

证券内幕交易民事责任认定与承担的规则构建

曹 理*

内容提要：根据证券交易零和博弈特征，内幕交易人的违法所得来自交易对手的损失，故其民事责任承担须以具有违法所得为前提，同时应具备包括故意及重大过失在内的主观过错。为确保有可能受害人均能获得救济，在集中交易场景应以与内幕人同时成交的反向交易者来替代难以确定的实际交易对手作为赔偿对象。内幕交易的危害实质在于严重破坏市场诚信、侵蚀投资者信心。善意投资者信赖市场诚信参与交易，依市场诚信理论可以推定内幕交易与其决策存在交易因果关系。基于零和博弈原理和集中交易规则，应由全体原告按其成交量比例在被告违法所得五倍限额内分配赔偿金，以适当平衡双方正当利益。应承担民事责任的内幕交易行为类型有三，即自行交易、传递交易和单位交易，相关行为人的责任形态应依具体情形在现行法框架内分别认定。

关键词：内幕交易 民事责任 市场诚信 投资者救济

《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）自 2005 年即确立了内幕交易民事责任制度，即“内幕交易行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任”，但其仅为宣示性规范，缺少具体适用的规则。究其原因，主要有二：一则，内幕交易的行为模式及其导致投资者损害方式具有特殊性，难以直接适用民事责任一般理论及证券虚假陈述民事责任规则，从而引发严重理论分歧；二则，比较法资源相当匮乏，无法从中充分汲取完备经验以资借鉴。^{〔1〕}立法的不具可操作性，导致司法实践遭遇严重困境，迄今仅有光大证券公司内幕交易民事赔偿案（以下简称“光大证券案”）一起案件判决投资者胜诉。为有效破解裁判困境，充分发挥民事责任救济投资者权益之特有功能，最高人民法院业已开启内幕交易民事责任司法解释的制定。^{〔2〕}

* 曹理，辽宁大学法学院讲师。

〔1〕 相似见解，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〕 最高人民法院审判委员会专职委员刘贵祥在 2024 年全国两会期间接受新京报记者采访时表示，最高人民法院已经对证券内幕交易和操纵市场民事责任两个司法解释进行立项并开展了工作，争取在各界支持下早日出台。参见行海洋：《最高法审委会专委刘贵祥：加强执行难综合治理，破解查人找物难题》，载 <https://www.bjnews.com.cn/detail/1709906177129009.html>，最后访问时间：2024 年 11 月 5 日。

基于此，本文拟从内幕交易的特殊行为模式及危害实质出发，依据民商法学权威理论及现行法律规范，并借鉴比较法经验，对其民事责任制度具体适用的核心规则展开系统探讨，以期抛砖引玉，助推司法解释的科学合理制定。须特别说明的是，根据法秩序统一性原理，由一国现行法所组成的“整体法秩序”内部应当是统一的，不存在根本矛盾。^{〔3〕}因此，对于内幕交易主体（即民事赔偿诉讼被告）、内幕信息、内幕交易行为的认定，在刑事、行政及民事追责时均应保持一致，并非与民事责任专门相关，故不在本文研究之列。^{〔4〕}以下将聚焦于内幕交易民事责任认定与承担的特性问题展开讨论，即民事责任的特别主客观要件、民事赔偿诉讼的适格原告、交易因果关系、赔偿范围、涉及多数行为人时的责任形态。

一、责任前提：违法所得及主观过错

内幕交易法律责任的成立应具备法定的客观及主观要件，前者揭示行为的客观社会危害性的有无及大小，后者表明行为人在行为时主观可归责性的有无和轻重。相较于刑事及行政责任，内幕交易民事责任成立的主客观条件均有特别要求。

（一）内幕交易民事责任的特别客观要件

1. 对于内幕交易行为样态的特殊要求

我国《证券法》将内幕交易的行为样态，分为买卖可能受内幕信息影响的证券、泄露内幕信息、建议（明示、暗示）他人买卖该证券三种。对此三种行为样态是否均可单独追责，尤其是泄露内幕信息与建议他人交易即美国法所称之信息传递行为（tip），在没有导致他人实际交易的情况下，是否亦可科责，比较法上存在不同规制立场。美国规制内幕交易的制定法《1934年证券交易法》第10（b）条及证券交易委员会10b—5规则，明确禁止的均为“与证券买卖相关的”欺诈行为，因此，传递人（tipper）承担责任须以受领人（tippee）实际进行相关证券交易为必要条件。^{〔5〕}日本法同样要求传递内幕信息及推荐他人交易的成立，均须以对方实际进行了内幕交易为结果要件，理由在于，若无这一结果，则信息传递或推荐只是一种潜在的危险，未对证券市场的公平性造成实质危害。^{〔6〕}相反，欧盟《市场滥用监管条例》则明确规定，即使受领人并未实际进行内幕交易，对于建议或劝诱他人交易及非法披露内幕信息行为亦应予以科责，因为此等行为皆具有直接或间接导致他人从事内幕交易的高度可能性，均会对证券市场诚信及投资者信心造成现实危险，同样有违禁止内幕交易的立法目的。^{〔7〕}

我国法对此问题的立场与欧盟相同：对于泄露行为或建议行为可以单独科责，无须以导致他

〔3〕 参见周光权：《法秩序统一性的含义与刑法体系解释——以侵害英雄烈士名誉、荣誉罪为例》，载《华东政法大学学报》2022年第2期。

〔4〕 对此的综合性研究，参见曹理：《证券内幕交易构成要件比较研究》，法律出版社2016年版。

〔5〕 See Donald C. Langevoort, *Insider Trading Regulation, Enforcement, & Prevention*, Thomson Reuters, 2023, § 4: 13.

〔6〕 参见段磊：《日本证券内幕交易规制的最新动态及借鉴——以2013年〈金融商品交易法〉修订为线索》，载《证券市场导报》2014年第6期。

〔7〕 See Marco Ventoruzzo & Sebastian Mock eds., *Market abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, Oxford University Press, 2022, p. 442.

人进行实际交易为必要条件。^{〔8〕}一方面,就刑事追责而言,根据最新“立案追诉标准”,“二年内三次以上实施内幕交易、泄露内幕信息行为的”“明示、暗示三人以上从事与内幕信息相关的证券交易活动的”,均作为内幕交易、泄露内幕信息案“情节严重”的独立认定标准。^{〔9〕}由此表明,泄露内幕信息及明示、暗示他人从事内幕交易行为本身,即为刑事追责对象,其成立犯罪无须他人基于内幕信息进行的实际交易存在,从而体现其危害证券市场公平交易秩序的违法性本质。^{〔10〕}另一方面,就行政追责而言,《证券法》第 191 条对于泄露行为和建议行为的处罚,同样不以引起他人实际从事内幕交易为要件。例如,在张某芳等泄露内幕信息案中,证监会以张某芳将内幕信息发布到 15 个微信群和朋友圈为依据,认定其构成泄露内幕信息行为,而未提及其泄露行为是否引起他人交易的事实。同样,对于作为张某芳信息来源的内幕人李某才,即使张某芳并未基于内幕信息进行交易,证监会仍认定其构成泄露内幕信息行为并予以处罚。^{〔11〕}相关执法人员指出,单纯的泄露行为虽未造成直接损害后果,但亦违背立法初衷,导致市场信息不对称,容易引发二次信息传递及内幕交易,增加违法风险。^{〔12〕}

上述立场适用于刑事、行政责任并无疑问,但适用于民事责任则会遭遇障碍:若无任何人基于内幕信息实际从事交易行为,则对内幕信息不知情的投资者即不会因为不公平的信息优势而遭受损害,进而也就无权要求单纯的泄露或建议行为人承担赔偿责任,原因在于后者的行为并不会直接导致投资者的交易损失。由此也体现出公法责任与私法责任的根本区别:公法责任旨在通过对违法者的惩罚或制裁来实现预防与遏制违法行为的目的,因此其适用并不一定要求造成了受保护法益的实际损害结果,有时只要具有引起该种结果的危险即足矣。^{〔13〕}与此不同,私法责任目的则在于救济受害人因违法行为遭受的损害,因此其适用以民事权益的实际损害结果为必备要件,无损害即无赔偿。^{〔14〕}就内幕交易而言,单纯的泄露或建议行为本身,即足以对证券市场公平交易秩序这一受保护法益造成现实危险,故有必要予以独立惩处和遏制,但却不会对其他投资者的合法权益造成实际损害,故不能独立适用民事责任。基于此,对《证券法》第 53 条第 3 款“内幕交易行为给投资者造成损失的”中“内幕交易行为”亦应作严格限定,即必须存在基于内幕信息进行的实际交易行为,而非泛指被禁止的三种行为样态之任意一种;至于泄露及建议行为人则应与实际交易人承担共同责任。

2. 对于内幕交易行为结果的特殊要求

当存在实际的内幕交易行为时,投资者是否即可主张赔偿?对此仍不能直接予以肯定,尚须考察内幕交易的具体结果,是盈利、亏损抑或其他。这是内幕交易民事责任与公法责任的另一不同之处:后者系以内幕交易行为本身的违法程度作为处罚的依据及标准,而并非关注交易结果。

〔8〕 参见肖伟:《论建议型内幕交易》,载《财经法学》2016 年第 2 期。

〔9〕 参见《最高人民法院 公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》(2022 年修订)第 30 条。

