

## 比较视野下我国证券公司信息 隔离墙的制度现状及完善

吴伟央\*

**摘要:**信息隔离墙制度对于综合性证券公司防范内幕交易、化解利益冲突、提高公司和行业声誉等具有重要作用。我国初步建立了信息隔离墙的制度体系并正在全行业逐步推广规范。本文梳理了该项制度在境外的缘起和发展状况,就该制度的关键法律问题进行了比较分析,并提出了《证券法》、监管部门规范性文件及自律规则等各层级的完善建议。

**关键词:**信息隔离墙 法律性质 立法体例  
完善建议

多业务、全功能是现代证券公司发展壮大主要路径,但同时也带来了两项顽疾:一是容易产生内幕交易,多业务经营使券商可以接触大量的内幕信息,在利益的驱动下,难免会有利用这些内幕信息从事非法证券活动的嫌疑;二是不同业务之间存在利益冲突,尤其是投行、自营、资管以及研究咨询

---

\* 法学博士,博士后,任职于北京证监局。此文仅代表本人的学术观点,与所在单位无关。

等业务之间存在明显的利益冲突。根据国际上的通行惯例,“信息隔离墙”制度(又称中国墙,Chinese Wall)是多业务券商中规制内幕交易、化解利益冲突的一个重要控制方式。我国的证券法律法规和实践操作中也开始逐渐重视证券公司信息隔离墙的建设工作。

## 一、我国目前关于证券公司信息隔离墙的制度现状

信息隔离墙制度在我国证券行业中被系统提出并具体构建的时间比较晚,但证券法规中有与信息隔离墙相关内容的初步零散规定。随着实践的不断发 展,该制度被不断的充实。目前的制度架构可分为三个层面:

第一层面是法律的规定,《证券法》第 136 条规定:“证券公司应当建立健全内部控制制度,采取有效隔离措施,防范公司与客户之间、不同客户之间的利益冲突。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。”另外,第 220 条还对相关的混合操作规定了相应的行政责任。《证券法》注意到券商内部采取隔离措施防范利益冲突的必要性,提出了一个相关的原则性要求。

第二层面是行政法规、规章和规范性文件的规定。《证券公司监督管理条例》(国务院第 522 号令)特别注意 到证券资产管理业务与自营业务之间的利益冲突,第 46 条规定:“证券公司从事证券资产管理业务,不得有下列行为:……(四)在证券自营账户与证券资产管理账户之间或者不同的证券资产管理账户之间进行交易,且无充分证据证明已依法实现有效隔离;”并在第 82 条规定了相应的责任追究方式。2003 年的《证券公司内部控制指引》(证监机构字[2003]260 号)则是比较明确地提出了整体的制度框架,其中第 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。”并在第 77、79 条专门就研究咨询业务中

应当注意的隔离问题进行了具体规定。<sup>①</sup>另外,《发布证券研究报告暂行规定》第14条规定:“证券公司、证券投资咨询机构应当严格执行发布证券研究报告与其他证券业务之间的隔离墙制度,防止存在利益冲突的部门及人员利用发布证券研究报告谋取不当利益。”该层面的制度性规定提出了信息隔离墙的概念和框架性要求,并对个别制度有一些具体规定。

第三层面是中国证券业协会颁布的《证券公司信息隔离墙制度指引》(以下简称《指引》)。《指引》主要包括四个方面内容:<sup>②</sup>一是在总则中明确了信息隔离墙制度和敏感信息的定义,强调证券公司“应当”建立信息隔离墙制度,提出了定期评价有效性、及时调整和完善隔离墙的要求,明确了公司董事会、管理层、各部门和分支机构等在信息隔离墙制度建立和执行方面的职责等;二是在一般规定中提出了管理敏感信息的“需知原则”,防止敏感信息不当流动和使用的保密措施,对物理隔离、人员隔离(包括高管分工)、信息系统独立(或实现逻辑隔离)和账户独立等提出概括性要求,要求证券公司应当建立具体的跨墙回墙管理制度、提出了观察名单和限制名单制度以及敏感信息不当泄露时的基本处理思路等;三是具体业务信息隔离墙的规定,主要包括投行业务中观察名单和限制名单的相关出入单时点及相应的范围、研究报告发布审查等隔离措施、自营、资管业务之间联合调研和委托调研的处理以及直投业务中的信息隔离机制等;四是工作人员证券投资行为管理和监控,要求证券公司应当建立工作人员证券投资行为管理制度,通过加强账户管理、监控交易情况或者审查交易记录等方式防范工作人员违规从事证券投资或者利用敏感信息牟取不当利益。《指引》作为一项自律规范性文件对信息隔离墙进行了相对全面的规定,是指导证

---

① 《证券公司内部控制指引》第77条:“证券公司应加强研究咨询业务的统一管理,完善研究咨询业务规范和人员管理制度,制定适当的执业回避、信息披露和隔离墙等制度,防止利益冲突。”第79条:“证券公司应通过部门设置、人员管理、信息管理等方面的隔离措施,建立健全研究咨询部门与投资银行、自营等部门之间的隔离墙制度;对跨隔离墙的人员、业务应有完整记录,并采取静默期等措施;对跨越隔离墙的业务、人员应实行重点监控。”

