

# 从一起内幕交易案看内幕交易的“利用”要件

张昊\*

摘要：“利用”内幕信息是认定内幕交易的法定构成要件，但与内幕信息的形成、知悉、账户控制关系等常规要件相比，往往更容易被忽略，目前在实务中对于如何认定“利用”内幕信息尚未形成统一的认识。本文从一个案例入手，梳理“利用”内幕信息作为认定内幕交易构成要件的法律依据，探讨交易方向对认定“利用”内幕信息的影响。

关键词：内幕信息 内幕交易 利用 利好 利空

## 一、案情概要

2020年2月至6月，当事人A先后利用三项内幕信息使用他人证券账户交易Z公司股票，其中一项内幕信息为Z公司拟变更募集资金用途用于收购J公司81%股权项目有关事项，证券监管部门已经对其作出行政处罚，具体案情如下：

Z公司与J公司为同一产品线的上下游企业，Z公司董事长B对J公司十分了解，2019年，J公司中标某光电项目，Z公司时任董事长B有意收购J公司，8月之后，Z公司对J公司开展初步尽职调查。12月，Z公司董事长B与J公司主要股东就收购J公司部分股权事宜基本达成共识。

2020年2月3日、7日、12日、21日、28日，Z公司、J公司和相关中介机构以J公司收购事项及后续安排为主题先后召开5次会议，会议内容包括推动收购事项的各项措施及各项措施的负责人、完成事项、跟进

年 月,

必然构成内幕交易，核心在于内幕人是否“利用”内幕信息进行交易。“公司变更募集资金用途”事项属于利空消息，当事人不具有利用该信息“买入”股票进行内幕交易的可能性。一是根据《变更募集资金用途公告》，案涉信息的核心是公司放弃原定建设项目并变更募集资金用途，该等信息显然是利空信息。二是本次《变更募集资金用途公告》同时披露变更募集资金用途为收购标的公司，但公司并非优质资产，且在收购前财务数据变化异常，高溢价收购更为日后公司商誉“暴雷”埋下隐患。公司此次变更募集资金用途的信息显然是一项利空信息。三是公司发布《变更募集资金用途公告》后的股价表现与市场反应也进一步印证，该事项属于利空信息，市场和投资者普遍看空。四是根据尽调阶段某证券公司出具的《关于某工贸公司应收账款可收回性分析》，公司在被收购前的主营业务存在毛利率明显异常、大额应收账款存在无法收回风险等问题，当事人确实不看好公司变更募集资金用途收购公司事项。五是从当事人的交易行为来看，当事人买入、卖出公司股票相关交易与“公司变更募集资金用途”信息的形成、进展情况并不吻合，当事人确实没有“利用”案涉信息进行交易。

### 三、“利用”作为内幕交易构成要件的法律依据分析

易实质上是不公平的。”从内幕交易损害市场公平性的违法本质角度,进一步解释了“利用”作为内幕交易构成要件的必要性。

最高人民法院《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》(以下简称《纪要》)“五、关于内幕交易行为的认定问题”对内幕交易在行政诉讼中的举证责任进行了分配,其中“知悉交易”型内幕交易,行政机关只要证明知悉内幕信息且在敏感期内交易相关证券,其余的证明义务即可转移给行为人。之所以存在举证责任的分配,正是由于内幕交易的构成要件不仅包含需要行政机关证明的部分,

院可以确认被诉处罚决定认定的内幕交易行为成立：（一）证券法第 条规定的证券交易内幕信息知情人，进行了与该内幕信息有关的证券交易活动”。  
本案中，当事人 属于证券法第 条第 项规定的“由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员”，属于法定内幕信息知情人，实际知悉内幕信息，且从事了与该内幕信息有关的证券交易活动。当事人 主观认为收购 公司股权存在诸多不利因素，属于利空信息，客观上该信息公告后股价下跌，都不能合理解释当事人在内幕信息敏感期内大量买入 公司股票的行为，无法排除其利用内幕信息从事相关证券交易活动。

此外，证券监管部门基于当事人 的陈述申辩意见，从理性投资者的视角，综合分析论证了“ 公司收购 公司股权”事项属于利好信息，进一步强化了对当事人“利用”内幕信息的论证。

一是随着柔性屏在手机等智能设备中的实践应用，柔性屏自动化生产设备前景良好。公司正是生产柔性屏自动化生产设备的企业，其生产的产品已中标很多重要柔性屏生产商。公司同样生产相关设备，但二者在具体设备品种上存在一定的差异性，公司擅长贴合以及折叠屏类生产设备，公司擅长邦定、点胶、折弯类生产设备，本次收购能够形成互补优势，通过资源整合，可以为面板显示客户提供整体解决方案，提高竞争力。

二是即便收购 公司股权的资金来源为变更募投方向，仍属于利好信息。首先，从新旧募投项目对比来看，原募投项目建成将生产触控显示模组生产线装备、摄像头模组生产线装备、指纹模组生产线装备，其中触控显示模组生产线装备主要为 显示模组生产线装备，

庄棣嵩鵑憶

“ 團壘裝碧鶴 劑鞣股幕股中  
A  
尊的齋

能 鑿 鑿 鑿 鑿 鑿 K 欄 令  
貴 窳 能

募資金長期 二 班 備

” 鑿 鑿 鑿 鑿 鑿 鑿

再次,从原募投项目的现实可行性看,受土建设计规划以及报建等客观因素,

四是判断是否利用利好或利空信息,不能从片面截取收购过程中的部分风险因素。在上市公司收购标的公司的过程中,中介机构尽职调查需要揭