

演化博弈于双重股权结构下研究股东行为的可行性分析

陈辰

东南大学经济管理学院 江苏南京 214135

摘要：随着新兴经济体中双重股权结构的广泛应用，异质股东间的利益分歧与策略互动成为公司治理领域的重要议题。本文基于双重股权结构下的关系型合约视角，结合演化博弈理论，探讨解析双重股权结构下股东策略博弈的内在机制，旨在分析演化博弈用于分析双重股权结构下异质股东策略选择的可行性，为后续公司治理结构研究、新兴市场完善差异化表决权制度及控制权制衡机制提供理论支撑。

关键词：双重股权结构；演化博弈；控制权；主要股东利益

1 引言

21 世纪以来，全球科技创新与信息流通迈入活跃的新阶段，新一轮的科技与产业变革加速重构全球创新版图及经济结构。为满足互联网及高新技术企业迅速成长扩张的同时保障创始人绝对控制权的这一迫切需求，双重股权结构应际而生并在新兴经济体中迅速普及，成为平衡企业融资需求与控制权保留的重要企业治理工具，较传统单一股权结构，在数智化与科技创新领域展现出了显著的优势。

双重股权结构通过差异化表决权设计有效抑制了创始人丧失企业控制权风险，但同时也加剧了控制股东即创始人（B 类股）与普通股东（A 类股）间的利益冲突。当前研究多聚焦于双重股权结构的法律适应性以及财务绩效方面的影响，却忽视了异质股东之间的利益冲突在信息不对称下所产生的动态策略选择行为。在这一结构下，控制股东倾向于通过绝对控制权实现长期发展目标，普通股东则更关注短期投资回报与风险规避，故由此引发的动态策略选择与冲突难以通过传统完全理性假设下的静态博弈模型进行模拟与分析。演化博弈理论在传统静态分析的基础上，增加了有限理性假设与群体动态演化机制的条件设定，为解析复杂的博弈关系提供了新方法论，可以最大化的模拟出各方股东间策略调整的内生逻辑。

本文基于双重股权结构下的关系型合约视角，结合演化博弈理论，探讨解析双重股权结构下股东策略博弈的内在机制，旨在分析演化博弈用于分析双重股权结构下异质股东策略选择的可行性，为后续公司治理结构研究、新兴市场完善差异化表决权制度及控制权制衡机制提供理论支撑。

2 企业股东间利益博弈研究现状

在双重股权结构下，中小股东的利益将更难以得到保障。

韦华（2020）认为在控制权和投票权分离的治理结构下，异质股东之间的代理冲突进一步加剧，利益侵占问题也更加显著，其中大股东是利益侵占行为的主要群体。彭真明、曹晓路（2016）也提出了类似的观点，认为控制权过度集中可能引发治理失衡风险，控股股东能够以较低现金流权实现对公司的持续性控制，导致中小股东在重大事项决策中面临投票权虚置困境。

La Porta 等人（1994）认为，在双重股权结构下，控股股东可以通过特殊表决权机制以较低持股比例获得对企业的绝对控制权，并凭此主导战略决策，可能诱发控制权私利攫取行为，在无形中损害中小股东利益。L é lis Pedrade Andrade 等人（2017）的研究也指出控制股东侵害中小股东利益的途径是多样的，控股股东可通过直接利益侵占或间接削弱治理监督实施堑壕行为。而 Amoako-Adu 等人（2014）研究发现，双重股权结构的公司股东获得股利分红更少，两权分离程度与股利分红成反比，但不同类别的票获益权相同。

随着投资者对企业治理问题关注度的提升，国内许多学者已将博弈理论引入大股东“掏空”上市公司行为的研究。赵国宇、禹薇（2018）以大股东、管理者以及外部监管单位为主体构建博弈模型，研究发现大股东持股水平越高，越易与高管形成合谋，外部监管力度则是抑制合谋达成的正向影响因素。张学洪、章仁俊（2011）则是基于监管角度对大股东与外部监督者间的博弈行为进行分析发现，传统监管框架在应对大股东策略性的掏空行为时具有一定局限性，且监管

力度及惩罚金额均影响博弈稳定策略的均衡。

3 双重股权结构结合演化博弈的理论可行性

4 双重股权结构下异质股东间的冲突

首先是控制权溢价与利益侵占的显性冲突。控股股东通过低现金流权获得超级投票权掌握战略决策主导权将产生“控制权溢价陷阱”。权责分离化提升了普通股东受到利益侵占的风险,董事会的监督效率大打折扣。

