

发挥财经媒体对证券市场的监督功能

——访耶鲁大学金融学终生教授陈志武

《经济观察报》记者 肖瑞 李利明

记者：您最近对美国的安然事件有深入的分析。您认为这一事件对中国证券市场的最大启示是什么？

陈志武：我认为安然事件的最大启示就是财经媒体和市场参加者对上市公司的监督、监管作用，这两种监管渠道甚至比证监会的行政监管更重要、更直接，它们在问题刚发生或正在发生时就可发挥作用，而证监会的行政监管往往是在事件的尾声时才起作用。如果没有财经媒体和市场参加者，安然事件可能到现在还没被揭露出来。当然，这不是说行政监管不重要，只是说不要指望证监会来解决所有的问题，行政监管有它的局限性。董事会、财经媒体、市场参加者、证监会和法院，这五种对上市公司的监管渠道各自起着不同的、不可替代的作用，缺一不可。

记者：在中国的证券市场上，我们往往面对一种困惑：小投资者一方面害怕上市公司作假使自己的投资受损，但是另一方面他们也知道许多上市公司都在作假，但是他们都希望丑闻被揭露的越晚越好，这样他们还有机会在真相大白之前出货赚钱。面对这种心态，您认为媒体怎样才能更好的发挥监督作用？

陈志武：我们举银广夏的例子来说明这个问题。

假如银广夏的黑幕被揭露的时间不是2001年8月，被提前到2001年4月，我们从不同投资者的角度来看他们的损失情况。

对于在2001年4月已经拥有银广夏股票的投资者来说，很重要的一点是，他们已经被骗了，应该对他们负责任的是银广夏、其董事会和管理层。这些投资者又分为两类，一类是想做长线投资，在几年之内不抛售，对于他们来说，银广夏造假在4月份揭露和8月份揭露没有太大的差别，反正他们也不卖掉股票，早一年晚一年无所谓，最终的损失都一样。对于这些投资者而言，应该对银广夏进行民事诉讼来为自己挽回损失。对于另一些短期之内有可能把股票卖掉的投资者而言，如果早揭露黑幕的话，他们可以尽早得知一些消息，有机会减少自己的损失。假如在4月到8月之间有些媒体对银广夏作假帐有所报道，它的股票价格慢慢往下跌，使得投资者得到一个信号，得以慢慢退出，多多少少可以减少一些损失。对于这两类投资者而言，需要强调的是，他们已经被欺骗了，损失不可避免，应当负责的不是发现并给出信号的人，而是主要当事人——银广夏公司。他们应该通过其他方式得到一些补救。

在4月份的时候，绝大多数股民不会拥有银广夏股票。对于还没有购买银广夏股票、但对它有兴趣的人，丑闻越早被揭露出来，他们遭受损失的可能性越小（因为越早被揭露，他们越不会去买）。

有了媒体的监督，现有股东可以避免更大的损失，其他的投资者避免卷入。尽管这会给有些股东带来损失，但是对于全国6000万股民整体而言是件好事。这就像一个病人，有些不舒服的时候，是不是要去看医生？假如他的病情有两种可能：肝炎或者肝癌。如果去看医生而他患了肝炎的话，可以及时治疗，避免转化成肝癌；如果是肝癌的话，早知道晚知道结果都一样。如果不去看医生的话，耽误了治疗，肝炎就可能转化成肝癌。同样道理，对于黑幕而言，越早揭露，就越早让股民看到受损失的程度。从某种意义上讲，这是一个利益分配问题。有些人受到一点牺牲，对于其他人而言是件好事。从长远看，将来受欺诈的机会少了，这也是福利增加的一种方式。

记者：目前，中国证券市场还采用信息指定披露制度：由中国证监会指定某些报纸和杂志披露证券市场的政策和最新消息。您认为这种做法是市场化行为还是垄断行为？在美国，

做法有哪些不同？

陈志武：很奇怪，只指定某些报刊作为指定信息披露媒体，显然是不公平的政策。在美国，向公众发布信息，所有的媒体机构都有权得到。再者，从技术上讲，这也不是一个问题。美联储、美国劳工部、商务部每周、每月定期公布货币政策、失业率等数据。比如，美国劳工部通常在每个月第一个周五的上午 8 点半召开发布会，公布上月的就业情况，他们给每个记者送一份发布消息。对所有媒体的待遇一样。临时有消息的话，可能有的媒体比较早得到，通过这些媒体再把消息发布给所有媒体。但如果是指定信息，任何媒体都有权同时得到。

