定。<sup>①</sup>但随着我国证券市场的快速发展,尤其是履行WTO承诺全面开放证券业任务的迫近,实践中出现的许多问题都表明了引入“中国墙”制度对我国证券业的发展具有重要的现实意义。在这样的情况下,我国应当借鉴他人的有益经验,尽快建立和完善我国的“中国墙”制度。

### 第一节 引入“中国墙”制度对我国意义

无论是经验的吸收还是制度的借鉴,只有具有有用性,我们才能奉行“拿来主义”的态度。从我国证券业发展的现状和前景来看,引入“中国墙”制度确实有着重要的现实意义,这种意义主要体现在对证券市场的行为主体——证券商和证券监管两个方面。

#### 一、对证券商的意义

我国加入WTO以后,根据《服务与贸易总协定》的要求,我们应当履行承诺逐步开放我国的证券业,允许外国的证券机构进入我国证券市场开展业务。<sup>②</sup>外资进入中国市场以后,证券市场上的竞争会更激烈,我国的证券商也将面临更巨

<sup>①</sup> 需要说明的是,我国现行的证券法律规范中已出现了“隔离制度”、“隔离墙”之类的字眼,如2002年3月中国证券监督管理委员会实施的《证券公司管理办法》第29条规定:“证券公司应当建立有关隔离制度,做到投资银行业务、经纪业务、自营业务、受托投资管理业务、证券研究和证券投资咨询业务等在人员、信息、账户上严格分开管理”,2003年证券监督管理委员会修订颁行的《证券公司内部控制指引》第16条规定:“证券公司主要业务部门之间应当建立健全隔离墙制度,确保经纪、自营、受托投资管理、投资银行、研究咨询等业务相对独立;电脑部门、财务部门、监督检查部门与业务部门的人员不得相互兼任,资金清算人员不得由电脑部门人员和交易部门人员兼任”等等。但笔者认为,不宜将这种“隔离制度”、“隔离墙”与“中国墙”制度混同,因为他们主要还是为了实现不同部门间分业操作的目的,并没有对信息的流动作出直接明确的限制,而“中国墙”制度的实质就在于严格控制内幕信息在券商不同部门之间的流动。故笔者认为我国尚且缺乏“中国墙”制度的明确规定。另可参见:蔡奕.银证融合与两墙机制[EB/OL].<http://www.civillaw.com.cn/weizhang/default.asp?id=22316>,2006-03-09.

<sup>②</sup> 证券业对WTO承诺的内容主要包括:一是外国证券机构可以(不通过中方中介)直接从事B股交易;二是外国证券机构驻华代表处可以成为所有中国证券交易所的特别会员;三是允许外国机构设立合营公司,从事国内证券投资基金管理业务,外资比例不超过33%,加入后3年内,外资比例不超过49%;四是加入后3年内,允许外国证券公司设立合营公司,外资比例不超过1/3。合营公司可以(不通过中方中介)从事A股的承销,B股和H股、政府和公司债券的承销和交易,以及发起设立基金。

大的压力。因为海外的证券商大多是横跨多业务领域的金融集团，而我国的证券商无论是在资产规模、管理机制还是创新能力、市场适应力方面，都与外国证券商有很大的差距。<sup>①</sup>在这样的情况下，我国证券商要想在国内市场站住脚跟、减缓竞争压力，就必须努力地扩大经营规模和使经营产品多样化。目前，我国法律已对证券商的业务范围放开了限制，根据2006年1月1日新实施的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第125条，经国务院证券监督管理机构批准，证券公司可以同时从事如证券经纪、证券承销、证券投资咨询、基金管理等多种业务，没有再对经纪类和综合类证券公司进行划分。<sup>②</sup>这样一来，证券商普遍地从事多样化业务就有了法律上的保障。然而，业务的多样化一方面为证券商带来了竞争上的优势，另一方面也使证券商获取、滥用内幕信息的几率增加和带来大量的利益冲突问题。如果这些问题不能较好地解决，就会削减证券商的竞争力，使之无法充分地与外资展开竞争。

