

摘要

改革开放 40 多年来，我国家族企业数量呈逐渐上涨趋势，民营经济已成为驱动国民经济发展的主要引擎。据调查数据显示，绝大多数民营企业都是由家族进行管控。由于家族企业在资本市场中至关重要，以及其将现代企业管理系统融入到家族管理的特点使得研究家族企业日渐重要。随着时间推移，高管离婚现象屡见不鲜，各大家族企业陆续出现控制权争夺的问题。高管婚变不仅会导致夫妻双方发生情感冲突，还会给公司经营发展、利益相关者造成损害。如何应用和谐的“家”文化，避免婚变引发家族成员争夺控制权是摆在中国民营家族企业面前需继续追寻的实务命题。作为创业型家族企业，莱绅通灵内部出现了家族控制权争夺的问题，使公司绩效、内部治理等方面受到了较大影响，因此，在研究家族企业控制权问题方面具有典型性和代表性。

本文以高管婚变引起的家族企业控制权争夺作为研究的切入点，在梳理了有关公司治理和企业价值等相关文献的基础上，结合利益相关者等理论，总结了有姻亲关系的两位创始人从共同创建到争夺控制权的行为表现和冲突产生的原因，分析了控制权争夺对企业价值的影响机制，采用事件研究法和案例研究法，深入探讨了控制权争夺对股票市场和企业绩效等方面产生的影响，得出以下结论：（1）实际控制权的争夺要素包括股权资本、董事会席位、信息的掌握度、经营决策权。（2）争夺源于公司两位创始人股权分配过于平均，随着沈东军婚姻关系的破裂，双方用以维系关系的亲缘纽带也随之消失，再加上公司内部控制薄弱，监督机制失效，致使冲突愈演愈烈。（3）控制权争夺对公司产生的影响主要是通过负面消息传播下的声誉机制、以股权结构为核心的内部治理机制、供应链不确定性的风险传导机制传导的。（4）从市场反应来看，控制权冲突引发短期股价波动，托宾 Q 值下降。从财务绩效来看，与同行业的迪阿股份、周大生作对比，控制权争夺导致莱绅通灵盈利能力、运营能力、成长能力出现负财务效应。从非财务因素来看，婚变导致的

控制权冲突使原实际控制人个人社会资本流失，社会关系网产生割裂，人员更替频繁。但公司自查和外部治理监督，降低了原实际控制人向关联方进行利益输送的潜在风险，追回了被占用资金，有利于治理水平的提升。与此同时，公司为挽回投资者和员工信心，增加了企业现金分红并推出了股权激励计划。（5）对此，本文提议要设立冲突风险预防和解决机制，制定合理的股权结构，完善公司治理机制，以防范由婚变引发控制权争夺的不利影响。

本文可能的贡献在于：与以往研究家族代际传承、第二类代理问题以及婚变所带来的绩效影响不同，本文研究了第一类代理问题中由于婚变引起的股权分割进而导致家族内部经理人和控制性家族之间的控制权冲突。除对控制权争夺引起企业价值变动进行了分析，本文还从负面消息、内部治理、供应链三个视角对作用机制进行了系统的逻辑梳理。通过本案例，希望可以为我国的家族企业治理带来启发，为规避由婚变引发控制权争夺的不利影响提供一些思路，丰富并扩展当前家族企业控制权争夺问题的案例研究。

关键词：家族企业、公司治理、高管婚变、企业价值

Abstract

Over the past 40 years of reform and opening up, the number of private enterprises has gradually increased. The private economy has become the main engine driving the development of the national economy. According to survey data, the vast majority of private enterprises are controlled by families. Because of the vital importance of family business in the capital market and its characteristics of integrating modern business management system into family management, the study of family business is increasingly important. As time went on, executive divorces became common, and battles for control emerged in major family businesses. Senior executives' marriage change will not only lead to emotional conflicts between the husband and wife, but also cause damage to the company's business development and stakeholders. How to apply the harmonious culture and avoid the family members from fighting for control caused by marriage change is a practical proposition that needs to be pursued in front of private family enterprises in China. As an entrepreneurial family enterprise, Leysen has the problem of fighting for family control, which has greatly affected the company's performance and internal governance. Therefore, it is typical and representative in the study of the control of family enterprises.

This paper takes the struggle for control of family enterprises caused by the marriage change of senior executives as the research entry point. On the basis of combing the relevant literature on corporate governance and corporate value, and combining the theories of stakeholders, this paper summarizes the behavior and the causes of the conflict between the two founders who are related by marriage from the joint establishment to the struggle for control. This paper analyzes the influence mechanism of the struggle for control rights on the enterprise value, adopts the event study method and the case study method to deeply discuss the influence of the struggle for control rights on the stock market and the enterprise performance, and draws the following conclusions: (1) The factors of the struggle

for actual control rights include equity capital, board seats, information mastery and management decision-making power. (2) The conflict stems from the excessively equal equity distribution between the two founders of the company. With the breakdown of Shen Dongjun's marriage relationship, the relationship bond between the two parties to maintain the relationship also disappeared. In addition, the company's internal control is weak and the supervision mechanism is ineffective, which leads to the intensified conflict. (3) The influence of control struggle on the company is mainly transmitted through the reputation mechanism under the dissemination of negative news, the internal governance mechanism with the ownership structure as the core, and the risk transmission mechanism of supply chain uncertainty. (4) From the perspective of market reaction, the conflict of control rights causes short-term stock price fluctuations and decreases Tobin's Q value. From the perspective of financial performance, compared with Diah Shares and Chow Tai Seng in the same industry, the battle for control of control leads to the negative financial effect on the profitability, operation ability and growth ability of Leysen. From the perspective of non-financial factors, the conflict of control rights caused by marriage change causes the loss of personal social capital of the original actual controller, the disruption of social network, and the frequent turnover of personnel. However, the self-inspection and external governance supervision of the company reduce the potential risk of the original actual controller transferring benefits to related parties and recover the occupied funds, which is conducive to the improvement of the governance level. At the same time, the company increased corporate cash dividends and launched equity incentive plans to regain investor and employee confidence. (5) In view of this, this paper proposes to set up a conflict risk prevention and resolution mechanism, formulate a reasonable ownership structure, and improve the corporate governance mechanism, so as to prevent the adverse effects of the battle for control caused by marriage change.

The possible contribution of this paper lies in that, different from previous studies on intergenerational family succession, the second type of agency problems and the impact of marital change on performance, this paper studies the first type of agency problems in which the division of shares caused by marital change leads to the conflict of control rights between intra-family managers and controlling

families. In addition to the analysis of the change of enterprise value caused by the struggle for control, this paper also systematically combs the mechanism of action from the perspectives of negative news, internal governance and supply chain. Through this case, we hope to bring enlightenment to the governance of family business, and provide some ideas to avoid the adverse effects caused by marriage change, and enrich and expand the case study of the current problem of control of family business.

Keyword: Family Business, Corporate Governance, Senior Executives' marriage, Enterprise Value

目 录

1.引 言	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 研究内容与研究思路	3
1.2.1 研究内容	3
1.2.2 研究思路和框架	4
1.3 研究方法	6
1.3.1 案例研究法	6
1.3.2 事件研究法	6
1.4 研究创新	6
2.文献综述	8
2.1 控制权	8
2.2 公司治理与企业价值关系	10
2.2.1 企业内部治理与企业价值关系	11
2.2.2 企业外部治理与企业价值关系	14
2.3 企业价值的衡量方式	15
2.4 文献评述	16
3.概念界定和理论基础	19
3.1 概念界定	19
3.1.1 家族企业	19
3.1.2 控制权争夺	20
3.1.3 企业价值	21
3.2 理论基础	21

3.2.1 利益相关者理论	21
3.2.2 情感冲突理论	22
3.2.3 双重三层委托代理理论	23
4.案例介绍.....	25
4.1 莱绅通灵公司介绍	25
4.2 莱绅通灵控制权冲突表现	26
4.2.1 婚变导致持股比下降	27
4.2.2 频繁的人事变动	28
4.2.3 溢价收购后全额计提减值	29
4.2.4 相互举报，相互反对	30
4.3 莱绅通灵控制权冲突原因分析	32
4.3.1 股权设置均衡，家族关系破裂	32
4.3.2 内部控制薄弱，监督机制缺失	33
5.案例分析.....	35
5.1 控制权争夺对企业价值影响的作用机制分析	35
5.1.1 负面消息传播下的声誉机制	35
5.1.2 股权结构为核心的内部治理机制	36
5.1.3 供应链不确定性的风险传导机制	37
5.2 市场效应分析	39
5.2.1 短期市场反应	39
5.2.2 长期市场反应	44
5.3 财务绩效分析	45
5.3.1 盈利能力下降	46
5.3.2 举债趋于保守	48
5.3.3 营运能力变弱	50
5.3.4 成长能力受限	52
5.4 非财务因素分析	53
5.4.1 社会资本受损	53
5.4.2 人员更替频繁	56
5.4.3 外部监管引起的治理水平提升	57

6.结论与不足.....	59
6.1 研究结论	59
6.2 研究建议	61
6.2.1 设立冲突风险预防机制	61
6.2.2 设立冲突协商解决机制	62
6.2.3 制定合理的股权结构	63
6.2.4 完善公司治理机制	64
6.3 研究不足与展望	65
参考文献.....	67
后 记.....	75
致 谢.....	76
在读期间科研成果目录.....	77

