



重新定性“老鼠仓”^{*}

——运动式证券监管反思

彭 冰^{**}

目 次

- 一、老鼠仓的法律规则演化和执法运动
- 二、老鼠仓案例提出的理论挑战：主体范围
- 三、老鼠仓的交易时间
- 四、未公开信息的性质
- 五、老鼠仓的法律性质
- 六、重新定性老鼠仓
- 七、反思运动式证券执法——代结论

摘 要 在证监会和司法机关的严厉打击下，老鼠仓案件多发的态势得到了有效遏制。在此过程中，各种不同类型的违规违法行为都被纳入老鼠仓的打击范围，其中很多案件已经突破了对老鼠仓的传统定性。分析这些案件，可以揭示出老鼠仓案件的复杂性：在老鼠仓这一笼统称呼下，存在着各种不同模式的违法违规行为，各自具有不同的法律性质，将其纳入统一的法律规范，追究同样的法律责任，其实并不合适。运动式执法虽然能够提升打击效力，但“胡子眉毛一把抓”，不符合罪当其罚的法治理念。

关键词 老鼠仓 利用未公开信息交易罪 抢先交易 未公开信息 证券执法

^{*} “老鼠仓”不是法律术语，而是证券市场上约定俗成的一种说法，近年来监管机构用来专门指称利用未公开信息交易的违法违规行为。为方便起见，正文中使用这个词时不再加引号，特此说明。

^{**} 北京大学法学院教授，法学博士。

作者感谢北京大学法学院的法律硕士赵育才和法学硕士施晨晨帮助收集和整理相关资料。

在中国,一般认为老鼠仓是指基金管理公司、证券、期货、保险公司等资产管理机构的从业人员,在用客户资金买入证券或者其衍生品等金融产品前,以自己的名义,或者假借他人名义,或者告知其亲朋好友,先行买入证券等金融产品,然后利用客户资金拉升到高位后自己率先卖出获利,使个人以相对极低的成本牟取暴利。⁽¹⁾ 在老鼠仓以利用未公开信息交易罪入刑以后,官方对老鼠仓的界定是这样的:金融机构从业人员利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开信息,违反规定从事相关的证券交易,泄露未公开信息或者明示暗示他人从事相关交易,是一种严重的违法犯罪行为,俗称老鼠仓。⁽²⁾ 官方认为,老鼠仓行为背离受托责任,侵害委托人的利益,破坏财富管理原则,损害资管行业信誉,是证监会稽查执法的重点领域。⁽³⁾

实际上,自2007年以来,中国证监会开启对老鼠仓的严厉打击活动,并推动2009年2月全国人大修改刑法,将老鼠仓纳入刑事制裁范围。随着大数据分析监测系统的开发运用,老鼠仓案件被查处的数量大幅度上升。2014年年底,中国证监会宣称自2013年下半年以来,已立案调查老鼠仓案件41起,将其中的39名涉案人员依法移送公安机关。⁽⁴⁾ 2016年年底,证监会宣布联合公安部开展打击防范利用未公开信息交易违法行为专项执法行动。⁽⁵⁾ 2017年7月初,证监会宣布自2014年以来,证监会共启动99起老鼠仓违法线索核查,向公安机关移送涉嫌犯罪案件83起,涉案交易金额约800亿元。老鼠仓案件多发态势得到了有效遏制。⁽⁶⁾

按照证监会的说法,老鼠仓违背了基金从业人员对基金份额持有人的信义义务,是典型的利益冲突行为,严厉打击当然有其必要性。但随着打击的深入,执法活动运动式地展开,各种不同类型的违规违法行为也都被纳入老鼠仓的打击范围,很多案件已经突破了传统对老鼠仓性质的认识。

例如,通说认为,老鼠仓获利的关键是先于基金财产交易,即所谓的抢先交易(front running),但现实中,无论是证监会的行政处罚案件,还是法院的刑事判决案件,都认定同期或者略晚于基金财产交易的也构成老鼠仓,证监会甚至发展出所谓趋同交易的理论,并为法院广泛接受。在最近的一个刑事判决中,被告人是中国证券登记结算公司深圳分公司的员工,其利用职务便利获得的信息都是交易完成信息,因此其所从事的交易全部都晚于基金交易。但该案也和其他老鼠仓案件一样被定罪。⁽⁷⁾ 实际上,这和抢先交易的老鼠仓是完全不同的交易模式。

再比如,上述传统的老鼠仓定性逻辑认为,老鼠仓获利的可能在于基金财产本身的交易会

(1) 黄太云《〈刑法修正案(七)〉解读》,《人民检察》2009年第6期,第6页。

(2) 中国证监会《证监会通报近年老鼠仓执法情况》,中国证监会官网,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jej/gzdt/201708/t20170821_322437.html。

(3) 同上注。

(4) 中国证监会《证监会通报对利用未公开信息交易的执法工作情况》,中国证监会官网,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201412/t20141226_265701.html。

(5) 中国证监会《证监会联合公安部开展打击防范利用未公开信息交易违法行为专项执法行动》,中国证监会官网,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201612/t20161223_308264.html。

(6) 同前注〔2〕,中国证监会文。

(7) 涂欣、涂健利用未公开信息交易罪二审刑事裁定书,(2018)粤刑终479号。



对股价产生影响,而老鼠仓的危害则在于违规交易者的交易本身抬高了股价,导致基金财产的投资成本上升。但现实案例中,很多违规交易者的交易量很小,并不足以对股价产生影响;基金财产的交易量虽然规模不小,但在交易大盘蓝筹股时,也很难对股价产生影响。在李旭利利用未公开信息交易案中,被告人就坚持认为该未公开信息不具有重大性,因为交易的股票是工商银行、建设银行这样的大盘蓝筹股,无论是他本人的交易,还是基金的交易,都不足以影响股票价格。⁽⁸⁾

此外,老鼠仓其实并不像许多人想象的那样“以相对极低的成本牟取暴利”,实际上,除了极少数几个案例之外,我们统计的大多数案件中,老鼠仓都只是微利甚至亏损,盈利比例基本不足5%。对于这样一种微利的违法行为,其危害性到底体现在哪?有没有必要上升到刑事制裁的高度?

因此,我们有必要重新对老鼠仓的性质进行分析和研究。本文收集了中国证监会发布的老鼠仓行政处罚案例和人民法院做出的老鼠仓刑事判决案例(截止2018年10月10日),试图从现行案例中揭示出老鼠仓的不同类型,并对老鼠仓的性质做出新的探讨,也对这一轮以老鼠仓为打击目标的运动式证券执法活动进行反思。本文将分为以下几个部分:第一部分介绍老鼠仓的相关法律规则演化,以及相关执法活动的开展和成果;然后开始重点分析现实老鼠仓案件对理论提出的各种挑战,包括老鼠仓的主体范围(第二部分),老鼠仓的交易时间(第三部分)、未公开信息的性质(第四部分)和老鼠仓的法律性质(第五部分);第六部分则从理论上对老鼠仓案件进行分析和讨论,区分出五种不同的老鼠仓模式;最后则是从老鼠仓入刑出发,反思我国运动式证券执法模式存在的问题(第七部分)。

一、老鼠仓的法律规则演化和执法运动

(一) 老鼠仓的法律演化史

1. 2013年之前

在2009年之前,中国法律上并没有专门针对老鼠仓的法律条款。2003年颁布并于2004年施行的《证券投资基金法》(以下简称《基金法》)并没有关于老鼠仓的直接规定。

2007年初,中国证监会基金部下发2007年一号文,要求基金公司申报员工自己和直系亲属的身份证号码、证券账户,称如果出现瞒报、不报或者用他人身份炒股的行为将严厉制裁。⁽⁹⁾王黎敏、唐建等老鼠仓相继被发现,并遭受证监会的行政处罚。

中国证监会在处罚王黎敏、唐建等老鼠仓行为时,面临法律适用的困难。⁽¹⁰⁾《基金法》上并没有可以直接适用的条款。证监会将老鼠仓行为解释为背信行为,认为老鼠仓行为违反了《基金法》第18条有关禁止从事损害基金财产和基金份额持有人利益的证券交易及其他活动的规定,构成了《基金法》第97条所述基金从业人员损害基金财产和基金份额持有人利益的