在证券商的业务经营上，我国贯彻了“分业操作”的基本原则，即要求证券商应将不同种类的证券业务分开经营和管理。这个原则在我国现行的法律、法规和部门规章中都有所体现，如：《证券法》第136条第2款规定：“证券公司必须将其证券经纪业务、证券承销业务、证券自营业务和证券资产管理业务分开办理，不得混合操作”；<sup>③</sup>1993年4月国务院发布的《股票发行与交易暂行管理条例》第45条规定：“经批准从事证券自营、代理和投资基金管理业务中二项以上业务的证券经营机构，应当将不同业务的经营人员、资金、帐目分开”；<sup>④</sup>2003年证券监督管理委员会修订颁行的《证券公司内部控制指引》第16条规定：“证券公司主要业务部门之间应当建立健全隔离墙制度，确保经纪、自营、受托投资管理、投资银行、研究咨询等业务相对独立……”；<sup>⑤</sup>等等。

然而，这些规定并不能充分地解决上述滥用内幕信息和利益冲突问题。首先，

① 钟伟. 中国入世在证券市场方面的承诺有六大悬念[EB/OL].

<http://finance.sina.com.cn/t/20011119/133379.html>, 2006-02-23.

② 条文的原文如下：经国务院证券监督管理机构批准，证券公司可以经营下列部分或者全部业务：（一）证券经纪；（二）证券投资咨询；（三）与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；（四）证券承销与保荐；（五）证券自营；（六）证券资产管理；（七）其他证券业务。《中华人民共和国证券法》[EB/OL].

<http://law1.chinalawinfo.com/newlaw2002/SLC/SLC.asp?Db=chl&Gid=60599>, 2006-02-25.

③ 同上。

④ 《股票发行与交易管理暂行条例》[EB/OL].

<http://law.chinalawinfo.com/newlaw2002/SLC/SLC.asp?Db=chl&Gid=6224>, 2006-02-25.

⑤ 中国证券监督管理委员会关于发布《证券公司内部控制指引》的通知(2003)[EB/OL].

<http://law1.chinalawinfo.com/newlaw2002/SLC/SLC.asp?Db=chl&Gid=50964>, 2006-02-25.

即使业务的办理是分开的,公司不同部门之间的信息仍然可以流动,只要有信息的流动,就可能产生滥用内幕信息从事内幕交易的危险。形象的说,这些规定就象是在一个大房间中划出了几个小房间,但在各小房间之间却没有墙。没有墙隔开的房间是难以阻挡信息无形地传播的。<sup>①</sup>其次,根据前文的分析,利益冲突的出现是与券商业务的综合化密切相连的,因而单靠业务办理上截然分开并不能消除利益冲突的问题。

这样的情况下,在券商内部引入“中国墙”制度就具有相当的积极意义。中国墙制度的精妙在于,它是以控制内幕信息的流动为着眼点的,形象的说,它就是各个小房间之间的墙,信息被封闭了,滥用内幕信息的机会就自然会缩减。它的精妙之处还在于,它能为券商提供一项法律上的抗辩理由,使遵守了其规定的券商能够免于遭受违反忠实义务的指责,确保了其业务的正常、有序开展。和其他手段相比,“中国墙”是一种制度却能发挥两种不同的功效,的确具有独特的优势。

此外,在选择证券业务的委托人时,投资者往往会重视一个券商是否具有好的声誉和优良的内部管理,没有一个投资者愿意将自己的事务交给一个名声不好或内部管理混乱的中介人。但近年来,包括南方证券、汉唐证券在内的一批证券公司轰然倒塌以及证监会大规模清查证券公司的委托理财业务的事实,已毫无争议地使证券公司陷入了信任危机,重建诚信将是证券公司不得不面临的现实课题。<sup>②</sup>因此,在券商内部建立“中国墙”制度,有了进一层深刻的意义。它可以给投资者一个好的印象,证明券商内部有着规范的管理,从而赢得投资者的信任,最终有利于增强券商的市场竞争力,并在与外资证券机构竞争的过程中稳守市场地位。

## 二、对证券监管的意义

根据我国《证券法》第7条的规定:“国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行集中统一监督管理。国务院证券监督管理机构根据需要可以设立派出机构,按照授权履行监督管理职责”;第8条规定:“在国家对证券发行、交易活动实行集中统一监督管理的前提下,依法设立证券业协会,实行自律性管理。”

<sup>①</sup> 焦津洪. 论管制知情交易的自律机制——信息长城(Chinese Wall) [J]. 中外法学, 1998, (5): 44.

