



内幕交易民事赔偿制度的疑难问题

邢会强

摘要 内幕交易民事赔偿的基本逻辑是,假定交易相对方知悉该内幕信息后,会改变交易价格。该交易价格应改变的部分,即受害人的损失。因此,内幕交易的损失是一种可测算出来的“拟制损失”。由于内幕交易的隐蔽性和证据偏在性,在以各种直接或间接证据证明内幕交易的情况下,必然存在逃脱惩罚的内幕交易。对此,可通过惩罚性赔偿制度来弥补制度漏洞,惩罚倍数就是逃脱概率的倒数。在实行惩罚性赔偿制度的前提下,找出的具体受害人的范围应为该笔内幕交易量的1~3倍,相应的处罚倍数即该等交易量的倒数。

关键词 内幕交易 民事责任 民事赔偿 惩罚性赔偿 公平基金

多年来,最高人民法院不时重申要制定关于内幕交易民事赔偿司法解释。早在2008年,最高人民法院就表示其正在积极调研,尽快制定内幕交易民事赔偿方面的司法解释。^①2010年12月,最高人民法院有关负责人表示,最高人民法院将对证券场所发生的虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法行为尽快做出民事赔偿司法解释,完善资本市场民事侵权责任制度。^②2024年3月全国两会期间,最高人民法院审委会专职委员、二级大法官在接受记者采访时表示,根据中央金融工作会议关于推动金融市场高质量发展的部署要求,证券内幕交易、操纵市场民事责任司法解释制定节奏已加快,相关工作已立项并开展。两项司法解释拟对内幕交易、

操纵市场民事赔偿责任的构成要件、损失计算方法等做出明确,并争取在各界支持下尽早出台。^③2025年5月,最高人民法院、证监会联合发文《关于严格公正执法司法服务保障资本市场高质量发展的指导意见》,提出“对民事领域内幕交易、操纵市场赔偿责任等仅有法律原则规定、确需制定司法解释的,抓紧制定司法解释”。2026年5月27日,国务院新闻办公室举行开局起步“十五五”系列主题新闻发布会,介绍推进全面依法治国有关情况。据发布会信息,最高人民法院有关负责人在谈及依法促进要素市场化配置时指出,将强化司法与金融监管协同治理,依法支持合法合规融资创新模式,打击金融违法犯罪,深入研究虚拟货币、跨境金融等新型案件

邢会强,中央财经大学法学院教授、博士生导师。2025年度司法部法治建设与法学理论研究部级科研项目“金融法的理论体系与制度构建研究”(25SFB2038)。

① 王光平.尽快制定内幕交易和操纵市场民事赔偿司法解释[N].中国证券报,2008-12-08(A02).

② 申屠青南.尽快出台司法解释打击内幕交易:某机构翻手为云覆手为雨的行为有损投资者利益[N].中国证券报,2010-12-06(A06).

③ 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[EB/OL].新京报,(2024-03-09).
<https://www.bjnews.com.cn/detail/1709906177129009.html>.



裁判规则，并尽快制定涉内幕交易、操纵市场的民事赔偿司法解释，以保障资本市场稳健运行，维护中小投资者合法权益。^①

但该司法解释尚未制定出来。其中一个重要原因是，对内幕交易的民事赔偿责任，各方争议较大。有人主张在内幕交易中引入民事赔偿责任（冯果，2000；赵旭东，2014；郭锋，2018；邢会强，2018；曹理，2025），有人则反对或持谨慎态度（耿利航，2010；缪因知，2018；吕成龙，2023）。本文坚持第一种主张，因为内幕交易的民事责任虽然未必是内幕交易人应该承担的主要责任，但内幕交易人也不能免于承担民事责任。在域外，尽管追究内幕交易人民事责任的案例不多，使得民事责任不是内幕交易的主要责任，追究内幕交易人行政责任甚至刑事责任的案例多于追究内幕交易人民事责任的案例，使得行政责任和刑事责任成了内幕交易的主要责任，但也不能因此而否定内幕交易的民事责任。

内幕交易民事赔偿司法解释迟迟不能制定出来的另一个重要原因是，内幕交易民事赔偿制度的具体构成比起虚假陈述来，难度更大。内幕交易民事赔偿制度的具体构成包括原告资格、交易因果关系、损失计算、损失因果关系等构成要件问题，以及与此相关的内幕交易侵权责任规范的性质、是否引入惩罚性赔偿制度等。对这些问题，亦有不少研究（马新彦，2011；曾洋，2014；陈洁，2024）。既有研究已对内幕交易民事赔偿制度的原告资格、交易因果关系、损失因果关系、内幕交易侵权