(8) 李旭利利用未公开信息交易罪二审刑事裁定书,(2013)沪高刑终字第5号。

(9) 杜卿卿 《“老鼠仓”十年进化史》,搜狐网财经区2018年10月10日,http://www.sohu.com/a/160493420_313170。

(10) 中国证监会行政处罚决定书(王黎敏 [2008]15号;中国证监会行政处罚决定书(唐建 [2008]22号。

行为。然而，《基金法》第97条对此类行为的行政处罚只是取消基金从业资格，不能没收违法所得，也不能罚款。因此，证监会只能再援引《证券法》的相关规定。《证券法》第43条规定了相关从业人员和法律、行政法规禁止参与股票交易的其他人员，不得直接或者间接买卖股票。但该条规定的相关人员主要是证券交易所、证券公司和证券登记结算机构的从业人员以及证券监管机构的工作人员，不包括基金管理公司的从业人员。因此，证监会还必须再次援引1993年发布的《股票发行与交易管理暂行条例》，其中第39条明确规定了“证券从业人员……不得直接或者间接持有、买卖股票……”。证监会接着解释认为：①当时基金从业资格考试均适用证券从业资格考试；②证券投资基金从业资格和证券从业资格一样，由证券业协会管理；③从行业管理及一般认识上，也将基金从业人员定位为证券业从业人员。因此，“基金从业人员作为证券业从业人员属于《股票发行与交易管理暂行条例》禁止买卖股票的人员，根据《证券法》第43条的规定，基金从业人员属于行政法规规定禁止参与股票交易的人员”。⁽¹¹⁾

证监会之所以在解释上绕这么大一个圈子，一定要适用《证券法》第43条，其实是为了能够适用《证券法》第199条予以处罚，该条是对违反第43条的处罚规定，处罚手段包括了没收违法所得，并处以买卖股票等值以下的罚款。根据该条，证监会才能没收老鼠仓的违法所得，并处以一定金额的罚款——可能证监会认为这样对老鼠仓的处罚才能罪当其罚。

在中国证监会的推动下，2009年2月28日，第十一届全国人大常委会第七次会议审议通过了《刑法修正案（七）》，修改了《刑法》第180条，增加一款作为该条第四款，专门用于打击老鼠仓犯罪。

因此，在2013年6月1日《基金法》修改施行之前，证监会对于老鼠仓的处理，主要是针对发生在2009年2月28日之前的老鼠仓，予以行政处罚，合并适用《基金法》第18条和第97条、《证券法》第43条和第199条，给与没收违法所得、罚款、取消基金从业资格的处罚；对于发生在2009年2月28日之后的老鼠仓，则一般移送公安追究刑事责任，在被法院刑事制裁之后，证监会才直接适用《基金法》第97条，取消其基金从业资格或者宣布市场禁入。2015年开始，证监会不再作出取消基金从业资格的处罚，而都采取了市场禁入措施。⁽¹²⁾

2. 2013年之后

2013年6月1日，《基金法》修改施行。此次《基金法》修改，在第21条增加了第6项规定，明确规定公募基金的基金管理人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员不得泄露利用职务便利获取的未公开信息，也不得利用该信息从事交易或者明示、暗示他人从事交易。2015年《基金法》再次修改，该条变成了第20条第6项。

对老鼠仓的处罚也规定于《基金法》的第124条（2015年修改后为第123条），可以责令改正，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款。

这样一来，中国证监会在处罚老鼠仓时，终于不再需要曲折援引和解释《证券法》了。不过，证监会现在面临的问题是对于私募基金老鼠仓的处罚。

(11) 朱维、葛康《钟小婧利用未公开信息案》，载中国证券监督管理委员会行政处罚委员会编《证券期货行政处罚案例解析》（第一辑），法律出版社2017年，第344页。

(12) 这是因为“取消基金从业资格”和“市场禁入措施”的法律效果存在一定的重合，而“市场禁入措施”严厉程度更高。参见赵育才《老鼠仓行政处罚案件综述》，载彭冰主编《规训资本市场：证券违法行为处罚研究2016》，法律出版社2018年，第237页。



近些年来,私募基金在中国得到迅速发展,老鼠仓行为也时有发生。但对发生在私募基金领域的老鼠仓行为,能否适用《基金法》第123条予以处罚,则存在争议。主要障碍在于,《基金法》第123条的处罚有个前提“基金管理人、基金托管人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员有本法第二十条所列行为之一的,……”,而《基金法》第20条明确规定“公开募集基金的基金管理人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员不得有下列行为:……”,换句话说,第20条是对公募基金相关人员的行为禁止,因此,也就有很多人认为,第123条的处罚也就只能适用于公募基金相关人员的老鼠仓行为。如此一来,则《基金法》中并无对私募基金老鼠仓的专门规定,证监会因此只能适用其发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》(以下简称《私募基金办法》)第23第5项的规定,依据该办法第38条处罚。

在2017年证监会处罚的两起私募基金老鼠仓案件中,都只适用了《私募基金办法》第38条予以处罚。但《私募基金办法》只是证监会发布的行政规章,依据《行政处罚法》,只能设置低于3万元的罚款。在这两起案件中,一起获利538万⁽¹³⁾,另一起获利948万⁽¹⁴⁾,但证监会都只能处罚3万元,甚至连违法所得都不能予以没收。这难免让人觉得违背了过罚相当原则。因此,证监会积极寻求直接适用《基金法》第123条,并形成了如下观点:

首先,根据《证券投资基金法》第2条的规定,本法的适用范围不仅包括公开募集资金设立证券投资基金,也包括非公开募集资金设立证券投资基金。……其次,从上述《证券投资基金法》的适用范围看,《证券投资基金法》第123条中规定的“基金管理人”除包括公开募集基金的基金管理人外,还应包括非公开募集基金的基金管理人。再次,《证券投资基金法》第123条罚则指向的是基金管理人及其从业人员有本法第20条所列的行为,而非指违反本法第20条的规定,因此无论是公开募集基金的基金管理人及其从业人员,还是非公开募集基金的基金管理人及其从业人员,只要实施了本法第20条所列行为之一的,就应当适用第123条罚则。⁽¹⁵⁾

应该说,证监会的说理比较牵强,不能服人。但自2018年以来,证监会已经运用《基金法》第123条处罚了两起私募基金老鼠仓案件,一起没收违法所得251万元,并处以251万元罚款⁽¹⁶⁾,另一起老鼠仓交易亏损,但仍被处以100万元的罚款。⁽¹⁷⁾证监会强行解释《基金法》第123条的适用,能否成功,还需要等待行政诉讼的检验。

(二) 针对老鼠仓的执法运动

自中国证监会2007年启动对老鼠仓的打击以来,通过推动老鼠仓入刑、修改《基金法》和积极扩大解释适用《基金法》相关条款、联合公安部开展专项执法行动、采用大数据等先进监控系统监测和发现老鼠仓,发现和处理的了一大批老鼠仓案件,相关从业人员受到法律严惩,证

(13) 中国证券监督管理委员会福建监管局行政处罚决定书(胡志平〔2017〕3号)。

(14) 中国证券监督管理委员会福建监管局行政处罚决定书(吴刚〔2017〕4号)。

(15) 中国证监会行政处罚决定书(刘晓东、杨威、李儒柏〔2018〕43号。另可参见巩海滨、赵涛《私募基金“老鼠仓”行政处罚研究》,载《证券法苑》第二十四卷(2018),法律出版社2018年,第74-85页。

(16) 中国证监会行政处罚决定书(文宏〔2018〕11号)。

(17) 同前注〔15〕,行政处罚决定书。

监会声称:老鼠仓案件多发态势得到有效遏制。⁽¹⁸⁾

在证监会打击老鼠仓的诸多努力中,最为有效的努力主要表现为两个:

