

专 业 投 资 修 炼 实 录

投资 博弈 20年



王维钢 谭晓雨 著



文匯出版社

专 业 投 资 修 炼 实 录

投资 博弈 20年



王维钢 谭晓雨 著



文匯出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投资博弈 20 年：专业投资修炼实录/王维钢，谭晓雨著. —上海：文汇出版社，2017. 9

ISBN 978 - 7 - 5496 - 2017 - 3

I. ①投… II. ①王… ②谭… III. ①股票投资—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 039025 号

投资博弈 20 年 专业投资修炼实录

著 者 / 王维钢 谭晓雨

责任编辑 / 徐曙蕾

特约编辑 / 金 蕴

装帧设计 / 王 翔

出版发行 / 文汇出版社

上海市威海路 755 号

(邮政编码 200041)

经 销 / 全国新华书店

排 版 / 南京展望文化发展有限公司

印刷装订 / 上海天地海设计印刷有限公司

版 次 / 2017 年 9 月第 1 版

印 次 / 2017 年 9 月第 1 次印刷

开 本 / 710×1000 1/16

字 数 / 278 千字

印 张 / 23

ISBN 978 - 7 - 5496 - 2017 - 3

定 价 / 48.00 元

本书是两位作者多年来研究成果的集大成，通过本书我可以看到两位资本市场研究者的努力和执着，这对共同促进中国资本市场的发展是有益的。

中国证监会首任主席

刘鸿儒

本书的作者运用国际视野，从中国资本市场出发，对资本市场的热点问题展开了深入的研究，并取得了一定的研究成果。通过阅读本书，读者可以获得颇多的良益。

中国证监会首席顾问

梁定邦

知恩，知足，知天命

知恩。1996年杨骏总裁在上海招募了君安研究所第一批8个研究员，我有幸加入了中国第一个分行业分领域研究的投资银行研究所，从业期间遇到了我的一生所爱，在国泰君安工作8年后从这所证券业“黄埔军校”毕业转入公募基金行业，此生铭记杨先生和国泰君安的恩情。感谢大成基金于华和周一烽两位老总的赏识，让我有机会在2006年末一加盟大成基金就担任基金经理，并用业绩推动大成创新成长基金规模从120亿元自然申购增长到305亿元。

知足。知足让我保有人处世的底线，知足让我不急功近利，知足让我知道有取有舍。知足让我在多次系统性风险来临前期选择减仓，知足让我在2009年毅然听取好朋友吴宽之老师和国平的意见，离开深圳大成基金到上海开始人生新的旅程。

知天命。不是听天由命、无所作为，而是谋事在人，成事在天，努力作为但不强求。虽然还没有到五十已然知天命，知道了理想实现之艰难，依然全力以赴希望有所成就，仍是发愤忘食、乐以忘忧，但对个人荣辱已经淡然。

