

# 证券交易即时行情专属权初探

徐明 曲冬梅

证券交易即时行情又称证券实时行情,是指与证券交易所集中交易市场所显示的行情基本同步且连续的市场行情。即时行情不仅是证券交易的即时体现,也是投资者投资决策的重要依据。基于对即时行情重要性的认识,修订后的《证券法》第 113 条将原规定“即时公布证券交易行情”改为“公布证券交易即时行情”,并增加一个条款“未经证券交易所许可,任何单位和个人不得发布证券交易即时行情。”对新规定的理解,众说纷纭,存在较大分歧。有学者认为该规定赋予了交易所对即时行情的专属权利。也有学者认为该规定确立了交易所对即时行情的独占发布权。还有学者指出,该规定确立的是交易所发布即时行情的义务,而非权利。那么,证券交易所是否对即时行情享有专属权?该权利的性质是什么?法律如何保护该权利?笔者通过本文的探讨以期抛砖引玉。

## 一、即时行情是准公共物品

即时行情作为证券交易信息的一种,本质是信息。20 世纪 80 年代以来,我们开始普遍使用“信息”这一概念,然而,对于信息的理解则见仁见智。由于信息概念的不确定性和信息权利的复杂性,目前世界各国尚未出现统一的信息法典。与此同时,关于信息及相关信息产权的讨论自上世纪 80 年代以来方兴未艾。对于信息的认识,多数学者将其界定为“公共财产”(公共物品)。

在经济学上,按照使用和消费性质的不同,把产品分为私人物品和公共物品。私人物品是在消费和使用上具有竞争性 and 排他性的物品。公共物品则是在使用和消费上不具有竞争性 and 排他性的物品。公共物品具有两个关密切的特征:消费的非竞争性以及非排他性。由于公共物品的非排他性和非竞争性,理性消费者消费公共物品时不可能自觉自愿为之付出与其受益相对应的成本,公共物品必然存在免费搭便车行为,于是政府通过强制性的税收为提供公共物品支付成本。

一些学者认为信息具有公共物品的两个特征。一个人对信息的消费并不减少其他人的消费。而且,排除其他人获取信息的成本是很高的。如果信息被确认为公共物品,与此对应的产权安排则应是公共产权。

然而,将所有信息界定为公共物品值得商榷。尽管许多学者都试图从质的规定性上给出信息定义,但迄今为止没有形成统一的认识。一般认为,从狭义的角度,信息是人们对事物存在状态及运动形式的陈述,它常以语言、文字、图像、数据等形式表现出来,供人们传递、处理和利用。广义的信息是事物存在状态及运动形式的表征。一言以蔽之,信息的概念是非常宽泛的。

同样道理,证券交易信息种类的繁多决定了不宜将所有证券交易信息归属于公共物品或私人物品,而应从各交易信息本身的特点加以分析。对于即时行情而言,即时行情不同于私有信息。私有信息主要涉及法人等社会组织和公民个人的内部管理信息、技术经营信息和个人信息,除非法律有明确规定,如上市公司的信息披露义务,私有信息应由信息生产者控制和使用,一般情况下没有公开的义务。私有信息对信息生产者的重要性和信息生产者所采取的保密措施使该类信息具有消费上的竞争性和排他性。然而,根据修订后的《证券法》第 113 条的规定,证券交易所负有发布即时行情的义务,即证券交易所必须公开即时行情。

即时行情是否属于公共信息呢?公共信息至今没有一个严格的界定。如果对即时行情进行定位,确切地讲,即时行情介于公共信息与私有信息之间。如果将介于私人物品与公共物品之间的被称为准公共物品的话,即时行情是准公共物品。一方面,即时行情的使用者主要是交易所会员。在交易信息系统给定的情况下,向一个额外的会员或信息用户提供即时行情的边际成本为零。另一方面,交易所可以通过在证券营业网点配备卫星通信地面接收系统和铺设地面光纤光缆将即时行情卫星传输给交易所会员,而将那些未支付费用的人排除在外。

