

## 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

徐宇翔\*

**摘要:**我国内幕交易民事赔偿司法实践中存在认定要素争议大、裁判标准失衡、裁判要素差异化等问题。本文分析了市场欺诈理论的困境,引入公平交易理论作为理论基础,进而梳理事实因果与法律因果的认定要素,明确因内幕信息获利与因内幕交易获利的区分、内幕交易人的获利与受害人的范围。在此基础上,本文从适格原告的界定、附加要素的分类与梳理、排除侵权损害赔偿数额中无关因素出发归纳出“三层级”认定法,以此规范内幕交易民事赔偿责任中因果关系的认定。

**关键词:**公平交易 内幕交易 因果关系

### 引言

内幕交易是指知悉尚未公开信息的人员,出于牟利或止损意图,自己或通过他人利用该信息开展

---

\* 中国政法大学硕士,现任北京金融法院法官助理。

证券交易活动的行为。<sup>〔1〕</sup> 其是资本市场三大毒瘤之一,严重损害投资者信心,对证券业的长久发展有极大的负面影响。尽管2005年修订的《证券法》对内幕交易民事赔偿责任作了原则性规定,2021年中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》(以下简称《意见》)第7条也明确提出要健全民事赔偿制度,但长期以来对内幕交易的规制主要通过行政或刑事责任实现,民事赔偿制度处于虚置状态。

内幕交易民事责任中,违反《证券法》进行内幕交易的行为与受害人遭受的损失之间是否存在因果关系是认定中的重中之重。与一般因果关系不同,基于证券市场中价格变动的不稳定性、多因素共同作用的复杂性、多投资主体的同时参与性,因果关系的认定中需要排除与内幕交易行为无关的市场因素等的影响,往往难以判断。同时较之刑事责任中对内幕交易行为相对概括的程度评价,民事责任中认定各受害人具体的损害金额,需要更明确的标准。解决该问题对实现证券市场促公平与提效率统一,达成“追首恶”和“打帮凶”并举,进而推动资本市场高质量发展有着重要意义。基于此,笔者以内幕交易民事责任因果关系为研究对象,结合司法案例,探讨认定规则。

## 一、内幕交易民事责任因果关系司法认定的现状与问题

通过中国裁判文书网,以“证券内幕交易责任纠纷”为案由进行检索,截至2023年6月15日,共检索到285份文书。经过逐一阅读与筛选,排除230份无关文书,<sup>〔2〕</sup>得到可供研究的样本文书55份。通过比较分析,发现存在如下问题。

---

〔1〕 参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第4页。

〔2〕 排除的文书中包括非公开文书204份,管辖权异议裁定24份,不予执行裁定1份,补正裁定1份。

## (一)内幕交易民事责任因果关系认定的司法现状

### 1. 民事赔偿制度虚置

从涉诉主体看,55 件案件中投资者诉光大证券股份有限公司(以下简称光大公司)系列案件(以下简称光大乌龙指案)共计 49 件,案件较为集中。从处理结果看,有 33 件撤回起诉,有 17 件被法院驳回起诉或上诉,有 3 件的赔偿请求得到法院支持(均为光大乌龙指案),1 件视为撤回上诉,1 件不予受理。可见,目前证券内幕交易责任纠纷受理案件类型有限,除光大乌龙指案外应用极少,且该案仅部分投资者得到了赔偿,可见相关民事赔偿制度处于虚置状态。

### 2. 认定要素争议较大

从诉辩主张来看,针对因果关系,原告普遍主张系因为被告内幕交易行为引发股价上涨而买入,交易的股票种类与内幕交易涉及的股票直接相关。而被告主要从交易时段不适格、交易品种不相关及证券市场固有风险等角度进行抗辩。从原、被告双方提出的理由(见表 1)来看,涉及交易时间、交易品种、交易模式、交易手法、总成交量等多种认定要素,在此基础上,对于内幕交易民事责任因果关系的认定标准、举证责任等均存在较大争议。

表 1 部分样本中当事人双方的诉辩理由

主体	理由	数量/件
原告	原告系因为被告行为引起的上涨买入标的证券,并因此受到损失	12
	交易的证券品种与内幕交易直接相关	8
	内幕交易的认定标准不宜过高	2
	内幕交易行为人负有举证责任	2
	被告提供的内部管理制度不足以作为定案依据	1
	原告“跟风买入”的行为并无道德问题或法律问题,不能以此否定上诉人获得赔偿的权利	1

续表

主体	理由	数量/件
被告	被告只在特定时间段构成内幕交易	7
	从总成交量、交易手法、市场价格变化来看,均不会影响市场价格,不会造成原告损失,故不存在因果关系	6
	原告的交易品种、交易模式表明其所受损失与内幕交易之间没有因果关系	3
	证券投资者对自己的投资行为应依赖于自己的判断,光大公司错单交易后,投资者跟风买入产生的损失应由其自行承担	3
	原告提供的交易记录不完整,无法证明损失	2

### 3. 裁判标准显著失衡

从裁判标准来看,在陈某灵诉潘某深证券内幕交易赔偿纠纷案中,法院认定一方面原、被告双方本身不认识,被告没有对原告的投资进行诱导,另一方面被告行为没有造成股价波动,未对原告造成不利后果。在李某与黄某裕、杜某证券内幕交易责任案中,法院认定原告损失并非被告行为所致,且证券市场存在交易风险,李某主张的损失期间并非被告内幕交易行为的发生区间。在吴某峰诉杜某等证券内幕交易责任纠纷案中,法院认为尽管被告已经受到刑事制裁,但原被告并不相识,原告系基于自身投资经验作出决策,所受损失与被告行为无关。可见,对于内幕交易民事责任因果关系的认定,目前的裁判标准并不统一(案件详见附件2)。

### 4. 裁判要素差异较大

从样本裁判要点来看,其一,各案件中关于判断内幕交易因果关系是否存在的考量因素分歧较大。多数案件以市场本身的交易风险否定内幕交易行为和投资者损失的因果关系。部分法官关注到了交易方向、交易时段乃至于股价波动状况等影响因素,但亦有值得商榷之处。如部分法院以原告交易时段与内幕交易相隔较远否定因果关系,但是没有对内幕信息是否披露及其影响作出论述。极少数法院综合了交易方向、时段和价格变动等因素进行系统说明。另外,部分法院认为原告与被告本不认识,原告的交易行为也并非在被告的诱导下作出。在证券市场撮合

交易下,原、被告在交易中均属匿名,法院以双方不认识而否定因果关系,不符合证券市场发展客观规律。且内幕交易一般是秘密进行的,行为人通常不会实施诱导行为。其二,对于原告承担的因果关系证明责任,法院在表述上并不统一,有的法院认为原告应对被告内幕交易与原告损失之间的因果关系承担证明责任,另有法院要求证明存在必然因果关系,也有法院要求证明存在相当因果关系。这反映出目前司法实践对因果关系的认定标准存在差异。内幕交易民事纠纷法院裁判要点分类见表2。