感谢这一生遇到你们，生命中的朋友，在人生漫漫路中曾与您同行，大家都在彼此的人生中留下了印迹。

常晟投资 王维钢博士

自序 1

【第一部】 股东博弈篇



第一章 上市公司股东博弈机制的研究 2

第一节 问题的提出及选题的意义 2

第二节 创新点与难点 5

第三节 研究思路与研究方法 6

第四节 结构安排 7

第二章 理论文献回顾 8

第一节 关于公司控制权配置理论的研究 8

第二节 股东利益博弈理论的研究 9

第三章 公司所有权与控制权分离及两类委托-代理关系 14

第一节 所有权与控制权分离 14

第二节 两类代理关系 17

第四章 中国控制权配置与股东利益博弈的现状和问题 21

第一节 中国股东利益博弈的现状 21

第二节 我国大股东控制权配置争夺博弈的现状 27

第五章 发达国家公司控制权配置的经验与借鉴 55

第一节 发达国家控制权市场的理论成果 55

第二节 影响所有权与控制权配置模式与自然状态选择的因素 56

第六章 中国大股东控制权争夺的利益博弈模型分析 60

第一节 大股东控制权争夺的研究现状述评 60

第二节 我国大股东控制权争夺博弈的主要特征 61

第三节 理论分析：大股东控制权争夺的博弈模型构建 64

第四节 规范控制权争夺行为的法规建议 67

第七章 中国大股东与中小股东的利益博弈模型分析 69

第一节 大小股东利益博弈的研究现状述评 69

第二节 我国大股东与中小股东之间博弈的主要特征 72

第三节 理论分析：大股东与中小股东之间的博弈模型构建 74

第四节 加强公司治理结构制度建设、保护中小股东利益的建议 77

第八章 构建完善的上市公司控制权配置与股东博弈机制的建议 78

第一节 公司治理层面 78

第二节 法律与监管制度层面：监管层面的制度设计与修正 89

第三节 法律环境与公众监督 91

【第二部】 交易博弈篇



第一章 2011 年投资策略

——从全球竞争与地缘政治看中国资本市场的危与机 98

第一节 2010 年市场回顾 98

第二节 2011 年市场展望 101

第三节 2011 年投资策略 104

第二章 常晟投资 2013 年投资策略

——IPO 进程对 2013 年市场趋势的影响 106

第一节 融资功能熔断期前后市场趋势变动分析 106

第二节 深化资本市场顶层设计改革 109

第三节 低价发行机制利弊分析 114

第四节 不同发行机制假设下市场趋势分析 118

第三章 常晟投资 2015 年投资策略

——国防与安全，变革与转型，牛市的产生与终结 121

第一节 三年内牛市结束，谁能穿越牛熊？ 121

第二节 牛市是怎么产生的？ 123

第三节 变革与转型 125

第四节 牛市终结的归因分析 126

第五节 国防与安全——国破家何在？该交军费时 128

第四章 中国资本市场重启的对策报告 130

第一节 以鼓励市场持股为导向，恢复资本市场 IPO 直接融资功能 130

第二节 强化保护市值投资者持股利益和鼓励市值并购的发行股份与再融资发行机制 131

第三节 加快发展公募机构投资者持股规模 131

第四节 合理定位中国资本市场发展的规模目标与进程目标 132

第五章 常晟投资 2016 年投资策略

——从人民币贬值看 2016 年股票市场趋势 134

第一节 2007—2015 年全球主要市场汇率变幅与股票指数变幅年度相关性观测报告 134

第二节 各主要经济体汇率与股指历年变幅分析 141

第三节 中国汇率与股指历年变幅分析 142

第四节 2016 年中国股指波动区间估计 144

第六章 金融数学家的自我修炼 146

第一节 自我评价已修炼到金融数学家的交易第七重境界 146

第二节 股票投资者疾病九条症状自我对照 154

第三节 谢荣兴人物专访：君安人今何在（三）王维钢——追求金融数学家境界的专业投资修炼者——常晟二季度策略报告 156

第四节 《金融客》杂志人物专访——王维钢：优秀投资者的三大特征 160

第七章 向死而生、砥砺前行 168

第一节 反对涨跌解释家与形而上学预测法 168

第二节 国家队组合收益情况变动综合测算报告 172

第三节 国家队不会在 4000 点前退场 174

第四节 中央首次公报维护资本市场 179

第五节 常晟投资量化组合净值、仓位、相对排名变动图表（2012—2016 年） 181

第八章 于无声处听惊雷 183

第一节 限制红筹股退市再借壳 A 股是利好而不是利空 183

第二节 利好当利空解读是熊市末期的显著特征 185

第三节 空方怎么曲解权威人士文章的？ 191

第四节 常晟投资三季度投资策略——中国大局已定 194

第五节 于无声处听惊雷——寻找中国资本市场的持久驱动力 201

第六节 常晟四季度策略报告——人民币难以大幅贬值预期下的大类资产配置选择 209

第七节 常晟 2017 年策略报告——投资中国股票市场是现阶段最优大类资产配置选择 227

第八节 君晟研究社区关于中国企业所得税率统一减到 15% 的简政减税建议 238

第九节 中国资本市场发行监管政策修正建议 240

第九章 君晟研究社区年会成果文献汇编 243

- 第一节 君晟年会与君晟推荐新财富最佳首席名单 243
- 第二节 宏观巅峰对决：人民币汇率必须大幅贬值吗？ 247
- 第三节 地产金牌聚首：建投所长苏雪晶 vs 新科侯丽科 259
- 第四节 策略交锋争榜首：申万、建设、兴业、海通四大团队争锋 262
- 第五节 君晟年会现场实况精彩回放 270