② 《指引》全文共五章、37条,除第五章附则以外,前四章相对比较系统地规定了信息隔离墙的各方面内容,相关介绍可参见侯捷宁:“中国证券业协会发布《证券公司信息隔离墙制度指引》”,载《证券日报》2010年12月30日。

券公司具体实践的重要依据。

从上述我国关于信息隔离墙的相关制度内容来看,法律法规层面只是做了原则性的要求,并没有规定证券公司信息隔离墙的具体规范,而在协会的《指引》中则是相对比较具体地规定了信息隔离墙的有关制度。一定程度上除了资产管理和研报发布等特定业务之外,证券公司信息隔离墙制度整体上在我国目前是以自律规范为主,更加强调行业及证券公司自身的自律意识和道德意识。

## 二、境外证券公司信息隔离墙的缘起及发展 ——以美国相关制度为中心

信息隔离制度源起于美国,尤以1968年美国美林证券内幕交易案为标志性的起点。随后英国、加拿大、日本、我国香港特别行政区等先后借鉴引入了信息隔离制度,如英国在1983年颁行的《有执照交易商(业务行为)规则》中引进了信息隔离墙制度,1986年《金融服务法》(FSA1986,以下简称FSA)及SIB的相关规则对信息隔离墙进行了相对详细的规定。另如加拿大的投资行业监管组织(IIROC)还专门编制了《内幕信息保密指引》(Guidelines for Confidential Information Containment, MR0337, 2005)和《研究报告披露要求规则》(IIROCRule3400)等对隔离墙制度进行了系统规定。下文以美国制度的发展为中心介绍信息隔离墙的发展状况。<sup>③</sup>

### (一)1968年的美林案(The Merrill Lynch Case)<sup>④</sup>

1968年,美林证券公司作为道格拉斯飞行器材公司的主承销人,计划为后者发行可转换公司债券。在此过程中得知道格拉斯公司已经大幅度削减了其原先计划的年度收益额,且这一不利消息当时尚未公

---

<sup>③</sup> 主要参引 Larry L. Varn, *The Multi-service Securities Firm and The Chinese Wall: A New Look In The Light of The Federal Securities Code*, *Nebraska Law Review*, 1984; 何敏:“美国证券法上的信息隔离墙制度”,对外经济贸易大学2001年硕士学位论文;陈洁:“券商自律机制——‘信息隔离墙’制度研究”,厦门大学2006年硕士学位论文等。

<sup>④</sup> See *In re Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 43 S. E. C. 933 (1968).

布。但是,美林证券公司的承销部很快向机构销售部的有关人员透露了这一消息,后者又将消息透露给了美林的几位机构客户和大投资者。这些机构客户和大投资者立即抛出所持有的道格拉斯股票并进行该股票的卖空交易。与此同时,美林不仅没有向经纪部门的其他客户披露此项消息,而且还继续为其他客户购买道格拉斯股票。SEC以美林违反10b-5条款为由向其提起行政诉讼。

对此,美林提出了解决方案,接受SEC的制裁,但没有正面承认SEC的指控。作为解决方案的一部分,美林同意“制定、实施和保证遵循新的程序规则,为秘密信息提供更加有效的保护,以免其被泄露。”新的程序规则包括建立“信息隔离墙”。<sup>⑤</sup>至此,“信息隔离墙”比较明确地登上美国证券管理的舞台。

该案对隔离墙制度具有先导意义,当时的隔离墙具体表现为券商制定一整套内部规则和程序防止特定种类的信息从一个部门传到另一个部门,有时还制定监督这些内部规则和程序实施情况的工作程序。在必要的情况下,部门之间,尤其是投资融资部门的人员与研究部门的人员之间,承销部门的人员与经纪部门的人员之间应该隔离办公。建立隔离墙的监督机制还应包括:使用项目密码,控制文件草稿的发送,为所有文件编写页码,限制使用电脑系统以及办公通信系统,包括传真设备等。禁止进入办公区域和文件储存区域,以及加强雇员杜绝利用内部信息进行交易的教育等。通过这些程序措施,证券公司能够限制和跟踪内部信息的流向,从而相应地限制内幕交易,同时继续从事正常的证券业务。

## (二)1973年的Slade v. Shearson, Hammill & Co., Inc.案<sup>⑥</sup>

1972年,证券商Shearson, Hammill & Co., Inc. (以下简称Shearson)

---

<sup>⑤</sup> 美林的政策申明指出:承销部获得的关于一个公司的、未向大众披露的有关公募或私募股票的考虑或谈判信息以及由此得出的结论不得由承销部的任何成员向承销部以外的任何人透露,除非向以下人员透露:(1)公司或其法律部的高级执行人员;(2)律师,会计和其他与承销人一起直接参与发行的人员;(3)研究部的有关人员,其意见将供承销部参考;以及(4)其他券商的购买部门的、即将成为承销集团的成员的人员,并且向其透露有关信息是为了决定他们参与发行的价格以及参与程度。任何通过以上途径获得该信息的雇员不得将此信息与结论透露给上述成员以外的人。

<sup>⑥</sup> FED. SEC. L. REP. ¶94,329 (S. D. N. Y. ), 517 F.2d 398 (2d Cir. 1974), 79 F. R. D. 309 (S. D. N. Y. 1978).