严格地说,《证券法》第 113 条并未明确交易所公布即时行情的对象限于交易所会员。根据《证券交易所管理办法》中交易所“管理和公布市场信息”职能的规定,可理解为交易所向证券市场发布交易信息。证券市场的构成以及交易所、证券公司和投资者的法律关系表明对市场的信息公开即对会员的公开。从证券市场的构成看,不管是发行市场还是交易市场,不管是有形市场还是没有形市场,在硬件上,证券市场通常由各种设施和系统组成,在软件上,则由各类市场主体组成。其中,投资者、证券公司和证券交易所是证券市场的主要参与者。从法律关系看,交易所和投资者之间不存在直接的基础性法律关系。根据《证券法》第 110 条规定,投资者无法进入证券交易所直接买卖证券,必须委托交易所会员——证券公司办理证券交易事宜。证券交易信息的发布同样不直接面对投资者,而是通过通信系统传递到证券公司,证券公司再将交易信息在其营业网点向投资者公布。需要进一步说明的是,投资者并不等同于社会公众,投资者基于与证券公司的委托代理关系有权知悉即时行情,作为其投资决策的依据。社会公众与证券公司之间不存在基础性法律关系。同样,交易所与证券公司的契约关系决定了交易所负有向会员发布即时行情的义务。对于社会公众,交易所既没有向社会公众公开即时行情的法定义务,亦缺乏承担该义务的契约基础。因此,从法理上分析,交易所对市场发布即时行情中的市场仅限于证券交易市场的会员。

实践中,世界各地法律或交易所规则均规定未经交易所许可,任何单位和个人不得接收和利用交易所的市场行情。同时要求会员未经交易所同意,不得再将交易信息出租、出售或转让给他人。该规定结合技术手段排除了非信息用户对即时行情的使用。

## 二、证券交易所对即时行情享有专属权

既然即时行情是介于私人物品与公共物品之间的准公

共物品,具有排他性和非竞争性,产权又该如何安排呢?经济学的分析表明即时行情一类的信息产权的安排必须考虑两个要素,一是效率,如何激发信息生产者的积极性,在成本既定的情况下如何实现效率的最大化;二是社会公共财富的增加。产权安排必须保证社会整体利益的最大化,必须防止信息生产者的信息垄断,避免信息的使用者无法以合理的价格获得信息。这就要求即时行情的产权安排必须兼顾效率与公平,衡平产权人利益与社会公共利益。

如果对即时行情完全采用公有产权的法律安排,可以保障每个社会公众能够平等的、自由的获得即时行情。但是政府提供公共物品,通常存在总量供给不足和供给结构不合理的问题,而且政府对于交易信息的生产与维护也需要支付大量的成本,如果采用公有产权安排,而要求交易所为证券交易提供保障,则会抑制证券交易所生产、开发交易信息的积极性,导致信息产品供给不足。即时行情的无形性和易复制性特点意味着在没有私有产权的保护下将难以被信息的最初生产者所占有。“信息的生产成本很高,但是复制成本很低”。交易所作为独立的法人,理性的经济人,为提供交易信息,交易所需要建立耗资巨大的证券交易平台和证券信息服务平台,需要配备众多的人员和设备以维护交易系统的正常运行。交易所在无法收回信息开发与维护的投资时,必然缺乏创作交易信息活动的积极性,交易信息的生产维护和创新发展就会枯竭。

退一步讲,不赋予即时行情一类的信息以私权保护,信息生产者在实践中会通过商业秘密或技术措施阻止他人接近信息,或者,通过契约的方式要求使用者付费。也就是说,信息生产者在没有法定私权保护情况下也会采取其他方式保护自己的成果。这不仅增加信息生产者采取防范措施的成本,同时增加信息使用者接近和获得信息的成本。从效率的角度看,公有产权安排所产生的成本大于收益。为此,给予更多的信息以私权保护不仅是必要的,也是可行的。