〔10〕 参见王志远:《从结果导向到过程导向:泄露内幕信息罪的规范本质及其适用》,载《人民检察》2022 年第 22 期。

〔11〕 参见中国证监会行政处罚决定书(〔2015〕23 号、24 号)。

〔12〕 参见中国证监会行政处罚委员会:《证券期货行政处罚案例解析》(第一辑),法律出版社 2017 年版,第 88 页。

〔13〕 参见黎宏:《民事责任、行政责任与刑事责任适用之司法困惑与解决》,载《人民检察》2016 年第 2 期。

〔14〕 参见王利明:《侵权责任法》(第 2 版),中国人民大学出版社 2021 年版,第 62 页。

例如，相关刑事司法解释将“证券交易成交额”“获利或者避免损失数额”及交易次数“三次以上”，均作为“情节严重”的独立认定标准，^{〔15〕}亦即，追究内幕交易刑事责任并不以其实际获利或者避免损失为前提。在杨某山内幕交易案中，当事人基于利好消息买入涉案股票，成交金额1499万余元，但最终亏损82万余元，法院基于其成交金额认定内幕交易情节特别严重。^{〔16〕}《证券法》第191条更是明确规定“没有违法所得的”内幕交易亦应处罚。实践中，还有从事内幕交易亏损1857万余元被处罚的案例。^{〔17〕}

然而，针对上述亏损型内幕交易则不能追究民事责任，因其并不会给其他投资者造成损失。无论内幕交易抑或合法证券交易，从某种意义上讲，均具有“零和博弈”（zero-sum game）特征，亦即，在排除证券本身的利润分配或发行人资产增值的因素后，所有投入证券市场的资源（体现为资金）配置只存在交易者之间的移转，其资源总量并未发生变化，卖方（最初的买方）的损失或利润就是买方（最后的卖方）相对应的利润或者损失。^{〔18〕}就内幕交易而言，行为人的净收益即违法所得（包括获利及避免损失）同样直接来源于交易对手的净亏损。^{〔19〕}据此，若内幕交易结果为净亏损，则意味着其交易对手获得了净收益，并不具备损害赔偿的事实基础，故民事追责须以内幕交易产生违法所得为特别前提条件。

（二）内幕交易民事责任的特别主观要件

1. 内幕交易民事责任适用过错原则

根据我国刑法通说，成立内幕交易犯罪要求行为人主观上具有故意，即明知是内幕交易行为而有意实施或者明知是内幕信息而有意泄露的主观心理状态。^{〔20〕}《中华人民共和国行政处罚法》（以下简称《行政处罚法》）第33条第2款则明确规定：“当事人有证据足以证明没有主观过错的，不予行政处罚。”因此，对于内幕交易的刑事及行政责任适用过错原则并无疑问，而对于民事责任的归责原则，《证券法》则付诸阙如。《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）虽然规定了无过错责任，但其归责事由主要为危险（高度危险责任等）和控制力（替代责任）；对于证券侵权，《证券法》只规定了实施虚假陈述的信息披露义务人承担无过错责任，以强化其作为信息来源的第一责任。而内幕交易并不符合这些特征，对其民事责任亦应采取过错原则为宜。一则，有利于保护行为自由。如果不考虑行为人的主观心理状态，无论是否知悉内幕信息，只要实施买卖、泄露或建议行为并造成损害结果就应承担赔偿责任，则未免动辄得咎，恐将造成“寒蝉效应”（chilling effect），不利于证券市场健康发展。二则，符合比较法趋势。美国、加拿大、澳大利亚、新加坡等在成文法中直接规定内幕交易民事责任的国家，均对责任人的主观要件作出明确要求。^{〔21〕}未直接规定民事责任的欧盟、英国、日本等法域，则允许投资者根据民法典

〔15〕 参见《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第6条。

〔16〕 参见上海市高级人民法院（2013）沪高刑终字第28号刑事裁定书。

〔17〕 参见中国证监会行政处罚决定书（〔2024〕4号）。

〔18〕 参见郑斌：《证券法要义》，北京大学出版社2021年版，第47页。

〔19〕 参见邢会强：《证券欺诈规制的实证研究》，中国法制出版社2016年版，第115页；Louise Gullifer & Jennifer Payne, *Corporate Finance Law: Principles and Policy*, Hart Publishing, 2020, p. 607.

〔20〕 参见陈兴良：《规范刑法学》（第4版），中国人民大学出版社2017年版，第658页。

〔21〕 相关介绍，参见曹理：《证券内幕交易构成要件比较研究》，法律出版社2016年版，第352页以下。

或普通法提起侵权诉讼，^{〔22〕} 后者同样以过错为归责原则。

2. 主观要件形式包含故意和过失

内幕交易民事责任的主观要件包含故意和过失两种形式，满足其一即可，明显低于刑事责任的要求。

第一，内幕交易民事责任构成中的故意。侵权故意即行为人明知其行为会造成侵害他人民事权益的后果，仍有意为之的心理状态，由认识要素和意志要素所构成：前者指行为人对其行为将会（必然或可能）发生侵害他人民事权益的后果有所认知，即“明知”；后者指希望或放任该结果的发生。在内幕交易民事责任中，行为人明知的内容一般包括：（1）行为的客体为内幕信息，即知悉其具备重大性和非公开性两项基本特征。对于泄露行为中受密人的主观要件，有观点建议应借鉴美国法，明定只有其知悉“泄密人违法泄露且其是前者利益交换或有意施惠的对象”时，才承担责任。^{〔23〕} 本文对此不予苟同：只要受密人知悉所接收的信息属于内幕信息，即应按照《证券法》第 83 条第 2 款的规定予以保密，^{〔24〕} 而无需再画蛇添足地要求其知悉“泄密人违法泄露”，否则很可能成为其逃避追责的借口。^{〔25〕} 不过，鉴于建议行为中建议人通常可能并未透露内幕信息，为防止被建议人以不知悉内幕信息为由逃避责任，应借鉴欧盟规定以“建议系基于（based upon）内幕信息而作出”作为其知悉内容。^{〔26〕}（2）行为的内容与社会意义，即知悉自己从事的是内幕交易行为、泄露内幕信息行为或者建议他人从事内幕交易的行为，而不包括对行为违法性的认知，因为任何人均不能因不知法律而免责。（3）行为的损害后果即侵害其他投资者的合法权益，具言之：在实际交易行为中是知悉行为会给其他投资者造成“纯粹经济损失”，对此，基于证券交易零和博弈特征不难推定成立；在泄露行为中是指知悉内幕信息会被用于证券交易或被继续扩散，进而对其他投资者造成损害；建议行为中是指知悉被建议人会根据其建议从事交易行为，进而对其他投资者造成损害。

第二，内幕交易民事责任构成中的过失。侵权过失是指行为人应知其行为会造成侵害他人民事权益的后果，但因未能尽到合理的注意义务而导致该结果发生的心理状态。对于具有过失的内幕交易人能否追究民事责任，有学者持否定观点。^{〔27〕} 本文认为有待商榷：一则，当今资本市场发达法域普遍将过失（至少是重大过失）纳入内幕交易行政/民事责任的主观要件范畴，以实现有效追责与充分救济的双重目标。^{〔28〕} 二则，我国行政执法实践亦对过失内幕交易行为予以处罚，如在包某春泄露内幕信息、吴某永内幕交易案中，证监会即认定“包某春在电话中对于吴某

〔22〕 See Rüdiger Veil ed., *European Capital Markets Law*, Hart Publishing, 2022, p. 225; Louise Gullifer & Jennifer Payne, *Corporate Finance Law: Principles and Policy*, Hart Publishing, 2020, p. 642; 〔日〕近藤光男、吉原和志、黑沼悦郎：《金融商品交易法入门》（第 3 版），梁爽译，法律出版社 2021 年版，第 289 页。

〔23〕 参见缪因知：《人际利益关系论下的内幕信息泄露责任研究》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2020 年第 3 期。

〔24〕 《证券法》第 83 条第 2 款规定：“任何单位和个人不得非法要求信息披露义务人提供依法需要披露但尚未披露的信息。任何单位和个人提前获知的前述信息，在依法披露前应当保密。”

〔25〕 相同观点，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》第 109 辑，中国金融出版社 2023 年版，第 77 页。

〔26〕 参见欧盟《市场滥用监管条例》第 8 条第 3 款。

〔27〕 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。

〔28〕 详解介绍，参见曹理：《证券内幕交易构成要件比较研究》，法律出版社 2016 年版，第 303 页以下。

永打听、刺探和印证内幕信息的行为未保持足够谨慎，属于过失泄露内幕信息”^{〔29〕}。同样，“应当知悉”内幕信息的受密人从事交易行为，亦构成内幕交易。^{〔30〕}因此，并无将过失排除于民事责任主观要件的充分理由，如果顾虑对行为人可能科责过重，则可将过失类型限定于重大过失，亦不至于影响投资者救济的实效。^{〔31〕}民事责任中的过失同样须具备认知要素，认知内容与故意相同，但认知程度则为“应知”或应当“预见”。判断标准是行为人是否违反了具有合理谨慎之人在相同情形下应当尽到的注意义务；同时还应当考虑行为人的职业身份、知识水平和专业技能等因素，适用同一职业领域中一位合格从业人员在相同情形下应达到的合理注意标准。^{〔32〕}如果行为人因未能实际知悉正常合理之人在相同情形下应当知悉的内容，即存在过失。

3. 违法目的及利用信息并非主观要件要素

关于内幕交易主观要件的构成要素，有观点认为还应当具备违法目的。如有主张“内幕交易犯罪均以获取非法利益或减少损失为目的”^{〔33〕}，亦有主张“不以获得不法收益为目的的泄密不在内幕交易规制范围之内”^{〔34〕}等等。本文认为此等观点难以成立：一则，我国证券法和刑法等并未要求内幕交易应具备违法目的要素；二则，其有违禁止内幕交易立法目的。内幕交易的违法性本质在于使用不公平信息优势进行交易或者予以传递，从而侵害证券市场交易秩序和其他投资者合法权益；虽然内幕交易通常为了获取非法利益，但亦不能排除不图任何回报、出于炫耀甚至泄愤等目的而泄露信息或建议交易的可能，两者危害性并无不同，不应区别对待。

