

内幕交易民事赔偿责任中的 因果关系再检讨^{*}

刘颖^{**} 薛晓芳^{***}

摘要:内幕交易与证券欺诈存在本质差异,审查交易因果关系对确定内幕交易民事赔偿责任实无助益。对于内幕交易责任纠纷,应将双重因果关系重构为责任成立因果关系和责任范围因果关系。鉴于降低投资者证明难度的现实需求、待证事实的客观规律以及提升诉讼效率的价值追求,在双重因果关系的证明上均应允许作为原告的投资者适用推定规则,同时允许作为被告的内幕交易人提出基础事实不成立或推定事实不成立的抗辩。

关键词:内幕交易 民事赔偿 因果关系 交易因果关系

* 本文系北京市社会科学基金重点项目“破产撤销权制度的发展与完善研究”(23FXA003)的阶段性成果。

** 北京航空航天大学法学院教授、博士生导师。

*** 北京航空航天大学法学院博士研究生。

一、问题的提出:内幕交易情形中因果关系的认定困境

因果关系不成立是司法实践中否定内幕交易民事赔偿责任的核心理由。法院往往以投资者(原告)与内幕交易人(被告)在诉讼之前并不相识,投资者的投资决策并非由内幕交易人引起为由,认定因果关系不成立,进而否定内幕交易人的民事赔偿责任。^[1]然而,基于证券交易市场的“去人格化”特征与内幕交易的特殊性,把交易因果关系视为内幕交易民事赔偿责任的构成要件,将在极大程度上限缩内幕交易民事赔偿的制度功效。一方面,在证券交易市场中,尤其是在奉行“价格优先、时间优先”规则的集合竞价交易模式下,投资者与内幕交易人的交易订单由系统自动撮合,匿名成交,交易双方全程无须磋商与交流。就连同一时间、出价相同的投资者是否会被匹配为内幕交易人的交易对手,亦全凭概率。^[2]在此背景下,若以投资者与内幕交易人之间存在交易因果关系作为民事赔偿责任的构成要件,则绝大部分投资者可能因其投资决策并非基于素未谋面的内幕交易人的内幕交易行为,而丧失救济的可能。另一方面,内幕交易行为的“价格无涉性”也使投资者的投资决策和内幕交易行为之间的关联性无从证立。申言之,内幕交易行为通常尚未引发证券价格的异常波动,由此,投资者作出交易决策时并未受到价格反应机制的误导。此时,无论内幕交易人存在与否,投资者都会以相同价格发出交易指令。正是基于此,交易因果关系的认定困境成了部分论者质疑内幕交易民事责任的制度存在之必要性的根据。^[3]除了“定性”层面上交易因果关系的认定难题,在“定量”层

[1] 参见北京市第一中级人民法院:陈某某诉潘某深证券内幕交易赔偿纠纷一审民事判决书,案号:(2009)一中民初字第8217号,2009年10月22日;北京市高级人民法院:吴某峰诉杜某等证券内幕交易责任纠纷再审民事裁定书,案号:(2014)高民申字第02751号,2014年11月13日。

[2] 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。

[3] 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;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。

面上,如何划定内幕交易行为造成的损失范围、如何扣除系统风险等其他价格变动因素引发的损失,也是实践中的棘手难题。〔4〕最高人民法院表示,要深入研究内幕交易行为的民事追责问题,适时出台相关司法解释。〔5〕有鉴于此,下文将在反思内幕交易中因果关系相关理论和实务的基础上,探寻重构因果关系的理论方案,并解明因果关系证明的实务操作。

二、内幕交易情形中“交易因果关系”的批判

(一)“交易因果关系”缘起、引入及实践的考察

1. “交易因果关系”的概念缘起

“交易因果关系”这一概念起源于美国针对虚假陈述民事赔偿的司法实践。在夏罗皮诉美林银行案中,法院判决指出,根据1934年《证券交易法》第10b条,原告必须证明其从事相关交易乃是被告涉嫌的欺诈所导致的。〔6〕其中虽未明确提出交易因果关系的概念,但已在实质层面上运用了“原告的交易行为系被告的交易行为所致”的认定模式。此后,在“施立克诉宾夕法尼亚水泥公司案”中,法院直接在判决中使用了交易因果关系的概念,其指出:判断虚假陈述民事赔偿责任成立与否,需要审查双重因果关系,即损失因果关系(loss causation)与交易因果关系(transaction causation),而后者是指索赔投资者的交易行为系由虚假陈述行为所引发。〔7〕

再后来,这种双重因果关系的认定模式逐渐运用于内幕交易民事赔偿案件。例如,在威尔逊诉康泰克电信公司案中,美国第二巡回法院援引了施立克诉宾夕法尼亚水泥公司案判决中关于双重因果关系的论

〔4〕 参见缪因知:《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。

〔5〕 参见管秀丽:《深入研究内幕交易和操纵市场行为民事追责问题》,载《中国证券报》2023年9月18日,第2版。

〔6〕 See Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., 353 F. Supp. 264 (S. D. N. Y. 1972).

〔7〕 See Schlick v. Penn - Dixie Cement Corp., 507 F. 2d 374, 380 (2d Cir. 1974).

述,并主张在内幕交易民事赔偿案件中证明交易因果关系成立是关键问题,原告在证明其所主张的损失与被告的内幕交易行为存在因果关系前,需先证明其投资行为是由内幕交易引起的。〔8〕

2. “交易因果关系”的规范引入

起初,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》(法释〔2003〕2号,已失效,以下简称旧《虚假陈述民事赔偿规定》)并未区分交易因果关系与损失因果关系,仅在第18条中确立了“虚假陈述与损害结果之间存在因果关系”的推定规则。然彼时已有论者提出,可以借鉴美国法对虚假陈述民事赔偿责任因果关系的认定模式,区分交易因果关系与损失因果关系。〔9〕这种观点逐步为司法实践所接受。例如,在2012年的一则案例中法院判决指出,虚假陈述行为与交易损失之间的因果关系包含“虚假陈述与交易决定之间的因果关系”和“虚假陈述与投资者损失之间的损失因果关系”,二者缺一不可。〔10〕交易因果关系是指违法行为影响了投资者的交易决定,〔11〕属于证券侵权民事责任的特殊构成要件。2022年最高人民法院发布《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》(法释〔2022〕2号,以下简称新《虚假陈述民事赔偿规定》),其第11条及第12条规定了交易因果关系的证明与认定,而第31条规定了损失因果关系的证明与认定。至此,“交易因果关系”的概念在我国司法解释层面得以明文化。

3. “交易因果关系”的司法实践

目前,除虚假陈述以外,其他类型证券侵权民事赔偿责任的司法解释尚付阙如。但是,有法院根据前述《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》的精神,将交易因果关系理解为各类证券侵权民事赔偿

〔8〕 See *Wilson v. Comtech Telecomm Corp.*, 648 F.2d 88, 95 (2d Cir. 1981).

