

# 媒体“轰动效应”：传导机制、经济后果与声誉惩戒\*

——基于“霸王事件”的案例研究

□熊 艳 李常青 魏志华

**摘要:**已有文献对媒体“轰动效应”鲜有关注,本文基于传播学视角对“霸王事件”进行案例分析,首次系统考察了媒体追逐“轰动效应”的传导机制、经济后果以及声誉惩戒,并为分析其在内地和香港市场中的影响差异提供证据。研究发现,媒体在信息传导过程中通过“有偏的放大机制”而非“中立的把关机制”的传导产生了“轰动效应”;媒体追逐“轰动效应”给霸王集团及其在香港及内地的同行者带来了短期内无法恢复的损失,而香港及内地投资者对“霸王事件”的反应存在明显差异;媒体追逐“轰动效应”并未受到资本市场的声誉惩戒,需引起媒体本身、监管和立法当局以及投资者等各界审慎的思考。本文研究表明,媒体作为上市公司的外部监管渠道,不可否认有助于完善资本市场外部环境,但其出于自利目的制造“轰动效应”也会令资本市场乱象丛生。本文对媒体“双刃剑”功能的探讨,将有益于引导、规制媒体更好地服务于资本市场。

**关键词:**轰动效应 媒体治理 传导机制 经济后果 声誉惩戒

## 一、引言

媒体的公司治理角色是当前的热点话题,近期诸多文献对这一问题进行了探讨(Dyck and Zingales, 2004; Dyck et al., 2009; Joe et al., 2009; 李培功、沈艺峰, 2010),对上市公司“看门狗”式的监管作用不无肯定。诚然,媒体作为上市公司有效的外部监管渠道,能够随时随地、无孔不入地曝光并跟进那些隐而未显的趋势,为经济发展提供必需的制度框架和良好的市场环境(陈志武, 2005)。譬如,在为人熟知的媒体2001“打假”年中,《财经》杂志曝光银广夏虚构财务报表、《金融内参》质疑蓝田股份的财务状况,正是媒体实施监管职能的最佳例证。

然而,媒体并非总能达到预期的监管效果,它们也会出于自利的考虑,偏离真实客观的信息选择标准去追逐“轰动效应”(Sensationalism),而与寄予厚望的媒体监管责任背道而驰。本文首次对“轰动效应”进行界定<sup>①</sup>,认为“轰动效应”是媒体基于自身生存空间的考虑,偏离真实客观的准则进行报道以迎合受众需求,通过过分渲染和炒作一些热点问题而制造出失实新闻<sup>②</sup>,以追求报道的爆炸性、丑闻性以及情绪性效果从而引起受众广泛关注的社会现象。现今,媒体为追逐“轰动效应”传播失实新闻的事件已屡见不鲜,即使是全球最具影响力和权威性的媒体也不例外<sup>③</sup>,我国类似事件更不在少数。国内刊物《新闻记者》每年会对我国媒体的“十大假新闻”事件进行评选,张涛甫(2007)以2001~2006年评选出的假新闻为样本进行分析,发现首发于报纸的假新闻高达90%,令人惊讶的是,其中60%的新闻有言之凿凿的消息来源。最近,赵静梅等(2010)在研究中国股市谣言时发现,包括香港在内的国内所有

\*作者感谢国家自然科学基金(批准号:G0206-71172050)、国家自然科学基金(批准号:G0206-71102058)、教育部人文社会科学重点研究基地基金(批准号:07JJD630009)、中央高校基本科研业务费项目(批准号:2011221012)对本文的资助。当然,文责自负。

知名门户网站、博客和论坛(如《上海证券报》、《南华早报》、新浪、搜狐、和讯、网易等等),几乎都在随意发布或转载未经证实的市场谣言。令人难以置信的是,公信力最高的证监会指定披露媒体传播次数居然高居前列。媒体的失信程度如此之广,确实让人始料未及。上交所研究中心曾肯定了财经媒体对上市公司的监督、监管作用比证监会的行政监管更重要、更直接。但是,只重视媒体的监管职能而对其引发的负面效应视而不见是危险的。2008年失实新闻的传播致使美国联合航空公司(以下简称美联航)的股价在几分钟内下跌了76%,前车之鉴发人深省。

事实上,“轰动效应”是一个普遍存在而又特殊的现象,正是“轰动效应”的普遍性,才使得人们必须加以重视和正视,使得净化媒体社会责任的问题亟待解决而又任重道远;而这一问题的特殊性体现在对媒体“双刃剑”功能扬与惩的把握上,一方面,媒体确实发挥着无可匹敌的市场监管功能,另一方面,媒体制造的“轰动效应”可能也会给市场带来骚乱,如此一来,对媒体所发挥的功能进行恰当的判断亦是一个艰难的问题。正是这一切让我们对这一问题的研究充满兴趣。遗憾的是,已有文献对媒体“轰动效应”只是提及(Jensen, 1979; Miller, 2006; Core et al., 2008),但并未对媒体“轰动效应”的传导机制、经济后果以及声誉惩戒等进行深入研究。本文首次对这一系列问题进行探讨,旨在弥补已有文献的缺憾,以期丰富并推动媒体治理的研究发展。

近期,“霸王事件”作为一个独一无二的经典案例,为我们研究媒体“轰动效应”提供了很好的视角,为本文所研究的几个问题提供了可验证的机会。由于该事件受到了香港及内地媒体的“青睐”,并影响到了相关公司在这两个市场的股价,使我们不仅能在两种不同的制度环境下观察媒体行为,也能为内地与香港媒体环境以及受众心理的比较提供有益的借鉴。

概括而言,本文所关注的问题有:(1)媒体在报道中产生的“轰动效应”是如何传导的?(2)它给资本市场带来了怎样的影响?(3)如果“轰动效应”伤害了投资者,资本市场是否会对制造“轰动效应”的媒体实施声誉惩戒? 本文的结构也将依照这些问

题逐层展开,后文将依次对“轰动效应”的传导机制、经济后果以及声誉惩戒进行分析。对于以上这些问题的探讨,能使我们更好地理解媒体在传播过程中的行为动机,这将有益于引导和规制媒体步入监管角色的正轨;本文的研究同样能使我们从“轰动效应”引发的经济后果中看到问题的重要性、严重性以及紧迫性,促使媒体警醒、监管部门重视以及投资者反思;另外,到底由谁来对媒体实施声誉的惩戒也许将是未来更长远的课题。

## 二、文献基础及理论分析

长期以来,学界围绕媒体与政府行为的关系做了大量的研究(Strömberg, 2004; Besley and Prat, 2006),而近期随着媒体对上市公司的监管作用凸显,学者们开始将目光投向媒体公司治理角色的研究当中。然而,学术界对媒体在现实中发挥着何种功能、扮演何种角色的问题仍然莫衷一是,以下将基于信息传播的视角对现有文献进行梳理。

### (一)媒体信息传播与公司治理

媒体有效的信息中介角色是其发挥公司治理职能的基础。由于信息分布的不对称、传递的成本以及时滞和障碍,真实资本市场中的信息不对称现象广泛存在(艾洪德、魏巍, 2004),令投资者在获取和判断信息方面都存在困难,极易引发投资者理性的无知(Rational Ignorance)(Stigler, 1971)。而媒体作为信息中介,正好能给予信息弱势群体免费搭便车的机会。诸多研究认为,媒体通过传播、包装、新闻写作形成了公司的外部信息环境,有助于削弱知情交易者的信息优势,从而减少信息不对称程度(Frankel and Li, 2004; Bushee et al., 2010),甚至会影 响分析师预测的精确性(Kross et al., 1990)。

媒体在信息中介角色的基础之上,才具备影响公众回应以及改变上市公司行为的能力,进而产生媒体治理效果。具体而言,媒体通过信息传播有助于引起信息完备的公众以及监管当局的关注,以影响公司(管理层)的社会(个人)声誉甚至是违规成本(Dyck and Zingales, 2004; 李培功、沈艺峰, 2010),从而达到甄别问题公司,并迫使上市公司完善治理的效果。

然而,本文认为媒体能够发挥上述公司治理作用,需要建立在一定前提条件的基础之上,即媒体

传递的是真实而客观的信息。胡欣荣(2005)曾指出真实是新闻不可违背的原则,客观则是呈现新闻事实的方法。新闻的本源就是事实,如果背离了事实,新闻则等同于谣言。倘若媒体在信息传播过程中释放出的是真实而客观的信息,那么,媒体在公司治理中的“看门狗”角色是不容置疑的。Dyck和Zingales(2004)的跨国研究显示,发达的新闻媒体有助于减少控股股东的控制权私有收益。Miller(2006)、柳木华(2010)则发现媒体关注能有效识别管理层的会计舞弊行为,随后,Dyck等(2009)进一步证实,包括媒体在内的行动者在揭露公司会计舞弊时所扮演的角色,已经替代了审计师、监管机构、股东以及债权人的监督角色。相关研究还发现媒体能够完善公司治理,如Joe等(2009)论证了负面的媒体报道会通过声誉机制迫使美国“最差董事会”榜单上的公司采取正确的行动,而李培功和沈艺峰(2010)则证实我国媒体通过引发行政机构介入提高了违规公司的行政成本,促使上市公司改正违规行为。甚至有文献发现媒体负面报道会影响到上市公司以外其他方的行为,如审计师能够通过媒体报道来推断客户破产的可能性进而修改审计意见(Joe,2003)。与此形成对照的是,同样有文献否认媒体在完善公司治理方面的积极作用,如贺建刚等(2008)以五粮液为例,发现尽管媒体监督在约束大股东行为方面起到了积极的作用,但并没有在实质上改善上市公司存在的治理问题。

## (二)媒体信息传播与“轰动效应”

当然,并非媒体传播的所有信息都是真实客观的,媒体可能成为某种观点的大肆渲染者(杨继东,2007),背离真实客观的准则去追逐“轰动效应”。那么,媒体追逐“轰动效应”的动机何在?Jensen(1979)曾强调,媒体服务的大部分需求是出于对娱乐的需求,而受众对负面事件的关注,有寻求娱乐信息的因素存在。Core等(2008)以CEO薪酬的相关报道来考察媒体角色,发现公众并非真的关心高管薪酬是否影响公司治理,而只是对高薪事件本身颇感兴趣,且并未发现媒体的负面报道会改善上市公司的治理情况。他认为高薪丑闻是媒体为迎合受众的娱乐心态而制造出来的轰动新闻。这一例子说明,媒体从自身的经济利益出发,通常选择迎合受众的娱乐需求而不是信息需求(Jensen,

1979),来报道更难忘的或更有新闻价值的事件制造轰动效应以增加订阅量,吸引更多的读者赚取广告费收益(Mullainathan and Shleifer,2002; Strömberg,2004; Miller,2006)。对媒体而言,制造轰动新闻能吸引眼球、煽动情绪、刺激兴趣来博取和维持注意力,最终为其赚取经济利益(McQuail and Windahl,1993)。对新闻记者而言,报道轰动新闻能为他们赢得声誉及关注度,进而利于职业生涯发展(Dyck et al.,2009)。因而,媒体有强烈的动机制造轰动新闻而不是平静地复述事实。

