

# 二代接班过程中媒体家族性报道对家族企业价值的影响<sup>\*</sup>

□ 张闰龙 闵亦杰

领域编辑推荐语：

“文章系统剖析媒体、资本市场和家族企业三者之间的互动关系，对于家族企业合理处理与外部利益相关者之间的关系具有实践指导作用。”

——李炜文

**摘要：**现有研究已经关注到，家族企业在代际传承过程中会面临重大外部压力。但是，我们尚不清楚外部利益相关者会以何种逻辑来理解和评价处于这一敏感时期的家族企业。本文着重讨论媒体对于家族成员家族性信息的报道如何影响资本市场对于二代接班初期家族企业价值的估计。实证结果表明：一方面，媒体对于二代领导者家族性信息报道数量越多，企业市场价值越高，且媒体对于创始人家族性信息报道数量对主效应起正向调节作用；另一方面，媒体对于二代领导者家族性信息报道口吻越正面，企业市场价值越高，但媒体对于创始人家族性信息报道口吻对主效应起倒“U”型调节作用。基于二代接班这一特定 CEO 继任情境，本文的结论拓展了对外部方如何评价 CEO 继任这一问题的理解，同时剖析了社会赞许何时会成为组织负担。

**关键词：**家族企业；二代接班；媒体报道

## 一、引言

中国家族企业正在进入二代接班的高潮期，大量二代家族成员已经开始担任 CEO 或董事长等核心领导角色。然而，家族企业的二代接班之路并非坦途（Daspit et al., 2016）。资本市场对于二代接班的压力就是家族企业不得不面对的一项重大挑

\* 笔者感谢卢君彦、谢璐钧、侯万方和程俞小倩在本文数据整理、文献检索等方面提供的帮助。

战。研究指出,在新加坡、中国香港以及中国台湾地区,家族企业接班前后市值的降幅可达60%左右(Bennedsen et al., 2015; Pan et al., 2018)。为应对这种外部挑战,研究者首先需要回答一个基础问题:投资者如何估计处于接班过程中的家族企业价值(valuation)?迄今为止,相关研究仅认为,投资者主要基于接班人胜任力信息进行评价,其对接班过程的负面评价来源于对二代本人能力、经验以及知识的不认可(Bennedsen et al., 2015; Pan et al., 2018; 朱晓文和吕长江, 2019)。然而,上述见解并未充分将家族因素纳入考虑范围。事实上,由于二代接班往往缺乏透明性,投资者难以确切获知接班过程中家族在结构、功能与互动等方面的动态变化,并判断这些动态是否会导致家族内部不稳定(Anderson et al., 2009)。因此,投资者可能将与家族内部不稳定相关的风险纳入估值,导致企业市值大幅降低。在本文中,我们试图探索以追求经济回报为中心诉求的投资者,如何获得和分析家族性信息,进而对传承期家族企业价值进行估计。

不同于诸如教育/工作经历等胜任力信息,投资者获取家族性信息的来源受限。一般来说,投资者仅能从家族企业的正式披露中获得少量相关信息,主要包括董事、监事、高管团队范围内家族成员之间的亲缘关系。即使其中较详细者,也只额外披露“长子(女)/次子(女)”等出生顺序信息。而在诸如分析师电话会议或者企业战略演示等沟通场合,企业的沟通重点多在行业动态与企业战略等,对于高管家族性信息披露也十分有限(Graffin et al., 2011; Washburn & Bromiley, 2014; Whittington

et al., 2016)。相比之下,由于不预设沟通主题且不囿于披露格式,媒体就成为投资者了解家族性信息的重要来源(Lounsbury & Glynn, 2001; Zott & Huy, 2007; 朱晓文和吕长江, 2019)。本文关注二代接班期间,媒体对二代成员与创始人的报道数量与口吻的作用,以此讨论资本市场如何从媒体报道中获得家族性信息,进而对家族动态加以理解并做出反应。

媒体报道影响投资者价值判断的机制主要有两个(Carroll & Deephouse, 2014; Graf-Vlachy et al., 2020)。其一,不透明的二代接班过程会导致投资者强烈的信息不对称感知,因而他们会减少对这类公司股票的购买,造成股票流动性下降与市值降低(Anderson et al., 2009; Luo et al., 2019; Aman & Moriyasu, 2022)。此时,媒体报道可以通过提供增量的、可交叉验证的家族性信息<sup>[1]</sup>,缓和投资者感知到的家族动态不透明,进而减轻相应的后果。研究指出,即使是负面报道,也可起到缓解流动性约束的作用(Aman & Moriyasu, 2022)。其二,媒体报道口吻可被理解为家族成员得到的社会赞许程度。家族逻辑描绘了一幅原型性的家庭代际更迭模式,当投资者关注到CEO继任嵌入于家族情境时,其可能基于上述原型,来理解单一成员所获之赞许以及多位成员所获赞许之组合(Bitektine & Song, 2022),最终形成对接班过程中家族企业价值的估计。

二代接班是一个长期性、多阶段的过程,外部利益相关者在不同阶段对于家族内部动态信息的需求强度不同。相比之下,二代接任总经理/CEO职位后的最初阶段(下文主要使用CEO一词),是讨论本文选题最合适的一个时

间窗口。在此阶段，二代虽已掌握 CEO 职位，但 80% 的创始人仍占据董事长职位。面对两代家族领导者共处决策核心的状态，投资者更有动机寻求媒体对家族的报道作为决策的额外信息来源。

本文做出以下几个方面的贡献：其一，我们推进了资本市场对于 CEO 继任反应的研究。现有研究的一个共识是，CEO 继任嵌入一个更广的外部环境之中，外部（尤其是资本市场）评价对新任 CEO 的成败至关重要（Yi et al., 2020）。本文则进一步发现，资本市场将家族企业二代接班作为一个特殊的 CEO 继任类型，他们会将这种继任行为置于家族情境中加以理解，并使用家族主义合法性模板进行价值判断。这体现在：当投资者注意到 CEO 继任嵌入在家族企业背景之中时，他们会选定家族主义模板作为判断依据，即其会将家族内部动态作为市场价值判断的重要方面，并试图通过两代领导者媒体信号的组合，间接地推断家族内部动态（即创始人与二代 CEO 之间的支持/冲突关系）。进一步地，这体现了资本市场评价家族企业二代接班过程的理论特殊性。

其二，本文还加入了对媒体正面口吻副作用的讨论。长期以来，与其他类型的社会赞许资产类似，媒体正面口吻也被认为是一种无可争议的组织资产。本文的研究结果则在一定程度上挑战了上述观点：媒体的正面报道帮助一些组织成员获得社会支持，使他们有能力利用这些支持对抗核心领导者的决策，进而使组织陷入不稳定。对于高度不透明的组织，资本市场难以确知前述担忧是否会发生，故其更倾向于将之视作一种风险纳入估值之中。此时，除

核心领导者之外组织成员的媒体正面报道，就成为组织层面的一种负担。具体到我们的研究上，在高度不透明的二代接班过程中，资本市场会更加担心拥有正面媒体报道的创始人，会以这种社会资产阻碍同样拥有该种社会资产（即正面媒体报道）的接班者权力的实现。因此，他们更加青睐获得媒体中性口吻报道而非正面口吻报道的创始人。

## 二、理论演绎与研究假设

### （一）二代家族性信息报道数量/口吻影响企业价值的主效应

#### 1. 二代家族性信息报道数量

以往研究指出，企业不透明导致的投资者信息劣势，是企业价值被低估的一个重要原因。Anderson 等（2009）比较了创始人企业、后代家族企业与公众企业的不透明性与市值，发现后代家族企业不透明性最高、市值最低，创始人企业次之，公众企业则不透明度最低、市值最高。使用股票贴吧评论数据，吴炯等（2018）就曾发现投资者对接班二代领导人的亲缘关系、家族声誉以及家族凝聚力等家族性信息均十分关心。然而，二代 CEO 接班过程的高度不透明，使投资者难以获得上述家族性信息。从上市公司角度来看，不论是宣布 CEO 任命的董事会公告或是定期信息披露报告，其中对二代 CEO 的信息披露内容均十分有限，主要包括二代 CEO 年龄、简要工作经历及其与实控人亲缘关系类型等有限信息。

当资本市场不能获得有关二代的家族性信息时，他们可能担忧接班二代仅是因为受偏爱

而获得 CEO 职位，其接班行为既非理性和最优的选择，也未必获得整个家族的认可。因此，于投资者而言，投资不透明的接班期家族企业构成了明显的风险，他们因此会减少购买这类公司的股票，导致股票流动性降低（Luo et al., 2019）。在这种情况下，投资者只愿意对企业价值做较保守的估计（Fosu et al., 2016）。

针对这一问题，媒体作为信息传播者，可以通过提供增量信息的方式降低二代接班过程的不透明性。媒体对家族信息的报道数量越多，意味着为数更多的媒体同时对二代 CEO 及其接班过程进行了报道。由于不同媒体各有消息来源，更多数量的报道一般意味着更加全面的信息（Pollock & Rindova, 2003；李培功和徐淑美，2013）。以 C 家族为例，各媒体超过十年的追踪报道，披露了一/二代之间围绕接班问题的反复：“2006 年，（二代）开始担任公司总经理一职，接班似乎已经顺理成章”，而到了“2015 年，（二代）从公司辞职……轻装上阵去创业”，再到最后“（创始人）终于说服（二代）未来接替他”；同时，媒体报道还提供了丰富的家族成员间关系动态，包括短暂的女婿接班准备以及创始人与高管之间的泛家族主义关系。在其他因素均相同的情况下，媒体报道的家族性信息越多，投资者感知到的接班过程不透明风险就越低，企业股票的流动性与价值因而上升。<sup>[2]</sup>