【第三部】 国运博弈篇



第一章 大国博弈

——亚太再平衡战略评估报告：中国战略家与美国战略家的讨论 276

- 第一节 中国还是日本在挑战美国主导的二战后国际秩序？ 276
- 第二节 中国和美国战略合作的回顾 277
- 第三节 美国选择战略压制中国的原因分析 277
- 第四节 亚太再平衡战略效果评价 279
- 第五节 中美战略对峙走向战略对决的几率大增 281

第二章 中国防范美国剪羊毛攻防策略 297

- 第一节 美国剪羊毛的历史回顾 297

- 第二节 美国剪羊毛步骤归纳分析 299
- 第三节 中国防范美国剪羊毛的攻防策略 300
- 第四节 中国安全环境维护博弈策略分析 303
- 第五节 面对剪羊毛，中国富人只能转移资产来避险吗？ 305
- 第六节 不提倡反美，只提倡防美 306

第三章 论为什么我支持特朗普 308

- 第一节 这篇政治宣言划定了特朗普共和党的盟友和敌人 308
- 第二节 这篇政治宣言宣示了特朗普的美国优先的政治主张 311
- 第三节 这篇政治宣言宣示了美国共和党政府对俄罗斯和中国以及非亲美小国的外交政策 311
- 第四节 特朗普不是亲华派，敢说真话的粗俗好过煽风点火的虚伪 312

第四章 “中国财政二部” 唱空人民币不成就改先唱多再做空 314

第五章 从亲访西沙群岛到中美南海博弈策略 319

第六章 打破人民币大幅贬值预期和守护资本市场是确保中国经济安全的首要任务 324

第七章 聚气凝神迎接美国大选——年度最大黑天鹅对全球金融市场的冲击 329

第八章 美国大选是谁的胜利？ 335

后记 339

附录：常晟量化组合收益率、仓位、相对排名变动图表 352

【第一部】

股东 博弈 篇

第一章

上市公司股东博弈机制的研究

第一节 问题的提出及选题的意义

现代公司的根本特征就是在产权结构上实现所有权与控制权的分离。所有权与控制权分离，经营者成为企业事实上的决策管理者。这虽有助于企业管理效率的提高，但由于经营者的控制权并不以其相应的资本为基础，换言之，经营企业资产的控制权并不以其个人的财产为抵押。由于人的相对理性，所有者与经营者本质上的追求是不一样的，也就是说各自的目标是不一样的。所有者追求企业价值的最大化，个人资产的最大增值；而经营者追求个人效用最大，包括物质上的（薪金、奖金和在职消费）和精神上的（闲暇、满足感和荣誉感）。差异将导致实际掌握控制权的经营者在企业的经营管理过程中偏离所有者利益最大化的原则，按照自己的偏好与效用进行决策，从而产生了经济学上所谓的“代理问题”，与此相应出现了委托-代理关系。

委托-代理问题的实质是所有权与控制权的分离（Shleifer 和 Vishny，1997）。它实际上包括两个方面：一个是逆向选择，一个是道德风险。前者是说在委托-代理关系确定以前，代理人利用和委托人不对称的信息优势签订对自己有利的契约。

比如说，代理人夸大自己的管理才能、隐瞒自己的失败经历等。后者指代理人利用事后的信息不对称而采取机会主义行为，最大限度地增加自己的效用而背离委托人的最大化利益。比如说，在职消费、豪华办公、任人唯亲等。逆向选择问题是由于事前的信息不对称。解决这个问题的关键是委托人采取何种措施获取代理人的私人信息，如何建立有效的信号显示及信号甄别机制来选择合适的代理人。道德风险问题则是由于事后的信息不对称，这就涉及如何对代理人进行激励约束，以最大可能降低代理人的机会主义行为。对代理人最理想的激励是安排其享有与其控制权对应的剩余索取权，但由于股东在企业中的地位使其对剩余索取权拥有不可剥夺的分享权力，因此就需要股东在自身利益和代理人激励之间进行权衡，力求达到最大限度的激励相容。从这层意思来说，企业所有权安排问题，也可认为是通过合适的剩余索取权与剩余控制权安排使代理成本最小化的问题。

