

## A股市场上上市公司收购制度的市场效应、异化之谜和立法重构

徐明磊 付鹏\*

**摘要:**传统收购理论肯定了上市公司收购的积极作用。但是以A股上市公司控制权发生变更的收购案例为研究样本可以发现,传统的收购理论在遇到A股市场的收购实践时呈现制度异化。其异化缘由需要从我国资本市场特有的制度背景和微观结构中考察。同时,要从整体经济效率、交易涉及的各方福利、保护受到影响的第三人方面考量A股市场收购制度的重构路径。

**关键词:**上市公司收购 市场效应 制度异化 制度重构

上市公司收购,<sup>[1]</sup>是一个充满魅力也不乏争议的研究领域。近年来,我国上市公司收购案例日

---

\* 上海证券交易所上市公司监管一部副总监、员工。本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

[1] 本文所研究的上市公司收购,是指收购人通过协议方式、要约方式以及二级市场买入等途径,取得上市公司控制权的行为。重组上市(借壳上市)虽然也是取得控制权的一种方式,但由于其同步完成了大股东的资产注入,更类似于首发上市,不能称其为典型的收购行为,因而不属于本文的研究范畴。

益增加。一些案例,如宝万之争、宝能收购南玻 A 和举牌格力电器以及上海新梅等多起控制权争夺,引起了理论界和实务界的广泛讨论。其中带有共识性的问题是,现行的收购制度在规范资本市场的收购行为中已经暴露出明显的不适应。但是,A 股市场的收购行为究竟如何影响着上市公司?收购制度的立法取向和重构路径又应该如何把握?对于这些疑问,学界依然缺乏有信服力的研究。本文试图在这些方面做一些初步的分析和讨论。

## 一、收购制度的立法本源

上市公司收购制度立法向来饱受争议。而这些争议归根到底都离不开立法的价值取向。对于收购制度的价值取向,溯本追源的问题是,对于上市公司、股东和其他利益相关者而言,收购究竟是一件“好事”还是一件“坏事”,其是否有利于经济和社会的发展?对于这个问题的不同回答,直接影响着收购制度的立法体系和规制内容。

与收购相关的基本理论,最早可以追溯到 Manne(1965 年)提出的控制权市场理论。他认为公司控制权是一项有价值的资产,存在一个有效的控制权市场,低价的股票会吸引自以为高效的管理层对公司进行并购,成功的收购可以通过对低效公司的改革而获得巨大的回报,确保资源的优化配置。<sup>[2]</sup>而后,Fama 和 Jensen(1983 年)在 Jensen 和 Meckling(1976 年)提出的委托—代理理论的基础上,<sup>[3]</sup>提出收购制度的存在是降低代理成本的外部机制,这主要是针对管理层的内部监督机制失灵的情况下,其他股东可以利用收购制度绕开现有管理层获得控制权,<sup>[4]</sup>并将管理权转移给能使其利益最大化的管理层,从而反过

---

[2] H. G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, Journal of Political Economics, Vol. 73, 1965.

[3] Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976.

[4] Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, Vol. 26, 1983.

来对现有管理层形成约束。在此基础上,Jensen(1986年)还从企业自由现金流的角度分析了收购制度的功能,他认为在委托代理关系下,管理层为了避免所控制资源的减少,宁愿进行低效投资或者浪费在无效组织中也不愿分配现金,企业资源的低效利用会增加代理成本,从而降低公司价值,该类高现金流低价格的公司很容易成为收购目标,而且即使收购失败,管理层也会被迫发放现金,因此,Jensen说收购既是股东与管理层之间出现冲突的证据,也是解决措施。<sup>[5]</sup> 此后的研究中,虽然关于收购对公司业绩的影响存在一些争议,但大多数文献支持控制权转移对公司经营绩效改善的观点,肯定了收购的积极作用。<sup>[6]</sup>

这些理论研究成果,直接影响和决定了美国的收购立法。这一点在《威廉姆斯法案》的制定和修改中体现得尤为明显。正是因为Manne(1965年)、Samuel L. Hayes和Russell Taussig(1967年)<sup>[7]</sup>关于收购对社会公共利益是有益的研究,美国国会在有参议员质疑一些收购人利用现金要约收购达到清算目标公司以谋取短期暴利的情况下,仍放弃了对现金要约收购增加事前审查、限定按比例收购期限的立法修改动议,确立了在收购人和被收购人之间保持平衡的中立立场。<sup>[8]</sup>

