

证券内幕交易中民事责任因果关系的认定^{*}

刘卫锋^{**} 周祺源^{***}

摘要：证券市场的复杂性与内幕交易的特殊性使得传统侵权责任中因果关系认定理论在内幕交易民事责任中难以适用，现行法律体系对此缺乏明确规定，导致理论与实践争议较大。作为民事责任成立的核心构成要件，因果关系的认定不仅关系到责任的归属，更直接影响赔偿机制的合理运行与投资者权益的实现。基于此，本文探讨了现行法律框架下的难点与不足，指出内幕交易对同时反向交易者公平交易权的侵害，跳出“价格影响链条”的传统模式，提出基于公平交易理论的推定因果关系规则，并通过明确赔偿范围与引入惩罚性赔偿等措施，细化因果关系认定与损害赔偿机制，为证券法实践提供参考。

关键词：内幕交易 民事责任 因果关系 公平交易权

一、问题的提出

随着金融市场的复杂化与全球化的加剧，内幕交易作为一种严重破坏市场公平秩序的行为，其危害愈发显著。它不仅损害了广大投资者的合法权益，还破坏了市场的交易秩序，是我国证券市场改革与发展的重大障碍。其中，因果关系是追究内幕交易行为人法律责任的关键环节与前提，是决定受害投资者能否获得赔偿的核心要素。因果关系的证明不仅涉及投资者的损失是否源于被告的内幕交易行为，也牵涉到如

^{*} 本文系2024年国家社会科学基金一般项目之“民法典善意制度公司法应用的特殊性研究(24BFX075)”研究成果之一；西北政法大学义乌研究院课题“义乌市跨部门综合监管的困境与优化路径研究(YW2025-4-1)”的阶段研究成果之一。

^{**} 法学博士，西北政法大学民商法学院副教授，硕士研究生导师。

^{***} 西北政法大学经济法学院本科生。

何界定原、被告的责任分配比例^①。但在实际操作中,内幕交易因果关系的认定面临着市场影响因素多元、行为识别困难、举证难与查明难等问题,此类困境是一般内幕交易中普遍存在的共通难题^②。

为应对这一问题,2021年,中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于依法从严打击证券违法活动的意见》,明确提出要加快建设规范、透明的资本市场,以期全面提升市场的法治化水平。然而,我国在内幕交易民事责任认定,特别是因果关系方面,仍然缺乏系统性的标准与明确的指导,导致受损投资者维权困难。

表1 内幕交易民事赔偿案例分析表

案件名称	案 件 概 要	分 析
陈宁丰诉陈建良证券内幕交易民事赔偿案 ^③	被告拒不出庭,法院借鉴境外内幕交易法律制度就因果关系认定和赔偿计算标准进行审理,但最终因原告撤诉而终结诉讼。	此案的审理结果以原告陈宁丰撤回诉讼而终结,但是此案作为我国法院受理内幕交易民事赔偿的第一起案件,在内幕交易民事案件的司法实践中具有重要意义。
李岩与黄光裕、杜鹃证券内幕交易责任案 ^④	李岩主张的系交易的佣金、印花税的费用,此为进行股票交易必然产生的费用,并不是黄光裕、杜鹃的内幕交易行为所致的损失,法院对该项主张不予支持。李岩所主张的“由于黄光裕、杜鹃的内幕交易行为被查处,终止了对鹏润地产公司的资金注入,导致了公司重组的失败从而导致股票下跌,产生损失”,其性质属于因公司经营状况发生变化而对公司股票价格产生的作用,已不属本案内幕交易行为所致损失的民事责任范围,二者之间缺乏因果关系。因李岩有关损失的主张均不成立,其有关利息的请求,亦不能成立。最终驳回原告李岩的诉讼请求。	受害人要求赔偿的范围应当与内幕交易行为具有必然的因果关系。此外,税费是交易过程中必然产生的费用,内幕交易行为与投资者的交易税费之间不具有必然的因果关系,因此,受害人无权要求赔偿股票交易的相关税费。

① 参见王志明:《内幕交易民事赔偿制度之审思》,载《交大法学》2024年第4期。

② 一般内幕交易与显性内幕交易应予区分。显性内幕交易系指因交易量巨大等因素直接导致市场价格异常波动,使其他投资者产生市场趋势判断偏差,从而影响其交易决策的行为类型。在此类情形中,价格变化具有可观测性,通常可适用“欺诈市场理论”与“价格扭曲”模式进行因果关系认定。然而,该模式虽在形式逻辑上具有一定解释力,却忽略了内幕交易侵害公平交易权这一核心法益,其所构建的因果关系结构仅是一种补丁式路径。与此不同,本文所称“一般内幕交易”指不直接扭曲市场价格的情形,交易量较小、行为隐蔽,难以引发市场异动,亦不易被其他投资者感知。在此类案件中,因果关系认定更具挑战性,因此本文聚焦于该类问题展开深入讨论。

③ 江苏省南京市中级人民法院(2008)苏01号民事初136号民事裁定书。

④ 北京市第二中级人民法院(2011)京02号民事初20524号民事判决书。

续 表

案件名称	案 件 概 要	分 析
2015 年“光大证券乌龙指”股民索赔胜诉系列案 ^①	北京市第一中级人民法院和北京市高级人民法院驳回了本次事件的主要负责人杨剑波的诉讼,维持了证监会的行政处罚决定。随后,上海市第二中级人民法院和上海市高级人民法院分别审理了多起投资者诉光大证券内幕交易民事索赔案件,认定光大证券存在过错,并判决其赔偿投资者损失。	法院采用因果关系推定原则与过错推定原则,推定了投资者的损失与光大证券的内幕交易行为之间存在因果关系,光大证券应承担相应的民事责任。开创了内幕交易民事赔偿成功的先例。

(数据来源:北大法宝内幕交易司法案例)

