

China Corporate Governance Report (2012)
Investor Behavior and Corporate Governance

中国公司治理报告(2012)

投资者行为与公司治理

上海证券交易所资本市场研究所 著

 上海人民出版社

013043059

China Corporate Governance
Investor Behavior and Corporate Governance

F279.246

51

2012

中国公司治理报告 (2012)

投资者行为与公司治理

上海证券交易所资本市场研究所 著



上海人民出版社



北航

C1650442

F 279.246
51
2012

图书在版编目(CIP)数据

中国公司治理报告:投资者行为与公司治理. 2012/
上海证券交易所资本市场研究所著. —上海:上海人
民出版社, 2012

ISBN 978-7-208-11114-1

I. ①中… II. ①上… III. ①公司-企业管理-研究
报告-中国-2012 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 265229 号

责任编辑 吴书勇

中国公司治理报告(2012)

——投资者行为与公司治理
上海证券交易所资本市场研究所 著
世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 10.25 插页 4 字数 150,000

2013 年 1 月第 1 版 2013 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-11114-1/F·2142

定价 28.00 元

摘 要

成熟的公司治理和成熟的资本市场,需要成熟的投资者行为模式和良性的投资者与上市公司之间的互动关系。可以说,没有股东尤其机构股东的积极主义(shareholder activism),公司治理无法得到根本改善。

中国资本市场经历二十多年的发展,已经取得长足的进步,初步形成了个人投资者和内外资机构投资者共同发展的局面。最近几年,专业机构投资者发展迅速,形成了包括证券投资基金、保险公司、社保基金、企业年金、QFII、法人机构等多元化的机构投资者队伍。到 2011 年底,个人投资者持有 A 股流通市值占比为 26.5%,企业法人占比为 57.9%,专业机构投资者占比为 15.6%。若以交易金额来衡量,个人投资者所占比重在 85%以上。

由于市场中机构投资者规模偏小、投资者结构不平衡,导致市场投资行为散户化、短期化比较明显。长期以来,中国资本市场一个突出的特征就是中小投资者热衷于“炒新”、“炒小”、“炒差”和“炒短”等非理性的交易行为,导致整个股票市场的绩差股、小盘股、题材股的估值水平远高于大盘股和蓝筹股的估值水平。这种卖方市场和定价虚高,无法对上市公司形成足够的资本市场约束,并且会刺激上市企业控股股东和管理层在追求自身所持股票收益最大化时短视和舍本逐末,导致上市公司的资源不能得到有效配置和利用。

相对于个人投资者,机构投资者价值投资、长期投资的理念决定他们在市场当中具有相对稳定性,并能够对市场主体产生影响,包括对上市公司决策制衡、股权过度集中引发的的问题及上市公司质量提高有积极作用。近年来,我国证券市场的改革发展不断向纵深推进,上市公司治理水平不断提高,

投资者保护的法规制度日益完善,从而为机构投资者积极参与公司治理提供了良好的制度环境和政策支持。中国的机构投资者开始尝试以更积极的姿态介入实施公司治理,并涌现出了一些成功的案例。但总体来说,受制于股权结构、法律环境等诸多因素,我国机构投资者的“积极股东行为”尚处于萌芽阶段,主要着重于浅层次的一般性公司治理,涉及再融资、经理层关系和关联交易、信息披露等方面,在行为上呈现出“被动式”和“投机性”的特点。

股东积极主义的实践需要上市公司提供良好的投资者关系管理为基础。随着我国证券市场开放步伐的加快,以及上市公司不断国际化,在海外多地上市现象的增多,投资者关系已经越来越多地被上市公司熟知。从发行路演,到开通投资者关系网站,组织投资者参观等一系列活动说明,我国上市公司已经意识到投资者关系管理在完善公司治理中的重要地位,并且积极实践与投资者进行良好的沟通。

尽管理论上和国内外实践经验均表明,投资者特别是机构投资者参与公司治理能够解决内部人控制,发挥股东积极主义的作用,但由于市场基础制度、上市公司质量、机构投资者发展水平、中小投资者非理性行为以及法律法规的政策障碍等种种内在和外在因素的制约,我国股东参与公司治理的程度仍相当有限。要促进上市公司治理的完善,进一步推动股东积极参与公司治理,需要市场、监管者、投资者以及上市公司的共同努力。