<sup>②</sup> 粘佳佳, 许克显. 尽快完善证券公司“中国墙”制度[EB/OL].

<http://finance.sina.com.cn/stock/t/20041208/11011210267.shtml>, 2006-03-15.

由此确立了我国的证券市场监管体系是政府集中统一监管和行业自律相结合的模式。

对于证券商而言，他们同时受到以上两方面的管理：一是证券监督管理委员会的监管，其基本做法是制定相应的规范性文件，并据此对证券公司进行常规的监督检查、定期或不定期的现场检查，以及对出现问题的证券公司进行稽核处罚。二是证券行业自律组织的自我管理，这里的证券业自律组织主要是证券业协会，它由证券公司及证券相关人员组成，其职责包括协助证券监督管理机构教育和组织会员执行证券法律、行政法规；依法维护会员的合法权益；监督检查会员行为，对违反法律、行政法规或协会规章的会员给予纪律处分，等等。<sup>①</sup>

但无论是上述哪一种管理方式，对证券商而言都只是一种外在的监督。由于证券商的业务具有复杂性和专业性，他们有很多违法的行为都是在一种极其隐秘的状态下进行的，仅依靠外部的监督和管理很难察觉到，更不要说防患于未然了。在这方面，“中国墙”制度则实现了一个重大的突破，它着眼于证券商内部去预防和解决证券商日常业务中可能出现的内幕交易和利益冲突问题，克服了外部监管所遭遇的难题。更为重要的是，该制度对我国的证券监管是一个哲学理念上的创新，他启示我们，我国的证券监管不应光注重依靠外在的力量施与压力，而是要懂得充分调动一切因素，包括宏观的与微观的，从而形成一个密切配合、互为补充的和谐的监管体系。因此，在我国法上确立“中国墙”制度，对于丰富我国证券业的监管手段、提升我国证券市场的活力与动力，具有十分重要的作用。

综上所述，在我国确立“中国墙”制度无论是对于证券商还是整个证券市场而言，都具有相当的积极意义。我们应当立足于国情，并借鉴他人的先进经验，尽快建立和完善我国的“中国墙”制度

## 第二节 建立和完善我国“中国墙”制度的构想

对于我国而言，“中国墙”制度可以说是一个新事物。<sup>②</sup>在我国现有的证券法律、法规中，尚无关于它的明确、系统的规定。在这样的情况下，构建完善的“中国墙”制度还显得任重而道远。在文章的最后，笔者对“中国墙”制度在我国的建设

<sup>①</sup> 姜廷松，周湘伟，黄宗强，陈锡康. 中国证券法与证券法律实务[M]. 北京：华夏出版社，2002. 211-215.

<sup>②</sup> 潘江. 管制内幕交易的自律机制——中国墙制度（硕士论文）[D]. 北京：外交学院，2003. 38.

立和完善提出了几点建议，希望能为未来的实践提供一些有益的参考。

### 一、明确立法

笔者认为，要在我国建立“中国墙”制度，首先要解决的一个问题就是该制度的法律定位问题。综观英美国家的实践，他们都把“中国墙”制度写入了本国的法律，如美国是在1988年的《内幕交易欺诈执行法案》，英国是在《金融服务法案》。因此，我国也可以采纳这一做法，将“中国墙”制度定位于一种法定的券商自律机制，即在《证券法》中明确要求证券公司应在其内部建立专门的信息隔离机制，控制内幕信息在不同部门之间的流动。

其次，也是非常重要的一个方面，要通过法律承认“中国墙”制度的抗辩效力。如前文所述，“中国墙”之所以比一般的解决利益冲突的手段更具有优势，就在于它具有对抗违反忠实义务指控的效力。通过他的这种法律效力，综合性券商既可以从事多种业务的经营，又不至于陷于利益冲突的泥潭难以自拔。赋予遵守了中国墙制度的券商以抗辩权，是为英美国家实践所证明了的成功设计。如果“中国墙”制度的这种抗辩效力得不到承认，那么它就失去了最耀眼的光芒，而非真正完整意义上的“中国墙”制度，我们引入它的必要性就会大打折扣。此外，赋予“中国墙”制度法律上的效力，也可以激励证券商来积极地执行该制度，促进证券市场的规范发展。