一是采用先进的技术手段,发现可疑账户线索。证监会充分依托和运用了大数据监控技术。通过对历史交易数据跟踪拟合、回溯重演,市场监察部门可以精准锁定任何跟随基金先买先卖、同进同出的可疑账户。据报道,深交所监察中心的大数据智能监控平台从2013年正式上线运营,可以全天处理超过1亿笔的成交记录,还可以在线处理20年以上的数据。纳入监控视野的不仅仅是证券从业人员报送的自己或者亲属的证券账户,而是任何可疑的证券账户。任何证券账户只要与某只基金的交易存在较多的趋同交易,就可能被纳入调查范围。⁽¹⁹⁾这种监测方式可以有效防止相关人员通过他人账户从事老鼠仓的掩藏行为。

同时,证监会也拓宽了执法行动的覆盖领域。证监会在密切监控公募基金产品趋同交易的同时,也对私募产品、券商资管、专户理财、信托计划、保险投资等各类账户伴生的趋同交易进行监测,组织案件调查⁽²⁰⁾,处罚和移送的案例中主体范围从基金管理公司的相关人员,扩展到了券商、银行、保险公司等相关人员,最近两年更是将私募基金的从业人员也纳入了行政处罚范围。

二是与公安机关联合行动、坚持追究刑事责任的严厉态度。按照《最高人民法院、公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》,对于利用未公开信息交易罪的追诉标准非常低,证券交易成交额累计在50万元以上,或者获利或者避免损失数额累计在15万元以上的,就可以立案追诉。实际上,绝大多数的老鼠仓案件都满足这一标准,完全可以被纳入刑事打击的范畴。

对相关证监会行政处罚和人民法院刑事判决的统计也说明了这一点。对证监会全部行政处罚的统计表明,自2008年证监会对老鼠仓案件开始行政处罚以来,真正完全由证监会处罚的老鼠仓案件不过13起,另外多起行政处罚,不过是当事人被刑事制裁之后,证监会对其采取取消基金从业资格或者市场禁入的措施。而自2009年刑法修正将老鼠仓入罪以来,据不完全统计,已经有至少38起老鼠仓的刑事判决。⁽²¹⁾在证券犯罪领域,这是仅有的刑事判决数量大大超过了行政处罚的类型。尽管证监会认为老鼠仓移送刑事追责比例还比不过内幕交易案件,但根据目前统计,内幕交易案件的刑事判决数量并不如行政处罚案件的数量多,也少于老鼠仓的刑事判决数量。⁽²²⁾

(18) 同前注〔2〕,中国证监会文。

(19) 《一文看懂:证监会严打的“老鼠仓”是怎么“发大财”的?》,新浪财经网2018年10月10日, <http://finance.sina.com.cn/roll/2017-07-10/doc-ifyhvyie0890442.shtml>。

(20) 同前注〔2〕,中国证监会文。

(21) 证监会将2004年以来所有的行政处罚文件都公布于官方网站,因对老鼠仓的行政处罚开始于2008年,因此是全样本统计。而人民法院的老鼠仓刑事判决开始于2009年刑法修正,尽管自2016年开始,最高人民法院要求人民法院的裁判文书在互联网上公布,但实际上各级法院并未在中国裁判文书网公布所有的裁判文书,而且即使全部公布,也不一定包括2016年之前已经生效的裁判文书,因此,对人民法院老鼠仓案件刑事判决的统计只能是不完全的。

(22) 通过在中国裁判文书网上搜索,截止2018年10月10日,可查到的有效内幕交易刑事判决数量只有28个,远远少于中国证监会对内幕交易的行政处罚(不完全统计,从2007年至2017年,证监会处罚的内幕交易案件不少于260起);也少于老鼠仓的刑事判决(38起)。



按照证监会的统计,2014年以来证监会共启动99起老鼠仓违法线索核查,向公安机关移送涉嫌犯罪案件83起,涉案交易金额约800亿元。截至2017年5月底,司法机关已经对25名金融资管从业人员做出有罪刑事判决,证监会已经对15名证券从业人员采取证券市场禁入措施。⁽²³⁾按照我们的不完全统计,人民法院对老鼠仓案件作出的有罪判决已经达到38起,涉及的人员已经超过40人。

二、老鼠仓案例提出的理论挑战:主体范围

分析我们收集到的13起老鼠仓行政处罚案例和38起老鼠仓刑事判决,可以发现有些案例对传统的老鼠仓理论提出了严重挑战,主要涉及到对老鼠仓法律性质的理解。本部分首先讨论老鼠仓的主体范围,第三部分再讨论老鼠仓的交易时间,第四部分讨论未公开信息的性质,第五部分再讨论老鼠仓的法律性质。

传统上的老鼠仓主要发生在公募基金领域,主要是针对基金管理公司的相关人员。官方认为,老鼠仓行为背离受托责任,侵害委托人的利益,破坏财富管理原则,损害了资管行业信誉。

在推动老鼠仓入刑过程中,人们认为,商业银行、保险公司、证券公司、期货公司等金融机构也都开展了投资理财业务或者客户资产管理业务,其性质与基金管理公司为客户投资是一样的。这些机构的从业人员也存在从事老鼠仓交易的可能,其危害与基金从业人员的老鼠仓类似,都是背离了受托责任,侵害了委托人的利益。这些金融机构的从业人员都应当纳入老鼠仓的主体范围。因此,在2008年8月23日第十一届全国人大常委会第四次会议首次审议的《刑法修正案(七)》(草案),主体范围包括了“基金管理公司、证券公司、商业银行或者其他金融机构的工作人员”。

但在向全国征求意见的过程中,有些地方、部门和单位提出,在证券、期货监管机构或者行业协会工作的人员,也有可能因职务便利获取不属于内幕信息的非公开信息、建立老鼠仓,建议扩大老鼠仓的犯罪主体。因此,《刑法修正案(七)》最终将犯罪主体规定为“证券交易所、期货交易、证券公司、期货经纪公司、基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员”,增加了交易所和监管部门、行业协会的工作人员。

尽管到目前为止,还没有发现交易所、监管部门和行业协会的工作人员从事老鼠仓交易的案例,但在现实中却出现了新的犯罪主体。在涂健、涂欣利用非公开信息交易案中,被告人涂健是中国证券登记结算有限公司(以下简称:中登公司)深圳分公司的工作人员。⁽²⁴⁾中登公司并不在《刑法》第180条第4款的列举范围内。审理法院在判决中采纳了中国证监会的意见,将中登公司的从业人员也认定为老鼠仓的犯罪主体。

但实际上,中登公司与《刑法》第180条第4款列举的两类主体都不相同。该款列举的基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构,都是从事了客户资产管理业务的市场商业金融机构,交易所和监管部门、行业协会都是从事自律监管和证券监管的监管机构和组织。中登公

(23) 同前注〔2〕,中国证监会文。

(24) 同前注〔7〕,刑事裁定书。

司不属于上述任何一类。按照《证券法》第155条的规定，中登公司是为证券交易提供集中登记、存管与结算服务，不以营利为目的的法人。中登公司既没有被赋予自律监管的职能，也因为非营利性不构成市场金融机构，理论上一般将其称为市场基础设施。

当然，因为中登公司提供证券交易集中登记、存管和结算服务，掌握所有投资者的证券持有信息，能够看到所有投资者的证券投资动向，其获得的信息甚至较一般的金融机构更为全面，与交易所、监管部门获取的信息类似。如果将交易所、监管部门的工作人员纳入老鼠仓的犯罪主体范围，没有理由不将中登公司的工作人员也同等对待。但这确实是立法的疏忽，仅仅通过证监会的一个说明，不足以弥补该立法疏漏。