委托-代理问题一般被称为第一类代理问题。随着股权结构逐渐集中的趋势，投资者与管理层之间的代理矛盾开始转向大股东与中小投资者之间的代理冲突。控股股东与小股东之间利益冲突的存在，是由于二者之间存在事实上的委托-代理关系。通常情况下，控股股东会直接委派人员管理公司，因此公司的管理者代表了大股东的利益，股东与管理者之间的委托-代理关系转化为控股股东与小股东之间的委托-代理关系。即使控股股东不参与公司的直接管理，由于对管理者的监督是有成本的，小股东没有动力去实施监督，这一任务只有大股东去执行，大股东持股份额大，只要实施监督增加的收益超过其监督成本，大股东就有动力对公司治理进行监督，这样，小股东实际上自动将监督管理者的任务委托给了大股东，虽然没有正式的契约，但事实上的委托-代理关系已经形成。

由于大股东与小股东之间的这种代理关系，手握公司事务决策权的大股东自

然会以自身利益最大化为目的来对公司事务进行决策，而不顾中小股东的利益，这样就产生了第二类代理问题，即大股东与管理层间的代理问题。

Grossman 和 Hart (1988) 以及 Shleifer 和 Vishny (1997) 等人的研究表明，如果公司中存在持股比例较高的大股东，就会产生仅为大股东享有的控制权收益，而且大股东常常会伤害中小股东的利益，这实际上也就是 Johnson 等人 (2000) 所定义的大股东隧道挖掘效应。Hart (1988) 认为，控股股东的收益包括两部分：一部分是其现金流价值，即共享收益 (Public Benefits)，如企业利润等；另一部分是经营者所享有的私人收益，称之为控制权私利。Shleifer 和 Vishny (1997) 将控制权私利区分为货币型收益与非货币型收益，货币型收益通常是指控制性股东通过剥夺的方式转移资产所获取的收益，如关联交易、操纵股价等，非货币型收益则是指控制性股东在经营过程中过度在职消费、闲暇享受等。大股东拥有的控制权超过其现金流权，并几乎完全控制了经理层，从而造成对小股东的掠夺。Fosgerau 和 Nielsen (2003) 等人的研究表明，公司有多个持股比例相当的大股东，则股东间的相互监督可抑制某个股东将公司利益转为私人利益，从而对公司价值产生正向影响。而如果大股东采取同谋的决策，则会一同将公司利益转为私人利益，从而对公司价值产生负面影响。

由于我国股份制公司大都属于一股独大或有多个持股比例相当的大股东的股权结构，像美国大多属于很多个小份额持股股东的公司很少，因此对实际控制股东、各大股东及中小股东之间股东利益博弈的研究，能够解释和剖析股份公司的关联交易、股利政策、资本担保和资金流动等活动。特别是我国股份制公司在股改之后，一部分股份尚处于禁止流通的状态，此时对各股东之间的利益博弈的分析研究有助于规范股份公司的运营，维护股份公司的总体利益，保护博弈各方的

利益，有助于整体经济的正常良性发展等。

第二节 创新点与难点

一、股东博弈篇的创新点

股东博弈篇不是一般的研究公司控制权配置问题，而是力求在以下方面有所创新：

1. 本书将公司控制权配置的研究纳入公司委托-代理关系两种不同的类型之中，探讨控股比例相近的股东争夺控制权的问题与一股独大的股东对中小股东的利益侵占问题。这种分类研究更贴近中国现实，也更便于寻求不同的对策与机制。

2. 在理论分析中，采用博弈论方法，分别对争夺控制权和利益侵占问题建立博弈模型，对参与博弈各方的成本和收益进行了分析。

3. 对这两类问题的代表性案例进行情景模拟分析。

二、股东博弈篇的难点

股东博弈篇的难点有两个：

一是进行案例分析时，对股份制公司实际控制人的判定有难度。由于有的股份公司股权结构复杂，交叉持股现象频繁，而且持股人之间亲属、利益关系难以查证，因此很多情况下难以判断股份制公司的实际控制股东到底是谁，这会对我们的实际分析带来一定的偏差甚至是错误的结论。

二是股东博弈时股东间的相互利益关系比较难以量化估计，这对建立博弈模型构成一定困难。股东之间的相互经济利益由于不是在市场上流通，很多是较难估值的，另一些牵涉到未来可能遭遇的损失或者盈利也同样不能通过概率论推导