因此，我们做出如下假设：

**假设 1：媒体对二代成员相关的家族性信息报道越多，二代治下家族企业的市场价值越高。**

## 2. 二代家族性信息报道口吻

除了承担信息传播者的角色，媒体还是家

族性信息的重要诠释者。现有研究表明，在中国情境下，外部利益相关者对家族企业二代 CEO 倾向于持默认消极的态度 [参考张洁和郑雁询（2013）对富二代现象的研究，以及吴炯等（2018）基于股票贴吧评论的举例]。在这样的社会集体认知下，更需要媒体采用证券市场投资者能理解的某种文化、社会或制度逻辑，来提供关于二代 CEO 家族性信息的、有倾向性的诠释（Graf-Vlachy et al., 2020）。这些诠释可以影响投资者对二代 CEO 印象的形成以及对其合法性的判断，使之变得相对中性乃至正面。

更进一步看，家族企业二代接班属于更广义的家族代际传承的一种，媒体会基于更一般化的，即在社会整体意义上通用的而非特定于商业家族情况的家族主义模板对二代接班进行评估。“好的”或者说原型性的家庭代际更替，需要在诸子均分与（嫡）长子继承两大范式选其一的大条件下，考虑嫡庶、长幼以及性别等因素，并满足传承过程有序、公平、和谐等要求（杜正胜，2005；Calabrò et al., 2018）。在此情况下，媒体以不同口吻解释某些富有争议的决策或者人事变动时，外部利益相关者对该事件是否符合家族主义逻辑的判断也会相应变化。例如，二代接班过程中可能发生其他家族高管离职事件。媒体既可以将之消极解读为家族内斗，即二代 CEO 在激烈的斗争后将失败者赶出企业；也可以将之积极解读为理性分家，即离开者虽不继承家族主业，但会在整个控制家族的帮助下另创家业，实现整个家族的开枝散叶（郑宏泰和高皓，2019）。显然，前一种解读方式会降低二代 CEO 在投资者眼中的合法性，后者反之。

对于上述媒体口吻问题，J公司和B公司的例子颇具代表性。J公司二代接班人在父亲猝然离世后接管企业，媒体报道其“（母）、（姐）以公证方式自愿放弃对（创始人股权）遗产的继承权”，且公司“由（姐夫）在打理”。媒体的正面口吻（如强调“自愿”放弃股权；以及使用“打理”而非“管理”或“实际控制”企业）会提高外部利益相关者对于家族企业传承过程中和谐与有序的认知。类似地，在关注B公司接班的报道中，作者强调“魄力、坚忍、冒险、叛逆、大气、幽默，这些适合形容创业者而不是女二代的词，放在（二代）身上却很贴切”。媒体通过强调家族二代与创始人的性格相似性，向外部利益相关者展示家族逻辑下二代接班的合法性。

因此，我们做出如下假设：

**假设2：媒体对二代成员相关的家族性信息报道口吻越正面，二代治下家族企业的市场价值越高。**

### （二）创始人家族性信息报道数量/口吻的调节效应

#### 1. 创始人家族性信息报道数量

相比于媒体对二代CEO的报道，其对创始人报道的关注重点既可能近似也可能不同。一方面，已有研究表明，当单一信号质量较低或存在多重解释时，投资者可能参考其他信号，并对能够相互印证的信号反应更积极（Plummer et al., 2016）。具体到媒体信号的情况，媒体倾向于在报道中使用非技术性或比喻性的修辞策略（König et al., 2018）且少有因不准确报道而招致惩罚。因此，资本市场需要综合考虑多个视角的媒体报道，进行相互印证与交叉检

验，然后才能估计其中观点的真实性。在本文情况下，当媒体基于创始人视角发布了与基于二代CEO视角相似内容的报道时，两者之间就可能相互印证，即基于创始人视角的报道可能增强基于二代CEO视角报道的真实性与可信度，使资本市场反应更加积极。

另一方面，媒体在对创始人进行报道时，也可能发布超过对二代CEO报道的增量内容。这是因为，部分媒体报道以自然人为报道单元（如专访或者人物调查），因而一些故事情节可能只出现在基于创始人视角的报道之中。例如，媒体可能对创始人交班的真实原因进行深度报道，这些信息有助于澄清创始人是因为出现健康问题或涉嫌违规违法而离任（曹廷求和张光利，2012），Quigley等（2017）发现市场对于上述信息均反应敏感），进而减少关键信息的模糊和不确定性对市场价值的负面影响。<sup>[3]</sup>此外，媒体还可能基于创始人视角，论述其家业在多个子女之间的安排方案，投资者因而可以更容易地理解企业行动的理性，降低其对企业发展不确定性感知。

综上所述可以发现，对于投资者而言，基于创始人视角的媒体报道，既可能与基于二代视角报道相印证，并增强后者的可信度；也可能通过提供增量信息，进一步缓解投资者因家族企业不透明而导致的信息不对称感知。前述两种路径下，媒体对创始人相关的家族性信息报道数量的增加，均可进一步增强主效应的强度。因此，我们做出如下假设：

**假设3：媒体对二代成员相关的家族性信息报道数量与企业市场价值之间的正向关系，受到媒体对创始人相关的家族性信息报道数量的**

正向调节，即媒体对创始人相关的家族性信息报道越多，主效应越强。

## 2. 创始人家族性信息报道口吻

媒体对创始人过于正面或负面的报道口吻都会对二代接班后的企业价值产生不利影响。一方面，媒体通常将成功的创始人描述为具有高度承诺感、拥有相应创业技能、与员工保持稳固私人关系并拥有突出领导技能的形象（Cyert & March, 1963; Davis, 1968; Carroll, 1984）。这些积极描述可能会给外部利益相关者如下印象：这些成功的创始人不愿意放弃手中的权力，也难以被后来者所替代（Hendricks et al., 2019）。创始人个人形象越光辉，其越可能成为接班者的“铁笼”（Sinha et al., 2020），给继任者投下代际阴影。在这种情况下，投资者更可能怀疑代际权力分配模糊。当商业媒体以高度正面的语气谈论创始人时，可能会向外部利益相关者发出一个信号，即继任者可能很难建立自己的独特愿景和领导身份（Ahrens et al., 2018; Harvey & Evans, 1995）。即使创始人并不干涉具体经营，其白手起家的光荣历史以及遗留的“创业遗产”（entrepreneurial legacy），也会成为二代行为的一种解释（Sinha et al., 2020）。在这种情况下，外部利益相关者也会认为二代CEO仅是形式上的在位者，其看似自主的决策只是创始人遗留之印记、惯性或惯例的无意识反映。其结果是，即使媒体对二代CEO报以正面口吻，外部利益相关者也难以相信是二代CEO个人特质（而非创始人或其“遗产”）在起作用。

另一方面，当投资者发现媒体以过于负面的口吻报道创始人时，他们就会怀疑二代CEO

无法从创始人处获得家族性支持。一般来讲，家族企业在长期导向、保持产品质量以及长期维护组织声誉方面具有优势（Chang & Shim, 2015; Lude & Prugl, 2019）。这是因为稳定的亲缘纽带促进了家族内部的高质量互动，进而帮助家族性的默会性的知识/技能代际转移（Michael-Tsabari & Weiss, 2015）。因此，当媒体以负面口吻披露基于创始人视角的家族性信息时（如父母偏爱特定子女、家庭成员之间的财产纠纷甚至家庭暴力），投资者可能难以指望家族企业的独特优势可以顺利传承（Cabrera-Suarez et al., 2018）。

综上，媒体对基于创始人视角的家族性信息给予过于积极的评价时，外部利益相关者可能认为家族性权威代际交接远慢于正式的CEO职位更替，进而增加对二代CEO象征性在位的担心；而过于消极的评价，则会导致外部利益相关者担心家族企业丧失依赖于亲缘纽带才可传承的竞争优势。根据Haans等（2016）的讨论，这意味着媒体基于创始人视角的家族性信息报道口吻，对主效应起了倒“U”型的调节作用：当媒体对创始人报道口吻为中性时（相比于负面或正面时），主效应强度最大。

因此，我们做出如下假设：

**假设4：**媒体对二代成员相关的家族性信息报道口吻与企业市场价值之间的正向关系，受到媒体对创始人相关的家族性信息报道口吻的倒“U”型调节，即媒体对创始人相关的家族性信息报道口吻总体为中性时（相比于总体正面或总体负面时），主效应最强。

### 三、数据收集与研究设计

#### (一) 研究样本与数据来源

本文数据来自 2003~2017 年中国大陆 A 股上市公司。从 2003 年开始，董事、高管团队与实际控制人之间的亲缘关系成为上市公司的强制披露内容，故这一年成为我们样本的起始年份。我们从 CSMAR 数据库下载了全部上市公司高管/董事的名单，并检查每一高管/董事是否与实际控制人有亲属关系 [参考 Yu 等 (2020)

的步骤]。我们使用所有权-管理权组合标准识别家族企业，要求实际控制家族控制 20% 以上的企业投票权并有至少两位成员担任高管/董事职务 (Kotlar et al., 2018; La Porta et al., 1999)。进一步地，基于筛选出的家族企业样本，我们进一步识别二代接班案例。以二代家族成员接任 CEO 为二代接班的衡量标准，通过手工识别，我们发现了 108 个二代接班案例和 411 个企业-年观测值。图 1 展示了这些案例的年度分布，可见二代接班现象在近年来显著增加，成为一个不可忽视的管理学议题。