第一,完善市场基础制度建设,营造成熟、稳定的外部市场环境。一方面,从提高上市公司质量入手,改变其“一股独大”及内部人控制的股权结构,完善内部经营和公司治理,培育出一大批成熟稳定的蓝筹公司,以满足不同类型价值投资者的需求;另一方面,进一步完善新股发行制度、退市制度及现金分红制度,提升市场整体的投资价值,培育长期理性的投资理念,扼杀炒新、炒小、炒差、炒短的投资风气,从而吸引 QFII、社保基金、企业年金等长期稳健型机构投资者的入市,使投资者追求持股公司的长期内在价值。

第二,大力培育各种类型的机构投资者。机构投资者的持股规模是其发挥治理功能的重要因素,对稳定市场有着举足轻重的作用。从发挥机构投资者治理功能的角度,现阶段应进一步加大和提高社保基金、企业年金的入市规模。QFII 作为国际上较为成熟的积极型机构投资者,其丰富的公司治理经

验和强大的治理功能在我国资本市场上远未体现出来,随着我国制度环境的逐步改善,也应逐步提高其入市规模,加快其入市步伐。

第三,发展合格投资人制度,将合适的产品卖给合适的投资者。投资是一项非常专业化的经济活动,涉及很多复杂的金融学知识,不同类型的投资者,在知识结构、风险承受能力和市场经验方面均存在较大的差异,只有建立合格投资人制度,才能帮助投资者购买自己熟悉的产品,培养建立理性投资和长期投资的理念,进而促进其更积极、更有效地参与公司治理。

第四,不断推进法律制度的建设和完善,为股东参与公司治理提供强有力的法律保障。首先,应进一步完善法律,完善公司内部的权力制衡,切实改变一股独大和内部人控制现象;其次,加强中小投资者的权益保护,完善司法救济途径;再次,适当放宽对机构投资者入市的法律限制,为机构投资者参与公司治理扫清股权比例障碍。

第五,积极倡导长期投资、价值投资和理性投资,努力培育和发展健康、理性的资本市场文化,逐步建立起投资者适当性制度,从抑制过度投机入手,反对赚快钱、赚大钱、“一夜暴富”的投资心态。同时,针对炒新、炒小、炒差与炒短等不良行为,根据实际情况,采取有针对性措施加以遏制。投资者应该在投资理念的层面上,培养和坚持理性投资与价值投资意识。认真分析研究公司的经营模式、公司治理以及经营情况,关注公司所在行业的运行情况,不听信谣言、不盲目跟风,杜绝炒作,在全社会范围内形成理性投资的股权文化氛围。

Abstract

Mature corporate governance and mature capital market are inseparable from mature behavior patterns of investors as well as benign interaction between investors and listed companies. Without shareholder activism, especially institutional shareholders activism, corporate governance cannot be fundamentally improved.

China's capital market has made considerable progress over the past twenty years. Presently, investor base includes retail investors, domestic institutional investors and foreign institutional investors. In recent years, a diversified group of professional institutional investors have grown rapidly, which include securities investment funds, insurance companies, social pension funds, corporate annuity, QFIIs, and etc. By the end of 2011, retail investors held 26.5% of China's A shares by free-float market capitalization, corporate shareholders held 57.9%, and professional institutional investors held 15.6%. But it should be noted that the trading of retail investors accounted for more than 85% of trading value in China.

Due to the small scale of institutional investors and a structural imbalance among investors, the market is overwhelmingly retail-driven, and short-term oriented. Irrational trading behaviors by retail investors, such as speculation on IPO, small cap stocks and poorly performing firms, and short-term trading, have long been prominent features of China's capital

market. As a result, the valuations of poorly performing companies, small-cap firms, and companies with speculative stories are much higher than those of large-cap stocks and blue-chips. The unrealistically high pricing could not impose sufficient capital market discipline upon listed companies. Meanwhile, it would incentivize the controlling shareholders and management of listed companies to focus on short-term interest, and prevent them from seeing the forest for the trees in the pursuit of stock return maximization, which lead to inefficient allocation and utilization of listed companies' resources.

