

探究内幕交易民事责任之因果关系认定

——理论困境、实践现状与路径选择

李从众

华东政法大学, 经济法学院, 上海

收稿日期: 2024年12月18日; 录用日期: 2025年1月17日; 发布日期: 2025年1月26日

摘 要

因果关系认定困难, 是长期以来内幕交易民事责任裹足不前的重要原因。与虚假陈述、操纵市场等证券欺诈行为相比, 内幕交易行为所具有的特性是内幕交易因果关系难以类推传统推定理论的根源。与传统知情权论相比, 公平交易权论贴合了内幕交易行为之本质, 更加符合内幕交易行为的规制目的。故对内幕交易之规制应跳脱出传统的证券欺诈因果关系判定模型与路径选择, 尝试以公平交易权为核心构造内幕交易民事责任因果关系之认定路径。具体而言, 可以在借鉴国内外规制实践基础上, 在整体上确定事实因果关系和法律因果关系的二分格局, 并在利益衡量基础上对事实因果关系与法律因果关系进行精细化处理。在事实因果关系上, 应尝试以公平交易权的保护为核心建构内幕交易民事责任之因果关系, 以推定因果关系为原则认定事实因果关系; 在法律因果关系上, 应当在投资者之损失补偿与防止民事赔偿成为投资者之保险的利益平衡基础上, 以被告之获益为原则认定法律因果关系。

关键词

内幕交易, 民事责任, 因果关系

Exploring the Determination of Causation of Civil Liability for Insider Trading

—Theoretical Dilemma, Practical Status and Path Choice

Congzhong Li

School of Economic Law, East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Dec. 18th, 2024; accepted: Jan. 17th, 2025; published: Jan. 26th, 2025

Abstract

The difficulty of determining causation is an important reason why civil liability for insider trading

has long been at a standstill. Compared with misrepresentation, market manipulation and other securities fraud, insider trading behavior has the characteristics of insider trading causation is difficult to analogize the root cause of the traditional presumption theory. Compared with the traditional right to know theory, the right to fair trade theory fits the essence of insider trading behavior, more in line with the regulatory purpose of insider trading behavior. Therefore, the regulation of insider trading should jump out of the traditional securities fraud causation model and path selection, and try to construct the causation path of civil liability for insider trading with the fair trading right as the core. Specifically, in the light of domestic and foreign regulatory practice based on the overall determination of factual causation and legal causation of the dichotomy pattern, and in the interests of measuring the factual causation and legal causation on the basis of the refinement of the treatment. In terms of factual causation, an attempt should be made to construct the causation of civil liability for insider trading with the protection of the right to fair trade as the core, and the factual causation should be recognized as the principle of presumption of causation; in terms of legal causation, legal causation should be recognized as the principle of the defendant's benefit, on the basis of the balance of interests between compensating the investor's loss and preventing the civil damages from becoming the investor's insurance.

Keywords

Insider Trading, Civil Liability, Causation

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 问题的提出

自证券市场诞生以来,内幕交易便一直与之相伴。由于我国资本市场仍保留着“重行政、轻司法”“重公权干预、轻私权救济”的状况[1],我国现有的证券法律结构体系下,对内幕交易行为的打击仍是以行政处罚以及刑事责任为主。投资者权益之保护是证券市场永恒之主题,与行政处罚与刑事责任等公权力手段相比,民事赔偿责任这一私权救济手段天然地拥有填补投资者损害、维护投资者信心之功能上的优越性,有助于加强投资者对与市场的监督热情,实现对资本市场的协助管理。但是,我国对于内幕交易民事责任之保护仍限于《证券法》第53条之概括性规定,自2013年“光大乌龙指案”所引发的一系列民事诉讼案之后,司法实践中也鲜有支持内幕交易民事责任之案件,有学者曾在统计内幕交易行政处罚案件数量时,发现同时段内内幕交易民事赔偿诉讼极少,与我国证券市场规模及内幕交易的违法数量极不相称[2]。

《证券法》第220条将民事赔偿责任放在了行政罚款和刑事罚金之前,从侧面说明了证券法责任应当以民事责任为主体[3]。但这一立法精神却与我国的司法实践严重不符。究其原因,是内幕交易民事责任因果关系之确定困难导致内幕交易民事责任之缺位。将内幕交易民事责任认定为一种侵权责任已经是学界的一种普遍共识。作为侵权责任认定的基本构成要件,因果关系难以确定将导致内幕交易民事责任之确定裹足不前。纵观近十年来的学术研究与司法实践,对于内幕交易因果关系之认定,学界仍存在着肯定与否定之争辩,即便是在肯定内幕交易因果关系推定的观点之中,也存在着“知情权理论”和“公平交易权理论”的推定路径选择不同,而作为现有案件中唯一支持内幕交易因果关系存在的“光大乌龙指”案,其判决在学界也饱受质疑[4]。2022年《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》(下文简称2022年《司法解释》),改变了原先2003年虚假陈述的司法解释中概括性的

