

## 我国旅游企业股权换投资的信号与稳定博弈研究

文/杨守萍 王慧 贾荣

无论是新成立一个旅游企业，还是新上一个旅游项目，都需要一笔额外投资，但吸引旅游投资并不容易，因为投资人并不十分清楚该旅游企业的真实情况，旅游企业的盈利能力往往只有企业自己知道。如果该旅游企业向潜在投资股东提议用一定比例股份换取投资，那么，在什么条件下潜在股东会投资，而旅游企业转让多少股份才算合理？旅游企业如何做才能稳定投资股东？本文根据博弈理论，对我国旅游企业股权换投资进行了博弈研究，并从中得出几点启示。

### 1 旅游企业股权换投资的信号博弈分析

旅游股权换投资的实质，就是旅游企业股票发行定价和潜在投资股东选择股票的问题，“信号博弈”（Signaling Game）就是深入研究具有这种信息传递作用的信号机制的一般博弈模型。

假设旅游企业的利润只有高低两种可能性，即 $\pi = H$ 或 $\pi = L$ ，且 $H > L > 0$ ，新的旅游项目所需投资为 $I$ ，它的收益为 $R$ ，只有当该旅游项目的收益大于投资到其它项目的收益时，这个投资才有意义，因此 $I$ 和 $R$ 必须满足 $R > I(1+r)$ ，其中 $r$ 是其它项目的收益率。

上述结论意味着，当潜在投资股东相信旅游企业盈利能力强时，会接受较低的股权比例，也就是较高的股价；否则只能接受较低的股价。这说明，一个旅游企业除经营业绩外，提高运营透明度和保持良好的公众形象也是非常重要的。

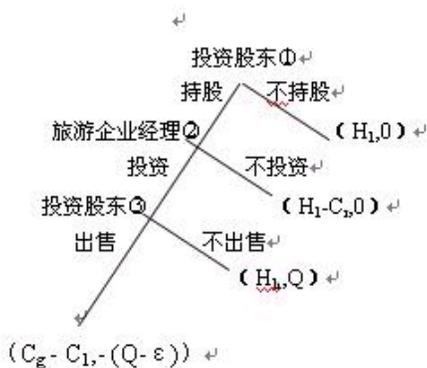
### 2 旅游企业稳定投资股东的博弈分析

在稳定股东博弈中，参与人有两个，即旅游企业经理和投资股东。其博弈顺序如下：

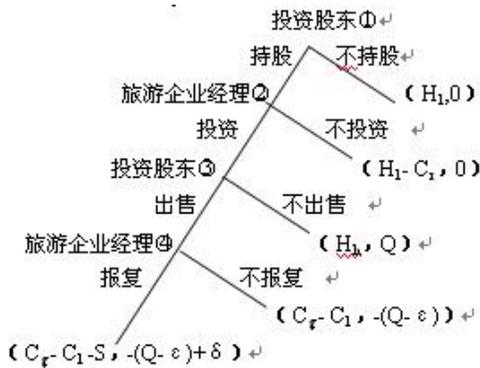
(1) 控股公司首先选择是否对这一旅游企业进行投资，持有该企业股份。若对其持股，则需要投入成本 $C_1$ ；若不对其持股，则把资金投向他处，可获得最低收益为 $H_1$ ，则 $H_1$ 就是股东向该旅游企业投资的机会成本。

(2) 如果投资股东向该旅游企业投资持股，则该企业经理决定是否向企业作出投资决策。若作出投资决策，则股东会选择退出，寻找其他投资机会，并获得 $H_1$ 的收益，但这一过程需要付出一定的成本，记为 $C_r$ ， $C_r > 0$ ，即其实际获利为 $H_1 - C_r$ 。

(3) 如果企业经理选择向旅游企业作出投资决策，企业会顺利经营。当外部敌意接管者向股东发出收购邀约时，投资股东有两种选择：出售股份或不出售股份。若股东选择出售股份，其博弈收益为 $C_g - C_1$ ，其中 $C_g$ 为敌意接管者的出价，而该经理由于敌意接管后被迫离职，其博弈支付为 $-(Q - \varepsilon)$ ；若股东不出售股份，将不能得到资本利得，而只能得到投资收益 $H_h$ ，其博弈支付为 $Q$ 。这一博弈的博弈树如图1。



(图1 稳定股东博弈)



(图2 承诺行动的稳定股东博弈)

使用逆向归纳法求得的“子博弈精炼纳什均衡”为：投资股东选择{不持股，出售}，旅游企业经理选择{不投资}，其结果是，股东不向该旅游企业持股，均衡支付为 $(H_1, 0)$ ，但这种均衡对该旅游企业并非有利。为了改变这种不利情况，旅游企业经理就需要采取两种承诺行动，以稳定股东的投资。

为了稳定股东的投资，旅游企业可采取两种承诺行动。第一种承诺行动是相互持股，即企业经理通过该旅游企业持有投资股东一定比例的股份。当投资股东选择向敌意接管者出售股份时，该经理也将其所持股份出售给投资股东的敌意接管者进行报复。第二种承诺行动是长期商业交易关系，即旅游企业经理在投资股东作出向敌意接管者出售股份的决策后，立即终止与投资股东的长期商业交易关系，迫使投资股东重新寻找商业交易关系，提高其交易成本，使其遭受损失。

经过这两种承诺行动后，旅游企业经理的行动空间发生了变化，即在投资股东作出向外敌意

接受者出售或不出售股份的决策后，经理可以选择向投资股东作出报复或不报复的行动选择。假设，投资股东向外部敌意接管者出售股份后，经理选择报复，即利用相互持股将投资股东的股份出售或中断长期商业交易关系。这时投资股东受到的损失为 $S$ ，其支付变为 $Cg-C1-S$ 。假设 $Cg-C1-S < Hh$ ，通过报复后，经理得到收益 $\delta$ ，则经过经理的承诺行动之后，双方参与人的博弈过程发生了变化，增加了承诺行动的新博弈树（如图2），即投资股东选择{持股，不出售}，旅游企业经理选择{投资，报复}。均衡结果为投资股东持股、旅游企业经理投资、投资股东不出售和均衡支付为 $(Hh, Q)$ 。

总之，旅游企业在吸引投资过程中，运用了信号博弈理论对潜在投资者进行了分析，以达到投资与售权双方的策略均衡；在稳定投资过程中采取了“稳定”和“承诺行动”，使博弈达到了令旅游企业自身满意的均衡。以上分析，对其他旅游企业在投资及稳定股东方面具有一定的借鉴意义（作者单位：沈阳师范大学旅游管理学院）

#### 相关链接

我国旅游企业股权换投资的信号与稳定博弈研究  
论加强上市公司或有事项披露的对策  
证券公司组织结构变革探索  
股份支付的会计处理初探  
论公司股东名册置备制度  
人民币升值对我国股票市场的影响  
我国上市公司会计报表存在的问题、原因及改进  
谈谈国有上市公司治理结构对企业内部控制的影响

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心