表2 内幕交易民事纠纷法院裁判要点分类

结果	理由	数量/件
驳回	正常交易风险	7
	交易时段不符	7
	缺乏必然因果关系	1
	交易方向相同	2
	技术风险损失不赔,内幕交易应赔	1
	该交易行为并未违法或违反交易规则	3
支持	无其他风险因素明显介入	1
	内幕交易特定股票量占当日该股交易总量比例较高	1
	原告交易品种与内幕交易人相同且方向相反	1
赔偿计算	投资者在内幕交易时间段内的交易价格与基准价格(内幕信息公开后10个交易日的平均交易价格)的差额,乘以交易的具体数量,作为投资者损失额	3

## (二) 现状原因分析

从数量来看,目前证券内幕交易民事诉讼案件总数仅55件,而内幕交易行政处罚案件却已达1115件,<sup>[3]</sup>数量上形成严重倒挂。实践中内幕交易权利救济更倾向于运用行政和刑事手段,民事责任方面的救济理

[3] 该数据为2023年6月30日在威科先行法律信息库中,以“内幕交易”为关键词,作出机关为中国证监会及其派出机构,进行检索所得。

念、方式、程度严重不足。而案件数量稀少进一步导致内幕交易民事赔偿领域司法关注度不高、裁判规则缺失,进而影响证券交易者维权时的选择,形成“恶性循环”。具体而言,造成上述困境的原因如下。

### 1. 法律规范供给阙如

现行规范对内幕交易刑事责任、行政责任认定及处罚作出了明确规定。如《刑法》第 180 条规定的内幕交易、泄露内幕信息罪,《期货交易管理条例》规定的处罚措施。而对于内幕交易民事责任的认定和处罚标准却规定较少。对属民事责任认定核心的因果关系,目前无论是法律、司法解释还是行政规章均未明确具体认定依据。在光大乌龙指案中,被告方即主张原告诉请的侵权赔偿只有在法律明确保护的前提下才能得到支持。

### 2. 多种市场因素聚合

证券投资本身具有较高风险,可能造成投资者损失的因素亦有多种。因而内幕交易民事责任因果关系往往牵涉多种因素,表现形式复杂,可能涉及社会经济、投资人心理等诸多因素。从域外证券司法实践来看,在认定内幕交易造成的投资者损失时,一般要结合交易和损失发生时间、影响股价变动情形及行为的连续性和作用范围等因素综合考虑。<sup>[4]</sup>

在多种因素影响下,即便因果关系得以确定,赔偿责任厘定仍属难题。因此,因果关系认定可转化为对内幕交易行为致损原因力大小的把握,在审理过程中应当准确划分内幕交易行为责任、投资者个人责任和系统风险等其他因素责任的大小,这亦是因果关系认定难点所在。如果认定标准过于强调内幕交易原因力,而忽视投资者决策或系统性风险,实质上加重了内幕交易人责任。与之相对,如果在责任认定上过于强调内幕交易行为与损害结果间的必然因果关系,设置较高证明门槛,则不利于保护投资者。应当说内幕交易行为对投资者公平交易权利的侵害是显而易见的,但实践中对如何合理区分自身决策失误与内幕交易侵害还有争议,不少法院直接将投资者损失归责于投资经验不足进而否定了内幕交易因果关系,这明显与内幕交易民事责任设置的制度初衷不符。

---

[4] See *A mold S. Jacobs*, *The Georgetown Law Journal*, Vol. 65, 1977.

### 3. 行为与价格关联不足

内幕交易不必然在短期内直接影响证券价格。证券价格是投资者据以决策的重要信号,其损失往往也来自对价格走势的判断失误。在操纵市场或虚假陈述责任纠纷中,通过散布虚假信息、连续交易及不实披露等手段拉升或打压股价,一般情况下均直接作用于股价,投资人只要证明决策受到影响,即可证明违法行为与自身损失的因果关系。而内幕交易主要凭借信息从生成到发布的时间差,一般不会改变投资者原定的交易决策,因此具有较强隐蔽性。

### 4. 撮合交易识别困难

内幕交易民事责任制度所保护的投资者是内幕交易行为人的交易对手。样本中部分判决以难以确定原告系被告的交易对手而否定因果关系。如果可以区分交易对手就可以准确划定内幕交易影响人群范围,将简化因果关系证明工作。然而证券市场具有集合竞价特点,同时同价的手对方随机匹配,无法将内幕交易对手方与他人区分开来。即使技术上可行,也势必要付出额外成本,而且内幕交易的标的通常较大,更增加了识别对手方的难度。

### 5. 调查取证障碍重重

一方面,证券价格受到多种因素影响,因而在内幕交易民事责任中,需要广泛了解内幕交易一段时间内与证券价格相关的各类因素,这本身就为证明带来了不小难度;另一方面,由于撮合交易带来的隐蔽性,内幕信息披露或是内幕交易行为被立案侦查往往距交易已有较长时间,易造成取证困难。故在司法规则的制定中应当考虑到相关因素。

由此可见,在面临多重因素制约的情况下,内幕交易民事责任因果关系认定标准的缺失,已经成为制约证券市场民事赔偿制度健全发展的桎梏所在。

## 二、内幕交易民事责任因果关系认定的理论基础与要素

与刑法中因果关系注重认定行为人责任程度不同,民法中因果关系以保护受侵害人为中心。相较于刑事因果关系,民事法官在因果关系的

判断上具有更大自主权。为了有效规制实践中因果关系认定标准的差异,有必要追本溯源,梳理因果关系认定相关理论,明确认定要素。

### (一) 公平交易理论替代市场欺诈理论的发展趋势论证

市场欺诈理论是传统因果关系学说经证券市场变化发展后形成的,其在运用过程中也面临适应困境,有必要引入公平交易理论来完善因果关系的认定理论。

#### 1. 内幕交易因果关系中市场欺诈理论的困境

市场欺诈理论起源于美国,其以欺诈的视角来认定内幕交易因果关系,但笔者认为内幕交易并不属于欺诈,原因如下。

##### (1) 行为人无须承担内幕信息的披露义务

欺诈的前提是存在对外意思表示,虚假陈述主体一般负有信息披露义务,但我国《证券法》未要求内幕信息持有人对外披露。《证券法》第84条第1款规定,除了依法需要披露的信息外,信息披露义务人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息,因此对不属于法定披露范围的重大未公开信息,行为人无信息披露义务。

##### (2) 投资者并非内幕交易知情权的适格主体

未公开信息于公司而言往往被视为商业机密,因此若未达到法定披露条件及期限,公司不披露信息属合法。<sup>[5]</sup>且按照《证券法》要求,信息披露的受众应当是整个市场,而非对该公司进行投资的个人,因此投资者对于内幕信息不知情权,内幕交易并不侵害投资者的“知情法益”。

##### (3) 行为人缺乏影响投资者决策的主观故意

内幕交易不属于欺诈的原因还在于行为人的主观目的不是影响投资者的决策。与虚假陈述的频繁发声不同,行为人通常是秘密进行内幕交易的,其一般只关注实现牟利或避险目的,并无意于使投资者陷入错误决策。