实际上，即使不考虑这个立法疏忽，将交易所、监管部门、行业协会，甚至中登公司的工作人员都纳入犯罪主体，在立法时扩大的这个主体范围，也已经对老鼠仓的传统理论提出了严重挑战。传统理论认为，“只有资产管理金融机构的从业人员才能成为老鼠仓犯罪的主体”。⁽²⁵⁾ 因为，老鼠仓犯罪的性质是背离受托责任，损害委托人的利益，只有在客户资金委托给金融机构来运作管理时，这些机构的从业人员才“可能利用所掌握的资金优势、信息优势，尤其是利用掌握本单位重大投资决策的信息，在本单位决策信息实施前，建立自己的老鼠仓”⁽²⁶⁾，才可能损害委托人的利益。但交易所、监管部门、行业协会和中登公司并不从事受托管理资产的业务，也不接受客户的委托，其从业人员利用未公开信息从事交易，虽然违反了该等机构的保密义务（《证券法》第182条），但并没有背离受托责任，也没有损害委托人的利益。如果认为作为监管机构的从业人员，行使一定的公共权力，负有比受托机构更高的道德要求，有必要将此类老鼠仓入罪，也不是不可以。但必须在理论上明确，此类老鼠仓犯罪在性质类似于职务侵占，或者与内幕交易类似，与金融机构违反受托责任的背信行为，在性质上并不相同。而中登公司属于市场基础设施类机构，其从业人员的老鼠仓行为虽然也同样恶劣，但在性质上与背信行为、公职人员的职务侵占又均有所不同。

三、老鼠仓的交易时间

传统理论认为，“老鼠仓行为主要是通过受托管的客户资金来承担更多的市场风险从而减少行为人的自身风险，行为的目的是利用机构即将用客户资金购买证券、期货的信息来抢先建仓、提早撤仓从中获利”⁽²⁷⁾，因此，老鼠仓的交易应当抢先于基金等机构的交易时间，这也是国外一般称之为“抢先交易”的原因。

但实际上，纵览所有老鼠仓行政处罚案例和刑事案例，老鼠仓交易时间全部先于基金等机构交易时间的几乎没有，绝大多数案例中，老鼠仓的交易时间都是先于、同期，甚至略晚于基金等机构的交易时间。为此，中国证监会发展出所谓“趋同交易”的理论，并为司法机构在刑事判决中所接受。

所谓趋同交易的理论，计算的是与基金等机构交易时间相近的一个时间段，基本上是交易前5个交易日到交易后2个交易日，即所谓的“先5后2”。为什么会将基金等机构交易日之后

(25) 同前注〔1〕，黄太云文，第7页。

(26) 同上注。

(27) 同上注。



的2个交易日也纳入计算范围,监管机构并没有明确的说法。

在曾宏利用未公开信息交易案中,辩护人提出了这一辩护意见,认为:趋同性的认定标准应限于“先于或同期于”,不应包括晚于年金账户2个交易日的买入和卖出金额。而一审和二审法院都认为“在案证券交易所市场监察部门、法律部门出具的协查结果等证据能够证明,证券业内对‘同期’的理解不等于‘同日’,从交易时间上看,同步或稍晚交易的情形均属于‘同期’的范畴”。但证券业内何以对“同期”的理解如此与众不同,有何证据表明这一点?法院在一审判决书中列举的证据中并没有此类证据。^[28]

在张治民利用未公开信息交易案中,其辩护人同样提出“将个人在机构交易日的前五日至后两日间进行交易认定为趋同交易缺乏法律依据”。法院则认为“在指控依据的时间范围内,行为人掌握的信息一般不为普通投资者所知悉,符合信息未公开性的要求。同时,在行为人无相反证据证实其交易行为与掌握的未公开信息无关的情况下,可以推定上述时间范围内的交易与相关机构的交易具有关联性。”^[29]然而法院的这一说法含糊不清。老鼠仓交易者利用的信息为机构即将交易的信息,这一信息一般并不会直接公开,只有在基金公布定期报告时披露持仓信息或者上市公司公布十大流通股股东信息时,才为公众所获知,在此之前,该信息都“不为普通投资者所知悉,符合信息未公开性的要求”,为什么不将交易日到该公布日之间的交易,都纳入趋同交易的范围,都视为“同期”?

也有理论认为,“之所以将涉案账户在金融机构买入或卖出同一只股票或同一份期货日期后的Y个交易日内所从事的相关交易,视为符合‘同期于’的标准,是因为金融机构买入或卖出同一只股票或同一份期货后,其对证券、期货交易价格的影响有一定的持续期,涉案账户在该期间内从事相关交易也能达到获利或避损的效果”。^[30]这一说法看起来有一定的道理,但也需要在个案中具体分析金融机构交易量对涉及股票股价的影响。实际上,在不同时期(某只股票的市场交易活跃程度会有变化),金融机构的不同交易量对股价的影响也会有所不同,持续时间也会有长有短,可能只能在当天发生影响,也可能持续影响一两天。不去在个案中具体分析金融机构的交易量对股价影响的程度,一味设定“2个交易日”作为同期交易的计算标准,过于草率和粗略,特别是在涉及刑事定罪的情况下。

实际上,还有一类老鼠仓交易与利用机构交易抬升股价从而抢先交易完全不同,其交易模式是所谓的追随策略,即模仿机构的交易跟随交易。在上述涂健利用未公开信息交易案中,涂健作为中登公司的工作人员,“能够知悉相关信托产品、金融机构资管产品(包括但不限于私募基金、券商资管计划)的股票拥有及变动情况等方面的重要信息,包括前述证券账户所持有的股票代号(名称)、变更日期(交易日期)、变更股数(增减股数)、结余股数(持股数量)等”^[31],换句话说,涂健利用职务便利获得的信息都是基金等金融机构已经发生的交易信息,在本案中,涂健根本就没有机会抢先交易。因此,涂健和相关人等的老鼠仓交易只能是同日或者略晚于金融机构的交易。

在钟小婧行政处罚案中,也存在同样的追随策略。钟小婧是某基金管理公司负责债券基金

[28] 曾宏利用未公开信息交易罪、内幕交易、泄露内幕信息罪二审刑事裁定书, [2016]京刑终61号。

[29] 张治民利用未公开信息交易罪一审判决书, (2015)沪一中刑初字第17号。

[30] 王涛、汤琳琳《利用未公开信息交易罪的认定标准》,《法学》2013年第2期,第158页。

[31] 同前注〔7〕,刑事裁定书。

的基金经理，并不从事股票投资业务，不过其根据授权可以查看本公司管理的股票型基金、混合型基金的投资品种信息。⁽³²⁾ 因此，她也没有可能提前看到基金的投资信息抢先交易，只能是采取追随策略，“跟风”模仿基金交易。

在模仿交易中，交易人也许有利用金融机构交易影响力的目的，但这应该不是主要目的，因为金融机构交易的规模有大有小，对标的股票股价的影响也或有或无，影响的持续力也有长有短，对于交易者来说，并不好把握。实际上，模仿交易更重要的原因可能是交易者认为其所模仿的对象，即金融机构，在发现价值被低估的股票方面更有优势，因此通过模仿交易盗用了金融机构这一有价值的投资决策信息。根据媒体报道，涂健的老鼠仓交易是通过查询包括千合资本王亚伟、展博投资陈锋和鸿道投资孙建冬等掌舵的明星私募基金账户，跟随交易。“涂健希望走一条捷径，就是复制明星私募的投资路径，以赚取自己的不义之财。”⁽³³⁾ 模仿交易与抢先交易的模式是完全不同的，在性质上也与所谓的违反受托义务的背信行为完全不同，值得特别关注。

四、未公开信息的性质

未公开信息一般是指“内幕信息以外的其他未公开信息”，“主要是指资产管理机构、代客理财机构即将用客户资金投资购买某个证券、期货金融产品的决策信息”，这些信息一般属于单位内部的商业秘密，法律并未要求此类信息公开，不属于内幕信息的范围。⁽³⁴⁾ 这也是很多人反对将利用未公开信息的老鼠仓归入内幕交易的主要原因。

这一传统解释符合关于老鼠仓性质的想象，即老鼠仓是违反受托义务、损害委托人利益的行为，因此，未公开信息一定是利用客户资金买卖证券等金融产品的信息。但在现实老鼠仓案例中，被告人利用的可能并不是客户资金的交易决策信息，而是金融机构自营账户的股票投资信息。