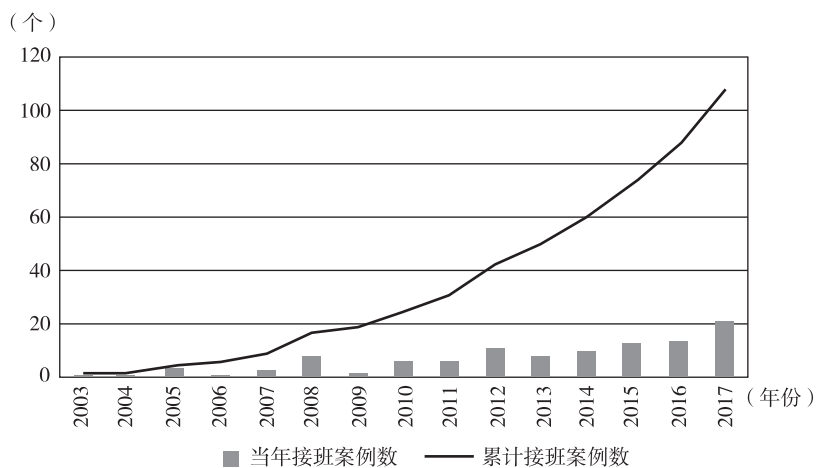


图 1 二代 CEO 接班案例的时间分布

资料来源：根据 CSMAR 数据手工整理。

媒体原始数据收集自 CNRDS 数据库。该数据库收集了来自超过 400 家网络媒体以及超过 600 家纸质媒体的 4000 万份报道。基于清洗出的媒体报道文本，利用机器学习等先进技术，根据上市公司股票代码、公司（高管）简称和全称等关键字，该数据库将高管与报道进行了匹配。然后，我们人工阅读了有关二代接班人、创始人以及二代同辈的报道，以确定其是否属于家族性信息报道。确定标准为：①除该新闻

涉及的主要家族成员之外，还应涉及至少一位其他家族成员（或者家族作为整体概念）；②需涉及与家庭结构、功能、互动或事件四个维度之一 (Jaskiewicz and Dyer, 2017)；③涉及内容相比强制披露要求需有增量部分。<sup>[4]</sup>

#### (二) 变量与测量

##### 1. 因变量

我们采用以市场价值为基础的 Tobin Q 值来衡量企业价值 (Morck & Yeung, 1991; Mont-

gomery & Wernerfelt, 1988)。考虑到企业价值对行业的敏感性,我们对 Tobin Q 进行了行业调整 (Villalonga & Amit, 2006)。具体而言,我们依照证监会 2001 年行业标准,分行业计算了行业平均 Tobin Q,再计算单个企业 Tobin Q 与行业平均 Tobin Q 之差。我们将行业调整后的 Tobin Q 作为因变量。

### 2. 解释变量

(1) 媒体的家族性信息报道数量。我们使用涉及家族性信息的媒体报道数量的自然对数衡量该变量 (Carroll & Deephouse, 2014)。以二代领导者为例,我们首先计数了涉及该角色的家族性信息报道数量,然后以自然对数形式将其记录下来。媒体针对创始人家族性信息报道数量也由相同方法生成。

(2) 媒体的家族性信息报道口吻。CNRDS 数据库判断了每一篇家族性信息报道的情感色彩,并将之赋值为-1 (负面)、0 (中性) 和 1 (正面)。由于当前并没有应用于财经类中文文本的通用情感词典,CNRDS 使用了监督学习模

型来定义财经类新闻的情感,其采用的模型在测试数据集上的准确率达到 85%。基于上述报道级情感色彩数据,我们根据 Deephouse (2000) 的方法将之聚合到了高管 (企业) - 年层面的总体媒体口吻。使用的公式是:

$$\text{媒体口吻} = \begin{cases} (f^2 - fu) / (\text{total})^2 & \text{if } f > u \\ 0 & \text{if } f = u \\ (fu - u^2) / (\text{total})^2 & \text{if } f < u \end{cases} \quad (1)$$

其中,  $f$  为一个自然年内对二代 CEO 持正面语气的报道篇数;  $u$  为一个自然年内对二代 CEO 持负面语气的报道篇数;  $\text{total}$  为一个自然年内报道二代 CEO 的新闻总数。该变量的值会在 -1 和 +1 之间, +1 代表在一个自然年内所有报道都持正面口吻, -1 代表负面口吻。我们使用相同的方法对二代领导者与创始人的媒体口吻进行了计算。

### 3. 控制变量

我们从如下几个方面设置控制变量,各变量的具体度量方式如表 1 所示。

表 1 主要变量的定义与描述性统计

变量名	定义	均值	标准差
因变量			
企业价值	经证监会 2012 年行业标准调整后的 Tobin Q 值	-0.05	0.68
自变量			
二代报道数量	媒体对二代领导者新闻报道总数的自然对数	0.56	0.88
二代报道口吻	Deephouse (2000) 的测量方法	0.11	0.44
调节变量			
创始人报道数量	媒体对创始人新闻报道总数的自然对数	0.75	1.09
创始人报道口吻	Deephouse (2000) 的测量方法	0.11	0.44
控制变量			
企业规模	Ln (资产总计+1)	21.86	0.85
资产负债率	总负债/总资产	0.40	0.19

续表

变量名	定义	均值	标准差
控制变量			
销售增长	$t$ 年销售收入/ $t-1$ 年销售收入	1.21	0.49
营销费用	营销支出/总营业收入	0.06	0.08
战略偏离度	参见连燕玲等(2019)	0.11	0.19
家族股权	创始人及其家族成员持有的所有权比例	0.41	0.15
家族高管/董事人数	董事会和高管团队中家族成员的人数	2.15	1.38
机构投资者股权	机构投资者持有的所有权比例	0.33	0.23
独立董事比例	独立董事数量/董事总数	0.37	0.05
创始人年龄	样本年份-创始人出生年份	60.44	6.31
二代领导者年龄	样本年份-二代领导者出生年份	34.96	5.64
创始人担任董事长	1=创始人担任董事长; 0=创始人不担任董事长	0.16	0.37
企业报道数量	媒体对企业新闻报道总数的自然对数	5.31	1.46
企业报道口吻	Deephouse (2000) 的测量方法	0.09	0.16

第一, 企业层面基础信息。我们控制几个最为基础的变量以增强企业之间的可比性, 包括: 企业规模 (企业总资产+1 的自然对数)、资产负债率 (企业总负债/企业总资产)、销售增长 (企业在  $t$  年的总营业收入/同一企业  $t-1$  年的总营业收入)。其中, 企业规模越大、销售增长越快, 就越能吸引媒体的关注, 也会增加企业的价值; 而企业资产负债率较高时, 既易引起媒体关于企业高风险或“大动作”的争论, 又可能导致企业价值的波动 (许年行等, 2019)。

第二, 企业层面战略行为。企业战略选择, 既是引起媒体关注的原因, 也是影响企业价值的原因。在这方面, 我们首先控制了营销费用 (企业营销支出/企业当年总营业收入)。需要指出的是, 企业的广告宣传等费用, 常常计入营销费用科目下, 其用途之一即在于影响媒体关注 (李小荣和罗进辉, 2015)。然后, 我们控制了战略偏离度。具体来说, 我们基于连燕玲等 (2019) 的研究, 通过分析关键战略资源配置较

之本行业平均水平的偏离程度来测量战略偏离度。测量过程如下: 首先, 获取衡量企业战略资源六个维度指标, 包括三个基本资源配置指标以及三个费用结构指标, 六个维度分别为: 广告支出与销售收入比率、研发支出与销售收入比率、固定资产净值与固定资产总值比率、非生产性支出与销售收入比率、存货与销售收入比率和财务杠杆系数。其次, 计算单个企业的上述各项指标与行业平均水平之差的平方和, 然后计算上述这些平方和的平均值。该值即企业每年度的战略背离指数。

第三, 企业层面治理结构。家族企业治理常常混杂家族逻辑与职业经营逻辑, 当外部利益相关者认为家族逻辑占比更大时, 其会担心不当设计 (执行) 的二代接班过程将产生更大的负面影响; 相反, 职业经营逻辑占比较大, 则意味着即使二代接班过程有些许瑕疵也并无大碍。我们认为, 外部利益相关者主要关心以下方面治理特征: ①家族持股比例; ②董事会/

高管团队中家族成员数量；③机构投资者持股比例；④独立董事比例（孔东民等，2013）。

第四，二代领导者/创始人特征。我们控制了创始人年龄、二代年龄、创始人担任董事长（1=担任董事长；0=不担任董事长）。当创始人或二代年龄较大时，市场会对接班行为有更充分的预期，而相比于创始人彻底退出董高之列，创始人担任董事长的情况下，投资者可能认为二代接班并不彻底。

第五，其他沟通策略的替代性作用。企业与外部利益相关者沟通二代接班的策略，不仅有二代媒体关注这一个途径。事实上，媒体对企业整体的报道以及分析师关注，都会成为应该控制的替代性沟通渠道。具体来说，我们控制了企业层面媒体覆盖/口吻，目的在于控制“明星”企业的CEO自然受到媒体重点关注的替代性解释；分析师覆盖/推荐，前者的计算方法为当年专注于该企业的分析师报告数量的自然对数，后者的计算方法为当年专注于该企业的分析师报告的平均评级。在检验以媒体报道数量为因变量的模型时，我们控制企业层面媒体报道数量以及分析师覆盖变量；在检验以媒体报道口吻为因变量的模型时，我们控制企业层面媒体导报口吻以及分析师推荐变量。表1总结了这些变量的定义。