此外，还有观点提出，因《证券法》第50条中含有“利用”语词，故内幕交易主观要件中还应包括“利用内幕信息”这一要素。^{〔35〕}本文认为，对于该条中的“利用”，不应从主观动机而应从客观行为角度进行理解，2003年欧盟修法将暗含主观意味的“利用”（take advantage of）改为完全客观的“使用”（use），即充分体现了这一思路。^{〔36〕}质言之，“利用”旨在强调内幕交易是基于内幕信息而作出的，即二者之间存在因果关系，因而具有不公平性故应予以禁止；反之，若行为人能够证明其虽然知悉内幕信息，但并未对其交易决策产生任何影响，如在知悉内幕信息之前既已作出决策，或者其决策系基于其他正当信息来源或正当理由而作出，等等，则因欠缺违法性而不构成内幕交易。因此，并无必要将利用内幕信息作为主观要件的一项独立要素，而是允许行为人以行为与内幕信息之间不存在因果关系为由进行抗辩，即可实现防止规制范围不当扩大的目的。

对此，参与立法的相关人士已经阐明我国法律立场：内幕交易主体只要从事了交易、泄露或

〔29〕 参见中国证监会行政处罚决定书（〔2013〕14号）。

〔30〕 参见中国证监会行政处罚决定书（〔2011〕57号）。

〔31〕 相同观点，参见邢会强：《内幕交易民事赔偿制度的三个基础性问题》，载《法律适用》2024年第10期。

〔32〕 参见程啸：《侵权责任法》（第3版），法律出版社2021版，第312页。

〔33〕 刘宪权：《涉证券、期货犯罪研究》，上海人民出版社2021年版，第112页。

〔34〕 陈岱松、徐嘉豪：《多层次传递型内幕交易责任认定的实证考察与理论反思》，载《中国证券期货》2023年第4期，第92页。

〔35〕 参见曾洋：《证券内幕交易的“利用要件”》，载《环球法律评论》2013年第6期。

〔36〕 See Marco Ventoruzzo & Sebastian Mock eds., *Market abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, 2nd Edition, Oxford University Press, 2022, p. 328.

建议行为，无论是否有获利目的、是否利用内幕信息以及是否从中获利，均构成内幕交易。^{〔37〕} 从而，内幕交易民事责任成立亦无须以违法目的及利用信息为前提条件。

二、适格原告：同时反向交易者

明确内幕交易民事责任的前提条件之后，需要讨论究竟哪些投资者可以主张损害赔偿，即民事赔偿诉讼的适格原告问题。对此我国学界主要存在四种观点：其一，交易对手说，提出应将内幕交易侵权受害人作狭义限定，即只能是内幕交易人的交易对手，以尽可能减免滥诉发生。^{〔38〕} 其二，当日反向交易者说，建议将赔偿请求权赋予在内幕交易当日与内幕人从事相反方向交易的投资者，这一观点兼具合理性与可操作性。^{〔39〕} 其三，信息未披露期间反向交易者说，主张适格原告包括从内幕交易开始至内幕信息公开期间内所有从事反向交易的投资者，因为其均因内幕信息未披露而遭受损害。^{〔40〕} 其四，同时反向交易者说，认为内幕交易民事赔偿责任的对象应为，在内幕交易发生时段（以内幕交易行为的开始为起点、结束为终点）的反向交易者，从而与内幕交易对投资者利益的现实影响相契合。^{〔41〕} 上述分歧表明，内幕交易侵权受害人即民事赔偿诉讼适格原告的合理界定，无疑成为内幕交易民事责任落实的关键，如不能有效解决，将会导致民事责任无的放矢，制度功能落空。基于此，本文认为，适格原告的界定方案，应以全面救济受害投资者为目标，不仅要在理论逻辑上融通自洽，更须在实践逻辑上切实可行，这就需要结合证券交易的特点进行深入分析。

（一）交易对手方案的实践价值局限严重

根据证券交易零和博弈特征，内幕交易人的违法所得直接来源于其交易对手的实际损失，由此就会自然得出后者即为实际受害人的结论。基于此，加拿大、澳大利亚等国立法直接将民事赔偿对象规定为，向内幕人出售或购买证券的对内幕信息不知情的投资者——善意相对方（innocent counterparties）；未以特别法规定民事责任的国家也仅对内幕人的交易对手提供救济。^{〔42〕} 此种方案尽管在理论逻辑上无懈可击，但其实践价值却存在严重局限。

从理论与实务来看，内幕交易亦可能发生于协议转让、大宗交易等非集中交易场景，此时交易双方可以明确认定，只有内幕交易人的交易对手才具有原告资格。^{〔43〕} 但交易对手方案的适用空间也仅限于此：不仅在于非集中交易并非证券交易的主要方式，更是因为现实中被发现的内幕交易绝大多数发生在集中交易市场中，以确保高度隐蔽。而集中交易的特殊规则导致交易对手方

〔37〕 参见王瑞贺主编：《中华人民共和国证券法释义》，法律出版社 2020 年版，第 93 页。

〔38〕 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。

〔39〕 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。

〔40〕 参见黄辉、赵青航、李海龙：《内幕交易法律制度研究：国际比较与本土实证》，北京大学出版社 2024 年版，第 287 页以下。

〔41〕 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》第 9 卷，法律出版社 2018 年版，第 70 页。

〔42〕 See Marco Ventoruzzo & Sebastian Mock eds., *Market abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, Oxford University Press, 2022, p. 97.

〔43〕 参见邢会强：《内幕交易民事赔偿制度的三个基础性问题》，载《法律适用》2024 年第 10 期。

案毫无用武之地。其一，特殊委托规则。根据《证券法》第105条，参与集中交易的投资者必须委托证券公司进行；证券公司在接受投资者委托后是以自己的名义从事证券买卖，成交之后，证券公司也是以自己的名义与证券登记结算机构进行证券和资金的一级结算，再与投资者进行二级结算。据此，投资者与证券公司之间属于典型的行纪关系，^{〔44〕}而一笔交易的双方投资者之间并未直接建立法律关系。其二，特殊结算规则。根据《证券法》158条，所有交易结算都必须通过登记结算机构这个中央对手方完成，其为所有买方和卖方的共同对手方，而买卖双方之间并不直接进行结算。这些特殊交易规则塑造出如下认识：在集中交易中，投资者是以证券公司或登记结算机构作为其交易对手的；而欲确定实际对手投资者的身份，则不仅成本高昂，且无实际意义，只会有损交易效率。^{〔45〕}囿于客观条件，在集中交易方式中通过计算机系统自动撮合成交，除非交易其中一方只有内幕人自己（这几乎不太可能），否则至多只能确定交易双方各有哪些投资者，而无法在双方为数众多的投资者之间建立起一一对应关系。

交易对手方案的合理性因而颇受质疑，如澳大利亚学者认为，其“过于严苛地限制了原告范围，以致对任何投资者而言，证明其为内幕交易人的实际交易对手都是非常困难的，由此所产生的研究与法律成本将会超过诉讼回报，从而实质削减其起诉诱因”^{〔46〕}。而原采用该方案的新加坡则于2000年修法时直接废除该方案，代之以同时反向交易者方案，彰显立法者对禁止内幕交易立法保护投资者范围认识的重大转变。^{〔47〕}

（二）同时反向交易者方案为现实的次优选择

鉴于内幕交易的实际受害人在集中交易方式下难以精确定定，为有效纾解适格原告界定的现实困境，相应的替代方案亦随之出现。最为著名的是美国制定法所确立的同时反向交易者方案（contemporaneous trading rule），即将原告范围界定为，与内幕人在相同时间内进行相反方向交易的所有善意投资者，无论其在集中交易中的交易指令是否被实际地匹配给内幕人。^{〔48〕}该方案由美国联邦第六巡回法院塞莱布雷兹（Celebrezze）法官在1976年Fridrich v. Bradford案的附和意见中首次提出：内幕人的实际交易对手肯定存在于那些与其同时进行反向交易的投资者当中，因此，同时反向交易者可以作为实际交易对手的“替代原告”（surrogate plaintiff），毕竟这些投资者是最有可能与内幕人构成实际交易关系的群体。^{〔49〕}美国国会于《1988年内幕交易和证券欺诈执行法》中对其予以明确采纳，新加坡、菲律宾等国也相继移植借鉴。与之近似的方案还有，当日反向交易者说和信息未披露期间反向交易者说，但均因限定条件过于宽泛不当扩大了原告范围，同时反向交易者方案在理论逻辑与实践逻辑方面更胜一筹。

首先，高度契合证券交易零和博弈特征。在集中交易方式中，内幕交易的实际受害人即与内

〔44〕 参见邢会强主编：《证券法学》（第3版），中国人民大学出版社2023年版，第123页。

〔45〕 参见叶林：《证券法》，中国人民大学出版社2013年版，第137页。

〔46〕 Mark Watts, *From Damages to Disgorgement: Civil Remedies for Insider Trading in Australia*, 36 Company and Securities Law Journal 48, 58-59 (2018).

〔47〕 See Alexander FH Loke, *The Protected Interests in the Private Right of Action for Insider Trading: A Comparative Perspective*, 7 Journal of Corporate Law Studies 307, 322 (2007).

〔48〕 参见黄辉、赵青航、李海龙：《内幕交易法律制度研究：国际比较与本土实证》，北京大学出版社2024年版，第263页。

〔49〕 See Fridrich v. Bradford, 542F.2d 307, 326 (6th Cir. 1976) (Celebrezze, J., concurring).