在以后，市场信息产生的越来越多，越不该实行指定披露制度。这样的话，有些媒体为了获得指定披露的资格，可能会采用一些非正当的方式，寻租的机会增加了很多。也会使这些受益的媒体无法去客观报道有关证监会的事。

记者：在美国，证券监管当局是否很关注像《华尔街日报》、《巴龙斯》、《商业周刊》等有影响的财经媒体的报道？美国的财经媒体是否经常披露一些上市公司的违规行为，投资者看到这些报道之后，是否会迅速作出反应？

陈志武：在美国，媒体经常披露证券市场的一些丑闻。没有媒体的信息披露，美国证监会的工作很难做得那么好。美国证监会人手很少，要完全靠他们去查处证券市场的违规行为，根本顾不过来。他们是靠媒体打前阵，了解详细情况之后再作出反应。否则的话，监管效益和市场运作情况不可能那么好。同时，在美国，有影响的媒体对某个事件报道之后，在几秒钟内市场就会作出反应。所以在美国，财经媒体对证券市场的监督对于美国证券市场的发展起了很大作用。我个人认为，财经媒体和证监会各有不同的社会责任与分工，不能认为“如果财经媒体在揭露上市公司丑闻方面作好了，那么证监会就没作好”。

记者：在中国，从事财经报道有一种很累的感觉，那就是丑闻永远揭露不完，并且从报道问世到最终解决问题也需要旷日持久的努力。

陈志武：正因为这样，财经媒体对丑闻及时报道的责任更大，也更有意义。在美国，财经媒体也是不断的揭露上市公司的违规行为，比如，安然事件就是媒体和市场参加者揭露出来的。这些违规行为只要不是系统性现象，比如说每月甚至每周发现一次违规行为的话，还算正常。

在一个健康运作的经济中，最佳的监管应当是多少？这必须作出一个折衷。监管越多，及时发现违规行为的可能性就越大，使得丑闻可能发生的余地都没有了。但是，当行政监管到了无孔不入的地步时，这意味着个人和法人作出的牺牲更大，失去了自由权，整个社会、个人、企业的牺牲也太大、成本太高。

任何经济必须对行政、司法监管到什么程度作出选择。这样一来，就不可避免的需要财经媒体去揭露黑幕，经常报道丑闻。但是报道的频率不至于多到人们觉得丑闻已经系统化。这是一个根本性的问题。

在媒体的自由空间比较大的社会里，人们会慢慢习惯：财经媒体一定会报道一些不常见的事件，如果报道的是一些日常现象的话就没有什么意思。在美国，财经媒体的报道集中在两个极端，或者是好事，或者是丑闻。这更容易引起读者和社会的注意。

中国证券市场上的公司那么多，某些公司有这样那样的违规现象也不奇怪。问题是监管部门和财经媒体如何在不同的方面发挥他们的监管功能：如果把监管全部寄托在行政监管上，没有那些报道，很多问题不可能得到及时的解决。

证券监管部门应该明确认识到并且承认财经媒体对证券监管的贡献，并且划出足够的空间，让财经媒体在保护股东权益方面发挥作用，给予他们一定的权力并对他们的监督进行保护，给他们足够的自由度。证监会应该鼓励媒体的工作，这些工作与证监会希望达到的目标和证监会为证券市场的工作相辅相成。当然，财经媒体有时会给证监会和其他经济部门带来“不便”，但为了财经媒体对整个中国经济的贡献我们应积极地去适应这些“不便”、为中国