1.引 言

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

改革开放 40 多年来，我国民营企业数量呈逐渐上涨趋势，民营经济蓬勃健康发展，已经成为经济增长的主要动力。国家发改委明确指出民营经济在我国经济发展中至关重要，在支持公益事业等方面发挥了重要作用，具体表现为奉献了五成以上的税收，取得了占据七成的科技创新成效，并且鼓励了九成以上的新增就业和新增企业数，进而在 GDP 中占比六成以上。具体数据来说，全国大于 80% 以上的新制造产品和近 65% 的发明技术都来自民营企业。所以，党的二十大报告中强调要坚持把实体经济作为经济发展的着力点，激发民营经济市场活力，引导广大民营企业保持定力也不无道理。根据调查数据显示，至少 85% 的民营企业为广义概念上的家族企业。也就是说，民营企业中绝大多数企业都由家族进行管理和控制。由于家族企业在资本市场中有着至关重要的地位以及其将企业管理系统融入家族管理的特点，使得研究家族企业日渐重要。

家族企业出现在公众视野之时，便深深打下了“家”本位的烙印。虽然，很多家族企业基于“家”准则的治理取得了卓越成绩，但随着时间的推移，各大家族企业陆续出现控制权争夺的问题。近年来，在媒体的高度关注下，原本属于家族企业内部高管个人隐私的离婚事件被曝光，成为具有广泛社会影响力的公众事件。根据民政部的调查统计数据显示，1990 年至 2020 年中国粗离婚率从 0.69% 上升至 3.09%。近期受离婚冷静期制度、新冠疫情、离婚成本增加的影响，离婚率下降至 2%，但高管离婚现象仍屡见不鲜。高管婚变不仅会导致夫妻双方发生情感冲突，使婚姻关系破裂，还会在不同程度上给公司

经营发展、相关利益者造成损害。如何在企业内外应用和谐的“家”文化，避免婚变引发家族成员争夺控制权是摆在中国民营家族企业面前需要继续追寻的实务命题。

因此，本文以莱绅通灵实控人婚变引起的控制权争夺为例，对控制权争夺期间冲突的具体表现进行了总结，结合情感冲突等理论，深入分析了争夺产生的缘由。立足于公司治理和企业价值关系的相关文献，本文从市场反应、财务绩效和非财务因素三个维度具体分析了控制权争夺给公司价值带来的影响，并探讨了其中的作用机制。最后，提出了防范和解决家族企业控制权冲突的几点办法，以助推家族企业平稳健康发展。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

通过对该话题相关文献的总结，可以发现对家族企业的有关研究起步于20世纪80年，并且主要研究内容是家族文化和制度。20世纪90年代后期，有关家族企业研究文献呈现迅速上升趋势。国内关于家族企业研究关注的主题大致为：企业代际传承，企业价值和战略、资源和竞争优势，企业成长与绩效等，而关于由婚变引发的家族内部控制权冲突的研究还不是特别充足。再者，有关婚姻关系破裂的研究大多采用实证研究的方法，主要通过对婚变前后的股权结构变化等进行大数据样本分析，未对作用机理进行详细阐述。此外，现有关于公司治理中股东关系的研究更多落脚在第二类委托代理问题，少有人研究第一类代理问题中持股相对集中的两大股东之间的冲突。

因而，本文选择将婚变引发控制权争夺作为研究写作方向，采用单案例研究法，深入研究第一类代理问题中家族企业内部经理人和家族成员之间的控制权争夺要素、争夺产生缘由以及可能会对企业价值产生的影响和作用机制，最后探讨婚变引发的家族控制权冲突问题预防机制，丰富并扩展当前家族企业控制权争夺问题的案例研究。

（2）现实意义

在我国，民营企业中的绝大多数企业都是由家族进行管控，家族企业在民营企业中占比较大，在社会发展和经济增长中至关重要。

家族企业设立之初，由于其具有家族和企业双系统的特点，在运营上有着与众不同的优势。目标的一致性有助于家族内部成员之间戮力同心，有效地减少委托代理成本，提高企业筹划和管理的效率，使企业快速成长。但是，在业务范围扩大、绩效提高后，家族企业时常出现内部纠纷。家族成员之间可能因为运营决策不妥当、权益分配不均等问题产生矛盾。近年来，我国高管婚变事件、家族企业控制权争夺事件屡见不鲜，控制权冲突不仅会引起股价波动，总市值减少，使中小投资者笼罩在亏损的阴影里，还会对公司经营绩效、未来发展产生不利影响。

莱绅通灵作为共创型家族企业，在研究家族企业创始人持股相当下控制权冲突问题方面具有很强的代表性。创业伊始，家族成员密切合作、同舟共济，将公司发展壮大。然而，在企业运营中出现了家族婚姻关系破裂、控制权争夺的问题，使公司的治理结构、绩效表现和社会资本等方面受到了不良影响，发展大不如前。同时，因控制权争夺问题，莱绅通灵被多家媒体报道，并因董事违规操作，收到了非标准审计意见和证监会问询。

因此，本文以莱绅通灵发生控制权争夺为切入点，一方面对婚变引起的控制权争夺是通过何种路径影响到企业价值进行了逻辑梳理，填补了作用机制方面的探讨。另一方面，探讨了防范婚姻关系断裂引起家族企业内部冲突的治理手段，为家族企业有效防范和解决因此类问题造成的消极影响提供借鉴。

1.2 研究内容与研究思路

1.2.1 研究内容

本文主要回答了五个问题（1）实际控制权获取要素有哪些；（2）为何会发生控制权争夺；（3）婚变引起的家族企业内部控制权争夺如何影响企业价值；（4）控制权争夺对企业有哪些方面的影响；（5）怎么避免由婚变引发控制权争夺的不利影响。

结合控制权相关文献和家族企业的概念，本文首先回答了原已退出企业日常经营的董事兼创始人如何在原实际控制人婚变这一契机下重新获取公司的实际控制权，接着探讨了此次冲突事件发生的原因。

其次，本文结合利益相关者、情感冲突等理论，回答了婚变引发的控制权争夺是通过何种路径作用到企业价值，主要是负面消息传播下的声誉机制、以股权结构为核心的内部治理机制和供应链不确定性的风险传导机制。具体是：婚变等负面消息的曝光会使得公司股价和托宾 Q 值下降，在负声誉的传导下，企业的盈利、存货周转会受到相应的影响。但是新闻的负外部性会引发社会关注，激发外部市场主体对莱绅通灵的监控和约束。再者，婚变会引起股权比例下降，导致实际控制人变更。根据高阶理论，高管特征的不同会引起公司战略决策、董事构成等不同。沈东军实际控制权的丧失继而马峻上台导致了人事变动和对商誉减值的全额计提。但是为稳固自身控制权，实施了股权激励计划并且期间沈东军和马峻相互制衡促使企业经营趋于合规。最后，控制权争夺会使得企业处于不稳定的经营状态，降低了莱绅通灵的议价能力，并且这种不稳定性通过产品市场使供应链的上下游同样处于不确定状态，降低了客户和供应商集中度，增加了供应链整合难度和重构成本。

第三，结合企业治理和企业价值衡量方式相关文献，本文回答了控制权争夺会对企业价值产生哪些方面的影响。通过事件研究法和财务指标分析，本文发现一方面控制权争夺会使得股价波动、企业价值受损、经营绩效降低、管理混乱以及社会资本受损。另一方面，内部冲突促使公司加强自查，引发了证监会问询，有利于完善监督机制和内部控制，提升公司治理水平。与此同时，公司为挽回投资者和员工信心，增加了企业现金分红并且推出了股权激励计划。

最后，针对由婚变引发的控制权冲突产生的原因和影响机制，本文回答了如何防范化解由婚变引发的控制权转移。

1.2.2 研究思路和框架

本文共六章，每部分的主要内容安排如下：

第一部分为引言，简要介绍了选择本研究话题的背景与意义，总结了本文的研究内容与思路，梳理了本文的逻辑框架，阐明了研究方法，提出了本文的创新点。

第二部分为文献综述，主要从三个方面梳理总结了国内外针对本文研究

话题的文献，包括控制权与企业价值关系、公司内外部治理与企业价值关系以及企业价值的衡量方式。

第三部分为概念界定和理论基础，首先明确了家族企业、控制权争夺、企业价值有关概念，其次对利益相关者理论、情感冲突理论和双重三层委托代理理论进行了理论梳理，为第五章的案例分析做好理论基础性铺垫。

第四部分为案例介绍，简单介绍了莱绅通灵珠宝股份有限公司的基本情况，梳理了冲突事件始末并对莱绅通灵现任董事长马峻如何完全获得企业控制权进行了描述，最后剖析了控制权争夺发生的深层原因。

第五部分为莱绅通灵案例分析，首先阐述了影响机制，其次，从市场反应、财务绩效和非财务因素三个方面分析控制权争夺产生的影响。

第六部分为研究结论与建议。这部分通过梳理和分析了前五章的主要内容，归纳总结出本文的研究结论并提出针对防范、化解由离婚这一事件引发的家族企业控制权争夺的建议，最后提出了论文研究的局限性。

