

# 内幕交易是并购重组的拦路石

**【编者按】**并购重组中的内幕交易已成为当前影响资本市场健康发展的主要矛盾之一，受到证券监管部门和司法机关的重点查处和打击。近期，《中国证券报》等媒体刊登了深交所有关专业人士撰写的内幕交易投资者教育文章，通过有关案例和数据分析较好地揭示了内幕交易的危害性，并系统介绍了监管部门打击和防控内幕交易的监管措施，现将有关文章刊发，供大家参考。

并购重组是资本市场重要功能之一，对提高上市公司质量、促进行业整合、推动产业结构调整 and 升级发挥着日益显著的积极作用。然而，随着并购重组的实施，信息不对称现象不时出现，内幕交易时有发生。证监会尚福林主席指出，随着市场的逐步深化发展，一些新的情况出现，比如说企业并购重组过程当中，有一些内幕交易等情况，上升为市场监管的主要矛盾。

内幕交易违背了公开、公平、公正的原则，影响了上市公司并购重组的效率和效果，损害了投资者的合法权益并破坏了正常的市场秩序。相当部分公司因为内幕交易问题，重组嘎然而止；有不少投资者，因为听信重组传闻，损失惨重；有部分内幕信息知情人，利用并购重组内幕信息进行交易，最终付出了沉重的代价。

## “条件不成熟”的背后：探寻重组中止的真正原因

自 2008 年 5 月《上市公司重大资产重组管理办法》实施以

来，深交所共有 147 家公司申请股票停牌筹划重大资产重组。其中，45 家次停牌后以“条件不成熟”等原因为由退出重组程序。这些所谓的“条件不成熟”，背后的真正原因，相当部分是因为停牌前的股价异动和异常交易受到监管机构的核查和舆论的压力。这些公司即使退出重组程序，也并不意味着可以排除内幕交易嫌疑，监管部门仍会继续深入核查是否有利用内幕消息进行交易的情形。

内幕交易者本想凭借“近水楼台先得月”的优势，获取不当利益。但任何有违市场公开、公平、公正基本原则的交易，终会受到市场的惩罚。正如巴菲特所言，当潮水退去，才知道谁在裸泳。东北某上市公司在股价连续两天涨幅达 15% 后，于 2010 年 5 月 26 日公告筹划重大资产重组，公司股票停牌。停牌第二天，证券监管机构就启动交易核查程序。5 月 31 日，该公司以“条件不成熟”为由，宣布重组中止，当天该股即以接近跌停的价格开盘，第二天再次大跌 7%。涉嫌内幕交易的重大资产重组，通常都是一个还没吹起就破灭的泡泡。

### **聪明反被聪明误，潜伏巨亏再遭罚**

在“美好”的憧憬下，部分内幕信息知情人在重组停牌前大量买入公司股票。然而，天网恢恢，这些行为无一不引起监管机构的关注。2010 年 4 月 26 日，广东某上市公司股价接近涨停。第二天公司申请股票停牌并公告将进行重大资产重组。停牌近两个月后，公司公告重组预案，其中特别披露“重组交易对手方股东、副总经理之子陆某、财务部出纳马某、行政部司机吴某、本公司股东 ZHHC，于本次重大资产重组事项公布前买卖公司股票。证监会正在对公司停牌前股票交易情况展开调

查，该等调查有可能对本次资产重组的进行构成影响”。公司股票复牌后，连续 8 个交易日累计跌幅达 39.71%。敏感期买卖公司股票的人士，除了落得竹篮打水一场空的结局，还得接受证券监管机构的调查。

吉林某上市公司董秘在公司重组停牌前，通过其控制的两个个人账户大量买入公司股票，后因公司重组未获批准，交易巨额亏损，该董秘还被证监会处以 60 万元的高额罚款。除了董秘自身亏损和被行政处罚外，上市公司也因违法违规受到了中国证监会的行政处罚。这些案例都生动地展示了内幕交易的“多输”结局。

### 贪小便宜失大利，捡了芝麻丢西瓜

部分内幕信息知情人士，因内幕交易被证监会行政处罚，有些被认定为市场禁入者，在禁入期内不得担任任何上市公司和从事证券业务机构的高管人员职务，名利双损，身败名裂。还有些内幕信息知情人因泄露内幕信息或参与内幕交易，被追究刑事责任，判处多年徒刑，并处高额罚金。