### （三）计量策略

我们将数据视为面板结构，并使用固定效应模型进行估计，以缓解来源于不随时间变化且不可观测因素的内生性干扰。在主分析中，本文的解释变量、被解释变量以及控制变量均为同年采集；同时，在补充检验中，笔者尝试将被解释变量滞后一年，以观察研究结果的稳健性。

在我们的研究问题下，企业价值变化本身就可成为媒体报道数量以及口吻变化的前因，即存在潜在的因果倒置的问题；此外，若干不可测量因素也会同时成为吸引媒体关注以及影响企业价值变化的干扰（如关于父子关系的传言等）。对这部分内生性问题，我们在稳健性检验部分进行详细讨论；并在2SLS设定下，使用工具变量法进行检验。

## 四、结果讨论

### （一）描述性统计与相关性分析

从表1中我们可以发现：①行业调整后的Tobin Q值为-0.05。这意味着家族企业在代际领导权交接后将面临明显的价值降低。②媒体基于二代领导者与创始人视角的家族性报道数量，均值分别为0.56、0.75；标准差分别为0.88、1.09。可以看到，虽然媒体把二代领导者和他们的父母都视为重要的报道对象，但父母仍然被视为更重要的报道对象，即使此时二代领导者已经接任了CEO的职位。③媒体基于二代领导者与创始人视角的家族性报道口吻均值分别为0.11、0.11；这些变量的标准差分别为0.44、0.44。其中，对二代而言，正面/中性/负面报道比例分别为59.5%、27.2%和13.3%，对创始人而言，上述比例分别为52.5%、30.5%和17.0%。也就是说，媒体一般会以偏正面的口吻报道这些家族成员。同时，考虑到标准差，这些变量的平均值之间的差异并不明显。

从表2中我们可以发现：①我们检查了针对不同主体（即二代领导者、创始人）媒体报道

表 2 相关性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	
企业价值	1.00																			
二代报道数量	0.10	1.00																		
二代报道口吻	-0.03	0.17	1.00																	
创始人报道数量	-0.01	0.53	0.12	1.00																
创始人报道口吻	0.01	0.01	0.20	0.22	1.00															
企业规模	-0.23	0.19	0.12	0.29	0.00	1.00														
资产负债率	-0.11	0.13	-0.10	0.19	-0.05	0.36	1.00													
销售增长	0.06	0.03	0.04	0.05	0.04	0.08	0.03	1.00												
营销费用	0.03	0.22	-0.03	0.23	0.09	0.18	-0.16	0.03	1.00											
战略偏离度	0.14	-0.03	-0.02	-0.03	0.01	-0.04	0.19	0.17	-0.05	1.00										
家族股权	0.02	-0.01	0.06	0.10	0.03	-0.04	-0.13	0.03	0.13	-0.07	1.00									
家族高管/董事人数	-0.13	0.08	0.04	0.14	0.00	-0.03	-0.08	0.00	0.06	0.00	0.35	1.00								
机构投资者股权	0.04	0.19	0.01	0.26	0.01	0.35	0.16	0.07	0.15	-0.03	0.26	0.15	1.00							
独立董事比例	0.00	0.00	-0.05	0.04	0.01	-0.08	0.00	0.02	-0.02	-0.06	0.09	-0.09	0.02	1.00						
创始人年龄	0.06	0.01	0.03	0.01	0.04	-0.11	-0.16	0.01	0.05	-0.06	-0.05	-0.03	-0.10	-0.01	1.00					
二代领导者年龄	0.02	-0.04	-0.04	-0.05	0.09	-0.12	-0.13	-0.06	0.01	0.06	-0.01	0.05	0.07	0.00	0.44	1.00				
创始人担任董事长	0.08	0.05	-0.13	-0.14	-0.14	-0.10	0.06	0.00	-0.02	0.07	-0.15	-0.23	-0.07	0.05	-0.12	-0.07	1.00			
企业报道数量	0.05	0.35	0.10	0.37	0.01	0.35	0.11	-0.05	0.26	0.03	0.13	0.10	0.31	-0.04	0.04	-0.02	-0.11	1.00		
企业报道口吻	-0.01	-0.10	0.14	-0.06	0.11	0.06	-0.22	0.07	0.04	-0.20	0.06	0.01	0.00	-0.01	0.11	-0.01	-0.14	-0.05	1.00	

注：N=411；当系数绝对值大于0.09时，P值小于0.05。

数量之间的相关关系，以及针对不同主体媒体报道口吻之间的相关关系。可以看到，除了媒体对二代领导者以及创始人报道数量之间存在较高的相关性，其他变量间的相关性均较低。<sup>[5]</sup>这意味着媒体对不同家庭成员的报道数量以及口吻的同步性较低，即媒体更多是以家族成员而非以家族（作为一个整体）为单位考虑其覆盖策略。②为了排除潜在的多重共线性问题，我们进行了方差膨胀因子（VIF）测试，结果证实不存在严重的多重共线性问题（ $<5$ ）。

### （二）媒体对二代 CEO 家族性信息报道数量对企业价值的影响

在模型 1 中，我们先将控制变量放入模

型。在模型 2 中，我们检验了二代的媒体报道数量的作用，发现二代的媒体报道数量与企业价值之间存在正相关关系（ $\beta = 0.07$ ， $p < 0.01$ ），支持了假设 1 的观点。这意味着二代媒体报道数量每增加一个标准差，企业价值会增加 5.3%。在模型 3 中，我们检验了二代的媒体报道口吻的作用，发现二代的媒体报道口吻与企业价值之间存在正相关关系（ $\beta = 0.05$ ， $p < 0.01$ ），支持了假设 2 的观点。这意味着二代媒体报道口吻每增加 1 个标准差，企业价值会增加 3.1%。这些结论说明，二代如采取适当的媒体呈现，的确可以带来相当大的企业价值增加（见表 3）。

表 3 媒体对二代 CEO 覆盖/口吻对家族企业价值影响

因变量：企业价值	模型 1		模型 2		模型 3	
	$\beta$	s. e.	$\beta$	s. e.	$\beta$	s. e.
企业规模	-0.31**	(0.10)	-0.31**	(0.10)	-0.31**	(0.10)
资产负债率	-0.82**	(0.23)	-0.79**	(0.23)	-0.81**	(0.23)
销售增长	-0.11*	(0.05)	-0.12**	(0.04)	-0.12*	(0.05)
营销费用	-1.97***	(0.21)	-1.51***	(0.20)	-1.97***	(0.23)
战略偏离度	0.30**	(0.08)	0.32***	(0.06)	0.29**	(0.08)
家族股权	-1.61*	(0.61)	-1.71**	(0.61)	-1.63*	(0.63)
家族高管/董事人数	-0.05	(0.03)	-0.06*	(0.03)	-0.05	(0.03)
机构投资者股权	1.01***	(0.08)	1.01***	(0.07)	1.00***	(0.08)
独立董事比例	-1.22***	(0.21)	-1.08**	(0.25)	-1.20***	(0.22)
创始人年龄	-0.08	(0.34)	-0.08	(0.38)	-0.10	(0.36)
二代领导者年龄	0.07	(0.34)	0.08	(0.38)	0.09	(0.36)
创始人担任董事长	0.08	(0.06)	0.09	(0.07)	0.09	(0.07)
企业报道数量	0.05***	(0.01)	0.04**	(0.01)	0.05***	(0.01)
企业报道口吻	0.25	(0.13)	0.26	(0.13)	0.25	(0.13)
二代报道数量			0.07***	(0.01)		
二代报道口吻					0.05***	(0.01)
常数	10.01	(7.22)	10.26	(7.95)	10.59	(7.55)
观测值数量	411		411		411	
企业数量	108		108		108	

续表

因变量：企业价值	模型 1		模型 2		模型 3	
	$\beta$	s. e.	$\beta$	s. e.	$\beta$	s. e.
R <sup>2</sup>	0.243		0.249		0.244	
年份×行业	控制		控制		控制	
接班时长（年度数）	控制		控制		控制	

注：\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1；此处接班时长的定义为该样本是二代接班 CEO 后年份数，下同。

### （三）媒体对创始人家族性信息覆盖的调节作用

模型 4 至模型 6 继续讨论创始人媒体覆盖与二代 CEO 媒体覆盖之间的交互作用（见表 4）。第一，我们看到创始人媒体报道数量越多，二代 CEO 媒体报道数量与企业价值之间的正向关系越强（ $\beta_{\text{二代报道量} \times \text{一代报道量}} = 0.07$ , p<0.05）。该结论进一步增强了媒体报道数量通过信息不对称

逻辑影响企业价值的可信度。第二，我们发现创始人媒体报道口吻具有倒“U”型的调节作用，顶点在创始人媒体口吻为 0 处（ $\beta_{\text{二代口吻} \times \text{一代口吻}} = 0.03$ , n. s.； $\beta_{\text{二代口吻} \times \text{一代口吻}^2} = -0.44$ , p<0.05），即当创始人媒体口吻为中性时，二代 CEO 媒体口吻与企业价值之间的关系最强，相比之下，创始人媒体口吻正面或负面时，主效应的正向关系较弱。假设 3、假设 4 均得到了支持。