例如，在齐蕾利用未公开信息交易案中，齐蕾利用其负责东方证券自营的资金账户管理和股票投资决策的职务便利，掌握了上述账户股票投资决策、股票名称、交易时点、交易价格、交易数量等未公开信息，从事老鼠仓交易。⁽³⁵⁾ 该案在判决中就曾经有过争议，一种观点就认为对未公开信息的认定应当持谨慎态度，“其他未公开的信息主要是指资产管理机构、代客理财机构即将用客户资金购买某个证券、期货等金融产品的决策信息。本案被告人齐某所掌握的东方证券自营资金账户相关股票投资决策、股票名称、交易时点、交易价格、交易数量等不属于”刑法规定的未公开信息。⁽³⁶⁾

当然，该观点没有最终得到支持，主审法官认为未公开信息只有两个要件：未公开性和价

(32) 中国证券监督管理委员会上海监管局行政处罚决定书（钟小婧）沪（2014）1号。

(33) 《中登公司前员工利用权限查询明星私募账户趋同交易盈利300多万》，搜狐网财经区2018年10月10日，http://www.sohu.com/a/240701506_161623。

(34) 同前注〔1〕，黄太云文，第7页。

(35) 齐蕾、乔卫平利用未公开信息交易罪一审刑事判决书，（2017）沪02刑初22号。

(36) 沈言《内幕信息以外的其他未公开信息的认定》，《人民法院报》2017年5月11日，第7版。



格敏感性，只要符合这两个条件即可构成未公开信息。⁽³⁷⁾

类似的利用金融机构自营交易信息的案例还有朱玺利用未公开信息交易案⁽³⁸⁾、张宇利用未公开信息交易案⁽³⁹⁾、唐洁利用未公开信息交易案等。⁽⁴⁰⁾

对于未公开信息何时构成公开，也有很大争议。一般基金管理公司会在每个季度公布季度报告，披露每季度末最后一天的前十大股票持仓情况等信息。目前均将该等信息发布视为未公开信息公布的日期。这样一来，未公开信息的未公开性就往往会在交易日之后持续很长时间。但现实中，上述的趋同交易认定的日期仅仅是基金交易日后2个交易日。

对于基金公司季报公布持股信息后，老鼠仓再交易该类股票的，理论上应当不再认定利用未公开信息，因为此时信息已经公开，任何人都可以利用。在王某强等利用未公开信息交易案中，非基金公司工作人员的老鼠仓共犯蔡某就因此抗辩“蔡某在基金季报、年报公布后买入的14支股票，未利用未公开信息，应予以扣减”。但法院认为虽然基金公司对外披露了该基金的持股情况，但基金公司在此后仍然继续交易相关股票，此后的这些交易信息仍然构成了未公开信息。⁽⁴¹⁾

在钟小婧行政处罚案中，证监会则认为未公开信息的公开时点一般以基金管理人基金定期报告为准。如果基金通过定期报告对基金买入信息进行公告一段时间内，基金继续买入该股票，同时行为人也买入的，此时就难以认定行为人的买入是根据定期报告还是基于该阶段未公开的基金继续买入信息。因此，证监会在本案中将军定期报告披露后在1个季度之内的基金继续买入某只股票的信息排除出“未公开信息”范围。⁽⁴²⁾

对于价格敏感性的问题，上文已经讨论过，需要具体考察基金等金融机构交易的规模、标的股票的流动性，具体分析金融机构交易对股价可能造成的影响，然而在实践的案例中，无论是行政处罚案例，还是刑事案例，都很少有对涉案未公开信息对价格到底是否有影响的分析和论述。

在李旭利案中，该问题被作为辩护意见直接提出“工商银行、建设银行都是超级大盘股，交银施罗德公司旗下基金对其股票的买入，不可能拉升其股价”。法院对此的回应并不令人满意。法院认为：

(1) 成长基金2009年4月9日买入建设银行股票金额达8800余万元，而蓝筹基金和成长基金于2009年4月7日、4月9日共计买入工商银行股票金额达3.06亿余元。本院认为，如此巨额资金投入，即使工商银行、建设银行是超级大盘股，也不可能对其股价波动没有任何作用；(2) 实际上，在基金和涉案账户买入行为发生后，工商银行和建设银行股价发生了上升波动；(3) 建议基金持仓工商银行、建设银行的股票，

(37) 同上注。

(38) 朱玺利用未公开信息交易罪一审刑事判决书，(2017)沪02刑初12号。

(39) 张宇利用未公开信息交易罪一审刑事判决书，(2017)沪01刑初83号。

(40) 唐洁利用未公开信息交易罪一审刑事判决书，(2018)沪01刑初7号。

(41) 王某强等利用未公开信息交易罪一审判判决书，(2016)粤03刑初748号。

(42) 同前注〔11〕，朱维、葛康文，第343页。

是李旭利作为该交银施罗德公司投资决策人员作出的，“足以认定李某某当时具有看好购买工商银行和建设银行股票可能使持有人利益增值的基本判断，据此亦可认定李某某对两股票价格可能因公司基金大量投资买入而拉升应当具有乐观其成的心态”。⁽⁴³⁾

法院的这段说理并不能令人信服。①查交易记录，对比这两只股票前后几天的交易量和换手率，基金交易的这几天并没有显著的影响——基金买入没有使得交易量异常放大，也没有使得股价出现异常上涨。②股价的长期上涨，恰好说明不是基于基金本身的交易，而是股价被市场低估，现在被重新发现，或者有其他因素影响到股价。③李旭利看好工商银行和建设银行的股票可能增值，并不能说明其认为基金大量投资买入会拉升其股价，只能说明其对该股票目前股价被低估有着正确的认识。

在该案中，基金投资工商银行、建设银行股票的信息并没有价值，有价值的是工商银行、建设银行这两只股票目前股价被低估，因而具有投资价值的信息。李旭利真正利用的不是基金要投资这两只股票、该交易会因此抬升股价的信息，李旭利利用的是在当时宏观环境下这两只股票的价格被市场低估，因而具有投资价值的信息。从李旭利的老鼠仓交易模式可以看到，李旭利相关的账户并没有在抢先交易后，在基金完成投资后立刻卖出获利，而是在持股两个月之后才卖出，有些甚至晚于基金卖出。因此，李旭利老鼠仓获利并不来源于基金投资对股价的抬升效应，而是来自于其准确判断了股票的投资价值。

五、老鼠仓的法律性质

关于老鼠仓的性质，一直有“内幕交易说”和“背信行为说”两种学说的争论。“内幕交易说”认为，老鼠仓行为本身就是内幕交易的一种，只需要对内幕信息做扩大解释，就可以将老鼠仓纳入内幕交易的规制范围。“背信行为说”则认为，老鼠仓行为是基金从业人员违反对基金份额持有人负有的信义义务，损害了基金财产和基金份额持有人利益的背信行为。⁽⁴⁴⁾

关于老鼠仓法律性质的争议之所以重要，关系到如何界定老鼠仓行为的构成要件，更是涉及到对老鼠仓盈利模式的想象。

如果将老鼠仓的性质等同于内幕交易，则未公开信息的未公开性和价格敏感性就变得特别重要，尤其是价格敏感性，和内幕信息的界定一样，这是确定该信息重大性的最重要指标。因此，在诸如李旭利案件中，对于相关基金投资信息是否会对相关股票价格发生影响的讨论，就变成争议的焦点。

如果将老鼠仓的性质视为背信行为，则界定老鼠仓行为展现出来的利益冲突、以及如何侵害了基金份额持有人的利益就变得特别重要，没有利益冲突和损害，如何体现背信？如此一来，则涂健利用未公开信息案中，涂健作为中登公司的工作人员，对其模仿交易的私募基金、信托计划的委托人并不负有信义义务，恐怕难以被认定为老鼠仓。

(43) 同前注〔8〕，刑事裁定书。

(44) 同前注〔15〕，巩海滨、赵涛文，第76-77页；也可参见林雯、陈科《唐建老鼠仓案》，载同前注〔18〕，中国证监会行政处罚委员会编书，第241-243页。