综上,客观上内幕交易人无信息披露之义务,主观上并无促使投资人参与交易之故意,故欺诈理论难以在揭示危害本质的前提下准确厘定内幕交易因果关系。

---

[5] 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. 内幕交易因果关系认定中公平交易理论的证成

利用欺诈理论认定因果关系的困境,尽管有市场复杂性和认定固有困难的原因,但逻辑基础选择不当亦不可忽视。回归《证券法》第3条确立的“证券交易必须公开、公平、公正”的基本原则(公平交易原则),选择公平交易理论作为认定证券内幕交易民事赔偿责任的逻辑基础,或许能拓展新的思路。

### (1) 违背公平交易原则

利用未公开信息进行不公平交易是内幕交易的侵害本质。证券市场具有“彼之所得即我之所失”的零和博弈特征,因而其赖以发展的基础为公平交易原则。内幕交易会破坏投资人对于市场公平交易的期许,其行为的违法性表现在内幕交易人依据利用职务便利或者其他途径获得的未公开信息参与交易,使其获得比其他投资者更为有利的交易基础。在信息披露前,内幕交易人在博弈基础、盈亏概率上相对于其他股民有明显优势,这会动摇其他投资者对公平竞争的合理信赖,影响证券市场长远发展。

### (2) 侵害投资者公平交易法益

所谓证券市场公平交易权,是指投资者在守法合规的前提下享有的获得公平交易条件的机会。公平的交易决策机制是投资者有均等交易机会的重要保障。作为价值发现信号,证券价格最重要的影响因素就是强制信息披露所保障的信息公开,这亦是投资者交易决策的判断基础。证券市场的运行规律决定其不可能实现信息的完全共享,而是尽力维护交易决策的信息运用在客观上的对等。因此,内幕交易行为的侵权客体就是以信息对称为核心的公平交易法益。

### (3) 明确公平交易法益主体范围

在市场欺诈理论下,内幕交易行为影响价格的真实性,是对全市场交易者的欺诈。因此,在 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 案和 *Shapiro v. Merrill Lynch* 案〔6〕中,美国法院均将能够举证证明内幕交易人拥有信息却不公开的当事人列为适格的起诉主体,区别在于后者增加

---

〔6〕 参见杨峰:《美国、日本内幕交易民事责任因果关系比较研究》,载《环球法律评论》2006年第5期。

了内幕交易行为人交易或者推荐交易的情形。这虽然在一定程度上限缩了法益主体,但适格主体数量仍然过多,不但增加司法成本,且使内幕交易人责任过重。笔者汇总了美国证券法关于因果关系识别的部分案例,如表3所示。

表3 美国证券法关于因果关系识别的部分案例

序号	案件名称	裁判时间	因果关系认定
1	Affiliated Ute Citizens v. United States	1972年	当一个案件主要涉及未予披露信息时,信赖因果关系之要件并非请求赔偿的前提要件。原告仅需要证明被告负有公开义务而未公开重要信息
2	Shapiro v. Merrill Lynch	1974年	被告在拥有内幕信息的情况下交易证券或推荐交易证券,其行为实际上已经和原告的损失形成了因果关系
3	Fridrich v. Bradford	1976年	只有那些与内幕信息知悉人进行直接交易的善意投资者,包括内幕信息知悉人所出售的特定证券的直接购入人,以及内幕信息知悉人所买入的特定证券的直接出售人,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

内幕交易人的信息优势具有相对性。行为人的知悉内幕信息相对于整个证券市场有明显优势,但在其交易前,信息优势并未向交易优势转化。在交易开始后,行为人的交易决策仍可谓优于整个市场,但其作用效果仅具体直接地发生在其与交易相对人之间,并不牵涉其他投资者,因此内幕交易行为的受侵害方也仅有交易相对人, *Fridrich v. Bradford* 案亦持此观点。但该模式在实践中面临较大技术障碍,一一识别对应造成的巨额成本也不符合证券市场发展的实际需求。因此,应当通过拟制交易对手及设定时间区间划定群体范围。而具体到交易方向上,同时同向交易者虽然花费大量技术、时间、能力作出了与内幕交易行为人一致的决策,但毕竟没有受到损失,甚至可能获益,因此不应当被纳入法益主体。因此,按公平交易理论只有内幕交易人的反向交易相对人才属于行为侵权对象。

综上所述,内幕交易行为侵害同时交易者的公平交易权,但只有与内幕交易人同时反向交易的投资者受损。如无内幕交易行为,同时反向交易者就不会遭受由内幕交易人获利所带来的损失,故同时反向交易者的损失与内幕交易行为的因果关系得证。

## (二)事实因果与法律因果的认定要素梳理

内幕交易民事责任因果关系的认定分为两个层面,一是事实因果,二是法律因果。首先确定事实因果,在此基础上筛选其中符合法律因果的部分。<sup>[7]</sup>

### 1. 事实因果的认定

与刑事因果关系相近,事实因果的认定经历了条件说、相当因果关系说等理论的发展过程。最早的条件说认为凡引起损害结果发生的条件,都是损害结果的原因,其认定公式为“没有前者,即没有后者”。<sup>[8]</sup>该学说的不足在于不区分条件成分,使责任范围过大。在此基础上出现了相当因果关系说,其存在两种表述:一是事件通常可以引发损害后果或者事件至少严重提高了出现损害后果的可能性;二是依据某些条件性质,如果只有将该条件与某些特殊的非正常情况放在一起才可能引发后果,则该条件可以被排除在损害后果原因之外。<sup>[9]</sup>在内幕交易民事责任因果关系的证明中,相当因果关系与举证责任倒置通常结合运用,投资者对于投资者损失和内幕交易行为,仅需说明两者间存在相当因果关系,之后由行为人就因果关系不成立进行举证。

对于“相当标准”尚存在争议,从理论原义来看,“相当”应该满足的条件一方面对于损害发生不可欠缺,另一方面是实质增加了损害发生的现实可能性。具体而言,可以参考英美法系学者先后提出必要条件理论和实质要素理论。<sup>[10]</sup>必要条件理论又译作“若无——则不”规则。下面本文以A为被告实施内幕交易行为,B为内幕交易与原告损失存在因果关系,C为被告实施合法交易行为,来阐述必要条件理论下剔除法和替代法两种方法的证明路径(见表4)。该规则是判断因果关系的重要

[7] 参见晏景书:《侵权责任中的因果关系认定》,人民法院出版社2014年版,第38页。

[8] 参见李光灿等:《刑法因果关系论》,北京大学出版社1986年版,第37页。

[9] 参见张新宝:《侵权责任构成要件研究》,法律出版社2007年版,第307页。

[10] 同前注[7],晏景书,第39页。

方法,主要用来判断两方面的因果关系,一是交易因果关系,二是损失因果关系。交易因果关系指内幕交易行为对投资者交易决定的影响。而损失因果关系则是要证明投资者的损失是内幕交易行为人导致的。以光大乌龙指案的审理为例,按照剔除法的证明路径,如果没有光大公司的大额异常交易,投资者即不会受到损失,如果该条论述成立,则可以认定内幕交易因果关系成立。但证券交易行为本身受到多方面因素影响,如系统性风险的影响,必要条件理论实现了客观证明,但无法适应证券市场多因一果证明的需要。