如上所述,因果关系的认定是证券内幕交易民事赔偿案的争议焦点,也是原告能否取得民事赔偿的关键性因素之一。因此,在涉及内幕交易的民事责任认定中,因果关系的判断成为复杂且具有争议性的核心问题。尤其在我国现行法律体系下,内幕交易因果关系的认定标准仍显模糊,使得该类案件在举证责任、证明力判断等方面产生诸多困境。深入研究这一问题,旨在回应市场公平与投资者保护的现实需求。通过厘清因果关系的判断标准与适用路径,不仅有助于合理分配责任,也能为投资者提供明确的救济依据,提升证券市场法律保护的有效性。

二、内幕交易民事赔偿责任因果关系认定之检视

(一) 传统因果关系认定标准的局限性

1. 行为特殊性引发的因果关系认定难题

内幕交易行为主体的独立性必然带来因果疏离。根据证监会的相关意见,内幕交易案件“参与主体复杂,交易方式多样,操作手段隐蔽,查处工作难度很大。随着股指期货的推出,内幕交易更具隐蔽性、复杂性。”^②内幕交易行为具有独特的交易方式,和其他证券侵权行为都不同,因而无法直接套用既有的因果关系认定模型^③。其他证券侵权行为,如虚假陈述通过影响市场信息公开性,直接干预投资者的决策,具

① 上海市高级人民法院(2015)沪民(商)终 58 号民事判决书。

② 参见国务院办公厅转发中国证券监督管理委员会等部门《关于依法打击和防控资本市场内幕交易意见的通知》(国办发[2010]55 号)。

③ 参见熊玲:《内幕交易侵权责任因果关系的认定:路径选择与规则构建》,载《证券法律评论》2023 年第 10 卷。

有欺诈性。而内幕交易则是行为人凭借未公开信息进行获利,与市场价格或投资者决策无直接干预,其行为主体(侵权人和受害人)之间没有直接互动或决策依赖。由于行为主体在交易实践中的独立性,因果关系的认定难以满足传统侵权法要求的高标准证明^①。投资者的损失往往是市场波动等多重因素共同作用的结果,损失的具体金额需要复杂的计算工具剔除市场因素影响,但目前尚无统一的标准^②。所以当侵权行为并未直接改变市场价格或干预投资决策时^③,因果联系显得更为模糊。

内幕交易民事责任因果关系认定标准的缺失,制约了证券市场民事赔偿制度的发展,造成了司法实践对因果关系的认定标准存在差异的局面,进而影响普通投资者维权,形成“恶性循环”^④。在陈某灵诉潘某深证券内幕交易赔偿纠纷案中,法院以内幕交易没有操作股价,未引起股价的不正常波动,不会对原告产生负面影响为由认定因果关系不存在^⑤;在李某与黄某裕、杜某证券内幕交易责任案中,法院以原告交易行为与内幕交易行为时间段不符及市场本身的交易风险否定了因果关系^⑥;在吴某峰诉杜某等证券内幕交易责任纠纷案中,法院以双方不认识而否定因果关系^⑦。

2. 回应特殊性的复杂因果模型

(1) 必要条件模型。

根据必要条件理论,行为与结果之间必须存在“*But-for*”(若无,则不)的直接联系,内幕交易行为是投资者受损的必要条件。然而,在证券市场环境下,内幕交易行为往往只是影响市场价格的诸多因素之一,并非单一决定因素。内幕交易人和受害投资者在证券市场中没有直接接触,双方决策独立,交易独立,投资者无法确定其交易对手是否为内幕交易者,难以证明自己的损失源于特定的内幕交易行为。必要条件理论的要求过于苛刻,投资者难以证明没有内幕交易就不会损失。为此,有学者建议通过引入“可能性”标准替代“必要条件”^⑧,虽然能在客观上降低认定难度。然而,此标准的合理性和适用范围需进一步论证,否则会导致因果关系的认定变得过于宽泛,使内幕交易行为人的责任范围不当扩大,不利于市场稳定。

① 参见陈洁:《内幕交易特殊侵权责任的立法逻辑与规则设计》,载《法律适用》2024年第10期。

② 参见吴任桓:《内幕交易违法所得计算中对市场因素的处理》,载《金融理论探索》2017年第4期。

③ 参见赵旭东:《内幕交易民事责任的司法政策与导向》,载《法学论坛》2013年第6期。

④ 参见徐宇翔:《公平交易理论视域下内幕交易民事赔偿责任因果关系的认定》,载《证券法苑》第40卷,法律出版社2024年版。

⑤ 北京市第一中级人民法院(2009)京01号民事初8217号民事判决书。

⑥ 北京市第二中级人民法院(2011)京02号民事初20524号民事判决书。

⑦ 北京市高级人民法院(2014)京民申02751号民事裁定书。

⑧ 参见曾洋:《内幕交易侵权责任的因果关系》,载《法学研究》2014年第6期。

(2) 相当因果关系理论。

相当因果关系理论,由德国学者冯·克里斯在19世纪末提出,首次将概率论的思想用于侵权法上的因果关系研究领域^①。行为必须是损害结果的条件,并且这种因果关系在社会经验下被认为是“通常会导致该结果”,由“条件关系”和“相当性”构成^②。英美侵权行为法上亦采取此种二阶段判断路径,分别称为事实上因果关系及法律上因果关系,前者以“*But-for*”(若无,则不)作为判断标准,后者以直接、接近或预见作为判断标准^③。

然而,该理论在内幕交易案件中依然适用困难。内幕交易对市场价格的影响往往不确定,难以满足“通常导致损害”的要求。投资者行为高度自主,即使价格受影响,其决策未必因内幕交易所致,不同投资者因策略差异可能在同一时点做出不同操作,进一步削弱了“通常性”判断基础。在此背景下,相当因果关系难以精准识别内幕交易与个体损害之间的联系,标准模糊,不利于法律规则的明确适用。