因果关系推定规则，将虚假陈述侵权民事赔偿案件中的因果关系划分为交易因果关系与损失因果关系，通过精细化的因果关系划分维护了原被告间的利益平衡，解决了虚假陈述民事责任问题中困扰理论界与实务界许久的难题。在虚假陈述民事责任问题得到解决后，最高法在 2023 年证券法研究会上表态，“将深入研究内幕交易和操纵市场行为的民事追责问题，适时出台相关司法解释”。¹ 实践需求离不开理论支持。本文旨在对现有内幕交易民事责任所存在的理论争议进行讨论的基础上，结合内幕交易民事责任的境内外实践状况，在借鉴 2022 年《司法解释》的基础上，明确内幕交易民事责任因果关系认定之路径选择。

2. 理论困境：内幕交易因果关系确认之争

2.1. 知情权益说与公平权益说之争

自 2005 年《证券法》第 76 条首次规定内幕交易民事责任以来，学界充满了对内幕交易民事责任的争论。彼时立法仅仅是就内幕交易民事赔偿责任做了一款概括性规定，而并未对该责任之属性、构成要件等问题予以明确界定，这也就导致了学界在对内幕交易民事责任予以认定时产生了一定的理解差异。有学者认为，“仅从内幕交易侵权对象证成难题与因果关系论证难题出发，目前，民事责任很难成为矫正内幕交易外部性影响的工具，应当勇于接纳内幕交易不宜追究民事责任这一客观事实，集中精力借助于公共执法以更好地矫正内幕交易给市场秩序所带来的负外部性”[5]，基于此否定了内幕交易民事责任。而在对于内幕交易因果关系认定的讨论中，否定论者通常基于市场波动风险与推理逻辑否定内幕交易之因果关系，认为内幕交易行为与投资者损失之间往往不符合“若无—则不”之反证逻辑要求而不具备因果关系，且市场中的信息不对称风险本就存在，不能完全归咎于内幕交易[6]。还有学者基于对理论、比较法实践的考量，认为即便事实因果关系可以经推定而成立，但现有理论对于事实因果关系之成立之论证仍有争议，损失因果关系也难以被推定成立，不宜贸然激进地令内幕交易的民事责任制度得到“跨越式发展”[7]。总体而言，否定论者对内幕交易因果关系之否定是针对“欺诈市场理论”下的因果关系推定说而产生的，其通过否定欺诈市场理论中的逻辑基础与市场风险因素而否定因果关系之推定。

与否定内幕交易因果关系，进而否定内幕交易民事责任的观点相比，支持内幕交易的观点更加丰富，基于推理路径不同，可以分为“知情权益说”与“公平权益说”两派理论。“知情权益说”是在借鉴美国对证券欺诈行为的司法实践基础上，认为内幕交易侵害了投资者的知情权，并依据欺诈市场理论推定因果关系存在。如“鉴于内幕交易因果关系证明之困难，可以在借鉴美国《证券交易法》的基础上，明确规定在一定情况下推定具有因果关系，而不再通过侵权法进行一二次的推导，以避免侵权法中的一些证明难题”[8]、“借鉴美国内幕交易民事责任因果关系的规定及我国司法解释做法，我国可采用因果关系的推定成立，投资者针对内幕交易者提起损害赔偿诉讼时，无需证明因果关系”[9]，上海二中院在对“光大乌龙指”案件的分析中，也提到了对于内幕交易与投资者损失的因果关系方面，应当基于有效市场理论，对因果关系予以推定[10]，其中的“有效市场理论”是欺诈市场理论的前提，故其本质上也是主张通过欺诈市场理论对因果关系进行推定。相较于知情权益说直接借鉴欺诈市场理论对内幕交易因果关系予以推定，“公平权益说”的学者认为内幕交易行为侵害的客体并非投资者的“知情权益”，而是以信息对称为核心的投资者公平交易法益，由于内幕交易侵害了这一公平交易法益，因此解决了内幕交易侵权责任成立因果关系问题[11]。“内幕交易侵犯的是证券市场公平交易原则。从这点出发，内幕交易行为必然导致投资者损害结果的发生，两者之间存在实质的因果关系[12]。”“公平权益说”的观点立足于投资者利益保护，通过将内幕交易与社会整体利益相联系，进而构造内幕交易民事责任制度。例如马新彦通过

¹ 新浪财经·最高法、证监会重磅发声！深入研究内幕交易和操纵市场行为的民事追责问题[EB/OL].[2024-03-02].
<https://finance.sina.com.cn/wm/2023-09-16/doc-imzmpun7614033.shtml?cref=cj>