公司获得其承销部门客户 Tidal Marine International Corporation(以下简称 Tidal)的不利非公开信息。但当时 Shearson 的经纪部门正在向其客户推荐购买 Tidal 的股票。证券商没有向大众披露此项不利消息,也没有阻止其经纪部门雇员继续推荐 Tidal Marine 的股票。其中一位顾客 Slade 根据该证券商下属的经纪人的建议买了 Tidal 股票。后来, Tidal 股票因事实披露而暴跌。Slade 起诉 Shearson 公司,诉称后者作为 Tidal 公司的投资银行顾问,掌握了有关 Tidal 公司的重大利空内幕信息,但是却向经纪部的客户推荐 Tidal 公司的股票,致使客户遭受了巨大的经济损失。

被告 Shearson 公司辩称其内部已经建立信息隔离墙,信息隔离墙使得承销部门的信息无法传到经纪部门。因此,被告下属承销部门对非公开信息的知悉不应视为证券商的知悉。

一审否决了被告的简易判决的动议, Shearson 公司提出上诉。二审法院重点考虑了 SEC 的观点。SEC 指出 Slade 案涉及两条重要的原则:其一,不得在证券市场上利用重大的内幕信息;其二,经纪商必须公平的对待客户。SEC 相信,不必对证券业作多大的变动即可协调实施这两项原则。SEC 仍坚持主张证券商不得基于承销部门获得的内幕信息而向其客户推荐买卖有关证券。为了避免就某一证券作出与其掌握的内幕信息相反的推荐, SEC 建议证券商,除了设立信息隔离墙外,还应该将其拥有内幕信息的证券编制成一个限制目录。规定证券商内部任何人员不得就限制目录商的证券作出买卖推荐,也不得就目录上的证券为客户的全权代理账户作证券交易。

自 1974 年 Slade 案以来,建立“信息隔离墙”、辅之以公布“限制名单”的做法即流行于美国证券业。

### (三)建立相关的规则制度

自上述案件之后, SEC 明确了对“信息隔离墙”的赞同态度,同时也体现在相关的规章制度之中,主要有以下内容:

#### 1. 1980 年的 Rule14e-3 规则

Rule14e-3 是 SEC 根据美国 1934 年《证券交易法》第 10 条 b 款的授权而制定的监管规则,主要是规范在要约收购过程中的内幕交易行为。Rule14e-3 作出 3 项有关规定:(1)“信息隔离墙”应是在防止

内部信息被滥用的“合理情况”下被建立；(2)援用“信息隔离墙”作辩护,不适用于欺诈指控；(3)证券公司、投资银行也不得利用所获内部信息以自己账户从事交易。<sup>⑦</sup> 根据 Rule14e-3 的规定,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。Rule14e-3 具有划时代的意义,它为综合性证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“信息隔离墙”制度,就可以大大降低受内幕交易追诉的风险。

## 2. 1988 年的 Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (以下简称 ITSFEA 规定)

ITSFEA 规定要求经纪商——承销人和投资顾问建立和维护合理设计的书面政策来防止对重大的非公开信息的滥用。要求每个登记注册的经纪商——承销人以及投资顾问“建立,维持和执行合理设计的书面政策和程序,考虑到其业务性质,防止这些经纪商或承销人(或投资银行顾问)进行违反本法的滥用重大的、非公开的内幕信息的行为。”该法还授权 SEC 根据法规颁布特别的强制性政策或程序。此外,该法规定,如果直接或间接受控于经纪人或承销人的人违反有关规定,而且能够证明该经纪人或承销人故意或放任的不建立、保持和执行必须的规定和程序,而且成为导致违法行为发生的本质原因,那么经纪人或交易商也要承担责任。

## 3. 1990 年的 SEC 报告和相关交易所的规则

1990 年,SEC 发起了一次对信息隔离墙的全面审查,之后公布了一份报告,界定了“信息隔离墙”的几项“最小标准”(minimum standards),为证券公司构建“信息隔离墙”提供参考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

---

<sup>⑦</sup> 参见刘丰名:“国际证券市场热点法律问题对中国的启示”,载《武汉大学学报》(哲学社会科学版)1994 年第 5 期。

的规范化和加强对自营交易的审查。<sup>⑧</sup>之后,NYSENASD 以及证券业协会的代表着手决定 SEC 成员确认的“充分的程序的最小因素”的范围和定义,发布了一个备忘录(NASD/NYSE Joint Memo on Chinese Wall Policies and Procedure)。