(二) 对“交易因果关系”规范引入的批判

1. “交易因果关系”司法实践之争议

最高人民法院于2003年发布的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(已失效)并未明确区分“交易因果关系”和“损失因果关系”,而是仅在第18条中规定了“虚假陈述与损害结果之间存在因果关系”的推定规则。早期有学者提出可以借鉴美国法律体系,明确区分虚假陈述的民事赔偿责任中的交易因果关系与损失因果关系,这一观点逐步得到了司法实践的采纳^④。在2012年的一起案件中,法院判决指出,虚假陈述行为与交易损失之间的因果关系包括“虚假陈述与交易决策之间的因果关系”和“虚假陈述与投资者损失之间的因果关系”,二者缺一不可^⑤。这一概念在司法实践中逐渐成为证券侵权民事责任的特殊构成要件。2015年最高人民法院提出该概念适用于虚假陈述、内幕交易与操纵市场案件^⑥。但值得关注的是,在2016年《最高人民法院对十二届全国人大四次会议第6393号建议的答复》中又将内幕交易排除在外,反映出其适用范围仍存在争议。

① 参见范利平:《侵权行为法中的因果关系——理论和实践》,中山大学出版社2004年版,第57页。

② 参见程红星、牛广济、王超:《操纵证券市场侵权责任因果关系认定研究》,载《证券法律评论》2024年第11卷。

③ 参见杜忻奕:《浅析内幕交易民事责任的因果关系》,载《金融法苑》2012年第1期。

④ 参见盛焕炜、朱川:《证券虚假陈述民事赔偿因果关系论》,载《法学》2003年第6期。

⑤ 贵州省高级人民法院(2012)黔030001号民事判决书。

⑥ 参见杨临萍:《当前商事审判工作中的若干具体问题》,载《人民司法(应用)》2016年第4期。

至 2022 年,最高人民法院发布的《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(以下简称新《虚假陈述民事赔偿规定》)首次在司法解释层面明确区分两类因果关系,确立了交易因果关系的证明结构。但该规定专门适用于虚假陈述案件,其他类型证券侵权案件并无明确适用依据。尽管如此,一些法院在内幕交易案件中仍援引该规则作为因果关系判断基础,在陈某灵诉潘某深证券内幕交易赔偿纠纷案中,法院基于内幕交易行为并不影响价格否定因果关系^①。吴某峰诉杜某等证券内幕交易责任纠纷案中法院又基于投资者与内幕交易人不相识否定投资者交易决策与内幕交易行为之间存在因果关系^②。这实质上将“交易因果关系”泛化为证券侵权的一般构成要件。但内幕交易与虚假陈述等证券欺诈行为具有本质差异,因此在当前法律规范缺失的情况下,将新《虚假陈述民事赔偿规定》中的交易因果关系认定模式套用于内幕交易案件,存在一定的疑问,亟须在理论与制度层面予以反思与纠偏。

2. 交易因果关系并非民事赔偿责任构成要件之反驳

其一,交易因果关系不是侵权损害赔偿责任的构成要件。侵权损害赔偿责任的因果关系有两层含义:一是责任成立因果关系或事实因果关系,即侵权行为与权益损害之间的联系;二是责任范围因果关系或法律因果关系,即损害与损失之间的关系,是归责问题。尽管在证券侵权领域有观点认为美国判例法只是将其称谓更改为交易因果关系和损失因果关系^③,或者认为新司法解释虽未明示损失因果关系的推定规则,但实质上通过交易因果关系的推定已间接确立了这一推定逻辑^④。但二者本质不同,责任成立因果关系要求证明 A 行为导致 B 受损,交易因果关系只关注内幕交易行为与交易决策的关系,而未涉及权益损害,也无法涉及损害的发生。

其二,交易因果关系也不应当被视为证券侵权损害赔偿责任的构成要件。该理论源于“欺诈市场理论”,适用于虚假陈述等通过误导信息扭曲市场价格的行为。而内幕交易的行为模式与欺诈不同^⑤,内幕交易的本质是利用未公开重大信息进行交易,没有通过欺骗行为影响市场,受损投资者并非被误导做出错误决策受损,而是因为交易机会的不平等,这与欺诈性证券侵权行为存在本质区别。因此,内幕交易不符

① 北京市第一中级人民法院(2009)京 01 号民事判决书。

② 北京市高级人民法院(2014)京民申 02751 号民事裁定书。

③ 参见王林清:《内幕交易侵权责任因果关系的司法观察》,载《中外法学》2015 年第 3 期。

④ 参见陈洁:《证券虚假陈述侵权损害赔偿中因果关系的认定机制》,载《中国社会科学院大学学报》2023 年第 10 期。

⑤ 参见王志明:《内幕交易民事赔偿制度之审思》,载《交大法学》2024 年第 4 期。

合交易因果关系的适用前提。

若强行将内幕交易套入交易因果关系,会因因果关系链条断裂而无法证明^①。在内幕交易案件中,内幕交易者往往采取隐蔽交易策略,市场价格可能未受明显影响,普通投资者虽基于公开信息交易,但与内幕交易者无直接交集,二者行为相互独立,导致难以认定因果关系。尽管有学者提出假设:若事先知道市场上存在着内幕人且与其实实施同时反向交易,理性投资者必然不会作出原来的交易决策,从而即可更为直观地揭示出同时反向交易者的交易决策受到了内幕交易的影响^②。该逻辑也因事后推理偏见和认知前提虚设而不具说服力,如果投资者知情,则可能构成内幕信息知情人,就不属于保护对象,而是内幕交易链条的一部分。再则,该推导存在逻辑跳跃,该假设只能证明“若知情则或许不交易”,但并不能推导出投资者“当时”的决策受到实际影响。

