

汉坤法律评述

2026年6月11日

北京 | 上海 | 深圳 | 杭州 | 武汉 | 海口 | 香港 | 新加坡 | 纽约 | 硅谷 | 伦敦

证券“老鼠仓交易”行政监管实务解析（中）：构成要件与申辩事由

作者：何春艳 | 高明豪 | 马倩芸 | 黄炎 | 刘毅

前言

近年来，我国对“老鼠仓交易”的行政监管呈现查处范围拓宽、认定标准趋严、惩戒力度加码的鲜明态势。监管数据表明，案件查处数量近年显著上升，“没一罚一”成为主流罚则，即便交易零获利亦予处罚，这彰显了监管机构对背信行为“零容忍”的执法决心。同时，通过大量案例实践，监管部门在信息性质、账户控制、交易趋同性及主观“利用”的认定上已形成了系统化的、严格的、可操作性强的监管标准，有效打击了日益隐蔽的违法操作。

对于资产管理机构及其从业人员而言，严峻的监管形势意味着法律风险空前。一方面，必须将合规视为生命线，着力构建覆盖“信息、人员、交易”的全流程防火墙，通过严格的权限隔离、利益冲突审查，从源头杜绝未公开信息被滥用的可能。另一方面，在面临调查时，应专业、审慎地应对，依法行使申辩权利，并围绕事实认定与责任减免聚焦抗辩，依法维护自身权益。

归根结底，“老鼠仓交易”监管的核心是捍卫资产管理行业的信义义务根基与资本市场的公平交易原则。构建清朗健康的行业生态，需要监管的持续威慑，更依赖于每一家机构、每一位从业者将“受人之托、忠人之事”的诚信文化内化于心、外化于行。唯有以前瞻性的合规内控为基石，方能实现基业长青，共同推动资本市场向着更公开、公平、公正的方向稳健前行。

本篇作为系列文章中篇，将深入拆解“老鼠仓交易”的构成要件，梳理监管认定逻辑，并系统总结相应申辩事由，为市场主体提供参考及警示。文章仅为概要性陈述，如遇具体项目需结合案情进一步分析。

一、监管层面“老鼠仓交易”的构成要件

《证券法》第五十四条第一款规定：“禁止证券交易场所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构和其他金融机构的从业人员、有关监管部门或者行业协会的工作人员，利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息，违反规定，从事与该信息相关的证券交易活动，或者明示、暗示他人从事相关交易活动。”监管实践中认定“老鼠仓交易”，一般需满足“四要件”，即存在未公开信息、主体为因职务便利获取信息者、实施趋同交易或泄密行为、存在利用信息的主观意图。监管机构往往采用“实质重于形式”原则，重点审查是否存在“特殊身份主体滥用其信息优势破坏市场公平”的本质。

（一）信息要件：存在未公开信息

根据《证券法》第五十四条规定，认定未公开信息，一般需区分内幕信息并具有非公开性。

1. 内幕信息以外的信息

未公开信息与内幕信息均具有非公开性，二者主要区别在于：

第一，信息来源不同。内幕信息主要指涉及证券发行人自身的经营、财务等方面信息，如重大重组、业绩预告等，其来源与特定上市公司直接相关。而未公开信息主要指资产管理机构在投资管理过程中形成的交易动态等商业信息，如投资决策、交易执行等。需要注意的是，未公开信息不论源于行为人个人的研究，还是其所在机构的集体智力成果，只要被纳入职务行为范畴，并可能或已经被机构产品所采用，即成为受规制的未公开信息。

第二，公开义务不同。内幕信息依法必须公开披露，其未公开状态是暂时的、违反披露义务的。而未公开信息通常属于机构内部的商业秘密，并无法定公开义务，其未公开状态是合法的、符合商业惯例的。

第三，侵害法益不同。利用内幕信息交易，直接侵害的是不特定市场公众投资者的公平交易权和知情权，破坏的是整个证券市场的公开、公平、公正原则。而利用未公开信息交易，首先直接违背的是行为人对所在机构及其客户（如基金份额持有人等）负有的忠实义务和保密义务，是一种背信行为；其次通过滥用受托管理地位形成的信息不对称，间接破坏了所有市场主体应遵循的公平竞争环境。

第四，认定逻辑不同。监管实践中，认定内幕信息通常强调其重大性，如对证券价格有重大影响。而对于未公开信息，则侧重审查信息的非公开性以及行为与信息之间的趋同性，不以重大性或价格敏感性为行政违法前提。