在此之后,SEC 对券商是否建立合适的隔离墙行为进行监管,并对不符合相关程序要求的公司进行了处罚,如 1992 年的 Lylmn Elgert 案、Jeffrey Brooks Securities 案、1995 年的 Fox - Pitt Kelton, Inc. <sup>⑨</sup>案等。

#### 4. 2002 年的 SOX 法案

美国安然、世通事件后,证券分析师所面临的利益冲突引起监管层的关注,尤其是很多投资银行将分析师的薪酬同他们为公司带来的股票或债券承销交易直接挂钩,导致了证券分析师独立性的丧失。SOX 法案为此对证券分析师的利益冲突作了专章的规定,<sup>⑩</sup>主要涉及两个方面:一是强化对证券分析师的保护,以保证其免受来自投资银行的压力,维护其独立性;二是加强对证券分析师利益冲突的披露,使分析师处于市场的监督之下。SOX 法案第 501 节(a)规定了“分析师的保护措施”,要求 SEC 或者相关自律机构必须在本法案生效之日起 1 年内制定规则,规制证券分析师推荐股票过程中可能发生的利益冲突,以完善分析报告的客观性和保证为投资者提供更有用、更可信的信息。其中还特别提出:“在投资银行内部建立制度性的保障措施,通过适当的信息隔离,确保证券分析师免受对其判断会产生潜在影响的人员的检查、压力或监督。”SEC 为此还增加了提高证券分析师独立性标准的

---

<sup>⑧</sup> A Report by the Division of Market Regulation U. S. Securities and Exchange Commission, *Broker - Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Nonpublic Information*, March 1990.

<sup>⑨</sup> 该公司没有监视研究部门和交易部门之间的交流,没有就重大非公开内部信息的正确使用对员工进行培训,没有有关维护观察和限制目录的足够的书面程序,没有记录自己对员工交易记录的调查,没有要求员工在交易之前决定自己的交易是否会构成可能的滥用重大内部信息。

<sup>⑩</sup> 参见伍艳:“聚焦证券分析师——透析美国 SOX 法案规制证券分析师利益冲突之新规则”,载《经济师》2003 年第 4 期。

相关隔离墙规定,<sup>①</sup>以此减少投资者和券商的投资银行部门的利益冲突。

从美国证券公司信息隔离墙制度发展的历程可以看出:信息隔离墙制度最初来自于市场实践的需求,是在司法实践中由证券公司提出并作为一种缓解争议(和解条件)的方式提出,之后逐渐得到监管部门(如 SEC)的关注和认可,最后在总结经验的基础上落实到制度规则中。在制度框架中,信息隔离墙虽然以自律规则为主,但在相关的法律和法规中也有比较多的体现。值得注意的是,随着实践不断发展,法律法规对相关的具体制度(如 SOX 法案及 SEC 规则中关于分析师利益冲突问题)进行了细化,逐渐丰富了信息隔离墙的制度内涵。

### 三、证券公司信息隔离墙制度关键问题的境内外比较

根据境内外主要国家对证券公司信息隔离墙制度的规定状况,下文就关键问题进行比较研究,以突出我国在这些问题上所存在的问题及未来改进的方向。

#### (一) 关于信息隔离墙的法律性质

从境外的制度规定来看,证券公司信息隔离墙制度从本质上看是一种自律性的制度,是一种券商自律机制。即隔离墙的构建和执行主要依赖证券商自己的力量,监管部门仅能建议或要求综合性证券商在其内部设立“信息隔离墙”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。

监管部门对隔离墙采取间接监管的方式,即监管机关对公司业务

---

<sup>①</sup> 大致内容包括:(1)禁止分析师提供偏向自家投资银行的利好报告;(2)投资银行承接股票初始发行后 40 天内,其分析师不得对该股票提供评估。对第二次发行的股票在 10 天内不得提供评估;(3)限制分析师和投资银行部门就评估报告交换意见;(4)除复合性共同基金外,限制分析师交易自己评估行业的初始发行股;(5)分析师在提交评估报告前 30 天和后 5 天,不得买卖自己评估的股票;(6)禁止分析师卖出自己近期曾作出过推荐的股票;(7)投资银行应公布股票评级标准和历史记录。参见巴曙松:“华尔街加高信息隔离墙——丑闻与利益冲突下的制度选择”,载《新财经》2003 年 6 月。

及内部结构并不直接加以管制,而只要求其设置某种信息隔离机制来实现监管的目的。如美国 SEC 经过 1990 年的调查后认为“不需要制定特别的规则”,各公司在信息隔离墙的范围和内容方面有很大的差别,SEC 成员担心强制性的程序会导致不必要的过于严厉。“信息隔离墙的类型和程序必须因各公司的规模和业务而异。此外,我们不希望挫伤证券公司进行有益的试验来修改自己的信息隔离墙的积极性。”但 SEC 还是明确了证券公司应该建立的信息隔离墙制度的一些“最小标准”,在这些共同的、最基础的要求的基础上,各证券公司可以根据自己的情况构建相关的制度。