在隐蔽的内幕交易案件中,无论是采用交易因果关系的认定模式,还是尝试通过假设法进行推导,均难以证明侵权行为与投资者决策之间存在因果关系。因此,交易因果关系可以被视为责任成立因果关系在证券侵权领域中的一种特殊化表现,但并非适用于所有证券侵权情形的普遍因果关系认定工具。不应将交易因果关系作为认定内幕交易民事赔偿责任的标准,否则不仅无法有效确认侵权行为与投资者损失之间的因果纽带,还可能忽视内幕交易对公平交易权的实质性侵害,应当转而构建更契合其行为特征的因果关系认定标准,以更好实现法律的保护目的。

三、内幕交易民事责任因果关系的法理分析

(一) 因果关系认定中传统价格传导模式的局限性

1. 信赖推定理论:未公开信息对信赖假定构建的制约

根据信赖推定理论,在内幕交易案件中,原告无须证明其对被告披露信息的积极信赖,只要能证明未披露信息具有重大性,则可推定信赖要件成立。投资者在做出交易决策时依赖市场中的公开信息,而内幕交易的发生破坏了这一市场信息环境,使投资者在不对称的信息条件下做出错误交易决策从而导致损失,并据此主张因果关系的存在。然而,内幕交易案件与证券欺诈不同,内幕信息本质上是“未公开”的信息,

^① 参见刘颖、薛晓芳:《内幕交易民事赔偿责任中的因果关系再检讨》,载《证券法苑》第40卷,法律出版社2024年版。

^② 参见曹理:《证券内幕交易民事责任认定与承担的规则构建》,载《财经法学》2025年第1期。

并非直接向市场公开。其对市场信息环境的破坏体现在削弱了市场的“公平性”而非改变市场上已有的公开信息。因此,投资者不是因为信赖错误信息而损失,而是因为他们不掌握内幕信息。基于信息的不公开性和投资者交易行为的非依赖性,信赖推定理论不足以支持内幕交易民事责任因果关系的认定。

2. 欺诈市场理论: 因果链条的“价格中心主义”困境

根据欺诈市场理论,市场是有效的,价格反映所有公开信息。若公司发布虚假信息或隐瞒重大事实,市场价格就会被扭曲,投资者的交易决策就被认为是基于该价格变化作出的,从而推定因果关系^①。但内幕交易既不直接影响投资者的投资决策,也不直接影响交易价格^②。即使影响价格,其作用机制是信息渗透,通过交易间接传导,而非信息篡改。欺诈市场理论为便利诉讼^③,将“价格影响”拟制为“欺诈媒介”,但内幕交易中,若价格未受影响,则“欺诈”无媒介;若价格受影响,其根源是私有信息渗透,而非信息污染,用“欺诈”解释“非欺诈性信息优势”,属于概念滥用,以“价格扭曲”解释“信息隐匿”会混淆作为与不作为的违法性。

(二) 基于公平交易理念的因果关系认定路径

市场的生命力不仅在于价格的“正确”,更在于规则的“公正”。内幕交易的核心问题不在于价格波动本身,而在于对市场公平性的破坏。根据公平交易理论,内幕交易的违法性就在于破坏市场信息的公平分配,而非直接影响市场价格。因此,在因果关系认定上,公平交易理论不再依赖价格影响,而是关注投资者因未能获取内幕信息而导致的交易决策失误。相比传统理论需要复杂的价格影响分析,公平交易理论仅需证明内幕交易行为的发生及内幕信息的存在;相较于价格扭曲论的事后矫正价格偏差,公平交易论作用于事前维护市场信任。这一认定方式与 IOSCO《证券监管原则》、欧盟 MAR 等国际规范高度契合,均以维护市场诚信为核心目标,是全球立法实践的趋势。公平交易理论直击内幕交易的本质危害——市场作为博弈场所的纯洁性,为规制一般内幕交易提供了更自洽的法理基础。较之传统“价格中心主义”的“事后”矫正更具正当性与可操作性,从“价格中心主义”回归“权利本位主义”,更契合投资者对公平交易环境的朴素期待,有助于重建市场信任与法治基础。

^① 参见程红星、牛广济、王超:《操纵证券市场侵权责任因果关系认定研究》,载《证券法律评论》2024年第11卷。

^② 赵旭东:《内幕交易民事责任的司法政策与导向》,载《法学论坛》2013年第6期。

^③ 参见于莹、潘林:《证券虚假陈述侵权责任中信赖推定之证成——欺诈市场理论局限性的克服》,载《法制与社会发展》2011年第2期。

结合我国缺乏明确的法律依据的现状,信赖推定理论在解释力度方面存在严重不足,很难对内幕交易行为人并非法定的信息披露义务人这一事实进行合理解释;欺诈市场理论仅仅以价格敏感性这一标准作为适用前提,对造成明显价格波动的内幕交易行为能够进行适用,但在实际操作中,仍会有大量的内幕交易行为不会必然导致证券市场价格的大幅波动;公平交易理论适用范围更具有普遍性,更具有正当性。

此外,应当明确公平交易法益主体范围。在 *Fridrich v. Bradford* 案中法院明确了只有那些与内幕信息知悉人进行直接交易的善意投资者,其所发生的实际损失才是内幕交易所导致的,因此是内幕交易的真正受害人,才有权就其交易损失请求赔偿。这一原理应当适用,只是在具体实践中因识别成本过高,可以考虑通过拟制交易对手及设定内幕交易时间段划分主体范围^①。因此,依据公平交易理论,只有内幕交易人的同时反向善意交易者才属于行为侵权对象。