依据惩罚性赔偿的“填补社会性损害理论”，认为内幕交易严重损害投资者利益，破坏证券市场之公平、效率，打击了投资者信心，其造就了民事赔偿责任所能填补的损害与法律应当救济的损害之间的巨大缝隙，该缝隙应当由惩罚性赔偿制度予以填补^[13]。还有学者从内幕交易行为本质出发，认为“内幕交易的实质是通过侵害与其进行反向交易的投资者公平交易权来获取非法收益”，进而证成了内幕交易之因果关系^[14]。

总体而言，否定论与知情权益说的观点虽然对内幕交易民事责任的因果关系认定持截然相反的态度，但其观点都建立在承认内幕交易行为侵害了投资者的知情权益之上。而公平交易权的理论直接从内幕交易行为的本质出发，将内幕交易行为直接与证券法的公平原则相联系，认为内幕交易行为减少了其他投资者公平交易之机会，必然导致投资者损害结果发生。由于其并不依赖对投资者知情权益之认定，因此也可以很好的回答了否定论者对内幕交易因果关系之质疑。

2.2. 2022 年《司法解释》之探索：二分的因果关系结构

长久以来，由于对于内幕交易和操纵市场民事责任规定之匮乏，我国对于证券民事责任因果关系的规制依赖于 2003 年施行的《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》。该司法解释对虚假陈述民事责任因果关系进行了简单化认定，同时也招致了理论界诸多的批评，例如其对因果关系的概括规定使原被告诉讼利益失衡、没有区分诱多型虚假陈述和诱空型虚假陈述导致与市场现实相脱节、将揭露日之前抛售股票的投资者全然排除在救济之外可能不合理等^[15]。总体而言，这些缺陷是早期的司法水平不足和我国当时证券市场状况决定的。而 2022 年《司法解释》在借鉴欺诈市场理论理论的基础上，对虚假陈述因果关系的成立与抗辩从程序到实体做了全面细致的规定。

总体而言，2022 年《司法解释》改变了原先 2003 年虚假陈述的司法解释中概括性的因果关系推定规则，将虚假陈述侵权民事赔偿案件中的因果关系划分为交易因果关系与损失因果关系，通过精细化的因果关系划分维护了原被告间的利益平衡，解决了虚假陈述民事责任问题中困扰理论界与实务界许久的难题。首先，2022 年《司法解释》规定了将虚假陈述因果关系划分为交易因果关系与损失因果关系，构筑了因果关系二元划分格局。2022 年《司法解释》彻底廓清了交易因果关系和损失因果关系的分野，明确了交易因果关系的判断核心在于“判断投资者的案涉交易行为究竟是否系因信赖虚假陈述及发行人的信息披露而发生”²。在区分交易因果关系和损失因果关系二分格局下，交易因果关系和损失因果关系之功能明确，交易因果关系解决“定性”层面的问题，损失因果关系解决“定量”层面的问题，只有在能够认定“交易因果关系”成立、通过了定性层面因果关系检验的情况下，才有后续考虑“损失因果关系”的可能性。其次，2022 年《司法解释》明确规定了交易因果关系不成立的事由，使虚假陈述的推定成为一种可以被推翻的推定。2022 年《司法解释》第十二条明确列举了可以推翻交易因果关系的四种情形，并在第五款规定了“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”，使被告可以通过举证，证明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，抗辩免责，避免了因果关系推定下原被告之间诉讼利益失衡。最后，2022 年《司法解释》明确得在损失因果关系认定中规定了需要剔除的市场波动因素，使得损失因果关系更加精细化。2022 年《司法解释》第三十条将“由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的”作为损失因果关系的抗辩事由，允许被告对于损失范围之减轻或免除予以抗辩，通过对法律因果关系制度的精细化调整实现投资损失的科学分配以及交易风险的合理分担。2022 年《司法解释》在利益衡量的基础上构筑了精细化的“交易因果关系”和“损失因果关系”两分格局，我国若要构建内幕交易民事责任制度，可以在参考 2022 年《司法解释》基础上构筑相应的因果关系格局。

² 金杜研究院. 新《虚假陈述司法解释》解读之三：关于虚假陈述侵权行为及因果关系认定[EB/OL].[2024-03-02]. <https://mp.weixin.qq.com/s/XZU1pYdfvmwZNhomBkTy1Q>