表 4 剔除法和替代法认定过程说明

序号	认定方法	认定过程	认定结果
1	剔除法	假定没有 A,其他条件不变,损害后果不变	则不能认定 B
2		假定没有 A,其他条件不变,损害后果消除	则可以认定 B
3	替代法	假定 A 被 B 替代,其他条件不变,损害结果消除	则不能认定 B
4		假定 A 被 B 替代,其他条件不变,损害结果消除	则可以认定 B

为了弥补必要条件理论的缺陷,实质要素理论在 1911 年被提出,其主张被告之侵权行为对于损害之发生,必须为一项实质性因素。<sup>[11]</sup>对于证券市场而言,投资人的损失多数由聚合因果关系引起,而且无论是内幕交易行为还是行业风险,均有可能导致投资者损失,若是按照条件因果关系理论,无论是采剔除法还是替代法,因果关系均会被否认。但是按照实质要素理论,如果包括内幕交易在内的两项原因中无论哪项均足以导致投资者损失,则可认定内幕交易行为是投资者损失的实质性因素。<sup>[12]</sup>

综上,在条件说的基础上,关键是确定引起结果的原因是否具有“相当性”。必要条件理论难以应对多因一果的证券市场,而实质要素理论并未揭示以何种标准衡量实质和非实质的区别。笔者认为,从证券司法

[11] 同前注[8],李光灿等书,第 39 页。

[12] 参见美国《侵权法重述》第 432 条。

的实践来看,“相当性”的标准必然是以原因力“量”的标准来辅助必要条件理论的定性。

具体而言,笔者赞同“同时反向交易”这一标准。在光大乌龙指案中,光大公司主张在当日13时证券价格开始快速下跌,在14时许公司公告发布后,走势逐渐稳定,因此其披露内幕信息的行为不影响股价。最后法院认定如果投资者进行与内幕交易行为主要交易方向相反的交易,且其买卖的与内幕信息直接关联的证券、证券衍生品或期货合约遭受损失,则应认定内幕交易与投资者损失具有因果关系。<sup>[13]</sup>从相当因果关系的角度来看,同时反向标准的提出兼顾了证券交易品种的关联性和侵权行为的时空性,而且反向标准也明确了内幕交易行为对投资者的损失有直接放大效应,将其与一般的对敲行为区别开来。

## 2. 法律因果的认定

法律因果是确定被告对原告承担法律责任的原因范畴,分为直接结果说和可预见性规则。直接结果说主张只要被告的行为具有过失,而且其能预见到自身行为具有引发事故的危险性,那么无论实际造成的后果其是否能够预见,均应承担责任。可预见性规则指行为人所为的行为在理性人看来是否能够预见,如果不足以预见将削弱其因果关系。

直接结果说具有相对明确的判断标准,对于故意类侵权行为具有参考价值。直接结果说有两层认定要求,一是行为人只对其侵害引发的直接结果负有责任。二是对侵害行为直接导致的损害后果,无论侵权人是否有预见,该侵权行为均构成损害结果发生之法律原因。<sup>[14]</sup>由此带来的两个问题分别是投资者受到内幕交易行为影响造成的机会损失是否应当赔偿以及如何准确评价侵权人的可预见性和注意义务。

证券侵权损害可分为直接和间接两类。前者主要针对人身和财产损失,后者一般分为附带的经济损失和纯粹的经济损失。附带的经济损失指直接损害发生之后,由其持续性作用于财产所产生的损害;而纯粹的经济损失则是指不因受损人的人身、财产或绝对权利受损而产生的纯

---

[13] 参见熊进光、邱灵敏:《从“光大事件”案论期货内幕交易民事责任因果关系的认定》,载《长安金融法学研究》第7卷。

[14] 同前注[7],晏景书,第41页。

粹经济上的不利益。<sup>[15]</sup> 证券司法实践中有少量支持纯粹经济损失的案例,例如,周某某与国信证券股份有限公司上海北京东路证券营业部证券交易合同纠纷案,<sup>[16]</sup>其争议焦点为投资者的机会损失是否可以赔偿。原告周某某在营业部进行委托交易,其中有两笔申报单因系统原因未能委托成功。对该两笔可能成交的委托,法院结合当日成交情况,判定营业部应当按照实际情况给予周某某补偿。除了该案审理体现的价值衡量,从法经济学视角来看,法院审理案件势必要从公正与效率出发,进行成本与效率考量,其中最重要的是要关注社会总成本变化。如果是强势证券交易市场,各主体平等分享全部信息,交易机会平等,某一方投资人的受损就是他方的收益,不存在社会总成本的损失。但因知悉内幕信息,行为人获得交易优势,基于对市场零和博弈的认知,其应当对其他投资人可能受损有预见性,因此造成的损失应属于直接损害。而投资者为参与证券市场交易亦需要参阅报表、开展投研及行业分析,因此与该交易相关的社会总成本必然增加,因此行为人对投资者因内幕交易受到的机会损失进行赔偿具有合理性。在内幕交易民事赔偿制度尚不健全的当下,对机会损失这一间接损害可以考虑按照直接损害进行比例折算。

证券市场具有瞬息万变、错综复杂的特点,对注意义务应当形成客观标准,以便准确界定侵权方的责任程度。对于一般的内幕交易行为,行为人主观态度往往是故意,其当然对交易对手方可能造成损失有预见性。但在光大乌龙指案中,技术风险导致的基础原因对于光大公司后续采取的内幕交易行为显然有一定影响,在因果关系的认定上应当予以考量。但从傅某君与光大公司证券内幕交易责任纠纷案<sup>[17]</sup>等光大乌龙指案的裁判文书论述来看,光大公司以技术原因诱发事件为由进行了抗辩,但法院仅认定光大公司对事件后果应当有预见性,并没有认定其应

---

[15] 参见高岚:《证券错误交易机会损失的侵权赔偿研究——基于证券“乌龙指”事件所展开的理性叙说》,载《证券法律评论》2019年卷。

[16] 参见上海市第二中级人民法院:周某某与国信证券股份有限公司上海北京东路证券营业部证券交易合同纠纷二审民事判决书,案号:(2010)沪二中民六(商)终字第116号,2010年9月29日。

[17] 参见上海市第二中级人民法院:傅某君与光大证券股份有限公司证券内幕交易责任纠纷一审民事判决书,案号:(2014)沪二中民六(商)初字第128号,2016年3月31日。

对上午程序错误导致的巨量交易负有赔偿责任。

综上,内幕交易行为事实因果、法律因果认定过程如图 1 所示。笔者认为,内幕交易民事责任以直接损害(包括机会损失)为限,其中针对直接损害范围的判断:其一,要结合原因与结果间关联的紧密性,二者间是否具有普遍的关联关系判断;其二,评估原因对结果的作用力是否足以引起结果的变化;其三,要结合行为人的可预见范围;其四,对于证券行业的技术或操作风险引发的民事侵权赔偿诉讼,应当考虑证券行业整体的技术水平和操作标准,如果是现阶段无法解决的技术问题则不应认定侵权方具有过错。