责任规范的性质以及惩罚性赔偿制度等有所探讨（邢会强，2018、2024），相关结论和建议多是借鉴域外的经验而得出的，尚需结合中国的实际进一步细化。

同时，笔者认为，内幕交易民事赔偿司法解释起草多年但迟迟不能出台的更深层次原因是，内幕交易民事赔偿制度存在一个疑难：内幕交易侵权的具体受害人到底是谁？受害人的具体范围到底该有多大？其损失如何计算？如何进行制度设计，使原告范围和损失既不能过大也不能过小，如何找到威慑违法与补偿受害人之间的平衡？有必要围绕具体受害人范围、损失计算和赔偿倍数做进一步分析。

一、原告损失与范围的进一步确定

内幕交易民事诉讼的适格原告是：①大宗交易中内幕交易的原告范围应限于交易对应方。②早于精确时点的内幕交易，相反交易者不具有原告资格。③一般仅允许内幕交易当日的相反交易者提起内幕交易赔偿诉讼即可；如果内幕交易是通过集中交易方式进行的，且数量比较大，对股价的影响比较大，且能持续影响到次日甚至内幕交易完成后多日的，则可以允许这些交易日的相反交易者提起内幕交易赔偿诉讼。④一段时间内发生的内幕交易，应仅允许内幕交易发生日的所有相反交易者提起内幕交易赔偿诉讼。⑤所有的内幕交易案件，都应首先区分内幕信息是利空性信息、利多性信息还是中性信息。在利多性信息之下，内幕交易人买入证券，有权

① 最高人民法院. 国新办举行发布会介绍“十五五”时期推进全面依法治国有关情况[EB/OL].(2026-05-27). <https://www.court.gov.cn/zixun/xiangqing/501261.html>.



成为原告的交易相对方只能是卖方。在利空性信息之下，内幕交易人卖出证券，有权成为原告的交易相对方只能是买方（邢会强，2024）。

本文以思想实验的方法，讨论原告损失的计算问题，并进一步讨论原告的范围问题。从信息的方向上看，内幕信息可以分为利多信息、利空信息和中性信息。在不考虑金融衍生品交易的情况下，在利多信息下，内幕交易人利用内幕信息买入证券试图获利；在利空信息下，内幕交易人利用内幕信息卖出证券试图避损；而中性信息则无法利用，因此本文不讨论中性信息，只讨论利多信息和利空信息。

（一）利多性内幕信息下原告的损失计算

利多内幕信息之下，内幕交易人买入证券，原告于同日卖出证券，原告的卖出成交时间，同步于或晚于内幕交易人买入证券的成交时间；但均需在同一交易日。在当前的技术条件下，本可精确地识别出内幕交易人的相对方，但为维护证券集中交易的“非人格化”^①，以及基于民事诉讼“不告不理”原则，不便挑出恰好与内幕交易人匹配的交易相对方，而是审查已起诉的原告是否具有求偿资格。目前通行的做法是，只要是内幕交易发生后当日的相反交易者，均有资格获赔。

中国不允许“裸卖空”（缪因知，2015），因此原告于同日卖出的证券，来源于此前已买入的证券。直观感受是，买入证券的成本，与原告卖出证券（扣除必要税费之后）所获资金相比较，前者大于后

者的，二者相减，即为投资者的损失。这一损失为“账面损失，是损失计算的基础模型，未必是最终法院认可的损失，也不是本文赞同的“损失”。

原告可能此前分多笔买入证券，成本有高有低。在此情况下，是以平均成本作为前期买入证券的成本，还是以先进先出法或后进后出法计算成本？本文认为都不妥。因为投资者买入的时间有近有远，买入价格有高有低，这些均与内幕交易人无关，内幕交易人不应对此负责。更合理的做法可能是，以内幕交易开始前一个交易日的收盘价（简称“前基准价”）作为原告前期买入证券的成本。照此，计算的损失（简称“半账面价格”）= 卖出价格 - 前基准价。

若按照此成本计算，原告卖给内幕交易人的价格可能等于或略高于该成本，这样算来，原告就没有亏损，因而不能提起诉讼。但原告可能会主张，如果其知悉了被内幕交易人利用的内幕信息，其卖出价格肯定会调高，而不是其目前的下单价格。该等调高的部分，为原告损失。

这是有道理的。但问题是，如何计算应调高的这部分？这需要专业机构测算。好在当前的测算技术是能够测算出该部分价格的，即“事件分析法”，其原理是：与该内幕信息相同的信息（如并购信息、每10股转增3股等）在最近（如一年内）其他上市公司（同行业上市公司甚至所有A股上市公司）对股价上涨的平均贡献比例是多少，该平均贡献是应上调的价格。含有内幕信息的证券价格，简称“拟制价格”。