我国目前正在行业中以中国证券业协会发布《指引》的方式全面推行信息隔离墙制度,具体执行过程中要注意其自律的本质属性。监管部门要掌握好制度执行的分寸,应当注意到证券公司的差异性,不能以一套标准衡量所有的公司,但也要坚持底线原则,不能形式主义走过场。

## (二)关于信息隔离墙的立法体例

境外立法一般在法律中对信息隔离墙进行原则性的规定,提出一些最基本的要求,同时授权自律机构就具体的、共性的内容进行规定。如美国在 Rule14e-3、ITSFEA 规定等法律中进行了原则性规定,SEC 以官方报告的方式就“最小标准”进行规定,交易所进行具体的解释,公司再结合自身情况进行吸收构建。在英国,1983 年的《有执照交易商(业务行为)规则》对信息隔离墙作出定义,即“建立的一种安排,借以使从事某一部分业务的人所获信息,不被从事另一部分业务的人(直接或间接)所利用,从而得以承认,各个业务部分的分开决策没有涉及业务上任何人在该事情上可能持有的任何利益。”1986 年的《金融

服务法》对隔离墙制度进行了重申,并进行了总导性的规定,<sup>⑭</sup>同时授权 SIB 制定相关行政规范去构建完善的隔离墙制度。<sup>⑮</sup> SIB 于 1988 年制定了新的《从业行为规则》,该规则中的“商业行为核心准则”对信息隔离墙制度进行了详细的规定。

在中国,《证券法》第 136 条实际上只是强调了“分业操作”,要求证券商应将不同种类的证券业务分开经营和管理,但是没有特别强调敏感信息在不同业务之间的流转问题。从严格意义上讲,强调分业操作并不是隔离墙的实质内容。故而,在《证券法》层面有进一步强调的必要。同时,对下位法应当有一个授权式的规定,让下位的规章制度等获得合法性支撑。

### (三) 关于信息隔离墙的抗辩效力

信息隔离墙是否具有法律上的抗辩效力,是该制度在实践中的一个核心问题,各国的制度规定和司法实践所采取的标准有所差别。

在美国,Slade 案之后,信息隔离墙作为一种防止滥用内幕信息的方式被人们普遍接受。但是,美国法院和 SEC 均没有明确认为设立信息隔离墙可以免除证券商的任何法律责任,他们也不认为设立隔离墙可以不再将证券公司某部门的知悉信息归于证券公司本身的知悉。Rule 14e-3 首提在要约收购特定领域中适用隔离墙制度对内幕交易指控的抗辩,同时,SEC 强调了隔离墙抗辩的有限性:(1) 仅仅设立一道信息隔离墙不足以说明其没有滥用内幕信息,还必须具有其他的措施

<sup>⑭</sup> 英国下议院对政府提交的“金融服务法议案”进行辩论时,对新法是否纳入有关“信息隔离墙”规定的问题存在三种不同意见:(1) 工党议员反对,因为,按照传统代理法,不应允许代理人自身利益与本人利益有潜在冲突时从事代理。(2) 一些大的“清算银行”和“商人银行”派遣的院外说客鼓吹,新法应采取免除适用普通法代理原则的态度,否则,将妨碍证券业的有效操作与正常营运。(3) 政府持折中立场,在拒绝完全放弃普通法代理原则适用的同时,主张按照自 1983 年以来已经确立起来的给投资者以受益保护的原则,于新法中纳入有关“信息隔离墙”的规定,既能稳定证券市场,又能活跃证券市场。最终,下议院通过了政府提交的“金融服务法议案”。参见刘丰名:“国际证券市场热点法律问题对中国的启示”,载《武汉大学学报》(哲学社会科学版) 1994 年第 5 期。

<sup>⑮</sup> FSA 第 48 条第 2 款第 h 项:“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。”

和程序,包括但不限于限制目录或观察目录;(2)客户指控证券商就某一证券作出与其掌握的内幕信息相反的推荐时,证券商不得以信息隔离墙的存在作为抗辩理由;(3)当证券商自营时,信息隔离墙则提供不了任何保护。<sup>⑭</sup>可见,美国对信息隔离墙抗辩效力的承认是相当谨慎的。

在英国,SIB《从业行为规则》第36条规定了隔离墙的相关抗辩效力,该条第(4)项规定,凡是没有落实第1款“信息隔离墙”制度的要求者,均被视为抵触了FSA第47条之反欺诈条款。一种理解是,它使得“信息隔离墙”制度成为了抗辩欺诈指控的法定理由。另外,该条第(3)项<sup>⑮</sup>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做知悉内幕信息。只要有有效的“信息隔离墙”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,“信息隔离墙”制度可以成为不知悉的抗辩理由。英国的规定相对来说可以理解得比较激进一些。

在加拿大,针对在证券发行、并购重组等业务中可能出现的内幕交易及利益冲突,要求证券公司强制建立健全防火墙制度,并从法律层面、监管要求、公司内部政策和流程、员工教育与交易行为监控、检查与处罚等方面进行了较为详细的规定,提出了较为明确的要求。同时,相应也允许证券公司在内幕交易方面使用防火墙规则进行抗辩。<sup>⑯</sup>