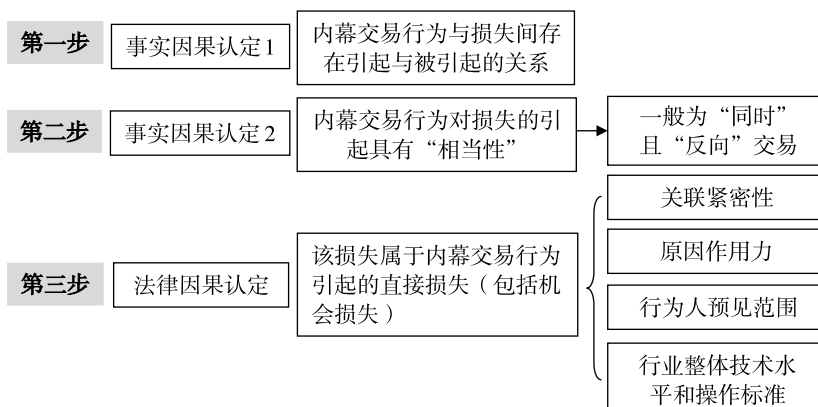


图 1 内幕交易行为事实因果、法律因果认定过程

### (三) 定性研究到定量分析的责任程度细化

对于因果关系的认定,在定性研究之外,可以通过更细致的定量分析对认定标准进行细化。

#### 1. 因内幕信息获利与因内幕交易获利的区分

有观点认为内幕交易是违法买入股票的行为,行为人从着手交易一直到信息公开后的获利均应视为内幕交易获利,该观点在界分因知悉内幕信息获利和因不公平交易获利上陷入误区。法律并不禁止行为人因知悉信息获利,即便行为人提前掌握了内幕信息,只要和其他的交易者一同在内幕信息公开后进行交易,其行为亦不违法。因而内幕交易危害性实质体现在提前交易这一环节。所以只有行为人从着手交易到信息

公开期间获得的利益应被视为非法,而其在内幕信息公开后的获利是合法的。因而对于因果关系认定中行为人的非法获益要严格限定在进行交易至内幕信息公开这一时间段。

## 2. 内幕交易人的获利与受害人的范围

利好型内幕信息会导致股票价格上涨,内幕交易人利用信息提前买入,实质上是提前改变了信息公开后的利益分配格局。在总利益特定的情况下,这种强制改变就是对其他投资者利益的必然剥夺。<sup>[18]</sup> 金额上,内幕交易人的收益为(信息公开后股价 - 买入股价) × 买入股票数量,其获利也是给其他投资者造成的损失。其中,既包括其交易相对人,也包括同时反向的非交易相对人,介入的内幕交易行为导致反向交易的行为人卖出的金额更低,且损失了在更高价格点抛出的机会成本。其交易行为结束后至内幕信息公开时,股票价格虽然也受到内幕交易行为的一定影响,但该影响是间接的,不宜认定为与内幕交易具有因果关系。

利空型内幕信息会导致股票价格下跌,内幕交易行为的本质是向同期买入的投资者转移损失。其收益为(卖出股价 - 信息公开后股价) × 卖出股票数量,其获利也是给其他投资者造成的损失。同样受害人既包括其交易相对人,也包括同时反向的非交易相对人,内幕交易人的提前卖出行为使其以更高的价格买入,失去了以更低价格买入的机会成本。

## 三、内幕交易民事责任因果关系认定规则的体系化构建

根据《证券法》第117条的规定<sup>[19]</sup>,与一般侵权民事责任中优先恢复原状的规则不同,即便因内幕交易行为导致了相应损害结果,一般亦不允许撤销交易、恢复原状或通过其他方式改变交易结果。为了保护证券市场交易的连续性、稳定性,内幕交易民事责任唯一的实现方式就是行为人承担损害赔偿赔偿责任,弥补受害投资者的经济损失。在损害赔偿的确定中,核心的判断因素即为因果关系,具体而言,因果关系司法认定可

[18] 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。

[19] 按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果。



细化为三个层级:适格原告的界定、附加要素的分类与梳理、侵权损害赔偿数额中其他因素的排除。

### (一) 因果关系主体:适格原告的界定

证券市场主要交易方式为集中竞价和匿名交易,具有交易速度快、主体分布广的特点。与传统“一对一”侵权行为不同,内幕交易侵权行为表现为“一对多”,即行为人在实施内幕交易行为时对受害者没有明确的认识,任何参与交易的人均可能成为受害者。因而确定内幕交易民事责任的首要问题是如何在“多”且“不特定”的证券参与者中确定内幕交易行为的受害者,即内幕交易民事责任的适格原告,这亦关乎因果关系的主体确定。

#### 1. 交易主体:同时反向交易者

对于内幕交易民事责任的适格原告,2015年《证券法(修订草案)》第92条中提出将其限定为“内幕交易行为人应当对内幕交易期间从事相反证券交易的投资者”,该条虽未被新法采用,但笔者认为这一规定具有合理性。内幕交易民事责任的适格原告进行的应是内幕交易“同时”且“反向”的交易(同时反向交易适格原因如图2所示),原因在于:其一,根据公平交易理论,虽然行为人依据的内幕信息优于所有投资者,但该优势经内幕交易行为实现的效果仅及于交易对手,未对市场或其他投资者产生影响。其二,从事实因果来看,且反向交易者的损失与内幕交易人的获利间的因果关系具有“相当性”;从法律因果来看,无论从因果关系紧密性、行为作用力还是行为人可预见范围来看,都足以认定二者之间的因果关系。当然,还需再结合行业整体技术水平和操作标准等

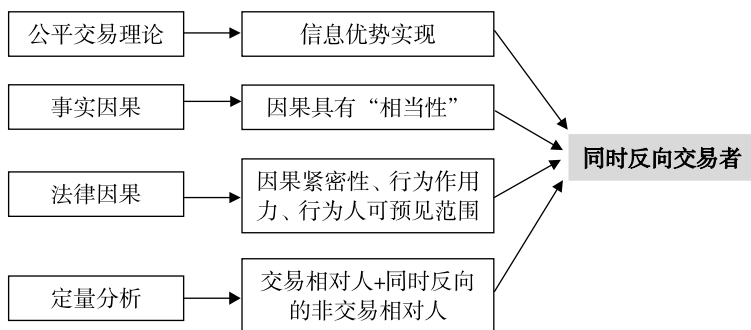


图2 同时反向交易适格原因示意

因素进行个案判断。其三,从定量分析来看,行为人利用内幕信息优势提前进行交易,其行为侵害了交易相对人,也包括同时反向的非交易相对人的利益。

## 2. 交易范围:直接交易与间接交易

即使作出反向交易行为的投资者不属于内幕交易人直接交易对手,其仍属于因果关系的适格主体。原因在于:其一,按公平交易理论,内幕交易人的直接与非直接交易对手都处在内幕交易人信息优势下,且均因不公平交易蒙受损失。二者遭受损失的原理、过程和地位是相同的,即二者在内幕交易侵权行为中的本质是一样的。其二,因为证券市场撮合交易的特点,进行同时同类操作的交易者是否与内幕交易行为人直接交易,不是交易人可以决定与选择的。其三,从实践的角度来看,证券市场的交易本质为基于价格优先的机制被撮合成的不同交易,因而既有交易价格相同的买入者,同时又有与内幕交易行为人交易价格相同的卖出者时,实际上难以区分哪些买入者是与内幕交易行为人直接进行交易的。投资人在内幕交易期间以同一价格买入卖出的证券,应当相互抵销后判断交易方向。