① 通说认为证券集中交易是匿名交易，即双方互不认识，但由于中国的证券交易都是实名制开户，因此这其实并不是“匿名”。双方互不认识，应称之为“非人格化”，它靠制度、规则和合同确保交易的完成和交割。



由于内幕交易可能发生在多个交易日，而每个交易日大盘、行业指数和个股价格都会波动。因此，每日的拟制价格应不同，需要参考大盘与行业指数进行调整。

这个“拟制价格”由两部分组成，一是基准价，以前一日收盘价（“前基准价”）为准，二是应向上调整的部分（简称“加价部分”）。该“加价部分”是投资者的损失。用公式表示如下：

拟制价格 - 前基准价 = 拟制损失（“加价部分”）

该等拟制损失（“加价部分”）应是法院采信的原告诉损失。

但该测算有成本。根据“谁主张，谁举证”的原则，原告主张存在该等拟制损失的，应该负担测算的成本（国家也可能设立公益的测算机构，提供低成本的测算服务，如中证资本市场法律服务中心），向法院提交测算报告。当然，还需要测算者派专家出庭接受质证。被告也可提出测算报告予以反驳，法院从中裁断和酌定最后采信的“拟制损失”。

（二）利空性内幕信息下原告的损失计算

在利空内幕信息之下，内幕交易人卖出证券，原告于同日买入证券，原告的买入单成交的时间，同步于或晚于内幕交易人卖出证券的成交时间；但一般来讲，均需在同一交易日。

原告买入证券后，何时会卖出？存在不确定性。可能有的投资者很快就卖出，有的在内幕交易案发前不久才卖出，有的则在内幕交易案发后卖出，有的还可能继续持有。如果原告的买入价算成本的话，那么，是按照一个什么样的价格算“收入”？

如果原告知道利空信息，他就不会买入该证券，或至少不是以当前的价格买入，而

是以调整后的价格买入。按照前面所探讨的，可测算出含有利空内幕信息的“拟制价格”，原告的买入价格减去“拟制价格”，就是原告多支付的成本，这就是原告的损失，该损失与原告何时卖出无关，卖出时是账面亏损还是盈利也无关，只是原告需要负担该专业测算的成本（免费测算的除外）。

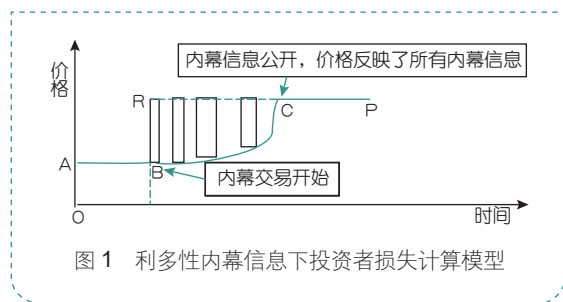
（三）原告范围的进一步确定

1. 利多性内幕信息下原告损失计算与原告范围的进一步确定

这里用图1进行更细致的分析。

图1中，纵轴表示证券价格，横轴表示时间，在A点到B点，还没有内幕信息及内幕交易，假设证券价格不受内外部因素的影响，公开的信息未变，因此价格是一条平行走势的线段。假设内幕信息为利多信息，从B点开始，有内幕交易发生（内幕交易人买入证券），此后，还有三笔内幕交易发生，每笔的交易量不等，从B点到C点的区间，有四条柱形图，每条柱形图的粗细不同，代表交易量的不同。由于买入增多，逐渐推高股价。到C点时，内幕信息公开，价格反映所有内幕信息（假设瞬时到位），因此C点之后，价格也是一条平行走势的线段（线段CP）。

从B点到C点的曲线，每日证券价格不同。测算的目的，是假设投资者知悉内幕信息后，调整证券价格到拟制价格，线段RC就是调整后的拟制价格。曲线BC上的点，就是内幕交易人的买入价格（如发生内幕交易），该价格与RC的差距，就是投资者的每单位证券的差价损失（应该加价的部分，也就是前文所述的“加价部分”）。在图形PBC内的4条垂直的柱形图，其面积（加价部分 × 交易数量）就代表4笔投资者的损失。4条柱形图的面积和，



是投资者的总损失。

如果允许从 B 点到 C 点的所有卖出证券者（反向交易者）都索赔，则索赔的总量将是整个图形 PBC 的面积。如果从 B 点到 C 点的所有买入者，都是内幕交易人的买入，则从 B 点到 C 点所有卖出证券者（反向交易者）的损失，恰好与内幕交易人买入所占的“便宜”（简称“拟制获利”）相等（假如内幕交易目的最终实现）。