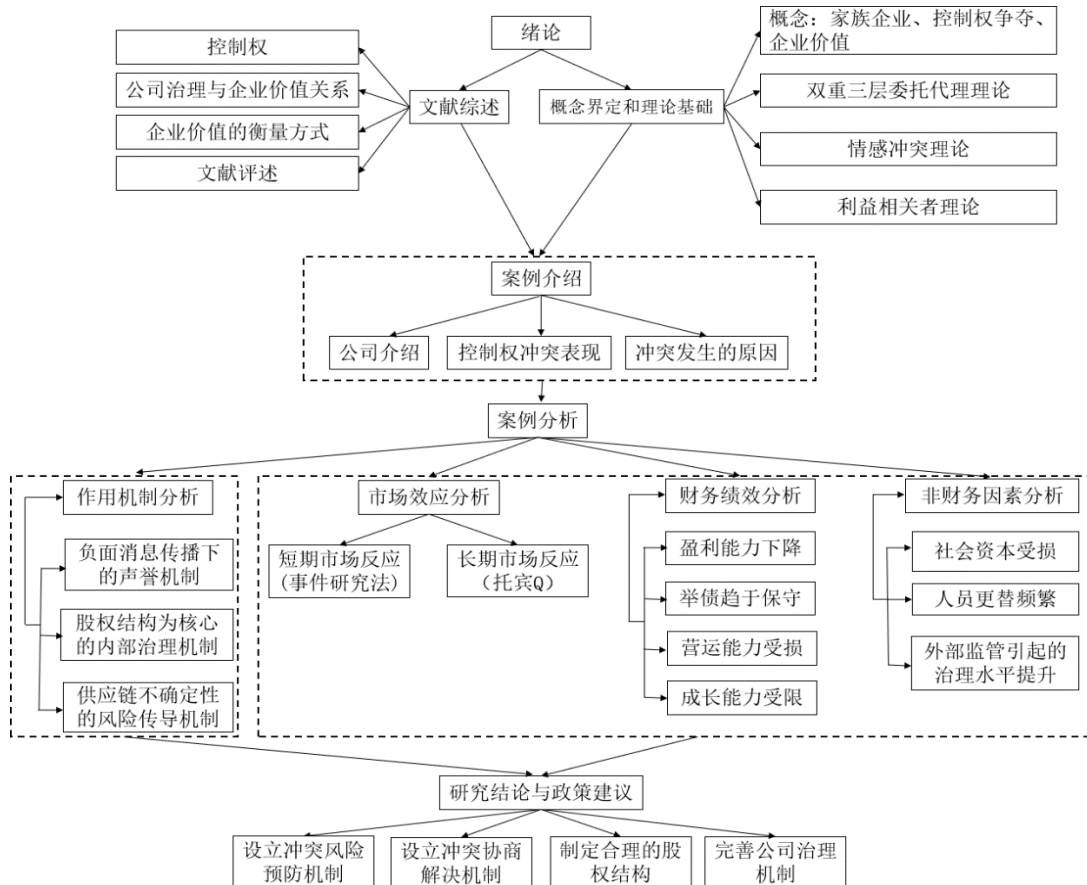


图 1.1 莱绅通灵研究框架

1.3 研究方法

1.3.1 案例研究法

本文采用单案例研究，以莱绅通灵珠宝股份有限公司为案例研究对象，聚焦于婚变引发的控制权争夺事件发生的始末，与同行业可比公司进行横向比较的同时对莱绅通灵的财务绩效进行纵向分析，结合市场长短期反应和非财务要素，连续地、客观地评价家族企业发生控制权冲突前后企业价值的变动情况。

1.3.2 事件研究法

事件研究法是一种用于研究资本市场或公司运营中某一特定事件对公司短期价值影响的计量方法。本文以高管涉嫌职务侵占等五个事件的公告披露日作为事件研究的基准日，通过选取公告发布日和公告发布前后十个工作日作为事件窗口，计算超额收益率和累计超额收益率，对比事件发生前后股价报酬变动来衡量资本市场对此事件的反应。

1.4 研究创新

从研究内容的角度来看，国内外关于企业高管婚姻关系破裂的研究大多数集中在股权结构和企业绩效层面，较少对传导路径进行系统分析。而本文在双重三层委托代理理论的基础上，对家族企业控制权争夺引起企业价值变动进行了作用机制方面的逻辑梳理。其次，已有关于高管离婚事件研究选取的案例大多都是股权分割后双方主动减持，而本文选取的案例研究对象因触发了要约收购致使原实际控制人的妻子被动减持，并且接盘侠是新上任实际控制人的“熟人”。已有关于控制权转移的案例研究中，主要集中在通过增持股份、一致行动人授权获得企业控制权，如并购事例，本文主要探讨的是由于婚变引起股权被分割进而引发家族内部实际控制权转移。最后，已有关于家族企业管理、公司治理和企业价值关系的研究颇多，但话题主要聚焦在

家族文化、家族大股东和社会中小股东之间的冲突、家族代际传承，少有人研究第一类代理问题中由于婚变引起家族内部经理人和控制性家族之间的控制权冲突。本文基于情感冲突理论和利益相关者理论，根据莱绅通灵原实际控制人婚变引起的家族内斗划分出的两大股东阵营，对公司内部冲突产生原因、作用机制和影响进行深入剖析。

从研究方法的角度来看，已有关于实际控制人婚变引起的控制权争夺事件的研究大多数采用的是新闻报道等定性分析方法和实证研究方法。而本文则是对控制权争夺期间的五个特殊事件进行研究并结合公司治理数据、公司财务和非财务数据等进行了详实的单案例分析，以探讨实际控制人控制权冲突对莱绅通灵公司价值的影响。

2. 文献综述

本部分梳理了国内外研究文献，主要为以下三个方面：企业控制权、公司治理与企业价值关系、企业价值的衡量方式。

2.1 控制权与企业价值关系

控制权问题本质是公司治理的核心问题。所以，本小节将对控制权的划分情况、取得方式、转移原因和影响进行梳理。

在控制权划分上，Fama and Jensen（1983）依照决策程序的不同，将决策中决策经营和决策控制区分开来。Grossman and Hart（1986）以不完全契约理论为基础，将控制权划分为由公司法 and 公司章程约定的特定控制权，以及除法律等特定方式约定外，由职业经理人拥有的可以决定资源如何分配的剩余控制权。Aghion and Tirole（1997）根据人力资本所有者所控制的特定知识信息，将其归类为名义及实际控制权。名义控制权来源于企业所有者对资产的法定所有权；实际控制权来源于对特定信息和知识的掌握，但同时“名义控制权”会对“实际控制权”有一定的约束。赵晶和郭海（2014）认为控制权不仅包括公司的经营决策等显性控制权，还包括社会关系等隐形资源的控制权。综合来说，控制权不仅体现在法律规定的由产权附带的投票权，还包括未被法律明文规定的其他方面的决策权以及职位上谋取到的社会关系网和声誉资源等。

在控制权取得方式上，根据贾新民和戴娟萍（2008）对案例的整理发现，向目标公司的所有股东发出收购邀请或者与法人股股东磋商形成收购协议以及在流通市场购入上市公司股份等途径可以帮助股东获得企业名义控制权。此外，通过增加董事会席位占比来提升董事会中的话语权和决策权的方式，可以实现对企业的实际控制。张小茜和汪炜（2008）提出，股权结构、股东

参与会议的次数、投票情况以及决议制度等因素都会影响股权的分配和运作，进而影响控制权的获取。石水平和石本仁（2007）提出，控制目标公司的方法有两种：一种是凭借资本充足性获得实际投票权，另一种是采用购买代理权、兼并整合等方法获得更多的控制权。根据刘家松（2014）对外资机构的研究表明，期权投资等方式也可以间接获得企业的相对控股权。易阳等（2016）在雷士照明案例研究中发现，创始人可以通过专用性资产形成对公司的控制，但是具有不稳定性，其中是堑壕效应发挥了作用。苏启林等人（2003）提出了家族企业获取并稳固权力的三个主要方式：发售各种证券、交叉持股以及采用金字塔式结构，其中常见的具体方式是同时发行优先股和普通股，集团内企业相互持股等等。综合来说，股东获取控制权的方式需要分为股权分散和股权集中两种情形，其中股权集中又分为相对集中控股和绝对集中控股。一方面，在股权集中的情况下，股东可以通过控制股东大会、董事会来获得实际控制权，另一方面，在股权分散的情况下，可以通过外部收购、重组置换、法律约束、市场竞争等外部机制以及董事会、薪酬方案等内部机制来控制管理层。

在控制权争夺的原因方面，石水平和石本仁（2007）发现，当企业出现不良的经营业绩或高债务比例时，权力争斗的可能性会大大增加。其原因主要是自利行为通常和不良业绩表现以及高债务有关，从而容易引起股东不满。谭跃和王翔（2015）研究发现企业家的价值观念冲突是控制权争夺的本质原因。同时，公司内部控制的失效也是引发权力争斗的主要原因。黄胜忠（2017）根据发生控制权争夺的三种情形分别提出冲突产生的不同缘由：（1）初创期，企业内部两大股东持股比相当但股权分配不合理；（2）股权分散下，外部投资人增加持股数量引起了恐慌；（3）控制权和现金流权分离下，创始人股东与企业经营管理者在日常经营等方面产生矛盾。

在控制权转移的影响方面，从公司治理来看，Freema（1984）认为控制权争夺会发生在利益相关者得知管理者追求私利而损害他们利益的情形，进而扰乱公司的治理。其原因如 Mulherin and Poulsen（1998）的研究所说，股东财富会因此受到不利影响。Meckling（1993）认为控制权争夺会对法律法规、产品要素市场和资本市场产生不利影响。从市场表现来看，Franks et al.（2001）指出控制权争夺会导致公司经营处于不确定状态，从而引起股价波

动。与此同时，陈小林（2005）发现控制权多次转移，市值显著下降。从经营业绩来看，Borstadt and Zwirlein（1992）认为公司控制权转移不会提高公司的业绩。白云霞等（2004）在剔除收购资产额外收益后发现，控制权转移不会对业绩产生明显影响。然而 De Angelo（1989）却有着截然不同的研究结论，他认为当公司控制权争夺事项结束后，该公司会采取行动来调整管理人员的职位，并通过企业内部变革，使其业绩恢复正常水平。Healy et al.（1992）通过对企业中值调整的总资产收益率进行评估，结果显示，在管理权转让后，公司的经营绩效得到了显著提升。其主要是企业协调效应在其中发挥作用（Rao-Nicholson，2016）。从治理角度来看，石水平和石本仁（2007）指出控制权争夺对完善公司治理结构，解决内部人控制和搭便车问题有积极作用。根据关鑫和齐晓飞（2015）的研究结果，两大主要股东在争取企业管理权时，主动拉拢中小股东，以提高他们在治理中的地位和话语权，这有助于提高企业治理效率，从而实现双赢的局面。Rahman et al.（2016）则表示控制权争夺会让经营者对企业存在的问题更加关注，进而完善管理方式，提高企业效益，改善企业经营状况。曾祥飞和林钟高（2017）同样发现，控制权转移作为外部治理机制能够减少内部治理重大缺陷对于财务绩效的负面作用。其主要原因是控制权能从中起到警示作用，在一定程度上督促管理者更好的管控企业，有效地阻止他们谋取资源控制权，确保企业的长久发展（Manne，1965）。当然，奚俊芳（2006）、冯红卿等（2012）指出上市公司控制权转移中存在盈余管理行为，并且一般盈余管理水平较高。也就是说，控制权转移所表现出来的正面效应可能是盈余管理后的结果。