幕人交易指令直接对应的投资者虽然无法确定，但其所在群体范围却能够合理界分，即与内幕人在相同时间内参与相反方向交易的投资者，因为只有他们的交易指令才有可能与内幕人匹配成功。因此，这些同时反向交易者是最为接近实际受害人的可能受害人，与内幕人交易指令直接对应的投资者就存在于其中，非此即彼，将其作为赔偿对象高度契合证券交易的零和博弈特征。反之，那些在内幕交易完成后才开始参与反向交易的投资者，其交易指令无论如何都不可能和内幕人匹配成交，因而其损失也不可能对应于内幕人，而是对应于其他对内幕信息同样不知情的投资者。就此而言，无论当日反向交易者说抑或信息未披露期间反向交易者说，均不合理地扩大了原告范围，失之偏颇。

其次，逻辑融通自洽。信息未披露期间反向交易者说主张，内幕人未披露内幕信息即参与集中交易，导致在内幕信息未披露的整个期间内与其从事反向交易的所有不知情投资者，都处于同等的信息不公平地位，均有可能遭受内幕交易的侵害，因而也应当获得救济。^{〔50〕}此种观点存在明显缺陷：一则，《证券法》第 83 条第 2 款明确规定：“任何单位和个人不得非法要求信息披露义务人提供依法需要披露但尚未披露的信息。”故任何投资者均无权要求提前获得内幕信息。二则，信息披露义务主体具有严格的法定性，提前获知内幕信息之人则负有保密义务，并非信息披露义务主体的内幕人不仅无义务更无权利公开信息。因此，信息未披露期间反向交易者说的立论基础难以成立，内幕交易结束后才开始交易的反向交易者不可能受到内幕交易的侵害。实际上，内幕交易结束后至信息未披露期间的反向交易者损失系源于信息不对称，而非内幕交易，系属正常市场风险，不应转嫁于内幕人。相反，同时反向交易者方案的逻辑更为自洽，将赔偿对象限定为同时反向交易者，能够与内幕人利用不公平的信息优势与善意投资者进行不正当交易的本质保持内在一致。

最后，合理平衡权益保护与行为自由双重价值。一方面，将集中交易中内幕人的同时反向交易者全部纳入赔偿范围，确保所有可能受害的投资者均能获得救济，从而有效突破实际受害人无法确定导致的现实障碍；另一方面，又对适格原告资格予以严格限定，将在内幕交易结束后才参与反向交易的投资者排除在外，合理界分正常市场风险与违法行为侵害，防止对正当交易造成寒蝉效应，从而损害市场活跃与繁荣。同时反向交易者说由此在权益保护与行为自由之间实现了妥当平衡，堪为目前界定集中交易场景适格原告的较优方案。

同时反向交易者方案适用的关键无疑是“同时”条件的精准厘定，对此有观点认为应将其限定于“从内幕人下达交易指令到内幕交易指令在系统中撮合成交结束”^{〔51〕}。此种方法固然简明易行，但若考虑到集中交易特点与内幕交易本质，似乎仍有进一步深究的必要。^{〔52〕}如果内幕交易指令的下达与成交之间存在明显的间隔，则在其下达之后才下达的反向交易指令，成交时间可能早于或者晚于内幕交易，亦即并非必然匹配给内幕交易指令，而是与其他善意投资者的交易指令撮合成交。允许这些反向交易者亦可主张赔偿，对内幕交易人似有不公。因此，如将“同时”严

〔50〕 参见黄辉、赵青航、李海龙：《内幕交易法律制度研究：国际比较与本土实证》，北京大学出版社 2024 年版，第 288 页。

〔51〕 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，第 190 页。

〔52〕 对适格原告范围更为细致深入的探讨，参见邢会强：《内幕交易民事赔偿制度的三个基础性问题》，载《法律适用》2024 年第 10 期。

格限定为成交时间一致，或许更能接近实际受害人的真实范围。

但即便如此，也无法完全消除涵摄过度（over-inclusive）的风险，仍有可能将那些虽与内幕交易成交时间相同，但却与善意投资者的交易指令直接对应的反向交易者纳入原告范围，这在交易活跃时则更为显著。这实际上是集中交易特殊规则所导致的必然结果，在现有技术条件下难以破解。对此只能“两害相权取其轻”，诚如塞莱布雷兹法官正确地指出，“为实现禁止内幕交易立法救济投资者目的，对于原告范围界定的涵摄过度要胜过涵摄不足（under-inclusive）”^{〔53〕}。至于可能不当扩大原告范围的风险，可以通过以下两个途径予以缓解：其一，严格遵循零和博弈原理，将被告的赔偿总额限制在其违法所得范围内，由全体原告按成交量比例进行分配；其二，允许被告反证原告损失与其内幕交易不存在因果关系，从而免除赔偿责任。

三、交易因果关系：证明以及推定

同时反向交易者方案只解决了适格原告界定的程序问题，投资者想要获得赔偿仍须证明其投资损失与内幕交易之间存在因果关系。仿效侵权法中责任成立因果关系（事实因果关系）与责任范围因果关系（法律因果关系）的二分法，证券侵权责任因果关系亦被划分为交易因果关系与损失因果关系两个层次：前者指侵权行为与投资者交易行为之间存在客观上的联系，投资者系受侵权行为影响而作出交易决策；后者指投资者因交易行为而遭受损失，且系侵权行为直接导致。^{〔54〕}交易因果关系属于事实构成要件，解决侵权责任是否成立问题，损失因果关系则是在责任成立后用以解决赔偿范围问题，前者不存在即无需考察后者。^{〔55〕}因此，合理证明交易因果关系——内幕交易对原告损失的发生具有事实上的原因力，就成为民事责任成立的基础和必要条件。

（一）交易因果关系的证明困境

由于因果关系并非一种可以直接感知的现象，始终须运用间接证据予以证明；在更为复杂情形中，则可以通过推定这种替代证明的方法进行认定，即根据已证明的基础事实来认定推定事实成立，以缓解证明困难。我国《民法典》规定适用因果关系推定的侵权责任类型主要有：共同危险行为损害责任（第1170条）、环境污染和生态破坏责任（第1230条）、物品抛掷、坠落损害责任（第1254条）。对于虚假陈述侵权交易因果关系，亦通过司法解释形式确立了推定规则：原告如能证明虚假陈述行为存在、交易标的证券的关联性、原告在特定时间实施了相应交易三项事实，法院应当认定交易因果关系成立。^{〔56〕}其法理基础在于“欺诈市场理论”（fraud on the market theory）：在公开和成熟的效率市场中，证券市场价格反映了证券发行人的所有（包括错误虚假的）公开信息，虚假陈述扭曲市场价格并愚弄了整个市场；投资者因信赖市场诚信、价格公正性而进行交易，也就必然会受到虚假陈述的影响，即使对此不知情，也可推定虚假陈述与其

〔53〕 *Fridrich v. Bradford*, 542 F.2d 307, 326 (6th Cir. 1976) (Celebrezze, Anthony J., concurring).

〔54〕 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。

〔55〕 参见程啸：《侵权责任法》（第3版），法律出版社2021版，第236页。

〔56〕 参见《最高人民法院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》第11条。

交易之间存在因果关系。^{〔57〕}对于操纵市场侵权交易因果关系，虽无明文立法或司法规则，但学理与实务主流观点同样主张应依欺诈市场理论进行推定。^{〔58〕}

然而，在内幕交易民事责任中运用欺诈市场理论对交易因果关系进行推定，却遭到严重质疑，主要理由为内幕交易行为模式与欺诈市场理论并不适配，无法据之推定交易因果关系。亦即，欺诈市场理论适用前提是相关侵权行为会破坏证券市场效率、导致证券价格失真，善意投资者信赖市场价格真实性而从事交易，方能证明其受到侵权行为的误导，从而推定交易因果关系成立。无论虚假陈述抑或操纵市场，通常能够显著影响市场价格，适用欺诈市场理论具有充分合理性；相反，内幕交易则是秘密进行的，一般不会对证券价格造成可观察的变动，根本无法适用欺诈市场理论。^{〔59〕}在光大证券案中，被告光大证券公司即以此作为抗辩理由：其所实施对冲交易的总成交量、交易手法及市场价格变化，均不会影响相关证券市场价格，不会造成原告损失，故与原告交易之间不存在因果关系。^{〔60〕}还有观点认为，即使不运用欺诈市场理论进行推定，内幕交易与反向交易者的投资决策也难以符合侵权法中事实因果关系的证明标准。“内幕人未曾促使他人从事反向交易，无论有无内幕交易存在，其他投资者实际上总会发出同样的交易指令。内幕交易的存在没有改变其交易决策，或使其境遇变差。”^{〔61〕}在那些未直接规定内幕交易民事责任的国家，法院通常也以不存在事实因果关系为由，对投资者依一般侵权法提起的赔偿诉讼予以驳回。^{〔62〕}

本文认为，内幕交易侵权交易因果关系认定之所以遭遇现实困境，根本原因在于，未能准确厘清内幕交易的危害实质及其与投资者交易决策之间的内在关联。要么将内幕交易与虚假陈述等侵权行为简单等同，直接套用仅能适用于后者的因果关系认定方法，难免方枘圆凿；要么将二者完全对立，固持在与投资者交易决策关系方面根本不具有任何共性的立场，亦似有刻舟求剑之嫌。实际上，各种证券侵权行为虽然表现样态各异，但其危害实质却具有内在的共同性，即均会损害证券市场诚信（market integrity），从而对于投资者决策产生不同程度的影响。从此视域观察，或许能为内幕交易侵权交易因果关系认定提供有益启发。

（二）市场诚信视域下交易因果关系的证成

1. 内幕交易违法实质在于损害市场诚信

维护证券市场诚信已经成为当今世界证券监管的一项重要目标。根据国际证监会组织（IOSCO）的定义，所谓市场诚信是指，“监管者应当制定并执行有效规则，以确保证券市场以公平有序的方式运行，从而促进投资者的信心及参与”^{〔63〕}。欧盟委员会则将其界定为：“市场运行

〔57〕 参见耿利航：《欺诈市场理论反思》，载《法学研究》2020年第6期。

〔58〕 参见彭冰：《交易型操纵民事责任的因果关系界定》，载《中国法律评论》2023年第4期；樊健：《禁止操纵证券市场的理论基础：法律与金融的分析》，载《财经法学》2022年第3期。

〔59〕 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。

〔60〕 参见上海市高级人民法院（2015）沪高民五（商）终字第58号民事判决书。

〔61〕 缪因知：《内幕交易民事责任制度的知易行难》，载《清华法学》2018年第1期，第192-193页。

〔62〕 See Louise Gullifer & Jennifer Payne, *Corporate Finance Law: Principles and Policy*, Hart Publishing, 2020, p. 642.