但现实中，买入证券者，不可能都是内幕交易人。仍假如从 B 点到 C 点，只有图 1 的 4 笔内幕交易，则内幕交易人占的“总便宜”即“拟制总获利”，实际是 4 条柱形图的总面积，也正好等于实际受害投资者的总损失。

因此，原告范围理想的是，内幕交易人每一笔交易的实际相对方。“冤有头，债有主”，债务有主，债权亦有主。内幕交易人每一笔交易的实际相对方在现有的技术条件下，是能够找到的。只不过，一般投资者查询不到，但有权机构则可以在登记公司和交易所进行查询。法律固然可以授权投资者保护机构去查询并通知到实际的交易相对方，但这会带来一系列问题。一是挑出实际交易相对方，冲击现有的证券交易非人格化机制。二是假如真正挑选出来了，实际交易相对方也可能人数非常多，对应的股份分散，增加诉讼的原告人数，

提高分配赔偿金的难度。三是根据“不告不理”原则，这些实际交易相对方往往是不知情的，因此无法起诉；现在，他们被挑选出来且得到通知，但可能基于其他原因（如因金额较小、不愿暴露自己的炒股身份、人在国外等）而不去起诉。这就可能导致被告逃脱民事赔偿的惩罚。四是假如实际交易方知情且起诉了，本来该交易相对方，本就想以其下单的价格卖出证券，这样一来，赔偿使其多了一笔“意外之财”，对其他同期反向交易者来讲，则是不公平的。这是因为，在非人格化的证券市场中，内幕交易人欺诈的对象，不是具体的个人，而是一个抽象的群体。内幕交易人不管是谁，都要予以欺诈，并占其“便宜”，即“对事不对人”。这个被欺诈的群体，即全体同期交易相对人，都是如果知道内幕信息，也肯定会改变交易价格的。因此，同期反向交易者应有权获赔。

基于以上多种因素，现有通行做法是，允许所有同期相反交易相对方起诉获赔，至于“同期”的具体时间范围界定，则授权法官酌定。

在美国证券市场上，以机构为主，散户比例不高，交易不如中国活跃，因此将“同期”界定为交易当日乃至此后数日，可能来起诉的投资者以及投资者累计求偿的总金额，也不至于太高。但在中国，由于散户较多，交易比较活跃，因此即便是限制在每次内幕交易的交易当日，如果引入专门的投资者保护机构到登记机构查询当日所有反向交易者的话，累积的原告数量以及拟制总损失，都可能将是巨大的。

如果犯了一次内幕交易违法犯罪行为就得破产，这将违背比例原则、过责相当原则。因此还是应该限缩“同期”的具体



时间范围，甚至限缩到每笔交易结束后一段时间（如十分钟、一分钟）之内都可能是必要的，这就需要行政处罚决定书以附件的形式公布内幕交易人每一笔交易的具体交易时间，以便投资者能够看到，或有权机关的介入、查询，并通知到符合条件的投资者。总之，要找到一个平衡点，既能有效惩罚内幕交易人，也能使适当数量的反向交易者获得一定的赔偿。

但在中国，还不能授权每个法院根据实际情况，决定、限缩“同期”的具体时间范围，这会带来标准不一的问题；还是应该由最高人民法院通过司法解释，对“同期”的具体时间范围的计算方法做出统一规定，以统一尺度。在统一的“同期”时间范围里，反向交易者实际上在平分该笔资金。美国以及中国台湾地区是以内幕交易人获利或避损的三倍为限，对同期反向交易者予以赔偿。^① 同期反向交易者基本上是按照交易量来平分的，因为同期交易的价格差异不会太大。

2. 利空内幕信息下原告损失计算与原告范围的进一步确定

这里用图2进行更细致的分析。

图2中，在A点到B点，由于没有内幕信息及内幕交易，价格是一条平行走势的线段。假设内幕信息为利空信息，从B点开始，有内幕交易发生——内幕交易人卖出证券，受害的投资者买入证券（但买高了，多支付了价款），此后，还有三笔内幕交易发生。由于买入增多，逐渐压低了股价。到C点时，内幕信息公开，价格反映所有内幕信息（假设瞬时到位），因此C点之后，价格也是一