2.2 公司治理与企业价值关系

在企业发展的不同阶段，企业治理模式也有所不同。所以本小节将从公司治理的定义、内部治理和外部治理与企业价值关系三个维度进行梳理。

亚当·斯密（1776）深入探讨了两权分离下股份公司及其董事行径，由此引发了公司治理的探索热潮。吴敬琏（1993）指出公司治理结构是一个三维主体、三方内容构建的组织架构，其中三维主体包含出资人、董事会及高管成员，三方内容包括权、责、利之间的制衡机制。钱颖一（1995）的研究

表明，企业治理结构是一种顶层设计，它需要合理描绘出公司内部三大利害关系团体之间的关系。因此，公司治理是以公司效益最优化和关联者利益最大化为目标，以统筹规划为手段，以权力配置与监督激励为内容的管理科学。

2.2.1 企业内部治理与企业价值关系

在股东治理与企业价值之间的关系问题上，根据 Demsetz and Lehn (1985) 的研究表明，当股份聚集于少数手上时，大股东或许会出于自己利益考虑而忽视其余股东的权益，以至影响企业的价值。Zingales (1995)、Shleifer and Vishny (1997) 等人对不同国家家族企业进行研究发现家族企业存在通过集团内关联交易掠夺小股东利益的行为，从而验证了控制权过度集中会产生资本市场负面效应。同样，Lemmon and Lins (2003)、白重恩等 (2005) 认为股权集中度和企业业绩呈反方向变动。McKnight and Weir (2009) 运用资产使用率、自由现金流和成长机会之交叉项与公司收购数来对股权结构、董事会治理和债务融资的代理成本进行了衡量，分析发现大股东持股比例增加了外部股东的代理成本。然而 Morck (1988)、徐莉萍等 (2006) 认为有着企业经营管理决策投票权的股东所占股权比例越大，企业价值越高。该结果可以在苏启林和钟乃雄 (2005) 以及宋力和韩亮亮 (2005) 研究结果中得到验证，其中是代理成本发挥了作用，也就是说，股权集中度越高，委托代理成本越低，企业价值越高。Pagano and Roell (1998) 则从股东对经理多方监督的角度出发，认为“相近持股比”更有利于企业业绩的提升。Nagar (2000) 同样认为多元化股东可以通过相互监督从而达到降低自利行为的目的，进而提高企业价值。然而 O'Neal (1987) 认为，在这种股权结构下，控股股东通过控制董事会和股票投票权，仍能侵害小股东利益，从而不利于投资者价值保护。同样，夏宁和陈露 (2016) 在山水水泥的案例研究中发现大股东之间会因为利益契合度不高以及不互尊互信而产生具有极大破坏性的冲突，而且制衡局面并不能有效形成。孙永祥等 (1999) 和杜莹等 (2002) 的研究表明，股权集中度与企业价值之间有着一种倒 U 型的关系，说明在某个节点股权集中度对绩效有着相反的作用。Holderness and Sheehan (1988)、吴国鼎等 (2013) 通过比较股权高度集中和股权非常分散两种极端状态下上市公司的业绩，认

为股权集中度与企业业绩不存在明显关系。

在关系治理结构与企业绩效之间的关系上，关系治理离不开对关系的信任，关系治理影响企业绩效。贺小刚等（2010）通过实证研究指出核心家族成员组合比远亲或复合家族成员组合治理效率更高。然而，于晓东（2017）却认为相比于姻亲家族成员，有直接血缘关系的家族成员共同参与治理，更容易因为权益分配不均而产生冲突，从而降低了企业内部协作度和经营效率，但是它能够规避由于无法获取外部资源途径诱发的内部冲突。张书军（2004）、朱仁宏等（2022）则根据企业发展周期划分了阶段，认为企业在创立初期，关系治理依靠关系信任可以抑制制度不完善的负面效应，降低代理成本，提升企业运转效率和经营绩效。但随着企业规模日益壮大，没有正式治理制度的规范和约束会影响企业决策效率，降低企业经营绩效。Mustakallio et al.（2012）则综合以上的说法，指出协同关系治理和正式治理同时能帮助公司提升绩效。

在董事会治理对企业价值的影响上，潘福祥（2004）围绕董事会治理机制等方面构建了 CGI 治理指标，经过实证研究发现内部治理水平提高能够促进企业价值水平的提升。在董事会结构方面，Eisenberg et al.根据 1998 年的研究结果指出，董事会规模与公司资产收益率之间存在显著的负相关性。于东智和池国华（2004）经过实证研究发现董事会规模与公司绩效呈倒 U 型关系。向朝进和谢明（2003）则发现董事会能够发挥决策和监督作用，从而有利于企业绩效提升，但是他们的独立性却难以得到保障。刘玉敏（2006）通过构建董事会要素模型，回归分析发现上市公司董事会职能发挥越好，越有利于公司绩效的提升。在董事会人员构成上，主要有外部董事、独立董事、连锁董事等方面的研究。Barnhart and Rosenstein（1998）通过对 1990 年国际标准普尔 500 指标中三百二十一家公司的数据进行研究，发现外部董事比率对公司价值影响有区间效应，即由于外部董事比率的上升，经济效益先上升后下降，但是这个曲线关联性并不确定，可能会受股价波动而产生一些变化。吴淑琨（2004）发现，非执行董事比例提升有利于企业价值的增长。此外，徐碧琳（2002）从独董督导权力、薪水机制、声誉机制和市场要素四个方面构建了函数，发现独立董事能监督信息披露的真实性从而提升公司业绩。李善民和陈正道（2002）通过事件分析法发现，构建独立董事制度会带来明确的

正面累计报酬率。王跃堂等（2006）从独立董事声誉角度出发，发现独立董事占比越多，声誉价值越高，公司绩效表现越好，但是当大股东缺乏制衡时会弱化这种积极影响。然而调查结果显示，基于乘员理论，独立董事数量增加对企业带来了明确的负面影响，原因是其会导致董事会效率的降低。郝云宏和周翼翔（2009）则认为独董和企业绩效表现无关，但是绩效的提升会反向增强董事会独立性。

在高管治理对企业价值的影响方面，本部分主要是从被替换风险、薪酬差距和两职合一三个角度阐述。就高管更换而言，龚玉池（2001）对管理层因非合理理由被更换的研究中发现，管理层更换能对短期绩效产生良性影响，而长期没有显著相关性。但是，Kaplan（1994）却在对 119 家日本公司的研究中发现，高层更换的概率与股票收益、公司绩效显著负相关。就薪酬差距而言，林俊清等人基于锦标赛理论发现高管薪酬差距的增加有利于公司绩效的提升。卢锐等（2008）通过对薪酬差距的对比研究同样发现，管理层内部的薪酬差距有利于企业价值上升，但是与员工差距过大会适得其反，所以他提出要约束管理层权力。邵剑兵和刘宇（2008）在 139 家中小上市公司的实证研究中发现，两者之间存在着显著的正向关系。然而 Siegel and Hambrick（1996）基于行为理论却发现薪酬差距和股票回报率呈负相关关系。王朝弟（2007）通过对商业银行的 ROA 数据的统计同样发现薪酬激励并不能提高公司绩效。就两职合一而言，Anderson and Anthony（1986）认为两职合一使得领导权更为集中，有利于绩效提升。正如陈传明（1997）所说，企业经营是风险性活动，而高管的任务之一就是降低企业经营风险，因此两职合一更有利于经理人发挥主观能动性，使企业存活并向前发展。然而，由于监管的弱化，企业绩效也会随之降低（Vance, 1983）。此外，蒲自立和刘芍佳（2004）指出在国企改制的背景下，两职兼任未能有效解决经营约束问题，所以两职合一对公司价值产生了负效应作用。

在高管婚变引起内部治理结构混乱与企业价值之间的关系上，Nsyland（2011）认为离婚引起的高管财产减少会导致其风险偏好降低，影响了企业的资产回报率，从而不利于企业价值提升。根据徐莉萍等（2015）的研究结果表明，高管婚变可能会引发股份减少，降低其在公司的影响力，进而引起董事会的不稳定和公司决策的低效率，最终对企业业绩产生负面影响。根据

杜朝运等（2019）的研究结果，离婚会加速高管辞职，短期内会对公司的股票交易市场形成明显的消极影响，而且随着高管权力的增加，这种消极影响也会变得更加明显。

2.2.2 企业外部治理与企业价值关系

媒体、政府、投资者、分析师、审计师等通过影响声誉和利用公开信息进行预测从而发挥外部治理作用。本部分将对媒体、直接利益相关者和外部监管者与企业价值的关系进行阐述。

从媒体治理角度出发，Deephouse（1997）指出，良好的财务声誉能够减少筹资成本、建立竞争力壁垒，从而改善公司绩效，增加股价。Joe（2003）认为媒体可以通过影响审计师行为，如在出现较多负面新闻报道时出具保留意见的审计报告，从而起到了公司治理作用。Dyck and Zingales（2004）、Miller（2006）经过系统地检验证明声誉等法律外制度通过提高控股股东攫取控制权私人收益遭受惩罚成本的预期，从而减少从所控公司外部投资者处掠夺收益的行为。郑志刚（2007）同样认为媒体、税务等可以发挥法律外制度治理角色。在他的研究中提到媒体通过声誉机制监督，迫使董事层改善经营管理，从而使公司价值符合股东价值最大化的治理原则。Nguyen（2009）认为由于媒体可以通过影响高管声誉从而起到规范作用，所以媒体越是对公司进行正面报道、越是关注 CEO，企业价值越大。与此同时，我国证监会在出台的监管政策中多次强调了媒体监督的作用，可见除去部分媒体以流量和利益至上，媒体对完善公司治理具有举足轻重的地位。但是，李培功、沈艺峰（2010）却认为鉴于我国国有资本占主导并且经理人市场并不成熟的情况，声誉机制所能发挥的作用十分有限。