## 3. 时间范围:下达交易指令至交易成交之时

所谓的“同时”具体指从何时开始、到何时结束。对该问题一直以来存在广泛争议。一般认为内幕交易行为人作出交易指令的时间为开始时间,而对于结束时间则存在分歧,主要形成了严格解释和宽泛解释两种观点。严格解释论将“同时”的范围限定在内幕交易行为当日,大多数美国法院目前仍持内幕交易日与反向交易应属同一天发生之观点;而宽泛解释论认为,应当将结束时间延伸到公开内幕信息的时间。理由在于:一方面,在内幕信息披露前市场交易持续进行,原先的内幕交易反向交易投资者完全可能继续交易,而只要转手证券就可避免损失;另一方面,对交易日后从内幕交易人同时反向交易对手处受让的证券,投资人不得提起诉讼,故机械运用“当日”标准是对投资者保护的限缩。

对于“同时”范围,笔者认为应当从公平交易理论规制的重点出发,即排除利用信息优势的提前交易行为,因而时间范围应限定为从内幕交易行为人利用其下达相应的内幕交易指令到撮合交易完成的时刻(见图3)。如一个内幕交易包括先后的多个买卖操作,则会产生几个内幕交易

时段。

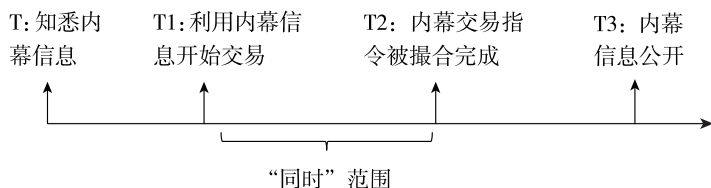


图3 内幕交易时段认定示意

因对时间起点已达成共识,下面主要论述以交易完成作为结束时间的原因:一方面,如果采宽泛解释将结束时间延长到公开披露内幕信息时,因内幕交易行为不公平性体现在交易行为中,在交易行为结束后,虽然内幕交易行为对股市价格的影响还在继续,但因为后续交易的投资人无法再被匹配为内幕交易人的对手方,其受到的损失与内幕交易行为人没有直接关系;另一方面,按照宽泛解释论,内幕交易人交易时段内的反向交易对手方买卖的证券,在内幕信息公开前可能会再交易给其他投资人,因而使后者蒙受损失,因此将结束时间定为信息公开时较为合适。对此,笔者认为,后一次交易没有内幕交易行为人参与,其损失结果没有受到不公平交易状态的辐射,而且将时间定为信息公开时过度延长了因果关系链条,加重了内幕交易人的责任。

## (二) 因果关系优化:附加要素的分类与梳理

我国目前法律规范并未对内幕交易与投资者损失的因果关系作具体明确规定,而最高人民法院《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》第18条对虚假陈述民事赔偿的因果关系进行了规定。参照此规定,一般而言符合上述“同时”且“反向”交易的,即可推定与内幕交易行为间具有因果关系,故“同时”且“反向”可称为基础要素。但在司法实践中,还存在众多其他要素可能影响因果关系认定,可称为附加要素,包括上述内幕交易行为与损害结果的关联紧密性、行为作用力、行为人预见范围、行业整体技术标准和操作标准等因素。除此之外,还包括交易品种关联、异常高频交易、非交易时间段的因果关系等。明确这些要素的认定,对于优化因果关系的认定规则意义重大。

### 1. 交易品种关联

除了与内幕交易相同的证券外,因证券价格间存在相互影响,法院

应当在审理过程中查明投资者交易的证券品种与内幕交易标的证券的关联性,如果前者以后者价格作为基础,或者两者间的价格具有关联性,则应认定两类证券具有品种关联关系。以光大乌龙指案中涉及的交易型开放式指数基金(Exchange Traded Fund,ETF)成分股为例,ETF的净值与根据其追踪的股票指数密切相关,相应股指成分股的价格变化会导致ETF价值波动。ETF本质又属于股票组合,ETF份额与其指向的成分股均可在市场交易,相互之间又可以兑换,因此可能存在套利空间,故法院最后认定投资者较多交易的50ETF、180ETF的成分股与内幕交易品种间具有关联。

## 2. 交易频率异常

证券交易中证券的微小价差往往瞬息出现。因此为了捕捉投资机会,投资者特别是专业机构越来越多运用计算机程序自动下单,程序化、高频率的高频交易模式应运而生。此类明显异常的、高概率且并非由人工操控的交易行为,是否影响因果关系的认定?实践中有观点认为高频交易行为系预先设定、自动触发,交易人并没有作出自主选择,因而其所遭受的损失与内幕交易之间没有因果关系。但也有观点认为高频交易本质上也由交易者设置,只是由程序进行操作,至少依据现阶段的智能化水平,高频操作并不影响实际决策者的判断,不应当限制高频交易者的证券侵权索赔。笔者认为,随着人工智能在证券领域运用日益广泛,智能投顾、智能理财相继出现,保障高频交易的索赔权一定程度上凸显了保护投资者合法权益的资本市场运行法则。

## 3. 交易时段特定

在当前司法实践中,仅有在特定时段内的内幕交易方能被法院认定为内幕交易行为与投资者损失具有因果关系。如在光大乌龙指案中,证券监管机构仅认定光大公司当日下午卖出ETF和期货合约的行为属于内幕交易,而上午巨额委托属于技术性错误。但不少投资人仍起诉该公司赔偿上午的投资损失。笔者认为,对非内幕交易时段内的损失,一般应不予认定其与内幕交易存在因果关系,原因在于:第一,风险性是证券市场的重要特征,一般投资者主要基于证券价格的不确定性波动来作出投资决策,针对非内幕交易时间段内的买卖操作,难以准确衡量固有风险对因果关系证明链条的影响。第二,非内幕交易时段往往在内幕交易

指令成交后,法院难以认定原告交易决策系在完全不受他人影响的前提下作出。第三,如将时间段扩展到非交易时间,虽然可能确实存在因内幕交易行为引发的连锁交易行为,但如将此范围内的交易纳入因果关系考量,因数量急剧扩大,一一判断难以实现,将大幅提高因果关系认定难度。