媒体制造“轰动效应”传播失实新闻,可能非但无法对公司治理产生正面的影响,还会给上市公司带来一些负面效应。已有的实证研究从侧面验证了媒体“轰动效应”引发的负面效应,如Chen等(2009)发现媒体超出预期的报道量在投资者间引起了强烈情绪而显著加剧了上市公司的错误定价。

反观当前泛滥的丑闻化、情绪化的媒体报道,不由令人怀疑其中有多少是出于真正的监督动机。从当前我国的媒体环境来看,媒体商业化进程的加速,从根本上加剧了媒体行业的竞争程度,使其不再单纯扮演“喉舌”角色,而是开始有意识地迎合读者需求(醋卫华和李培功,2010),这让我们有理由怀疑我国部分媒体未必会出于监督动机而去进行客观报道。

## (三)本文研究的问题

我们认为媒体对上市公司的影响是一把“双刃剑”,媒体一方面承担着“看门狗”的监管角色,另一方面也可能出于自利目的去追逐“轰动效应”。基于已有文献在肯定媒体监管角色的同时,或多或少地忽视了媒体追逐“轰动效应”带来的负面影响,或即使对“轰动效应”有所提及,也只限于对“轰动效应”动因的解释当中。本文将“霸王事件”为例,对“轰动效应”的前因后果进行系统性考察。

从信息传播学视角考察“轰动效应”的传导机制,是本文要研究的第一个问题。只有了解“轰动效应”的形成过程,才能帮助我们在理解媒体传播动机的同时,对媒体追逐“轰动效应”的行为做出积极的引导和纠正。并且,由于本文的案例同时涉及了香港及内地市场的相关公司,我们对这两个分割市场的媒体进行分析,能在一定程度上体现制度层面的差异。

本文所关心的第二个问题是,媒体在煞费苦心地博取公众注意之后,“轰动效应”又会给资本市场带来怎样的影响? Dyck等(2009)曾指出,媒体不仅是现实的一面镜子,同时也会对现实本身产生重要的影响,特别地,由于财经类新闻的受众主要是与投资决策相关的角色,这些角色之间存在密切而敏感的利益关系,故财经新闻可能会对上市公司及投资者产生广泛的经济影响,如2008年美联航失实的“破产”新闻就引发了资本市场连续几天的恐慌情绪。我们不难想象,媒体追逐“轰动效应”所带来的“注意力经济”可能会以牺牲投资者利益为代价。本文将考察“霸王事件”给资本市场带来的影响,并关注在新闻自由度不同的两个市场中,投资者的交易行为是否会表现出差异。

进一步地,倘若媒体能在资本市场上“呼风唤雨”,投资者是否能在事后对媒体的报道做出客观评判?这正是本文要讨论的第三个问题。目前我国新闻立法缺失,媒体报道的真实性受法律约束较少,而主要依靠声誉这种非正式制度的约束。因而,一方面,媒体声誉会受到其所提供信息的真实性的影响(郑志刚,2007),追逐“轰动效应”的媒体会被视为是低声誉的媒体;另一方面,低声誉的媒体可能会以被投资者“用脚投票”的形式遭到声誉惩戒。我们将这两方面结合在一起,通过市场反应考察“轰动效应”对媒体声誉的影响。如果资本市场能对媒体声誉产生影响,则资本市场是有效的,投资者可以“用脚投票”来约束媒体行为;但若资本市场不能形成有效约束,那又该如何规制媒体以使其更好地发挥监管功能呢?这将我们引到新的思考当中,留待后文作进一步的讨论。

### 三、案例背景

#### (一)基本情况介绍

霸王国际(集团)控股有限公司(以下简称霸王集团或霸王)为开曼群岛注册成立的有限公司,由创始人陈启源于1989年成立,并于2009年7月在香港联合交易所(以下简称联交所)上市(代码为01338.HK),2010年3月8日作为消费品制造业及中型股被列入恒生综合指数。霸王集团主要从事设计、制造及营销中草药洗发护发产品和其他家庭及个人护理产品,其中洗发护发产品约占集团收入

的95%。根据市场调查机构欧睿国际(Euromonitor)调查显示,按零售销售额计算,在中国品牌中,霸王品牌在中国整体洗发液市场拥有最大的市场占有率,2007年及2008年上半年分别约为6.2%及7.6%;在中国中草药洗发液市场占有率方面,霸王品牌在2006年、2007年及2008年上半年的市场占有率分别约为24.3%、43.5%及46.3%。银河证券2008年分析指出,中草药理念产品销售额在未来3~5年内将以超过行业平均水平的速度持续增长。应当说,霸王集团具有较高的市场地位及良好的发展前景。

在“霸王事件”中,将霸王集团推到舆论风口浪尖的是香港著名的娱乐杂志《壹周刊》。《壹周刊》是香港上市公司壹传媒集团(股票代码00282.HK,以下简称壹传媒)旗下的综合性中文杂志,由创始人黎智英于1990年3月创办。据2009年壹传媒年报披露,《壹周刊》在香港市场占有率为12.8%,周销量约12万份,为香港中文周刊中受众面最广的杂志之一。

#### (二)“霸王事件”回顾

2010年7月14日,《壹周刊》在头条以《霸王致癌》为题刊登了一则爆炸性新闻,称某市民将霸王洗发水经香港通用公证所化验后发现,其中的成分“二恶烷”含量为27ppm,超过了美国加利福尼亚州(以下简称“加州”)规定的最高含量标准10ppm,并援引专家“10ppm已是危险边缘”的说法。当《壹周刊》再次将霸王部分洗发水送检,发现其中“二恶烷”含量正好达到加州化妆品条例的含量警戒线10ppm。为了让“霸王事件”引起广泛关注,《壹周刊》重点而详细地突出了“二恶烷”的可怕性——“‘二恶烷’能经皮肤入血,长期接触可能会令肝肾同肾受损、皮肤出疹,也会对免疫系统产生影响,过量吸入甚至会引起死亡”,同时强调,按照加州的相关规定,“若产品含量超过10ppm,消费者有权控告生产商”。然而,《壹周刊》并没有告诉读者,事实上“二恶烷”在各国标准不一<sup>④</sup>,霸王含量是否真能引起致癌尚未可知,《壹周刊》便以《霸王致癌》如此肯定而刺激性的标题发布报道,并代替公证机构对产品的危害进行主观判定和声讨,此种信息的过滤和传递未免有失客观。报道一经各大媒体的转载及网络媒体的进一步轰炸,引发了一场声势浩大的揭

批运动。如某报道称：“像这类名不副实的产品，追求起责任来首当其冲应该是相关质量检查机构，为什么这样的虚假商品可以逃过质检部门的法眼顺利上架？就算商家在利益熏心的促使下中途‘抽条’，质检部门也应该及时监督，为何每次都要麻烦香港同胞操心”，一些报道甚至直接置疑“‘二恶烷’会成为下一个三聚氰胺吗”。随后，“深圳茂业将霸王产品下架，之后广州部分超市亦跟随，暂停售卖相关产品，重庆、成都亦有类似情况”。

媒体报道之后，霸王集团首席执行官万玉华迅速回应称，“‘二恶烷’物质是在原料上出现，但全行业大部分洗发水均有”，媒体报道中也强调：“‘二恶烷’虽然是化妆品中的禁用原料，但由于技术上的原因，有可能作为杂质随原料带入产品中”，直接将当事人扩大至整个日化行业。紧接着，与霸王题材相近的瑞年国际<sup>®</sup>(02010.HK)在“霸王事件”期间亦被市场流言所伤，以致股价急挫而停牌。可见，两者相似的营运模式在一定程度上提升了瑞年国际的新闻价值，并引发了相似的经济后果。故我们推测，虽然此次“轰动效应”中最受影响的莫过于当事人霸王集团，但该危机亦可能对所在行业产生传染效应<sup>®</sup>。由于霸王产品的销售在国内覆盖了内地及香港地区，故本文在随后的分析中将涉及在香港的联交所、内地的深交所以及上交所上市的同行者。

当然，事件发生到此还远未完结，在舆论的群起围攻之下，国家食品药品监督管理局（以下简称药监局）随即要求广东省食品药品监督管理局对该霸王集团开展现场检查，并对相关洗发水产品进行抽检。2010年7月16日晚药监局公布了“霸王洗发水‘二恶烷’的

含量水平不会对消费者健康产生危害”的消息，并于21日在官网上进行第二轮公布，指出在抽检的10个批次的样品中，霸王洗发水“二恶烷”的最高含量为6.4ppm，远低于我国理想限值30ppm，由此再次确认了产品的安全性。霸王集团拿到这张“免死金牌”后旋即在21日当天向香港高等法院提起诉讼，控告《壹周刊》“恶意中伤、诽谤”霸王的产品，并要求赔偿损失。

“霸王事件”发展的时间轴如图1所示。

## 四、研究设计

### （一）样本选择与数据处理

为深入分析“霸王事件”，本文选取了2009年年初至2010年9月的交易数据进行实证分析，并根据事件发生的进程设置了3个事件日，分别是“媒体报道”事件日（7月14日）、“当局澄清”事件日（7月19日<sup>®</sup>）以及“媒体被诉”事件日（7月21日），考虑到这几个事件对上市公司造成的影响方向可能不一致，本文在实证回归中对3个事件日加以区分。

为保证数据的准确性和可靠性，本文进行了以下筛选和处理：（1）依据港股恒生行业分类，本文选取了霸王集团所在的保健日用行业的57家上市公司，剔除了事件窗口无交易数据以及上市时间不足250日的样本10家，并对照上市公司年报逐个检查各家上市公司的主营业务，对主营业务与霸王集团相去甚远的上市公司进行了手工剔除，如剔除了以生产医疗设备、光学产品、纸制品等业务为主的公司共17家，同时补充了Wind行业二级分类“家庭与个人用品”中的与霸王有类似业务而未被列入恒生行业分类的6家香港上市公司，共得到港股同行业竞争者36家上市公司。（2）按照证监会行业分类选择了5家日化产品制造行业A股上市公司。（3）计算上市公司市值所用股份数据为事件日前最新数据。（4）由于港股交易的单位为港元，本文将港股的股价按当日汇率进行折算调整。除补充的行业样本依据Wind数据库的行业分类进行选择外，本文数据主要来源于锐思数据库及CSMAR数据库。

### （二）研究方法及模型设定

已有实证研究主要采用两种方法来进行事件研究：一是用事件窗口估计并进行残差分析，另一种则是事件序列回归分析法，也称作多元回归模型（Multivariate Regression Model）（Thompson, 1985）。本文选用事件序列回归模型进行实证分析，主要基于以下两点考虑。第一，事件序列回归分析方法能处理事件窗口研究目前不易解决的