Unlike retail investors, institutional investors uphold the philosophy of value investments and long-term investments. Therefore, they can play a stabilizing role in the market and discipline listed companies. For example, they can help provide checks and balances in listed companies' decision-makings, mitigate the problems arising from excessive shareholding concentration, and improve the quality of listed companies. In recent years, as China's stock market reforms progress steadily, corporate governance of listed companies has been improving, and rules and regulations on investor protections have been increasingly sophisticated. These regulatory developments provide a good institutional environment and policy support for institutional investors to actively participate in corporate governance. Institutional investors in China have been increasingly active in corporate governance, and a number of successful cases have emerged. But overall speaking, due to the ownership structure, legal environment and many other factors, "activism" among the institutional investors in China is still in its infancy, and mainly focuses on superficial topics such as refinancing, management relationship, related party transactions and information disclosures. In nature, their behavior is "passive" and "speculative".

The practices of shareholder activism should be based on sound investor relationships management of listed companies. As China's capital market

open up at an accelerated pace, more listed companies go international and multi-list on overseas market. Therefore, listed companies have familiarized themselves with investor relations. As evidenced by activities like road shows, the opening of investor relations website, and the investor visits, listed companies in China have been aware of the importance of investor relations management in corporate governance, and have tried actively to communicate with investors.

Lots of evidences both in theory and in practice show that institutional investors' participation in corporate governance plays an active role in solving problem of insider controlling and promoting shareholder activism. Nevertheless, owing to constraints, both internal and external, such as imperfect market mechanism, the quality of listed companies, development stage of institutional investors, retail investors' irrational behavior and political barriers, shareholders in China play a limited role in participation in corporate governance. Concerted efforts of regulators, investors, listed companies and other market participants are needed to improve corporate governance and promote shareholder activism.

First, improve capital market mechanism to build a mature and stable market environment. On one hand, efforts should be made to improve quality of listed company, solve the problems of excessive ownership control and insider control, and foster more blue-chip companies to satisfy needs of different investors. On the other hand, it is important to improve IPO regulation, delisting mechanism and cash dividend policy, increase investment value of the market, promote the long-term and rational investment philosophy, and discourage over-speculation on IPO, small-cap or junk stocks. In this way, long-term institutional investors such as QFIIs, social pension funds and corporate annuities can be attracted to markets and value investing can prevail.

Second, foster different types of institutional investors. The scale of in-

stitutional investors' ownership is vital for institutional investors' role in corporate governance and stabilization of markets. At the present stage, measures should be taken to expand the scale of social pension funds and corporate annuities. As mature and active shareholders, QFIIs have extensive corporate governance experience. However, QFIIs have not yet played an active role in corporate governance. Hence, as China's market environment improves, QFII's size should be gradually increased.

Third, develop qualified investor system to ensure customer suitability. Investing is a professional activity and involves complex financial knowledge. Investors differ importantly in terms of knowledge, risk tolerance and experience. Qualified investor system can help investors buy products suitable for them, promote rational and long term investments and thus enable investors to participate in corporate governance more actively and effectively.

Fourth, improve legal system to empower shareholders to participate in corporate governance. First, laws should be revised to put power in checks and balances and eliminate excessive ownership concentration and insider control. Second, judicial remedy should be improved to strengthen the protection of minority investors. Third, legal restrictions to institutional shareholder investments should be eased to remove equity holding limits that hamper institutional investor's participation in corporate governance.

Fifth, advocate long-term, value and rational investment to promote rational capital market culture. Policy measures in this respect include introduction of customer suitability system and discouragement of excessive speculation and mentality of "getting rich quick". In the meantime, measures should be taken to curb over-speculation on IPO, small-cap or junk stocks. Investor should uphold philosophy of rational and value investing, and do research on corporate business model, corporate governance and business operation to avoid buying on rumor, herding and short-term trading. Only in this way can the equity culture of rational investment be fostered.