《证券法》第 113 条规定交易所应当为组织公平的集中交易提供保障,公布证券交易即时行情。该规定的实质是将交易所与会员之间的契约上升为法律层次,并不是对即时行情公共产权的确认。在《证券法》第 113 条规定之前,交易所章程和交易规则中均体现了实质相同的内容。如交易所承担管理和公布市场信息的职能,会员享有进入交易所从事证券交易及享受交易所提供服务的权利;交易所负有将即时行情通过通信系统传输至各会员的义务,会员则在交易所许可的范围内使用。《证券法》第 113 条只是将交易所对会员承担的发布即时行情的义务由原来的约定义务转变为法定义务。与该义务相对应的权利主体还应是交易所会员,而不是社会公众。同时,《证券法》第 113 条并未将即时行情认定为公共物品,纳入公共产权的范畴。具体而言,公共产品的提供为避免市场失灵,政府通常直接或间接通过税收系统为公共产品的私人生产提供补贴或者政府自己直接提供公共产品。如果政府对即时行情采用的是公共产权的制度安排,则即时行情的生成者是政府,或者政府以补贴交易所的方式生产供公众使用的即时行情,同时政府承担即时行情的发布义务。实践中具有重要商业价值的即时行情的形成则源于交易所人力、物力、财力的投入,同时交易所担负着维护更新交易系统,发布即时行情的义务,其产权显然不属于公共产权。

法律为证券交易所对即时行情的专属权提供保护完全符合自然权说的精神,也符合劳力说的倡导。即时行情是证券交易所在对信息进行收集、加工、整理、数字化处理后形成的信息产品,即时行情生成的过程是交易所从庞大的原始委托输入买卖数据中复制数据的记录、收集、分析、计算、分类、排序、合并、复制、储存等工作的过程,该过程凝聚着交易所的人工智慧。即时行情的形成与发布建立在交易设施和系统正常运行基础上,交易所在开发交易系统、建立卫星通信系统、研发新的股价指数等方面付出了创造性的劳动,同时投入了大量的资金与技术,交易所各项费用收入首先且主要用于维护和改进交易设施,而且面对交易所之间日趋激烈的竞争和电子设备更新换代的加快,交易所需要加大技术和资金的投入才得以维护其交易系统、信息系统和网络系统技术上的优势。交易所对付出大量成本产生的即时行情等交易信息理应享有权益。

如何防止在赋予交易所对即时行情私权保护的情况下产生交易所对即时行情的垄断?这正是许多反对将信息给予私权保护的学者忧虑所在。交易所对即时行情享有的是物权还是知识产权,私权的种类不同决定了对公共利益会产生不同的影响。如果将交易所对即时行情的专属权作为物权,则交易所将享有绝对的、排他的对即时行情占有、使用、收益和处分的权利,只要交易所的行为不侵害国家、社会公众和其他人利益,法律没有任何具体明确限制其行使权利的制度。这将导致交易所对即时行情的垄断地位。与物权相比,知识产权在独占性、专有性和排他性上显然弱于物权,而且,为了实现对知识产权人利益和社会公共利益的均衡保护,法律明确规定了知识产权的限制制度。

为此赋予交易所对即时行情的专属权是一种知识产权范畴内的权利,而非物权领域的所有权。知识产权中的权利限制制度可以防止即时行情被独占和垄断。

## 三、即时行情专属权是一种新型知识产权

即时行情专属权利性质的,是该权利在实践中得以保护的前提。

如何对证券交易信息加以保护一直是世界各国证券交易所努力的方向。然而,关于即时行情权利性质的成文法规定与司法实践并没有很好地解决这个问题。伦敦、巴黎交易所均主张有所有权,我国台湾地区证券交易所依据民法物权编的规定,主张有所有权,不过并未取得著作权。我国上海、深圳证券交易所在交易规则中均明确提出对即时行情等交易信息享有所有权。

即时行情专属权是所有权吗?即时行情是证券交易的数字记录,由计算机汇总,经过数学运算和交易系统处理,形成可通过一定程序进行显示的数据。根据上海、深圳证券交易所的交易规则,在集合竞价期间,即时行情包括证券代码、证券简称、前收盘价格、虚拟开盘参考价格、虚拟匹配