〔9〕 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;马其家:《美国证券法上虚假陈述民事赔偿因果关系的认定及启示》,载《法律适用》2006年第3期。

〔10〕 参见贵州省高级人民法院:朱某强与贵州国创能源控股(集团)股份有限公司证券虚假陈述赔偿纠纷二审民事判决书,案号:(2012)黔高民商终字第3号,2012年7月31日。

〔11〕 参见最高人民法院《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》。

责任所共通的构成要件,于是在内幕交易民事赔偿案件中采用交易因果关系的认定模式。也有法院尽管未在判决中直接采用“交易因果关系”的表述,却在具体审查因果关系时,基于投资者与内幕交易人并不相识、内幕交易行为并不影响证券价格等理由否定投资者的交易决策与内幕交易行为之间存在因果关系。^[12]这可以说在实质上采纳了交易因果关系的概念。但内幕交易与虚假陈述等证券欺诈不尽相同,那么,在缺乏现行法规范的情况下,对内幕交易民事赔偿案件套用新《虚假陈述民事赔偿规定》所引入的交易因果关系的认定模式,便存在疑问。

(二) 内幕交易与证券欺诈的差异分析

审查交易因果关系是认定虚假陈述等证券欺诈引发的民事责任之内在要求。欺诈是指故意告知对方虚假情况,或者负有告知义务却故意隐瞒真实情况,致使被欺诈人基于错误认识而作出意思表示。一般认为,欺诈包含四项构成要件:其一,行为人须有欺诈之故意;其二,行为人实施了故意告知虚假信息的积极欺诈行为,或者负有告知义务却实施了隐匿真相的消极欺诈行为;其三,被欺诈人因欺诈行为而陷入错误认识;其四,被欺诈人基于错误认识而作出意思表示。^[13]交易因果关系的内涵体现了上述第2~4项的融合,可以说是民法上欺诈的构成要件在证券侵权领域的具体化。这意味着,若要在内幕交易情形中适用交易因果关系的认定模式,其前提是内幕交易属于证券欺诈。尽管最高人民法院发布的《民事案件案由规定》(法[2020]347号)第314项将“证券内幕交易责任纠纷”归为“证券欺诈责任纠纷”,但笔者认为,内幕交易不符合证券欺诈的构成要件,因而不属于证券欺诈。具体而言:

第一,在内幕交易中,侵权人不存在欺诈行为。作为典型的证券欺诈责任,虚假陈述民事赔偿责任的归责基础在于,侵权人违反信息披露义务,因而构成欺诈行为;而内幕交易中侵权人并不负有相关义务,其违反的是关于不当利用信息优势从事交易的禁止规范,因而不构成欺

[12] 同前注[1]。

[13] 参见梁慧星:《民法总论》,法律出版社2021年版,第189~190页。

诈行为。有部分论者认为,内幕交易人负有信息披露义务,其利用特殊地位获得其他投资者难以接触到的内幕信息,侵害了投资者的“平等知情权”。^[14] 例如,在光大证券股份有限公司(以下简称光大证券)内幕交易案中一审法院判决指出,基于有效市场理论,证券市场价格受到所有投资公众可获知的公开信息的影响,内幕交易人在交易时不披露内幕信息,将会严重影响证券价格的真实性,因此内幕交易行为与投资者损失之间存在因果关系。^[15] 然而,这种说理思路忽略了一个关键点——对内幕交易人施加信息披露义务缺乏法律依据。诸如收购计划、年度收益状况、拟订分红计划等重大公司内部事项,在未触发披露条件时均无须披露,更遑论交易各方对于尚处洽谈阶段的项目信息还应予保密。^[16] 实际上,未披露内幕信息仅能被视作内幕交易人禁止从事相关交易的理由,而不应被视为造成原告交易损失的原因,否则所有的内幕交易案件都将变为虚假陈述案件。^[17] 还有部分论者认为,内幕交易人对一般投资者负有信义义务,其获得内幕信息后,要么予以公开,要么戒绝交易。^[18] 然而,对内幕交易人施加信义义务,同样缺乏法律依据。依照我国现行法规定,董事、监事及高级管理人员对公司负有信义义务,但股东并不负有信义义务。尤其是在传递型内幕交易情形下,内幕交易人是被公司内部人员告知内幕信息的外部人员,这些受密人更不可能负有信义义务。对此有论者解释道,当公司外部的受密人知道内部的泄密人违反信义义务时,则视为受密人也负有信义义务。^[19] 这种解释在逻辑上就显得更加跳跃。

第二,在内幕交易中,被侵权人并非基于错误认识而作出交易决策。在虚假陈述的情形中,作为被侵权人,投资者是受到虚假陈述人向

[14] 参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第26页。

[15] 由于光大证券内幕交易案存在多名原告,故下文多处所引判决书的案号与此处不同。参见上海市高级人民法院:《郭某与光大证券期货内幕交易责任纠纷二审民事判决书》,案号:(2016)沪民终226号,2017年2月4日。