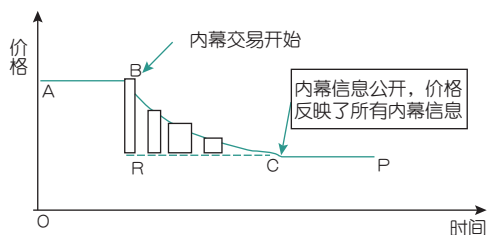


图2 利空性内幕信息下投资者损失计算模型

条平行走势的线段（线段CP）。

从B点到C点的曲线，每日证券价格不同。但测算的目的，是假设投资者知悉内幕信息后，调整证券价格到拟制价格，线段RC就是调整后的拟制价格。曲线BC上的点，是内幕交易人的卖出价格（如发生内幕交易），该价格与RC的差距，就是投资者的每单位证券的差价损失（应该降价的部分，也就是前面所述的“降价部分”）。在图形PBC内的4条垂直的柱形图，其面积就代表了4笔投资者的损失。4条柱形图的面积和，就是投资者多支付的价款之和，即投资者的总损失。

同理，应允许“同期”的反向交易者（高价买入证券的投资者）对内幕交易人提起索赔之诉。

二、内幕交易违法所得的计算

根据《中国证监会行政处罚案件违法所得认定办法（征求意见稿）》，内幕交易违法所得的计算办法如下：

利用内幕信息买入的证券，卖出时按照后买入者先卖出的规则（“后进先出法”）匹配成本。

^① 美国《1984年内幕交易制裁法》，以及中国台湾地区“证券交易法”第157条之一。



利用内幕信息买入的证券，在内幕信息公开后首个收盘价打开涨跌停板日起第5个交易日收盘前已卖出的，以实际盈亏计入违法所得。尚未卖出的，以内幕信息公开后首个收盘价打开涨跌停板日起5个交易日平均收盘价作为卖出价计算账面盈亏并计入违法所得。

利用内幕信息卖出证券所避免的损失，计入违法所得。避免损失的金额，按照卖出金额与该部分证券基准价值的差额计算。卖出证券的基准价值，以内幕信息公开后首个收盘价打开涨跌停板日起5个交易日平均收盘价计算。

本文暂且不讨论该“征求意见稿”的上述规定是否合适，以及正式出台的《中国证监会行政处罚案件违法所得认定办法》是否会改变上述计算方法，而在该“征求意见稿”给出的计算方法的基础上，进一步进行讨论。无论正式出台的《中国证监会行政处罚案件违法所得认定办法》是否会改变“征求意见稿”给出的计算方法，均不影响本文的讨论结果。

根据上述内幕交易违法所得计算方法，内幕交易违法所得的计算，既有按实际所得计算的，也有按拟制所得计算的。实际所得如：“利用内幕信息买入的证券，在内幕信息公开后首个收盘价打开涨跌停板日起第5个交易日收盘前已卖出的，以实际盈亏计入违法所得。”其他的则是拟制所得，但这个拟制所得，与前文所述的“拟制所得”不是完全一回事，它不是投资者如果知悉内幕信息应该调整的价格部分，而是内幕交易人的买卖价之差，在内幕交易人未卖出的部分，拟制一个基准价格。因此，内幕交易违法所得的计算与投资者损失的计算不是同一逻辑。基于“不让违

法者从违法行为中获利”的基本原理，执法机构在没收违法所得时，也会没收系统因素和非系统因素对证券价格上涨有贡献的部分，而不会测算一个“真实所得”予以没收。当然，有时候系统因素和非系统因素对证券价格下跌有贡献，导致内幕交易人的实际所得少于如果扣除该系统因素和非系统因素后测算的“真实所得”，但即便如此，也仅没收实际所得。

总之，照此计算的内幕交易人违法所得，与前面计算的投资者的损失，不是基于同一逻辑、同一方法计算的。计算的结果，大概率是不同的，有时候投资者的损失大于内幕交易违法者的违法所得，有时候投资者的损失小于内幕交易违法者的违法所得，极少存在二者相等的情况。

作为内幕交易惩罚性赔偿中的两个惩罚基准——投资者损失与内幕交易人获利（或避损）数额不一致的问题，有时候前者大于后者，有时候前者小于后者。既然投资者损失与内幕交易人获利（或避损，下同）数额不一致，那么选择哪一个呢？在赔偿基准选择上，可考虑以二者中较高者作为计算基础：当受害人损失较大时，就以受害人损失为惩罚基准；当内幕交易人获利较大时，就以内幕交易人获利为惩罚基准（邢会强，2018）。

需要清醒地认识到，在“同期相反交易者”中的“同期”界定宽松的情况下，所谓的受害人的损失，很容易计算得很高，如果此时再乘以惩罚倍数，很容易出现威慑过度的问题。对此，解决方案是，相对明确、可操作地界定“同期”的时间范围，从而使得拟制出的受害人损失不至于过小，也不至于过大。