〔63〕 IOSCO, *Regulatory Issues Raised by the Impact of Technology Changes on Market Integrity and Efficiency*, 2011, p. 9.

的公平与安全，没有虚假信息或内幕交易，使投资者具有信心并获得充分的保护。”^{〔64〕} 据此，可将市场诚信的内容概括为两个方面：其一，市场运行本身应当透明、有序、公正，确保所有投资者均能有平等机会获得与投资决策相关的可以信赖的重大信息；其二，全体市场参与者（发行人、投资者及中介机构等）均应诚信负责地作出行为，不得为了追求自身利益最大化而实施侵害社会公共利益与其他主体利益的不正当（欺诈）行为。

市场诚信是维系投资者信心的重要保障，也是证券市场稳定运行的基石。证券市场的诚信程度越高，投资者对市场的安全信心与公平信心就越高，证券市场也就越能吸引投资者。相应地，投资者参与程度提高才能促进市场活跃。^{〔65〕} 基于此，各国证券立法无不致力于全面构建法律制度体系，以最大程度维护证券市场诚信。一方面，通过强制性信息披露制度，要求发行人应将可能影响投资者作出投资判断的全部信息，按照真实、准确、完整、及时的要求同时向全体投资者公开；另一方面，通过禁止不当行为（反欺诈）制度，对于虚假陈述、操纵市场、内幕交易等不正当行为，予以严格禁止并惩处。从而确保证券市场得以在所有投资者均能平等获得真实信息前提下自由、公平地运行。

各种证券侵权行为的存在无疑会根本损害市场诚信，严重挫伤投资者信心。如果说虚假陈述和操纵市场是通过人为干预方式扭曲市场价格，破坏证券市场真实反映发行人基本面的价格发现功能，那么内幕交易则是利用一般投资者难以通过合法途径获得的未公开信息这一不公平优势，破坏证券市场“决策基础对等、风险概率相同”的公平交易秩序。在诚信证券市场当中，全体投资者均应当享有获得发行人及其证券真实信息的平等机会，并根据这些信息作出交易决策，进而承担自负盈亏的后果。由于交易对手之间的决策基础都是平等的，成败概率也都是相同的，实行投资者风险自负原则才具备正当性基础。反之，如果有人得以使用内幕信息与不知情的投资者进行交易，必然导致表面上双方自主决定自由进行的证券交易具有实质上的不平等性和不公正性。此时如仍要求受损投资者自担风险，恐将使其对证券市场诚信失去信任与信心，减少投资甚至不再投资，进而危及证券市场长期健康发展。^{〔66〕} 由此可见，内幕交易属于严重损害投资者信心、破坏证券市场公平性和秩序性的不正当交易行为，维护证券市场诚信亦被广泛接受为禁止内幕交易制度的首要立法目的。^{〔67〕} 正如光大证券案判决所指出：“内幕人利用内幕信息优势，与毫不知情的相对方进行交易，破坏证券交易制度的公平性，影响到一般投资者对证券市场公开、公正、公平的信赖，为我国证券法所禁止。”^{〔68〕}

2. 内幕交易侵权交易因果关系的认定

在厘清内幕交易损害市场诚信的危害实质之后，其与同时反向交易者决策之交易因果关系认定的难题或可迎刃而解。

〔64〕 邢会强主编：《证券法学》（第3版），中国人民大学出版社2023年版，第21页。

〔65〕 参见陈甦、陈洁：《证券市场诚信机制的运行逻辑与制度建构》，载《证券法苑》第7卷，法律出版社2012年版，第2页。

〔66〕 参见王瑞贺主编：《中华人民共和国证券法释义》，法律出版社2020年版，第94页。

〔67〕 See Juliette Overland, *How Important is Market Integrity? Revisiting the Reasons Why We Prohibit Insider Trading*, 38 Australian Journal of Corporate Law 132, 136 (2022).

〔68〕 上海市高级人民法院（2015）沪高民五（商）终字第58号民事判决书。

其一，依证据证明交易因果关系。交易因果关系或事实因果关系是从纯粹的事实角度观察侵权行为对权益侵害是否具有原因力，在此阶段，不论权益侵害是否仍有其他原因，只要侵权行为促成权益侵害，即应认定具有事实因果关系。^{〔69〕} 对其证明，两大法系通常采取必要条件标准（the condition sine qua non formula）或“无之则不然”标准（but-for test），即通过反事实推理（hypothetical inquiry）来判断侵权行为是否属于权益侵害的必要条件。具体而言，假若侵权行为不存在，权益侵害即不会发生，则事实因果关系成立。^{〔70〕} 对于内幕交易侵权交易因果关系的证明，相应的反事实推理过程应为：假若没有内幕交易，而其他市场条件不变，原告是否仍会遭受权益侵害。答案显然是否定的。

根据“证券守恒定律”（the Law of Conservation of Securities），^{〔71〕} 在所涉证券的流通总量不变的情况下，正因内幕人的买卖行为增加了该期间证券买入或者卖出数量，也就相应地增加了该期间不知情投资者对该证券实施反向交易的数量，^{〔72〕} 并被交易系统撮合成交。在此过程中，内幕人利用了不公平的信息优势，从而侵害了同时反向交易者的纯粹经济利益。反之，如果内幕人没有从事证券买卖行为，则不会有相关证券买卖数量的增加，也就不会有相应的同时反向交易数量的增加。上述同时反向交易者即使仍会作出同样的交易决策，其交易指令也只能被匹配给其他善意投资者，此时双方的决策基础都是平等的，符合市场诚信要求，因而交易结果合法公正，并无任何投资者的合法权益遭受侵害，纵有损失也亦属正常投资风险范畴。质言之，正是因为内幕交易的存在才剥夺了同时反向交易者达成公平交易的机会，假如不存在内幕交易，同时反向交易者即不会遭受不公平交易的结果，二者之间的交易因果关系由此得以证成。

其二，由法律推定交易因果关系。如果认为内幕交易侵权交易因果关系的上述证明方法仍然不够充分，则可以市场诚信理论为基础在法律中予以推定成立，从而允许内幕人以反证推翻。在诚信证券市场中，所有投资者均可以并且应当信赖市场的公平公正，任何人都只能凭借可以合法使用的信息从事交易，而内幕人则“偷偷地”利用不公平的信息优势与善意投资者进行交易，何尝不是对整个市场的一种欺骗？依市场诚信理论，内幕交易严重侵蚀市场诚信，善意投资者因信赖市场诚信而进行正当交易，即便其对内幕交易的存在不知情，也可以推定内幕交易与同时反向交易之间存在因果关系。进一步而言，假若事先知道市场上存在着内幕人且与其实施同时反向交易，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。因此，只要原告能够证明其与被告就同一标的证券实施了相反方向的交易且成交时间一致，被告行为构成内幕交易，法院就应当推定交易因果关系成立。

〔69〕 参见程啸：《侵权责任法》（第3版），法律出版社2021版，第239页。

〔70〕 参见〔奥〕海尔姆特·库齐奥主编：《侵权责任法的基本问题·第二卷·比较法的视角》，张家勇等译，北京大学出版社2020年版，第683页。

〔71〕 此术语由美国学者王威廉（William K. S. Wang）首次提出，意指任何已发行证券总量一定的情况下，某一投资者所持数量的增加，必然意味着其他投资者持有数量的减少，反之亦然，即买方买入的数量与卖方卖出的数量在总体上保持一致。See William K. S. Wang, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who Is Harmed, and Who Can Sue Whom under SEC Rule 10b-5?*, 54 Southern California Law Review 1217, 1235 (1981).

〔72〕 See Ian Ayres, *Internalizing Outsider Trading*, 101 Michigan Law Review 313, 330 (2002).

当然，对于交易因果关系的推定属于可推翻的推定，允许内幕人提出相反的事实进行反驳。换言之，如果被告能够证明其内幕交易并未影响原告的投资决策，则推定的基础事实即不复存在，交易因果关系自然不能成立。借鉴虚假陈述侵权交易因果关系的抗辩事由，内幕人可以推翻交易因果关系推定的事实主要有：原告在交易时知道或者应当知道反向交易者当中存在内幕人；原告的交易行为是受到其他主体虚假陈述或操纵市场的影响；原告本身亦知悉内幕信息或者构成操纵市场等违法行为；无论反向交易者当中是否存在内幕人，原告均会实施同样交易行为；等等。^{〔73〕}

四、赔偿范围：完全赔偿抑或限额赔偿

（一）争议观点及评析

赔偿范围的合理确定，亦是内幕交易民事责任制度适用的又一难点，对此主要存在三种不同观点，其争议实质是对内幕交易侵权实行完全赔偿、惩罚性赔偿抑或限额赔偿。

其一，实际损失说。此种观点认为，对内幕交易的威慑与遏制应主要通过公法责任实现，民事责任的追究只能限于原告实际损失的范围，即适用完全赔偿原则。^{〔74〕}光大证券案即采取此种观点，以原告实际交易价格与内幕信息公开后10个交易日的平均收盘价格的差额作为实际损失。^{〔75〕}应当承认，实际损失说与民事责任目的最为契合，“损害赔偿的目的就是要使受害人因侵权行为而遭受的实际损害能够得到全部的弥补，因此，损害赔偿的范围应以实际发生的损害为计算标准”^{〔76〕}。加拿大、澳大利亚等国立法即明确将内幕交易侵权赔偿范围规定为原告的实际损失。不过，因两国均将原告限定于内幕人的实际交易对手，适用完全赔偿原则尚无疑议，但在集中交易场景则会导致不合理的后果。如前文所述，囿于交易规则无法确定内幕人的实际交易对手，为最大限度保护可能受害的投资者利益，只能退而求其次将内幕人的同时反向交易者全部纳入原告范围，但其中交易指令并非与内幕交易直接对应之人的损失，事实上对应的是内幕人的同向交易者的所得，亦即全体原告的实际损失必然会超过内幕人的违法所得。特别是在交易活跃的情况下，坚持完全赔偿原则将会导致实际赔偿数额可能是天文数字，^{〔77〕}违背零和博弈原理，有失公允。