3. 困境溯源：内幕交易行为之认知不足

上述内幕交易民事责任因果关系理论争辩实质上源于学者对内幕交易行为之认知不足。内幕交易之因果关系难以确定是因为内幕交易行为有与虚假陈述、操纵市场这些一般的证券欺诈行为显著不同的特性，而无论是我国对虚假陈述之司法解释的立法实践，还是美国 1934 年《证券交易法》10-b 规则对证券欺诈行为的规制，都是以欺诈市场理论为基础、围绕投资者知情权益所展开的。内幕交易因果关系推定的知情权益说本质上也是想要通过类推虚假陈述中的欺诈市场理论对内幕交易因果关系予以认定。但是，与虚假陈述、操纵市场这些积极影响市场价格，进而影响投资者决策的欺诈行为相比，内幕交易行为有其特殊性。首先，内幕交易行为人主观上并没有改变市场行情、影响证券价格之意思，相反，内幕交易行为人往往不希望市场上的投资者知道自己从事了内幕交易行为^[16]。而所谓欺诈市场理论则须以有效市场下，欺诈行为对市场信息产生了不正当之影响为前提。其次，内幕交易并不会对证券市场的交易价格产生直接影响。内幕交易行为人通常只是内幕信息的受益人，他们只是利用内幕信息对市场价格的影晌进行交易，进而获取利益或者避免了损失。内幕交易的这一特点是否定论者否定内幕交易因果关系的重要原因，因为内幕交易并不直接影响交易价格，就无法直接将投资者的损失直接归因于内幕交易行为，因为即便没有内幕交易行为，投资者的这些损失仍然会发生。但是从公平交易权的角度出发，这一质疑将迎刃而解。因为投资者是基于对证券市场公平性和诚信性的信赖而进行投资的，如果其知道反向交易者中存在内幕人，必然不会作出导致其受损的交易决策。最后，内幕交易行为并不会对投资者的投资决策产生直接影响。因为内幕交易之行为人往往更倾向于秘密地完成内幕交易并受益，其交易行为在一般投资者看来，与普通的投资者并无二致。即便其内幕交易行为对证券市场之交易量或交易价格会间接产生影响，进而对投资者投资决策产生影响，但不能将该影响直接归因于内幕交易行为。如美国的 *Fridrich v. Bradford* 案中，法官指出，内幕交易受损的投资者之损失来源于其未知悉内幕交易者未公开信息，内幕交易行为并未改变投资者的投资决策。³ 正是因为内幕交易既无法像操纵市场一般对证券市场之价格产生直接影响，又无法像虚假陈述一般直接影响投资者之决策，故传统的欺诈市场理论在建构内幕交易因果关系时不可避免地会引起学者的争辩与讨论。

综上所述，囿于对内幕交易行为的认知不足，内幕交易行为与其损害结果之间的因果关系成立基础便难以达成共识。一方面，由于内幕交易并不直接对市场价格造成影响，而在市场波动因素的影响下，内幕交易行为之损害结果中夹杂多种市场因素，要确定内幕交易之因果关系，则必须要对损害结果中由市场波动因素造成的部分予以剔除，但具体的剔除方法尚无定论。另一方面，如前文所述，对于内幕交易行为的定位，学界仍有争议。知情权益说与否定说将内幕交易行为认定为一种侵害知情权的证券欺诈行为，并基于欺诈市场理论对内幕交易因果关系予以推定或否定；公平交易权说将内幕交易行为认定为一种侵犯投资者公平交易权益的交易行为，在此基础上对内幕交易因果关系予以推定。诚然，这些理论为解决内幕交易因果关系问题提供了较为清晰的思路，但仍有不足。有学者指出，“因果关系推定说、公平交易法益侵害论、公平交易权侵害论等代表性学说，都没有触及因果关系证明的本质问题，同时也犯了死磕于传统证明模型的方法论错误，从而导致证明结果缺乏证明力或说服力”^[17]。

笔者认为，由于内幕交易行为的特性对内幕交易因果关系认定产生了天然的阻碍，对于内幕交易因果关系认定之路径选择，必须超越传统的思维定式，从各个理论中汲取经验。从解释方法来看，由于现行《证券法》仅对内幕交易民事责任进行了概括性规定，难以通过文义解释界定内幕交易民事责任之因果关系，而目的解释有助于解释者不再以探究规范的文字和空洞的概念为指引，可以按照法律规定的目的去探究法律规定^[18]。可以通过目的解释将公平交易权作为内幕交易侵犯之客体。一方面，《证券法》

³*Fridrich v. Bradford*, 542 F.2d 307 (6th Cir. 1976).