在另外一些老鼠仓案件中，老鼠仓的交易量往往只有几千股，最多一笔不过3万股，对股价的影响微乎其微，对基金财产的损害微不足道。证监会则在该案中强调“这种行为……妨碍了正常的交易秩序，破坏了公平、公正的市场交易环境”。⁽⁴⁵⁾然而，破坏了公平、公正的市场交易环境，恰恰是证监会一直反对的“内幕交易说”的逻辑——内幕交易被禁止不是损害了公众投资者的利益，而是因为不公平、不公正。⁽⁴⁶⁾

实际上，现实中无论是立法者、行政执法机构还是司法机构，对于老鼠仓法律性质的认识一直是模糊和摇摆不定的，迄今为止，也并没有确定。

首先是立法者。2009年《刑法修正案（七）》颁布，老鼠仓入刑。虽然在法条上明确了利用的未公开信息不属于内幕信息，是“内幕信息以外的其他未公开信息”，但明确规定依照第一款（内幕交易罪）的规定处罚。这使得在现实中，利用未公开信息罪在定罪逻辑上往往遵照内幕交易的构成要件来，一直到马乐案中，最高法院明确量刑档次上也应当比照内幕交易罪区分“情节严重”与“情节特别严重”两种情形和两个量刑档次。⁽⁴⁷⁾但实际上，在现实案例中，没有一起案例裁判者（无论是行政处罚还是刑事裁判）像内幕交易案件一样讨论过本案中的未公开信息是否具有价格敏感性，尽管学者往往将其认定为未公开信息的必要要件。即使当事人像李旭利一样提出了相关抗辩，裁判者也往往模糊处理，给出一些逻辑不通的含糊解答。

其次是司法机构。与立法者可以不公布立法意图不同，司法者必须在司法判决中回应当事人的抗辩。对此，各法院在不同案件中都有不同说法，并没有统一认识。例如，在张治民利用未公开信息交易案中，辩护人提出“张在管理xx资管公司相关账户股票投资组合期间，从事证券交易的相关决策是基于其个人对市场的研究，将其研究成果认定为未公开信息有失公允”。实际上，在李旭利等案件中都存在类似问题。作为这些基金的投资决策人，很多投资决策就是老鼠仓行为人本人作出的。如果适用内幕交易的逻辑，行为人拥有这些信息的产权，利用自己研究出来的信息，不应构成内幕交易。⁽⁴⁸⁾但实际上，法院在这个时候并没有遵守内幕交易的定罪逻辑，而是直接宣称该信息为未公开信息，不得利用。

最高院在马乐案中对老鼠仓的性质有个说法：

从立法目的上理解，由于我国基金、证券、期货等领域中，利用未公开信息交易行为比较多发，行为人利用公众投入的巨额资金作后盾，以提前买入或者提前卖出的手段获得巨额非法利益，将风险与损失转嫁到其他投资者，不仅对其任职单位的财产利益造成损害，而且严重破坏了公开、公正、公平的证券市场原则，严重损害客户投资者或处于信息弱勢的散户利益，严重损害金融行业信誉，影响投资者对金融机构的信任，进而对资产管理和基金、证券、期货市场的健康发展产生严重影响。⁽⁴⁹⁾

(45) 中国证监会行政处罚决定书（涂强〔2010〕27号）。

(46) 耿利航《证券内幕交易民事责任功能质疑》，《法学研究》2010年第6期，第77-93页。

(47) 马乐利用未公开信息交易罪最高人民法院刑事判决书，（2015）刑抗字第1号。

(48) 按照经典内幕交易理论，内幕交易者或者违反了受托义务，或者欺诈了信息来源，美国有所谓内幕交易的“盗用理论”。参见杨亮《内幕交易论》，北京大学出版社2001年。

(49) 同前注〔47〕，刑事判决书。

这一说法混合了内幕交易说和背信行为说，前面一部分说的是背信行为，描述了老鼠仓的损害是“将风险与损失转嫁到其他投资者”，后一部分强调三公的市场原则和信息弱勢的散户利益，则是偏向了内幕交易说。

证监会作为证券执法机构，是推动老鼠仓入刑和修改基金法的重要力量。对于老鼠仓的法律性质，证监会一直反对内幕交易说，推崇背信行为说。2013年修改实施的《基金法》则将老鼠仓行为直接规定为第20条第6项，该条规定的都是背信行为，似乎立法者在这里也支持了证监会。

证监会更早在2008年就在唐建案中表明了老鼠仓背信行为的基本逻辑。在该案中，唐建及其代理人辩称，唐建的行为未给基金财产和基金份额持有人利益造成损失。证监会则回应说：

唐建利用其在基金公司所任职务的便利，利用非公开的基金投资信息，先于有关基金买入同一公司股票，为自己及其亲属牟取私利，违背了基金从业人员对受托管理的基金及基金份额持有人应负有的忠实、勤勉义务，是明显的利益冲突的行为，是严重的背信行为。这种先于有关基金买入同一公司股票的证券交易行为客观上会对相关股票的市场价格产生不利于有关基金的影响，使该基金投资该种股票的成本增加，从而损害了基金财产和基金份额持有人利益。唐建这种背信行为还损害了有关基金及基金管理人的声誉，损害了投资者对有关基金及基金管理人的信赖和信心，进而对有关基金的长期运作和基金份额持有人利益造成损害。⁽⁵⁰⁾

证监会在这里还明确了先于基金买入同一股票的危害，在于客观上会对相关股票的市场价格产生不利于有关基金的影响，增加基金投资的成本。这种说法主导了此后的讨论，但在实践中其实并不能够适用。

首先，就像前面讨论的涂强案，老鼠仓的交易量可能很小，对相关股价产生的不利于基金的影响微乎其微，根本不可能使得基金投资该股票的成本增加。⁽⁵¹⁾实际上，证监会并没有在任何一个老鼠仓的行政处罚案件中具体讨论过老鼠仓交易到底对股价产生了什么影响，在刑事案件中也没有此类分析。

其次，如果适用这一说法，证监会主导的趋同交易说——尤其是将基金交易日后2个交易日也纳入同期交易的范畴，就彻底丧失了理论基础。甚至同日交易，也必须要求老鼠仓的交易发生在基金等机构的交易之前。因为按照证监会的这种说法，损害是通过老鼠仓交易抬高股价造成的，如果老鼠仓的交易发生在基金交易之后，则无论老鼠仓的规模多大、如何影响了股价，都已经与基金无关，因为基金已经完成了交易。这个时候，老鼠仓抬高股价，甚至有利于基金财产和基金份额持有人。

趋同交易说（所谓先5后2）在行政处罚和刑事判决中的广泛适用，就像前文所说，理论基础可能是基金交易本身的影响力会持续一段时间，因此基金交易日后2日也被认为该影响力还在持续。对此前文已经有所分析。但从法律性质来说，认为基金交易有影响力，其实与内幕交易中认定内幕信息具有价格敏感性相同，都是内幕交易的构成要件，与证监会描述的背信行为无关。

(50) 中国证监会行政处罚决定书（唐建〔2008〕22号）。

(51) 同前注〔45〕，行政处罚决定书。



六、重新定性老鼠仓

对老鼠仓法律性质的认定如此混乱，在实践中又出现如此多的矛盾，其根源在于无论是立法者还是执法者，都对老鼠仓的多样性认识不清——实际上，我们笼统称之为老鼠仓的行为，可能存在多种类型、多种行为模式，简单将其归入一种类型，并不能完全解释各种不同类型的老鼠仓行为，也就出现了各种问题。

对老鼠仓各种法律适用和解释的矛盾，主要在于没有区分不同的老鼠仓主体和不同的老鼠仓行为模式。

（一）主体区分

目前来看，老鼠仓的主体主要包括三类，一类是对客户负有信义义务的金融机构的工作人员。这些人利用金融机构的交易信息或者其他信息，可能构成违反信义义务，侵害客户的利益，这才是传统老鼠仓立法要打击的对象。