就国内研究而言,研究者尚未得出关于收购与公司经营绩效的一

- 
- [5] Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow Corporate Finance and Takeovers*, *American Economic Review*, Vol. 76, 1986.
- [6] 代表性的研究包括: Agrawal, Jaffe & Mandelker, *The Post-merger Performance of Acquiring Firms: Areexamination of An Anomaly*, *Journal of finance*, Vol. 47, 1992. Garry D. Bruton, Kay Keels & Elton L. Scifres, *Corporate Restructuring and Performance: An Agency Perspective on the Complete Buyout Cycle*, *Journal of Business Research*, Vol. 55, 2002. E. F. Fama & K. R. French, *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*, *Journal of Finance*, Vol. 51, 1996. D. J. Denis, & T. A. Kruse, *Managerial Discipline and Corporate Restructuring Following Performance Decline*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, 2000. A. Ghosh, *Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, 2001.
- [7] Russell A. Taussig & Samuel L. Hayes, III, *Are Cash Take-over Bids Unethical?* *Financial Analysts Journal*, 1967; Hayes, Samuel & Russell Taussig, *Tactics of Cash Takeover Bids*, *Harvard Business Review*, Vol. 23, 1967.
- [8] 肖崇俊:《〈威廉姆斯法案〉对公司收购中立立场的确立》,载《华东政法大学学报》2016年第3期。

致性结论。<sup>[9]</sup>而对于我国资本市场收购制度的作用机理与成熟资本市场究竟存在哪些差异这一问题,更是一个几乎处于空白状态的研究领域。事实上,由于我国资本市场的主要收购制度——《上市公司收购管理办法》发布于2002年,当时的资本市场收购实践极为稀缺,这一收购办法很大程度上参考了我国香港地区的立法实践,其制度基础基本沿袭了成熟资本市场关于收购作用的认识。

## 二、A 股市场上上市公司收购提升了公司价值吗?

那么,在 A 股市场,收购行为是否能够提升公司的价值呢?笔者选取了2009年至2017年期间 A 股沪深两市的上市公司控制权发生变更的收购案例为样本进行研究。为了避免不同公司之间的相互干扰,本文区分了单次收购和多次收购并分别进行统计检验。

### (一) 单次收购的检验结果

#### 1. 样本选取

本文依据以下标准对初始样本进行了筛选:

- (1) 剔除金融类上市公司样本;
- (2) 剔除重组上市导致上市公司控制权变更的样本;

---

[9] 主要研究成果如:陈昆玉:《国有控股上市公司控制权转移对经营绩效的影响》,经济科学出版社2006年版;冯根福、吴林江:《我国上市公司并购绩效的实证研究》,载《经济研究》2001年第1期;孙铮、李增泉:《股份反应、企业绩效与收购:来自中国上市公司的经验证据》,载《中国会计与财务研究》2003年第1期;李心丹、朱洪亮:《基于DEA的上市公司并购效率研究》,载《经济研究》2001年第1期;唐宗明、蒋位:《中国上市公司大股东侵害度实证分析》,载《经济研究》2002年第4期;张新:《并购重组是否创造价值》,载《经济研究》2003年第6期;吴联生、白云霞:《公司价值、资产收购与控制权转移方式》,载《管理世界》2004年第9期;白云霞等:《资产收购与控制权转移对经营业绩的影响》,载《经济研究》2004年第12期;张维、邹高峰:《我国上市公司控制权转移的市场反应》,载《系统工程》2004年第12期;宋德舜、宋逢明:《国有控股、经营者变更和公司绩效》,载《南开管理评论》2005年第1期;陈昆玉、王跃堂:《国有控股上市公司控制权转移对经营绩效的影响——来自中国A股市场的经验证据》,载《经济与管理研究》2006年第6期;侯海生:《我国上市公司控制权转移绩效研究》,载《浙江金融》2009年第4期;徐文斌:《我国上市公司控制权转移私利的实证研究》,载《中国工业经济》2009年第2期。

- (3) 剔除多次发生控制权变更的收购事件的上市公司;
- (4) 剔除相关财务数据缺失的样本;
- (5) 剔除事件期间有其他重大事件发生的样本;