表 4 媒体对创始人覆盖/口吻的调节作用

因变量：企业价值	模型 4		模型 5		模型 6	
	$\beta$	s. e.	$\beta$	s. e.	$\beta$	s. e.
企业规模	-0.33*	(0.12)	-0.31**	(0.10)	-0.32**	(0.08)
资产负债率	-0.63**	(0.20)	-0.82**	(0.23)	-0.85**	(0.27)
销售增长	-0.13**	(0.03)	-0.12*	(0.05)	-0.12*	(0.05)
营销费用	-1.42***	(0.20)	-1.95***	(0.18)	-1.88***	(0.26)
战略偏离度	0.28**	(0.09)	0.28**	(0.07)	0.28**	(0.08)
家族股权	-1.61*	(0.67)	-1.58*	(0.64)	-1.81**	(0.63)
家族高管/董事人数	-0.05	(0.03)	-0.05*	(0.02)	-0.06**	(0.02)
机构投资者股权	1.00***	(0.07)	1.00***	(0.07)	1.00***	(0.07)
独立董事比例	-1.04**	(0.24)	-1.29***	(0.19)	-0.91***	(0.16)
创始人年龄	-0.10	(0.33)	-0.11	(0.34)	-0.09	(0.29)
二代领导者年龄	0.09	(0.32)	0.10	(0.34)	0.09	(0.29)
创始人担任董事长	0.02	(0.07)	0.10	(0.06)	0.13*	(0.05)
企业报道数量	0.05***	(0.01)	0.05***	(0.01)	0.04***	(0.01)
企业报道口吻	0.26	(0.16)	0.24	(0.12)	0.16	(0.09)
二代报道数量	-0.04**	(0.01)				
二代报道口吻			0.05	(0.03)	0.19***	(0.02)
创始人报道数量	-0.09*	(0.03)				

续表

因变量：企业价值	模型 4		模型 5		模型 6	
	$\beta$	s. e.	$\beta$	s. e.	$\beta$	s. e.
创始人报道口吻			0.05	(0.03)	0.08	(0.05)
二代报道数量×创始人报道数量	0.07**	(0.02)				
二代报道口吻×创始人报道口吻			-0.07	(0.08)	0.03	(0.08)
创始人报道口吻 <sup>2</sup>					0.00	(0.05)
二代×创始人报道口吻 <sup>2</sup>					-0.44**	(0.13)
常数	10.81	(6.45)	10.80	(7.17)	10.48	(6.02)
观测值数量	411		411		411	
企业数量	108		108		108	
R <sup>2</sup>	0.268		0.246		0.263	
年份×行业	控制		控制		控制	
接班时长（年度数）	控制		控制		控制	

注：\*\*\*p<0.01，\*\*p<0.05，\*p<0.1。

图2(a)和图2(b)为假设3和假设4提供了更直观的证据。在图2(a)中，可见媒体对二代CEO家族性信息报道数量与企业价值之间的主效应系数随着媒体对创始人报道数量的上升而上升，这为模型5中的结论提供了印证。

同样地，在图2(b)中，可见媒体对二代CEO报道口吻与企业价值之间的主效应系数，随着媒体对创始人的报道口吻的上升而呈现先增后减的趋势（即倒“U”型关系），这为模型6中的结论提供了印证。

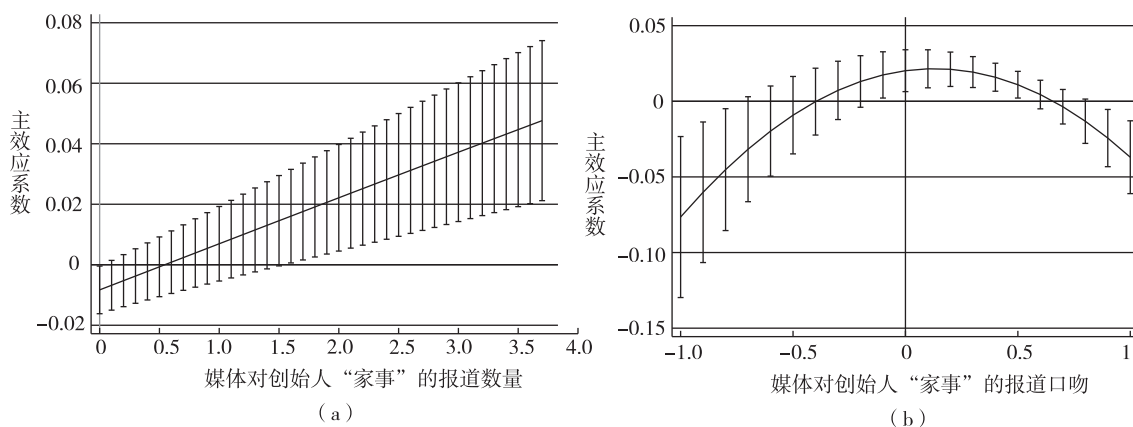


图2 对应假设3、假设4的调节效应图示

#### (四) 稳健性检验

##### 1. 工具变量法

本文面临的一个主要内生性问题是，媒体报道不是随机分布的。如果影响媒体报道的因素也影响公司价值，我们就需要处理这种内生

性以避免估计偏差。为了解决这个问题，我们使用工具变量进行了两阶段回归。在第一阶段使用了三个外生工具变量：①行业层面的营销支出均值。在我国会计法规中，广告支出被计入营销支出科目，并被用于影响媒体报道（数

量/口吻)。我们认为,在高营销支出的行业,企业及其领导者可以得到更多数量、更正面口吻的报道(Gurun & Butler, 2012)。<sup>②</sup>行业层面的企业价值均值。一些行业比其他行业更受投资者追捧,因此通常价值更高。媒体可能追逐身处这些“明星”行业的企业及其领导者,以此迎合他们的读者。<sup>③</sup>行业层面的年报前瞻性导向的均值。不同产业处于不同的生命周期阶段,具有不同的前瞻性导向(proactiveness orientation)。这种导向会被反映在公司年报中。平均来看,处于生命周期中成长阶段的行业会呈现更多关于未来技术和组织创新的措辞。因此,作为新兴的商业明星,这些行业中的企业和领导者更可能会受到媒体的报道和青睐。年报中的前瞻性导向变量由Wingo数据库提供(详见其说明书)。

好的工具变量不能与因变量直接相关,但其应该通过自变量的理论机制影响因变量。对于这一问题:一方面,我们使用Tobin Q的原值减去行业平均Tobin Q来计算行业调整后的Tobin Q,排除了行业因素的影响。这意味着,基于行业层面的工具变量不会与因变量产生直接关系。另一方面,这些工具变量应与自变量相关,并通过信息不对称和社会角色一致性机制影响因变量。为了评估第一阶段所使用工具变量的相关性,我们使用了Semadeni等(2014)建议的F检验。两种模型的F检验值均高于10,具有统计学意义,证实了我们的工具的有效性,因此我们可以安全地拒绝弱工具的零假设(Stock & Yogo, 2005)。

在第一阶段,我们使用了与第二阶段估计相同的控制变量。因变量分别为媒体报道数量

和口吻。我们使用的工具变量在第一阶段估计中呈现了较强的显著性。媒体报道数量和口吻对企业价值的主要影响再次得到支持( $\beta = 3.45, p < 0.01$ ;  $\beta = 0.4, p < 0.01$ )。

### 2. 因变量滞后一期的结果

本文还将因变量滞后一期重新进行回归分析的方式,进一步增强对于因果推论的信心。我们的结果显示,在使用企业价值(滞后一期)作为因变量且其他统计设定不变的情况下,二代媒体报道数量/口吻的正相关作用依然存在(报道数量: $\beta = 0.07, p < 0.01$ ;报道口吻: $\beta = 0.10, p < 0.05$ ),再次支持了我们的假设。同时,相比于主分析,上述回归系数显著增大,这说明媒体报道的作用是长期性的和可累积的。

### 3. 改变创始人媒体口吻的测量

我们假设在创始人媒体报道口吻为中性时,二代CEO媒体报道口吻与企业价值之间的正向关系最强。因此,我们生成了“创始人媒体报道口吻中性程度”变量,即以媒体报道口吻取值0时为中性,然后计算媒体报道口吻偏离0的程度(不论是正向或是负向偏离),该变量取值越大意味着偏离程度越高。我们发现,二代口吻 $\times$ 一代口吻中性程度与企业价值显著负相关( $\beta = -0.4; p < 0.01$ ),说明媒体对创始人报道口吻越偏离中性,二代CEO媒体报道口吻对企业价值的正向影响越弱。

### 4. 以取残差方式计算自变量

媒体家族成员的报道,既可能是独立性质的调查,也可能是受接班企业影响的公关行为。在公关动机下,媒体报道(尤其是口吻)可能存在系统性偏误,影响本文研究结论稳健性。我们试图用取残差方式尽量剔除这一动机的影

响。在实践中,企业通过赠送礼物以及购买广告版面等方式影响媒体,这部分支出则一般记入企业的营销费用之中。故此,计算媒体对企业报道数量/口吻中不能被企业营销费用率解释的部分(即残差部分),就成为剔除公关性质报道影响的一种可行方式。根据 Xu 等(2019)的操作策略,我们分别以媒体对二代/创始人报道数量/口吻这几个变量为因变量,以企业营销费用率做自变量,进行回归分析来提取残差。然后,将提取出的残差替换原媒体变量重新进行回归分析,实证结果不变。

#### 5. 改变新闻归属企业人物的设定

在 CNRDS 数据库中,根据高管在报道中被提及的频率,大约 16% 的企业报道被归到特定的高管名下,形成我们用来计算二代/创始人媒体报道数量/口吻的基底数据。在这些报道中,有约 6% 的高管新闻(或约 1% 的总报道)被归于两位以上的高管。其结果是,这些报道既是二代视角的报道,又是创始人视角的报道。

对此,我们采用更为严格的界定方法,将这 6% 的报道从基底中剔除,然后以新的新闻报道基底重新计算二代/创始人的报道数量/口吻。实证结果未发生实质性变化,再次说明本研究结论比较稳健。

### (五) 补充性研究

1. 媒体报道口吻(及其交互)是否与企业绩效相关?