表 1 内幕交易“同期”的含义

内幕交易成交后的时间范围	相反交易方的交易量与内幕交易量之比	同期的含义
第 1 秒	0.7	×
第 2 秒	1.4	×
第 3 秒	2.1	×
第 4 秒	2.8	✓
第 5 秒	3.5	×

具体言之，在惩罚倍数为 3 的情况下，挑出来的受害人，其交易规模，应为内幕交易量的 1~3 倍，不宜过少，也不宜过多。假如挑选出来的反向交易量为 a 倍 ($1 \leq a \leq 3$)，则法官确定的惩罚倍数为 $b=3 \div a$ 倍 ($1 \leq b \leq 3$)。

在此情况下，既然相反交易方的内幕交易量倍数 a 已出来，则惩罚倍数也就可以算出来，即 $b=3 \div a$ 。至于惩罚基准是选择受害人损失还是内幕交易人的获利，则要看哪一个计算结果更大。

挑出来的受害人的交易规模应为内幕交易量的 1~3 倍；那么，到底是接近 1 倍好呢，还是接近 3 倍好？宜倾向于后者，即尽量扩大受害人范围，使更多的受害人获得赔偿。这尽管增加了工作量，但更公平。

进而言之，建议证券执法司法机构在对内幕交易人进行惩处的同时，将其认定的内幕交易的具体交易情况，通报给投资者保护机构与证券登记结算机构、相关证券交易所，投资者保护机构再到证券登记结算机构、相关证券交易所查询“同期”相反交易方的情况，筛选出每一笔内幕交易量的 1~3 倍所对应的交易相对方。“同期”的计算，不宜再以“日”为计算单位，而应先以“秒”为计算单位，如果与内幕交易成交的同一秒级单位里，能够挑选出

接近 3 倍的相反交易方，则“同期”就是“同一秒”；如果“同一秒”挑选出的反向交易者的交易量低于 1 倍，则下一秒的反向交易者也算，直至挑选出的反向交易者达到该笔内幕交易的接近 3 倍为止。例如，假如在某一笔内幕交易成交后的五秒之内，分别找出如下倍数的交易量，则最接近 3 倍的第 4 秒即为“同期”。

如果秒级的时间单位找不到 1 倍的交易量，则可尝试以分钟为时间单位，甚至以每刻、每小时为计算单位。

相反，如果某只股票的交易量非常大，即便是同一秒内，找到的交易量即超过 3 倍。对此，则应缩小时间单位，如十分之一秒（分秒）、百分之一秒（厘秒）甚至千分之一秒（毫秒）等为时间单位。

如果被挑选出来的受害人，因各种原因而不愿授权投资者保护机构代为起诉。在此情况下，只要减去放弃后的受害人后，剩余的受害人的交易量累计不低于内幕交易量的 1 倍即可。如果低于 1 倍，就应该进一步扩大“同期”的时间范围，重复上述步骤。

既然找出同期受害人及其交易量（记为 a 倍）($1 \leq a \leq 3$)，则法官酌定的惩罚倍数即为 $b=3 \div a$ 倍 ($1 \leq b \leq 3$)。

对于不愿授权投资者保护机构代为起诉，而坚持自行起诉（含委托其他代理人起诉）的前述同期受害人，或事后反悔又自行起诉的前述同期受害人，只要其仍在诉讼时效内，其诉权亦未丧失，只是在制度设计上，不应允许其获得惩罚性赔偿，而只获得与其损失相同的赔偿。这样固然会增加法院的工作量、增加被告的负担、增加结果的不确定性，但剥夺其诉权亦无法法律依据，政策上可通过无诉讼费优惠的



机制等予以抑制，以尽量减少该等不确定性带来的冲击。

三、内幕交易惩罚性赔偿制度

本节围绕内幕交易惩罚性赔偿制度的适用基础、计算方式及其与行政处罚、公平基金的关系，做进一步说明。

一是内幕交易民事赔偿领域之所以引入惩罚性赔偿制度，不是基于内幕交易行为有多恶，而是基于内幕交易查处有多难。换言之，内幕交易具有隐蔽性，不易发现，更不易查证，尽管目前有大数据筛查，已使得内幕交易的发现难度大为降低，但查证难依然存在。

二是或许有人会说，对于内幕交易查证难的问题，已通过内幕交易推定制度予以解决。但本文主张的内幕交易惩罚性赔偿制度是建立于通过直接或间接证据证明内幕交易的基础上的，而不是建立在用推定的方法认定内幕交易的基础上的。本文主张废除用推定的方法认定内幕交易，因为推定难免出错，不够审慎，会将无辜者错误认定为内幕交易并予以打击（邢会强，2025），亦与“国家尊重和保障人权”的宪法精神不符（王锴和尹铭育，2026）。废除推定之后，应该用各种直接和间接证据证明内幕交易的存在。