内幕交易不仅让内幕交易者个人付出沉重的代价，还可能严重阻碍上市公司的发展。部分公司因为个别内幕信息知情人、个别机构贪图蝇头小利，泄露内幕信息或从事内幕交易，使公司重组进程受到极大影响，甚至直接导致了重组的失败，截断了公司发展之路。深市除了前述 45 家次以“条件不成熟”等原因停牌后直接复牌退出重组程序外，还有 20 家公司在披露重组预案后，最终重组无果而终，部分公司就是因二级市场异常交易被进一步核查等原因不得不退出程序。

## 布控天罗地网，严打重组内幕交易

我国证券监管部门采取了一系列监管措施，严厉打击并购重组中的内幕交易。

首先是明确相关要求、强化制度防范措施。证监会在 2008 年颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》中，专设一章“重大资产重组的信息管理”，对相关各方在重组事项筹划、决策过程中的信息公平披露、信息保密、信息澄清、信息记录保存和停牌等方面作了详细规定。深交所有关规则也均要求上市公司在与交易对方就重大重组事项进行初步磋商时，应当尽早办理公司股票停牌手续，立即采取必要且充分的保密措施，做好保密工作。

其次是建立功能强大的内幕信息知情人数据库和交易核查系统。所有重组事项，均应在停牌后就需报送包括上市公司、主要股东、实际控制人及其董事、监事、高管人员，重组交易对方及其关联方的相关人员，为重组方案提供服务及参与方案的制定、论证等环节的相关单位和人员等在内的内幕信息知情人名单，证券交易所立即启动二级市场交易的核查程序。

发挥监管合力，深入核查交易情况。凡有公司宣布因重大资产重组事项停牌，交易所在停牌后立即启动核查程序，核查有无异常交易和异常账户。若存在股价大幅波动、股票交易异常，更将“严查”。除此之外，按照证监会《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》的要求，如公司股价在重组停牌前 20 个交易日内累计涨跌幅偏离度达 20% 的，公司除将股价异动及由此产生的风险进行充分披露外，还应充分举证内幕信息知情人及其直系亲属等不存在内幕交易行为。

交易所对重组披露文件进行形式审查的过程中，特别关注重组停牌前内幕交易情况。如有内幕交易等严重的交易异常情形的，立即通过快速通道上报证监会查处，同时，还要求上市公司及相关方审慎考虑继续推进重组面临的问题，一些公司因此选择退出重组程序。

证监会审核期间，内幕交易更是关注的重点内容。任何内幕交易的情形都将对并购重组的审核工作造成很大的影响。有的公司申报材料后，较长时间都没有实质性进展，其中一个重要原因就是调查机关对相关内幕交易进行调查甚至立案。根据《上市公司证券发行管理办法》的规定，上市公司或其现任董事、高级管理人员因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被证监会立案调查，不得非公开发行证券，也即不能进行发行股票购买资产类型的重组；《上市公司收购管理办法》也要求，收购人或重组方最近三年不得有重大违法行为、涉嫌重大违法行为或有严重的证券市场失信行为。证监会对上市公司股价异动行为进行调查期间将暂缓审核上市公司的重组申请材料。此时，即使是一个很好的重组项目，也会因为内幕交易问题而难以如期进行甚至夭折。

内幕交易是并购重组的拦路石，上市公司并购重组能否成功，不仅取决于重组材料的完备性、重组方案的合规性，还取决于公司股票二级市场交易情况。只有进一步净化市场环境，上市公司的重组才能顺利进行，投资者的利益才能得到切实的保障。

## 粤富华原高管人员内幕交易案例

近日，证监会公布了对时任珠海经济特区富华集团股份有限公司（以下简称粤富华）副总经理李际滨及资金部部长黄文峰内幕交易案的行政处罚决定，认定时任粤富华副总经理的李际滨和时任资金部部长的黄文峰知悉粤富华对外股权投资的分红方案，利用其控制的家人的账户进行内幕交易，依据《证券法》第二百零二条规定，分别没收李际滨、黄文峰的违法所得 6.94 万元、4.88 万元，并处以一倍的罚款。