第一条明文规定将“保护投资者合法权益”作为证券法之立法目的，而从公平原则的角度解释，公平交易权益当然应被纳入投资者合法权益的范畴之内。另一方面，内幕交易行为应当被视为侵犯了公平原则的行为。内幕交易人不应被视为信息披露义务人，我国《证券法》第五十三条第一款之规定类似于美国法中的“公开或戒绝交易”规则，该规定侧重于对内幕交易行为的禁止，而非内幕信息的强制披露义务⁴，故内幕交易违反了公平原则而非公开原则，应被认定为侵犯了投资者公平交易权之行为。此外，从内幕交易立法规制发达的美国的司法实践来看，即便将其内幕交易规制纳入“欺诈市场理论”的知情权保护体系之中，但其立法、司法中仍充斥着公平权保护之理念。“美国作为对内幕交易规制法律制度最完善的国家，其立法和司法实践发展证明，构建公平的证券市场秩序、维护投资者对证券市场信心的证券法理念在现实中占据了优势。依据这一理念，对内幕交易进行查禁的根本动因在于，内幕交易对证券市场整体的信心带来了损害，损害了整个资本市场的利益，而不仅仅在于内幕交易给特定投资者个体带来了损失。”^[19]因此，在对内幕交易民事责任因果关系认定上，应当将约束内幕交易行为、保障投资者公平交易权作为规制目标，对于内幕交易的规制不应限于传统欺诈市场理论下对市场主体信息获取权益之保护。相比传统的以类比虚假陈述方式推定因果关系成立的固定思维方式，以公平交易权为核心将更准确地反映对内幕交易行为的目的，故应尝试以公平交易权的保护为核心建构内幕交易民事责任之因果关系。但是，公平交易权之理论也存在缺乏逻辑论证、过于感性武断、忽视利益衡量之虞。立法的过程实质上是价值衡量之过程，应当在公平交易权的因果关系构造中纳入利益衡量作为考量因素。

4. 实践状况：证券因果关系确立之探索与借鉴

虽然在本世纪初已存在大量针对内幕交易民事责任的研究，但直至今天，立法、司法实践中仍缺少对于内幕交易民事责任的规制。除了《证券法》的概括性规定外，对于内幕交易侵权责任，只见于一些行政性规定之中。司法实践涉及内幕交易民事责任的案例屈指可数，除了“光大乌龙指”案件引发的一系列诉讼支持了因果关系推定，其余案例均因因果关系无法推定而被驳回起诉或判决败诉。⁵立法司法实践规制的缺失反映出了我国内幕交易民事责任因果关系认定的困难。如前文所述，2022年《司法解释》为虚假陈述民事责任之解决提供了良好的途径，其中也存在值得内幕交易民事责任认定吸收的优点，作为证券民事责任规制领先的美国，其实践经验也值得借鉴。

4.1. 2022年《司法解释》之探索：二分的因果关系结构

长久以来，由于对于内幕交易和操纵市场民事责任规定之匮乏，我国对于证券民事责任因果关系的规制依赖于2003年施行的《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》。该司法解释对虚假陈述民事责任因果关系进行了简单化认定，同时也招致了理论界诸多的批评，例如其对因果关系的概括规定使原被告诉讼利益失衡、没有区分诱多型虚假陈述和诱空型虚假陈述导致与市场现实相脱节、将揭露日之前抛售股票的投资者全然排除在救济之外可能不合理等^[19]。总体而言，这些缺陷是早期的司法水平不足和我国当时证券市场状况决定的。而2022年《司法解释》在借鉴欺诈市场理论的基础上，对虚假陈述因果关系的成立与抗辩从程序到实体做了全面细致的规定。

总体而言，2022年《司法解释》改变了原先2003年虚假陈述的司法解释中概括性的因果关系推定规则，将虚假陈述侵权民事赔偿案件中的因果关系划分为交易因果关系与损失因果关系，通过精细化的因果关系划分维护了原被告间的利益平衡，解决了虚假陈述民事责任问题中困扰理论界与实务界许久的难题。首先，2022年《司法解释》规定了将虚假陈述因果关系划分为交易因果关系与损失因果关系，构筑

⁴Wilson v. Comtech Telecommunications Corp., 648 F.2d 88 (2d Cir. 1981).

⁵具体的司法案例包括吴屹峰证券内幕交易责任纠纷案((2014)高民申字第02751号民事裁定书)、陈祖灵与潘海深证券内幕交易责任纠纷案((2009)一中民初字第8217号民事判决书)等。

了因果关系二元划分格局。2022 年《司法解释》彻底廓清了交易因果关系和损失因果关系的分野，明确了交易因果关系的判断核心在于“判断投资者的案涉交易行为究竟是否系因信赖虚假陈述及发行人的信息披露而发生”⁶。在区分交易因果关系和损失因果关系二分格局下，交易因果关系和损失因果关系之功能明确，交易因果关系解决“定性”层面的问题，损失因果关系解决“定量”层面的问题，只有在能够认定“交易因果关系”成立、通过了定性层面因果关系检验的情况下，才有后续考虑“损失因果关系”的可能性。其次，2022 年《司法解释》明确规定了交易因果关系不成立的事由，使虚假陈述的推定成为一种可以被推翻的推定。2022 年《司法解释》第十二条明确列举了可以推翻交易因果关系的四种情形，并在第五款规定了“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”，使被告可以通过举证，证明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，抗辩免责，避免了因果关系推定下原告之间诉讼利益失衡。最后，2022 年《司法解释》明确地在损失因果关系认定中规定了需要剔除的市场波动因素，使得损失因果关系更加精细化。2022 年《司法解释》第三十条将“由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的”作为损失因果关系的抗辩事由，允许被告对于损失范围之减轻或免除予以抗辩，通过对法律因果关系制度的精细化调整实现投资损失的科学分配以及交易风险的合理分担。2022 年《司法解释》在利益衡量的基础上构筑了精细化的“交易因果关系”和“损失因果关系”两分格局，我国若要构建内幕交易民事责任制度，可以在参考 2022 年《司法解释》基础上构筑相应的因果关系格局。