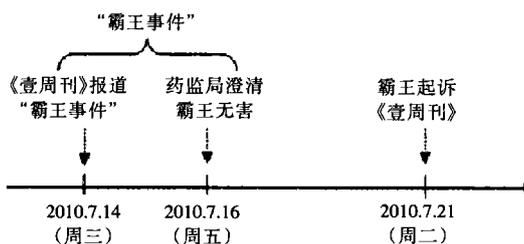


图1 “霸王事件”发展的时间轴

截面相关性。由于本文研究的事件窗口完全重合,且很大一部分样本集中在一个行业中,这将导致回归残差的截面相关性<sup>⑧</sup>,出现“聚类性”(Clustering)的问题,而它可以在事件序列模型中通过处理截面相关性得到控制(MacKinlay, 1997)。第二,相比事件窗口估计的残差分析法只用非事件期的数据来估计,事件序列回归使用的是所有的回报率的数据进行参数估计(Thomopson, 1985),使得多元回归方法结果更为稳健。

本文使用的回归模型见公式(1)、(2)。其中, $R_{it}$ 为第*i*家上市公司在第*t*日的回报率,而 $R_{mt}$ 为第*t*日的市场回报率。 $D$ 为事件是否发生的虚拟变量,当事件发生时, $D=1$ ;否则, $D=0$ 。由于媒体报道霸王致癌事件存在事前泄露的可能性不大,故本文选取了事件发生当日及第二日为事件日。事件日*D*前的系数 $\gamma$ 则等同于上市公司因事件发生而引起的非正常回报率的均值。同时,借鉴 Cyree 和 Degennaro (2001) 及 Binder (1985),考虑到代表股票系统风险的回归系数 $\beta$ 可能会随着事件发生与否而发生变动,故方程(2)中加入了事件与市场回报率的交乘项,用 $\beta_1 R_{mt} \sum D_{it}$ 项衡量系统风险的变化,以进一步考察事件对于上市公司系统风险的影响。

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 R_{mt} + \sum \gamma D_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 R_{mt} + \sum \gamma D_{it} + \beta_2 R_{mt} \sum D_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

## 五、“轰动效应”的传导机制

本文案例中爆出“霸王事件”的《壹周刊》是香港极具影响力的杂志,多年来官司缠身<sup>⑨</sup>。它与进入“世界发行量前100名单”<sup>⑩</sup>的《苹果日报》同属壹传媒有限公司旗下产品。2001年香港中文大学新闻与传播学院的调查显示,包括《苹果日报》在内的香港最畅销的报纸公信力最低,令人喟叹这些畅销报纸的所谓成功是以牺牲传媒的公信力为代价换取的。并且,香港媒体以收视率和发行量为节目内容的衡量标准,导致新闻的商业市场取向非常明显。业界知名人士对《壹周刊》的报道颇有微词<sup>⑪</sup>,指出这些香港媒体在新闻处理上经常小题大做,或运用了大量夸张、耸动的报道方式。诸如《壹周刊》等香港媒体对惊世骇俗、引发争议题材的偏好可见一斑。那么,为何《壹周刊》这一饱受争议的八卦媒体制造的新闻会引起其他媒体以及公众的广泛注

意,“轰动效应”是如何产生的呢?

### (一)理论构建

基于传播学视角,原始信息(即信源)在传播渠道中需经传者到达受众,传者包括信息的生产、转载及加工者,他们对“把关人”(Gatekeepers,亦称为“守门人”)责任的履行最终将决定信息的扩散程度。“把关人”最早由 Lewin (1947) 提出,意指信息流动渠道中存在某些“关卡”,以使信息选择性地进入渠道,后被用于形容记者和编辑对新闻信息生产传播的控制,他们决定了哪些新闻冲出关口向外传播,哪些新闻不能传播,就地封藏(White, 1950)。“把关人”对于信息传播中的纠偏作用不可小觑,美联航轰动新闻对其造成了近乎致命的打击正是缘于传播过程中的“关口”失守<sup>⑫</sup>。

把关环节的参与者会根据受众的信息评判标准选择新闻(Shoemaker, 1991),倘使把关者为迎合受众而丧失了中立的信息选择标准,则有偏的信息传播将难以避免。出现于传播学领域的研究对媒体“把关人”角色进行了许多探讨,却忽视了媒体在信息传播过程中可能存在的另一种角色,即媒体进行有偏选择而产生的舆论放大效果。本文在原有的“把关人”理论(White, 1950; McQuail and Windahl, 1993)基础上,首次构建了“有偏的放大机制”。如图2中所示, $i$ 代表不同的新闻事件, $N_i$ 为进入关口前关于事件*i*的未成型信息(原始信息),通过关口到达受众的已成型信息则以  $N_i I$  标记。假使媒体以传播事实真相为导向,借助客观、真实的新闻评判准则形成关口,则“中立的把关机制”会在信息传播过程中形成。在把关机制的作用之下,部分不符合评判标准的原始信息(如  $N_i$ )被关口挡在渠道外,而其他原始信息得以通行,使到达受众的信息在传播过程中逐渐成型(如  $N_i I$ )。即使在上个环节中媒体通过报道吸引眼球的新闻制造出了“轰动效应”,由于转载者或加

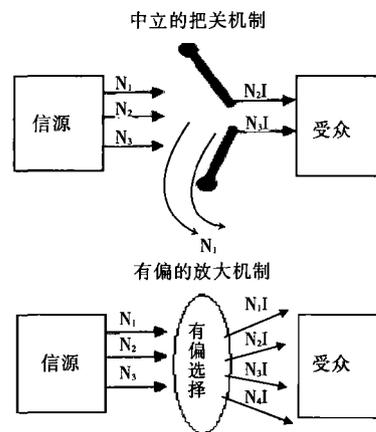


图2 媒体信息传导机制图析

工者切实履行“把关人”的角色,“轰动效应”受到阻滞便会逐渐削弱。但若媒体迎合受众心理对新闻进行有偏的选择,使信息在未加评判的情况下自由进入流通渠道,“轰动效应”便会在媒体“有偏的放大机制”中更甚于前,终使其扩大成型。

## (二)“霸王事件”中媒体信息传导探析

为考察案例中的媒体在信息传播中的行为特征,笔者通过 Google 新闻搜索引擎进行了分时段和分地域搜索,并据搜索结果剔除了与搜索目标无关的新闻,分别得到了不同事件段以及不同新闻来源地(内地媒体和香港媒体)的新闻量,以考察“轰动效应”的传导过程。

首先,本文从事件发生当日向前追溯一年半进行事件外期间的相关搜索(搜索结果见表1),结果发现“二恶烷”存在于日化品中的新闻早已存在<sup>③</sup>,缘何《壹周刊》将老新闻换上新的主体之后,引发了跟踪报道的洪流?

两个原因或许可以提供合理的解释。第一,报道健康危害事件正迎合了当前人们关心健康的信息需求,同时符合了媒体眼中新闻价值的特征,即具有冲突性、实际具体且被持续关注(Jamieson and Campbell, 2001)。第二,选择霸王集团作为报道对象能强化媒体报道的效果, Jensen (1979) 和 Miller (2006) 指出公司规模是影响公众注意力的重要因素,媒体对家喻户晓的公司进行报道更能引起“轰动效应”。因此,当报道的话题切合了人们关注健康的口味,同时新闻被冠之以具体而知名的主体之后,不论是信息的生产者抑或是信息的转载者及加工者都有动机将信息引入传播渠道,产生“轰动效应”的前提条件皆已具备。

当然,要实现这一“轰动效应”,除了《壹周刊》对新闻受众心理的准确把握之外,诸多信息的转载及加工者同样“功不可没”。从表1的 Google 新闻搜

表1 不同报道期间的 Google 新闻搜索结果

报道期间	搜索方法		新闻报道量(条)		
	搜索范围	搜索关键词	内地	香港	总
事件期间	2010.7.14~2010.9.30	同时含霸王(或 Bawang)和二恶烷(或致癌)	1250	130	1380
事件外期间	2009.1.1~2010.7.13	含二恶烷(搜索结果中剔除了霸王、二恶英以及十二烷等与主题无关的新闻)	55	23	78

注:(1)表中使用的是 Google 新闻搜索引擎。(2)由于 Google 搜索引擎的数据库会实时更新,因而在非同一时间进行搜索的结果可能存在差异,本文执行搜索的时间为 2011 年 1 月 12 日。(3)新闻搜索限定为关键词在全文出现。

索结果可知,在事件发生之前一年半的时间中关于“二恶烷”的报道不过区区几十篇,而事发后两个月内即突破 1000 条新闻量,媒体对“霸王事件”的热衷转载及加工迅速扩大该事件的传播范围以及影响对象<sup>④</sup>。另外,“霸王事件”虽在香港引爆,却因大陆媒体的轰炸式引用及跟踪报道令内地民众受到更广泛的影响。与表 1 所示的内地网络媒体转载情况类似,国内重要报纸媒体报道量亦因该事件而大幅增加。在事件发生之前的 2 年时间当中,与霸王相关的各种报道不过 17 篇,在事发后两个月内的事件报道已迅速剧增至 64 篇。从这些数据来看,无论信源是否可靠性,媒体似乎都无意去执行“把关”功能,将未经确证消息的传播势头稍加抑制。

进一步地,由于负面报道相比正面报道更能引起受众持久而强烈的批判审美态度(邓利平, 1999),如果媒体迎合受众的心理而赋予未经证实的负面报道更高的新闻价值,传播中将会体现媒体报道倾向性的差异,产生与近期调查所证实的“互联网是负面舆论或口碑的放大器”结论类似的结果<sup>⑤</sup>。这里需要强调的是,媒体关注负面新闻本身并无过错,但若因追逐“轰动效应”而对失实的负面新闻大肆强调,对后续的澄清新闻置之不理,则显然有悖客观真实报道的原则。

为考察本案例中媒体是否对所报道的新闻性质进行了有偏的选择,本文通过对新闻产生时间及搜索关键词加以限定,从总事件期样本中截取了部分特殊样本,以此区分不同的报道性质。考虑到 2010 年 7 月 14 日~7 月 16 日时间段在“媒体报道”事件之后以及“当局澄清”事件之前,该时间段出现的媒体报道基本为转载《霸王致癌》的消息,故本文将该时间段搜索得到的新闻作为该负面报道的替代变量;而 2010 年 7 月 17 日~7 月 19 日时间段在“当局澄清”事件之后<sup>⑥</sup>,本文进一步将该时间段出现的报道关键词(含“药监局”或是“含量”字样)加以限定,

表2 不同报道性质的 Google 新闻搜索结果

报道性质	搜索方法		新闻报道量(条)		
	搜索范围	搜索关键词	内地	香港	总
负面报道	2010.7.14~2010.7.16	同时含霸王(或 Bawang)和二恶烷(或致癌)	98	53	151
澄清报道	2010.7.17~2010.7.19	同时含霸王(或 Bawang)和药监局(或含量)	41	14	55