另一类是金融市场基础设施的工作人员，此类机构为市场提供基础服务，也因此获取了市场上的基础信息，包括各类证券登记结算机构，例如中国证券登记结算公司、中央国债登记结算公司、中国信托登记公司等，也包括各类交易所，例如证券交易所、期货交易所等。此类机构往往并不直接针对市场投资者提供服务，而且基本都是非营利组织，因此并不对客户负有信义义务。但其提供的服务是金融市场不可或缺的，是维护金融市场正常运转的基础。允许其工作人员利用该机构的信息从事老鼠仓交易，会损害该机构的公正性，让公众怀疑其服务的公平性和独立性。因此，这些机构应当通过各种职业规范，对其提供服务过程中获得的各类信息严格保密，不许其工作人员泄露或者利用该信息谋取私利。但是否需要入刑，规定为犯罪，则还需要进一步考虑。即使入刑，其法律性质也与传统老鼠仓的背信行为或者内幕交易不同，更类似于职务侵占行为。

第三类是监管机构的工作人员。监管机构在监管过程中往往要求被监管者报送各种信息，其有可能获取大量的未公开信息。允许其工作人员利用这些信息获取私利，显然不符合公权行使的基本规范，因此应当要求这些工作人员对于履行公职过程中获得的信息保守秘密，不得泄露和私自加以利用。相比市场基础设施，这类人员的老鼠仓行为入刑的理由更为充分一些，但其性质也与背信行为不同，更像是职务侵占和内幕交易。行业协会等自律组织的情况与此类似。

我们认为利用未公开信息有这三类不同主体，其行为性质也各自不同，均将其纳入利用未公开信息交易罪追究责任，会引发认识上的混乱。上文所讨论的种种法律适用和解释的混乱，已经充分说明了这一点。

（二）老鼠仓的五种模式

将市场基础设施和监管机构的工作人员排除在老鼠仓的范围之外后，我们可以专心研究负有信义义务的金融机构工作人员的老鼠仓问题。就此而言，根据未公开信息的性质不同和交易目的不同，可以区分为五种不同的老鼠仓模式，其逻辑各不相同，实际上很难用一个统一的法律性质去定性，也很难用一个罪名去处理。

1. 操纵型老鼠仓

第一类是涉嫌操纵的老鼠仓，可以类比汪建中操纵案。在汪建中操纵案中，法院认定汪建

中作为著名的投资咨询机构控制人,有意利用自己机构的影响力,在自己事先买入股票后,推荐相关股票,等股票上涨后卖出,构成了操纵。⁽⁵²⁾ 在现实的老鼠仓案件中,也有不少案件,老鼠仓的行为人本身就负责基金或者相关金融机构的投资决策制定。那他有没有可能也采取类似汪建中的模式:自己先买入相关股票,然后故意决策让基金财产也大量投资该股票,推动股票价格上升,自己卖出获利。如果这样做,其不也构成操纵吗?

在李旭利案中,李旭利相继担任交银施罗德公司投资决策委员会主席、投资总监,兼任该公司蓝筹基金经理,在此期间,李旭利参与交银施罗德公司所有基金的投资决策,并对蓝筹基金进行股票投资拥有决定权。法院认定:交银施罗德公司旗下基金持仓工商银行等股票,实际上也是在李旭利主持的投资决策委员会决策下所为,其还建议公司基金持有银行类股票。⁽⁵³⁾ 因此,李旭利完全可能采取汪建中的盈利模式:先自己买入股票,再要求其掌控的基金大力买入,以推动股价上涨,自己卖出获利。当然在这个案子中可能不存在这个问题,因为涉及的是建设银行、工商银行这样很难操纵的大盘蓝筹股。但如果李旭利老鼠仓交易的是小盘股,则上述逻辑很可能是成立的。

类似这样的案例还有很多,例如厉建超、马乐案等,被告人都掌控基金的投资决策权。厉建超担任“中邮核心优选基金”经理,对所负责的基金进行投资决策,决定买卖股票的种类、规模、时机等;⁽⁵⁴⁾ 马乐则担任博时基金管理有限公司旗下的博时精选股票证券投资经理,全权负责投资基金投资股票市场。⁽⁵⁵⁾ 但因为司法机构统一将其纳入“利用未公开信息交易罪”处理,根本就没有考虑操纵的可能性。

在这类案件中,认定操纵的核心要件应当是:操纵意图和操纵手段,而不是是否利用未公开信息,因为基金要大量购入该股票这一交易信息就是行为人自己决策的,其决策的目的是力图通过该交易影响股价以便自己获利,操纵者在这里利用的不是信息,利用的是其掌控基金的影响力。

2. 传统老鼠仓

传统老鼠仓与操纵型老鼠仓的区别就在于,老鼠仓的行为人没有能力单独作出基金大量交易某股票的决策,因此他只能利用该信息自己交易,而不是反过来,先自己交易之后再让基金去大量交易。

但两者相同的地方在于,基金交易某股票的量必须足够大,以至于对股价产生影响,即具有所谓的价格敏感性。因此,在这类案件中,讨论未公开的基金交易信息是否会对股价产生影响,构成价格敏感性,应当是案件争议的焦点问题。

从这个角度来说,此类传统老鼠仓模式符合内幕交易说的认识,可以将传统老鼠仓规定为内幕交易的一种特殊形态。这主要是因为像证监会在唐建案解释的那样,老鼠仓因为抬高了基金交易成本而损害了基金财产,侵害了基金份额持有人的利益,其实是很罕见的做法,相比基

(52) 汪建中操纵证券市场罪一审判决书,(2010)北京市二中刑初字第1952号判决书。

(53) 同前注〔8〕,刑事裁定书。

(54) 厉建超利用未公开信息交易罪二审刑事裁定书,(2016)鲁刑终146号。

(55) 同前注〔47〕,刑事判决书。



金的巨额投资，老鼠仓对股价的影响恐怕更难证明。⁽⁵⁶⁾

其实，不仅仅对客户负有信义义务的金融机构的工作人员应当纳入此类老鼠仓的主体范围，有影响力的投资咨询机构和新闻媒体的一般工作人员也可以纳入进来。实际上，这些有影响力的投资咨询机构和新闻媒体的一般工作人员，也可能发现本机构即将发布的证券咨询意见和证券新闻会对股价产生影响，因此其也可能建立老鼠仓，在该信息发布之前交易，以便利用该信息获利。其逻辑与传统老鼠仓的逻辑相同。这类行为不应该被认定为操纵，因为与汪建中不同，这些一般工作人员没有能力决定投资咨询机构的推荐意见和新闻媒体的重要新闻发布。

3. 侵占基金财产型老鼠仓

如果不能证明基金交易信息具有价格敏感性，像李旭利案件那样，是否就不会构成老鼠仓呢？也不是。实际上，即使李旭利没有操纵意图，其管理的基金投资建设银行、工商银行股票的量不足以对其股价产生影响，也不影响对李旭利老鼠仓的认定，只是这种老鼠仓的逻辑与证监会解释的不同，不是通过老鼠仓抬高股价损害了基金财产，而是该交易信息本身就属于基金财产，利用该信息即构成了对基金财产的侵占。

对于基金等金融机构将要投资某只股票的信息，理论上说可以有三种价值：其一是这个信息的影响力价值：某只知名基金具有公众影响力，其决定重仓持有某只股票的信息，可能会产生市场追随者，这一信息一旦公开，可能对股价产生影响；其二该信息所描述事实的市场价值：即基金的投资增加了对该股票的需求，如果该需求量比较大，就会对该股票的股价产生影响。传统老鼠仓就是从这两个角度来讨论未公开信息的性质的，前者重点讨论信息的未公开性，后者重点讨论该信息的价格敏感性。

但该信息还有第三种价值，也是这个信息本身的投资价值——即该基金的投资和研究部门通过投入大量的资源进行研究，发现了一只价格被低估的股票。这只股票值得投资这一信息本身就具有价值，无论该基金是否知名，或者该基金准备投资的资金量有多大，是否能够影响到股价。