2. 非公开性

监管实践中认定信息已公开一般需同时满足以下标准：

第一，形式标准，在证券交易场所的网站和符合证券期货监管机构规定条件的媒体（如金融时报、经济参考报、中国日报、中国证券报、证券日报、上海证券报、证券时报，以及其依法开办的互联网站）上发布。信息在机构内部、投资决策委员会、相关项目组等特定、有限范围内的讨论与知悉，不改变其对市场公众的非公开性质。

第二，实质标准，公开内容完整、准确，被一般投资者广泛理解。股吧平台讨论信息等据以猜测、分析、推断的信息，模糊不完整，亦非在证监会指定的媒体发布，不能据此认为信息已经公开。

3. 具体信息类型

对于未公开信息的具体类型，《最高人民法院、最高人民检察院关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释》（下称“《**利用未公开信息交易司法解释**》”）第一条列举了三种类型：**第一**，证券、期货的投资决策、交易执行信息；**第二**，证券持仓数量及变化、资金数量及变化、交易动向信息；**第三**，其他可能影响证券、期货交易活动的信息。

（二）主体要件：因职务便利获取信息者

1. 特殊身份要求

获取并利用未公开信息的主体，一般需具备法定的特殊身份，其被法律施加了高标准的忠实、勤勉与保密义务。根据《证券法》第五十四条、第一百九十一条规定，“老鼠仓交易”行为人的身份范围涵盖各类金融机构的从业人员，以及有关监管部门或行业协会的工作人员；单位从事“老鼠仓交易”的，也构成违法主体。

监管实践中往往采取宽泛标准，凡是能够因职务便利接触或获取未公开信息的主体均可能被作为监管对象。并且，特殊身份与绝对义务相绑定，当事人以“不知悉相关禁止性规定”、“公司内部管理混乱”或“行业潜规则”等理由进行抗辩，均难以被采纳。特殊身份本身即意味着相关主体必须主动避免任何利益冲突，并确保职务信息的保密性。

需要注意的是，在共同违法的情况下，与因职务便利获取信息者相互配合、共同从事“老鼠仓交易”的主体，即使不具有上述特殊身份，也可能被追究行政责任。在证监会〔2024〕131号案例中，许某是基金从业人员，金某不是相关从业人员，许某将因职务便利获取的未公开信息传递给金某，二人共同控制证券账户进行趋同交易，被认定构成共同违法行为并均受到行政处罚。

2. 私募服务机构及其从业人员的适格性

关于私募服务机构及其从业人员是否符合“老鼠仓交易”主体要件的问题，理论上存在争议，最高人民法院编著的《中国民法典适用大全·商事卷·证券法（一）》关于《证券法》第五十四条的释义载明：“私募基金管理人尚未设立金融牌照，但是已有意见提出因其管理资产较多，涉及投资者利益重大，实质上具有金融机构属性，应当将其纳入金融机构范畴，对其进行牌照化管理。因此，将来可以根据情况需要在执法和司法实践中，适用本条‘其他金融机构’的规定来追究其‘老鼠仓’行为的法律责任。”

监管实践中主流观点认为，私募服务机构及其从业人员符合主体要件，理由主要包括：**第一**，《证券投资基金法》第二条明确规定其调整范围包括“非公开募集资金设立证券投资基金”，因此该法第二十条、第一百二十三条规定的“老鼠仓交易”（泄露因职务便利获取的未公开信息，利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动）罚则所对应的责任主体“基金管理人及其从业人员”，自然包括私募基金管理人及其从业人员；**第二**，《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条明确禁止私募服务机构及其从业人员从事“老鼠仓交易”，且第四十条明确规定私募基金管理人及其从业人员违反《证券投资基金法》的，按照《证券投资基金法》有关规定处罚。

3. 个人或单位的主体认定方式

个人或单位违法的认定核心在于“**意志来源**”与“**利益归属**”。个人违法系基于个人意志决策（如个人擅自使用或借用单位账户等），违法所得归个人或家庭所有。单位违法系基于单位集体意志（如公司决议、管理层决策等），违法所得归单位所有或用于单位经营。

在证监会〔2019〕93号案例中，证监会主要基于以下理由认定案涉私募服务机构构成单位违法：**第一**，案涉机构以公司身份担任私募资管计划的咨询顾问，其利用的未公开信息属于公司整体因履行合同而获取的职务信息；**第二**，案涉机构操作账户的决策经由公司管理人员和投委会讨论决定，构成集体决策，行为性质为单位层面；**第三**，案涉机构从事交易行为的目的是拓展公司客户，旨在为单位谋取商业利益，符合单位违法中“利益归属单位”的特征。