从直接利益相关者角度出发，李维安和王倩（2011）以及 Shleifer and Wolfenzon（2002）发现对投资者的保护可以降低代理成本和资本成本，从而增加企业绩效。其中是信息披露的充分性在其中发挥了重要作用（Mary Cinger, 2004）。李正（2006）认为社会责任与短期企业价值负相关，但长期来看无影响。其次，谭云清（2008）从产品市场竞争角度指出有效的产品市场竞争对企业产出增长率有显著的促进作用，且产品市场竞争对国有企业绩效的正

面效应尤为显著。

从外部监管者角度出发，Modigliani and Miller（1958）从传统税收治理视角出发，认为债务融资能够通过节税提高企业价值。Haw et al.根据 2004 年的研究表明，有效的税务实施可以显著提升企业绩效，而高度遵守税务规定则可以抵消其他法律制度对内部人收入管理的不利影响。Desai 等（2007）以及张斌和徐琳（2012）发现政府倡导的税收征管具有正外部性，能够促使企业信息披露更及时、准确、透明，从而约束管理层自利行为和揭露公司治理矛盾，进而提升公司价值。但是，如果税率过高，公司治理不完善，管理层倾向于侵占避税得到的盈余，从而不利于企业价值提升。此外，类承曜（2007）研究了银行监管方法后提出，存款保险、资本充足率等硬性要求有效地规避了道德风险，减少了银行危机，有利于银行价值的提升。也就是说外部监管趋于严格有助于企业规避风险，从而提升公司绩效。

2.3 企业价值的衡量方式

企业价值评价是通过量化经营业绩和评价非财务信息，从而衡量并且反映管理层履职情况，进而为改善内部管理，提高经济效益提供价值信息的重要途径。

公司经营绩效评价系统在国外早已有所研究，其中包括杜邦分析体系和平衡记分卡等典型的评估方法。1932 年，Loss 提供了一种通过面谈来知晓公司业绩的评估思路。Jackson（1950）建立了一个完善的管理指标评价体系，并在五十年代得到了广泛的应用。Affred Rappaport（1986）从获利增加的角度构建了股东价值增值（SVA）概念。1982 年，Stewart 着眼于股东财富最大化，在剩余收益模型（RI）的基础上将权益资本成本纳入考量，将绩效评估、鼓励机制、管理体系和价值观系统结合起来，进一步开发了经济增加值（EVA）理论。但是该指标需进行会计调整的项目过多，也不利于横向比较，所以 1988 年他们将成长性因素考虑在内，提出了 MVA 指标。本世纪 80 年代末，美国杜邦公司旨在缓解代理冲突，通过细化权益资本报酬率等指标的方式，提出了杜邦分析法。Kelvin Cross and Richard Lynch（1990）提出了绩效金字塔模式。它首次将企业总体战略与财务数据和非财务要素结合起来，能更好地揭

示企业的持续发展水平。Kaplan and Norton (1992) 克服了仅依靠财务数据来评估公司的缺陷, 从消费者、资产、内部操作工序以及学习和发展四大非财务指标维度出发, 提出了平衡记分卡。Camilleri et al. (2017) 根据研究发现企业价值深受内外要素的影响, 对此, 他结合了 PEST 战略模型和波特五力模型构建的内部环境影响指数与企业规模等外部环境指标共同构建了企业价值评估的框架图。

国内学者尤其强调了非财务指标对于测量企业运营效益的突出地位。沈亦灵 (2001) 从评价所依据的信将企业绩效评价划分为由提供货物服务方、出借人和中小股东等组成的外部评价以及由消费者、操作流程等组成的内部评估。宋荣兴和孙海涛 (2002) 从经营安全性分析指标, 营运能力分析指标和盈利能力分析指标三个维度构建了企业资产经营绩效指标体。杨宗吕和许波 (2003) 将定量分析指数与定性分析指数有机结合, 原因是他认为定量分析指数可以更准确地反映企业的运营业绩, 而定性分析指数则是评价企业经营业绩的关键。容莉 (2004) 和李妙辉等 (2005) 将平衡计分卡作为一种有效的综合性经营绩效评价方法引入国内, 而杨勇 (2012) 则将其应用于我国的经营绩效评价体系。自此, 战略性绩效评价也随之出现。耿修林 (2006) 提出了一种新的观念, 即多指标零距离, 以便客观、全面地评估和分析数据, 以此来评判公司经营绩效。2007 年, 徐光华等人将企业社会责任感纳入其战略绩效评估体系中, 创造性地制定出时钟绩效模型。根据张涛 (2013) 的问卷调查结果, 市场竞争力和企业可持续发展能力是衡量企业绩效的关键因素, 所以在保持传统财务指标稳健性的基础上, 它将创新能力、研发能力纳入评价指标的构建中。

为使得评价指标更符合行业特色, 劫茂华和胡伟娟 (2012) 基于“二八定律”和层次分析法建立了一个低碳经济环境下的煤矿企业绩效评价指标体系, 并将相应的权重纳入其中, 以更好地反映公司的经营绩效。朱鹏 (2016) 根据融资租赁公司的实际运营情况改进了杜邦分析体系经营绩效指标。何宜庆等 (2017) 构建了针对工业企业的评价体系, 该体系考虑了盈利能力、资产质量、债务风险、经营增长四个方面。徐明霞和陈明灿 (2017) 在研究跨国企业并购经营绩效时, 选用了盈利能力指标、现金流量能力指标、成长能力指标、资产管理能力指标和偿债能力五个指标。

2.4 文献评述

国内外学者均已意识到控制权对于理解公司治理过程中出现的问题具有不可替代的学术价值，所以对于控制权转移对治理结构和企业价值影响的研究是非常有必要的。

通过对国内外控制权文献的梳理，可知控制权争夺深受经济制度、历史背景等多方面的直接影响，其本质是为了获得更多的利益，包括但不限于经营决策权、社会关系网络等。争夺的发生不仅会改变企业的经营状况，还会对企业的未来发展产生深远的影响。但是学者们对控制权争夺所产生的影响却有不同的观点。从短期来看，大多数人认同控股权争夺会对企业的业绩和股价造成负面影响，所以应当谨慎对待。从长远来看，由于公司发展趋势和治理效率各不相同，控制权争夺对公司的影响是积极还是消极仍有待考量。此外，少有人研究由于婚变引起的股权分割进而导致控制权转移的这一现象，也未对其中的作用路径进行阐述，这也给本文的写作提供了一些空间和可能性

在公司治理与企业价值关系的研究中，学者对于内部治理与企业价值的实证研究比较丰富，并且由于所使用的数据模型、分析工具、会计指标、数据库样本、概念界定、解释角度的不同，在影响方面未能达成一致看法。大部分都认同高质量的公司治理状况，比如良好的内部控制体系能够降低企业风险，从而提高企业价值。但是对于股权相对集中下的第一类代理问题却少有人以案例的形式研究，本文将针对这一问题进行相应的拓展。

通过对有关企业价值衡量方式的文献梳理，这些论文的共同之处在于先提出了绩效评价的概念和评价最终所要达到的目的，再进行指标构建。此外，由于各国经济发展水平、工业化发展程度、所有制结构存在差异，各国评价体系的构建路径也各不相同。随着知识经济时代的到来，企业不再满足于单纯从财务数据获取企业经营绩效趋势情况，而是在传统的绩效评价体系的基础上，结合本国的法律和制度安排，不断完善和拓展充分反映企业战略管理和经营决策要求的绩效评价体系。所以，为了更全面的评价莱绅通灵控制权变更前后企业价值的变化，本文采用市场价值、财务绩效和非财务因素对其

进行综合分析。一方面，超额收益率和累计超额收益率能够确定五大事件对于企业的短期影响，托宾 Q 值能够反映控制权争夺对企业的长期效应，另一方面，对非财务因素地分析能够为财务指标分析提供事实补充。

我国家族企业普遍存在着经营时间较短、存续时间不长的问題，加上我国资本市场发育比较晚，法律制度不健全，所以我国学者在家族企业方面的研究较晚并且未形成体系。目前学术界很少有学者研究婚姻关系破裂引起家族企业控制权争夺话题，有关上市公司高管婚变事件及结果的探讨大多以新闻报道的形式来进行定性分析或者是通过描述性统计来进行实证研究。另外，国内外在婚姻法律制度、信息披露制度、企业家族文化等方面大相径庭，因此高管婚变引起控制权争夺的经济后果和防范措施也不会完全相同。所以，从家族企业内部视角出发，如何避免由于婚变引发的控制权争夺这一方面应该有更具体的防范措施。

本文期望从更加微观的视角，将家族企业内部控制权争夺与治理结构结合在一起，研究其对于企业价值的影响，并探索家族企业内部冲突中控制权转移与企业价值的内在作用机制。期望通过研究帮助投资者更加了解家族企业内部冲突给上市公司带来影响的作用路径和风险防范措施，使投资者更加审慎地投资。

3.概念界定和理论基础

3.1 概念界定

3.1.1 家族企业

在家族企业概念的界定上，学术界主要有三种理论视角。Habbershon et al. (2003) 从治理角度认为，家族企业系家族成员通过加入到企业经营并在其中共享信息、知识等从而生成出一种特殊的、不可分割的重要资源和力量，这种能力可以为企业的发展提供强大的支持，并对企业的战略方向产生深远的影响。Chua et al. (1999) 从行为视角定义家族企业为一个由有血缘关系的氏族人或少部分家庭成员管控的企业，它以一种可连续并且仅在氏族成员以及代际之间的方法运营。Litz (1995) 从文化视角指出，家族式文化的支柱在于家庭价值观，其中包括家庭管理意愿，借助价值观可以将家族企业与他人公司区别开来。