在张治民利用未公开信息案中，张的辩护人提出：张某管理相关机构账户进行股票投资的决策是基于其自身对市场的研究，不宜将相关的股票交易情况认定为未公开信息。审理法院则强调：只要该交易信息未公开就是未公开信息。⁽⁵⁷⁾

法院的这一说理没有道理。其实正确的说法应该是：张某受雇于资管公司从事资管计划的股票投资业务，其在任职期间通过市场研究得出某只股票具有投资价值的结论，属于职务成果，其所有权应当归属于资管公司的资管计划。未经该资管公司或者其委托人的同意，直接利用该信息交易，其实就是侵占了资管计划的资产，无论该老鼠仓交易是否客观上抬高了资管计划股票投资的成本，或者是否利用了该资管计划投资股票的影响力。

因此，在李旭利案中，李旭利抗辩提出：基金的股票投资不会影响到建设银行、工商银行股价⁽⁵⁸⁾，这一说法即使成立，也不影响确认李旭利老鼠仓行为。因为李旭利得出建设银行和工商银行的股票值得投资这一结论，属于其所服务的基金管理公司的职务成果，而这一成果其实

(56) 同前注〔50〕，行政处罚决定书。

(57) 张治民利用未公开信息交易罪一审刑事判决书，(2015)沪一中刑初字第17号。

(58) 同前注〔8〕，刑事裁定书。

应该直接归属于其所管理的基金财产。未经基金份额持有人同意,李旭利自己利用这一信息投资,不管是否造成了基金交易成本的上升,都构成了对基金财产的侵占。

对于这一类老鼠仓的认定,只需要关注其交易是否趋同于基金财产的交易即可,不需要考虑其是否一定先于基金财产交易。这是因为某只股票值得投资的信息,只要还没有被市场广泛知晓,就具有价值,与基金本身是否已经利用该信息进行了交易无关。

从这个角度来看,侵占基金财产型的老鼠仓行为是否需要入刑,恐怕还值得考虑。从性质上,这种老鼠仓行为更类似背信运用受托财产罪,但在金额上比较难以估算,在损失上也难以计量。按照传统信托法的方式,侵占受托财产损失难以计算的,应当将取得的财产和收益,归入信托财产。实际上,《基金法》第123条第2款就做了这样的规定。

对于那些影响力不大的投资咨询机构和新闻媒体,其工作人员的老鼠仓行为,也属于这一类性质。

4. 职务侵占型老鼠仓

如果老鼠仓行为人利用的未公开信息不是受托财产的投资信息,而是金融机构的自营信息,则老鼠仓行为人并没有侵占基金财产,而是侵占了该金融机构的财产。因为这种投资信息是属于该金融机构的商业秘密。

上述讨论的齐蕾案、朱玺案、张宇案、唐洁案等都可能属于这种情况。在这些案例中,因为老鼠仓的行为人为该金融机构的职工,因此侵占该金融机构的财产,在性质上直接构成职务侵占,是否入罪,则可以直接适用该罪的立案追诉标准。

5. 模仿交易型老鼠仓

模仿交易型老鼠仓与前面第3种和第4种老鼠仓有重合的地方,因为利用基金或者金融机构的信息进行交易可以有多种方式,如果只是采取跟随策略,总是模仿交易,看起来对基金或者该金融机构本身并无损害,可归责性较少,因此这里将其列为一种单独类型。但实际上,该种老鼠仓交易仍然是利用了基金或者金融机构的信息,侵占了其财产,所以也可以不单独作为一种老鼠仓类型。说模仿交易型老鼠仓可归责性少,是因为纯粹这种模式的交易,看起来对信息所有人的利益损害较少(交易时间都落后于基金等金融机构的交易时间),另外,也是因为其获利可能较低,似乎也不是太不公平。实际上,在目前发现的两起模仿交易型老鼠仓案例中,一起严重亏损(钟小婧案),另一起盈利率只有0.16%(涂健案)⁽⁵⁹⁾。

上述五种老鼠仓的类型,表面看都差不多,但细究其行为模式,可以发现其行为动机、获利模式各自有所不同,侵犯的权益和对象也有很大差异,导致对其在认定时需要考察的要件也各不相同:操纵型老鼠仓需要确定行为人对信息的形成具有控制力,以及有利用这种信息影响力的主观意图;传统型老鼠仓则只需要确定该信息具有影响力(价格敏感性);侵占基金财产型老鼠仓和职务侵占型老鼠仓,则只需要确定该信息本身具有投资价值;模仿交易型老鼠仓是否需要入罪则值得仔细考虑。不过,刑法上如何设定罪名,超出了本文讨论的范围。本文只是指出老鼠仓案件的复杂性,初步厘清其中可能存在的多种模式,立法上应该如何调整或者司法实践中如何通过解释适用予以回应,且留待未来进一步的研究。

(59) 同前注〔32〕,行政处罚决定书;同前注〔7〕,刑事裁定书。



七、反思运动式证券执法——代结论

本文对老鼠仓的分析，试图揭示老鼠仓案件的复杂性，帮助人们认清在老鼠仓这一笼统称呼下，其实存在各种不同模式的老鼠仓，具有完全不同的法律性质。因此，将其纳入统一的法律规范，追究同样的法律责任，其实并不合适。

然而从老鼠仓的法律演变来看，自2007年证监会开始发现老鼠仓，准备予以打击开始，我国对老鼠仓的证券执法就进入了“一路狂奔”的快车道。在中国证监会于2008年刚刚处罚了两起老鼠仓案件，对老鼠仓的法律性质还存在争议的情况下，立法机关就修改了刑法，直接将老鼠仓入刑，变成了“利用未公开信息交易罪”。在立法过程中，老鼠仓的犯罪主体也直接扩展到不具有信义义务的交易所、监管机构和行业协会。随着证券监管机构开始运用大数据技术排查趋同交易的可疑账户，各类老鼠仓纷纷被发现，相关人士纷纷落马。在这些案例的处理过程中，暴露出了种种矛盾之处，这正是本文的分析重点。

在分析上述矛盾、揭示老鼠仓复杂面目的同时，其实我们还需要对这一运动式证券执法本身进行反思。在没有对一种违法违规行为的性质清楚认识之前，如此匆忙地动用“刑罚”这一重器是否适当呢？实际上，这不仅仅是证券执法的问题，也是我国金融监管的普遍做法。自1997年《刑法》实施以来，迄今为止颁布了十次刑法修正案，其中大多数都涉及金融犯罪行为的设立和修改。甚至可以说，我们的金融监管机构已经形成了一种惯性：一旦发现某种新型金融违法行为，第一反应就是赶紧修改《刑法》，将其入罪，不管对其法律性质是否有清楚的认识，也不管对其能否在技术上或者监管上予以解决。

这样的做法往往造成很多不当的刑罚。例如上面讨论的五种老鼠仓模式中，模仿交易危害性最低，是否有必要入罪，很值得讨论。

对老鼠仓牟取暴利的认识，其实也与现实并不相符。按照我们统计，38起老鼠仓刑事案件中，亏损的有3起，盈利率（盈利金额除以交易规模）超过5%的，只有6起，其中超过10%的，只有4起。⁽⁶⁰⁾

实际上，尽管对于老鼠仓的追诉标准定的很低，但法院在具体案例中还是考虑到了情节轻重的问题。按照我们统计，在38起刑事判决中，法院在22起案件中适用了缓刑。尽管最高法院在马乐案中表明了从严打击老鼠仓的态度，撤销了该案中一审二审缓刑的判决，但这22起缓刑判决中，有18起就发生在马乐案之后。

乱世需用重典，矫枉必须过正，在老鼠仓频发时代，通过严格执法、加大刑罚，对于遏制老鼠仓乱象也许有一定的作用。但在“老鼠仓案件多发态势得到有效遏制”的今天，我们能否暂时停下来，走得慢一点，仔细梳理一下思路，区分不同类型老鼠仓的法律性质，给与罪当其罚的处理？

(60) 老鼠仓中最著名的两起案件恰好都是盈利率超过10%的案件，其中马乐案盈利率为18.2%，李旭利案盈利率为10.25%。