（三）行为要件：实施趋同交易或泄密行为

根据《证券法》第五十四条、《证券投资基金法》第二十条等规定，“老鼠仓交易”的行为形态包括三种：**第一**，本人直接从事与未公开信息相关的证券交易活动；**第二**，明示、暗示他人从事与未公开信息相关的证券交易活动；**第三**，泄露未公开信息。

1. 本人直接实施趋同交易

该种行为形态的表征是，因职务便利获取信息者本人操作本人名下证券账户、或实际控制的他人名下证券账户，进行与未公开信息相趋同的证券交易。

监管实践中该种行为的认定关键主要在于：

第一，账户控制权的穿透证明，即通过资金流水（如资金来源与去向最终指向行为人及/或其关联方）、交易设备（如 IP、MAC 地址重合，在行为人办公场所下单）、操作记录、人际关系（如配偶、其他亲属、密切朋友）等证据，综合、穿透式地证明行为人对案涉证券账户享有决策权与操作权。

第二，交易趋同性的量化证明，即通过证券交易所出具的交易数据统计，证明个人账户交易与相关基金或资管产品交易在时间、品种、方向上存在趋同。**就时间而言**，个人账户交易与相关交易发生的时间需相近，实践中的情形主要包括“先于”“稍早”“同期”“稍晚”“先于 1 至 5 个交易日、同步或稍晚于 1 至 2 个交易日”。**就品种而言**，个人账户交易与相关交易的对象需一致，实践中的核心量化指标是，同一交易所中趋同交易股票只数占个人账户同期交易股票总数的比例（披露该占比的 41 起案件中的平均占比为 63.94%），以及趋同交易金额占个人账户同期交易总额的比例（披露该占比的 41 起案件中的平均占比为 58.8%）。

2. 明示、暗示他人实施趋同交易

该种行为形态的表征是，因职务便利获取信息者将未公开信息传递给他人，并通过明示（建议、推荐、指导）及/或暗示（提示）的方式，影响或促使他人利用该信息进行趋同交易。

对于该种行为的认定，《利用未公开信息交易司法解释》第四条规定应综合考量以下六项因素：**第一**，行为人具有获取未公开信息的职务便利；**第二**，行为人获取未公开信息的初始时间与他人从事相关交易活动的初始时间具有关联性；**第三**，行为人与他人之间具有亲友关系、利益关联、交易终端关联等关联关系；**第四**，他人从事相关交易的证券、期货品种、交易时间与未公开信息所涉证券、期货品种、交易时间等方面基本一致；**第五**，他人从事的相关交易活动明显不具有符合交易习惯、专业判断等正当理由；**第六**，行为人对明示、暗示他人从事相关交易活动没有合理解释。

监管实践中该种行为的认定关键主要在于：

第一，信息传递的直接证据，如微信聊天记录、短信、电子邮件、通话记录、见面会谈的证人证言、询问笔录等，证明行为人向他人主动提及、讨论或推荐了未公开信息涉及的特定证券。

第二，他人行为的异常趋同，即信息接收方控制的相关证券账户，随后发生了与未公开信息高度趋同的交易，信息传递的时间点与他人进行趋同交易的时间点高度接近，形成完整的“信息流出、交易发生”证据链。

第三，暗示交易的客观标准，即使行为人辩称交流内容为“个人投资观点”或“正常业务研讨”，只要该观点利用了其职务信息，并客观导致了趋同交易结果，即可被认定为“暗示”。

3. 泄露未公开信息

该种行为形态的表征是，行为人违反保密义务，主动将未公开信息告知、提供他人。该种行为本身即可独立构成违法，不要求信息接收方必须实际利用该信息进行趋同交易。

4. 共同违法的认定及处罚方式

关于共同违法的认定标准，实践中主要包括：**第一**，主体关系紧密，通常存在亲属、夫妻、朋友、同学、同事等密切关系；**第二**，联络接触频繁，在行为人获取未公开信息后存在频繁的通讯、见面、微信联系等；**第三**，具有共同行为，如共同出资、共同决策、共同操作（一方提供信息、另一方操作账户，或共同控制账户）、共享利益、共担亏损等；**第四**，信息传递链条清晰；**第五**，交易行为明显异常。

关于共同违法的处罚方式，实践中通常采用“分别处罚、按责量罚”原则，根据分工地位、出资比例、收益分配比例等衡量各主体责任大小，对起主导作用的（如信息源头、主要决策者）从重处罚，对起辅助作用的（如协助下单、提供账户）从轻处罚。