之后,我们可考虑通过假定因果关系的方式,直接确定内幕交易行为与投资者的投资损害之间的联系。

(三) 内幕交易行为侵害的法益

根据否定论观点,内幕交易虽违背市场公平理念,但未必对个别投资者造成实质损害^②。在“零和博弈”框架下,盈亏本属交易常态,只要参与证券市场交易,面临亏损是经济市场规律的结果,无法避免^③。内幕交易确实对公平市场秩序造成危害,但是市场危害性不能当然推导出个别投资者民事索赔的正当性,其他投资者所承受的风险属于市场规律应有之义,因此不宜认定其承担民事赔偿责任^④。

然而,将证券信息公开视为内幕交易侵权的前提来探讨其因果关系存在逻辑漏洞,难以自圆其说^⑤。内幕交易的本质并非发布虚假信息,而是行为人通过秘密交易破坏市场规则,损害了未参与交易者的公平交易机会。禁止内幕交易规则的立法目的在于维系公平价值,确保投资者处于同一竞争规则下,以维护市场交易秩序、增强投资者信心^⑥。内幕交易者凭未公开信息提前交易,实质上将本应承担的市场风险转

① 参见徐宇翔:《公平交易理论视域下内幕交易民事赔偿责任因果关系的认定》,载《证券法苑》第40卷,法律出版社2024年版。

② 参见耿利航:《证券内幕交易民事责任功能质疑》,载《法学研究》2010年第6期。

③ 参见李聃:《股票投机是零和博弈吗——关于股票投机性质和特点的分析》,载《学术研究》2016年第2期。

④ 参见吕成龙:《论内幕交易民事责任之否定》,载《财经法学》2023年第5期。

⑤ 参见郑勇:《内幕交易侵权民事责任中因果关系的认定研究》,载《证券市场导报》2018年第1期。

⑥ 参见王志明:《新〈证券法〉内幕信息重大性的立法表达与适用逻辑》,载《证券法苑》第38卷,法律出版社2022年版。

嫁他人,其获利即源于反向交易者的机会损失,构成对公平交易权的直接侵害。因此,内幕交易行为真正违反的是市场的公平交易原则,而非信息公开原则。从“若无则不”反证角度看,若不存在内幕交易,市场将仅依据公开信息定价,投资者决策不会被不对称信息所扰。可见,内幕交易破坏的是市场的公平交易秩序,而非单一的信息披露义务,其侵害的不仅是个别投资者的财产权益,更是对市场系统性侵害。

因此,内幕交易的侵权本质在于破坏了所有同时交易者的信息对称与公平竞争的权利,侵害的对象是所有同时交易者的公平交易权^①。公平交易理论不仅从法律逻辑上更符合内幕交易行为的本质,也具备更强的司法可操作性,为因果关系认定提供了现实基础与价值依据。

(四) 损失归因与转嫁

内幕交易者利用信息不对称优势进行不公平交易,将本应由其自身承担的风险或损失转嫁给其他投资者,从中获利,破坏了市场的价格发现机制也损害了交易公正性。损失归因的认定不应仅聚焦于交易行为本身,还需从整体市场公平与利益平衡出发,深入分析其风险与损失如何向他人转嫁,以实现司法上的有效救济。

损失转嫁并非理论假设,而是内幕交易行为的直接后果。基于证券市场“零和博弈”特性,由于市场中的利益总量恒定,内幕交易的利益获取是以他人损失为前提的,实际上就是对其他投资者利益的剥夺。在信息公开前,投资者可分为同向交易者、反向交易者与持有不动者。在利空型交易中,内幕交易者提前高价卖出,规避损失,信息公开后,反向交易者和持有不动者都会遭受损失。在交易平衡的情况下,内幕交易者的强势卖出会导致买入者的买入量增加,即内幕交易者将其损失转嫁给了与其同时反向交易的投资者^②。同理,在利好型交易中,内幕交易者低价买入后坐享上涨收益,内幕交易者多获利的部分将转化为其他交易者的损失^③。在这三类投资者中,同向交易者和持有不动者因股价上涨而获利,因此只能是反向交易者承受了这部分损失,间接承受了内幕交易人获利的成本转嫁^④。

我国司法实践中已经有“同时反向交易”这一标准的适用先例,在光大“乌龙指”案中,光大公司主张,当日13时起证券价格迅速下跌,至14时许公告发布后走势趋

^① 参见耿利航:《证券内幕交易民事责任功能质疑》,载《法学研究》2010年第6期。

^② 参见黄彬、周子告、孙琳原:《市场性因素介入之内幕交易违法所得的计算》,载《实事求是》2024年第3期。

^③ 参见熊玲:《内幕交易侵权责任因果关系的认定:路径选择与规则构建》,载《证券法律评论》2023年第10卷。

^④ 参见王林清:《内幕交易侵权责任因果关系的司法观察》,载《中外法学》2015年第3期。

稳,因此其内幕信息披露行为未对股价造成实质影响。最终,法院认定:若投资者的交易方向与内幕交易方向相反,且所涉证券与内幕信息直接相关并因此受损,应认定内幕交易与损失之间存在因果关系。同时反向标准的提出,兼顾了证券交易品种之间的关联性及侵权行为的时间与空间特征,也明确指出内幕交易行为对投资者损失具有直接的放大效应,从而有别于一般的对敲交易行为。

由此可见,内幕交易因信息优势造成的损失转嫁,不仅侵害个别投资者权益,更破坏市场公平秩序,因果链条清晰。传统“价格因果链”虽可解释价格与损失间关系,却难识别内幕交易引发的实质损害。故应跳出价格路径,从“信息获取机会丧失”的角度出发,以交易公平性为视角,重构因果关系认定标准。

四、内幕交易民事赔偿责任因果关系 规则完善的具体路径

(一) 因果关系认定的考量因素

1. 公平交易原则

完善因果关系规则时,必须将保护公平交易权作为首要原则^①。内幕交易造成的损失本质上源于信息不对称引发的市场失灵,而非一般性的价格波动,因此因果关系认定应聚焦于信息优势对交易结果的不正当影响,强调内幕交易者的不当得利与投资者损失之间的直接关联。