目 录

摘要	1
Abstract	1
第一章 导言	1
第二章 股东积极主义理论与国际经验	6
第三章 投资者现状	23
第四章 理性投资与公司治理	45
第五章 机构投资者与公司治理	68
第六章 投资者关系管理	98
第七章 制度建设与股东积极主义	122
参考文献	144
2011 年中国公司治理大事记	147
后记	149

第一章 导 言

从制度—行为—绩效这一理论分析逻辑的角度看,在股票市场和上市公司运作过程中,特定的制度组合和市场结构将引致特定的投资者行为,而特定的投资者行为又会带来特定的市场绩效和上市公司治理绩效。在现实生活中,股票市场制度组合的演进是市场有关各方持续博弈互动的结果,因此,动态而言,特定的投资者行为取向、投资绩效和与之相联系的政策诉求,又会反过来直接和间接地影响作为市场制度环境的一个非常重要组成部分的证券市场“主管者”及监管者的行为与政策取向,影响市场制度与政策规则组合的变更与实施。

这里所说的制度,指的是包括习惯、文化、政府政策等在内的广义的制度。在新兴加转轨的中国证券市场上,普遍而又强烈的投机、博傻、跟风、“炒作”、短视、浮躁、“一夜暴富”心态,对政府行政干预的过度倚重等股市文化,深刻和广泛地影响着投资者的行为,影响着股票市场的功能、质量与效率,影响着上市公司治理。

本报告聚焦于中国股票市场投资者(上市公司外部机构投资者和个人投资者等)的行为及其对上市公司治理的影响。通常来说,投资者行为及行为取向对上市公司治理的影响涉及两个维度。

一是对公司内部治理机制的影响。股票市场上的投资者是上市公司的股东。在公司内部治理过程中,在行使股东权力时,良好的公司治理要求投资者必须有足够的意愿、能力、精力和努力程度,按照公司治理最佳做法和全体股东的最佳利益行事。

然而,在实践中,往往出现两种不当倾向。第一种倾向是某些外部投资者作为股东“积极”地“乱作为”,滥用股东权力和自己的影响力,借助各种合法的、甚至非法的手段和途径,包括与上市公司内部人合谋,通过牺牲公司整体的长远性根本利益来追求投资者自身短期收益的最大化。第二种倾向是由于缺乏足够的意愿、能力、精力、便利和激励等,外部投资者作为股东“消极”地“不作为”,公司内部人完全控制和主导了企业的内部运作过程。

无论是投资者作为上市公司股东主动、“积极”地“乱作为”,还是投资者作为上市公司股东被动、“消极”地不作为,都会使上市企业难以形成良性的追求公司及全体股东最佳利益的内部治理机制和商业文化,导致公司内部组织失灵,导致公司资源配置与使用不当,包括无法在公司内部建立健全的企业组织架构、决策机制、执行机制、监督机制、信息披露机制和公正博弈的游戏规则,为公司资源滥用、“一人独大”、“一股独大”、运作混乱、不当决策、“财务数据操纵”、不当信息披露等提供了更多的便利和更大的空间。

二是对公司外部治理机制的影响。密切互动而构成一个整体的投资者在股票一级市场和二级市场上的总体需求与交易行为,直接决定了股票市场的需求结构、需求水平和价格行为,决定了单个股票价格、股价结构和市场整体的价格水平以及它们的变动趋势,也决定了股票市场的投资风险水平和投资回报水平。从上市公司控股股东和内部人的角度看,投资者在股票一级市场和二级市场上的需求结构与交易行为,对股票发行人的发行决策具有直接的影响,直接决定了股票供给者的股票销售难易程度、销售价格、销售数量、销售结构和股票销售意愿,决定了实际的和潜在的股票供给水平。

在不考虑买卖税费和公司分红的情况下,投资者在股票市场上获得的投资回报来源于股票买卖价差。而买卖价差又有两个性质完全不同的来源:一个是上市公司所创造的价值或公司股票内在价值增加的结果。当股票市场供求平衡和股票的市场买卖价格与股票内在价值相一致时,股票内在价值的上升导致股票市场价格上升,使得投资者的回报增加。反之则相反。这是一种帕累托改进性质的投资回报增加,是一种能创造价值和社会财富的正和博弈,并保证了股票市场的长期健康持续发展。另一个则是在上市公司的股票内在价值及其基本面给定的情况下,投资者之间随着价格的上下波动而进行