注:(1)表中使用的是 Google 新闻搜索引擎。(2)由于 Google 搜索引擎的数据库会实时更新,因而在非同一时间进行搜索的结果可能存在差异,本文执行搜索的时间为 2011 年 1 月 12 日。(3)新闻搜索限定为关键词在全文出现。

表3 单家媒体报道性质差异

序号	媒体	负面报道	澄清报道	序号	媒体	负面报道	澄清报道
1	腾讯网	11	1	9	东方财富	21	11
2	新浪网	8	4	10	中华网	2	1
3	网易	8	2	11	北青网	3	2
4	搜狐网	10	2	12	环球网	7	1
5	凤凰网	23	7	13	阿思达克财经	20	3
6	新华网	7	1	14	经济通	10	4
7	人民网	7	1	15	东方日报	4	1
8	和讯网	7	1				

注:(1)表中媒体选择依据是“Alexa网站流量排名”中处于前100的新闻媒体。(2)搜索的新闻时间限定在2010年7月,搜索关键词限定为在全文出现。(3)笔者通过手工收集站内“霸王事件”新闻,并逐条阅读判断新闻性质。(4)删除了与霸王集团有关但与“霸王事件”无关的新闻。(5)执行搜索的时间为2011年1月12日。

由此可得到正面的澄清报道。从这两个报道样本的搜索结果来看,我们发现相比当局出面澄清的正面报道而言(55篇),媒体更为偏好失实的负面性质的报道(151篇)。

我们在观察媒体报道总量的基础上,进一步考察了单家媒体的报道倾向性。如表3所示,我国最受关注的15家网络媒体无一不是失实的负面报道的喜好者。甚至对许多媒体而言,它们所作的澄清报道只是蜻蜓点水般地掠过受众的视野。此外,借助全国重要报纸数据库,我们还发现在报道“霸王事件”的26家媒体中,只有4家媒体对其存在澄清报道。受篇幅所限,此处并未进行报告。

很显然,本案例中媒体对于“霸王事件”的负面消息在未能确证可靠性的情况下,就蜂拥而上进行转载,承担了放大失实的负面消息的角色;而对药监局出面澄清的消息却了无兴味,可见媒体并无意在传播过程中履行“中立的把关人”角色,而是倾向于形成“有偏的放大效应”。原始信息在诸多媒体的有偏选择之下不断累积放大,最终形成“轰动效应”。

## 六、媒体“轰动效应”的经济后果

### (一)“轰动效应”的市场反应

如果媒体报道的是真实客观的新闻,其引致的市场反应正是媒体公司治理职能的体现,它给资本市场传递了新的信息,使上市公司的价值向基本面回归,进而令治理缺陷得到正确的市场定价(贺建刚等,2008;柳木华,2010; Miller, 2006; Joe et al., 2009)。然而,如果媒体为了追逐“轰动效应”而进行有偏报道及传播,则

无异于在资本市场中燃放烟雾弹,令投资者更加无所适从。为系统地考察失实负面报道引致的经济后果,本文将对霸王集团以及同行业者进行市场反应检验。

### 1. 城门失火:霸王集团的市场反应检验

作为“霸王事件”的主角,霸王集团受到的影响最为严重。在“媒体报道”事件日当晚,新浪网开展了关于“霸王洗发水被指含致癌物”的调查,38146名网友进行了投票,其中65%认为霸王洗发水含有致癌物,26.3%的网友持观望态度,仅有8.8%的网友表示不相信其含有致癌成分,并有七成多网友表示暂时不会继续购买霸王洗发水。而这些怀疑的态度在资本市场上迅速得到了反映,在“媒体报道”当日,投资者蜂拥出逃。从图3“媒体报道”事件日前后霸王集团的市场反应即可看出,当日霸王集团成交量骤然放大,股价逆市大跌(恒生指数当日收盘涨幅约为0.64%),跌幅高达近15%,并在随后的几天中股价走势一蹶不振。

表4 “媒体报道”事件中霸王集团的市场反应

Panel A: 霸王集团		
	(1)	(2)
$R_n$	0.589*** (4.412)	0.603*** (4.525)
$D$	-0.109*** (-4.909)	-0.124*** (-5.199)
$R_n \times D$		-3.526* (-1.688)
Constant	0.001 (0.815)	0.001 (0.813)
$N$	1	1
adj. $R^2$	0.127	0.132

注:(1)括号内的参数为t值(双尾),\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%以及1%水平上显著。(2)以《壹周刊》刊登《霸王致癌》文章的当日(7月14日)作为事件基准日选取[0, 1]窗口,即当时间落在7月14日或7月15日上,D=1。(3)N为样本家数(下同)。

为进一步考察该事件给霸王集团带来的市场反应,本文进行了相应的事件序列回归分析。如前所述,为缓解事件日同行业公司的“聚集”效应,本文使用了控制了截面相关性的面板模型进行处理。

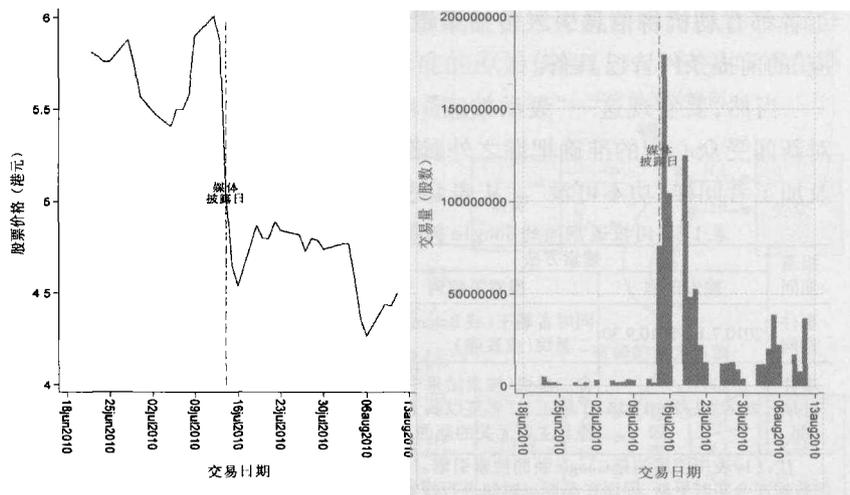


图3 “媒体报道”事件日前后霸王集团(01338.HK)的市场反应  
注:图中所使用的数据来源于CSMAR数据库。

表4回归结果显示,代表“霸王事件”(此处为“媒体报道”事件日)的虚拟变量 $D$ 都在1%水平上显著为负,表明霸王集团在“媒体报道”事件日遭受了显著的负面影响,在 $[0, 1]$ 事件期内非正常平均回报率( $AR$ )为-11%左右。同时, $R_{it} \times D$ 回归系数为-3.526,在10%的水平上显著,意味着“媒体报道”事件显著影响了霸王集团的系统性风险,削弱了其与市场指数的关联,影响了其基本面状况。

## 2.殃及池鱼:同行业的市场反应检验

在检验媒体“轰动效应”给行业带来的影响时,我们发现“媒体报道”事件在整个行业中产生了巨大的传染效应。如表5所示,虚拟变量 $D$ 的回归系数也都显著为负,无论是港股同行还是A股同行都产生了-1%左右的非正常回报率,说明媒体的“轰动效应”已经波及了整个日化行业,使得包括霸王集团在内的整个行业回报率显著下滑1.3%左右。这一期间“媒体报道”事件的主角虽只针对霸王集团,但整个行业可谓是一损俱损,“媒体报道”事件的传染效应明显,可见“轰动效应”的经济影响已波及整个行业。

## 3.“霸王事件”的整体市场影响

表5 “媒体报道”事件中日化行业的市场反应

	Panel B: 港股同行		Panel C: A股同行		Panel D: 行业全体	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
$R_{it}$	0.434*** (12.778)	0.435*** (12.786)	1.006*** (7.163)	1.006*** (7.183)	0.501*** (11.564)	0.502*** (11.591)
$D$	-0.010** (-2.130)	-0.012** (-2.683)	-0.010** (-2.859)	-0.010** (-2.261)	-0.013** (-2.667)	-0.014** (-3.021)
$R_{it} \times D$		-0.435 (-1.228)		0.051 (0.293)		-0.377 (-1.271)
Constant	0.002*** (50.014)	0.002*** (49.823)	0.001*** (5.700)	0.001*** (5.718)	0.002*** (39.675)	0.002*** (39.697)
$N$	36	36	5	5	42	42
adj. $R^2$	0.030	0.030	0.343	0.343	0.043	0.043

注:(1)括号内的参数为t值(双尾),\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%以及1%水平上显著。(2)以《壹周刊》刊登《霸王致歉》文章的当日(7月14日)作为事件基准日选取 $[0, 1]$ 窗口,即当时时间落在7月14日或7月15日上, $D=1$ 。(3)行业全体包括了霸王集团、港股同行以及A股同行者。

表6 “轰动效应”对上市公司市值的影响

样本	市值变动方向	家数	市值变动(千元)	
			市值变动	市值减少家数占比
霸王集团	减少	1	-1621751	100%
	增加	27	-1769094	75%
港股同行业	减少	9	92191	25%
	总体	36	-1676903	100%
A股同行业	减少(总体)	5	-350355	100%
全体行业	总体	42	-3649009	100.00%

注:(1)市值变动依据事件日前一天(即2010年7月13日)的市值乘以事件期 $[0, 1]$ 的平均非正常回报率( $AR$ )计算得出(Hertzel and Smith, 1993; Johnson et al., 2000)。(2)市值变动值的度量货币为人民币。

为更直观地看到媒体“轰动效应”所带来的经济影响的规模,本文在对单家上市公司进行事件序列回归的基础上计算了“媒体报道”事件导致的上市公司市值变动情况,表6汇总了计算结果(单家公司具体回归结果参见附表1)。由表6可见,霸王集团以及大部分同行业竞争者都在事件日呈现负的非正常回报率,市值大幅下滑的公司也不在少数。在香港的同行业竞争者中,约有3/4的企业在“媒体报道”事件中表现出了负面的市场反应,港股同行业上市公司的总市值总计锐减超过16亿元,稍高于霸王集团单家公司的市值损失,而A股同行业竞争者无一例外都受到了“媒体报道”事件的负面影响,总体市值下滑了3.5亿元。从总体看,“媒体报道”事件给整个行业造成的市值损失竟然高达36亿多元。

## (二)当局澄清能否恢复投资者信心

### 1.“当局澄清”事件日市场反应

在“媒体报道”引起了资本市场的情绪化波动之后,药监局出面为霸王“验明正身”,是否能使投资者信心有所恢复呢?心理学文献显示,负面信息对感官的影响要大于正面信息(Pligt and Eiser, 1980; Vonk, 1996; Singh and Teoh, 2000),而Chen等(2009)论证了媒体对于上市公司错误定价程度的影响是不对称的,但他发现正面新闻报道对于价格的影响强于负面报道的影响。本文发现处于信息劣势的投资者对媒体爆出的企业负面消息抱着“宁可信其有”的态度,因而对药监局的正面报道无动于衷。表7显示,尽管药监局通报霸王产品是安全的,但整个行业市场反应平平。霸王集团在“当局澄清”事件当日