在我国,目前尚没有关于信息隔离墙抗辩效力的明确规定,也没有相关的司法判例。从境外的实践来看,隔离墙并不能当然使券商免责,但可以成为一种抗辩理由,将之视为一种证据材料与其他的证据进行配合,然后让法官或行政官员根据具体情况作出个案判断。

#### (四)关于信息隔离墙的架构和主要内容

信息隔离墙作为多业务券商的一种自律机制,其核心的内容就是

---

<sup>⑭</sup> 参见郑浩:“英美证券法中的‘中国墙’制度”,载《北京联合大学学报》(人文社会科学版)2004年6月。

<sup>⑮</sup> 第(3)项“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。

<sup>⑯</sup> 参见“加拿大证券公司信息隔离机制建设及借鉴意义”,载《中国证券杂志》2009年11月25日,另见中国证券投资者保护网,[http://finance.sipf.com.cn/detail.jsp?i\\_id=65447&cid=25](http://finance.sipf.com.cn/detail.jsp?i_id=65447&cid=25)。

制定一系列的制度和程序来阻挡敏感信息的流动,达到防止内幕交易和解决利益冲突的目的。隔离墙的具体措施和程序,学者有不同的总结和归纳,境外的立法、自律规则及各公司规则等实际做法也不甚相同。下文选取典型的理论归纳和实践做法予以介绍:

在学界的典型理论归纳方面,Goldfarb 的报告认为虽然具体实践中有不同的做法,但证券公司信息隔离墙至少应该由以下因素构成:<sup>①</sup>(1)对于部门间信息交流的实质性控制,包括采取物理的、程序的控制隔离方式;(2)通过利用限制名单和监视名单等机制的综合运用来监察被雇佣者的交易情况;(3)要有对信息隔离墙制度的程序的记录以及为实现这些程序要作出的行动的记录;(4)对于掌握了重要内幕信息的公司所有人的交易更加严格的监控。英国学者 MCVEA HARRY 总结的信息隔离墙措施和程序通常包括以下要素:<sup>②</sup>(1)操行手册。公司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。操行手册应当系统地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地划定,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“信息隔离墙”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;(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,以确保雇员随时了解法律和行业自律的最新发展,以及了解公司内部“信息隔离墙”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“信息隔离墙”程序的机构等;(9)鼓励客户披露内幕信息;(10)确定信息是否可以越墙的程序;(11)交易记录。证券商应当保存以下记录:①公司自

<sup>①</sup> See Goldfarb, *Chinese Wall Policies and procedures*, Practising Law Institute, 1990. p. 1.

<sup>②</sup> See MCVEA HARRY, *Financial Conglomerates and the Chinese Wall*, Oxford: Clarendon Press, 1993, p. 125, 转引自陈洁:“券商自律机制——‘信息隔离墙’制度研究”,厦门大学 2006 年硕士学位论文,第 24~25 页。

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。相对于 Goldfarb 报告,MCVEA HARRY 所归纳的信息隔离墙内容更加侧重于公司内部的具体制度架构。

在具体实践制度方面,美国 SEC 1990 年报告具有一定的典型性,该报告规定了每个证券商都必须有的“最小标准”,主要包括四个方面内容:<sup>①</sup>(1)对雇员交易的限制。要求所有的雇员保留其交易记录,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。同时,还规定了限制清单(Restricted List)<sup>②</sup>、监视清单(Watch List)<sup>③</sup>和谣言清单(Rumor List)<sup>④</sup>的方式来实现限制交易的目的。(2)控制部门间的信息交流。包括两个方面:一是要在各部门间设置有形的障碍,如将公司的不同部门安排在不同的大楼或楼层,使用密码或其他安保手段,在讨论敏感事项时使用代码或替代名。二是授权监察部或法律部发挥核心作用,如管理越墙行为,维持限制清单和监视清单,审查雇员的证券交易等。(3)措施和程序的规范化。主要包括三个方面:一是“信息隔离墙”制度应当被规范、有组织地写入公司的程序性手册里;二是对“信息隔离墙”具体执行措施的留存记录;三是对员工教育和培训计划的记录。(4)加强对自营交易的审查。当证券商持有客户的内幕信息时,其自营账户的交易必须受到高度的控管。建议券商在占有内幕信息时中止风险套利,不然就必须对其已建立“信息隔离墙”制度负较高的举证责任。

在我国,中国证券业协会颁布的《指引》基本包括了信息隔离墙的一般性内容,但《指引》作为一个对全行业的指导性规范,内容相对比

---

<sup>①</sup> See A Report by the Division of Market Regulation U. S. Securities and Exchange Commission, *Broker - Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Nonpublic Information*, March 1990.