在家族企业的界定标准上，由于不同国家或地区的文化、经济结构以及法律体系上存在差异，所以标准存在着多元化 (Miller et al., 2007)。总的来说，家庭所有者拥有权力的比例是一个重要的衡量标准，而且大多数家族成员都必须是企业的实控人或持股占比最大，这一点在 Anderson and Reeb (2003) 和 Singla et al. (2014) 的研究中得到了证实。同时，为确保结果的稳健性，大多学者在实证分析中会采取多个标准来界定家族企业，并且由于不同企业的行业性质和储量差异较大，具体的标准也会随之变化。其中，Claessens et al. (2000) 指出对市场化水平较低以及位于亚洲的国家（如中国）的家族企业持股水平的判定上会相应的高一点。Masulis et al. (2011) 则认为，如果家庭成员们出任 CEO 或总裁等重要职位时，可以适当降低家庭所有权占比，但同时也要提高家族在董事局或高管团队中的地位 and 投票权，以确保家族成员能

够有效地发挥其在公司中的作用。此外，Tan and Fock（2001）提出，代际继承的发生与否可以成为衡量氏族式企业的指标。

本文将家族企业定义为以婚姻和血缘关系为纽带的家族系统和企业系统的联合体（Lansberg，1983）。莱绅通灵是由沈东军和有姻亲关系的马峻共同出资创建，合计持股 60%以上，系公司的最大控股股东。原实际控制人沈东军能够决定企业的经营管理，具有绝对控制权，并且双方均在董事会中有一席之地，所以莱绅通灵属于家族企业。

3.1.2 控制权争夺

学者们从不同的角度探讨了控制权的涵义。从产权角度来看，Berle and Means（1932）基于委托代理思想，在《The Modern Corporation and Private Property》中指出企业控制权就是股东所掌握的参与选举和更换董事会成员的投票权。Blumberg（1983）同样认为，“控制权”就是通过主导董事会的选举而相应享有管理公司业务的权力。何自力（1997）将控制权定义为能够选举董事会、制定公司政策、决定公司战略决策的权力。从契约角度来看，Jensen and Meckling（1976）基于契约原则将控制权定义为由决策团体和决策结构共同决定的，最终由公司高管层来掌握的权力。这一定义是以确保公司的可持续发展 and 可持续经营的一种契约。张维迎（1995）指出，企业可以利用其享有的投票表决权来监控经理人的行动，从而控制公司内在资产的运用和转移，并且可以获得超越表决权的剩余控制权和剩余索取权，而往往这些权利不受契约规定的限制。

由此可见，控制权配置是各类控制权来源要素的所有者博弈的结果。所以，控制权争夺指的是企业内外部利益主体为了实现自身的利益而对目标企业的管控权进行争夺的过程。在控制权争夺过程中，为获得更多的投票权，争夺者除了股权收购等方式提高目标公司的持股比例，还会抢夺公司的董事会席位，以此左右公司的决策，使之满足自身需求，从而掌管公司。

本文案例中，莱绅通灵控制权争夺的导火线是婚姻关系破裂而引发的持股相当的两大股东之间的利益冲突和诉求冲突。马峻从拥有权力转变为能真正行使权力，期间，财产要求权、董事会话语权、事务决策权的争夺贯穿了

控制权争夺的始终。

3.1.3 企业价值

企业价值是基于企业资产价值、体现财务状况的重要度量指标。也就是说，它不仅反馈了公司的历史与现在的财务状况，还通过现金流折现等体现财务风险程度，反映公司的长期发展前景。

在上世纪 60 年代，美籍学者首先提出了企业价值的概念，并将其作为一个重要的理论基础词。随后，不同学科对企业价值作出了不同的概念界定。在经济学领域中，企业未来的盈利和发展能力决定市场价值。在传统财务学理论中，公司价值的主要衡量指标是账面价值。这种衡量方法以过去的业绩为参考，带有明显的滞后性。在财务学中，企业价值被分为市场价值、账面价值、内在价值、清算价值等。在企业价值管理学中，企业需要以各方利益为指导，采用价值最优化方式，兼顾企业利益最大化和企业社会价值。

本文认为企业价值不是简单将量化企业全部资产的指标加总，而是一个兼顾所有利益相关者的综合概念。因此，本文不仅以市场价值指标托宾 Q 值作为衡量指标，而且还将财务指标、非财务指标等因素纳入考量，以更好地反映企业价值的变化情况。

3.2 理论基础

3.2.1 利益相关者理论

1963 年，斯坦福学院某个小组提出了利益相关者的概念，即公司如果没有他们的支持，就无法维持正常运营。然而，这一定义存在不足之处，它仅仅考察了利益相关者对公司的单边作用，但它也暴露出公司周围还有其他可能会对企业发展造成重大影响的人群。1964 年 Rhenman 揭示了企业与利益相关者的相互依存关系。Freeman (1984) 以一种更广阔的战略视角扩充并完善了利益相关者的含义。他指出，利益相关者是一个复杂的系统，它们可能是直接影响公司目标达成的一群人，也可能是被动接受目标过程结果的一群人。

随后，Clarkson（1994）具体化了利益相关者定义中，他认为利益相关者是风险承受者，主要是因为他们其中投入了人财物等有价值的专用性投资。Frederick（1988）依据资源对企业的影响途径将其区分为直属利益相关者和非直属两类。其中直接的包含出资人、职员、出借人、提供货物服务者、零散出售者、购买者和竞争对手等，而间接则是指那些与公司无直接市场关系的主体，例如政府机构、社团、新闻媒介和公民等。因而，公司的管理者需要综合考虑各方利益，尤其是在重大决策时需考虑相关利益者效应，并以总体效益为重点，确保组织机构的有效运营。

本文将相关者界定为一些在企业生产活动中从事了专业性参与，并经受了特定经营风险的人士和团队。而本文的利益相关者主要包括股东、员工、供应商、消费者、竞争者、政府、媒体。

3.2.2 情感冲突理论

情感冲突理论的定义是公司内部存在感情不和谐、交流不顺畅、发生纷争等情况会对公司绩效产生不良后果。Watson et al.根据 1995 年的研究结果指出，企业高管之间的沟通与交流能够有效增加新创企业的绩效，这是因为异质性较高的成员间虽在公司发展战略和一些问题上存在较大差异，但是他们能够通过有效的沟通达成统一的处理办法，从而实现共同的目标，期间产生的创造力比同质性团队高。这表明，良好的沟通是提升企业绩效的前提。Amason（2003）指出，情感冲突会对决策效率产生负效应。因为缺乏沟通，团队成员间容易积累负面情绪，伤害彼此的感情，这不仅会降低企业决策效率，不利于企业战略绩效等多方面问题的解决，而且会降低成员间的信任感，引发正常沟通渠道的阻塞，产生内部情感冲突，不利于企业健康发展。

公司决策问题上产生意见分歧容易出现在高管团队成员间个性不相容、关系对立的情景中，进而导致团队成员间的矛盾或敌对行为。Rahim（1992）从冲突来源的角度出发，将矛盾分为三类：利益矛盾、价值矛盾和看法矛盾。其中，利益矛盾指的是在交互过程中，双方或多方对于收益的分配存在明显的偏差；价值观念上的不同即价值冲突；而看法矛盾则指的是双方对相同目标的完成途径上存在分歧，从而导致双方无法达成共识。

本文的案例中，原实际控制人沈东军被提起离婚诉讼是其与配偶马峭情感冲突的体现，而情感冲突会弱化他的工作精力。其次，他与小舅子马峻等人持股比过于接近，在公司的经营方向上本就有着不同的价值理念，存在意见分歧，由此产生控制权争夺引发的情感冲突。在其与马峭的婚姻关系破裂后，利益冲突被扩大化，他们对待彼此的态度也发生了变化。沈东军和马峻夫妇更倾向于提出反对对方的意见，拒绝和对方沟通交流，这不仅影响到双方的工作效率，同时也会影响到董事会其他成员决策参与和目标达成的有效性，影响到企业经营决策的氛围和质量，这对于企业的绩效、发展等方面非常不利。

3.2.3 双重三层委托代理理论

Ross.s（1973）认为，当双方主体中的委托方授权代理方代为运用决定权时就会形成代理关系。两权分离之时，被代理人 and 受托商相互之间的信息没有形成对应关系便会产生不利的结果。随后，Jensen and Meckling（1976）提出的委托代理理论与此不谋而合。根据不对称信息发生的时间，Kenneth Arrow（1963）将委托代理问题分为逆向选择和道德风险。冯福根（2004）认为传统以研究怎样保证代理人在运营中能够重点考虑出资人为核心的理论本质上是一种单重代理理论。传统的代表理论可以分为两类：一种是股权份额相对分散的情形下，存在在出资人和经管者之间的委托代理问题；另一类是股权份额较为聚集或者内部人管理的情形下，出资相对较多的人和中小股东之间的代理问题。

结合家族企业的特点，王明琳和周生春（2006）基于传统代理理论提出了“双重三层”委托代理理论。第一重委托代理关系存在于控制性家族与经理人之间。由于家族内部人可以自任管理者，也可以外聘职业经理人，所以其又被分为两个层面，即控制性家族和家族内部经理人，以及控制性家族和外部经理人之间的委托代理问题。第二重委托代理关系则存在于拥有相对控制权的氏族和社会中小股东之间。自此，“双重三层”委托代理问题成为家族企业发展的重要参考。此外，上市氏族企业可以分为创业型和非创业型，其中前者占据着更大的比例。创业型家族企业指的是控制企业的大股东是家