据证监会调查，粤富华通过全资子公司间接持有珠海经济特区广珠发电有限责任公司（以下简称广珠公司）18.18%股权，广珠公司控股广东珠海发电厂有限公司（以下简称珠海发电厂）。2007 年上半年，珠海发电厂股东方就分配 2006 年度利润达成意向，草拟了公司拟分配 6.8 亿元红利的预案。6 月 13 日，广珠公司决定分配 2006 年度利润 6.8 亿元，并通知粤富华。粤富华于 6 月 14 日就上述重大事项发布公告，确认分红收益 1.23 亿元，2007 年上半年业绩预增 650%到 700%。

时任粤富华副总经理李际滨及资金部部长黄文峰知悉了广珠公司分红方案动议、磋商与进展的基本过程和总体情况，同时了解该事项对公司业绩将产生重大影响。在此过程中，李际滨操作其父亲开立的证券账户，于 2007 年 6 月 12 日买入粤富华股票，14 日全部卖出，获利 6.94 万元。黄文峰操作其妹妹开立的证券账户，在 6 月 1 日至 14 日两次买入、卖出粤富华股票，共获利 4.88 万元。

证监会认定，本案中粤富华对珠海发电厂股权投资的分红方案，符合内幕信息的“重要性”标准，依据《证券法》第七十五条第二款第八项的规定，该信息属于内幕信息。同时，李际滨作为粤富华时任副总经理、黄文峰作为粤富华离任不久的董事、时任资金部部长，虽非涉案分红方案的决策人员或者具体负责人员，但是，二人主要通过参加粤富华总裁办公会议的机会，知悉了分红方案的动议、磋商与进展的基本过程与总体情况，并且明确了解分红事项对公司业绩具有举足轻重的影响，因此，认定二人是涉案内幕信息的知情人。

案件审理中，李际滨提出自己的交易行为没有利用内幕信息，买入粤富华股票是出于对公司全年业绩的判断，而不是受珠海发电厂分红的影响；黄文峰也称其股票交易行为完全依据对公开信息的分析和对个股技术走势的判断做出。证监会经审理认为，根据《证券法》的规定，内幕信息知情人“知悉”内幕信息后从事了相关证券的买入或者卖出，就可以推断其买卖行为系“利用”了内幕信息，除非有充分的理由与证据排除这种推断。本案中，虽然不排除二位当事人独立的“分析判断”可能会对其交易行为有一定的影响，但由于其交易行为本身已经符合《证券法》第二百零二条内幕交易违法行为的构成要件，且证明其利用内幕信息从事内幕交易的相关证据清楚而有说服力，当事人的辩解不足以推翻对其内幕交易行为的认定。据此，证监会对李际滨、黄文峰作出相应的处罚决定。

**【点评】**防控内幕交易是证监会当前重点工作之一。近日，证监会公布了3宗证券违法案件，其中有2宗案件涉及到辖区

上市公司的原高管人员和内幕信息相关知情人。希望辖区上市公司管理人员高度重视，引以为戒，严格守法，诚信自律，不从事内幕交易行为，切实履行对公司和广大投资者的承诺，自觉维护证券市场秩序。

## 况勇、张蜀渝、徐琴泄露内幕信息 及内幕交易案例

8月27日，证监会公布了对况勇、张蜀渝及徐琴内幕交易、泄露内幕信息案的处罚决定，认定况勇将珠海格力集团有限公司与海星现代科技股份有限公司（以下分别简称格力集团、海星科技）进行重组谈判的内幕信息泄露给其妻张蜀瑜，张蜀瑜将此信息告知况勇的外甥女徐琴并建议其买入海星科技股票，以及徐琴从张蜀瑜处获悉内幕信息并多次买卖海星科技股票，三人分别构成泄露内幕信息和利用内幕信息进行内幕交易行为，依据《证券法》第二百零二条的规定决定对况勇、张蜀渝分别处以罚款3万元；对徐琴没收违法所得11.23万元，并处以1倍的罚款。

据证监会调查，2007年10月，格力集团决定将其房地产业务借壳上市。曾任格力集团财务部副部长、格力电器董事会秘书等职的况勇离职后受格力集团委托作为介绍人，前往西安