[16] 同前注[3],耿利航文。

[17] 参见朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2022年版,第284页。

[18] 参见赵万一主编:《证券交易中的民事责任制度研究》,法律出版社2008年版,第251~252页。

[19] 同前注[18],第252页。

市场释放的价格扭曲信号诱导而作出投资决策的。举例而言,在诱多型虚假陈述中,虚假陈述人编造利好消息或者隐瞒利空消息,致使股价虚高,投资者受此影响以虚高的价格买入股票;相反,在诱空型虚假陈述中,虚假陈述人编造利空消息或者隐瞒利好消息,致使股价虚低,投资者受此影响以虚低的价格卖出股票。但内幕交易情形则有所不同,内幕交易人为了规避风险,通常是以隐蔽的方式交易,不会有意扭曲证券价格。例如,在前述光大证券内幕交易案中,光大证券就股指期货IF1309和IF1312实施的内幕交易呈现每分钟交易数量较为平均、交易数量远低于同期市场成交总量的特征。其结果是,相关市场价格在内幕信息揭露前、后呈平稳下跌趋势,无突变。^[20]既然内幕交易行为并不会造成证券价格扭曲,那么就难以说投资者会因此而产生错误认识。从这个意义上说,投资者所作出的投资决策,完全取决于其自身投资水平。

(三) 内幕交易情形中的“交易因果关系”证伪

交易因果关系是民法上欺诈的构成要件在证券欺诈情形中的具体化,但内幕交易却非属证券欺诈,因此,将证券欺诈情形中交易因果关系的认定模式套用到内幕交易情形中,实为欠妥。其理由在于,无论是从侵权的一般情形来看,还是从证券侵权这一特别情形来看,交易因果关系都并非民事赔偿责任的构成要件。

首先,交易因果关系不是侵权损害赔偿责任的构成要件。作为侵权损害赔偿责任的构成要件,因果关系具有两层含义:一层是责任成立因果关系,或称事实因果关系,系指侵权行为与权益受侵害之间的因果关系;另一层是责任范围因果关系,或称法律因果关系,系指权益受侵害与损害结果之间的因果关系。^[21]有论者指出,因果关系的这两层含义同样适用于证券侵权领域,只不过美国判例法更换了称谓,交易因果关系就是责任成立因果关系,而损失因果关系就是责任范围因果关系。^[22]对此笔者认为,责任成立因果关系是将侵权人的侵权行为与被

[20] 同前注[15]。

[21] 参见王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2016年版,第231页。

[22] 参见《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。

侵权人的权益受侵害相关联,但交易因果关系却只是将侵权人的内幕交易行为与被侵权人的交易决策相关联,尚未触及被侵权人所受侵害这一层面,因此两者完全不具有同质性。

其次,交易因果关系也不是证券侵权损害赔偿责任的构成要件。从最高人民法院发布的司法文件来看,2015年的《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》指出,应当在由虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件中关注交易因果关系这一证券侵权领域特有的构成要件;但2016年的《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》却仅仅提到交易因果关系是虚假陈述和操纵市场情形中民事赔偿责任的构成要件,而未提及内幕交易情形。这表明在司法实践的立场上,交易因果关系是否构成虚假陈述、操纵市场、内幕交易等各类证券侵权情形中民事赔偿责任所共通的构成要件,尚存争议。对此笔者认为:究其本质而言,内幕交易当属不公平交易。其市场危害性集中体现为,内幕交易人利用信息优势在“零和博弈”的证券市场上攫取不公平利益,进而剥夺其他投资者的获利机会或者降低其他投资者的净回报率。^[23]申言之,内幕交易行为侵害的是被侵权人的公平交易权益,而对公平交易权益造成侵害却又往往不是通过诱导被侵权人作出交易决策来实现的。一方面,不同于证券欺诈情形中先有侵权人的欺诈行为、后有被侵权人基于错误认识作出交易决策的异步模式,在内幕交易情形中侵权人的内幕交易行为与被侵权人的投资行为具有同步性,不存在前者引发后者的时间区隔。另一方面,在内幕交易情形中侵权人并未实施欺诈行为,也未干预被侵权人的交易决策,侵权人与被侵权人的交易行为之间缺乏引起与被引起的实质原因力。可见,侵权人的内幕交易行为与被侵权人的投资行为本就不存在交易因果关系。在内幕交易情形中运用此种因果关系的认定模式,只会推导出侵权人的侵权行为与被侵权人的损失之间不存在因果关系这一结论,而根本无益于查明侵权人的内幕交易行为与被侵权人的公平交易权益受损之间有无因果关系。因此,不应在内幕交易情形中将交易因果关系作为民事赔偿责任的构成要件,自然也就不能说交易因果关系

[23] 参见陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第235页。

是各类证券侵权情形中民事赔偿责任所共通的构成要件。

三、内幕交易情形中“双重因果关系”的重构

囿于对内幕交易归责基础的偏差认知,既有观点多将内幕交易情形的双重因果关系界定为交易因果关系和损失因果关系。综合上述对交易因果关系的辨析,笔者认为,应当重构内幕交易情形中的双重因果关系,先审查责任成立因果关系,考察内幕交易行为与投资者公平交易权益受侵害之间的因果关系存在与否;后审查责任范围因果关系,以锁定请求权主体范围与赔偿金额。

(一) 内幕交易情形中的责任成立因果关系

对于责任成立因果关系,实践中通常采用“若无,则不”公式进行判断。对此有观点认为,反向交易者通常是基于信赖证券市场的公平、诚信而进行投资的,若其知晓交易对手中可能存在内幕交易人,则必然不会作出于己不利的交易决策,又因为所有反向交易者在事实上均有可能同内幕交易人成交,如此内幕交易与投资者受损交易之间“若无,则不”的因果关系即得以证成。^[24]然而,该观点实际上仍受制于交易因果关系的概念束缚。在内幕交易情形中,问题的焦点并非是否若无内幕交易行为仍有投资者的反向交易,而应该为是否若无内幕交易,则投资者的公平交易权益就不会受到侵害。后者既可以通过定性分析加以证明,也可以通过定量分析加以呈现。

从定性的角度来看,内幕交易在本质上是一种风险转嫁行为。内幕交易人凭借信息优势将本该由其承担的市场风险不当地转嫁给同期的其他投资者,从而推高了其他投资者亏损的概率。^[25]换言之,若无内幕交易行为,则反向交易者不会背负此种不公平的风险分担,其公平交易权益不会受到侵害。对此有论者反驳道:当内幕交易人的同向交易者的数量足以促成反向交易者全盘成交时,即便没有内幕交易行为,