族成员兼创始人，同时高管职位一直被控制性家族成员占据。对于创业型家族企业来说，控制性氏族权威能降低代理成本，经理人很少会出现侵占中小股东利益的掏空行为，但是受利他主义影响，家族和经理人之间容易产生委托代理问题。而非创业型则相反，所以控制性家族和社会中小股东是其主要面临的委托代理问题。

本文的案例中，莱绅通灵是由沈东军和有姻亲关系的马峻共同创建的，并且双方一直在董事会中任职，属于创业型家族企业。其主要面临第一重委托代理问题，即控制性家族和家族内部经理人之间的代理问题。

4.案例介绍

本文把莱绅通灵作为案例研究对象，该公司作为上交所首家珠宝上市企业，2017年因跨国收购比利时王室珠宝品牌 Leysen 实现品牌重塑和战略转型，两位家族创始人却因此产生了经营决策方面的矛盾。2019年11月至2021年12月受董事长沈东军离婚案件的影响，内部冲突升级，婚变引起的控制权争夺引发了股价波动、业绩下滑、重大人事变动潮、股权结构不稳定等不利影响。2019年至2020年更因董事违规占用公司资金、被税务机关调查，收到中兴华会计师事务所出具的非标准审计意见。本部分将对莱绅通灵公司主营业务、主要人物关系、冲突具体表现、控制权争夺产生原因进行详细梳理，以便为后续分析控制权冲突发生前后企业价值变动做铺垫。

4.1 莱绅通灵公司介绍

1999年11月22日，沈东军和有姻亲关系的马峻合伙设立了江苏通灵珠宝有限公司，以钻石珠宝首饰的品牌运营管理、产品设计研发及零售为主要经营业务，以“成就员工，造就世界级优秀珠宝企业”为公司愿景，以“赋能王室品位”为使命，致力于为顾客创造值得“为下一代珍藏”的中高端珠宝品牌。

2016年11月23日，通灵珠宝于上交所上市，成为沪市珠宝 IPO 第一股（股票代码：603900）。2017年4月，通灵珠宝在董事长沈东军的带领下战略投资了远在比利时并拥有着悠久历史的王室珠宝品牌 Leysen，也因此正式升级为 Leysen1855 莱绅通灵，开启“王室品位”的品牌战略定位，为公司长远持续发展固抵根基。莱绅通灵珠宝股份有限公司专注于为消费者提供比利时优质切工钻石产品，用自主研发的“超级单品”设计传递着通灵珠宝的品牌内涵，提升品牌核心竞争力。

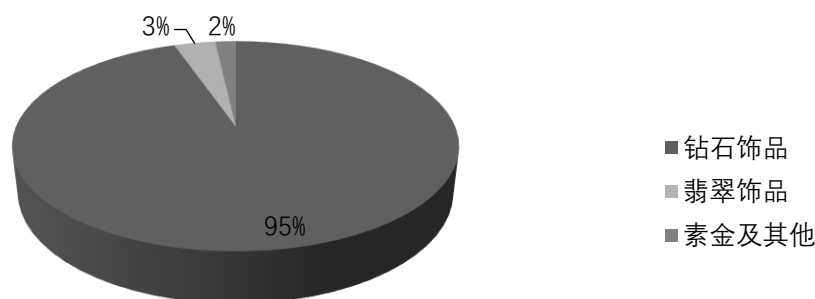


图 4.1 莱绅通灵 2021 年各类产品的营业收入情况

表 4.1 莱绅通灵 2021 年各类产品营业收入及毛利率情况

分产品	营业收入（万元）	营业成本（万元）	毛利率（%）	毛利率增减（百分点）
钻石饰品	123344.92	53039.56	57.00	-1.28
翡翠饰品	4651.12	1926.71	58.58	-19.97
素金及其他	2300.21	2045.56	11.07	-16.63

莱绅通灵的存货构成中主要是单价高、款式多但周转慢的钻石饰品，其营业收入在 2021 年占比高达 95%。就毛利率而言，翡翠饰品居于首位，钻石饰品次之，两者不相上下。与珠宝首饰业的其他公司不同，莱绅通灵的传统黄金饰品占存货总量比重较小，所以，存货周转速度整体较慢但单位贡献毛利率高。与此同时，莱绅通灵 2021 年各类产品毛利率相比于上年均呈下降趋势。由此可见，莱绅通灵的冲突矛盾在存货上便有所体现，具有一定的可研究性。

4.2 莱绅通灵控制权冲突表现

起初，沈东军和马峻持股相当，沈东军通过增持股份获得了实际控制权身份，并且成功拿下董事会阵营。不幸的是，由于离婚，沈东军流失了一半的股权，马峻顺利成为莱绅通灵最大的股东。随之，凭借股票表决权，马峻更换了高管成员，重新夺回了董事会的话语权，并且更改了战略方面的决策。期间，为逼迫对方退出控制权争夺，双方相互举报彼此的违规行径，投反对票以影响对方的决策部署。结合前文对控制权相关文献的梳理，可见，控制

权争夺要素不仅仅拘泥于股权资本所代表的企业所有权，还包括董事长职位和董事会席位、信息的掌握度、经营决策权。

在莱绅通灵的案例研究中，本论文首先回答了原已退出企业日常经营的董事兼创始人之一马峻通过何种途径一步步摆脱另外一位持股相当的创始人沈东军的控制，并且重新夺回控制权。

4.2.1 婚变导致持股比下降

1999年11月22日，沈东军和马峻各持有江苏通灵翠钻有限公司一半的股权。2018年伊始，马峻和妻子蔺毅泽虽仍旧持有与沈东军相等的股票数量，但是不再参与公司的日常经营管理，只在莱绅通灵董事会上任职董事一职。同年，沈东军在股票流通市场购买并增加持有股份至31.16%，相较于蔺毅泽和小舅子马峻合计持有的30.68%的股份，沈东军以0.48%的份额略微胜出，打破了往日双方持股比例均衡的局面。此时，公司的实际控制人由沈东军、马峻两人变更为沈东军、马峻两人变更为沈东军。

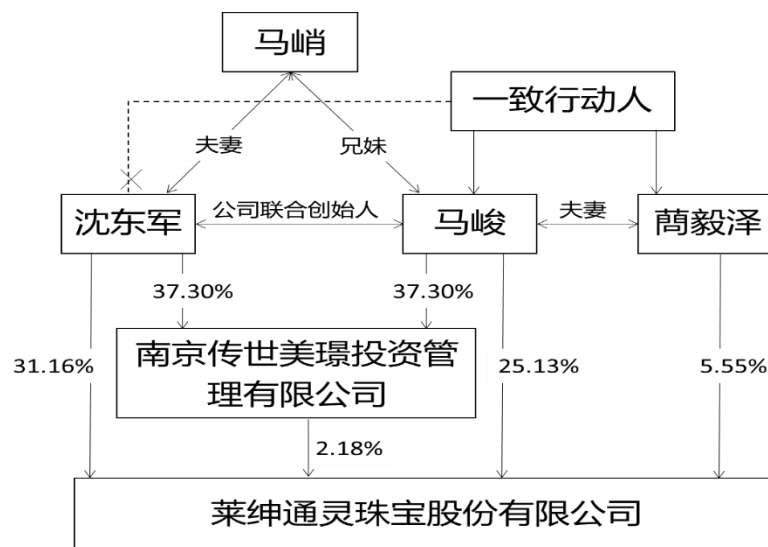


图 4.2 莱绅通灵人物关系图

2019年11月沈东军的妻子马峭向法院申请中断和沈东军的夫妻关系，并请求分割财产。2021年4月23日，马峻和蔺毅泽发布解除一致行动人关系的告知函，宣布由于沈东军已和妹妹马峭离婚，加之马峻和沈东军在经营和公司发展方面存在重大意见分歧，因此解除关系。2021年7月，法院做出准予

马峭与沈东军离婚的一审判决，并要求沈东军将名下持有的股权与马峭平分。持股数据显示，沈东军对莱绅通灵公司的持股比将减少为 15.58%，而且对传世美璟公司的持股比也将从 37.30%减少到 18.65%。与此同时，对于传世关璟的持股情况，马峻持有 37.30%的股权，沈东军的前妻马峭作为一致行动人持股 18.65%，双方合计持股 55.95%。这也就是说股权分割之后沈东军将同时失去莱绅通灵的实际控制人身份和传世美璟的控制权。

沈东军公开表示不能接受一审判决结果，希望通过支付对价等方式作为此次离婚案的经济补偿，于是提起上诉，并申请公司以无独立请求权第三人的身份介入二审，试图借助公司力量来发言申辩并提交相关证据，进而拖延诉讼时间并影响该离婚案件股权分割的判决走向，但被法院驳回。同年 11 月 26 日，法院终审表示不采纳沈东军请求并维持原判。离婚诉讼二审判决结果将对莱绅通灵的股权结构产生重大影响：沈东军被要求分割一半的股权给前妻马峭，与此同时由于近亲属和夫妻关系的缘故，马峻、妹妹马峭和妻子蔺毅泽构成一致行动人，合计持股远超沈东军，也就是说马峻成为了公司第一大股东和新的实际控制人。此后，为了避免触发《收购管理办法》第 56 条里的全面要约收购，马峻兄妹通过股权转让的方式，马家合计将股权减持到 30.68%，而且实际控制人地位仍然稳固。自 2022 年 9 月以来，沈东军通过集中竞价和大宗交易陆续减持所持股份，这从侧面宣告了莱绅通灵内部冲突基本结束。

由此可见，随着离婚诉讼案件的尘埃落定，沈东军持有股份数额逐渐减少。从持股比例来看，实际控制人已然发生变更，控制权已经从沈东军转交到马峻手中。

4.2.2 频繁的人事变动

自 2018 年以来，公司开始出现多位董事、监事、高管相继离职的情况。2017 年莱绅通灵战略并购了比利时 Leysen 实现战略转型后，监事庄瓿、王小文，董事会秘书刘昆、蒋悦，董事赵坚，副总裁王庆成等人因经营理念、管理方式和董事长沈东军有一定出入而相继辞任自己在莱绅通灵的职业。与此同时，马峻和妻子蔺毅泽也退出公司日常经营管理，只在公司董事会担任