我们的研究发现,投资者根据媒体报道来判断企业价值。但是,我们尚不清楚投资者的如是判断,仅是其将对家庭关系的刻板想象移用到家族企业场景,即“过度解读”;又或者媒体报道口吻的确可以预测绩效,即投资者发现媒

体报道是预测企业发展的指征。对于该问题,我们使用股本回报率(ROE)作为因变量进行分析。采用与主效应相同的实证模型,从而发现:二代的媒体报道口吻与企业 ROE 之间存在正相关关系( $\beta=0.01, p<0.1$ ),创始人媒体报道口吻具有倒“U”型的调节作用,顶点在创始人媒体报道口吻为 0 处( $\beta_{\text{二代口吻} \times \text{一代口吻}}=0.01, n.s.; \beta_{\text{二代口吻} \times \text{一代口吻}^2}=-0.04, p<0.1$ )。

这意味着,外部利益相关者根据媒体报道来对企业价值进行估计,并不是一种“过度解读”;相反,媒体信息确实是反映家族企业在接班后发展(绩效)的重要线索,外部利益相关者根据该线索调整企业估值,是一种理性、有效的做法。

2. 媒体报道(及其交互)是否被市场主体吸收?

本文认为,媒体关于家族性信息的报道,被外部利益相关者吸收进入其估值的决策系统,进而影响外部利益相关者的不确定性感知。然而,外部利益相关者是否读到了报道、读到了多少报道以及把多少报道信息纳入决策?这些问题还需进一步作答。基于分析师覆盖数据,本文间接地回答上述问题。

具体来说,我们从 CNRDS 数据库中,获得了每篇分析师报告的句子总数以及其中的财务信息句子数。基于此,我们可以计算出每篇报道中非财务句子的比例,并将其从分析报告层面聚合到企业-年层面。该变量反映的是分析师使用非财务信息的程度。以企业-年层面分析师非财务句子数作为因变量,我们发现,媒体对二代家族性报道数量越多,该年对该企业分析师报告中非财务句子的比例就越高( $\beta=0.003,$

$p < 0.05$ )；媒体对一代家族性报道数量进一步起调节作用，即对一代报道越多，主效应越强 ( $\beta = 0.002, p < 0.1$ )。上述发现提供了间接证据，增强了我们对于“投资者将报道吸收进入其估值的决策系统”论述的信心。

## 五、结论和启示

基于中国大陆上市公司中的家族企业二代接班样本，本文讨论了媒体对于主要家族角色（二代 CEO、创始人）的报道数量与口吻如何影响二代接班初期的企业价值。本文发现媒体对二代 CEO 家族性的报道数量越多/口吻越正面，则二代接班初期的企业价值越高；同时，媒体对创始人家族性报道数量越多，二代 CEO 报道数量的主效应越强；媒体对创始人家族性报道口吻总体中性（而非正面或负面）时，二代 CEO 家族性报道口吻的主效应最强。

### （一）对现有文献的贡献

#### 1. 对 CEO 继任文献的贡献

很长一个时期以来，CEO 继任文献已经将外部方对继任的评价纳入研究范畴之中，而 CEO 继任所嵌入的社会背景又是这一派研究突出考察的问题。已有研究指出，资本市场将家族 CEO 继任视为一种特殊的 CEO 继任类型，并发现市场普遍不看好这种继任类型 (Bennedsen et al., 2015)。然而，除去前述结论性的发现，我们尚不清楚资本市场对家族 CEO 继任会采用何种评估机制，或者说尚不清楚投资者青睐/反对具有何种特征的家族 CEO 继任过程。

针对上述问题，本文发现投资者在评估接班期家族企业的市场价值时，会将二代 CEO 继

任引致的家族内部动态变化，视作重要评价方面。由于家族企业的不透明性，媒体对家族动态的新闻报道不仅有趣味性的八卦谈资，其所透露的一些家族内部的动态变化信息，也可能成为投资者投资决策的依据。具体到本文，我们的研究结果表明投资者对媒体报道的反应敏感，并对媒体覆盖少的家族企业持负面态度，因为媒体报道的匮乏使其难以获得足够家族动态信息，进而难以估计家族内部不稳定的发生概率与后果。同时，由于媒体报道内容相对不精确的特点，投资者使用媒体信息的方式也在使用其他信息的方式有所不同。这体现在投资者青睐多位家族成员均被媒体大量关注的家族企业，因为多个报道视角之间可以相互补充和交叉验证。

此外，投资者还会参考家族逻辑所描绘的家庭代际更迭模式，来处理接收到的家族性信息。家族逻辑定义了对不同家庭角色的不同期待 (Cooper et al., 2013)。在该模式下，子女（作为接班人）角色应具备承担主要家庭责任的能力，而父母（作为传位者）角色则应在支持子女的同时又避免与之强烈冲突。在本文的研究情境中，投资者并不会将媒体对家族成员的正面口吻直接转化为更高的估值；相反，投资者首先会考虑获得媒体正面评价的家族成员类型（二代或创始人），然后判断其获得的媒体正面口吻（及其背后反映的社会支持）符合或不符合家族逻辑下对该类角色的期待，最后基于这种角色期待判断决定企业估值高低。在对本文第二点贡献的讨论中，我们将详细说明为何投资者会将媒体对创始人的正面媒体评价视作对角色期待的违反，进而给予不利评价。

## 2. 对媒体报道口吻研究的贡献

长期以来,学者们对于以声誉、威望、名人效应等社会赞许资产持积极态度,认为这些都是组织无可争议的社会资产。基于这种认识,以往研究多认为,正面的媒体报道口吻同样也是一种组织资产,有助于保持组织合法性和吸引力。但是,近期关于声誉的研究开始质疑这一观点的理所当然性,并认为社会赞许有时也可能是一种负担。例如 Zavyalova 等(2016)从“对谁而言”(for whom)角度分析上述问题,他们发现在负面事件之后,组织声誉对维持高认同感群体的继续支持很有帮助,但对低认同群体反之。这使我们不得不考虑:正面的媒体报道口吻,是否也在一定条件下成为组织的负担?

本文的结果则为上述议题提供了一个新的视角。在高不透明的环境中,投资者关心但又难以确切得知组织内部的权力结构与人际关系。作为一种替代性的办法,投资者不得不借助间接有时也是不准确的信号对前述风险进行判断。对投资者来说,由于媒体报道具有高可获得性,且其口吻一定程度上反映了组织成员的合法性乃至权力水平,其有时不得不根据媒体对多个组织成员的口吻,推测家族企业内部的实际权力交接与冲突程度。

更具体地,本文的结论支持投资者关心核心领导者与其他组织成员之间媒体口吻的对比,因为这预示着其他组织成员借助媒体名声干扰核心领导者的能力大小。而在二代接班的具体情况下,创始人借助父代权威对接班二代施加影响的可能性进一步增加了投资者对于获得媒体高度评价的创始人的担忧,这也使创始人获

得的正面媒体报道口吻变成了一种组织层面的负担。

## (二) 实践启示

本文的研究主题及结论对家族企业代际传承实践有一定的启发意义。具体来说,通过对外部利益相关者眼中“理想型”二代接班过程的刻画,我们为家族企业信息披露策略、媒体印象管理策略的制定提供了理论基础。首先,本文建议家族企业实践者,在二代接班的过程中,增加对于各关键主体家族性信息披露。这一披露可以通过增加媒体专访、主动发布新闻等形式实现。相比于被动信息披露(即被媒体披露家族性信息),主动的信息沟通策略有助于家族更积极地管理其信息环境,帮助二代接班平稳实现。同时,家族主动披露家族性信息并进行解释,有助于建立投资者视角的“认知锚”,避免媒体对家族性信息的多重解释引致的不确定性。

其次,在信息披露的过程中,应着重突出二代领导者是家族逻辑下合适接班人的意味,但避免积极展示创始人“社会赞许资产”的属性,以免引起外部利益相关者的负面猜测。同时,我们的补充研究结论提示,投资者关注媒体家族性信息报道,是因为这些报道有助于预测家族企业的接班期绩效。该结论提示绩效较好但媒体对创始人口吻偏离中性的家族企业,可以通过积极说明优良绩效,打消投资者对于企业绩效将要下降的顾虑,进而避免企业价值的下降。

## (三) 研究局限性与未来展望

第一,在媒体对于家族性信息的报道中,其反映的家族信息往往并不是轰动性的、具有

决定性意味的家族事件。因此，这些媒体报道并不能被视为“事件”，也就限制了我们将应用事件研究方法强化因果推理。我们建议未来的研究者进一步应用其他方法（如实验法或者政策捕获法）来解决这个问题。同时，媒体报道不一定反映家族关系的真实情况。媒体有时会因为信息来源不足（或有误）而进行误导性报道，或者为了增加销量而发表带有偏见的评论。其结果是，更多数量的媒体报道，有可能引致外部利益相关者的异议的增加，而非确定性的增加。换言之，媒体报道数量在此情况下并不会降低信息不对称及其对应的不确定性。