三是一旦废除用推定的方法认定内幕交易的做法，而要求检控机关运用各种直接和间接证据证明内幕交易，则会带来另一个问题——有的内幕交易真实发生了，但无法证明，即存在着逃脱惩罚的可能性。也就是说存在“犯罪黑数”（解晓东，2001），如同病毒一样一直在社会上正常存在着。对于犯罪，可以靠刑事制裁、法律

宣传予以克服或预防。同时，根据罪刑法定原则，有的犯罪在纳入刑法打击范围之前，可能也存在“漏打”的问题。这是法治的必要代价。内幕交易在未纳入国家法律制裁体系之前，要么是靠交易所的自律予以管理，要么放任自流，主要靠投资者的“自我免疫”。20世纪七八十年代以来，各国才开始逐步健全对内幕交易的国家法律制裁体系。但“与其杀不辜，宁失不经”。

四是惩罚性赔偿制度是应对被逃脱惩罚的内幕交易的必要之举。惩罚性的倍数，要根据逃脱概率而设定。惩罚倍数就是逃脱概率的倒数。逃脱概率越小，意味着抓捕难度越大，相应的惩罚倍数越高。换言之，惩罚性赔偿弥补了内幕交易难以抓捕的弊端。

五是惩罚性赔偿兼具私法责任与公法责任，肩负一定的公法责任。但主要还是财产性责任。内幕交易是侵害财产的违法行为，让其承担财产性责任，是比较适配的法律责任形式。至于内幕交易是否有必要承担徒刑，争议较大。有认为内幕交易入刑是一种“错误的链接”（Iwona，2012）。强化内幕交易惩罚性赔偿责任与该观点不悖。

六是内幕交易人的内幕交易行为往往不止一次。当然也不排除第一次内幕交易即被捉的，但大额、恶劣的内幕交易往往是“多行不义必自毙”，多次违法终被捉的。因此，事前已通过法律公示的内幕交易惩罚性赔偿制度，作为所有交易者都要遵守的游戏规则，具有正当性。

七是有人反对内幕交易惩罚性赔偿制度并主张将被告的赔偿限于其获利的范围内（违法所得的一倍之内）。这种观点不但忽略



关于惩罚性赔偿的法律经济学原理，更重要的是不符合侵权法的如下基本原理：所有的侵权行为，都不以侵权是否获利（是否有违法所得）为前提。内幕交易人亏损的，不影响其承担的民事责任。

八是关于内幕交易惩罚性赔偿制度的法律依据问题，必须承认，现行《民法典》仅在第1185条规定知识产权惩罚性赔偿制度，其他领域的惩罚性赔偿制度都是通过单行法（如《消费者权益保护法》《食品安全法》）予以规定的，目前的《证券法》还未规定内幕交易惩罚性赔偿制度，但未来可以通过《证券法》修改引入该制度。

九是在目前内幕交易惩罚性赔偿制度没有《证券法》依据的情况下，司法解释只能制定填平性的民事赔偿制度。因此，可以找出多于内幕交易量倍数的具体相反交易方，但目前他们均仅最多获得与其“损失”相等的赔偿，而不能获得超额赔偿，除非以调解结案。

十是内幕交易惩罚性赔偿制度与行政处罚制度以及公平基金的关系。如果没有行政处罚制度，一般投资者很难证明被告的内幕交易行为，因此行政稽查制度和行政处罚制度实有必要。但行政处罚之后，罚款上缴国库，与投资者无关，甚至会导致后面的民事赔偿因被告无资金可赔而导致投资者得不到赔偿，因此应落实《证券法》第220条的规定，在被告资金不足时，使投资者优先获得赔偿。而公平基金制度的设计，是保证民事赔偿优先的必要之举。“公平基金”（Fair fund）制度是指，将对内幕交易人的行政罚没款、刑事罚没款等归入一个基金，并进而分配给受害人或者奖励给举报人的制度（邢会强，2011、

2016）。公平基金比民事诉讼救济（无论是不是进行惩罚性赔偿）更迅捷，应优先通过公平基金对投资者予以救济。公平基金救济后，投资者仍未受偿的部分，投资者可继续行使民事诉权。如果投资者放弃从公平基金中获得救济的，则可另行提起民事诉讼。如果民事诉讼实行惩罚性赔偿制度，则还可以获得惩罚性赔偿。当然，证监会目前的1倍以上10倍以下的行政处罚款处罚实际上已具有惩罚功能，在此基础上设立的公平基金实际上已包含惩罚性赔偿制度。如果证监会的处罚倍数合适，则会冲淡甚至取代内幕交易民事赔偿领域惩罚性赔偿制度的功能。只有在公平基金制度缺位的情况下，惩罚性赔偿制度才有其必要性。换言之，公平基金制度与惩罚性赔偿制度具有互相补位的关系。