的零和博弈所导致的你失我得的结果;或是在上市公司的股票内在价值及其基本面给定的情况下,投资者共同推动股票价格泡沫膨胀的结果。零和博弈也罢,股价泡沫膨胀也罢,都不会创造价值和社会财富,而只会损毁价值和社会财富,造成股票市场资源配置和利用的低效率,导致资本市场的脆弱、扭曲、低质量、过度波动和高风险,引发紧缺的股市资源的净浪费,使得股市投资资金在或大或小程度上被投资者主动地自我“掏空”,即出现“掏空”市场的现象,并不可避免地带来长期的投资低回报,甚或大面积的严重投资亏损。

特定的投资者需求与交易行为,往往以特定的股市投资文化以及投资者的风险偏好、投资意愿为基础,并且与投资者追求特定来源的投资回报密切地联系在一起。

当投资者谨慎、厌恶风险时,他们的投资意愿会比较低,在进行股票投资决策时会较为慎重,会特别关注上市公司的基本面和股票的内在价值,所要求的风险溢价和真实投资回报较高。在一些情况下,他们甚至拒绝进入股市,导致股市需求相对不旺,一级市场和二级市场的股票市盈率较低,红利率相对较高。与此对应的股票市场必定是一种买方市场,这种买方市场会加剧股票供给者和上市公司之间的竞争,推动上市公司优胜劣汰,强化股市的竞争压力和市场约束,迫使上市企业控股股东和管理层在追求自身持股收益最大化时眼睛向内,着眼根本,着眼长远,重视价值创造,重视提升股票内在价值,重视投资者关系管理,静下心来练好“内功”,不断提升公司运作质量,不断改善公司治理,不断提高上市公司的可持续发展能力,努力培育和拓展上市公司的竞争优势,努力将上市公司做优做强。

反之,当投资者普遍抱有投机暴富梦和一夜暴富的投机心态,而不顾后果地承担过高的风险时,他们会在股市中频繁进出,追涨杀跌,跟风博傻,盲目交易,短线交易,在股票发行市场上争相购买,发行上市后又疯狂炒作,导致股票一级市场和二级市场定价虚高,投机过度,股价频繁地大幅波动。与此对应的股票市场必定是一种卖方市场。这种卖方市场和定价虚高,会刺激上市企业控股股东和管理层在追求自身所持股票收益最大化时短视和舍本逐末,包括诱发他们卖出股票高价套现,而不是一心一意地将上市公司经营得更好,导致上市公司的资源不能得到有效配置和利用,无法对上市公司形

成足够的资本市场约束,从而导致市场失灵。

此外,在投资者与公司内部人合谋而乱作为时,或者在投资者面对公司内部人的严重失当行为而无动于衷时,会导致市场严重失序和削弱法治约束。

成熟的公司治理和成熟的资本市场,需要成熟的投资者行为模式和良性的投资者与上市公司之间的互动关系。自1990年底上海和深圳证券交易所先后开业以来,中国资本市场快速发展,今天在上市公司市值规模、股票成交额和股权融资额等领域已成为全球领先的市场和最大的新兴市场。另一方面,在制度建设和市场结构、功能、运作效率、市场机制建设等领域,中国资本市场又是全球较为落后的市场。

在发展初期,中国股票市场是一个“迷你型”的市场。当这个市场由冷转热而被视为一种暴富途径时,社会大众蜂拥而入,证券营业场所人满为患,出现“盛况空前”的“全民炒股”奇观,新股认购一股难求,垃圾股“鸡犬升天”,“小道消息”满天飞,各色人等的投资者极度亢奋,沸腾的股市博傻投机风气炽烈,各种股价快速地节节攀高,与公司的业绩和基本面背离得越来越远,不断蹿升到令人难以置信的水平,股市极度脆弱。当暴涨之后股市大泡沫破灭时,众多投资者亏损累累,惨不堪言。一些人更要求政府采取停止新股发行、增加入市资金等手段进行“救市”,制止股价下滑。为了维护社会稳定和安顿“不满”、“不安”的投资者之心,政府也往往在与这些投资者的互动中想方设法对救市要求作出积极响应。^①在政府的“积极”干预和行政控制之下,股市下