其二，惩罚性赔偿说。比实际损失说更为激进的是，有学者建议借鉴我国台湾地区的相关规定，对内幕交易实行惩罚性赔偿，即以原告实际损失的二至五倍作为赔偿范围，以惩罚和阻却恶意内幕交易行为。^{〔78〕}本文认为，此种观点的缺陷可能更为严重：一方面，台湾地区对内幕交易

〔73〕 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。

〔74〕 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》第9卷，法律出版社2018年版，第76页；赵旭东：《内幕交易民事责任的司法政策与导向》，载《法律适用》2013年第6期。

〔75〕 参见上海市高级人民法院（2015）沪高民五（商）终字第58号民事判决书。

〔76〕 王利明：《侵权责任法》（第2版），中国人民大学出版社2021年版，第119页。

〔77〕 参见中国社会科学院课题组：《证券法律责任制度完善研究》，载《证券法苑》第10卷，法律出版社2014年版，第509页。

〔78〕 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。

实行惩罚性赔偿，是基于相关行政责任缺失这一特殊背景，故而借助惩罚性赔偿以替代发挥制裁功能。但其正当性仍颇受质疑：纵然存在对内幕交易人进行惩罚的充分理由，却无法为原告获得超出实际损失的赔偿提供合理依据，似有不当得利之嫌，^{〔79〕}因而不是为鉴。另一方面，在集中交易场景赔偿实际损失既已可能导致“天价赔偿”，遑论再将赔偿数额放大至数倍。由此极易产生原、被告双方利益显著失衡的局面，不仅严重背离民事责任旨在实现矫正正义的初衷，更会造成新的不公正，得不偿失。

其三，违法所得说。此种观点提出，应借鉴美国、新加坡等国立法规定，将内幕交易人的赔偿范围限于其违法所得数额之内，由全体原告按照各自成交量比例进行分配。^{〔80〕}本文认为，该观点合理兼顾了零和博弈原理和集中交易特性，堪为妥适平衡内幕交易人与受害投资者利益的现实选择。一方面，根据零和博弈原理，内幕人基于利好消息买入证券而获利，该盈利正是从与其交易指令直接对应的投资者手中剥夺而来；内幕人基于利空消息卖出证券而避免损失，该损失则被转嫁给与其交易指令直接对应的投资者承担。因此，内幕交易人的违法所得与其所导致的投资者实际损失应当是相等的，以此作为其承担赔偿责任的范围，方符合矫正正义要求。另一方面，囿于集中交易的特殊规则，交易指令与内幕人直接对应的投资者难以确定，只能以与内幕人成交时间一致的反向交易者来替代，而后的实际损失总和必然会超过内幕人的违法所得，要求内幕人全额赔偿显然不公平，因为其中大部分人的损失实际上对应的是与内幕人同向交易的善意投资者的获利。“既然法律已经向原告作出了倾斜，使本不应获得赔偿的原告获得了赔偿，那么由此而被扩大进来的原告的损失就不能都由被告承担。”^{〔81〕}故有必要以内幕交易人的违法所得作为赔偿范围的限制。

综上，无论完全赔偿抑或惩罚性赔偿，均与证券集中交易方式严重抵牾，可能导致显失公平的后果；而限额赔偿则与零和博弈原理高度契合，相较而言，更适宜作为内幕交易侵权赔偿范围的确定准则。

（二）赔偿方案的基本设计

1. 基本方案

诚如侵权法学者所言，损害赔偿范围的确定，“目标不是要达到数学上的精确，而是价值上的妥当”^{〔82〕}。因为任何计算方法都难免存在局限性，故法律规则设计只能力争在投资者救济与内幕交易人担责之间达至最佳的平衡，将赔偿数额限定在合理范围之内。既要尽可能为投资者提供充分的救济，弥补其损失，同时又应避免对内幕交易人的合法财产造成不当剥夺，使其承担与内幕交易并无因果关系的赔偿责任。因此，原则上应以内幕交易违法所得作为民事责任的赔偿限额，由全体原告在此范围内按成交量比例进行分配。

其一，内幕交易违法所得的计算。准确计算内幕交易违法所得是确定赔偿范围的前提和关

〔79〕 参见刘连煜：《现代证券交易法实例研习》（第19版），新华出版社2023年版，第706页。

〔80〕 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；中国社会科学院课题组：《证券法律责任制度完善研究》，载《证券法苑》10卷，法律出版社2014年版，第509页。

〔81〕 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，第54页。

〔82〕 叶金强：《论侵权损害赔偿范围的确定》，载《中外法学》2012年第1期，第170页。

键，然而这一问题亦十分复杂，理论和实务中存在诸多争议。^{〔83〕} 对其详细探讨已经超出本文主题，在此仅提出总体的思路：对于内幕人获悉利好内幕信息后买入证券，并在信息公开后特定交易期间内卖出的，或者获悉利空内幕信息后（融券）卖出证券，并在信息公开后特定交易期间内买入（回补）的，应当采用实际所得法，以卖出价格减去买入价格及相关交易费用后的余额作为违法所得。对于内幕人获悉内幕信息后买入或卖出证券，但在信息公开后未予卖出或买入，或者超出特定交易期间卖出或买入的，则应采用拟制所得法，将信息公开后 5 个或 10 个交易日收盘平均价格作为基准价格，并以其与信息公开前的买卖价格的差额作为计算违法所得的基础。^{〔84〕}

其二，全体原告按比例分配赔偿金。在以内幕交易违法所得作为赔偿限额的前提下，个体原告的实际损失也可参照上述方法计算，但已不再重要，因为获赔数额取决于其成交量在全体原告中的比例。对此，需由受理法院向证券登记结算机构调取内幕交易人的全体同时反向交易者名单及其详尽的交易记录，在对原告资格进行严格审查的基础上，确定每位适格原告的成交量在全体原告总成交量中所占比例，然后乘以被告违法所得数额，从而计算出个体原告的具体赔偿数额。

2. 可能不足及弥补

上述方案可能存在不足：若交易活跃，内幕人的成交量远小于全体原告总成交量，则个体原告所获赔偿数额可能寥寥无几，与其实际损失相去甚远。对此，或可通过适当提高赔偿限额的方式予以弥补。例如，2015 年《中华人民共和国证券法（修订草案）》第 92 条就曾规定，内幕交易人须“在内幕交易违法所得三倍限额内承担赔偿责任”，有学者认为该条确立了惩罚性赔偿制度。^{〔85〕} 从内幕交易人的角度来看，要求其在违法所得三倍限额内承担赔偿责任，明显超出其所致实际损失的数额，的确是对其实科处的惩罚。不过，此种赔偿方式仍与上文所述的一般意义上的惩罚性赔偿存在显著区别：后者系以原告的实际损失作为计算赔偿数额的基准，集中交易场景全体原告的实际损失总额即可能远超被告违法所得，而被告违法所得的三倍却未必能够达到全体原告的实际损失。因此，本文更倾向于将其界定为限额赔偿，以区别于一般意义上的惩罚性赔偿。

至于提高赔偿限额的具体幅度，应当借鉴“动态体系理论”，由法院根据具体案件中内幕交易人的成交量所占全体原告总成交量的比例予以确定，即提高的幅度与成交量比例成反比，如占比低于 50%，可提高至违法所得的二倍，占比低于 1/3，可提高至违法所得的三倍，依次类推。结合证券法和刑法关于内幕交易罚款和罚金的上限分别为违法所得十倍和五倍的规定，建议将民事责任的赔偿限额最高设定为违法所得的五倍。同时，考虑到罚款与罚金应当相互折抵，^{〔86〕} 而赔偿限额的提高同样是对内幕交易人的惩罚，故亦应允许以超出违法所得部分的赔偿金额折抵罚金或罚款，以维护法秩序统一和公平对待内幕交易人。

〔83〕 参见彭冰：《破解内幕交易违法所得计算之难题》，载《法律适用》2024 年第 11 期。

〔84〕 参见王涛：《证券内幕交易犯罪构成研究》，中国检察出版社 2022 年版，第 189 页以下。

〔85〕 参见邢会强：《内幕交易惩罚性赔偿制度的构造原理与现实选择》，载《中国社会科学》2018 年第 4 期。

〔86〕 《行政处罚法》第 35 条第 2 款规定：“违法行为构成犯罪，人民法院判处罚金时，行政机关已经给予当事人罚款的，应当折抵相应罚金；行政机关尚未给予当事人罚款的，不再给予罚款。”

五、责任形态：单独抑或共同

如前所述，内幕交易民事追责须以存在实际交易行为且有违法所得为前提，而实际交易行为的具体实施方式复杂多样，如利用他人账户交易、雇用他人交易、为他人利益交易、数人共同交易、基于泄密/建议而实施的传递交易、单位进行交易，等等，不一而足。在上述情形中应如何认定相关主体的责任形态，无疑是司法实践所面临的突出难题，本文试将基于内幕信息从事的实际交易行为分为三种类型，即自行交易、传递交易和单位交易，并依此对其民事责任形态进行分别探讨。

（一）自行交易的民事责任

自行交易案型是指内幕人知悉内幕信息后依此决策实施了相关交易行为，依参与实施内幕交易的行为人数量的不同，可以分为单独交易与共同交易。

1. 单独交易的民事责任

所谓单独交易，核心判断标准在于内幕交易决策系由内幕人独立作出，而与交易账户名义、资金来源、操作下单、收益归属等并无必然关联。^{〔87〕} 如果内幕人以自己账户亲自操作交易，在符合责任构成要件时，根据自我责任原则，由其单独承担民事责任并无疑问。不过，现实中也普遍存在内幕人并不亲自出面，而是利用他人账户或者安排他人操作交易，以及使用他人资金为他人利益交易，对此应如何追究民事责任，需做具体分析。