[24] 同前注[22]。

[25] 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。

反向交易者仍然会蒙受相同的损失,因此,内幕交易行为并未给反向交易者增加交易风险。^[26] 这种反驳实际上涉及“假设因果关系”。申言之,损害已经因侵权行为而发生,不过即便没有该侵权行为,损害的全部或部分也将基于另一原因事实而发生。^[27] 在此情形下,内幕交易行为足以造成反向交易者的损害,并且这不会因内幕交易人的同向交易者的交易行为存在与否而有任何改变,所以应当认定内幕交易行为是真正原因,而也有可能与反向交易者匹配成交的、内幕交易人的同向交易者的交易行为只不过是假设原因。^[28] 假设原因的存在,不足以否定作为真正原因的内幕交易行为与反向交易者的公平交易权益受侵害之间的因果关系。

从定量的角度来看,所有流通股因特定内幕消息的公开披露而增加或减少的市值总量是一定的。在此前提下,若无内幕交易人瓜分利益,则该部分利益将在其他投资者之间正常分配。但内幕交易人却打破了此种利益分配机制,其利用信息优势在作出交易决定时精准预判将来的一段时间内股价的走势,从而作出于己有利的投资决策。一旦顺利成交,内幕交易人便人为地改变了自己与其他投资者之间的流通股分配量,进而实现积极获利或者消极避损。^[29] 这种不公平获利的内幕交易行为如同内幕交易人在一场多人参与的赌局中提前获知了牌面结果,然后刻意朝盈利方向下注,最后稳定地瓜分所有玩家的利益。由于利益总量恒定,内幕交易人的获利实际上就是对其他投资者利益的剥夺。

由上述分析可知,内幕交易行为与投资者公平交易权益受侵害之间存在因果关系,“若无内幕交易,则投资者的公平交易权益不会遭受侵害”的命题成立。

(二) 内幕交易情形中的责任范围因果关系

责任范围因果关系是指权益受侵害与损失之间的因果关系,在内

[26] See Frank H. Easterbrook, *Insider Trading Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*, *The Supreme Court Review*, Vol. 1981, 1981.

[27] 同前注[21],第239页。

[28] 参见黄文煌:《论侵权法上的假设因果关系》,载《中外法学》2011年第3期。

[29] 同前注[2]。

幕交易情形中所检视的是投资者所受损失在多大范围内应当归责于内幕交易人。这种因果关系的认定集中体现为损害赔偿请求权人范围的限定和损失计算标准的确定。

1. 损害赔偿请求权人应限定为内幕交易人的同期反向交易者

关于内幕交易情形中损害赔偿请求权人的范围,存在“交易相对人说”与“同期反向交易者说”的观点对立。“交易相对人说”认为,损害赔偿请求权人必须是内幕交易人的直接交易对手,例如,内幕信息为利空消息时从内幕交易人处买入证券的投资者,或者内幕信息为利好消息时将自己的证券卖出给内幕交易人的投资者。^[30]其理由在于,在匿名交易的证券市场中,内幕交易行为并不会影响投资者的交易决策,因此受损的仅仅是与内幕交易人达成事实交易关系的交易对手。^[31]与此相对,“同期反向交易者说”主张,损害赔偿请求权人必须是与内幕交易人同期进行反向交易的投资者,其不仅包括内幕交易人的直接交易对手,还包括非直接交易对手。^[32]

对此笔者认为,内幕交易情形中的损害赔偿请求权人首先必须是内幕交易人的同期反向交易者。其理由在于:将损害赔偿请求权人限定为同期反向交易者,在实务上更具可操作性。在匿名交易的证券市场中,直接交易对手无从确定。买入人和卖出人在交易系统上仅存在时间与价格之别,而无其他特定化标识。电脑交易处理系统撮合成交的方式并非简单的同价、同时者成交,而是对全部申报以“价格优先、时间优先”的原则进行排序,并考虑成交量最大、高于基准价的买入申报和低于基准价的卖出申报可实现全部成交、与基准价相同的买卖双方中的一方可实现全部成交等因素撮合交易。^[33]在这种交易模式下,由于内幕交易人仅是买入人或者卖出人之一,反向交易者究竟将会被匹配为内幕交易人的交易对手,还是成为其他投资者的交易对手,纯属概率问题。系统中并不会生成一对一的交易订单记录,因而欲起请

[30] 同前注[22]。

[31] See *Fridrich v. Bradford*, 542 F. 2d 307, 323 (6th Cir. 1976).

[32] 同前注[2]。

[33] 参见《上海证券交易所交易规则》(2023年修订)第3.5.1条至第3.5.3条;《深圳证券交易所交易规则》(2023年修订)第3.4.2条至第3.4.4条。

求损害赔偿的投资者也无法证明自己是内幕交易人的直接交易对手。可见,“交易相对人说”无从采纳。相较而言,按照“同期反向交易者说”,欲起诉请求损害赔偿的投资者只需证明其交易时间、交易方向等事项,通过交易明细等证据资料即可实现,无疑更具可操作性。^[34]

对于同期反向交易者,应当通过“同期”和“反向”这两个要件来界定。其中,“反向”通过系统载明的投资方向即可认定,但关于“同期”的界定标准则存在较大争议。第一种观点是“同日说”,其认为同期是指与内幕交易相同的日期。^[35]第二种观点是“内幕信息公开说”,其认为同期是指自内幕交易的时点起至内幕信息公开的时点止的这段期间。其理由在于,“同日说”忽略了内幕交易的危害传递性,同日反向交易者可能因在内幕信息公开前再次进行相反交易而未实际受损,而那些与同日反向交易者再行交易的投资者才遭受了损失,故将同期界定为到内幕信息公开之时为止的这段期间,才更合理。^[36]第三种观点是“同日同价说”,其认为同期是指在与内幕交易相同的日期以与内幕交易人相同的价格从事相反交易。^[37]第四种观点为“时间一致说”,其认为同期是指以内幕交易行为的开始为起点、结束为终点的这段期间。^[38]也就是开始利用内幕信息下达交易指令实施交易之时至内幕