其次是信息不对称与监督成本的隐性冲突。双重股权结构在代理成本方面存在着内生性缺陷,企业面临着更高的第二类代理成本。控股股东可能通过关联方交易、占用资金等方式进行侵权,而普通股东“用脚投票”的决策监督权也将失效,创始股东或更倾向以利益目标最大化作为决策原则。

5 演化博弈理论及其适用性

演化博弈论在传统博弈论基础上结合生态演化思想,将博弈主体设定为有限理性,在初始阶段无法做出最优策略选择,需根据变化不断试错来调整策略,以此获得最优解。并在方法论层面将重心转至动态均衡上,通过构建动态微分方程或智能体仿真模型,模拟信息不对称条件下股东策略的协同演化过程。

由于异质股东间的博弈行为是无尽的,且每次博弈参与主体拥有的条件和利益诉求不尽相同,参与主体作为自然人的理性也是有限的,故演化博弈更能够真实反应并解析公司异质股东在公司不同发展阶段选择的策略。

6 双重股权结构下演化博弈模型的构建要素

首先,控股股东与普通股东均为有限理性主体,其决策行为受到信息不对称和认知能力的限制。控股股东可能通过控制权优势优先获取更多内部信息,普通股东则依赖公开披露信息进行判断,双方皆在持续博弈中及时调整策略以实现动态均衡。其次,收益函数控制的影响要素主要包括控制权集中度、代理成本以及信息透明度。控股股东收益与控制权集中度成正比,控制权越高,其长期战略收益系数越大。普通股东受到侵害的可能则与控制权集中度成反比。当代理成本较低时,控股股东会更倾向于通过非公平交易快速攫取收益。当代理成本超过侵占收益时,控股股东偏好将转向合规策略以规避风险。普通股东群体的代理成本与控制权集中度呈正相关关系,预期维权成本收益比的高低将显著影响普通股东的策略选择。信息透明程度在较大程度上受控制权集中度影响。控股股东需投入维持合规性的成本、侵占收益行为被识别的风

险与信息透明度反向相关。普通股东需承担额外信息验证成本与信息透明度负相关,进而影响监督策略的可行性。

7 总结与展望

8 应用优势与局限性

演化博弈应用于分析双重股权结构企业治理的优势在于能够处理特殊结构下股东群体的异质性和策略互动的复杂性,也适用于分析多重关系的策略协同与冲突,且在长期动态均衡的预测中更加显著,通过仿真模拟可预判不同场景下股东策略的稳态分布。

该方法的局限性在于模拟模型对参数敏感性较高,模拟结果高度依赖收益函数的设定,且存在商誉损失等难以量化的因素,故模型仍有较大的完善空间,需结合实证数据校准模型(如股价弹性等)以提升结论可靠性。

9 未来研究方向

未来研究可进一步将演化博弈模型与案例分析或实证数据整合,例如选取已上市的双重股权结构企业作为案例验证股东策略演化的阶段特征。同时,可引入跨学科方法深化对股东策略传播路径的分析,对异质股东的长期战略选择进行更深层次的剖析。

参考文献:

- [1]. La Porta, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J], Journal of Finance, 1994, V54: 471-517.
- [2]. L é lis Pedro de Andrade, Aureliano Angel Bressan, Robert Aldo Iquiapaza. Dual class shares, board of directors' effectiveness and firm's market value: an empirical study[J], Journal of Management & Governance, 2017, V21: 1053-1092.
- [3]. Amoako-Adu, B., Baulkaran, V., Smith, B. F. Analysis of dividend policy of dual and single class U. S. corporations, Journal of Economics and Business[J], 2014, V72: 1-29.
- [4]. 韦华. 实际控制人、两权分离程度与品牌投入 [J]. 中国注册会计师; 2020(05): 48-55.
- [5]. 彭真明, 曹晓路. 控制权博弈中的双重股权结构探析—以破解股权融资与稀释的困境为视角 [J]. 证券市场导报, 2016(07): 69-78.
- [6]. 张学洪, 章仁俊. 大股东掏空行为监管的进化博弈分析 [J]. 经济经纬, 2011(04): 106-110.
- [7]. 赵国宇, 禹薇. 合谋掏空中的利益博弈与监管问题研究 [J]. 会计之友, 2018(01): 90-94.