四、结语

内幕交易民事赔偿制度设计较为复杂，传统的民事赔偿制度在该领域往往难以直接适用，同时，该制度又与内幕交易的其他制度具有紧密的关联关系和联动效应。因此需要统筹考虑，体系化地构建内幕交易民事赔偿制度。至少在司法解释层面，行政、刑事与民事司法解释要同步更新或推进，在废除内幕交易推定制度而仅以各种直接或间接证据证明内幕交易的基础上制定内幕交易民事赔偿司法解释。同时，建议引入惩罚性赔偿制度，发挥专门的投资者保护机构的作用和能动性，通过精细化的制度设计，力求实现既有效赔偿受损的投资者，又适当威慑内幕交易的双重目的。^[N]

学术编辑：卢超群



参考文献

- [1] 曹理.证券内幕交易民事责任认定与承担的规则构建[J].财经法学,2025(1):126-147.
- [2] 陈洁.内幕交易特殊侵权责任的立法逻辑与规则设计[J].法律适用,2024(10):20-35.
- [3] 冯果.内幕交易与私权救济[J].法学研究,2000,22(2):91-101.
- [4] 耿利航.证券内幕交易民事责任功能质疑[J].法学研究,2010,32(6):77-93.
- [5] 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[C]//郭锋,主编.金融服务法评论:第9卷.北京:法律出版社,2018:67-79.
- [6] 吕成龙.论内幕交易民事责任之否定[J].财经法学,2023(5):51-66.
- [7] 马新彦.内幕交易惩罚性赔偿制度的构建[J].法学研究,2011,33(6):112-125.
- [8] 缪因知.裸卖空、卖空型操纵与股指期货做空监管研究[J].财经法学,2015(6):25-42.
- [9] 缪因知.内幕交易民事责任制度的知易行难[J].清华法学,2018,12(1):188-206.
- [10] 王锴,尹铭育.法秩序统一性原理下内幕交易推定制度的反思[J].北京工商大学学报(社会科学版),2026,41(1):133-142.
- [11] 解晓东.犯罪黑数及其控制[J].法律科学(西北政法学院学报),2001(2):80-85.
- [12] 邢会强.内幕交易罚没收入与投资公平基金[J].中国金融,2011(3):39-40.
- [13] 邢会强.内幕交易公平基金制度的构建[C]//郭锋,主编.证券法律评论:2016年卷.北京:中国法制出版社,2016.
- [14] 邢会强.内幕交易惩罚性赔偿制度的构造原理与现实选择[J].中国社会科学,2018(4):89-108.
- [15] 邢会强.内幕交易民事赔偿制度的三个基础性问题[J].法律适用,2024(10):87-103.
- [16] 邢会强.我国内幕交易推定制度的收缩与完善[J].政法论坛,2025,43(5):75-89.
- [17] 曾洋.内幕交易侵权责任的因果关系[J].法学研究,2014,36(6):116-131.
- [18] 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[J].比较法研究,2014,28(2):46-58.
- [19] Iwona Seredyńska. Insider dealing and criminal law: dangerous liaisons[M]. Berlin: Springer, 2012.
- [20] SEREDYŃSKA I. Insider dealing and criminal law: dangerous liaisons[M]. Berlin, Heidelberg: Springer, 2012.

Key Hurdles in Civil Compensation for Insider Trading

XING Huiqiang

(Law School, Central University of Finance and Economics)

Abstract The basic rationale of civil compensation for insider trading is that, had the counterparty been aware of the inside information, the transaction price would have been adjusted accordingly. Losses from insider trading are calculable, and the portion by which the transaction price ought to have changed constitutes the investor's loss. Given the concealed nature of insider trading and the asymmetric distribution of evidence, some insider trading inevitably escapes sanction. This enforcement gap may be addressed through punitive damages, with the punitive multiple determined by the reciprocal of the probability of escape from penalties. Under a punitive damages regime, the identifiable class of specific victims should be limited to one to three times the trading volume involved in the insider transaction, and the corresponding damages multiple should be set as the reciprocal of that trading volume.

Keywords Insider Trading, Civil Liability, Civil Compensation, Punitive Damages, Fair Fund

JEL Classification K22 K13 K42