4.2. 美国法律规制之借鉴：利益衡量下的同期反向交易者标准

美国在 1933 年《证券法》与 1934 年《证券交易法》中没有涉及内幕交易民事责任问题，美国内幕交易民事责任是随着司法机关的判例逐步形成规则的。直到 1988 年，由于上个世纪 80 年代中期美国资本市场连续爆出影响恶劣的内幕交易案件，美国出台了一系列法案，加强了对内幕交易的规制。其中，1984 年《禁止内幕交易法》允许 SEC 作为原告对内幕交易行为提起诉讼，并主张违法所得 3 倍的民事罚金；1988 年《内幕交易及证券欺诈执法案》(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act)在 1934 年《证券交易法》中增订了 20A 条，正式将之前判例中的“同期反向交易者”标准作为因果关系推定的标准。“同期反向交易者”标准源自于 1974 年 Shapiro 案，在该案中，法院明确，由于在公开市场中，内幕交易的实际对手方很难确定，内幕交易民事赔偿责任不限于“针对被告销售行为的实际购买者”，同样也应适用于“同一时期在公开场所买入股票且不知悉内幕消息的投资者”。⁷随后在 1980 年的 Elkind 案件中，法院又进一步明确了内幕交易民事赔偿案件中的损失数额的计算方式，由于内幕交易案件中原告的交易行为并非基于被告的欺诈或者诱导，因此难以通过内幕交易行为导致的市场波动来计算损失，应当采取“违法所得”标准作为内幕交易案件的赔偿计算标准。⁸在之后的 O’conner 案中，法院进一步对“同期反向交易者”予以明确，其不限于明确交易配对关系的投资者范围，且在被告交易行为之前的反向交易者之损失不能成立因果关系。⁹总体而言，美国 1988 年法案之诞生是对前序各个判例的裁判规则总结性概括，由于这个时期的判例仅仅是确立了裁判规则，并没有详细对“同期反向交易”为什么可以作为因果关系判断标准进行法理论述。“美国 1934 年证券交易法第 20A 条的规定，本身并非逻辑理性的产物，更多地具有几分急用先行、事急从权的意味。”^[20] 1988 年法案和“同期反向交易者”标准实质上是立法者在该历史时期下基于利益衡量所进行的决断。

⁶ 金杜研究院. 新《虚假陈述司法解释》解读之三：关于虚假陈述侵权行为及因果关系认定[EB/OL]. [2024-03-02]. <https://mp.weixin.qq.com/s/XZU1pYdfvmwZNhomBkTy1Q>

⁷ Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974).

⁸ Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F.2d 156 (2d Cir. 1980).

⁹ O’Connor & Assocs. v. Dean Witter Reynolds, Inc., 559 F. Supp. 800 (S.D.N.Y. 1983).

美国在构建一个诚信的证券市场这一立法目的指导下，内幕交易民事赔偿制度需要做到补偿投资者损失与防止民事责任成为投资者保险之间的平衡、保护受害者诉讼权利与抑制过度诉讼之间的平衡、内幕交易民事诉讼的原告与被告当事人之间的利益平衡。由于美国规制内幕交易民事责任的目的在于“维护公平的证券市场秩序”这一公共利益，而公共利益之维护似乎更应该仰仗于公益诉讼而非私益诉讼，这一逻辑上的扭曲招致了美国学界的批评，同时也导致了“同期反向交易者”标准在适用中容易导致原被告之间利益之失衡，对于内幕交易行为人，其在承担行政责任之基础上，重复引入民事赔偿强化其责任似乎有重复担责的隐忧。因此在“同期反向交易者”标准推行前，上文所述的各个判例也在努力限缩其范围。综上所述，美国 1988 年确定“同期反向交易者”之标准的过程实质上是在基于对原被告之间诉讼利益的衡量基础上，结合市场风险因素所做的考量。

5. 路径选择：内幕交易因果关系认定之进路

如前文所述，基于内幕交易行为的特性的考虑，传统的“欺诈市场理论”对内幕交易因果关系的推定缺乏合理的基础，以公平交易权的投资者权益受损出发论证内幕交易因果关系推定将更准确地反映内幕交易行为的规制目标，是更加适合的路径。从立法角度考量，若要迎合最高法之立法需要，通过司法解释对内幕交易的民事责任予以规制，则应当充分借鉴我国 2022 年《司法解释》之经验，在整体上对内幕交易因果关系也采取事实因果关系和法律因果关系的二元划分，并基于利益衡量对事实因果关系和法律因果关系予以精细化处理。