表7 “当局澄清”事件中霸王及日化行业的超常收益率

事件日	Panel A: 霸王集团		Panel B: 港股同行		Panel C: A股同行		Panel D: 全体同行	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
0	0.077**	0.077**	-0.008	-0.008	-0.004	-0.004	-0.004	-0.004
1	-0.020	0.056	0.010*	0.002	-0.005	-0.010*	0.008*	0.004
2	-0.007	0.048	0.004	0.006	0.004	-0.006	0.003	0.009
3	0.015	0.064	0.006	0.012	-0.007	-0.012	0.005	0.012

注:(1)此处选取了药监局通告霸王成分无害的第一个交易日(7月19日)为基准事件日0。(2)AR及CAR的算法同前。

表8 “当局澄清”事件中霸王及日化行业的市场反应

	Panel A: 霸王集团		Panel B: 港股同行		Panel C: A股同行		Panel D: 行业全体	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
$R_{it}$	0.608*** (4.395)	0.623*** (4.522)	0.435*** (12.813)	0.434*** (12.796)	1.009*** (7.207)	1.009*** (7.205)	0.502*** (11.605)	0.501*** (11.578)
$D$	0.028 (1.230)	0.031 (1.336)	0.001 (0.273)	0.001 (0.171)	-0.005* (-2.685)	0.001 (0.004)	0.002 (0.655)	0.001 (0.194)
$R_{it} \times D$		-5.898** (-2.127)		1.069** (2.179)		-0.273 (-0.018)		0.545 (1.613)
Constant	0.001 (0.291)	0.001 (0.288)	0.002*** (47.420)	0.002*** (47.445)	0.001*** (5.796)	0.001*** (5.795)	0.002*** (38.003)	0.002*** (39.144)
$N$	1	1	36	36	5	5	42	42
adj. $R^2$	0.060	0.071	0.030	0.030	0.343	0.342	0.043	0.043

注:(1)括号内的参数为t值(双尾),\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%以及1%水平上显著。(2)以药监局通告霸王成分无害的第一个交易日(7月19日)作为事件基准日选取 $[0, 1]$ 窗口,即当时时间落在7月19日或7月20日上, $D=1$ 。

股价显著上升,得到了7.7%的超额收益率,但相比前3天-24.3%(见表9)的超额收益率而言显得微不足道。而港股同行业以及A股同行业在“当局澄清”事件当日也没有显著的市场反应。更为有趣的是,香港市场的投资者在通报澄清日后的第一个交易日不动声色,犹豫了一天后,调整好情绪并统一市场分歧,在第二个交易日产生了正向反应。而内地A股市场的投资者基本不理睬这一官方消息,A股市场对应的公司股价仍然执着地往下跌,事件日系数在10%的显著性水平上为负(见表8)。在加入事件日虚拟变量与市场回报率的交乘项之后,本文发现“当局澄清”事件[0, 1]窗口的霸王集团以及港股同行业系统性风险都产生了显著的变化,如表8所示。

2.“霸王事件”累积反应

为更清晰地了解投资者对霸王事件的态度变化,我们有必要对“霸王事件”累积反应作整体考察,即检验“媒体报道”事件日后6天(包含“当局澄清”事件日及“媒体被诉”事件日)的市场累积反应。从表9不同事件窗口的超常收益率结果来看,霸王集团在“媒体报道”后的两天内持续经历显著的负向市场反应,而香港同行业竞争者的市场反应基本在事件当日就消失殆尽。由于内地媒体从《壹周刊》文章登出到转载报道需要一定的时间,且从现有搜索结果

来看,内地媒体的转载文章大多出现在7月14日深沪股市休市之后,故A股同行业在7月15日才开始经历显著的负向市场反应。“媒体报道”事件在3天内分别给霸王、港股同行业及A股同行业竞争者带来了-24.3%、-1.5%以及-1.2%的累积非正常回报率,而在“当局澄清”之后,各方的损失依然没有恢复,尤其是霸王集团,在获得官方澄清消息之后(即事件日3)仍然存在-16.8%的累计非正常回报率。

3.投资者为什么没有恢复信心:不正常现象背后的原因

上述实证结果令人疑窦丛生,为何药监局的出面澄清无法恢复投资者的信心?我们在呈现上市公司市场反应之外,试图借助其他数据来揭示和分析这一不正常现象背后的原因。

首先,也是最重要的,在媒体报道后,投资者在一定程度上对日化产品丧失了信心。值得注意的是,A股与港股的投资者信心受损程度是存在差异的。而正是二者存在的这种差异,进一步验证了我们的推测。本文在分别搜索两个市场的新闻报道时发现(如表2所示),内地媒体的正面报道量与负面报道量之比为1:2.39,而港媒的相应数据是1:3.79。可见,即使香港媒体较之内地媒体更偏重于负面报道,香港投资者仍然在“当局澄清”之后做出了更积极的反应,由此我们可以合理地认为,内地投资者对于“霸王事件”有着更为强烈而持久的负面反应。那么,A股市场的投资者对霸王事件如此惶恐不安的原因又是什么呢?一个可能的解释是,近年来内地的食品、日用品危机不断,2008年“三聚氰胺”事件戳到人们的痛处还没散尽,随后“康师傅水源门”、“紫砂门”、“毒奶粉卷土重来”、“曲美下架门”等一系列事件进一步推

表9 “霸王事件”期间霸王及日化行业的超常收益率

事件日	Panel A:霸王集团		Panel B:港股同行		Panel C:A股同行		Panel D:行业全体	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
0	-0.146***	-0.146***	-0.015***	-0.015***	-0.010	-0.010	-0.017***	-0.017***
1	-0.071**	-0.218***	-0.005	-0.020**	-0.011***	-0.020**	-0.008	-0.026*
2	-0.024	-0.243***	0.004	-0.015	0.010	-0.012	0.004	-0.021*
3	0.077**	-0.168**	-0.008	-0.024*	-0.004	-0.016	-0.004	-0.024*
4	-0.020	-0.190**	0.010*	-0.015	-0.005	-0.020	0.008*	-0.015
5	-0.007	-0.198**	0.004	-0.012	0.004	-0.018	0.003	-0.012
6	0.015	-0.182**	0.006	-0.007	-0.007	-0.021*	0.005	-0.007

注:(1)此处选取了《壹周刊》刊登《霸王致痛》文章的当日(7月14日)为事件基准日,事件日3即为“当局澄清”事件的当天。(2)AR为多元回归模型(1)中D的回归系数,且只在事件日当日D取1;CAR为连续的事件窗内累积的回归系数,如CAR[0, 6]计算如下:当时间处在事件窗[0, 6]内时,D取1,CAR[0, 6]的值即为模型(1)回归所得D的系数乘以区间内的事件日个数7。

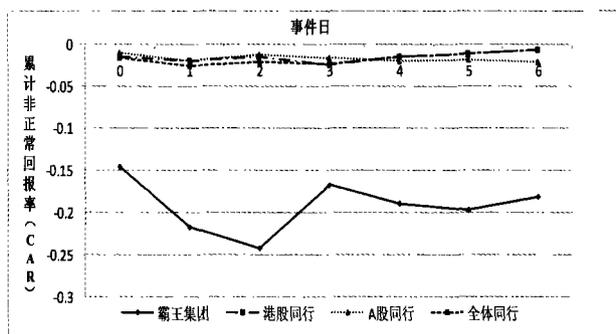
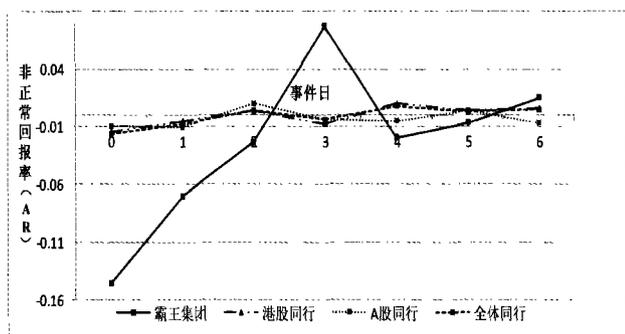


图4 “霸王事件”期间日化行业的市场反应情况

毁了消费者对国货的信心。内地产品不尽完善的安全环境、产业链的守法共识以及行业准入标准都使得内地投资者对媒体所报道的问题产品信心难以复原。譬如,《齐鲁晚报》称:“从苏丹红、瘦肉精到二恶英、三聚氰胺……所谓的‘潜规则’一次次冲击着公众对于食品、药品乃至日用品安全性的信心。这样的担忧,的确不是经过一次或几次权威发布、宣传就能够消除的”。《北京晨报》亦指出:“这种质疑一旦产生,即便再做解释,再调整认证方式,也会让民众猜测其后暗含的利益链条,至少在民众心中,名牌也好,大牌也罢,都不再是安全质量的保证”。而对香港投资者来说,一方面,企业质量控制相对严格的制造流程使消费者信心受损较小;另一方面,在多年来香港八卦媒体的冲击当中,投资者已锻炼出了一定的心理素质,在消息澄清后能在一定程度上平复资本市场躁动不安的情绪。

进一步地,倘若这种信心的丧失只是源于投资者的信息不完备以及非理性,这种恐慌情绪的蔓延应当止于散户,但我们发现,机构投资者亦表现出了对霸王后市看空的态度。从目前可得数据,我们看到,霸王集团在过去的市场中表现不俗,较高的市场占有率以及较快的发展增速都显示了较高的投资价值,令其在整个日化行业中独领风骚。但表10显示,即便是在当局出面澄清之后,大股东美资金融集团富达以及韩国基金公司未来资产环球投资仍在继续减持,这些机构无法恢复的信心也造成了霸王集团股价的进一步下跌。

除此之外,“霸王事件”通过影响投资者行为进一步改变了投行的判断。在事件发生前,瑞银、美林、大摩等国际投行给霸王集团的评级基本都为

“买入”,而当媒体报道“霸王事件”之后,我们看到的戏剧性转变是,投行开始不断调低霸王的评级以及目标价,如瑞银从事件发生起到逐渐明朗之后,将评级连降3级,目标价也随之从8港元一路下调到3.2港元。摩根士丹利则在连续降级的同时给出了理由,“由于40%长期使用者倾向减少或停止使用霸王的产品,故削弱霸王盈利预期”。

可见,“霸王事件”带来不可恢复的市场滑落离不开投资者对国内生产安全环境及行业标准的质疑。并且,目前机构投资者的队伍尚不成熟,投机氛围较重,以致在事件发生后纷纷表现出非理性的一面。同时,这些投资者的心理及行为同样影响了投行的评级,而投行的评级又进一步加剧了投资者的看淡情绪。