[34] “同期反向交易者说”也更符合国际立法潮流。鉴于“交易相对人说”缺乏可操作性,部分曾采用该学说的国家便在反思的基础上改为采用“同期反向交易者说”。例如,新加坡在其《1986年证券业法》中曾采用“交易相对人说”,但经多年实践后发现相关规定成为索赔障碍,投资者难以证明己方的交易对手就是内幕交易人。于是,新加坡自2000年起改为采用“同期反向交易者说”(See Alexander FH Loke, *The Private Right of Action for Insider Trading*, *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 7, 2007)。同样地,澳大利亚也曾采用“交易相对人说”,但在注意到其制度缺陷后,澳大利亚证券和市场咨询委员会于2003年在关于内幕交易立法修改的报告中明确建议放弃僵化的“交易相对人说”,将损害赔偿请求权人的范围扩展至内幕交易的所有受害人[See Corporations and Markets Advisory Committee (Australia), *Insider Trading Report* (November 2003), Recommendation 9]。

[35] See Tan Cheng Han, *Protecting the Integrity of the Securities Market: Recent Amendments to the Law Relating to Insider Trading*, *Singapore Journal of legal Studies*, No. 2, 2000.

[36] See Federal Securities Code (ALI 1980), § 1703.

[37] 同前注[18],第280页。

[38] 同前注[14],第337页;杨峰:《证券民事责任制度比较研究》,法律出版社2006年版,第288页。

交易指令在系统中撮合成交结束之时。^[39]

对此笔者认为,应当从交易时间和交易价格的双重维度来界定“同期”。具体而言:首先,同期反向交易者的交易时间必须是在内幕交易指令发出至系统撮合成交结束这一时间段内。其理由在于,内幕交易人通常仅占同期市场交易总量的较小比例,在此基础上若将“同期”的终点延至内幕交易结束之后,将会过度扩大赔偿范围,对内幕交易人科以过重的赔偿义务。举例而言,在前述光大证券内幕交易案中,内幕交易成交量在同期交易量中占比极低。内幕交易时间段内,光大证券交易的 IF1309 仅占市场总成交量的 1.39%,其交易的 IF1312 也仅占市场总成交量的 1.80%。^[40]换言之,同时间段内的反向交易者已然是内幕交易成交量的近百倍,若再将“同期”的截止时间延长,将使内幕交易人的赔偿责任呈指数性扩增。若是为了避免内幕交易人陷于过高的赔偿责任而将赔偿额限定在其获利范围之内,又会因损害赔偿请求权人的数量骤增而导致个体获得的赔偿额骤减。可见,无论是出于合理控制内幕交易人的民事赔偿责任,还是为了保护投资者的利益,将“同期”的终点延长至内幕交易结束之后都不是理想方案。实际上,在内幕交易结束后,交易双方均未利用不公平的信息优势,投资者的公平交易权益并未受侵害,其所蒙受的交易损失不过是正常的市场风险所致。从这个意义上说,考虑内幕交易的危害传递性,实则已偏离内幕交易民事赔偿责任的归责基础。因此,“同日说”、“同日同价说”及“内幕信息公开说”均不具有说服力。其次,同期反向交易者的交易价格必须与内幕交易人的价格相同。除时间以外,价格也是影响系统撮合交易的重要因素。虽然在集合竞价模式下最终成交的价格均为基准价,但是在连续竞价中,并非同一时段内每一单交易的成交价都相同。换言之,以相同价格从事反向交易的投资者未必是内幕交易人的交易对手。不过可以确定的是,以不同于内幕交易人的价格从事反向交易的投资者不可能与其相互匹配。因此,要求双方交易价格相同,有助于使损害赔偿请求权人与真正因内幕交易而受损的投资者保持一致。

[39] 同前注[2]。

[40] 同前注[15]。

2. 损失计算应采用修正差额法

关于内幕交易中投资者损失的计算,应遵循利益平衡与方法平衡两大基本原则。^[41]一方面,应当考虑投资者与内幕交易人之间的利益平衡。证券市场存在的目的是为发行者筹融资,而资金的来源便是投资者。如果没有投资者,证券市场将沦为无本之木。然而,投资者在证券市场中承受了绝大部分的市场风险,却往往居于弱势地位。基于此,证券市场监管的首要目标就是保护投资者的利益。^[42]但是,在重视投资者利益保护的同时,亦不得忽视对内幕交易人赔偿责任的公正认定,以免责任失衡。另一方面,还应当兼顾计算方法的客观性与可行性,既要以最大限度还原投资者的实际损失为目标,也要确保在司法实践中追求该目标的途径切实可行。

目前,内幕交易民事赔偿领域的损失计算存在两种做法:一般做法是以投资者的实际损失为计算标准,特殊做法则是以内幕交易人的非法获利为计算标准。由于特殊做法不符合侵权损害赔偿责任的构成要件,且未将内幕信息对价格的影响与市场风险相剥离,^[43]因此一般做法得到了更多的支持。

以一般做法为前提,也存在多种具体的损失计算方式。一是实际价值法,即将内幕信息公开后的证券价格与交易时的证券实际价值作差,计算赔偿金额。^[44]此种计算方式的难点在于证券实际价值无法衡量。二是差额法,^[45]其中修正差额法以内幕信息公开后一段合理期间的平均价格作为基准价,再以基准价和内幕交易时的成交价之差作

[41] 参见袁康等:《证券侵权民事赔偿标准研究》,法律出版社2022年版,第84页。

[42] See International Organization of Securities Commission, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>, visited October 1, 2023.