① 这方面的典型案例之一,是下述所谓刘鸿儒三大救市措施的出台。上证综指自1993年2月创出1558点历史新高后股市一路下滑,1994年7月一度下探至325.89点,18个月时间内股市跌幅高达79.09%。1994年7月30日中国证监会宣布出台著名的三大“救市”政策:“今年内暂停新股发行和上市;严格控制上市公司配股规模;采取措施扩大入市资金范围。”随后短短一个月股指从325点涨到1050点,涨幅高达323%。当时担任中国证监会主席的刘鸿儒回忆此事时指出:“按理说监管部门应该不管股价的,这是市场规律。为什么要管?就是政治压力。上海股市股指跌到三百多点的时候,上海市委正式写报告给中央,中央转给我们,要求采取措施,得救啊。按道理讲政府管这个干什么啊?它有跌有涨。政府监管部门应该创造一个良好的公开、公正、公平的交易环境。价格高低不应该管,这是基本的常识。但是在特殊历史条件下政府为什么要管呢?怕社会不安定。因为我们的市场很脆弱,投资者的承受力也很脆弱,政府的承受力也很脆弱。所以应该在特殊环境下采取特殊措施,使得它不要造成更大的压力和社会的震荡。”(2010年12月15日《新浪财经》:《二十年回忆之谢荣兴:三大救市政策出台花絮》,登录<http://finance.sina.com.cn/stock/stocktalk/20101215/10169109783.shtml>)

跌迟缓,出现短牛长熊和下调不到位的局面,股价长期偏高,并导致股票发行市场不能出清和发行人排长队现象,使得股票市场长期供求不平衡,股票交易价格长期高于均衡价格,无法实现股票价格结构和总水平的合理化。正是这种不均衡,为股票市场长期存在的“炒新”(炒作新股)、“炒小”(炒作小盘股)、“炒差”(炒作绩差股)、“炒短”(买入股票后持有期限很短即卖出),提供了适宜的环境。也正是这种不均衡,导致了2012年初前后一段时期新股自由询价发行后的“三高”(高发行价、高市盈率、高超募资金)现象,使股票市场融资功能和资源配置功能失调,对发行人缺乏约束力。

在一般投资者“炒短”的大环境中,证券投资基金和保险公司等机构投资者也随波逐流,热衷于频繁买卖,进行短线交易,俨然是一个大“散户”。它们在直接推动和参与改善上市公司治理方面往往无动于衷,而更在乎股票交易价格和成交数量的短期变化。

股票价格结构和总水平的合理化,是股票市场健康运作和有效配置资源的基本前提,也是促进上市公司努力改善治理机制的基本条件。为此,需要进一步推进资本市场的全面改革,形成适宜的资本市场制度环境和健全的股票市场供求机制,持续改进资本市场的投资者结构、行为与绩效,确保股票市场和上市公司生态健康。

第二章 股东积极主义理论与国际经验

股东与公司治理

股东不仅为公司提供资本和信息,而且还是公司治理机制的重要组成部分。一个高效的公司治理机制通常包括以下几个方面:(1)一个独立高效运作的董事会,遵守相关法律和监管条例,按照股东和其他利益相关者的利益做出决策。(2)获得充分信息并活跃的股东。(3)活跃的并购市场。(4)强有力的中小投资者保护。

股东在公司治理中的作用与股权结构有关。伯利和米恩斯(Berle & Means, 1932)指出,公司这种组织形式存在一个根本性的矛盾:每个小股东都有监督管理层的动机,但由于监督经营上存在严重的“搭便车”现象,小股东监督管理层的动力会消失,导致股东在公司治理中的作用有限。因此,股权的适度集中是股东发挥作用的重要基础。

由于历史、文化和法律等背景不同,全球资本市场有不同的股权结构,但无论何种模式,股权都有一定的集中度。研究表明,股东和公司表现存在相关关系。从所有者结构来看,资本市场分为两类,一类在以美国为代表的公众股东持股、股权相对较分散的盎格鲁—萨克逊资本市场模式,另一类是以德国等欧洲国家为代表的以家族和银行持股、股权相对集中的资本市场模式。即使在美国这样的资本市场,股权结构仍有一定的集中度。施雷弗和维什尼(Shleifer & Vishny, 1986)指出,在美国,大比例的持股远比预期中更为普遍。莫科、施雷弗和维什尼(Morck, Shleifer & Vishny, 1988)以及许多进一步的研究都表明,股权结构与公司绩效之间存在关系。对于所有权和公司绩效之间的联系,施雷弗和维什尼(Shleifer & Vishny, 1986)认为主要原因