量和虚拟未匹配量。在连续竞价期间,即时行情包括证券代码、证券简称、前收盘价格、最新成交价格、当日最高成交价格、当日最低成交价格、当日累计成交数量、当日累计成交金额、实时最高五个买入申报价格和数量、实时最低五个卖出申报价格和数量。也就是说,即时行情由各种数据组成,是数据库。数据库是各种无形信息的集合,不同于物权的客体“物”。而即时行情作为信息是无形的。物权是权利人直接对于权利客体于法律所允许的范围内进行支配的权利。而证券交易所对即时行情的支配不存在有形控制的占有、即时行情的使用不发生有形的损耗,同时也不发生消灭的事实处分与有形交付等。即时行情的非物质性使即时行情专属权有别于物权的本质特征。所以尽管有些交易所主张对于即时行情享有所有权,但这些国家的物权法或相关法律规定中,并未确定即时行情专属权的物权法律地位。根据物权法定原则,即时行情所有权的说法缺乏法律依据。

那么,即时行情专属权是什么权利呢?笔者认为,即时行情专属权是一种新型知识产权。将即时行情专属权纳入知识产权的范畴不仅因为知识产权是一种有效的个体利益与公共利益的平衡机制,而且,即时行情专属权具有知识产权的本质特征,它同样是对非物质性的交易行情信息所享有的权利。

另一方面,即时行情专属权是一类独立的、新型的知识产

权。即时行情作为数据库的一种,与知识产权的原有载体作品、发明、实用新型、外观设计及商标等存在明显区别。现有知识产权的种类已经不足以涵盖即时行情专属权。与即时行情专属权最为接近的是著作权。即时行情是电子数据的集合,国际条约和一些国家将数据库作为编辑作品纳入著作权法。

交易所对即时行情的专属权能否纳入著作权的前提是即时行情是否具有独创性。著作权保护的作品要求在内容的选择或者编排上具有独创性。从即时行情的生成看,即时行情产生于交易过程,以投资人填写申报单为起点,券商按交易所设定的数据输入规则将单屏内容录入电脑形成申报数据记录,所有零散的申报记录传入交易所交易系统后汇总并按一定规则进行排队,形成申报数据库;经交易系统撮合形成成交记录,汇集为成交数据库;行情系统生成软件在申报数据库和成交数据库中进行指定指标抽取,结合部分指标的统计计算,形成固定数据格式的行情数据库。即时行情的生成是建立在申报数据库、成交数据库基础之上的行情数据库。各数据库包含信息等级不同,创作性成分各异。申报数据库仅是零散申报记录的汇总,人工加值成分低,无法直接呈现于市场,其创作性难以体现。在申报数据库基础上的成交数据库经过了交易系统的撮合和特殊的程序编辑,如采用的价格优先、时间优先规则体现了交易所交易原则的人工设计。建立在成交数据库之上的即时行情,对指标的指定抽取和抽取点的选择不是随意的,而是根据需求带有一定的针对性,因此具有一定的独创性。如果说申报数据库只是浅层次的原始数据的集合,那么即时行情的形成则取决于投资管理指导下的信息采样方式,包含了深层次的人工智慧,体现了内容选取上的独创性。与内容选取上创作性不同的是,信息数据编排的形式多取决于驱动电子数据的计算机程序的设计,而不单纯属于数据库制作者的独特的编排活动。而且,为方便投资者浏览,各国证券交易所公布的即时行情在编排上往往采用投资者熟悉的序列或者有利于编程的通用方式进行,单独从编排形式上看,即时行情难以体现其独创性。因此,把即时行情纳入著作权的范畴在编排独创性的认定上还存在一定困难。

即时行情的特殊性决定了著作权并不是即时行情的有效的保护方式。如果降低著作权的独创性要求,将其纳入著作权的范围,可能导致原有作品体系的坍塌。看来,在著作权的原有框架下给予即时行情以保护是一件费力不讨好的事情。