[43] 参见周伦军:《从不当得利到损害赔偿:内幕交易民事责任的逻辑演进——〈证券法〉修订草案第92条之评析》,载《法律适用》2015年第8期。

[44] 参见冯果、李安安:《内幕交易的民事责任及其实现机制——写在资本市场建立20周年之际》,载《当代法学》2011年第5期。

[45] 差额法又分为净差额法、修正差额法、重买价格法、重卖价格法四种测算方法,因另外三种方法或难以计算,或将畸形加重内幕交易人的赔偿负担,故本文重点介绍修正差额法,其余三类不再赘述。关于上述各项测算方法详见前注[41],第87~90页。

为赔偿额。^[46] 这种损失计算方式以内幕信息公开后一段合理期间的基准日作为计算证券价格的时间节点,旨在让内幕信息被证券市场充分吸收,将损失尽可能限缩在内幕信息造成的影响范围之内,因此,既能实现计算结果趋于投资者的实际损失,又不失可操作性,是实现方法平衡的更优方案。

采用修正差额法的难点在于如何确定合理期间。若过早确定基准日,则内幕信息尚未被市场充分消化;若过分延后基准日,则又无法过滤其他市场因素造成的新的证券价格波动。关于基准日的确定,目前存在内幕信息公开后3日、5日、10日、30日等不同观点。以光大证券内幕交易案为例,法院根据案涉证券市场价格反应速度等指标,将股指期货的交易基准日确定为内幕信息公开后3个交易日,而将交易型开放式指数基金(Exchange Traded Fund,ETF)与ETF成分股的交易基准日确定为内幕信息公开后10个交易日。^[47] 我国2015年《证券法(修订草案)》第92条亦将内幕信息公开后10个交易日确定为基准日,但正式通过的法案对此未予保留。美国1995年《私人证券诉讼改革法》(Private Security Litigation Reform Act)第101节(b)在该国1934年《证券交易法》中增设第21节D(e),将基准日确定为内幕信息公开后90日。学说上有观点建议将基准日设定为内幕信息公开后30个交易日。^[48] 亦有观点主张舍弃“一刀切”的立法模式,将各种类型证券均设定为同一合理期间,而宜将基准日定为一定的范围区间,如内幕信息公开后3~10日。^[49] 笔者赞同后一种观点,在司法解释中确定基准日的范围区间,既能控制合理期间的长短范围,亦可供法院于具体个案中灵活判断与案涉证券特性适配的基准日。

[46] 同前注[41],第86页。

[47] 参见上海市高级人民法院:徐某阳诉光大证券期货内幕交易责任纠纷二审民事判决书,案号:(2015)沪高民五(商)终字第61号,2016年1月18日。

[48] 同前注[18],第272页;郭锋:《内幕交易民事责任构成要件探讨》,载《法律适用》2008年第4期。

[49] 同前注[41],第91~92页。

四、内幕交易情形中因果关系证明的探究

(一) 内幕交易情形中责任成立因果关系的推定

1. 在责任成立因果关系上适用推定规则的正当性根据

关于内幕交易情形中责任成立因果关系的证明,不少论者主张采用因果关系推定规则或证明责任倒置,且普遍认为二者本旨相同,均为降低投资者的证明难度。^[50]按照这类观点,作为原告的投资者证明存在内幕交易行为与实际损失后,即可推定因果关系成立,而作为被告的内幕交易人可以提出反证推翻因果关系。^[51]在前述光大证券内幕交易案中法院判决即指出,应类推适用旧《虚假陈述民事赔偿规定》第18条的规定,推定因果关系成立。^[52]但是,对此也存在若干反对观点。其中,第一种反对观点认为,在内幕交易情形下适用因果关系推定规则,不仅无法在实体层面解决因果关系的逻辑证成,且缺乏法理基础。其理由在于,内幕交易人亦是市场投资者,因此,在证明内幕交易行为与投资者损失之间的因果关系方面,内幕交易人未必具有证明方式或地位上的优势。^[53]第二种反对观点认为,推定因果关系成立意味着投资者的市场决策风险统统可以转嫁给事后被发现的内幕交易人,这无异于强令内幕交易人为市场中的输家提供价格保险。一方面,同期反向交易者的损失并不必然对应内幕交易人的获利,而可能对应其他同期同向交易者的获利。因此,将这些损失归责于内幕交易人便有失公允。另一方面,在内幕信息公开后,此前所有的反向交易者都同样受到了不利价差影响,却唯独同期反向交易者获得了补偿,这种特殊照顾也

[50] 参见冯果:《内幕交易与私权救济》,载《法学研究》2000年第2期;王利明:《我国证券法中民事责任制度的完善》,载《法学研究》2001年第4期;同前注[2],刘敏文。

[51] 同前注[14],第355页;同前注[38],杨峰书,第367页;赵琦嫻:《证券市场内幕交易民事责任制度研究》,载《法学》2003年第10期。

[52] 同前注[47]。

[53] 同前注[2]。

不甚合理。^[54] 前述两种反对观点所否定的分别是在内幕交易情形中采用因果关系推定规则的正当性以及责任成立因果关系的成立。关于后者,如前所述,无论从定性角度还是从定量角度分析,内幕交易情形中的责任成立因果关系均得以证成。内幕交易行为之所以侵害了原告的公平交易权益,是因为内幕交易人凭借信息优势实施有利投资,致使同期反向交易者被迫承担此种不公平的风险。那么,需要细致分析的其实是,在责任成立因果关系上采用推定规则的正当性。

理论上,推定规则的正当性表现为四个方面:其一,认知的有限性反映了推定规则存在的现实需求。其二,事物之间的常态联系强化了推定规则的合规律性。其三,社会公共政策体现了推定的合道德性。其四,公正基础上的诉讼效率提升展现了推定规则的合法性。^[55] 而在内幕交易情形中,在责任成立因果关系层面适用推定规则,具备了前述四个方面的正当性基础。首先,投资者既难以证明自己是基于对市场的公平诚信而参与投资,亦缺乏完整的交易数据来还原内幕交易对相关市场产生的实际影响,进而无从证明内幕交易行为与投资者的公平交易权益受侵害之间如何形成因果关系。对此,有必要考虑更具可行性的司法策略,即进行推定。其次,内幕交易与投资者的公平交易权益受到侵害之间存在常态联系,对此适用推定规则符合客观规律。尽管并非所有的同期反向交易者都为内幕交易人的获利作出了牺牲,但所有同期反向交易者均有可能与内幕交易人匹配成交,其共同承受了“被不当剥夺利益”的风险。再次,采取因果关系推定规则旨在维护证券市场的公平公正,保护投资者的合法权益,与《证券法》中的立法目的相吻合。《证券法》第1条即明确了保护投资者合法权益的立法目的。参照关于同为证券侵权的虚假陈述情形的司法解释,无论是旧《虚假陈述民事赔偿规定》中对因果关系的推定,还是新《虚假陈述民事赔偿规定》中对交易因果关系的推定,均是出于保护投资者利益的法政策考量。^[56] 需要说明的是,上述第一种反对观点认为,同期反向

