

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。

何界定原告、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件分析表

案件名称	案 件 概 要	分 析
陈宁圭诉陈建良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	

案件名称	案 件 概 要	分 析
2015年“光大 证券案”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	续 表

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

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, 恤强嗣僥忒逗嵩鴉娠内清袞嶮

合交易因果

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。

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

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。

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
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

稳 因此其内幕信息披露行为未对股价造成实质影响斑露方即判定 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

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 market 价格的扭曲，而是信息优势带来的超额收益或不当得利，同时根据“零和博弈”理论，这种获利必然建立在其他投资者的损失基础上。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

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,

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

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。