与海星科技的控股股东海星集团进行沟通，并促成了借壳双方的共识。经谈判，格力集团与海星集团于2007年10月25日就借壳重组海星科技事项口头上达成一致意见，拟将海星科技资产全部置出、以每股8.9元的价格转让6000万股海星科技股份以及格力集团向海星集团提供委托贷款3亿元。格力集团于10月29日通过收购海星科技的协议，10月30日海星科技停牌，12月13日公布签署重组协议后复牌。

其间，张蜀瑜在其丈夫况勇电话沟通该重组事项的过程中知悉了该收购计划，并将该信息告知况勇的外甥女徐琴，建议她买入海星科技。徐琴利用其开立的账户分别于2007年10月25日、26日在张蜀瑜家中买入海星科技6万股，2008年6月19日全部卖出，获利1.98万元。2007年10月25日，徐琴还利用其丈夫账户买入“海星科技”3.96万股。2008年3月18日、3月27日、6月19日，该账户陆续将3.96万股“海星科技”卖出，获利9.26万元。

证监会经审理认为，格力集团将其房地产业务借壳重组海星科技事项，在公开披露前属于《证券法》第七十五条第二款第（七）项规定的内幕信息；况勇受格力集团方面委托，全程参与了格力集团房地产业务借壳海星科技事项的沟通、联络、谈判、协议达成，对相关并购重组事项的进展、前景与细节有着全面、准确的了解，本应保持高度的注意与谨慎，认真做好相关信息的保密与管理，但却未采取必要的保密措施，将有关内幕信息泄露给其配偶张蜀瑜，因此，认定况勇的行为构成《证券法》第二百零二条规定的知悉内幕信息者在信息公开前“泄露该信息”的行为；张蜀瑜作为况勇的配偶，在家中听到况勇

电话中与人谈论的内幕信息后，将有关信息告诉了徐琴，并建议徐琴买入海星科技股票，其行为构成了《证券法》第二百零二条规定的知悉内幕信息者在信息公开前“泄露该信息”并“建议他人买卖该证券”的行为；徐琴从张蜀渝处获悉内幕信息后，接受了张蜀渝的建议，多次买入海星科技股票，其行为构成了《证券法》第二百零二条规定的知悉内幕信息者在信息公开前“买卖该证券”的行为。据此，证监会对况勇、张蜀渝、徐琴等3人作出相应的处罚决定。

**【点评】**本案是辖区上市公司并购重组过程中发生内幕信息泄露和利用内幕信息进行内幕交易的典型案例。本案当事人况勇虽未担任上市公司高管人员职务，但属于内幕信息知情人，其未采取必要的保密措施，导致内幕信息泄露，其亲属利用内幕信息进行内幕交易谋取不法利益，违反了《证券法》的规定，最终受到应有的处罚。辖区各上市公司及涉及内幕信息形成的相关各方应吸取本案的教训，进一步提高保密意识，加强内幕信息尤其是并购重组内幕信息的管理，对内幕信息做到“三不”：即不买卖相关证券、不泄露内幕信息、不建议他人买卖相关证券。

## 涂强、韩刚等基金经理“老鼠仓”案例

2009年9月，证监会对涂强、刘海、韩刚三名基金经理涉嫌违法利用未公开信息从事“老鼠仓”交易案件进行了立案稽查。近期，证监会通报了上述案件的查处结果。根据相关法律法规，证监会决定对涂强、刘海作出行政处罚并实施市场禁入，将韩刚移送公安机关追究刑事责任。

经证监会查明，涂强、刘海和韩刚三人存在以下违法违规行为：

涂强自2006年9月18日担任景顺长城基金管理有限公司动力平衡基金经理以来，利用职务优势，控制其亲属赵某、王某开立的两个证券账户从事股票交易，先于或同步于涂强管理的动力平衡基金等基金买入、卖出相同个股，涉及浦发银行等23只股票，为赵某、王某账户非法获利37.95万元。涂强提供了赵某、王某账户的部分交易资金，是两个账户股票交易的获利人。

刘海自2008年8月27日兼任长城基金管理有限公司（以下简称长城基金公司）长城稳健增利债券基金经理以来，利用职务优势，操作其妻黄某开立的账户从事股票交易，先于刘海管理的债券基金买入、卖出相同个股，涉及鞍钢股份等3只股票，为黄某账户非法获利13.47万元。