即时行情一类数据库的出现是对原有知识产权种类的突破。知识产权发展的历史,就是不断创造、扩张的历史。主要表现在知识产权保护的范畴在不断扩大,受保护的客体在不断增加。随着科技的发展,新型智力成果呈现多样化趋势,知识产权的触角已延伸到各个角落。近年来学者探讨的商品化权、信息网络传播权、传统知识保护权等都是对现有知识产权范围的挑战。不断涌现新型知识产权种类一次次突破法定知识产权的范围,有学者因此对知识产权种类的法定主义提出了这样的疑问:在现有的知识产权法律框架中,是否存在知识产权权利类型化不足问题?在我国现有知识产权的权利类型不足以涵盖即时行情专属权时,将即时行情一类的数据库作为知识产权新型的保护客体是社会实践发展的客观要求。

## 四、加强即时行情专属权综合保护的几点建议

即时行情是证券交易中最具战略价值的信息资源,证券交易所对即时行情的生成、开发和维护进行了实质性的投入,证券交易所理应对即时行情享有专属权。但是,我国现有保护即时行情的法律资源相对不足,实践中已经出现大量未经交易所许可擅取、复制和商业利用即时行情的行为。为维护证券市场秩序,保护交易所合法权益,笔者提出以下建议:

**1.在法律、法规层次明确交易所对即时行情的专属权**  
即时行情不仅是投资者投资的主要依据,而且是所有证券交易信息中最关键、最具价值的信息。鉴于对即时行情重要性的认识,现行《证券法》第 113 条将原《证券法》中“即时公布证券交易行情”改为“公布证券交易即时行情”,同时增加了条款:“未经证券交易所许可,任何单位和个人不得发布证券交易即时行情”。该条款对于交易所即时行情专属权的确认已经呼之欲出,但因未予以明确,在出现纠纷时,对第 113 条的理解产生了各种争议。

现行《证券法》对于即时行情的保护已经迈出了关键的一步,但为了规避理解和适用中产生的歧义,有待于对即时行情的权利归属进一步明确。权利的保护以权利的确认为前提,为此,有必要在修订《证券法》时增加即时行情专属权的规定,将第 113 条第 2 款改为:“证券交易所享有即时

行情专属权。未经证券交易所许可,任何单位和个人不得发布证券交易即时行情”。

除《证券法》外,通过完善《著作权法》为即时行情提供保护也是一条途径。根据 WIPO 国际局的统计,几乎 WIPO 所有成员国都已经以版权法明确对汇编作品的保护,不管是数据还是其他材料的汇编。根据我国新《著作权法》第 14 条规定,对于在内容的选择或者编排体现独创性的作品,不管该作品由数据还是其他材料构成,汇编人享有著作权。但我国同其他大陆法系国家一样,著作权法要求的独创性水平要高于英美法系国家,因此实践中法院会因即时行情未达到独创性的标准而拒绝提供保护。适当降低而不是否认独创性的标准,为即时行情一类的数据库提供法律保护,是我国《著作权法》努力的方向。

制定即时行情一类数据库专门法律,确认数据库开发者对数据库的特别权利是对即时行情最完备的保护。在这方面,可以借鉴《欧盟数据库保护指令》的模式,对即时行情类的数据库采取独立立法的形式,统一授予数据库的制作者特殊权利,并对权利的内容、权利的限制、保护期限等做出具体规定。数据库保护的专门立法优势在于既可以有效刺激数据库生产者开发、维护数据库的积极性,促进生产效率的提高,又可以兼顾社会公共利益,实现个人利益与社会利益的平衡。

### 2.加快制定《证券交易信息管理办法》

证监会作为证券市场的监管者,有义务加强证券市场信息的管理,维护证券市场秩序。证监会出台的《证券交易所管理办法》、《关于加强证券交易所会员管理的通知》、《关于对证券经营机构及其营业部从事证券咨询及证券信息传播业务加强管理的通知》,以及证监会联合新闻出版署、邮电部、广电部、国家工商行政管理局、公安部发布的《关于加强证券期货信息传播管理的若干规定》等多部规章中的多处条款涉及证券市场信息的管理,但遗憾的是,各条款均未明确交易所对即时行情等信息的专属权。法律和部门规章在即时行情权利归属上的缺失导致实践中侵犯行情信息的现象时有发生。