再次，可以将“中国墙”制度的具体要求用法律的形式予以明确。按照一般的做法，“中国墙”制度的具体措施和程序由证券商依照自己的业务状况和组织结构来确定，属于券商自治的范围。但这样难免会产生如此后果，即证券商过于注重自身的利益而忽视对公共利益的考量。因此，笔者认为，我国可以借鉴美国的做法，在相关的规范性法律文件中用具体的条文规定“中国墙”制度的最低要求，这个要求是每个证券商都必须达到的；然后再在这些条文下规定一个兜底性的条款，留给证券商自行做主。这样，既能够对证券商进行具体的指导，又能充分尊重他们的意志。

### 二、加强监督

由于“中国墙”制度具有浓厚的自律性质，它的建立和执行主要取决于证券从业人员的道德价值和道德观念，故它常常不能有效地发挥作用，就如美国律师协

会内幕交易特别小组领导 John F. Olson 所说：“在像午餐、玩牌或聚会这样轻松的情况下，实在很难避免一不小心把所知道的信息透露出去……这是一种人性的斗争。”<sup>①</sup>SEC v. First Boston 案件也暗示了即使在 First Boston 这种世界一流的证券商里，“中国墙”的效力亦十分脆弱。因此，在建立和完善“中国墙”制度的过程中，加强对它的监督非常必要。

加强对“中国墙”制度建立和执行的监督，可以通过三种途径进行：

一是政府的监督，具体措施包括由证券监督管理机构要求各证券商定期上报“中国墙”制度的建立和执行情况，开展定期或不定期的检查，发现有违反的情况对证券商进行批评并督促其及时纠正，对执行情况良好的单位进行通报表扬等。但是，证券监督管理机构在行使监督权时，应注意不要过多的使用行政权力或行政命令，以免打击证券商执行“中国墙”制度的积极性。

二是证券行业组织的监督，要强化证券行业组织的作用，使其成为政府监督的补充，分担政府监督的负担。从某种程度上说，行业组织的监督比政府监督更容易凑效，因为他们本身就是由相关的证券从业人员组成，比较熟悉公司的日常经营运作，因而更能够发现问题。

三是社会大众的监督，如投资者的监督、新闻舆论的监督等等。

### 三、完善自我

证券商是建立和执行“中国墙”制度的主体，我们当然不能忽视他们这极其重要的一环。前面已多次提到，“中国墙”制度的建立和实施依赖于证券从业人员的道德水平，那么，完善自我的主要目的就是提高从业人员的职业道德和职业水准。可以采取的手段包括：应当制定持续的教育和培训计划，以确保雇员随时了解法律和行业自律的最新发展，以及了解公司内部“中国墙”制度的更新；公司涉及内部信息的负责人及业务人员在就职前，应当与公司签定承诺书，声明不违规使用、传递部门的内部信息；公司人事调动或离职后，员工因之前岗位所获得的未披露的内部信息，仍负有义务遵守保密规定。

<sup>①</sup> CAHAN, VICKY & EHRLICH, ELIZABETH. First Boston's Nasty Spill at the "Chinese Wall"[N]. Business Week, May 19, 1986.

## 结 语

近几年来，我国的证券业及证券市场迅速发展。2006年1月，新实施的《证券法》取消了原有的综合类证券公司和经纪类证券公司的划分，为我国证券商普遍地兼营多种证券业务扫清了法律上的障碍。业务的综合化带来了竞争力的提升，同时也使潜在的利益冲突问题日趋表面化。在这样的情况下，吸收英美国家的先进经验，在我国确立“中国墙”制度不失为一种明智的选择。而且，混业经营已成为国际证券市场的大势所趋，作为活跃在国际舞台的我国，也会受到深刻的影响。也许在我国证券市场的未来发展中，也会出现大量的全能银行、金融集团，在那样的情况下，可以预见，“中国墙”制度将发挥更为重要的作用。

如今，“中国墙”制度仍处于不断的发展和完善之中。例如，近几年发生的华尔街会计丑闻风暴，引发了人们对证券分析师利益冲突的思考。在丑闻与利益冲突的选择下，加高“中国墙”的呼声越来越高。因此，“中国墙”制度必将适应形势的需要不断发展。