综上,媒体制造的“轰动效应”不仅给霸王集团造成了重创,而且给资本市场带来了大面积的恐慌情绪,并且这种情绪并没有因为当局的澄清而完全平复,尤其对A股市场而言,投资者信心几乎无法恢复。“霸王事件”令霸王集团处境堪忧。2011年3月28日,霸王集团发布的2010年业绩报告显示,霸王集团2010年下半年营业额同比下降63.2%,致使其业绩出现了上市以来的首次亏损,亏损金额高达1.18亿元。霸王集团董事会将其业绩下滑归因于“‘二恶烷事件’对本集团过去几个月的销售业绩造成了不利影响,以及为恢复消费者对本集团产品的信心所额外增加的促销推广活动费用支出”。媒体“轰动效应”导致的经济后果可谓深重而长远。

## 七、媒体“轰动效应”会受到声誉惩戒吗?

那么,在“轰动效应”给资本市场带来如此广泛影响,而有关部门证实信源不准确的情形下,媒体是否会受到资本市场的惩戒呢?当霸王集团对媒体提起诉讼后,投资者是否会进一步统一行动惩戒自利的媒体呢?郑志刚(2007)指出,只有提供真实信息,从而获得“发布信息真实”声誉的媒体才能获得公众的持续关注。倘若投资者能看穿媒体偏离了真实、客观的准则在追逐“轰动效应”,就会以“用脚投票”的方式惩罚媒体的不良声誉,收获“轰动效应”的媒体会因此受到资本市场的声誉惩戒。

表10 机构投资者及国际投行在“霸王事件”期间的表现

Panel A: 机构投资者减持股份				
减持时间	减持对象	减持股份数(万份)	减持前持股比例	减持后持股比例
2010.7.19	富达(FMR LLC)	1314	5.19%	4.73%
2010.7.22	未来资产环球投资	618.2	6.01%	4.85%

Panel B: 国际投行对霸王集团评级的变动					
调整时间	投资银行	调整前		调整后	
		评级	目标价(港元)	评级	目标价(港元)
2010.7.15	美林	买入	7.15	跑输大市	4.4
2010.7.16		买入	8	中性	5.2
2010.8.4	瑞银	中性	5.2	沽售	4.3
2010.9.10		沽售	4.3	沽售	3.2
2010.8.24		增持	7	减持	3.5
2010.10.25	摩根士丹利	减持	3.5	减持	3.2
2010.11.24	汇丰证券	中性	4.1	中性	3.1

注:数据主要来源于阿思达克财经网并经笔者整理。

表11 壹传媒“媒体被诉”事件日市场反应

	Panel A: “当局澄清”事件日		Panel B: “媒体被诉”事件日	
	(1)	(2)	(1)	(2)
$R_m$	0.582*** (6.530)	0.582*** (6.512)	0.583*** (6.540)	0.583*** (6.522)
$D$	0.004 (0.180)	0.004 (0.179)	-0.010 (-0.421)	-0.010 (-0.421)
$R_m \times D$		0.162 (0.082)		0.163 (0.083)
Constant	0.000 (0.174)	0.000 (0.176)	0.000 (0.215)	0.000 (0.217)
$N$	1	1	1	1
adj. $R^2$	0.089	0.087	0.089	0.087

注：(1)括号内的参数为t值(双尾)，\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%以及1%水平上显著。(2)各事件基准日选取标准同前，各事件均选用[0, 1]窗口。

在整个事件中，制造“轰动效应”最成功的当属首次报道《霸王致癌》的《壹周刊》，所有媒体的转载引用无形中扩大了《壹周刊》的影响力。故此处特选取其作为研究对象，来考察投资者发现报道失实之后的反应。由于《壹周刊》杂志是上市公司壹传媒的旗舰产品，其运营状况受壹传媒投资者的密切关注，故本文通过壹传媒的市场反应检验来考察投资者对《壹周刊》失实报道的反应。

从表11的回归结果来看，投资者并未在“当局澄清”以及“媒体被诉”事件日对媒体做出显著的反应，资本市场反应平平。这可能是由于《壹周刊》的投资者已经习惯了其一贯的有争议的报道风格，并不会因当局做出正面回应以及随后被告上法庭而对其持否定态度，进而实施声誉的惩戒。由此可见，不管媒体做出何种报道，投资者都没有在事中及事后对其产生的报道做出判断，媒体制造的“轰动效应”并不会通过资本市场对媒体的声誉产生影响，从而说明资本市场对媒体的制约是无效的，媒体必须形成行业自律并遵从法律规制。

## 八、研究结论及启示

已有研究对媒体“轰动效应”鲜有关注，本文基于传播学视角，以“霸王事件”为切入点，首次系统考察了媒体追逐“轰动效应”的传导机制、经济后果以及声誉惩戒，并为分析媒体“轰动效应”在不同市场中的影响差异提供了证据。本文研究发现：(1)媒体并未履行“中立的把关人”的角色，而是对“霸王事件”的报道性质存在选择的倾向性，使“轰动效应”在媒体

有偏选择之下不断累积放大。(2)媒体的“轰动效应”具有严重的经济后果，不仅令霸王集团经历了-11%的非正常平均回报率，同时表现出了显著的行业传染效应，且在药监局出面澄清之后股价无法恢复。(3)媒体追逐“轰动效应”并未受到资本市场的声誉惩戒，媒体在“当局澄清”及“媒体被诉”事件日均无显著的市场反应。(4)此外，本文还发现香港的投资者与内地投资者对于“霸王事件”的反应存在差异。尽管香港媒体偏重于“揭私”的负面报道，但香港投资者却能一定程度上平复资本市场躁动不安的情绪。

本文的研究结果显示，媒体出于自利目的会与本应背负的监管责任背道而驰，而资本市场无法约束媒体追逐“轰动效应”，这给了我们深刻反思媒体本身、监管当局以及投资者等方面问题的机会，通过对这些问题的探讨，能对如何抑制媒体追逐“轰动效应”有所裨益。本文认为，我们需要从媒体的“自律”责任(Responsibility)、立法机构及监管当局的“他律”责任(Accountability)以及投资者的“辨识”意识等方面控制媒体“轰动效应”，具体阐述如下。

第一，媒体需强化社会责任观念以加强“自律”，有效履行“把关人”职责，从源头上切断“轰动效应”。网络的发展在加强信息时效性的同时，也加剧了媒体的市场化竞争，使其为“抢时间”报道而对信息来源不加以求证地传播，由此可能引发一系列问题。因此，在信息形成的第一步就需要媒体坚守客观报道的原则，由于媒体的质疑往往处在事发之前或是事发当中，其准确性公正性必须加以保证。媒体主动披露的信息必须要有独立的调查验证，这是新闻媒体在市场经济中的作用所在(陈志武, 2005)。在信息进入流通渠道之后，媒体需履行“把关”责任，具体体现在记者对信源真实性把关，编辑对稿件恪尽核实之责，尤其是对信息来源不够权威、易引发新闻官司的稿件进行核实。当然，目前我们也欣喜地看到了媒体对信息把关所做的努力，如新浪微博在2010年12月专门开设了辟谣专区以正视听，其从12月9日到15日就澄清了21条虚假消息。虽然这些澄清对于每天都在以各种形式产生的海量不实信息而言，未免有些力不从心，但市场的培育和发展需要时间，我们期待着未来形成更规范的媒体市场。

第二，立法机构的“他律”体现在构建媒体规范及投资者保护的体系，以建立“轰动效应”的外部约束机制。

一方面,要促进社会的健全发展,必然要将媒体置于法律体系和公众的视野中(胡欣荣,2005)。媒体作为行政权、立法权以及司法权之外的第四权,在进行舆论监督的同时亦应受到监督。然而本文发现来自市场层面的声誉约束机制对媒体是失效的,因而对其进行强制约束机制非常必要。

香港证券市场从交易所自律性监管过渡到目前的证监会行政监管与交易所自律监管相结合的“双重存档”制度,使其自律监管职能在所经历的漫长岁月中发展较为成熟,整个证券监管体系在很大程度上要依靠交易所的自律监管。而媒体是香港交易所履行监管职能所倚重的手段之一,港交所经常以在媒体刊登违规公司名单(而非对其进行经济上的惩罚)视为对上市公司的处罚,并行之有效,这也帮助香港成为公司治理效率较高的地区之一(Dyck and Zingales, 2004)。因此可以说,媒体的监管在香港的证券市场中被赋予了非常重要的地位。并且,香港传媒的发达程度也是其他国家和地区无法比拟的<sup>⑧</sup>。然而,遗憾的是,香港媒体由于新闻自由度较高<sup>⑨</sup>,但却普遍有走向小报化的倾向,空有新闻自由却缺乏品质(赵灵敏,2007),故对香港媒体加大监管势在必行。

而目前内地证券市场以证监会的行政监管为主,交易所的自律监管能力薄弱,上市公司违规行为的纠偏通常要依靠行政机构的介入(李培功、沈艺峰,2010),所以内地对媒体监管的依赖性会弱于香港。但内地媒体仍然存在许多问题,相关部门对新闻监管不均衡,对时政和涉及敏感问题的新闻,监管较严;但对包括财经新闻在内的其他内容的新闻,相对宽松,甚至出现监管缺位的情况,以致类似案例中的情形频繁出现。因此,无论是对内地还是香港地区,国家立法机关都应加快新闻立法进程,以使保障和限制并行,在赋予新闻媒体权利的前提下,对它可能造成的社会不良后果进行一定的限制,平衡它的权利和义务。

另一方面,立法机构应加强对投资者的法律保护。媒体“轰动效应”损害的社会权利主体不仅仅只有上市公司,中小投资者同样遭受了重大损失。上市公司尚能向法院提起诉讼以寻求法律保护,而无辜的投资者除了“用脚投票”外又能依仗何种保护呢?如若媒体的“轰动效应”引发了这一非少数

的利益群体受到重大损失,则相关投资者保护法律的制定已刻不容缓。

第三,监管机构需加快社会检测及行业标准的制定,减少媒体追逐“轰动效应”的机会。回顾近期诸多“丑闻”,无一不是围绕产品“含量超标”问题展开,而标准的缺失以及第三方检测机构发展的不成熟,使得我国诸如药监局等有关部门的公信力不足以平息社会的质疑,同时给了媒体散布不可验证的消息的机会,成为媒体制造“轰动效应”的温床之一,故发展成熟的检测机构,能降低信息的不确定性,进而有助于抑制媒体“轰动效应”。

第四,投资者需增加对信息的“辨识”意识,以削弱媒体“轰动效应”的影响程度。本文研究显示,即使当局做出澄清之后,资本市场上的投资者依然没有从“霸王事件”的阴影中走出来,并且对媒体没有任何的情绪指向性。这些都代表性地呈现了当前“媒体崇拜”的现象,它体现了信息缺乏者对信息的渴求,进而使得媒体的传播影响和左右着人们的社会生活。然而,如此盲目崇拜,必使得其传播知识的片面性、信息的伪劣、观念的偏颇难以现形(刘有才,2006)。因而,投资者不应盲目轻信市场信息,而应根据信息的来源、信息的内容以及结合其他可获信息进行多方判断和求证。