第二，由于媒体报道的非标准化特征以及中文语义嵌入情境特征，家族性信息与企业信息之间的界限可能并不清晰，文本对家族性信息的情感色彩测量可能被对企业的色彩“污染”，导致不准确。我们呼吁进一步开发相关技术，解决上述问题。同时，本文在家族成员层级（而非媒体报道层级）上讨论媒体覆盖/口吻并设计变量，这限制了我们对媒体因素的更细致刻画。例如，一些人获得了来自少数几家媒体的反复报道，另一些人则获得来自更多媒体更低频率的报道。此外，由于本文篇幅所限，我们没有考虑新闻报道的信息含量问题，即一些报道可能比另一些更深入、相比强制披露的增量内容更多等。

第三，囿于使用上市公司的限制，我们无法将“继任者参加公开活动次数”“继任者主动接受采访次数”等因素纳入控制变量序列。这些变量有助于详细刻画二代接班过程中，主动的披露策略。在家族倾向于主动披露时，媒

体报道的效果可能被削弱。我们建议后来者使用定性研究或实验研究方法，对该问题进行回应。

#### 注释

[1] 关于强制披露内容的范围，请参见证券交易所官网。以深圳证券交易所为例，请见：<http://www.szse.cn/lawrules/csrrules/notice/P020200617371930572998.pdf>。

[2] 值得注意的是，投资者将企业不透明视为明显的投资风险，进而反映在企业股票流动性降低之中。当媒体负面报道数量增加时，或者说当投资者获悉确切的坏消息时，其一方面会感到与不透明相关风险的减少，另一方面会感到确定性损失的增加。根据 Aman 和 Moriyasu (2022) 的研究结果，媒体负面新闻数量的增加，反倒会改善企业股票的流动性（即风险减少机制压过了损失增加机制）。由于本文主题所限，不准备展开讨论媒体正面与负面报道数量的分别影响，此处仅指出两种媒体报道并不影响我们的核心逻辑。

[3] 例如，对于 S 公司接班的报道中，媒体披露了（创始人）对于“钻井”（即温差发电、半导体发电、潮汐发电）的新兴趣是其放手 S 公司的一个重要原因，文章提到：“……有点像是在看一个父子的反转剧。通常，接班的二代更会做出（创始人）的那种离经叛道的举动。现在反过来了，已经交权的、70 多岁的父亲要拿几千万元去打一口井，作为自己所谓的地热新能源发电的二次创业……” 这些信息详细解释了创始人离任的动机，明确了二代接手的背景及其不太可能受到创始人“阴影效应”

的影响,甚至塑造了该家族持续创业的形象。

[4] 我们的初始样本中存在没有增量内容的报道,这部分报道主要是各大媒体对上市公司公告的转载。

[5] 笔者认为创始人与二代媒体报道数量的高相关性,反映出一些知名企业或知名传承案例中,媒体对两者同时且高强度的关注。即使在删除同时关注创始人和二代报道后,两变量之间的相关系数仍有 0.47。笔者呼吁后来者基于实验等方法营造两者低相关的反事实场景,进而更好地区分两者各自以及交互效应。

接受编辑:李炜文

收稿日期:2021年4月16日

接受日期:2022年11月26日

#### 作者简介

张闫龙,北京大学光华管理学院副教授,教育部“青年长江学者”,于美国杜克大学获得社会学博士学位,代表性研究发表于 *Academy of Management Journal*、*Organization Science*、《管理世界》等中英文期刊,近期研究兴趣包括组织理论、社会网络、企业社会责任、创新创业、制度扩散等。

闵亦杰(通讯作者, Email: minyijie@pku.edu.cn),北京大学中国教育财政科学研究所助理研究员,于北京大学获得管理学博士学位,代表性研究发表于 *Journal of Business Ethics*、*Journal of Business Research*、《管理学季刊》等中英文期刊,近期研究兴趣包括组织理论、创新创业、家族企业等。

#### 参考文献

[1] 曹廷求、张光利:《上市公司高管辞职的动机和效果检验》,《经济研究》,2012年第6期。

[2] 杜正胜:《传统家庭试论》,载黄宽重、刘增贵:《家族与社会》,中国大百科全书出版社2005年版。

[3] 孔东民、刘莎莎、应千伟:《公司行为中的媒体角色:激浊扬清还是推波助澜?》,《管理世界》,2013年第7期。

[4] 李培功、徐淑美:《媒体的公司治理作用——共识与分歧》,《金融研究》,2013年第4期。

[5] 李小荣、罗进辉:《媒体关注与公司现金股利支付》,《经济理论与经济管理》,2015年第9期。

[6] 连燕玲、叶文平、刘依琳:《行业竞争期望与组织战略背离——基于中国制造业上市公司的经验分析》,《管理世界》,2019年第8期。

[7] 吴炯、肖杰杰、马凤:《家族企业接班人的合法性体系建构——基于23家上市公司的股民意见的内容分析》,《外国经济与管理》,2018年第11期。

[8] 许年行、谢蓉蓉、吴世农:《中国式家族企业管理:治理模式、领导模式与公司绩效》,《经济研究》,2019年第12期。

[9] 张洁、郑雁询:《从产业继承人到特权代表者:“富二代”媒介话语的建构与变迁(2004-2012)》,《国际新闻界》,2013年第10期。

[10] 郑宏泰、高皓:《富过三代:华人家族企业传承研究》,清华大学出版社2019年版。

[11] 朱晓文、吕长江:《家族企业代际传承:海外培养还是国内培养?》,《经济研究》,2019年第1期。

[12] Ahrens, J. P., Uhlaner, L., Woywode, M., & Zybura, J. 2018. “Shadow emperor” or “loyal paladin”? — The Janus face of previous owner involvement in family firm successions. *Journal of Family Business Strategy*, 9 (1): 73-90.

- [13] Anderson, R. C. , Duru, A. , & Reeb, D. M. 2009. Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 92 ( 2 ) : 205–222.
- [14] Aman, H. , & Moriyasu, H. 2022. Effect of corporate disclosure and press media on market liquidity: Evidence from Japan. *International Review of Financial Analysis*, 82: 1–12.
- [15] Bennedson, M. , Fan, J. P. H. , Jian, M. , & Yeh, Y. H. 2015. The family business map: Framework, selective survey, and evidence from Chinese family firm succession. *Journal of Corporate Finance*, 33: 212–226.
- [16] Bitektine, A. , & Song, F. 2022. On the role of institutional logics in legitimacy evaluations: The effects of pricing and CSR signals on organizational legitimacy. *Journal of Management*, forthcoming.
- [17] Cabrera-Suarez, M. K. , Garcia-Almeida, D. J. , & De Saa-Perez, P. 2018. A dynamic network model of the successor's knowledge construction from the resource- and knowledge-based view of the family firm. *Family Business Review*, 31 ( 2 ) : 178–197.
- [18] Calabrò, A. , Minichilli, A. , Amore, M. D. , et al. 2018. The courage to choose! Primogeniture and leadership succession in family firms. *Strategic Management Journal*, 39 ( 7 ) : 2014–2035.
- [19] Carroll, G. 1984. Dynamics of publisher succession in newspaper organizations. *Administrative Science Quarterly*, 29: 93.
- [20] Carroll, C. , & Deephouse, D. 2014. *The Foundations of a Theory Explaining Organizational News: The VT4 Framework of Organizational News Content and Five Levels of Content Production*. London: Routledge.
- [21] Chang, S. J. , & Shim, J. 2015. When does transitioning from family to professional management improve firm performance. *Strategic Management Journal*, 36 ( 9 ) : 1297–1316.
- [22] Cooper, J. T. , Kidwell, R. E. , & Eddleston, K. A. 2013. Boss and parent, employee and child: Work-family roles and deviant behavior in the family firm. *Family Relations*, 62 ( 3 ) : 457–471.
- [23] Cyert, R. M. , & March, J. G. 1963. *A Behavioral Theory of the Firm*. Qxford: Blackwell.
- [24] Davis, S. M. 1968. Entrepreneurial Succession. *Administrative Science Quarterly*, 13 ( 3 ) : 402–416.
- [25] Deephouse, D. L. 2000. Media reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories. *Journal of management*, 26 ( 6 ) : 1091–1112.
- [26] Daspit, J. J. , Holt, D. T. , & Chrisman, J. J. , et al. 2016. Examining family firm succession from a social exchange perspective a multiphase, multistakeholder review. *Family Business Review*, 29 ( 1 ) : 44–64.
- [27] Fosu, S. , Danso, A. , Ahmad, W. , et al. 2016. Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter. *International Review of Financial Analysis*, 46 ( Jul. ) : 140–150.
- [28] Gómez-Mejía, L. R. , Haynes, K. T. , Núñez-Nickel, M. , Jacobson, K. J. , & Moyano-Fuentes, J. 2007. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52 ( 1 ) : 106–137.
- [29] Graffin, S. D. , Carpenter, M. A. , & Boivie, S. 2011. What's all that (strategic) noise? Anticipatory impression management in CEO succession. *Strategic Management Journal*, 32 ( 7 ) : 748–770.
- [30] Graf-Vlachy, L. , Oliver, A. G. , Banfield, R. , et al. 2020. Media coverage of firms: Background, integration, and directions for future research. *Journal of*

*Management*, 46 (1): 36–69.

[31] Gu, Q. , Lu, J. W. , & Chung, C. N. 2019. Incentive or disincentive? A socioemotional wealth explanation of new industry entry in family business groups. *Journal of Management*, 45 (2): 645–672.

[32] Gurun, U. G. , & Butler, A. W. 2012. Don't believe the hype: Local media slant, local advertising, and firm value. *Journal of Finance*, 67 (2): 561–597.