的未来作出榜样。不应该认为报道给他们带来一些不方便而限制报道的空间。

记者：有人认为，如果给了财经媒体那么多自由度，财经媒体就会报道一些对我不利的或不愿意看到的事情。

陈志武：举个例子，去年海南凯利公司起诉中国证监会，结果中国证监会输了，是输在程序上。从事情本身性质看，凯利应该输。但是，诉讼的内容不是别的，而是程序上的细节。海南凯利起诉中国证监会是一个里程碑事件。从司法改革的角度讲，这是件好事。尽管这次诉讼事件给证监会带来很多不便，但是看长远一点，这是好事。

记者：许多财经媒体在披露了一些企业的不法行为之后，企业往往声称要提出诉讼。这对于媒体是一件麻烦事。如何保证财经媒体在发挥监督作用的同时避免陷入与上市公司的很多法律纠纷？

陈志武：有时候企业会通过律师给财经媒体送来一些警告，有时相反，这是很正常的。至于说要真的提出诉讼，往往不一定。

财经媒体往往希望报道空间和自由能够得到保护，同时，被报道者也希望保护自己的正当权利——这就要求按事实报道。法律对企业和媒体都是很好的威慑。起诉之前要商量能否找到足够的证据，如果不能的话，不该起诉。这是法治社会不可避免的代价，牵涉到整个法治可得到的好处与整个社会付出的一些成本：带来一些不方便，为了证明自己清白需要支付一些费用。

在美国，有法律诉讼赔偿保险这个行业。财经媒体相当多的也会买保险。万一被起诉并被判赔偿，如果事先买了保险，保险公司就会作出赔偿。举个例子，上市公司的董事和经理可从美国国际集团（AIG）广州分公司购买 D&O（董事和经理）保险，这样，在这些董事和经理被起诉并被判赔偿时，他们可从保险公司得到保护。为了避免这种诉讼事件的突发，媒体也可以购买法律诉讼赔偿保险。现在一些海外大保险公司已经进入中国，他们愿意卖这种保险。

记者：许多作假的公司都是一些财经媒体的广告客户，如何让这些财经媒体有激励敢于披露他们的广告客户的违规行径？

陈志武：财经媒体的数量应该相当多，从而在媒体之间有相当高的竞争。使得在不同媒体上作广告的公司不一定相同，间接使得不同媒体具有相对独立性。的确，财经媒体在报道自己的广告客户时，有说好话的倾向，这就需要在财经媒体和市场本身引进很多竞争。竞争使得对企业的报道时没有自身利益方面的考虑。在美国，媒体的报道和记者采访都不允许收费，其收入的来源最终也是靠分析、报道的可信度与准确性决定。

记者：对于证券市场违法行为的及时披露往往会造成证券市场秩序产生混乱，导致股票指数下跌，有些人认为这是财经媒体给市场添乱子，不利于社会稳定，从大局出发，能不报道的尽量不报道，您觉得这种看法有没有道理？

陈志武：不应该这么看。中国证监会首席顾问梁定邦先生曾经讲过：在国有股减持方案失败之后，以后再有政策出台，应该通过媒体和其他途径尽量向公众解释。政府决策和公司决策要给人解释，给民众知情权。如果希望民众不作出过激反应，给予充分理解，就应该给公众足够的信心，从一开始就尽量详细的让他们知道信息，出台解决方案时才可希望得到他们的理解。我觉得时下关于国有股减持方案的讨论就是一个很好的先例。

如果怕大家作出过激反应、出现动荡而不去报道，等问题累积到非常严重的时候再被迫去讲，就不能责怪可能的过激反应，暂时隐藏矛盾为问题变得更严重创造了一个机会。两种反应可能相差几十倍。

记者：您认为中国的财经媒体怎样才能像美国的财经媒体那样发挥监督作用？

陈志武：从去年7月我开始关注中国证券市场的问题以来，看一看中国的一些财经媒体，与国外的差距很小。我很相信中国的财经记者和编辑的报道水平和编辑水平。从内容、报道

能力方面讲，中国国内的一些财经媒体赶上《华尔街日报》、《商业周刊》问题不大。最根本的差别在于对财经媒体报道事实真相权利的承认和保护。如果能够做到这一点，中国的财经媒体可以与那些权威的财经媒体放到同一个层面上而毫不逊色。