<sup>②</sup> 为解决列入限制名单而向客户传递券商掌握内幕信息之嫌,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,并撤销原已向客户作出的证券推荐。

<sup>③</sup> 监视清单的内容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。

<sup>④</sup> 其范围相当广泛,只有少数大型的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券商应认真思考借鉴该清单的必要性。

较原则,且在教育培训、检查更新机制、规范性要求以及与证券监管部门之间的关系等内容没有具体的涉及。

#### 四、我国证券公司信息隔离墙制度的改进和完善

在我国,券商各业务之间的利益冲突被逐渐的认识,实践中不断发生的案例引起了业内人士的关注,尤其是一些阶段性的热点事件的发生,引发了监管层和从业人员对信息隔离墙制度的反思和认真对待。

如在2005年之前,券商挪用客户保证金以及违规委托理财的现象在全行业大面积发生,券商与客户之间的利益冲突在那个阶段显得非常突出。综合治理之后,一些新的现象也不断的出现:如2007年UBS AG控制的机构在瑞银证券担任中石油A股主承销商期间介入中国石油H股,引起了公众对证券内部隔离墙的关注和讨论;近年券商“直投—保荐模式”引起的PE腐败,<sup>②</sup>使业界认识到证券公司及其从事直接投资业务的子公司之间应建立信息隔离机制,防止证券公司向该子公司泄露投资银行项目信息使其“突击入股”;另外,最近发生的“抢帽子交易事件”、“研报门事件”以及“变脸门”事件等将研究咨询业务与其他业务之间的信息隔离提到风口浪尖。

2011年1月1日实施的《指引》使信息隔离墙制度在全行业进行系统推行,目前正处于初步构建阶段。但也暴露出一些制度和实践中的问题,需要进一步改进和完善,主要有:

##### (一)《证券法》的规定有待改进

如上文所述,目前《证券法》第136条的规定仅是强调分业操作,不是真正意义上的信息隔离墙制度。有必要进一步修改:其一,第136

---

<sup>②</sup> 数据显示:“从已经上市或过会的直投项目看来,90%以上都属于由同一券商投行保荐和旗下直投公司参股的业务。统计显示,自2007年9月证监会发放第一张券商直投业务牌照以来,截止到目前为止,全国已有20家券商获得了直投牌照,其中约有8家券商直投参与了约55笔私募股权投资。在券商直投参与的公司中,已有9家正式上市,其中8家均为创业板上市公司。”参见:“券商直投+保荐遭质疑 信息隔离墙指引呼之欲出”,载《证券日报》2010年8月25日。

条的分业操作中有必要加上“投资咨询业务”(尤其是研究报告和投价报告发布)、“直投业务”等与其他业务的分开。其二,有必要在《证券法》中对信息隔离墙制度进行专门的规定,明确提出“证券公司应当建立信息隔离墙制度来防止敏感信息的不当流动,以有效防范内幕交易和化解利益冲突”。其三,规定授权条款,授权证监会及其派出机构以及自律机构等对信息隔离墙制度进行具体规范和指导。

## (二) 赋予监管部门和自律机构对信息隔离墙制度的监管检查权和相应的处罚权

虽然信息隔离墙制度在本质上是一项自律机制,但其构建和执行对行业规范和投资者保护具有非常重要的意义。如1990年SEC报告在结论中特别指出:虽然券商信息隔离墙有效必要的发展,并非来自于SEC的规则制定,而应该来自于各种自律审查机制,同时要以SEC监管为补充(supplemented)。“但是,SEC会继续密切(closely)监督自律机制,一旦那些自律机制效果不甚满意之时,会重新考虑动用SEC的规则制定权。”<sup>④</sup>另外,境外行政和司法实践中,往往对隔离墙有最低标准的要求,监管部门在检查的过程中发现没有建墙或不好好建墙的情况,也会进行相应的处罚。<sup>⑤</sup>故我国也有必要建立相应的检查机制和处罚机制,以外部的监管权力来确保一个最低限度的信息隔离墙构建。

## (三) 明确信息隔离墙的抗辩效力问题

我国目前没有相关的规定,不利于业界对隔离墙的正确认识。在此问题上,建议从以下层面予以明确:其一,如果发现内幕交易或者利益输送等现象,券商内部没有建立隔离墙制度或者信息隔离墙有重大

---

<sup>④</sup> See A Report by the Division of Market Regulation U. S. Securities and Exchange Commission, *Broker - Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Nonpublic Information*, March 1990.

<sup>⑤</sup> 如在加拿大,公司自行制定一般性的业务隔离制度、措施或其他内部规则(或者内控措施)被看得同样重要,并不能因为其具有内部性、自律性,公司或员工就可以不遵守或者违反。在著名的 Varoel 案例中,法院就认为证券公司未能很好地遵守其内部规则而判决其赔偿客户在商品期货交易中的损失。这一判例曾引起了加拿大证券业的触动,虽然这一案例发生在证券公司零售经纪业务中,但足以说明加拿大对证券公司遵守内部规则看得很重,如果违反则可能引起严重的后果。参见“加拿大证券公司信息隔离机制建设及借鉴意义”,载《中国证券杂志》2009年11月25日,另见中国证券投资者保护网,[http://finance.sipf.com.cn/detail.jsp?i\\_id=65447&cid=25](http://finance.sipf.com.cn/detail.jsp?i_id=65447&cid=25)。