经过上述筛选程序,得到了 237 个样本,时间和市场分布如图 1 所示:

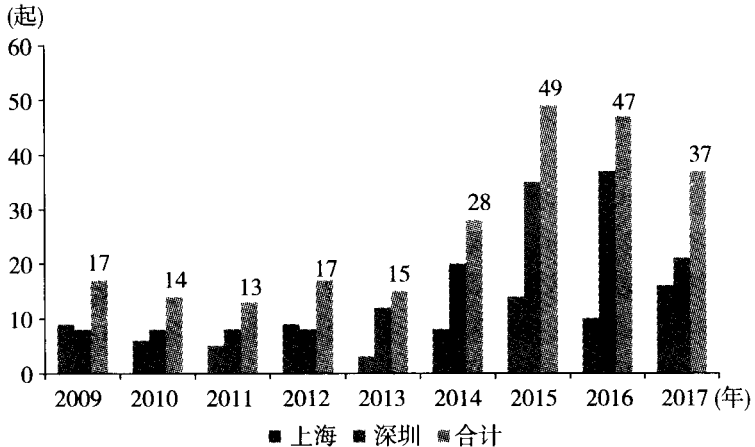


图 1 样本的时间和市场分布

从图 1 可以看出,收购事件主要集中在 2015 ~ 2017 年。其中:2015 年,沪深两市共计发生的收购事件为 49 起,占比为 21%;2016 年,沪深两市共计发生的收购事件为 47 起,占比为 20%;2017 年,沪深两市共计发生的收购事件为 37 起,占比为 16%。

## 2. 短期市场反应

主要采用事件研究法(event study)来考察收购事件宣告日的短期市场反应。具体而言:

(1) 事件窗口的选择。本文以宣告日为事件日,选取 $[-5, 5]$ 的时间窗口为事件窗口。

(2) 估计窗口的选择。一般而言,现有文献在以日收益率建立估计模型时,估计期间通常会选择在 100 天至 300 天左右。Campbell et al. (1997)指出,对于 $[-30, 30]$ 或者其以内的事件窗口,估计窗口可以是 120 天或者更长。因此,本文选取 $[-155, -6]$ 一共 150 个交易日作为

估计窗口。事件研究中,估计窗口和事件窗口的分布如图 2 所示:[10]

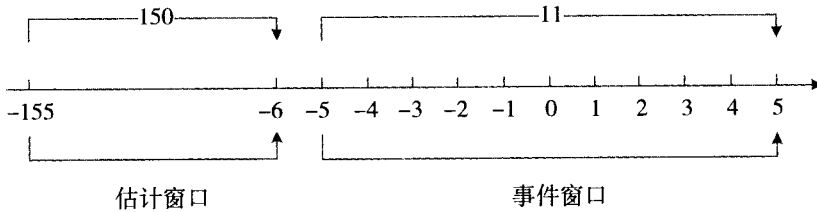


图 2 事件研究中估计窗口和事件窗口的分布

(3) 正常收益率估计模型的选择。本文正常收益率的估计模型主要采用市场模型(Market Model)。市场模型的假设是单个资产收益与市场指数收益率之间存在线性关系:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}, \text{ 其中 } E(\varepsilon_{i,t}) = 0$$

市场模型下的事件研究是基于估计窗口的观测,利用普通最小二乘法去估计模型参数。其中,日个股收益率是考虑了现金、红利和再投资的日个股回报率;对于市场指数收益率是考虑了现金、红利和再投资的综合日市场回报率(总市值加权平均法)。

(4) 变量计算。基于上述计算正常收益率的模型,本文计算了以下 4 个重要变量:

a. 超额收益率(abnormal return, AR)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}$$

表示公司 i 第 t 日超额收益率。

b. 累计超额收益率(cumulative abnormal return, CAR)

$$CAR_i = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{i,t}$$

表示公司 i 从  $T_1$  到  $T_2$  的累积超额收益率(即从  $T_1$  到  $T_2$  的日超额收益率之和)。

c. 平均超额收益率(average abnormal return, AAR)

$$AAR_i = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N AR_{i,t}$$

[10] J. Y. Campbell, W. L. Andrew & A. C., *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, 1997.