5.1. 整体上的因果关系二分结构

因果关系的二分结构实质上源自于侵权法理论上的分析框架，在德国法理论上，侵权行为之因果关系分为责任成立因果关系和责任范围因果关系，其中，责任成立因果关系属于事实要件，即可归责的行为与权利受侵害之间的因果关系；责任范围因果关系属于违法性及有责性要件，指权利受损害与损害之间的因果关系^[21]。在英美侵权法理论中，侵权行为之因果关系被分为事实因果关系与法律因果关系，前者以“若无则不”作为判断标准，后者以“直接”、“接近”或“可预测”作为判断标准。两者在实质上均是通过因果关系予以拆分和细化，避免因粗放式的整体因果关系判断而导致因果关系认定与责任负担相混淆。如前文所述，2022 年《司法解释》对虚假陈述采取了交易因果关系和损失因果关系二分的格局，实质上便是进行了事实因果关系(责任成立因果关系)和法律因果关系(责任范围因果关系)之划分。

如前文所述，一方面，由于内幕交易的行为人通常并不希望投资者知悉其存在内幕交易行为，因此内幕交易通常存在一定的隐蔽性；另一方面，由于内幕交易行为并不会直接对公开市场的价格与投资者决策产生影响，内幕交易行为常常独立于其他投资者之行为。因为内幕交易行为所具备的这些特性，采取事实因果关系和法律因果关系二分格局更加有助于实现对内幕交易行为的有效规制。事实因果关系关注内幕交易行为与投资者权益受损之问题，这将势必对于证明内幕交易行为隐蔽性的证明责任分配提出巨大要求；法律因果关系关注侵权行为的责任承担范围，为符合公平正义的法律要求，对于法律因果关系之确定必然涉及内幕交易行为人与投资者之间的利益衡量，利益衡量的过程中要求充分对内幕交易行为之独立性予以考虑，在此基础上剔除无关的因素。通过构筑因果关系二分格局，事实因果关系与法律因果关系各司其职，可以充分呼应内幕交易民事责任的现实需求，实现对内幕交易行为更加清晰地认定。因此，在内幕交易因果关系认定的路径选择上，应当首先在整体上确定事实因果关系与法律因果关系的二分结构。

5.2. 利益衡量下的事实因果关系和法律因果关系

立法的过程实质上是利益衡量之过程。对于内幕交易因果关系，应当在利益衡量的基础上予以认定，

一方面，在事实因果关系层面，由于事实因果关系直接决定被告的范围，因此在其中应该注重原告与被告之间的诉讼利益平衡、保护投资者利益与防范投资者滥用诉讼之间的平衡；另一方面，在法律因果关系层面，由于法律因果关系直接影响内幕交易行为的责任承担范围，因此在其中应当尤其注重对于投资者之补偿与防止内幕交易民事责任制度成为投资者投资的保险之间的平衡。总体而言，应当确定以推定为原则，并允许原告举证豁免的事实因果关系，并在平衡双方利益的基础上确定法律因果关系。

在事实因果关系层面，基于前文所述的公平交易权论，应尝试以公平交易权的保护为核心建构内幕交易民事责任之因果关系。在公平交易权理论的要求下，考虑到内幕交易行为的隐蔽性特征，内幕交易行为往往难以为普通投资者所取证证明。2022年《司法解释》在考虑证券交易市场中投资者与市场主体地位与能力不对等的情况下，规定了推定与抗辩相结合的交易因果关系规则。借鉴2022年《司法解释》之立法，内幕交易民事责任案件中同样需要因果关系的推定规则来保障投资者公平交易权保护之实现。2022年《司法解释》第十一条将虚假陈述行为、关联的证券交易类型以及交易时间作为因果关系推定的构成要件，同样的，在内幕交易因果关系的推定要件上，应当借鉴美国的司法实践，以“同期反向交易者”标准作为因果关系推定规则的要件，将投资者“善意”、“同期”的交易时间、“关联”的证券交易类型以及“反向”的交易方向作为内幕交易因果关系推定的具体构成要件。其中，“同期”的交易时间认定需要予以具体确定，中国台湾地区立法所规定的是“当日”，该立法例较为粗糙，但具有可操作性。笔者认为，随着现在证券交易电子系统的完善，同期的时间范围应当可以予以更加精确化地计量，应限定于内幕交易行为人开始利用内幕信息下达交易指令的时刻到内幕交易指令最终撮合成交结束时刻之间。对于举证困难的内幕交易案来说，因果关系之推定实质上是通过改变举证责任实现了对原被告方的实体权利再分配，其是对投资者的倾斜性保护。因此，为了防止立法对于投资者的过度保护以及原告被告之间的诉讼利益失衡，内幕交易因果关系之推定必须允许被告予以举证进行豁免。在确定推定的事实因果关系基础上，应当采取明确的、排他性的列举方式规定因果关系推定的抗辩事由，实现原被告间主体利益的有效平衡与市场风险的合理分配。对于具体的豁免事由，可以在参照其他相关立法经验或是市场经验的基础上予以确定。例如，可以依据举重以明轻的方法，参照刑事立法对内幕交易罪予以豁免的规定，将刑事案件中的排除事由作为民事责任中的豁免事由。