（四）主观要件：“利用”未公开信息

对于“利用”未公开信息，监管实践中由于“老鼠仓交易”较为隐蔽，监管机构一般采用“过错推定”原则，若无直接证据证明主观故意，只要满足“知悉未公开信息+实施趋同交易”，即可推定当事人“利用”未公开信息，举证责任转移至当事人。

二、“老鼠仓交易”监管的有效申辩事由

根据相关规定及监管实践，当事人可以提出的申辩事由主要可分为两个层次：**第一**，否定构成的事由，即当事人不构成“老鼠仓交易”，不应承担责任；**第二**，减免责任的事由，即当事人虽构成“老鼠仓交易”，但依法应减轻或免除责任。如【上篇】所述，监管实践中申辩率超五成，但采纳率仅一成。因此，不论提出何种申辩事由，当事人均应充分举证予以证明，否则无依据的口头辩解基本无法得到采纳。

（一）否定构成的事由

当事人可围绕“老鼠仓交易”的四项构成要件，举证证明任一要件不具备，即不构成“老鼠仓交易”。

（二）减免责任的事由

法律层面，当事人即使构成“老鼠仓交易”，也可以围绕违法事实、性质、情节、社会危害程度及当事人主观过错程度等，主张符合法定减免责任事由，应减轻或免除责任。《行政处罚法》等主要规定了四种减免责任事由：

1. 特定主体状态

根据《行政处罚法》第三十条、第三十一条，以及《中国证监会行政处罚裁量基本规则》（下称“《行政处罚规则》”）第八条规定，不满 14 周岁的未成年人从事“老鼠仓交易”的，不予行政处罚；已满 14 周岁不满 18 周岁的未成年人从事“老鼠仓交易”的，应从轻或减轻处罚；尚未完全丧失辨认或控制自己行为能力的精神病人、智力残疾人从事“老鼠仓交易”的，可从轻或减轻处罚；违法的个人死亡或违法的单位被撤销、注销的，免于处罚（单位的主管人员和其他直接责任人员仍承担责任）。

2. 违法情节轻微

根据《行政处罚法》第三十二条、第三十三条，以及《行政处罚规则》第七条、第九条、第十条规定，违法行为轻微（如交易金额低等）并及时改正（如返还违法所得、赔偿损失、公开致歉等），没有造成危害后果的，不予处罚；初次违法且危害后果轻微并及时改正的，可不予处罚；主动消除或减轻危害后果、主动供述或举报其他违法行为、或配合查处有立功表现的，应从轻或减轻处罚；危害后果轻微、积极配合查处、或签署认错认罚具结书的，可从轻处罚。

3. 没有主观过错

根据《行政处罚法》第三十二条、第三十三条，以及《行政处罚规则》第七条、第九条、第十条规定，当事人举证证明没有主观过错的，除法律、行政法规另有规定外，不予处罚；受他人胁迫或诱骗实施违法行为的，应从轻或减轻处罚；主观过错较小的，可从轻处罚。

一般认为主观过错减免责任事由主要适用于泄露未公开信息行为，需举证证明因过失导致信息泄露（如文件保管不善、邮件误发等），且已及时采取补救措施（如上报监管、撤回邮件等），并无主动传递未公开信息的故意；但不适用于交易行为，因职务便利获取信息者负有戒绝交易的法定义务，只要实施交易便构成违法。

4. 已过处罚时效

根据《行政处罚法》第三十六条，以及《证券期货违法行为行政处罚办法》第六条规定，“老鼠仓交易”行为在 2 年内未被发现的，不再给予处罚；涉及金融安全且有危害后果的，处罚时效延长至 5 年；处罚时效从“老鼠仓交易”发生之日起算，若多次从事“老鼠仓交易”或持续泄露未公开信息，从最后一次行为终了之日起算。

监管实践中往往对违法行为被发现的时间采取宽松认定，既可以由证券监管机构发现，也可以由其他有权机关发现；要求当事人提供相关材料，和相关当事人进行谈话，均可认定违法行为已被发现并进入监管视野。

下篇预告

系列文章下篇将梳理“老鼠仓交易”违法行为的财产、资格、信用三类行政责任，并从“事前防范、事中应对、事后救济”三个维度，提供全流程合规建议，以助力于市场主体筑牢风险防线，实现合规经营。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

何春艳

电话： +86 10 8525 4631

Email: chunyan.he@hankunlaw.com