作为一种券商自律机制，我们所要学习的不仅是“中国墙”制度本身，而且还有它所蕴涵的那种治理思想。对于庞大的证券市场而言，单纯从外部施加压力是非常低效的，我们不可能在每个交易终端都派出监管机构的人员进行监管。利用券商自身的利益关系，充分调动券商的自律积极性，无论对于券商本身还是证券市场而言，都具有积极意义。

## [参 考 文 献]

### 一、著作类

- [1] 卞耀武, 主编. 美国证券交易法律[M]. 北京: 法律出版社, 1999.
- [2] 卞耀武, 主编. 英国证券发行与交易法律[M]. 北京: 法律出版社, 1999.
- [3] 高如星, 王敏祥. 美国证券法[M]. 北京: 法律出版社, 2000.
- [4] 贺绍奇. “内幕交易”的法律透视[M]. 北京: 人民法院出版社, 2000.
- [5] 胡光志. 内幕交易及其法律控制研究[M]. 北京: 法律出版社, 2002.
- [6] 姜廷松, 周湘伟, 黄宗强, 陈锡康. 中国证券法与证券法律实务[M]. 北京: 华夏出版社, 2002.
- [7] 李玉基, 王肃元. 证券法论[M]. 北京: 中国人民公安大学出版社, 2002.
- [8] 林国全. 证券交易法研究[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2002.
- [9] 万猛, 刘毅. 英美证券法律制度比较研究[M]. 武汉: 武汉工业大学出版社, 1998.
- [10] 徐海燕. 英美代理法研究[M]. 北京: 法律出版社, 2000.
- [11] 杨亮. 内幕交易论[M]. 北京: 北京大学出版社, 2001.
- [12] 张文显, 主编. 法理学[M]. 北京: 高等教育出版社、北京大学出版社, 1999.
- [13] [美]莱瑞·D·索德奎斯特. 美国证券法解读[M]. 胡轩之, 张云辉译, 北京: 法律出版社, 2004.
- [14] [美]托马斯·李·哈森. 证券法[M]. 张学安等译, 北京: 中国政法大学出版社, 2003.
- [15] COX, JAMES D & HILLMAN, ROBERT W & LANGEVOORT, DONALD C. Securities Regulation Cases and Materials (3)[M]. Beijing: Citic Publishing House, 2003.
- [16] GOODE, ROY. Conflicts of Interest in the Changing Financial World[M]. Scotland: Chartered Institute of Bankers, 1996.
- [17] LANKIN, LEONARD & SCHIFF, MARTIN. The Law of Agency[M]. Dubuque: Kendall/Hunt Publishing Company, 1984.
- [18] MCVEA, HARRY. Financial Conglomerates and the Chinese Wall[M]. Oxford: Clarendon Press, 1993.
- [19] POSER, NORMAN S. International Securities Regulation: London's Big-Bang and the European Securities Markets[M]. Boston: Little Brown, 1991.

### 二、论文类

- [1] 蔡奕. 银证融合与两墙机制[EB/OL].  
<http://www.civillaw.com.cn/weizhang/default.asp?id=22316>, 2006-03-09.