[33] Haans, R. F. J. , Pieters, C. , & He, Z. L. 2016. Thinking about U: Theorizing and testing u- and inverted u-shaped relationships in strategy research. *Strategic Management Journal*, 37 (7): 1177–1195.

[34] Harvey, M. , & Evans, R. 1995. Strategic windows in the entrepreneurial process. *Journal of Business Venturing*, 10 (5): 331–347.

[35] Hendricks, B. , Howell, T. , & Bingham, C. 2019. How much do top management teams matter in founder-led firms? *Strategic Management Journal*, 40 (6): 959–986.

[36] Jaskiewicz, P. , & Dyer, W. G. 2017. Addressing the elephant in the room: Disentangling family heterogeneity to advance family business research. *Family Business Review*, 30 (2): 111–118.

[37] König, A. , Mammen, J. , Luger, J. , Fehn, A. , & Enders, A. 2018. Silver bullet or ricochet? CEOs' use of metaphorical communication and infomediaries' evaluations. *Academy of Management Journal*, 61 (4): 1196–1230.

[38] Kotlar, J. , Signori, A. , De Massis, A. , & Vismara, S. 2018. Financial wealth, socioemotional wealth, and ipo underpricing in family firms: A two-stage gamble model. *Academy of Management Journal*, 61 (3): 1073–1099.

[39] La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F. , & Shleif-

er, A. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54 (2): 471–517.

[40] Li, J. B. , & Piezunka, H. 2020. The uniplex third: Enabling single-domain role transitions in multiplex relationships. *Administrative Science Quarterly*, 65 (2): 314–358.

[41] Lounsbury, M. , & Glynn, M. A. 2001. Cultural entrepreneurship: Stories, legitimacy and the acquisition of resources. *Strategic Management Journal*, 22 (6–7): 545–564.

[42] Lude, M. , & Prugl, R. 2019. Risky decisions and the family firm bias: An experimental study based on prospect theory. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 43 (2): 386–408.

[43] Luo, X. R. , Jeong, Y. C. , & Chung, C. N. 2019. In the eye of the beholder: Global analysts' coverage of family firms in an emerging market. *Journal of Management*, 45 (5): 1830–1857.

[44] Michael - Tsabari, N. , & Weiss, D. 2015. Communication traps: Applying game theory to succession in family firms. *Family Business Review*, 28 (1): 26–40.

[45] Montgomery, C. A. , & Wernerfelt, B. 1988. Diversification, ricardian rents, and Tobin-Q. *Rand Journal of Economics*, 19 (4): 623–632.

[46] Morck, R. , & Yeung, B. 1991. Why investors value multinationality. *The Journal of Business*, 64 (2): 165–187.

[47] Pan, Y. , Weng, R. Y. , Xu, N. H. , & Chan, K. C. 2018. The role of corporate philanthropy in family firm succession: A social outreach perspective. *Journal of Banking & Finance*, 88: 423–441.

[48] Plummer, L. A. , Allison, T. H. , & Connelly, B. L. 2016. Better together? Signaling interactions in new venture pursuit of initial external capital. *Academy of Mana-*

gement Journal, 59 (5): 1585–1604.

[49] Pollock, T. G., & Rindova, V. P. 2003. Media legitimation effects in the market for initial public offerings. *Academy of Management Journal*, 46 (5): 631–642.

[50] Quigley, T. J., Crossland, C., & Campbell, R. J. 2017. Shareholder perceptions of the changing impact of CEOs: Market reactions to unexpected CEO deaths, 1950–2009. *Strategic Management Journal*, 38 (4): 939–949.

[51] Semadeni, M., Withers, M. C., & Certo, T. 2014. Friends, acquaintances, or strangers? Partner selection in R&D alliances. *Strategic Management Journal*, 35 (7): 1070–1079.

[52] Sinha, P. N., Jaskiewicz, P., Gibb, J., & Combs, J. G. 2020. Managing history: How New Zealand's gallagher group used rhetorical narratives to reprioritize and modify imprinted strategic guideposts. *Strategic Management Journal*, 41 (3): 557–589.

[53] Stock, J. H., & Yogo, M. 2005. Testing for weak instruments in linear IV regression. In Andrews, D. W. K., & Stock, J. H. (eds). *Identification and Inference for Econometric Models: Essays in Honor of Thomas Rothenberg* (pp. 80–108). New York, NY: Cambridge University Press.

[54] Villalonga, B., & Amit, R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80 (2): 385–417.

[55] Washburn, M., & Bromiley, P. 2014. Managers and analysts: An examination of mutual influence. *Academy of Management Journal*, 57 (3): 849–868.

[56] Whittington, R., Yakis-Douglas, B., & Ahn, K. 2016. Cheap talk? Strategy presentations as a form of chief executive officer impression management. *Strategic Management Journal*, 37 (12): 2413–2424.

[57] Xu, D., Zhou, K. Z., & Du, F. 2019. Deviant versus aspirational risk taking: The effects of performance feedback on bribery expenditure and R&D intensity. *Academy of Management Journal*, 62 (4): 1226–1251.

[58] Yi, X., Zhang, Y., & Windsor, D. 2020. You are great and I am great (too): Examining new CEOs' social influence behaviors during leadership transition. *Academy of Management Journal*, 63 (5): 1508–1534.

[59] Yu, X. D., Stanley, L., Li, Y. P., Edleston, K. A., & Kellermanns, F. W. 2020. The invisible hand of evolutionary psychology: The importance of kinship in first-generation family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 44 (1): 134–157.

[60] Zavyalova, A., Pfarrer, M. D., Reger, R. K., & Hubbard, T. D. 2016. Reputation as a benefit and a burden? How stakeholders' organizational identification affects the role of reputation following a negative event. *Academy of Management Journal*, 59 (1): 253–276.

[61] Zott, C., & Huy, Q. N. 2007. How entrepreneurs use symbolic management to acquire resources. *Administrative Science Quarterly*, 52 (1): 70–105.

# Media Coverage and Family Firm Value during Intergenerational Succession

Yanlong Zhang Yijie Min

(Guanghua School of Management, Peking University)

**Abstract:** Intergenerational successions in family firms are usually challengeable. One of the key reasons is that family firms likely lose external supports after later-generation members taking over key managerial positions. In Singapore, Chinese Hong Kong and Chinese Taiwan, the value of family firms can fall by about 60 percent in a 5-year period before and after intra-family succession (Bennedsen et al., 2015).

How capital market evaluate family firm value during succession? Up to date, fragmentary evidence suggests that investors evaluate family firm succession mainly based on the successor's competence such as education level. However, to our surprise, though a large number of studies indicate family dynamic can predict family firm behavior and outcomes during succession, it is still unexplored whether investors would search for family dynamic information and integrate them into family firm valuation.

In this study, we respond to the above questions by focusing on media news related with key family members. As there is not presupposed theme and format in media, investors can access to family dynamic through multiple forms of media reports—family business news, commentary articles or even romantic gossips. Therefore, comparing with other sources, media report becomes as a main information channel of family-related issues. Then, we build our theory based on two perspectives. First, media reports on family issue reduce investors' perception of information asymmetry, which in turn increase stock liquidity and market value. Second, media tone can be interpreted as the extent of social approval that certain family members may receive. Investors would thus evaluate the quality of family succession by combining these observable social approval clues together and comparing it with prototypical family renewal mode defined by family logic.

We then examine the model using listed-firm sample in China A-share market during 2003 and 2017. We identify family firms by the following criteria: (a) 20 percent or more beneficial (voting) ownership is held by a single person or multiple persons from one family and (b) at least two persons from this family serves as board director and/or top manager in the firm. After that, we manually check intergenerational CEO succession cases from the full family firm sample. Finally, we find 108 intergenerational succession cases which generate 411 firm-year observations (i.e., time window is limited to the first 6 years after succession for each case). Fixed effect model is used to analyze panel data, and the endogenous problems are dealt with under 2sls setting.

The findings are as follow: first, the greater volume of media familial coverage related with heir CEO, the higher the firm value; this main effect is strengthened by the volume of media familial coverage related with the founder. Second, the more positive the tone of media familial coverage related with heir CEO, the higher the firm value; this main effect is the strongest when the tone of media familial coverage related with the founder is neutral rather than positive or negative.

This study makes contributions in the following aspects. First, we advance the study of capital market responses to CEO succession. Our findings suggest that capital market regards the intergenerational CEO succession in family firms as a unique CEO suc-

## Contents

cession pattern. They thus attempt to embed this succession into the context of family for more precise understanding, and use the legitimacy template corresponding with family logic for valuations. This can be seen in the following: When investors notice that CEO succession happens in family context, they see family dynamics as an important aspect of market valuation and try to infer family dynamics indirectly through the combination of multiple media signals. The above findings further reflect the theoretical particularity of the capital market's evaluation towards the intergenerational succession process in family firms.

Second, the study adds to the discussion about the side-effects of positive media tones. Like other types of social approving assets, positive media tone has long been considered an undisputed organizational asset. The findings of this study challenge the above view to some extent: positive media coverage helps some organization members gain social support, enabling them to go against the decisions of core leaders, and thus destabilizing the organization. For highly opaque organizations, it is difficult for capital markets to exactly know whether such concerns will occur, so they are more inclined to price them in as a risk. Thus, the positive media reports of the other members of the organization become a burden on the organizational-level. Specifically, to our research, in the highly opaque intergenerational succession, the capital market concern more that the founder with positive media coverage will use this social asset to hinder successor's power in decision-making. As a result, they tend to favor founders who receive neutral rather than positive media coverage.

**Key Words:** family firm; intergenerational succession; media coverage