正如“市场中的柠檬问题”理论所揭示的那样,信息不对称会使优质交易退出市场^②。在证券市场中,内幕信息的垄断使普通投资者处于劣势,容易因判断失误而蒙受损失,甚至失去参与意愿,从而动摇市场信任基础。法律应通过因果关系认定,明确内幕交易者的非法获利与反向交易者损失之间的直接联系,以司法手段实质性保障交易公平性,维护市场生态的稳定与可持续发展。

2. 善意保护原则

在内幕交易民事责任中,因果关系的认定应关注交易者的主观状态,优先保护基于公开信息、未接触内幕信息且方向相反的“善意反向交易者”。相比之下,试图利用

^① 参见张桦:《证券市场内幕交易监管的法经济学分析》,载《金融经济》2016年第2期。

^② “柠檬问题”是由经济学家乔治·阿克洛夫(George Akerlof)在1970年提出的理论。在信息不对称的市场上,卖方掌握更多信息,买方无法准确评估商品质量,导致价格被压低,最终优质商品退出市场,劣质商品占据主导地位,造成市场效率下降,最终导致市场机制的失效。这个理论揭示了信息不对称对市场效率和公平性的负面影响。

信息差套利的投机者即使受损,也缺乏获得法律保护的正当性。

善意保护原则以市场诚信义务为基础,内幕知情人负有更高的信息管理责任,普通投资者仅具一般注意义务。为防止因主观判断标准不一而导致赔偿泛化,应引入“反向交易推定”机制,根据交易方向、资金流动等客观指标推定投资者为善意。如果被告能反证其存在异常交易或者其损失其他因素引起,可否定该推定,排除因果关系。在光大证券“乌龙指”案中,法院通过认定投资者的行为是否属于公开信息来判断是否属于受害人,并通过推定因果关系的方式,减轻了善意投资者的举证负担,体现了“善意保护原则”在实践中的适用。

3. 损益平衡原则

证券市场“零和博弈”的特性决定了内幕交易者的获利往往建立在其他投资者的损失之上,因此因果关系认定应兼顾违法所得与实际损失。相较我国台湾地区以“善意反向交易者损失”为基准、美国以“获利或避免损失”为标准的路径,我国在因果关系标准和救济机制上仍显不足。在完善因果关系规则时,应以损益平衡原则为基础,贯彻“过罚相当”的理念,实现责任与损害的对等,避免过度追责削弱制度公信力^①。

损益平衡原则的核心在于通过双向分析,平衡加害者的不当得利与受害者的合理补偿。同时,内幕交易破坏市场公平与信任机制,带来难以量化的制度性损害,可以引入惩罚性赔偿制度惩罚严重的内幕交易,填补市场信任机制被破坏所带来的“无形损害”,对基础民事赔偿进行有效补充^②。此外,要与“过罚相当”理念紧密结合,强调在赔偿过程中确保责任和后果相匹配,避免责任泛化或过度,确保赔偿金额与投资者实际损失相符,从而维护市场秩序的稳定。实践中,应根据违法情节设定阶梯式赔偿与罚款标准,轻微者从宽处理,严重者从重追责,既维护市场秩序,又防止对主体形成过度负担。

4. 普遍性与一致性原则^③

在因果关系的认定中,普遍性和一致性原则不是抽象的立法目标,而是具体司法操作中可预见性和稳定性的保障。普遍性要求规则适用于不同类型的内幕交易,无论交易方式、主体身份或信息类别;一致性则强调统一裁判标准,避免因自由裁量差异导致判决失衡,损害法律权威与市场秩序。

^① 参见马新彦:《内幕交易惩罚性赔偿制度的构建》,载《法学研究》2011年第6期。

^② 参见马新彦:《内幕交易惩罚性赔偿制度的构建》,载《法学研究》2011年第6期。

^③ 参见朱子琳:《论泄密型内幕交易规制的问题与完善》,载《金融法苑》2023年第1期。

美国在证券欺诈诉讼中确立的“市场整体依赖理论”统一规定了投资者在有效市场中进行交易时,可以被推定依赖于市场价格,而不论投资者的个别决策动机如何。这一理论虽不能直接适用于内幕交易,但其构建统一判断路径、降低主观依赖的理念具有借鉴意义。我国司法实践中,因个案差异采用“价格影响说”“反向交易推定”等不同路径,虽反应灵活应对,但若缺乏统一标准,易导致认定混乱与结果不公。因此,在完善内幕交易因果关系规则时,应坚持普遍性与一致性原则,构建兼具规范性与操作性的认定机制,提升因果判断的科学性与可预期性,确保法律适用的统一与市场秩序的稳定。

(二) 公平交易权模式下的推定因果关系

1. 推定因果关系适用的正当性

传统理论以“价格影响链条”证明因果关系,但这一模式在理论与实践均存在重大缺陷。一方面,内幕交易过程具有高度隐蔽性,市场价格未必会出现异常波动,内幕信息对价格变动的具体作用往往难以量化;另一方面,这一路径的局限性使得投资者在举证过程中面临极高的证明难度,严重削弱了法律救济的可行性。推定因果关系则基于内幕交易行为的性质及市场运行特征,合理推定损害结果的发生源于行为人的违法交易,以公平交易权的受损为基础,直接将内幕交易行为与损害后果联系起来,避免了投资者陷入过度举证的困局,适合证券市场中损害后果广泛分布、单个投资者损失金额难以具体量化的情况。