韩刚自2009年1月6日任长城基金公司长城久富基金经理以来，利用任职优势，与他人共同操作其亲属开立的证券账户，先于或同步于韩刚管理的久富基金多次买入、卖出相同个股。

其中，在 2009 年 2 月 28 日《刑法修正案（七）》实施后发生违法交易 14 次，获利达 27.7 万元，情节严重。

证监会认为，基金公司与基金份额持有人之间是信托法律关系，基金公司对基金财产和基金份额持有人负有诚信义务。基金经理受聘代表基金公司管理基金财产，对基金财产和基金份额持有人负有忠实、勤勉义务，须恪守职业道德与行为规范，尽责管理基金财产，维护基金份额持有人的利益，不得从事任何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，特别是与其履行基金经理职责有利益冲突，与其担任基金经理职务随附的诚信义务相悖的活动。利用职务便利抢先交易，使涉案个人账户同有关基金相比在交易价格、交易时机上占优，并意图利用基金的投资行为替涉案个人账户谋取利益，是一种典型的利益冲突行为。这种行为不仅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，损害基金财产及基金份额持有人的利益，而且妨碍了正常的交易秩序，破坏了公平、公正的市场交易环境。因此，无论抢先交易是否会对相关股票价格最终产生影响，无论产生的影响大小，也无论当事人是否最终获利，这种行为本身都违背了基金经理的诚信义务，具有违法性，且性质恶劣。

证监会认定，涂强、刘海的上述行为，违反了《证券投资基金法》第十八条有关基金从业人员不得从事损害基金财产和基金份额持有人利益的证券交易的规定，构成了《证券投资基金法》第九十七条所述违法行为。同时，还违反了《证券法》第四十三条有关禁止特定人员直接或者借他人名义持有、买卖股票的规定，构成了《证券法》第一百九十九条所述违法行为。

韩刚的上述行为涉嫌违反《刑法修正案（七）》有关利用未公开信息交易罪的规定，达到刑事案件追诉标准。根据当事人的违法事实、性质、情节与社会危害程度，证监会决定取消涂强的基金从业资格，没收其违法所得 37.95 万元，处以 200 万元罚款，并采取终身市场禁入措施；取消刘海的基金从业资格，没收其违法所得 13.47 万元，处以 50 万元罚款，并采取 3 年市场禁入措施；将韩刚涉嫌犯罪的证据材料移送公安机关追究刑事责任，并待刑事处罚后再作出取消其从业资格及市场禁入的决定。

**【点评】**基金经理管理着资金规模巨大的信托财产，其行为不仅关系到所在基金公司的声誉，更将影响到广大投资者对基金行业乃至证券市场的信赖基础。涂强等三人“老鼠仓”案是继唐建案、王黎敏案、张野案之后，证监会查处的又一批基金经理违法违规案件，其中韩刚案也成为我国证券市场首例因涉嫌利用未公开信息交易罪被移送公安机关追究刑事责任的案件，上述案件公布后受到市场各方广泛关注。希望辖区基金从业人员认真吸取相关教训，引以为戒，珍视职业发展机遇，谨记诚信义务，严格守法，诚信自律，不违法从事利用未公开信息交易和内幕交易行为，切实履行对基金份额持有人和公众投资者的承诺。

## 姚荣江等人涉嫌内幕交易案

近日，证监会通报，天山毛纺织股份有限公司（以下简称天山纺织）在2009年7月筹划重大资产重组期间，重组方高管人员姚荣江等人涉嫌内幕交易、泄露内幕信息犯罪。目前，证监会已将该案依法移送公安机关追究刑事责任。