表示所有样本公司第 t 日平均超额收益率。

d. 累积平均超额收益率 (Cumulative Average Abnormal Return, CAAR)

$$CAAR = \sum_{t=T_1}^{T_2} \left( \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \right) = \frac{1}{N} \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{i,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i$$

表示所有样本公司从 T<sub>1</sub> 到 T<sub>2</sub> 的累积平均超额收益率(从 T<sub>1</sub> 到 T<sub>2</sub> 日的平均超额收益率之和)。

(5) 研究结论

表 1 是事件窗口期 [-5, 5] 内的 AAR 和 CAAR 的统计。可以看出, [-5, 5] 事件窗口期内, 累积平均超额收益率为 6.07%。图 3 是事件窗口期 [-5, 5] 内的 CAAR 趋势图。从表 1 和图 3 可以看出, 投资者对上市公司控制权变更的收购行为做出了积极反应。

表 1 单次收购事件窗口期 [-5, 5] 的 AAR 和 CAAR 的统计

事件日	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
AAR	0.23%	0.10%	0.06%	0.52%	1.27%	1.13%	1.60%	0.45%	0.10%	0.36%	0.25%
CAAR	0.23%	0.33%	0.39%	0.91%	2.18%	3.31%	4.91%	5.36%	5.46%	5.82%	6.07%

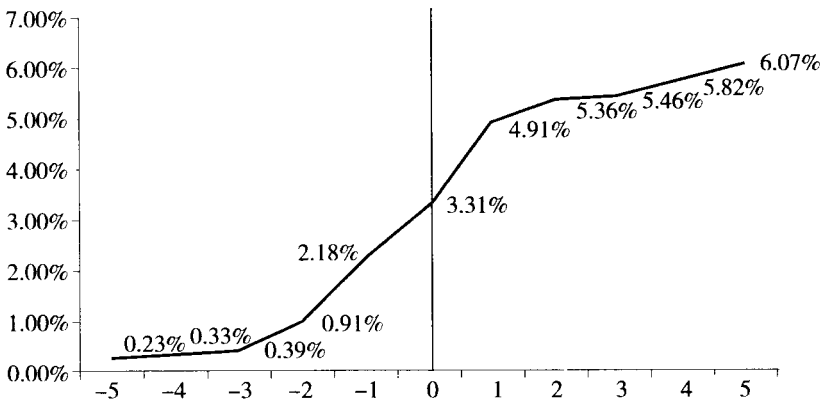


图 3 单次收购事件窗口期 [-5, 5] 的 CAAR 趋势图

另外, 为了保证研究结论的稳健性, 本文对事件窗口期 [-5, 5] 内的 CAR 进行了 T 检验。结果表明, [-5, 5] 内的 CAR 的均值为 6.07%, 标准误为 0.004, T 统计量为 15.09, 且 T 统计量在 1% 的水平上显著。

这进一步说明,投资者对上市公司控制权发生变更的收购行为做出了正向反应。

### 3. 长期市场反应

本文主要从日历时间超额收益率去研究收购行为的长期绩效。<sup>[11]</sup>

#### (1) 研究方法

日历时间研究法(calendar time approach)和 Fama - French 三因素模型是长期收购绩效研究惯用的研究方法和基准模型。Fama 与 French (1993 年)发现当市场超额回报是时间序列回归模型中超额回报的唯一解释变量时,模型中的截距项包含了公司规模和 BM 杠杆比率两方面的效应。<sup>[12]</sup> 因此,Fama 与 French 在 CAPM 模型中加入了两个因素,即公司规模和 BM 杠杆比率,建立了 Fama - French 三因素模型。

在绩效研究的文献中,一些学者将模型中的截距项做为投资组合的超额收益率(Eberhart et al., 2004 年),另外一些学者则将日历时间超常收益 CTAR(calendar - time abnormal return)作为超常回报(michell and stafford, 2000; Savor and Lu, 2009 年)。<sup>[13]</sup>

不同于事件研究方法,采用日历时间研究方法进行绩效评估时没有评估期的要求。本文假设公司股票的贝塔值是恒定的,而且观测期从收购生效之日算起。虽然从统计角度来看,总体的长期收购绩效趋近为零,但是由于企业本身资质的差异,个体公司的收购绩效的差异是明显的。

#### a. 基准模型

Fama - French 三因素模型如下:

$$(R_{i,t} - R_{f,t}) = \alpha_i + \beta_{i,M} [R_{m,t} - R_{f,t}] + \beta_{i,SMB} SMB_t + \beta_{i,HML} HML_t + \varepsilon_{i,t}$$

[11] 本文主要研究被收购的上市公司控制权变更后连续 3 年的收购绩效。

[12] E. F. Fama & K. R. French, *Common Risk Factors in Returns on Stock and Bonds*, Journal of Financial Economics, 1993.