[54] 同前注[3],耿利航文。

[55] 参见郑文革:《推定制度研究》,中国人民大学出版社2019年版,第64页。

[56] 参见彭冰:《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》,载《法律适用》2022年第5期。

交易者与内幕交易人在市场地位方面并无优劣之分,进而否定以保护投资者合法权益为由适用因果关系推定规则。对此笔者认为,这种观点对保护投资者合法权益的理解存在偏差。投资者并非仅在处于劣势市场地位的情形下才值得保护,由《证券法》及其他相关法律规范所确定的投资者的各项合法权益,均应得到落实。《证券法》第3条明确了证券交易活动必须遵循公开、公平、公正之原则。据此,内幕交易人固然同为投资者,但其内幕交易行为已经侵害了同期反向交易者的公平交易权益,后者更应受到法律的倾斜保护。因此,不能说内幕交易人与其他投资者同为投资者,适用因果关系推定规则就不具有正当性。最后,由于责任成立因果关系的推定是建立在投资者证成被告存在内幕交易行为、投资者属于同期反向交易者的基础之上的,在内幕交易行为与公平交易权益受侵害之间存在常态联系的前提下,此种推定并未舍弃正义的基本要求,且有益于诉讼效率的提升。

综合上述分析,在内幕交易责任成立因果关系层面采用推定规则,不仅是对现实需求的回应,更是基于多元价值的权衡。

2. 在责任成立因果关系上对推定规则的具体适用

关于责任成立因果关系推定规则的具体适用,首先应当澄清的是,将推定与证明责任倒置等同的观点并不严谨,推定规则的适用必须以原告证成基础事实为前提,而非将证明责任直接转由被告承担。若基础事实尚不成立,则无推定规则的适用空间,被告也无须围绕因果关系这一要件提出相反证据。在责任成立因果关系层面,作为原告的投资者需证明的基础事实有二:一是作为被告的内幕交易人存在内幕交易行为。由于内幕交易具有隐蔽性,投资者通常是在中国证监会对内幕交易人作出行政处罚决定或者内幕交易人涉及刑事案件后,才会知悉内幕交易。故投资者多以行政处罚决定书或者生效刑事裁判文书证明被告存在内幕交易行为。^[57]需要说明的是,实践中存在内幕交易人在

[57] 根据最高人民法院《关于民事诉讼证据的若干规定》(法释[2019]19号)第10条,生效裁判文书确认被告(内幕交易人)实施了内幕交易行为的,该事实即为免证事实。而根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》(2022年修正)第114条,行政处罚决定书中认定被告(内幕交易人)存在内幕交易行为的,推定为真实。

民事诉讼中抗辩称,尚无行政处罚决定书或生效刑事判决书认定其存在内幕交易行为。然而,即便没有上述文书,也并不必然影响法院在民事诉讼中对内幕交易行为存在与否的认定。投资者可向法院提供内幕交易人与内幕信息存在接触或者与其他内幕信息知情人存在联络、被告交易行为异常等方面的证据,证明内幕交易人存在内幕交易行为。二是投资者属于同期反向交易者。对此,投资者可以提供交易系统载明的数据,证明其与内幕交易人交易证券相同、交易方向相反、成交价格相同且交易时间位于内幕交易开始实施至系统撮合成交结束之间。

在推定规则的适用下,作为被告的内幕交易人可以从否认基础事实成立、否认推定事实成立等维度,提出如下抗辩:第一,内幕交易人可以主张其未实施内幕交易行为。例如,案涉信息不构成《证券法》第52条规定的“内幕信息”,内幕交易人不属于《证券法》第53条第1款规定的“证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人”,内幕交易人未实施《证券法》第53条第1款规定的“买卖该公司的证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券”的行为等。其中,对于内幕信息已经公开是否构成抗辩事由,《证券法》未予明确。2007年发布的《证券市场上内幕交易行为认定指引(试行)》(已失效)第11条曾兼采形式公开标准与实质公开标准。该条规定的公开方式除了在指定媒体上公开,还包括在一般投资者能接触到的全国性报刊、网站等公布,或者被一般投资者广泛知悉和理解。2012年发布的最高人民法院、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》(法释[2012]6号)虽然在第5条第4款规定,“内幕信息的公开,是指内幕信息在国务院证券、期货监督管理机构指定的报刊、网站等媒体披露”,即采取形式公开标准;但在第4条第3、4项又将“依据已被他人披露的信息而交易”和“交易具有其他正当理由或者正当信息来源”列为内幕交易的免责事由,这等于承认了实质公开标准。而《证券法》第86条与《上市公司信息披露管理办法》(2021年修订)第8条均采用形式公开标准,认为只有在中国证监会指定的媒体上发布信息才属于具有法律效力的公开。可见,在我国法律规范层面,关于内幕信息的公开标准应当采用形式公开还是实质公开,尚无定论。对此笔者认为,兼采形式公开与实质公开的标准更加契合内幕交易民

事赔偿制度保护公平交易权益的制度目的。申言之,无论内幕信息已形式公开还是实质公开,内幕信息知情人都不再具备不公平的信息优势,进而,其基于已公开信息进行交易也不会侵害其他投资者的公平交易权益。第二,内幕交易人可主张投资者对内幕交易知情。若投资者明知相关市场中存在内幕交易人仍实施同期反向交易,则其无异于自行放弃公平交易权益,实无提供法律保护之必要。第三,内幕交易人可结合交易证券名称、时间、价格、交易方向等因素,否认投资者属于同期反向交易者。