其一，内幕人委托他人进行交易。即内幕人根据内幕信息作出交易决策，并指示他人使用自己账户和资金操作下单。如在余某内幕交易案中，内幕人余某提供三个账户及资金并下达交易指令，由胡某辰具体操作并领取固定薪酬，账户收益全部归于余某。证监会认定余某构成内幕交易，而未对按照余某指令操作账户的胡某辰作出处罚。^{〔88〕} 就此案型的民事责任承担，因交易决策系由内幕人独立作出，其无疑属于责任主体，但如确有证据证明作为代理人的具体操作者知道或者应当知道交易指令系根据内幕信息而作出，亦应根据《民法典》第 167 条的规定承担连带责任。^{〔89〕}

其二，内幕人以他人名义进行交易。系指内幕人为自己利益而利用他人账户，亲自或委托他人进行交易。现实中，内幕人为规避追责，利用他人账户进行交易的情形愈发普遍，其中不乏内幕人控制 10 个以上的账户。^{〔90〕} 如在罗某斌内幕交易案中，内幕人罗某斌利用其公司员工吕某和俞某的账户进行交易，吕某为主要操作者。罗某斌提供全部交易资金并获得全部收益。证监会认定罗某斌而非提供账户及操作交易的吕某为内幕交易行为人。^{〔91〕} 对此案型，如无充分证据证明账户提供者与内幕人之间存在共同过错从而构成共同交易或帮助交易行为，仍应由作出交易决策

〔87〕 参见宁荣：《内幕交易的多副面孔——中国的监管标准与执法实践》，经济科学出版社 2019 年版，第 148 页。

〔88〕 参见中国证监会行政处罚决定书（〔2019〕13 号）。

〔89〕 《民法典》第 167 条规定：“代理人知道或者应当知道代理事项违法仍然实施代理行为，或者被代理人知道或者应当知道代理人的代理行为违法未作反对表示的，被代理人和代理人应当承担连带责任。”

〔90〕 参见中国证监会行政处罚委员会：《证券期货行政处罚案例解析》（第二辑），法律出版社 2019 年版，第 13 页。

〔91〕 参见中国证监会行政处罚决定书（〔2013〕18 号）。

的内幕人单独承担民事责任。

其三，内幕人为他人利益交易。与前两种案型中内幕人系为自己利益进行交易不同，此案型中内幕人系作为代理人使用他人资金和账户为他人利益而进行交易。如在李某滨内幕交易案中，内幕人李某滨使用其父李某泰的账户，交易资金由其父存入，且未发现该账户与李某滨之间有资金往来。证监会认定作出交易决策的李某滨构成内幕交易行为，而未对交易账户、资金的提供者以及收益归属者作出处罚。执法人员指出，虽然只能认定李某滨系使用内幕信息“为他人买卖证券”而非“为自己买卖证券”，但并不影响其责任成立。^{〔92〕}同样，代理客户进行交易的信托公司、基金公司等主体如使用了内幕信息，亦可构成内幕交易。如在吉林信托内幕交易案中，吉林信托时任董事长在获知内幕信息后向交易员下达交易指令，为代理交易的“吉林九圣”“长春恒信”账户买入相关证券，被证监会认定为内幕交易。^{〔93〕}就民事追责而言，应当根据《民法典》第167条，除被代理人明知或应知存在内幕交易而未作反对表示时须承担连带责任外，应由作为代理人的内幕人单独承担责任。

2. 共同交易的民事责任

在数人参与内幕交易的场合，如能证明其符合共同侵权行为的构成条件，则可根据《民法典》第1168条的规定，追究复数参与者的连带责任。通说认为，共同侵权行为的必备条件有二：（1）共同过错，包括共同故意、共同过失以及故意与过失的结合，共同过错的存在使得数人的行为被整体性评价为一个侵权行为，从而与损害建立起直接因果关系；（2）共同参与行为，各行为人均协力实施了一定数量的、相互之间有一定联系的行为部分，并构成统一的致害原因。^{〔94〕}据此，追究内幕交易参与者的连带责任，须以证明其构成共同侵权即共同内幕交易为前提。

其一，共同内幕交易的主观条件。各行为人首先均应明知或应知内幕信息及交易行为，否则无法成立内幕交易；其次还应至少预见到其他行为人的存在，否则无法成立“共同”内幕交易。不过，对于行为人的共同过错尤其是共同故意通常难以获取足够的直接证据，因此证监会在执法实践中主要通过以下间接证据加以认定：行为人之间的固有关系，如夫妻、父母子女、兄弟姐妹等特定身份关系或较为密切的朋友关系等；是否具有利益或其他关联，如共同出资或以共有财产实施交易、共负盈亏、共同使用和管理账户等。^{〔95〕}其中，最为重要的是共同利益，如在施某新、陈某媛内幕交易案中，知悉内幕信息的施某新与陈某媛曾发生多次往来款转账，内幕信息敏感期内，二人通信联络频繁，陈某媛账户买入涉案股票成交金额791万元。涉案交易前，陈某媛账户交易金额仅为10万元左右，也从未交易过涉案股票。此次交易资金来源于翁某磊转入的800万元，系由施某新提供个人担保的借款。证监会认为，施某新与陈某媛关系密切且存在直接经济利益，构成共同内幕交易。^{〔96〕}

其二，共同内幕交易的客观条件。行政执法人员指出，内幕交易中的共同参与行为，既可以

〔92〕 参见中国证监会行政处罚委员会：《证券期货行政处罚案例解析》（第一辑），法律出版社2017年版，第56页。

〔93〕 参见中国证监会行政处罚决定书（〔2017〕104号）。

〔94〕 参见王利明：《侵权责任法》（第2版），中国人民大学出版社2021年版，第99页。

〔95〕 参见中国证监会行政处罚委员会：《证券期货行政处罚案例解析》（第一辑），法律出版社2017年版，第121页。

〔96〕 参见中国证监会行政处罚决定书（〔2018〕24号）。

表现为共同决策、共同操作，也可以表现为分工协作、相互配合。^{〔97〕}前者如刘甲、刘乙内幕交易案：刘甲知悉内幕信息，其妹刘乙账户在内幕信息敏感期内多次买入涉案股票。其中，2015 年 7 月之前主要由刘甲在单位使用电脑下单，之后主要通过刘乙手机号码下单。证监会依据二人近亲属关系、刘乙账户资金实际归属于二人共有、二人商定将账户内剩余的 32 万元归属于刘乙，以及通话联络与交易行为高度吻合等证据，认定二人合谋完成内幕交易。^{〔98〕}后者如金某、吕某内幕交易案：知悉内幕信息的金某在吕某多次打探后也想据此获利，便将内幕信息泄露给吕某，并从朋友处借得 500 万元转入吕某账户，委托其买入涉案股票，法院认定二人构成内幕交易共同犯罪。^{〔99〕}

（二）传递交易的民事责任

传递交易案型是指内幕人知悉内幕信息后自己并未实施交易，而是将该信息传递给他人，由受领人实际从事内幕交易。由于传递人仅存在泄露或建议行为，认定其构成共同内幕交易的条件并不充分，因此无法以共同侵权行为追究其连带责任。为破解这一困境，美国《1934 年证券交易法》第 20A（c）条规定：“任何违反法律法规传递内幕信息之人，应与其传递的对象即实施内幕交易之人，对于同时反向交易者的损失承担连带赔偿责任。”由此即赋予了原告对信息传递人索赔的明示诉权，只需证明其实施了信息传递行为即可。^{〔100〕}我国法中可以作为请求权基础的是《民法典》第 1169 条第 1 款，该款规定：“教唆、帮助他人实施侵权行为的，应当与行为人承担连带责任。”亦即，应以教唆/帮助行为作为泄密/建议人民事追责的法理依据。

1. 直接传递交易的民事责任

教唆/帮助行为在民法中属于“视为的共同侵权行为”，旨在通过共同过错这一核心要件将直接加害行为与教唆/帮助行为评价为一个侵权行为，从而构成损害的统一原因，以减轻受害人的举证责任。^{〔101〕}依权威解释，教唆是指对他人进行开导、说服，或通过刺激、利诱、怂恿等方法使该他人实施侵权行为，而帮助则是指通过提供工具或指导方法，以便他人易于实施侵权行为。二者的根本区别在于，教唆对他人产生侵权意图起到决定性作用，而帮助则仅为已有侵权意图之人提供了协助。^{〔102〕}不难发现，内幕交易中信息传递行为对于实际交易行为的作用，与教唆/帮助完全相同：

首先，建议行为直接指向具体交易内容，显然会对被建议人的交易决策产生重要影响，无疑具有教唆性质。其次，泄密行为虽未直接涉及交易内容，但却提供了作出交易决策的最重要依据——内幕信息，同样会影响受密人的交易决策，因而不同于一般的帮助，而更接近于教唆。当然，无论教唆抑或帮助，均须与直接侵权行为连带担责，严格界分的实益不大。再次，存在共同过错。传递人明知或应知：（1）其所传递的为内幕信息；（2）受领人将会基于信息传递而从事交

〔97〕 参见宁荣：《内幕交易的多副面孔——中国的监管标准与执法实践》，经济科学出版社 2019 年版，第 205 页。

〔98〕 参见中国证监会行政处罚决定书（〔2017〕74 号）。

〔99〕 参见浙江省高级人民法院（2013）浙刑二终字第 135 号刑事判决书。

〔100〕 See William Wang & Marc Steinberg, *Insider Trading*, Oxford University Press, 2010, p. 599.