在法律因果关系层面，法律因果关系侧重于解决内幕交易行为的责任范围，具体而言，即投资者的受损范围。相比较事实因果关系对于侵权行为的认定之侧重不同，损失因果关系直接影响最终的赔偿数额，应当对此进行一定的政策性考量。因此，在法律因果关系层面之上，投资者之损失补偿与防止民事赔偿成为投资者之保险的利益平衡是关键。在确定内幕交易受损范围时，主要有原告实际损失和被告所获利益两种界定标准。而就前者而言，由于内幕交易行为不直接影响证券市场价格，投资者之损失往往是内幕交易行为与市场因素叠加后共同影响的结果，要强行予以识别，实践中通常难以实现。而后者以被告所获利益为界定标准，在现行对内幕交易行政处罚为主的规制格局下，容易导致对被告予以过度惩戒。笔者认为，从可操作性的角度上而言，以被告之获益作为法律因果关系的衡量标准较为适宜，但法律因果关系之判定更多需要依赖司法中的实际操作技巧而非立法中的刚性规定，若投资者有证据明确证明其实际损害范围，也应当允许将原告实际损失作为衡量标准。故应当在平衡损失的基础上，以内幕交易行为人所获利益作为法律因果关系界定的标准，在此基础上设定除外规则，允许将法律因果关系扩展至投资者之实际损失范围。

6. 结语

因果关系的认定，直接关系到内幕交易民事责任的成立，并将直接决定投资者是否能就所受损失得到救济、相关的合法权益是否可以得到保障。对于内幕交易因果关系的认定，应当在借鉴我国2022年《司

法解释》之经验的基础上,以利益衡量为核心,采取事实因果关系和法律因果关系的二分结构。在事实因果关系上,应当以保护公平交易权为核心,采用推定的事实因果关系认定方式,并通过明确、排他的列举式规定确定因果关系的抗辩事由,以实现原被告主体间利益的有效平衡与市场风险的合理分配;在法律因果关系上,对于内幕交易行为的责任范围认定应在原则上以被告之获益作为法律因果关系的判断标准,例外时允许将原告的实际损失作为法律因果关系认定之标准。上述因果关系二分结构有利于将内幕交易的民事责任更好地落到实处,有利于构建内幕交易行为人忌于内幕交易,投资者可以得到有效保护的营商环境,实现维护证券市场秩序的目的。

参考文献

- [1] 冯果. 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[J]. 当代法学, 2011, 25(5): 93-99.
- [2] 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.
- [3] 朱锦清. 证券法学[M]. 第 5 版. 北京: 北京大学出版社, 2022: 152.
- [4] 缪因知. 光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑[J]. 法学, 2014(1): 10-19.
- [5] 吕成龙. 论内幕交易民事责任之否定[J]. 财经法学, 2023(5): 51-66.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] 杨峰. 证券民事责任制度比较研究[M]. 北京: 法律出版社, 2006: 299.
- [9] 郭峰. 内幕交易民事责任构成要件探讨[J]. 法律适用, 2008(4): 84-88.
- [10] 上海市第二中级人民法院课题组. 证券市场内幕交易民事赔偿责任问题研究——以光大乌龙指引发的内幕交易案为视角[J]. 证券法苑, 2016(2): 394-415.
- [11] 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.
- [12] 郑勇. 内幕交易侵权民事责任中因果关系的认定研究[J]. 证券市场导报, 2018(1): 72-78.
- [13] 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.
- [14] 王林清. 内幕交易侵权责任因果关系的司法观察[J]. 中外法学, 2015, 27(3): 767-784.
- [15] 陈洁. 证券虚假陈述侵权损害赔偿中因果关系的认定机制[J]. 中国社会科学院大学学报, 2023, 43(10): 41-57.
- [16] 李响. 内幕交易中的因果关系证明探析[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2011, 31(12): 117-125.
- [17] 刘敏. 论内幕交易侵权责任因果关系的认定[J]. 法学评论, 2017, 35(5): 179-191.
- [18] 恩斯特·A·克莱默. 法律方法论[M]. 北京: 法律出版社, 2019: 119.
- [19] 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.
- [20] 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[J]. 法律适用, 2015(8): 2-10.
- [21] 王泽鉴. 侵权行为[M]. 第 3 版. 北京: 北京大学出版社, 2016: 231-236.