内幕交易的“利益移转性”特征强化了该推定路径的正当性。内幕交易不同于证券欺诈行为,其损害并非源自对市场价格的扭曲,而是在于信息优势带来的超额收益或不当损失规避,同时根据“零和博弈”理论,这种获利必然建立在其他投资者损失的基础上,这种“利益移转路径”具有唯一性和排他性,完全符合因果关系推定的适用逻辑。事实上,因果关系推定路径的提出,正是对内幕交易民事责任保护客体的重新理解。传统理论过于强调市场效率和价格发现机制,而忽视了证券市场法律制度真正保护的核心法益——公平交易权。此时,由内幕交易人承担“非因果性”的举证责任,更符合民事责任中的公平原则。

我国证券法亦明确以维护公平交易秩序为核心目标。通过“利益移转路径”重构因果关系判断,不仅贴合市场实际,也回应了立法保护投资者权益的初衷,为司法裁判提供了更明确、可操作的规则基础^①。

^① 参见赵旭东:《内幕交易民事责任的价值平衡与规则互补——以美国为研究范本》,载《比较法研究》2014年第2期。

2. 推定因果关系的具体适用

推定因果关系作为一种法律推定规则,已经在内幕交易案件中如光大证券案被初步运用。内幕交易受损者获得民事赔偿终于有了实质性突破,但至今仍没有具体的司法解释明确内幕交易民事赔偿案适用因果关系推定理论。要想从根本上保护内幕交易受损者利益,还需加强顶层制度设计,明确推定因果关系在公平交易权模式下的具体适用。

推定因果关系的适用应以下三项要素为前提:一是内幕交易行为的存在,即被告在内幕信息敏感期内实施了基于非公开信息的证券交易;二是受害投资者的“同时反向交易”行为,即投资者在内幕信息敏感期内进行了与内幕交易人相反方向的买入或卖出操作;三是投资者实际产生了经济损失,包括市场价格损失或投资机会损失。通过“利益移转路径”直接实现损失归因,从而绕开对市场价格波动的复杂分析。也就是说,在内幕交易行为中,信息优势的一方获取非法收益,必然意味着信息劣势的一方承担了相应损失,二者在交易过程中形成了一种典型的“零和博弈”关系。因此,只要受害投资者能够证明自身在内幕信息敏感期内进行了“反向交易”并且实际产生了经济损失,即可推定因果关系的存在,无须进一步证明内幕信息对市场价格的具体影响。

一旦满足条件,举证责任转移至内幕交易人,由其承担“反证责任”,即证明投资者的损失并非因内幕交易行为所致,而是由市场波动、投资决策或其他外部因素引发^①。这一举证机制平衡了投资者救济与被告正当程序保障,避免传统标准下维权成本过高的问题。适用范围方面,该规则应主要限于两类情形:① 市场损失难以量化的案件,通过合理推定可简化因果判断并提升司法效率;② 以普通投资者为诉讼主体的案件,因资源和能力限制,往往难以证明复杂的因果关系,推定机制可有效降低维权门槛。只要初步证据成立,即可认定因果关系,转由被告提供反证。

公平交易权模式下的推定因果关系,是针对证券市场特点的一种创新性规则。其通过降低因果关系认定的门槛,加强了对市场公平性和投资者权益的保护。在完善该规则的同时,应结合实际情况,进一步细化适用条件与责任范围,使其能够在打击内幕交易、维护市场秩序的同时,最大限度地实现法律的公平与效率。

(三) 明确界定内幕交易侵权案件的适格原告

不同于传统一对一侵权,内幕交易具有“一对多”的特征,涉及广泛市场参与者,

^① 参见张斌:《内幕交易中的因果关系认定和赔偿数额确定》,载《人民司法》2008年第22期。

损失分布复杂,并非所有投资者均具原告资格,明确适格原告成为核心问题。有学者主张,内幕交易侵权案件的受害人是与内幕交易侵权责任人进行交易的投资人^①;有学者指出,内幕交易开始以后到内幕交易结束的一段时间内,未参与内幕交易的投资者均可以作为原告提起民事诉讼^②;还有的学者认为,内幕交易侵权责任的适格原告应当界定在同一天内因侵权人进行内幕交易行为而遭受损害的相对人^③。本文在上面的论述中已经明确内幕交易侵害的是同时反向交易者的公平交易权。换言之,原告必须满足“同一时段”和“反向交易”这两个条件^④。在实际操作中,美国法院已经采用了“同时交易模式”来界定适格原告。

关于“同一时间”的范围,学界存在两种主要观点:根据严格解释论,“同期”的结束时间限定在内幕交易发生的同一天;根据宽泛解释论应当以内幕交易造成的实际损害情况来确定结束时间。考虑到我国市场特征,应将时间范围限定为内幕交易指令下达至交易完成期间,此阶段信息尚未公开,信息优势仍在发挥,对交易价格具实质影响。虽然宽泛解释可扩大投资者保护范围,但容易造成责任延伸与因果链条模糊。随着内幕信息逐渐公开,行为人的信息优势逐渐消失,其他市场因素开始主导股价变动,继续归责于内幕交易不具合理性^⑤。因此,采取严格解释更有利于明确责任边界,确保因果关系清晰,兼顾司法公正与市场稳定。

(四) 损害赔偿机制的具体规则

1. 损害赔偿责任的界定

内幕交易民事责任中的赔偿范围,应围绕因信息不对称造成的直接经济损失进行界定,侧重保护交易方向相反、处于劣势地位的善意投资者。其中,价差损失是核心内容,而为完成该交易所支付的佣金、印花税等必要费用,亦因其明确的交易关联性和直接性,应纳入赔偿范畴。若因内幕信息迟迟未披露导致投资者被动持仓、资金长期占用,在具备直接因果联系的前提下,亦可合理认定为可赔偿的利息损失。对内幕交易侵权的损害只能认定为其直接利益的损失,而不包括间接的可得利益的损失。