根据交易所监控发现的线索，2010年2月，证监会对天山纺织股票交易中涉嫌内幕交易行为进行了立案调查。经查明，2009年7月，天山纺织筹划资产重组，拟以定向增发方式收购大股东新疆凯迪矿业投资股份有限公司及青海雪驰科技技术有限公司分别持有的新疆西拓矿业有限公司50%、25%的股权。新疆凯迪投资有限责任公司（以下简称凯迪投资）总经理姚荣江和公司副总经理兼资产管理部经理曹戈均为内幕信息知情人。7月23日天山纺织股票停牌前，姚荣江将重组信息泄露给王某，后者通过其控制的多个证券账户集中买入天山纺织股票100余万股。同时，曹戈将重组信息泄露给陈某，后者利用其本人及亲属账户大量买入天山纺织股票。2010年6月18日天山纺织股票复牌，在此后短短14个交易日内涨幅达103.18%。王某、陈某等人利用内幕信息交易天山纺织股票获利数额巨大。

证监会初步认定，姚荣江、曹戈等人的上述行为，涉嫌构成《刑法》第一百八十条规定的内幕交易罪和泄露内幕信息罪，达到立案追诉标准，因此将该案依法移送公安机关追究刑事责任。公安机关经立案侦查，目前已向检察机关依法提请对涉嫌内幕交易、泄露内幕信息犯罪的姚荣江、曹戈、王某等犯罪嫌

疑人批准逮捕。

**【点评】**内幕交易行为，特别是上市公司并购重组过程中发生的内幕交易行为，严重损害证券市场“三公”原则和正常市场秩序，已成为当前影响证券市场健康发展的主要矛盾之一。今年以来，证监会集中力量，大力查处内幕交易和泄露内幕信息案件，加强与公安部的沟通协作，对涉嫌犯罪的内幕交易行为坚决依法移送公安机关追究刑事责任。今后，对内幕交易的监控、打击力度还将不断增强。内幕交易行为危害性大，代价沉重，辖区各上市公司及涉及内幕信息形成的相关各方应吸取本案的教训，进一步提高保密意识，加强内幕信息尤其是并购重组内幕信息的管理，自觉防范内幕交易，远离内幕交易，共同促进证券市场健康稳定发展。

## 林忠操纵“山煤国际”股价案例

7月14日，证监会对林忠操纵“山煤国际”股价案做出行政处罚决定，认定林忠操纵“山煤国际”股价，其行为构成了《证券法》第七十七条第一款第三项规定的操纵证券市场行为，依照《证券法》第二百零三条的规定，决定对林忠处以罚款60万元。

2010年6月1日，“山煤国际”在收盘前两分钟，股价由21元附近拉升至涨停，涨幅达13.7%，引起了媒体广泛关注，证监会及上海证监局迅速立案稽查。据调查发现，当事人林忠此前使用亲属账户持有“山煤国际”股票143.86万股，账面亏损。为了减少损失，林忠于6月1日14时58分至收盘期间，利用资金优势，控制两位亲属的证券账户，采用对倒方式以涨停价大量申报买卖“山煤国际”股票，操纵“山煤国际”尾盘价格。6月1日14时58分39秒，“山煤国际”股票成交价为21元。1秒钟后，林忠使用其中一个亲属账户以涨停价23.89元申报卖出“山煤国际”股票143.86万股。14时58分57秒，林忠使用另一亲属账户以涨停价申报买入“山煤国际”股票30万股并成交，成交瞬间“山煤国际”直接被拉至涨停板上，瞬间涨幅高达13.7%。而截至收盘前55秒钟，林忠再以涨停价申买98.87万股，并全部以涨停价成交。当日，林忠利用两个亲属账户对倒成交共计102.56万股，占当日市场成交量的32.46%，占收盘前15分钟市场成交量的69.46%，占收盘前2分钟市场成交量的78.13%，将“山煤国际”股价锁定在涨停价上。

由于6月1日收盘后证券交易所和证监会相关派出机构迅速采取行动并进行详细核查，林忠在意识到自己操纵行为的恶劣影响后，于次日开盘将持有的所有“山煤国际”股票卖出，合计亏损314.17万元。

**【点评】**当前，证监会、证券交易所和相关派出机构已构建查处市场违规案件“三位一体”的快速反应机制，对操纵市



场等违法违规案件能够做到实时监控、及时发现、及时跟进、快速调查、快速审理。山煤国际股价操纵案从发现、立案到作出行政处罚，仅用了 40 余天，充分反映了证券监管部门打击市场违规行为的决心、力度和效率。林忠的短线操纵行为不仅给自己带来了重大损失，还在证券市场上留下了永久的污点记录，其教训十分深刻。