### (三) 因果关系提纯:侵权损害赔偿数额中其他因素的排除

根据公平交易理论,内幕交易行为人的赔偿数额计算的基础为上述“同时”开始与结束间的“股价差价”,但与一般民事侵权行为造成损害的直接性、唯一性、紧密性不同,交易市场中,影响证券价格的除了供求关系,还包括行业因素、周期因素乃至利率、汇率等金融工具。故科学计算行为人对投资人的赔偿数额还应排除其他因素干扰,围绕内幕交易本身进行。一般有以下若干方式。

#### 1. 排除预定交易计划

预定交易计划是指在知悉内幕信息前,将有价证券交易时间、数量、单价等要素通过合同、指示或者书面计划方式制定的交易行为。<sup>[20]</sup>如内幕交易人实施预定交易计划,知晓内幕信息实际上未影响其后续交易行为;如反向交易投资者实施预定交易计划,其行为亦未受到内幕交易行为影响,因而该规则常被内幕交易行为人用作其行为不属于内幕交易的抗辩。笔者认为,内幕交易行为人亦可以用此对提出赔偿请求的投资人进行抗辩。具体要求应是投资人在内幕交易前已经制定购买或出售证券的生效合同,且交易人已经对他人作出交易指令,或者是已经制定对该证券的书面交易计划。因载明交易计划的是合同或交易指令,这意味着交易证券的数量、价格和日期已固定。例如,机构投资人在官网公示其交易安排,并严格按照计划完成交易。如法院确认投资人属预定交易计划,可以扣减乃至免除内幕交易行为人责任。

#### 2. 考量信息知悉程度

投资人已经知悉内幕信息,应考虑其知悉程度扣减或免除内幕交易行为人赔偿责任。如果系行政处罚确认或者有其他证据证明在信息公

---

[20] 参见齐萌、刘博:《内幕交易抗辩事由:实证分析与法律规制》,载《财经法学》2022年第2期。

开前投资人已经知悉内幕信息,但其仍实施同时反向交易并受损,内幕交易人无须承担赔偿责任。如果无法查明投资人的特定信息来源,但是内幕交易人可以举证证明当事人已通过媒体、年报、股吧网帖、研报等渠道了解到内幕信息的部分内容,或者其自身发表过涉及内幕信息的言论,法院应当推定其对于内幕交易发生有一定认识,应当视其知悉程度扣减或免除内幕交易行为人赔偿责任。

### 3. 剔除系统风险因素

通常认为,证券市场的系统风险包括政策风险、利率风险、通胀风险和周期性波动等,鉴于系统风险因素的复杂性和不确定性,绝对精确的计量难以实现,但可以通过比较得出相对公平合理的结论。其计算过程应当参考证券行业板块指数或大盘指数,例如市场应用较广的申万指数,或者是个股在同一政策的相应影响下产生的价格波动情况。目前,各地司法机关已总结出同步指数对比法等具有实操性的系统风险扣除模型,完全可以运用在内幕交易民事赔偿的因果关系认定过程中。在尽可能排除内幕交易行为证券差价的影响因素后,可以根据证券价差乘以股数计算受害者损失,并根据损害金额,乘以一倍(仅赔偿损失)或多倍(含惩罚性赔偿)来计算损害赔偿金额。

综上,通过准确界定因果关系的适格原告,分类与梳理附加要素,排除侵权损害赔偿数额中其他因素三个步骤可以准确认定内幕交易民事责任因果关系,本文将归纳为“三层级”认定法(见图4)。

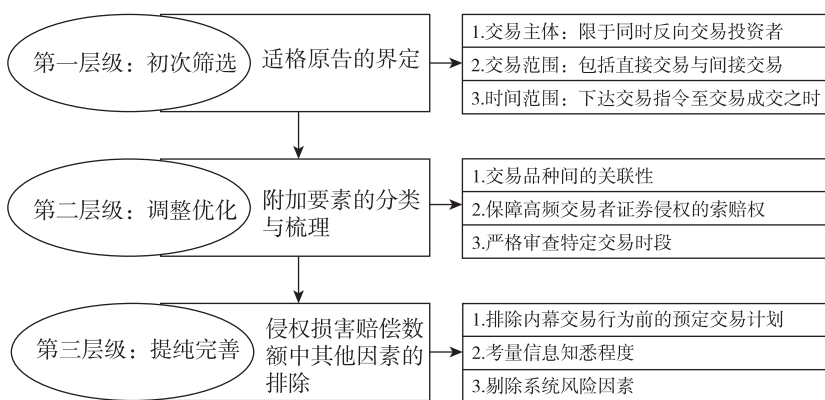


图4 内幕交易民事责任因果关系“三层级”认定法说明

## 结 语

内幕交易利用了普通投资者难以获得的信息优势,其行为侵害了投资者的公平交易法益。本文通过梳理内幕交易因果关系相关理论,认为鉴于法律传统和国情的差异,英美法上的欺诈理论等学说并不适应中国证券市场实际。本文主张在公平交易理论指引下,通过审理过程中对事实因果关系和法律因果关系认定要素的梳理,以定量分析与定性研究相结合的方式细化当事人责任程度,明确因果关系主体,梳理排除附加要素,并在因果关系提纯的基础上合理确定赔偿数额。面对证券侵权此类当事人涉及面广、审理技术难度高的案件,人民法院应当谋有效保护投资者利益长远之策,行资本市场平稳有序发展固本之举,积极理顺内幕交易因果关系认定思路,出台证明标准,为出台可落地、能实践、堪应用的内幕交易民事赔偿解决方案贡献司法智慧。

(编辑:张 越 姜沅伯)

### 附件 1:

#### 关于审理民事赔偿案件中内幕交易行为 与投资者损失间因果关系认定的若干规定(建议稿)

为保障证券市场公平交易秩序,在民事赔偿案件中准确认定内幕交易行为与投资者损失间因果关系,现就相关问题规定如下:

**第一条** 行为人在证券交易场所发行、交易证券过程中实施内幕交易引发的侵权民事赔偿案件,适用本规定。

**第二条** 原告提起内幕交易民事赔偿诉讼,符合民事诉讼法第一百二十二条规定,并提交以下证据或者证明材料的,人民法院应当受理:

(一)证明原告身份的相关文件;

(二)监管部门做出的针对内幕交易行为的行政处罚决定或者公告,或者人民法院的刑事裁判文书,或者虽未经过行政或刑事认定但足

以使法院认定存在内幕交易事实的初步证据；

(三)原告因内幕交易行为而受到投资损失的相关证据。

**第三条** 原告能够证明下列情形的,人民法院应当认定被告的内幕交易行为与原告所受损失之间的交易因果关系成立:

(一)被告实施了内幕交易行为;

(二)原告交易的是与内幕交易行为直接关联的证券;

(三)原告在内幕交易时段内进行证券交易,并且交易方向与内幕交易方向相反。

**第四条** 与内幕交易行为直接关联的证券包括内幕交易标的证券本身,而如果某一品种证券以内幕交易信息相关品种证券的价格为基础,或者两者之间存在明显的价格联动关系,亦可以认定两个投资品种之间存在直接关联。

**第五条** 买入方向的相反,应是与内幕交易期间被告的买入或卖出证券方向相反。投资人在内幕交易期间以同一价格买入卖出的证券,应当相互抵销后判断交易方向。

**第六条** 内幕交易时段指内幕交易行为人利用内幕信息开始交易至内幕交易指令被撮合完成的期间。

**第七条** 被告能够证明下列情形之一的,人民法院应当认定因果关系不成立:

(一)原告的交易行为发生在非内幕交易时段;