虽然《壹周刊》等媒体追逐“轰动效应”不足以代表所有媒体在传播中的行为,但也从一定程度上反映了现状。尽管媒体“轰动效应”给资本市场带来了无法复原的损失,但媒体对社会问题的揭露,能够引起有关部门重视并助其进行制度性的建设。媒体先于监管部门披露报道,确实能够增加消费者的知情权,让消费者、投资者更好地判断产品质量和公司价值,减少信息不对称程度,降低市场浑浊性。对于本案例而言,正因为化学物质对人体的伤害程度大小、含量标准多少等问题需要大量的科学实验和实践去证明,所以行业标准的问题一直悬而未决,媒体的报道引起广泛关注,恰恰能帮助管理体制环境,敦促政府部门加快制定行业标准,也促使相关企业改进生产流程,进一步提高产品质量,增强消费者的信心。

因此我们并不能为此而否认媒体在资本市场中的舆论监管功能,但报道有失客观而导致社会不得不承担沉重的代价,却是我们所不愿看到的。媒

体作为上市公司有效的第三条监管渠道,对资本市场的发展有着不可磨灭的促进作用,然而,媒体出于自利目的制造“轰动效应”同样也会令资本市场乱象丛生。本文对媒体“双刃剑”功能的探讨,将有益于媒体自身加强自律责任,有助于立法部门和监管部门建立外部约束机制,有利于投资者增强辨识意识,以控制媒体“轰动效应”,从而引导、规制媒体更好地发挥治理作用。当然,本文也存在一定的局限性。由于《壹周刊》杂志并未单独上市,受数据可得性的限制,我们在文中对《壹周刊》进行市场反应检验时选取了壹传媒集团公司作为近似替代。并且,由于截至2011年5月16日,霸王与《壹周刊》的诉讼仍未判决,使我们无法根据判决结果进一步考察壹传媒的后续市场反应,这些都可能在一定程度上对检验结果有所影响。

(作者单位:熊艳、李常青,厦门大学管理学院;魏志华,厦门大学经济学院;责任编辑:尚增健)

### 注释

①已有研究对“轰动效应”(Sensationalism)有所提及而未进行清晰的界定(Jensen, 1979; Miller, 2006; Core et al., 2008),其中, Jensen (1979)从信息需求角度揭示了媒体迎合受众的娱乐需求的事实, Miller (2006)和 Core 等(2008)的实证结果显示,在公众的娱乐心理之下,媒体倾向于报道有轰动效应的新闻题材,如大金额的财务欺诈和CEO高薪事件。这些研究虽只引出了“轰动效应”这一现象,却给予了我们启发,本文即在已有研究的基础上,从媒体报道动机入手,并对追逐“轰动效应”的媒体报道性质加以限定,首次明确界定了这一概念。

②根据唐远清(2009)对假新闻的判定标准,现实中的新闻按虚假程度存在“完全虚假的新闻”和“存在失实的新闻”之分(唐远清(2009)对后者的表述为“基本虚假的新闻”,但本文认为“存在失实的新闻”或许更为妥帖),前者为完全捏造的“假新闻”,后者则是有一定事实根据但没全面、正确、恰当报道事实的新闻。本文在论述中不对新闻的虚假程度进行区分,统一以“失实新闻”进行表述,但本案例中所呈现的新闻可能更接近“存在失实的新闻”。

③《纽约时报》一贯被视作传播客观、真实新闻的典范,却因2003年该报一名记者在多达36篇新闻稿中捏造、抄袭以及报道与事实有出入行为败露,而使其“遇到了100年来最大的危机”,最后导致该报执行总编以及主管编辑引咎辞职方能平息。

④如“二恶烷”在澳大利亚的日常消费品中的理想限值为30ppm,而我国在事件发生后也界定出“二恶烷”限值为30ppm。从美国食品和药物管理局(FDA)官方网页(www.fda.gov)可见, FDA目前尚未针对化妆品中“二恶烷”的含量做特别限制,而是向化妆品生产商提供了特别指导,提示健康问题。且经笔者力所能及的搜索,未发现有关美国“二恶烷”最高含量的规定。

⑤瑞年国际产品曾于2010年2月份被报道产品抽检不合格,时隔半年,这条旧闻于7月19日在资本市场上被当成“新闻”传开,导致瑞年国际股价急挫近16%以致突然停牌。但由于瑞年国际于2010年2月19日在香港联交所主板上市,距离

“霸王事件”事件日不足250日,故在后文的行业样本中未涉及瑞年国际。

⑥危机企业对行业的影响一般表现为两种效应:传染效应和竞争效应。如果企业影响了相同或类似的客户、监管部门以及供应商的反应,或改变了信息有限的投资者的判断,就会给同行者带来“传染效应”。否则,客户对危机公司的需求转移到竞争对手的产品上,使同行业竞争者获得财富重分配的好处,则会产生竞争效应。

⑦虽然药监局在2010年7月16日晚上公布结果,但考虑到17、18日为周末,7月19日为消息公布后的第一个交易日,故本文选用2010年7月19日作为“当局澄清”事件基准日。

⑧笔者通过Pesaran截面相关性检验,发现本文的行业间上市公司的回报率数据存在截面相关性,此处限于篇幅,不另作报告。

⑨据不完全统计,截至2002年10月,香港的《壹周刊》的报导被裁定违法17次,罚款港币5000元到14000元不等,与各类明星之间的官司从未间断过。其中,一个知名案例是1994年《壹周刊》与中国青基会轰动一时的诉讼案。《壹周刊》发表文章称中国青基会的希望工程善款失踪,导致青基会海外捐款大幅下跌,遭到青基会起诉,成为香港历史上首例内地机构的名誉权诉讼案。经过6年的调查取证,最终2000年由香港高等法院裁决青基会胜诉,并获得损失赔偿350万元。

⑩2003年6月25日世界报业协会评出“世界日报发行量前100名名单”,《苹果日报》在其中排名第98。

⑪台湾有线视讯宽频网络发展协进会理事长赵怡、东森电视事业股份有限公司信息编辑中心经理陈嘉彰在2005国际媒体与传播研究学会上曾对八卦风潮下《壹周刊》等台港报纸所呈现的“臃色腥”内容特色进行分析,详见荆成(2005)。

⑫2002年关于美联航的破产新闻发表于《芝加哥论坛报》,2008年9月7日该新闻出现在《太阳哨兵》新闻网点击率最高的商业新闻列表中,但未提及新闻的具体时间。随着这条新闻列表进入Google新闻搜索引擎当中,终于在2008年9月8日引起Income证券咨询公司一名记者注意,并将该新闻的摘要以及其链接发送至彭博资讯,于是这条出现在当天彭博资讯中的“新闻”引爆了资本市场。

⑬例如,《广州日报》就曾借2009年“3.15”的东风报道了“10款国内外知名洗发水,9款检出‘二恶烷’”的消息,却未引起广泛关注,各媒体转载量稀疏,后以不了了之而收尾。

⑭“霸王事件”的风波甚至已传至代言明星身上,如网上疯传的“成龙代言成魔咒”等。

⑮2010年8月,《中国青年报》中引用了美国尼尔森近期发布的亚太各国网民用户习惯报告,称在整个亚太地区,中国网民最喜欢发布负面产品评论,也只有中国网民发表负面评论的意愿超过正面评论,约有62%的中国网民表示,他们更愿意分享负面评论,而全球网民的这一比例则为41%(陈方, 2010)。

⑯为了与负面报道新闻搜索口径保持一致,此处同样选取了3天的时间。

⑰Dyck and Zingales (2004)的研究显示,香港报纸的人均日发行量在39个国家(地区)的总样本中高居第一,平均下来报社每天为每个人发行了8份报纸,而相比报纸资源最为贫乏的印度尼西亚,该数字仅为0.2。

⑱香港一向被认为是亚洲地区新闻自由度较高的地区,在无国界记者组织2006年的全球新闻自由排行榜中,香港在亚洲位居第四,仅次于韩国、中国台湾和日本(赵灵敏, 2007)。

### 参考文献

(1)艾洪德、魏巍:《公司治理与证券市场上投融资:双方

信息不对称问题的解决》,《金融研究》,2004年第10期。

(2)陈方:《我们是不是患上了坏消息综合症》,《中国青年报》,2010年8月4日。

(3)陈志武:《媒体、法律与市场》,中国政法大学出版社,2005年。

(4)醋卫华、李培功:《国内媒体吹口哨了吗》,新兴经济体公司财务与资本市场研讨会,2010年。

(5)邓利平:《现实丑与新闻审美》,《新闻三昧》,1999年第3期。

(6)贺建刚、魏明海、刘峰:《利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究》,《管理世界》,2008年第10期。

(7)胡欣荣:《新闻哲学》,新华出版社,2005年。

(8)荆成:《媒体乱象与公信力难题——台港媒体走马观之一》,《青年记者》,2005年9月。

(9)李培功、沈艺峰:《媒体的公司治理作用:中国的经验证据》,《经济研究》,2010年第4期。

(10)林瑜婷:《霸王致癌》,香港《壹周刊》,2010年第1062期。

(11)柳木华:《大众传媒对会计舞弊的监督:一项经验研究》,《证券市场导报》,2010年第8期。

(12)刘有才:《从“媒体崇拜”到公信力危机》,《青年记者》,2006年第23期。

(13)唐远清:《对新闻打假者的困惑的辨析和反思》,《新闻记者》,2009年第2期。

(14)杨继东:《媒体影响了投资者行为吗?——基于文献的一个思考》,《金融研究》,2007年第11期。

(15)张涛甫:《假新闻是怎样生成的?——以〈新闻记者〉六年来“十大假新闻”为分析样本》,《新闻记者》,2007年第2期。

(16)赵静梅、何欣、吴风云:《中国股市谣言研究:传播、辟谣及其对股价的冲击》,《管理世界》,2010年第11期。

(17)赵灵敏:《香港这10年》,《南风窗》,2007年第7期。

(18)郑志刚:《法律外制度的公司治理角色——一个文献综述》,《管理世界》,2007年第9期。

(19)Bushee B. J., J. E. Core and W. Guay, 2010, “The Role of the Business Press as an Information Intermediary”, *Journal of Accounting Research*, Vol.48, Iss. 1, pp.1~19.

(20)Besley, T. and A. Prat, 2006, “Handcuffs for the Grabbing Hand? Media Capture and Government Accountability”, *The American Economic Review*, Vol. 96, No. 3, pp. 720~73.

(21)Binder, J. J., 1985, “Measuring the Effects of Regulation with Stock Price Data”, *The RAND Journal of Economics*, Vol. 16, No. 2, pp. 167~183.