(二) 内幕交易情形中责任范围因果关系的推定

1. 在责任范围因果关系上适用推定规则的正当性根据

与责任成立因果关系相同,在责任范围因果关系层面上适用推定规则亦具有正当性。首先,由于同期反向交易者主张的损失可能是内幕交易人之外的其他同向交易者所致,或者其他系统性风险所致,而这些致损原因属于正常的市场风险,故不应归责于内幕交易人。^[58] 对此情形,要求普通投资者证明差额计算法所得之损失系已排除了内幕交易以外的其他致损原因,既不现实,更有悖“证有不证无”的逻辑学常理。那么,若不适当降低内幕交易情形中责任范围因果关系的证明难度,投资者将难以获得救济,这便在实务中产生了在责任范围因果关系上适用推定规则的现实需求。其次,同期反向交易者均面临着内幕信息被市场吸收前后产生价差损失之风险,故投资者的损失与内幕交易行为存在常态联系。^[59] 最后,在责任范围因果关系上适用推定规则同样是在不舍弃正义的前提下实现诉讼效率的提升。有论者在赞同于内幕交易情形中适用因果关系推定规则的基础上指出,内幕交易行为对投资者损失施加的原因力大小无法精确衡量,故应当推定内幕交易行为所造成的投资者损失仅为实际损失的一半。^[60] 但其并未阐明,内幕交易行为与其他市场因素何以对投资者损失施加了同等程度的原因力。鉴于缺乏客观数据的支撑,这种“和稀泥式”的赔偿方案不足取。

[58] 同前注[25]。

[59] 同前注[22]。

[60] 同前注[25]。

不过,该观点所蕴含的合理限定内幕交易人的赔偿责任之理念,则理应贯彻。实际上,这种理念已经融入损失计算方法的选取过程中。修正差额法相较于净损差额法的优势就在于,前者考虑到了其他系统风险对价格的同步影响。该方法根据案涉证券的价格灵敏度等特性将计算基准价格的合理期间限缩在较为适当的范围内,即旨在排除其他致损因素的影响。

综合上述分析,在已合理控制内幕交易人赔偿范围的基础上,适用责任范围因果关系的推定规则,并保障内幕交易人的抗辩权利,无疑是权衡各攸关方利益的更优方案。

2. 在责任范围因果关系上对推定规则的具体适用

关于责任范围因果关系推定规则的具体适用,作为原告的投资者需要证明的基础事实为,因内幕信息公开形成证券价格的波动,进而产生价差等损失。具体而言,投资者需明确其损失计算方式及各项损失的产生原因。对此,作为被告的内幕交易人可主张如下抗辩:第一,投资者不存在损失。例如,经差额计算,投资者并无实际损失。又如,投资者主张赔偿的损失实为佣金、印花税等费用。虽然在虚假陈述情形中,该类费用属于赔偿范围,^[61]但在内幕交易情形中,由于投资者的交易决策并非由内幕交易人引发,而佣金、印花税等均属于交易必然产生的费用,因而不构成投资者的损失。^[62]第二,投资者的损失系其他原因造成。例如,存在政策变动、汇率波动等系统性风险。第三,投资者主张的损失不满足“同期”的条件。例如,投资者虽与内幕交易人进行了同期反向交易,但在内幕信息公开前,该投资者又进行相反交易。此时,由于相关证券尚未受内幕信息公开的不利影响,即便投资者的多次交易形成了亏损,该部分损失也与内幕交易不存在因果关系。

[61] 参见新《虚假陈述民事赔偿规定》第25条。

[62] 参见北京市第二中级人民法院:李某与黄某裕、杜某证券内幕交易责任一审民事判决书,案号:(2011)二中民初字第20524号,2012年12月20日。

五、结语

交易因果关系是证券欺诈民事赔偿责任的构成要件,对该要件的审查在内幕交易民事赔偿案件中亦得到了实质运用,但这一类推适用却忽视了内幕交易行为与证券欺诈的本质差异。其一,在内幕交易中,作为侵权人的内幕交易人不存在欺诈行为。其二,内幕交易行为通常不会对证券价格形成明显干扰,作为被侵权人的投资者并非基于错误认识而作出交易决策而是基于自身的投资水平。究其本质,内幕交易并非侵害投资者知情权的证券欺诈,而是倚仗信息优势,剥夺其他投资者的获利或避损机会的非公平交易行为,其所侵害的是投资者的公平交易权益。因此,以反欺诈理论为立论根基的交易因果关系理论,对于查明内幕交易人的内幕交易行为与投资者的公平交易权益受损之间有无因果关系毫无助益,不应将交易因果关系视为内幕交易民事赔偿责任的构成要件。

有鉴于此,应重新厘定内幕交易民事赔偿责任中因果关系的含义与证成机理。在责任成立因果关系层面,“若无内幕交易行为,则投资者的公平交易权益不会受到侵害”之命题在定性与定量上均得以证成。而对责任范围因果关系的审查,则集中体现为损害赔偿请求权人与赔偿金额的确定。其一,损害赔偿请求权人应限为“同期反向交易者”,其交易时间应当在内幕交易指令发出时起至系统撮合成交结束时止这一时段内,且成交价格须与内幕交易人相同。其二,应以修正差额法计算赔偿金额,即以内幕信息公开后一段合理期间内的平均价格作为基准价,再以基准价和内幕交易时的成交价之差作为赔偿金额。合理期间宜设为特定区间,如内幕信息公开后3~10日,供法院于个案中灵活判断与案涉证券的特性适配的基准。

在证明方式上,对前述双重因果关系均应适用推定规则,这既回应了适当降低投资者证明难度的现实需求,也符合事物的常态联系,并在确保公正的前提下提升了诉讼效率。在责任成立因果关系层面,投资者需证明内幕交易行为存在、投资者属于同期反向交易者两项基础事

实。在责任范围因果关系层面,投资者需证明内幕信息公开形成了证券价格波动、存在价差等实际损失两项基础事实。针对上述两层因果关系的推定,内幕交易人均可从基础事实不成立、推定事实不成立两个方面提出抗辩。

(编辑:张 越 姜沅伯)