董事。此时，董事会内部成员也全然归属于沈东军阵营。

2021年12月受离婚诉讼案件影响，沈东军辞任总裁职务。反观虽是第一大股东的马峻，在成为莱绅通灵新的实际控制人之后，在董事会上仍然缺少话语权，所以沈东军依旧强势地操控董事会和监事会，并且沈东军以马峻等人仍在减持股份为借口，以不稳定性等托词否决了马峻多次提出改选董事会的议案，顺势推举了姜杰出任新的公司总裁。此时，公司主要分为两大阵营：第一大阵营为马峻、发妻蔺毅泽、与马家关联度较高的庄瓿和王丽丽及其控制但表决权暂由马峭代行的克复荣光；第二大阵营为沈东军及沈东军本人提名的公司总裁姜杰。

2022年1月10日，沈东军草草结束了自己董事长的任期，同时马峻以100%的支持率当选新任CEO和董事长，使得他的权力大大增强，同时补选与马家关联度较高的庄瓿为董事、总裁，付锦华等人为独立董事，同时应邀刘靳先生为公司财务总监、曹颖为董事会秘书，此时马峻掌握董事会超半数席位。2022年1月13日，曾被沈东军推上总裁之位的姜杰也退出了董事会的舞台，公司副总裁杨磊和李健等人也被引退。2月15日，沈东军落寞辞任公司董事，并表示解职后不在莱绅通灵担任任何职务，并陆续减持公司股权。

显而易见的是，沈东军和马峻两人控制权转移的同时，管理层团队相继更迭，沈东军及其团队成员被悉数替换成马峻方成员，说明双方都希望通过董事会权力配置来掌握企业最终控制权。

4.2.3 溢价收购后全额计提减值

企业成立之初，沈东军倚靠岳父马崇仁对翡翠玉石鉴定的专业性，和马峻合伙参与翡翠玉石专卖投资活动。凭借马崇仁的首席珠宝顾问专属服务和南京市最低定价，沈东军名噪一时。1999年双方合伙创立了江苏通灵珠宝，主打钻石饰品的售卖。在双方的共同努力下，特别是沈东军卓越的营销管理能力，公司不断发展壮大。2017年4月沈东军支付了3180.8万元现金溢价收购了比利时王室珠宝品牌Leysen 81%的股权，其中确认2842.71万元商誉。与此同时，由于公司经营权和决策权完全掌握在沈东军手中，沈东军便不顾马峻等人的反对，将已有相当知名度和影响力的通灵珠宝更名为莱绅通灵。

然而，在莱绅通灵实际控制人变更为马峻之后，2021年度莱绅通灵财务报表披露，莱绅通灵对收购的比利时公司 Joaillerie Leysen Freres SA 全额计提了商誉减值准备，导致利润减少了 2842.71 万元。此前，虽然自 2017 年战略投资比利时公司 Joaillerie Leysen Freres SA 之后该公司一直处于亏损状态，并且上海证券交易所于 2021 年 5 月就商誉未计提减值准备提出了问询，但是公司出于未来战略考虑，未曾计提减值准备，并就问询部分解释道，此举符合谨慎性要求，证据是每年都会有专业的资产评估事务所进行商誉减值测试。

从翡翠玉石发家，到一意孤行地溢价收购比利时珠宝品牌并更名，再到全额计提商誉减值，可见家族成员内部关于公司战略发展方面出现了重大分歧，而控制权人拥有公司的经营决定权，进而双方在控制权争夺过程中获取企业经营决策权，以便作出符合自己预期的决定。

4.2.4 相互举报，相互反对

2020 年 12 月底，莱绅通灵发布公告说道，公司在 2020 年 7 月自查的过程中发现有资金出入问题，而此事兼及到了马峻和蔺毅泽。紧接着公安机关便接到了举报并开始严肃处理。其主要理由是发现了从 2005 年开始的 10 年间，纳入马峻、蔺毅泽管理范围的与货物提供方的交易中，货物流入金额和资金流出金额有着较大差别。所以，公司合理怀疑马峻、蔺毅泽等人利用职务之便，通过虚开巨额增值税专用发票、挪用资金等途径违规侵占了公司大量资产。公告一经发布，引发了股价震荡，同时也引起了媒体和社会公众的热烈关注。2021 年 1 月，针对控告马峻等人涉嫌职务侵占等情况，公安机关做出了不予立案的决定，原因是经审查确认，该案无实质性的证据，也未发现犯罪事实。沈东军便在微博上连续实名举报马峻夫妇职务侵占，并表示会持续协助税务机关调查。

在同月“关于开展专项审计的议案”中，马峻和蔺毅泽认为公安机关已判定了该职务侵占案件无犯罪事实，无需再浪费人力和财力进行审计，因而投了反对票，但沈东军打着要彻底清查并梳理董事职务侵占真实情况的名号，不顾姻亲关系，断然投了赞成票，聘请了会所和律所团队调查和监督，并授权高层成立专题栏目负责细致化推进，此举将两人的矛盾冲突上升到了董事

会层面。

由此可见，为了避免由离婚财产分割引起的控制权丧失，沈东军试图凭借举报等途径让马峻夫妇锒铛入狱，进而全面获得公司支持。

与此同时，马峻向媒体透露了沈东军深陷和妹妹马峭的离婚诉讼风波。若离婚判决生效，沈东军的资产将被强制性地一分为二。而一旦股权被平分，沈东军与马峻势均力敌的股权平衡将被打破，沈东军也会失去公司最大股东身份和实际控制人的地位，进而给公司未来生产经营带来重大不确定性。

此外，两人的矛盾还体现在董事会的众多议案上，具体情况如下：

表 4.2 莱绅通灵上市至今董事会决议情况（持反对意见）

序号	日期	议案内容	赞成	反对	反对人员名单
1	2020-08-17	聘任刘昆为董事会秘书	6	2	马峻、蔺毅泽
2	2021-01-08	选举沈东军公司董事长	6	2	马峻、蔺毅泽
3	2021-01-08	聘任沈东军为公司总裁	6	2	马峻、蔺毅泽
4	2021-01-20	开展专项审计	6	2	马峻、蔺毅泽
5	2021-04-27	聘任李健为公司副总裁	6	2	马峻、蔺毅泽
6	2021-05-13	聘任杨清为董事会秘书	6	2	马峻、蔺毅泽
7	2021-10-29	以无独立请求权第三人身份参与沈东军与马峭离婚案二审程序	6	2	马峻、蔺毅泽
8	2021-12-09	聘任 JackyJiang 先生为公司总裁	6	2	马峻、蔺毅泽 董事长：沈东军 董事：王峥
9	2021-12-16	马峻提请召开临时股东大会	2	5	独立董事：周小虎、胡晓明、黄德春

由表 4.2 可知，在高管成员聘请方面，马峻、蔺毅泽曾多次以被聘任高管人员无相关经验、资质证明或者无法保持独立性等理由反对，公然站在沈东军阵营对立面，但是因为马峻夫妇在董事会上缺少支持者和一定的话语权而被无视。需要特别注意的是，2021 年底，马峻曾多次申请召开临时董事会并且改选董事会，但是都被沈东军一一否决。随后，在马峻凭借最大控股股东身份担任董事长一职后，董事会呈现一片祥和状态。

由此可见，沈东军和马峻、蔺毅泽的矛盾早已在日常经营过程中有所显现，沈东军举报马峻夫妇利用职务之便侵占资产，马峻揭露了沈东军实际破裂的婚姻家庭状态，双方在董事会的议案上各执一词，以自己的利益为出发点相互反对，都试图利用自己的信息优势，逼迫对方退出公司的经营，全然

不顾公司层面的整体利益。

4.3 莱绅通灵控制权冲突原因分析

4.3.1 股权设置均衡，家族关系破裂

由表 4.3 可知，截至 2018 年 12 月 31 日，公司的实际控制人、董事长沈东军直接持有莱绅通灵 31.16% 股权。马峻直接持有公司股权 25.13%，其妻子作为一致行动人直接持有 5.55% 股权，即双方共同持有莱绅通灵的股权占比为 30.68%。沈东军和马峻通过各自直接持有南京传世美璟 37.30% 的股份，间接共同持有莱绅通灵 2.18% 的股权。从股权架构来看，双方持股比例相当，股权相对集中，任一方无法单独绝对控制企业，为企业控制权处于不稳定状态埋下了伏笔。在内部冲突发生前，公司的经营和管理依赖姻亲关系这种无形的纽带加以维系，具有弱契约性。

为了公司长远发展，马峻在公司更名事情上主动妥协，经营权和决策权完全让位于沈东军。与此同时，沈东军却违规占用公司非经营性资产，以推广公司业务为名进军娱乐圈，打造属于自己的 IP 形象，并且试图以举报马峻夫妇侵占资产来稳固自身的控制地位。显而易见的是双方的经营理念和利益诉求有较大分歧。所以，在沈东军与其妻子感情破裂后，沈东军和马峻、蔺毅泽宣布解除一致行动人关系，双方在内部冲突后期形成了股东僵局，公司无法形成有效的股东会决议。如表 4.4 所示，截至 2021 年 12 月 31 日，沈东军直接持股降为 15.58%，同时实际控制人变更为马峻，沈东军不再担任总裁、董事长等职务。

由此可见，股权制衡模式也有一定的弊端。莱绅通灵大股东之间的控制权与利益索取权的失衡是由于利益诉求和权力的分配不同而引发意见分歧，股权配置过于均衡，进而产生家族内部矛盾，直接影响家族企业的权力布局，并对企业经营发展产生深远影响。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/625220111003011101>