(22)Chen, C.W., C. Pantzalis and J. C. Park, 2009, “Press Coverage and Stock Prices’ Deviation from Fundamental Value”, Working Paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1359261>.

(23)Core, J. E., W. Guay and D. F. Larcker, 2008, “The Power of the Pen and Executive Compensation”, *Journal of Financial Economics*, Vol.88, pp.475~511.

(24)Cyree, K. B. and R. P. Degennaro, 2001, “A Generalized Method for Detecting Abnormal Returns and Changes in Systematic Risk”, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper.

(25)Dyck, A. and Zingales, L., 2004, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *The Journal of Finance*, Vol.59, No.2, pp.537~600.

(26)Dyck, A., Morse, A. and L. Zingales, 2009, “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud”, Available at: <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/research/papers/whistle.pdf>.

(27)Frankel, R. and X. Li, 2004, “Characteristics of a

Firm’s Information Environment and the Information Asymmetry between Outsiders and Insiders”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, Iss. 2, pp.229~59.

(28)Hertzel, M. G. and J. K. Smith, 1993, “Industry Effects of Interfirm Lawsuits: Evidence from ‘Pennzoil v. Texaco’”, *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol.9, No.2, pp.425~444.

附表1 单家公司事件序列回归结果

	$\alpha$	$\beta_1$	$\gamma$	“轰动效应”对公司市值的影响(千元人民币)
霸王集团				
霸王集团	0.0015	0.5889	-0.1092	-1621751
同行业竞争者(港股)				
自然美	0.0008	0.1923	-0.0071	-17324
白花油	0.0022	0.3572	-0.0029	-1508
高宝绿色	-0.0019	0.6306	0.0046	4550
云南实业控股	0.0014	0.5234	-0.0434	-16221
远大医药	0.0032	0.4856	-0.0082	-7063
盈天医药	0.0028	0.2724	-0.0063	-10468
华瀚生物制药	0.0040	0.7145	-0.0203	-65037
卓健亚洲	0.0019	0.0065	-0.0129	-10326
联康生物科技	0.0015	0.2629	-0.0004	-187
山东新华制药	0.0023	0.5457	-0.0101	-11916
亚洲煤业	0.0017	0.2845	-0.0767	-30027
精优药业	-0.0004	0.2103	-0.0392	-74866
广州药业股份	0.0027	0.7261	-0.0172	-73202
位元堂	-0.0023	0.3743	0.0039	1242
亚洲资源	-0.0023	0.4181	0.0541	14314
现代美容	0.0002	0.5876	0.0560	19367
意科控股	0.0001	0.4288	0.0017	762
李氏大药厂	0.0052	0.4956	-0.0150	-17347
华熙生物科技	0.0040	-0.1516	-0.0006	-366
中国制药	0.0009	0.6679	-0.0049	-28594
中国安芯	0.0028	0.4510	0.0369	36819
维奥集团	0.0024	0.5356	-0.0467	-13849
中国生物制药	0.0028	0.5893	-0.0179	-220740
同仁堂科技	0.0023	0.4579	-0.0107	-27862
武夷药业	0.0004	0.3285	-0.0172	-21231
利君国际	0.0046	0.5159	-0.0699	-359065
积华生物医药	0.0040	0.5716	-0.0116	-8092
中怡精细化工	0.0014	0.5214	0.0008	587
东瑞制药	0.0038	0.3885	-0.0294	-40885
澳门投资控股	0.0051	0.7094	0.0433	10674
神威药业	0.0040	0.4573	-0.0455	-676645
中国香精香料	0.0012	0.5018	-0.0145	-9960
明辉国际	0.0033	0.5537	-0.0140	-22325
联邦制药	0.0047	0.6932	0.0004	3877
朗力福集团	0.0009	0.2604	-0.0171	-3301
中国金丰集团	0.0038	0.0475	-0.0036	-688
同行业总体市值变化(港股)				-1676903
Negative%	11%	3%	75%	
T_value	6.4229	12.7716	-2.1307**	
同行业竞争者(A股)				
广州浪奇	0.0025	0.9500	-0.0091	-17697
索芙特	0.0010	1.0819	-0.0010	-1659
南风化工	0.0000	1.2080	-0.0164	-41849
两面针	0.0002	1.2957	-0.0045	-13465.6515
上海家化	0.0007	0.4959	-0.0201	-275684.3909
同行业总体市值变化(A股)				-350355
Negative%	0%	0%	100%	
T_value	1.9773	7.1711	-2.8607**	
全体行业总市值变化				-3649009

注:(1)\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%以及1%水平上显著。(2)以《壹周刊》刊登《霸王致癌》文章的当日(7月14日)作为事件基准日选取[0,1]窗口,即当时间落在7月14日或7月15日上,D=1。(3)T\_value为单样本检验的t值,并相应呈现了均值小于0情形下的统计显著性。(4)参考(Hertzel and Smith, 1993; Johnson et al., 2000),事件对公司市值的影响是依据事件日前一天(即2010年7月13日)的市值乘以事件期[0,1]的平均非正常回报率( $\gamma$ )计算得出。

(29) Jamieson, K. and K. Campbell, 2001, *The Interplay of Influence*, Fifth Edition, Belmont, CA: Wadsworth.

(30) Jensen, M. C., 1979, *Toward a Theory of the Press, Economics and Social Institutions*, Martinus Nijhoff Publishing Company.

(31) Joe, T. R., 2003, "Why Press Coverage of a Client Influences the Audit Opinion", *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No. 1, pp. 109-133.

(32) Joe, J. R., H. Louis and D. Robinson, 2009, "Managers' and Investors' Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 44, No. 3, pp. 579-605.

(33) Johnson, M. F., R. Kasznik and K. K. Nelson, 2000, "Shareholder Wealth Effects of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995", *Review of Accounting Studies*, Vol.5, pp.217-233.

(34) Kross, W., B. Ro and D. Schroeder, 1990, "Earnings Expectations: The Analysts' Information Advantage", *The Accounting Review*, Vol. 65, No.2, pp.461-77.

(35) Lewin, K., 1947, "Channel of Group Life", *Human Relations*, Vol.1, pp. 143-153.

(36) MacKinlay, A. C., 1997, "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1, pp.13-39.

(37) McQuail, D. and S. Windahl, 1993, *Communication Models for the Study of Mass Communication*, Second Edition, Pearson Education Limited.

(38) Miller, G. S., 2006, "The Press as a Watchdog for Accounting Fraud", *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 5, pp.1001-1033.

—————  
(上接第93页)

(62) Rodrigues, S. and Child, J., 2003, "Evolution in an Institutionalized Environment", *Journal of Management Studies*, vol.40, pp. 2137-2162.

(63) Roy, W. G., 1997, *Socializing Capital: The Rise of the Large Industrial Corporation in America*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

(64) Schein, Edgar H., 1985, *Organizational Culture and Leadership*, San Francisco, Jossey-Bass,

(65) Schneider, Susan C., 1989, "Strategy Formulation: The Impact of National Culture", *Organization Studies*, vol.10, pp.149-168.

(66) Scott, W. R., 1995, "Introduction: Institutional Theory and Organizations", In W. R. Scott and S. Christensen (Eds.), *The Institutional Construction of Organizations*, Thousand Oaks, CA: Sage Publications. pp.11-23.

(67) Scott, W. R., 2002, "The Changing World of Chinese Enterprise: An Institutional Perspective", In A. S. Tsui and C. M. Lau (Eds.), *The Management of Enterprises in the People's Republic of China*, New York: Kluwer Academic Publishing.

(68) Scott, W. R., 2007, "Institutions and Organizations: Ideas and Interests", *Thousand Oaks*, CA: Sage Publications.

(69) Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1993, "Corruption", *The Quarterly Journal of Economics*, vol.108, pp.599-617.

(70) Tipton, F. B., 2009, "Southeast Asian Capitalism: His-

(39) Mullainathan, S. and A. Shleifer, 2002, "Media Bias", Working paper, Harvard University, Available at SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=344879](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=344879).

(40) Pligt, Van der J. and J. R. Eiser, 1980, "Negativity and Descriptive Extremity in Impression Formation", *European Journal of Social Psychology*, Vol.10, Iss.4, pp.415-419.

(41) Shoemaker, P. J., 1991, *Gatekeeping*, Newbury Park, CA: Sage.

(42) Singh, R. and J. B. P. Teoh, 2000, "Impression Formation from Intellectual and Social Traits: Evidence for Behavioural Adaptation and Cognitive Processing", *British Journal of Social Psychology*, Vol. 39, No.4, pp.537-54.

(43) Stigler, G., 1971, "Theory of Economic Regulation", *Bell Journal of Economics*, Vol. 2, pp.3-21.

(44) Strömberg, D., 2004, "Mass Media Competition, Political Competition and Public Policy", *Review of Economic Studies*, Vol. 71, No. 1, pp. 265-284.

(45) Thompson, R., 1985, "Conditioning the Return-Generating Process on Firm-Specific Events: A Discussion of Event Study Methods", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, Iss.2, pp. 151-168.

(46) US Food and Drug Administration, 2007, "1, 4-Dioxane", <http://www.fda.gov/Cosmetics/ProductandIngredientSafety/PotentialContaminants/ucm101566.htm>.

(47) Vonk, R., 1996, "Negativity and Potency Effects in Impression Formation", *European Journal of Social Psychology*, Vol.26, Iss.6, pp.851-865.

(48) White, D. M., 1950, "The Gatekeepers: A Case Study in the Selection of News", *Journalism Quarterly*, Vol.27, pp.383-390.

—————  
tory, Institutions, States and Firms", *Asia Pacific Journal of Management*, vol.26, pp. 401-434.

(71) Uhlenbruck, K., 2004, "Developing Acquired Foreign Subsidiaries: The Experience of Mnes in Transition Economies", *Journal of International Business Studies*, vol.35, pp.109-123.

(72) Williamson, O. E., 1991, "Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives", *Administrative Science Quarterly* vol. 36, pp. 269-296.

(73) Wright, M., Filatotchev, I., Hoskisson, R. E., and Peng, M. W., 2005, "Strategy Reserch in Emerging Economies: Challenging the Conventional Wisdom", *Journal of Management Studies*, Vol.42, pp.1-33.

(74) Xin, K. and Pearce, J. L., 1994, "Guanxi: Good Connections as Substitutes for Institutional Support", Paper Presented at the Annual Meeting of the Academy of Management, Dallas, TX.

(75) Yip, G., 1992, "Total Global Strategy", *Englewood Cliffs*, NJ: Prentice-Hall.

(76) Yiu, D. and Makino, S., 2002, "The Choice Between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary: An Institutional Perspective", *Organization Science*, Vol.13, pp. 667-683.

(77) Zaheer, S., 1995, "Overcoming the Liability of Foreignness", *Academy of Management Journal*, vol.38 pp.341-363.

(78) Zucker, L., 1977, "The Role of Institutionalization in Cultural Persistence", *American Sociological Review*, vol.42, pp.726-743.