- [2] 何敏. 美国证券法上的中国墙制度[A]. 沈四宝. 国际商法论丛(6)[C]. 北京: 法律出版社, 2004.
- [3] 焦津洪. 论管制知情交易的自律机制——信息长城(Chinese Wall)[J]. 中外法学, 1998, (5).
- [4] 李仁真. 论英美证券管制中的“中国墙”[J]. 法商研究——中南政法学院学报, 1995, (3).
- [5] 李曜崇. 从比较法观点探讨我国资讯防火墙(中国墙)之法律布局(硕士学位论文)[D]. 台北: 中原大学, 2003.
- [6] 龙田节. 内幕交易之禁止[J]. 外国法评论, 1995, (1).
- [7] 潘江. 管制内幕交易的自律机制——中国墙制度(硕士学位论文)[D]. 北京: 外交学院, 2003.
- [8] 粘怡佳, 许克显. 尽快完善证券公司“中国墙”制度[EB/OL].  
<http://finance.sina.com.cn/stock/t/20041208/11011210267.shtml>, 2006-03-15.
- [9] 钟伟. 中国入世在证券市场方面的承诺有六大悬念[EB/OL].  
<http://finance.sina.com.cn/t/20011119/133379.html>, 2006-02-23.
- [10] GORMAN, CHRISTOPHER M. Are Chinese Walls The Best Solution to The Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers?[J]. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2004, (9).
- [11] LABY, ARTHUR B. Resolving Conflicts of Duty in Fiduciary Relationships[J]. *American University Law Review*, 2004, (54).
- [12] POSER, NORMAN S. Conflicts of Interest and the Security Industry[A]. *Broker Dealer Law Regulation (2)*[M]. New York: Aspen Publisher, 1997.
- [13] POSER, NORMAN S. Conflicts of Interest within Securities Firms[J]. *Brooklyn Journal of International Law*, 1990, (16).
- [14] POSER, NORMAN S. Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and the U.K.[J]. *Michigan Year Book of International Legal Study*, 1988, (9).
- [15] PROXIRE, WILLIAM. Improper Activities in the Securities Industry: Hearings before the Senate Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs[R]. 100<sup>th</sup> Cong., 1<sup>st</sup> Sess. 89 (1987).
- [16] SAPP, STEPHEN L & LIDDELL, LOCKE & SAPP, LLP. Insider Trading under the Federal Securities Laws—An Overview of Diversified Financial Services Company Compliance Program[R]. U.S.: National Society of Compliance Professionals, 2000.
- [17] SLAIN, JOHN J. Book Review: *International Securities Regulation: London's "Big Bang" and the European Securities Markets*, Norman S. Poser[J]. *Brooklyn Law Review*, 1992, (57).
- [18] VARN, LARRY L. The Multi-Service Securities Firm and the Chinese Wall: A New Look in the Light of the Federal Securities Code[J]. *Nebraska Law Review*, 1984, (63).

### 三、辞书类

- [1] Longman Dictionary of Contemporary English[Z]. Beijing: Foreign Language Teaching and Research Press, 2002.

### 四、资料类

- [1] 《股票发行与交易管理暂行条例》[EB/OL].  
<http://law.chinalawinfo.com/newlaw2002/SLC/SLC.asp?Db=chl&Gid=6224>, 2006-02-25.
- [2] 中国证券监督管理委员会关于发布《证券公司内部控制指引》的通知(2003)[EB/OL].  
<http://law1.chinalawinfo.com/newlaw2002/SLC/SLC.asp?Db=chl&Gid=50964>, 2006-02-25.
- [3] 《中华人民共和国证券法》[EB/OL].  
<http://law1.chinalawinfo.com/newlaw2002/SLC/SLC.asp?Db=chl&Gid=60599>, 2006-02-25.
- [4] 91-45 NASD/NYSE Joint Memo on Chinese Wall Policies and Procedures[EB/OL].  
<http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&element-id=1159004097>,  
2006-02-18.
- [5] 94-40 NASD Solicits Member Comment on Trading Activity in Advance of Research Reports[EB/OL].  
[http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&element\\_id=1159003708](http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&element_id=1159003708),  
2006-02-18.
- [6] CAHAN, VICKY & EHRlich, ELIZABETH. First Boston's Nasty Spill at the "Chinese Wall"[N]. Business Week, May 19, 1986.
- [7] GOLD, STERN. Wall Street Is Facing Reappraisal[N]. N.Y. Times, Mar. 2, 1987.
- [8] In the Matter of the Arbitration between William R. Bray, Claimant v. McDonald & Company Securities, Inc., Respondent[Z]. 1994 NASD Arb. Lexis 972.
- [9] SEC Division of Market Regulation, Broker-Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Nonpublic Information[Z]. [1989-1990 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 84,520 (1990).
- [10] Slade v. Shear Hammill & Co.[Z]. NO. 72 Civ.4779.
- [11] The Matter of Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.[Z]. 43 S.E.C. 933.
- [12] The Matter of Wayne Grayson Capital Corp., Inc.[Z]. NYSE Disc. Action. 96-80.

### 五、网站类

- [1] <http://heinonline.org>.
- [2] <http://www.chinalawinfo.com>.
- [3] <http://www.law.uc.edu>.
- [4] <http://www.lexisnexis.com>.
- [5] <http://www.nasd.com>.
- [6] <http://www.sec.gov>.