(二)原告在交易时内幕信息已经被证券市场广泛知悉;

(三)原告的交易行为构成内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为的;

(四)原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形。

原告存在高频交易行为的,不影响因果关系认定。

**第八条** 内幕信息已经被证券市场广泛知悉,是指内幕信息在具有全国性影响的报刊、电台、电视台或监管部门网站、交易场所网站、主要门户网站、行业知名的自媒体等媒体上,首次被公开揭露并为证券市场知悉之日。人民法院应当根据公开交易市场对相关信息的反应等证据,判断投资者是否知悉了内幕信息。除当事人有相反证据足以反驳外,下列日期应当认定为内幕信息公开日:



(一) 监管部门以涉嫌内幕交易为由对内幕交易行为人立案调查的信息公开之日;

(二) 证券交易场所等自律管理组织因内幕交易对内幕交易行为人采取自律管理措施的信息公布之日。

**第九条** 在确定赔偿数额时应当扣减系统风险因素的影响,包括金融政策如利率、汇率,突发事件如国内突发事件、国外突发事件,经济制度变动等各种因素。在对系统风险提出比例进行计算的过程中,其参考标准应该为证券市场的相应指数波动。

**第十条** 对于利好型内幕交易,被告内幕交易获利计算公式为(信息公开后股价 - 买入股价) × 买入股票数量;对于利空型内幕交易,被告内幕交易获利计算公式为(卖出股价 - 信息公开后股价) × 卖出股票数量。被告在一个内幕交易行为中的赔偿额应以获利总额为限。

获利总额应当在索赔请求可以得到支持的原告之间根据交易额比例进行分配,如果被告获利总额高于原告直接损失总和,而原告同时又主张机会损失赔偿,法院可以酌情考虑支持原告相关请求。

**第十一条** 对于原告提起的内幕交易民事赔偿诉讼,人民法院应当审查起诉材料。如果当事人提交了监管部门针对内幕交易行为作出的行政处罚决定或者公告,或者人民法院的刑事裁判文书,应当在权威证券类媒体上发出公告,通知相同内幕交易时段内交易的投资人参与诉讼。若原告并未提交前述两类材料,但提交证明内幕交易事实存在的证据,法院经审查认定被告存在内幕交易行为,亦应当在权威证券类媒体上发出前述公告。

**第十二条** 对于内幕交易事实及其与投资者损失的因果关系认定,人民法院可以征求监管部门和证券交易场所的意见。

**第十三条** 本规定所称证券交易场所,指证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所。本规定所称监管部门,指国务院证券监督管理机构、国务院授权的部门及有关主管部门。

## 附件 2:

## 近年来内幕交易民事责任纠纷典型案例

序号	案号	案件名	处理结果和裁判要点
1	(2008)宁民二初字第136号	陈某丰诉陈某良证券内幕交易民事赔偿案	处理结果:案件开庭审理后,原告申请撤回起诉,法院裁定予以准许。 裁判要点:国内首例证券内幕交易民事赔偿案。从美欧等成熟市场来看,对于这类案件,一般都是采用“举证责任倒置原则”,就是对于原告的投资亏损,由被告来提供证据证明与自己的内幕交易行为无关,否则被告将全部承担责任
2	(2009)一中民初字第8217号	陈某灵诉潘某深证券内幕交易赔偿纠纷案	处理结果:尽管被告潘某深(大唐公司董事),卖出大唐电信股票的行为已被中国证监会认定为内幕交易行为,并受到行政处罚,但原告陈某灵(大唐电信股票投资者)的经济损失属于证券市场中正常的投资交易风险。与潘某深卖出股票的行为之间不具有因果关系。 裁判要点:(1)该案法官确定了内幕交易民事责任赔偿案件的处理要点在于因果关系的认定;(2)内幕交易没有操纵股价,未引起股价的不正常波动,不会对原告产生负面影响。因此,原告的损失与被告的交易行为之间不具有因果关系
3	(2011)二中民初字第20524号	李某与黄某裕、杜某证券内幕交易责任案	处理结果:驳回原告起诉。 裁判要点:李某主张其从2008年5月7日至10月20日期间的损失,但该期间已不是黄某裕、杜某实施内幕交易行为的时间,且买卖股票存在盈亏风险,股票的涨跌会受到经济环境及股市大盘指数因素的影响。李某所主张的“由于黄某裕、杜某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

续表

序号	案号	案件名	处理结果和裁判要点
4	(2014)高民申字第02751号	吴某峰诉杜某等证券内幕交易责任纠纷案	<p>处理结果:驳回吴某峰再审申请。</p> <p>裁判要点:吴某峰主张的损失是2008年8月20日其卖出中关村科技公司股票的交易损失,而此前2007年9月、此后2008年9月至2009年3月吴某峰均有交易中关村科技公司股票的行为。吴某峰与黄某裕、杜某互不相识,即使黄某裕、杜某因内幕交易行为被确认为犯罪,与吴某峰的损失之间也不存在必然的因果关系。吴某峰基于自身的投资经验决定如何买卖股票,其损失应自行承担</p>
5	(2016)苏01民终4347号	单某峰与鞠某立侵权责任纠纷案	<p>处理结果:驳回原告诉讼请求。</p> <p>裁判要点:鞠某立内幕交易广联达股票的行为发生在2010年9月至2011年3月期间,而单某峰购买和卖出该股票的时间是2014年10月底和2014年12月初,相隔了三年多近四年的时间,所以无论中国证券监督管理委员会的处罚决定书是在2014年10月22日作出之日就为单某峰所知悉还是如单某峰所述其2014年11月1日才从相关媒体了解到该处罚决定书,均距离内幕交易行为发生有三年多的时间,鞠某立三年多前的内幕交易行为被公布后,对三年多之后的该证券价格变化是否产生实质性的影响,现有证据无法认定这两者之间存在因果关系。另外,单某峰出售持有的广联达股票后最终仍获利8000多元,并没有实际损失,故对于单某峰要求鞠某立赔偿损失的主张,原审法院不予支持</p>

续表

序号	案号	案件名	处理结果和裁判要点
6	(2016)沪民终 158 号	卢某香与光大公司内幕交易民事赔偿案	<p>处理结果:法院认为反向交易的投资者的损失与内幕交易行为具有因果关系,可以获得赔偿。赔偿的金额为内幕交易后 10 个工作日的平均收盘价。</p> <p>裁判要点:(1) 该案进一步明确了内幕交易能否获得民事赔偿的关键在于因果关系的认定。在因果关系的认定上,首先,原告买入的证券必须与内幕信息有直接关联。其次,原告的交易方向必须与被告的内幕交易行为方向相反。(2) 该案首次涉及了内幕交易赔偿数额的计算,并明确了相关交易税费不属于赔偿范围</p>