〔101〕 参见程啸：《侵权责任法》（第 3 版），法律出版社 2021 版，第 392 页。

〔102〕 参见黄薇主编：《中华人民共和国民法典释义》，法律出版社 2020 年版，第 2248 页。

易或将该信息传递继续扩散。受领人明知或应知传递内容为内幕信息或系基于内幕信息而作出，缺少此一主观要件则不宜认定受领人构成内幕交易，即使其交易决策确受内幕信息影响。如建议人并未透露任何内幕信息，且并无充分证据证明被建议人应知该建议基于内幕信息而作出，此时应将交易行为视为传递人为受领人利益而实施的内幕交易，由传递人单独承担责任。^{〔103〕}最后也最为重要的是，受领人基于信息传递实际进行了交易，即信息传递与交易行为之间存在因果关系；反之，如果受领人确有证据证明其交易决策系基于其他正当信息来源或正当理由而作出，完全未受信息传递的影响，则可有效阻却交易行为的违法性，因无内幕交易行为亦不能追究传递人的民事责任。

2. 间接传递交易的民事责任

连带责任规则能否同样适用于间接信息传递情形可能存在争议。例如，A 将内幕信息泄露给 B，B 未进行交易而是将该信息泄露给 C，C 据此实施了内幕交易。或者，A 建议 B 进行内幕交易，B 未交易而是建议 C 交易，C 据此实施了内幕交易。A 是否应当对 C 的内幕交易承担责任？比较法上存在不同规制模式：日本法将应受禁止内幕交易规制的信息受领人限定于第一手信息受领人，而二手以后的信息受领人则不在规制范围之内。^{〔104〕}应用于上述示例的结果是，因 C 不具法定身份而不构成内幕交易，故 A 亦当然免责。相反，美欧法域则并无此类限制，只要符合信息传递行为构成要件即应承担民事责任，而无论其所传递的内幕信息系经过几次再传递才被实际用于交易。

对此的分歧同样存在于我国。有观点提出，“泄露人应当仅对其直接泄露对象的行为具有认知，否则在可能无限延展的内幕信息传递链条上，各个环节的泄露人都将承担泄露责任，有打击范围过宽之嫌”^{〔105〕}。相反的观点则主张，“如果内幕信息泄露人、传递人明知自己泄露或传递内幕信息后，该信息会被进一步传递或扩散，那么，就应对后续所有人的传递、交易行为承担责任”^{〔106〕}。在行政执法领域，证监会并未以传递人的直接受领人从事实际交易作为对其处罚的限制条件，如在贾某林泄露内幕信息案中，内幕人贾某林将内幕信息泄露给其朋友周某鹏，后者又泄露给姚某、张某祯，证监会认定贾某林构成泄露内幕信息。^{〔107〕}

本文认为，认定间接传递中传递人责任的条件与直接传递不应有所区别，即仍以其对所传递的信息会被进一步传递是否具有可预见性作为根本归责依据，而与信息被再次传递多少层级、最终的实际交易人是谁无关，如此才能严防内幕信息扩散从而有效遏制内幕交易。诚如权威司法观点所指出：“如果泄露内幕信息的人员知晓有二传、三传乃至之后的人在利用其泄露的内幕信息进行交易而不加制止或未有效制止，那么其就应当对这些从事内幕交易的扩散行为承担责任。”^{〔108〕}不过，与

〔103〕 对此情形刑事追责的权威观点亦认为，建议者构成内幕交易罪的“间接正犯”，被建议者不构成内幕交易罪。参见裴显鼎、逢锦温、刘晓虎：《证券犯罪若干疑难问题之研讨（上）》，载《人民法院报》2012年3月21日，第6版。

〔104〕 参见〔日〕近藤光男、吉原和志、黑沼悦郎：《金融商品交易法入门》（第3版），梁爽译，法律出版社2021年版，第259页。

〔105〕 吴春妹等：《泄露内幕信息罪的司法认定》，载《人民检察》2022年第22期，第28页。

〔106〕 顾海鸿等：《内幕交易、泄露内幕信息具体行为如何判断》，载《人民检察》2017年第8期，第44-45页。

〔107〕 参见中国证监会行政处罚决定书（〔2016〕13号）。

〔108〕 苗有水、刘晓虎：《〈关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释〉的理解与适用》，载《人民司法·应用》2012年第15期，第26页。

直接传递不同的是，间接传递中传递人与实际交易的间接受领人并无共同意思结合，其对后者的交易决策仅具有间接影响，如仍科以连带责任似乎过重。对此，或可考虑适用《民法典》第 1172 条关于无意思联络分别侵权行为承担按份责任之规定：传递人与间接受领人分别实施的违法行为均不足以单独造成损害，而是偶然结合在一起造成了同一损害，故传递人应根据其过错程度及对交易行为影响力大小承担相应份额的责任，而交易人则与其直接传递人对其余部分损害承担连带责任。无论内幕信息经过多少层级传递均可适用这一责任分担规则，以符合“罚当其过”的公平原则。

（三）单位交易的民事责任

如同其他违法行为，内幕交易实施主体不仅限于自然人，也包括单位，对此证券法和刑法均明确规定，单位从事内幕交易的，采取“双罚制”，即对单位及直接负责的主管人员和其他直接责任人员均予以处罚。对于民事责任承担是否亦应采取同一方式，则须从以下两方面进行具体判断。

一方面，单位承担民事责任的前提是存在单位内幕交易行为。在判断内幕交易是单位行为还是个人行为时，行政执法人员指出，应综合考量以下因素：（1）相关交易决策能否代表单位意志；（2）相关责任人员实施的行为是否属于职务行为；（3）是否利用了单位资源；（4）是否为了单位利益。^{〔109〕}如不具备上述条件则应认定为个人交易，如在赵某军内幕交易案中，尚德大成公司的实际控制人赵某军在获知内幕信息后，迅速向公司账户转入 2000 万元，并指派公司工作人员操作买入涉案股票。监管机构认为，虽然涉案交易由尚德大成工作人员使用公司账户完成，但并非由公司集体决策或由负责人代表公司进行决策，而是代表赵某军个人意志和利益，尚德大成只是其实施违法行为的工具，故应认定为赵某军个人内幕交易。^{〔110〕}

本文认为，单位内幕交易的成立并非一定要由单位权力机构或法定代表人作出决策，依据刑法理论，一般工作人员在单位的概括性授权范围内实施的行为也是单位意志的体现，^{〔111〕}此其一；其二，根据规定用人单位侵权责任的《民法典》第 1191 条，只要工作人员因执行工作任务而造成他人损害，用人单位即应承担无过错责任。因此，如果交易操作人员在知悉内幕信息后，使用单位账户为单位进行交易，亦应由单位承担内幕交易民事责任。

另一方面，相关自然人的民事责任须依其具体身份而定。如前所述，我国法规定单位侵权责任的承担主体为单位本身，而不包括直接负责的主管人员和其他直接责任人员，故无法依此追究代表单位意志作出内幕交易决策的自然人的民事责任。不过，2023 年修改后的《中华人民共和国公司法》第 191 条关于董事、高管对第三人责任的规定，即“董事、高级管理人员执行职务，给他人造成损害的，公司应当承担赔偿责任；董事、高级管理人员存在故意或者重大过失的，也应当承担赔偿责任”或可为投资者索赔提供新的请求权基础。至于具体责任形态，则存在连带责任与补充责任的争议，本文倾向于连带责任，其不仅对投资者救济更为有利，且与发行人虚假陈述时其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员须承担连带责任

〔109〕 参见中国证监会行政处罚委员会：《证券期货行政处罚案例解析》（第二辑），法律出版社 2019 年版，第 25 页。

〔110〕 参见中国证监会行政处罚委员会：《证券期货行政处罚案例解析》（第一辑），法律出版社 2017 年版，第 86 页。

〔111〕 参见黎宏：《刑法学总论》，法律出版社 2016 年版，第 121 页。

的规则相一致。

据此，对于公司法人内幕交易，原告可以要求代表公司作出决策或者对工作人员所作决策存在重大过失的董事、高级管理人员，与公司承担连带赔偿责任。同时，如实施内幕交易的单位系不具有法人资格的个人独资企业或合伙企业，则其投资人或普通合伙人亦应对原告承担连带赔偿责任。

六、结 语

有效规制内幕交易须多管齐下，建立刑事制裁、行政处罚和民事赔偿三位一体的全方位立体化追责机制。其中，民事赔偿责任制度具有救济受害投资者合法权益的特殊功能，非公法责任所能替代。内幕交易民事责任认定与承担法律规则的科学构建，应当紧密结合内幕交易严重破坏市场诚信、侵蚀投资者信心的危害实质，并充分考虑证券交易零和博弈特征与集中交易市场特殊规则，综合运用民商法学理论与现行法律规范，对于特别主客观要件、赔偿对象、交易因果关系、赔偿范围、涉及多数行为人时的责任形态等与投资者索赔直接相关问题作出具体规定。如此方能实现民事责任制度保护投资者合法权益的目标，使受害投资者更加直接、便捷地获得救济，切实增强其获得感，从而真正践行我国以投资者为本的证券监管理念，为证券市场高质量发展奠定坚实基础。

Abstract: According to the zero-sum game characteristic of securities trading, the insider's illegal gains come from counter-party's loss, therefore pursuing their civil liabilities should based on illegal gains, together with subjective fault including intention and gross negligence. Subject to the special rules of centralized trading, appropriate objects of damages should be comprised of reverse traders with insiders whose transactions established simultaneously for protecting comprehensively, in order to provide relief to all possible victims. The harmful essence of insider trading leads to corrupting market integrity and undermining investors' confidence, and the transactions causation between insiders and innocent investors who rely on the market integrity to trade, could be presumed on the fraud-on-the-market theory. Based on the zero-sum game principle and centralized trading rules, the amounts of compensation should determined by the proportion of each plaintiff's overall transaction volume, within the scope of the defendant's illegal gains. Insider tradings which should assumed civil liability can be summarized as three types: self trading, tipping trading and entity trading, and the form of liabilities should be determined separately within the current legal framework based on specific circumstances.

Key Words: insider trading, civil liability, market integrity, investors' relief

(责任编辑：王湘淳)