现有证监会涉及交易信息的规定无法为行情信息提供充分的保护,有必要将分散在各部门规章中涉及交易信息的内容加以整合,制定统一的《证券交易信息管理办法》,对交易信息的产权性质和归属做出明确规定。为节约立法成本,便于对证券交易信息的统一管理,管理办法应按照信息的内容将各种交易信息类型化,并根据各交易信息的不同特点,采取不同的法律保护手段。其中,对于即时行情,应当首先明确交易所的专属权以及交易所公开即时行情的义务,同时对行情信息的使用者、使用限制、信息用户的管理、收费标准、违规处理等在管理办法中做出规定。管理办法将作为交易所提供交易信息权益,开展信息经营提供基本依据。同时,为今后条件成熟时,国务院出台《证券交易信息管理办法》奠定基础。

### 3.健全交易所对即时行情信息的专门管理

证券交易所对即时行情等交易信息采取了全方位的保护。一是上海、深圳证券交易所均在《交易规则》中明确规定:“交易所市场产生的证券交易信息归证券交易所所有,未经许可,任何机构和个人不得擅自使用和传播。”二是上海、深圳证券交易所就证券交易信息问题发表联合声明,主张对证券交易信息的排他性的所有权。三是与非会员的信息经营商签订《证券信息经营许可合同》,建立许可服务关系。

但是,交易所对即时行情等交易信息的管理尚停留在个别条款和声明中,缺乏专门系统的信息管理办法。同时,依靠信息经营许可合同无法防范第三人的侵权行为。早在 1993 年,深圳证券交易所出台了《信息管理暂行办法》,但该暂行办法所依据的《证券交易所管理规则》已失效,该暂行办法随之失去了法律依据。目前,交易所有必要在现有规定基础上,加强对即时行情信息的专门管理,出台交易所的《交易信息使用管理办法》,不仅明确交易所对信息的专属权,而且使交易信息的经营管理、对信息用户的监督、对违规行为为的处罚具有可操作性。

### 4.确立经典判例,填补即时行情专属权成文法保护的漏洞

伴随着即时行情一类信息商业价值的凸显,因信息权益而产生的纠纷日益增多。而我国成文法中关于即时行情类信息的保护处于空白,司法实践中在处理即时行情一类的数据库纠纷时,因受理法院不同,主审法官素质参差不齐,造成对信息制作者权利认定五花八门,在社会中引发较大争议,严重影响了法律的统一性和可预测性。当务之急是确立即时行情类数据库保护的经典案例,指导司法实践中出现的相关问题。

我国虽然不是判例法国家,但判例在法律的创制、解释及填补法律漏洞上的作用毋庸置疑。最高人民法院公布的案例对于法院系统审理案件具有重要的指导意义,我国司法判例在克服成文法的局限性方面正发挥着越来越重要的作用。

为减少对即时行情类数据库权利保护理解的歧义,建议最高人民法院出台司法解释,将即时行情类的信息保护归属于知识产权的范畴,按照我国现有法律规定,由中级人民法院受理。同时作为新型案件,应选择较高素质的法官负责审理。对于有代表性案件,可通过组织专家研讨的方式,确立论证充分,具有说服力的判决,收录于最高人民法院公报,作为经典案例加以推广。

在目前成文法缺位情况下,即时行情能否得到保护取决于司法判例的认定。如前所述,对即时行情类的数据库纠纷,我国司法实践已经进行了可贵的探索,以反不正当竞争法为依据保护了信息制作者的权益。但在著作权法方面尚存在司法认定的障碍。主要原因在于数据库的独创性的判断。在缺乏数据库专门立法情况下,对于不具有独创性的数据库给予版权保护仍困难重重。但是对于即时行情的版权保护可以在司法实践中进一步明确。权利的保护以权利的确认为前提,为此,有必要在修订《证券法》时增加即时行情专属权的规定,将第 113 条第 2 款改为:“证券交易所享有即时