此外,还应明确与内幕交易不存在损失因果关系的损失类型。根据信义理论,法

① 参见吴量博:《内幕交易民事责任探析》,载《经营管理者》2010年第4期。

② 徐子桐:《美国法上内幕交易赔偿责任的理论分析》,载《清华法学》2005年第2期。

③ 参见刘敏:《论内幕交易侵权责任因果关系的认定》,载《法学评论》2017年第5期。

④ 参见郭锋:《内幕交易侵权纠纷案件的法律适用问题——以光大证券“乌龙指”引发的内幕交易案为例》,载《金融服务法评论》2018年第9卷。

⑤ 参见王越、郭献朝:《内幕交易罪违法所得的计算方法》,载《人民司法(应用)》2016年第22期。

律可推定内幕交易与投资者损失之间的因果关系,但赔偿责任应限于由该行为直接造成的损失。若被告能提供如以下反证,则可否定该推定,免除责任。① 因宏观经济、政治等市场因素导致的损失,与内幕交易无关;② 公司自身事件如财务造假、管理层变动等引发的损失,应由公司或其他责任主体承担;③ 其他违法行为如市场操纵或虚假披露所致损失;④ 市场已提前反应内幕信息的情况下,股价变化不再由内幕交易直接引发;⑤ 投资者因个人误判或投机行为造成的损失;⑥ 投资者未与内幕交易者在同一时段直接交易,其损失不具直接性。上述类型的损失均不能归责于内幕交易行为,明确排除这些非直接因果关系,有助于划定合理的赔偿边界。

2. 损失赔偿的计算方法

在内幕交易的损失赔偿计算中,应采用修正差额法,遵循利益平衡与方法平衡原则。其一,计算应考虑投资者与内幕交易人之间的利益平衡,保障投资者在证券市场中的利益,尤其是在其处于弱势地位的情况下。其二,赔偿计算应具备客观性与可操作性,最大程度还原投资者的实际损失,避免因方法不当导致赔偿失衡。

损失赔偿的主要计算方法有两种:一种是以投资者的实际损失为标准,另一种是以内幕交易人的非法获利为标准。由于后一种方法未能充分考虑内幕信息对市场价格的实际影响,前者更具合理性。具体来说,修正差额法通过以内幕信息公开后的合理期间内证券价格的平均值作为基准,再计算内幕交易时的成交价与基准价之间的差额来确定赔偿金额。这一方法既能准确反映投资者损失,又具备可操作性。而过早或过迟设定基准日都会影响计算结果,因此,合理确定基准日是实现赔偿公平性和可操作性的关键,司法解释中应允许灵活确定基准日期的范围。这种损失计算方式既能实现实际损失还原,又具备司法可行性的损失计算方式,是实现方法平衡的更优方案。

3. 严格限定赔偿数额

其一,损害赔偿的计算应以内幕交易者的不当收益为基础,合理限定赔偿数额,以确保公平性和可操作性^①。投资者损失的计算应严格限定于该期间内幕交易者所获之不当收益,并合理区分内幕交易收益与正常投资收益,避免计算范围的不当扩大。其中,内幕交易者的不当收益既包括交易所得收益,也包括因交易避免的损失,应当依照交易发生时间段,对应证券日均价格差额进行计算,对于信息公开后交易行

① 参见袁康:《内幕交易民事赔偿的损失认定与数额计算》,载《证券法苑》第40卷,法律出版社2024年版。

为已纳入市场价格的部分,则不应计入违法所得,以免不适放大内幕交易对证券价格波动的影响。基于此,内幕交易损害赔偿规则应当严格限定损失计算的时间范围和方法,确保公平交易机会的合理补偿,同时避免不当扩张,保障市场秩序的稳定^①。

其二,损失赔偿的数额应具有正当性依据。一方面,应当排除系统性风险的影响^②。投资者需自行承担市场普遍波动带来的风险,内幕交易人仅对因信息不对称直接造成的损失负责。在具体赔偿计算中,可以参考大盘或板块指数的波动幅度,对内幕交易者的非法所得进行适当的减扣。在基础赔偿之外,适度引入惩罚性赔偿机制有助于增强震慑力。但同时也应当注意不能惩罚过重,要找到合理的平衡点,避免过度惩罚导致企业经营风险或赔偿无法兑现,应当根据违法情节与非法所得设定赔偿数额。同时,还可以通过设立专门的投资者补偿基金来保障未能完全获得赔偿的投资者,这既能弥补市场的失衡,又防止过度诉讼风险。

五、结 语

在内幕交易民事责任体系中,因果关系的认定不仅是法律责任成立的逻辑前提,更关乎制度正当性与司法实践的有效运行。传统“价格影响链条”模式难以应对内幕交易的隐蔽性与市场因素的复杂性,渐显局限,难以充分回应公平交易的核心诉求。鉴于此,本文主张以公平交易权为基础,重塑因果关系认定逻辑,突出交易机会不对等的实质侵害,并借助推定因果关系路径,在兼顾程序效率的同时,弥补传统路径的不足。内幕交易的危害不仅在于投资者个体利益受损,更在于对市场信任、公平与透明机制的系统性侵蚀。因而,因果关系认定的重塑应超越技术层面的修补,体现法律保护核心价值的回归,推动从“价格中心主义”走向“权利本位主义”,构建更具实质意义与操作性的因果判断路径,在制度演进中真正回应投资者保护的现实需求。未来,随着资本市场发展与法治体系完善,因果关系规则的持续优化,将为市场注入更强的公平性与信任,也为投资者保护与市场健康发展提供更加坚实的制度保障。

(责任编辑:沙 含 王昕宸)

① 参见王越、郭献朝:《内幕交易罪违法所得的计算方法》,载《人民司法(应用)》2016年第22期。

② 参见袁康:《内幕交易民事赔偿的损失认定与数额计算》,载《证券法苑》第40卷,法律出版社2024年版。