缺陷或流于形式,则实行倒推机制,直接认定券商违法;其二,如果出现内幕交易或者利益输送等现象,隔离墙券商内部的隔离墙制度已严密构建并得到有效执行,则制度本身及执行留痕情况可作为一种抗辩情形,与其他证据材料相配合来进行具体认定。不能仅凭隔离墙制度和执行情况进行当然免责;其三,如果出现明显的、重大的反向操作或者在自营业务中的重大规模利益输送,隔离墙制度及执行证据不具有抗辩效力。

#### (四) 关于隔离墙制度的具体改进

就目前的制度而言,主要有以下两个方面的考虑:

其一,在总体制度构建上,建议:(1)《证券法》作出总括性规定和授权性规定(如上述第1点);(2)证监会的规章制度就具体业务进行特别规定,如在自营规则、资产管理规则、投行规则、研究报告发布规则、直投规则等具体规则中明确隔离墙制度的必要性和重要性;(3)证监会及派出机构可以适时制定颁布一些具体的指导意见及专项通知,以行业规范性文件的方式指导券商做好信息隔离墙的构建工作。尤其是各派出机构可以根据辖区证券公司的具体情况制定适合本辖区证券公司实际的具体意见和办法,如在协会出台《指引》之前,上海证监局和深圳证监局都曾发布了相关的指导性文件;(4)完善自律规则,中证协的《指引》可以进行整体系统细化,指导券商构建更具操作性。证券交易所和地方证券业协会等也可以发挥自律组织的专业性和灵活性等特点,不断细化完善相关的自律规则;(5)证券公司根据上述法律、法规、规范性文件和自律规则进行详细规定,制定专门的隔离墙手册和操作规程。

其二,细化信息隔离墙的自律性规则。《指引》内容可以进一步细化,或者可以考虑在调查研究的基础上适时制定相应的《实施细则》。具体建议如下:

##### (1) 关于自律规则的定位

行业自律性规范不同于公权力部门的规则,其很重要的一个特点即是“可以提出比法律法规更严、更高、更具操作性的行业标准”,故而《指引》等自律规则应当规定的尽可能详细,不应该只进行原则性规定。目前隔离墙处于初步实施阶段,相关的内容应当注重操作性,执行

标准应当尽可能统一细化,在内容模式上应当更多地提供一些明确的菜单式规定,让券商去选择而不应当让券商去细化。在总结、评估《指引》实施的具体情况及相关经验总结的基础上,进一步明确行业的执行标准和执行措施,制定相关的《实施细则》。

### (2) 提倡全行业的隔离墙文化

信息隔离墙主要针对防范内幕交易、化解利益冲突,同时对树立行业形象、提高证券行业整体声誉也具有非常重要的作用。自律组织的规则中可以要求券商把信息隔离墙制度作为企业理念进行全员动员、全员构建,尤其要求企业高层提高认识、带头实施,把隔离墙制度嵌入企业文化构建之中。毕竟隔离墙的构建更多的要基于企业和员工的道德自觉,将这种自觉融入到企业文化中将无疑提升其实施的有效性。

### (3) 隔离措施规范化、具体化

要求券商必须制定专门的管理办法和管理手册,就隔离措施和程序进行详细规范。自律规则本身在业务隔离、人员隔离(如高管分工、人员交流)、物理隔离、信息系统独立、敏感信息的控制与管理等方面尽可能地提出具体要求以指导公司实践。

### (4) 细化观察名单、限制名单等出入单的具体时点和通用程序

尤其是出单时点需要具体规范。另外,在适当时候可以借鉴引进美国的谣传名单制度。

### (5) 细化跨墙和回墙管理制度

提供具体的规范模式和通用审批范本,尤其应当细化回墙的时点和效果。

### (6) 强调留痕管理

执行留痕是隔离墙有效性的重要保证,借鉴境外经验,有一些信息必须记录,如重要的跨部门信息交流的记录,限制清单、监视清单、谣言清单的历史记录,发现任何可疑的交易后,对每日交易的审查记录,调查可疑交易的档案文件等。

### (7) 提高信息化管理能力

鼓励加大技术投入,开发专门的隔离墙软件管理系统,减少不必要的纸质文件流动。另外,利用信息系统对于公司和员工可疑的电子交流数据进行必要的监测。

(8) 强化行业培训和券商内部培训机制

可以对培训的频率和内容进行具体的指导,以督促公司和员工实时重视隔离墙的存在和重要性。鼓励对关键岗位的员工提供“详细的、交互式的培训”。通过任职培训、定期培训、讲座和专题研讨等形式使员工了解相关方面的内容及最新发展。

(9) 应当强调监管部门和公司内部的检查制度

适时评估隔离墙的构建情况,并进行及时更新和补正。

(10) 明确处罚机制

对于不重视、不构建、不落实、不整改等现象,或者出现内幕交易或利益输送嫌疑时,监管部门和自律机构基于隔离墙制度本身进行专项的处罚。