[13] A. C. Eberhart, W. F. Maxwell & A. R. Siddique, *An Examination of Long - Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R & D Increases*, Journal of Finance, Vol. 59, 2004; Mitchell M. L. & E. Stafford, *Managerial Decisions and Long - Term Stock Price Performance*, Journal of Business, Vol. 73, 2000; Savor P. G. & Q. Lu, *Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?* Journal of Finance, Vol. 64, 2009.



其中,  $R_{f,t}$  是  $t$  月的无风险收益率;  $R_{i,t}$  是考虑了现金、红利和再投资的月个股回报率;  $R_{m,t}$  是考虑了现金、红利和再投资的综合月市场回报率(总市值加权平均法)。另外,  $SMB_t$  表示规模风险因子,  $HML_t$  表示成长风险因子。规模风险因子  $SMB_t$  代表小股票相对于大股票的额外收益, 成长风险因子  $HML_t$  代表高成长股票相对于低成长股票的额外收益。在三因素模型中, 规模风险因子  $SMB_t$  和成长风险因子  $HML_t$  不能直接计算获得, 只能通过模拟组合收益来计算。其具体方法如下:

第一步, 对于样本内的所有股票按其总市值(MV)进行排序。其中, 总市值(MV)为总股数与收盘价的乘积。用总市值(MV)的中位数将样本内的股票分成两组: 一是规模小(S)的股票; 二是规模大(B)的股票。同样, 对于样本内的所有股票也按账面市值比(book-to-market ratio)的大小进行排序, 按最小的30%(L)、中间的40%(M)和最大的30%(H)来取分界点。账面市值比(book-to-market ratio)为季末所有者权益与季末总市值的比。这样, 通过上面的两类方法可以构造出6个组合(S/L, S/M, S/H, B/L, B/M, B/H), 组合的收益率等于个股的日收益率按照总市值进行加权的平均。

第二步, 利用已经构造的6个组合来计算  $SMB_t$  和  $HML_t$ , 计算方法如下:

$$SMB_t = \frac{S/L_t + S/M_t + S/H_t}{3} - \frac{B/L_t + B/M_t + B/H_t}{3}$$

$$HML_t = \frac{S/H_t + B/H_t}{2} - \frac{S/L_t + B/L_t}{2}$$

#### b. 日历时间超额收益(CTAR)

本文利用最小二乘估计估算出  $\alpha_i, \beta_{i,M}, \beta_{i,SMB}, \beta_{i,HML}$ , 然后计算日历时间超额收益。

$$CTAR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_{i,M}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{i,SMB}SMB_t + \beta_{i,HML}HML_t$$

#### (2) 研究结论

表2是日历时间超额收益率(CTAR)和累积日历时间超额收益率(CCTAR)的统计结果(考察期为36个月)。在表2中, 除控制权变更的当月(月份=0), 第1个月(月份=1)和第2个月(月份=2)的累积日历

时间超额收益率为正以外,其他月份的累积日历时间的超额收益率均为负。其中,控制权发生变更 36 个月之后,上市公司累积日历时间超额收益率为 -22.14%。这说明,控制权发生变更之后,被收购的上市公司市场表现较差。

表 2 单次收购之后 36 个月的 CTAR 和 CCTAR<sup>[14]</sup>

月份	CTAR	CCTAR	月份	CTAR	CCTAR	月份	CTAR	CCTAR
0	0.12%	0.12%	*	*	*	*	*	*
1	0.12%	0.25%	13	-1.19%	-7.14%	25	-0.94%	-15.18%
2	0.04%	0.29%	14	-0.68%	-7.82%	26	0.22%	-14.95%
3	-0.89%	-0.60%	15	-0.02%	-7.84%	27	-0.94%	-15.89%
4	-0.93%	-1.52%	16	-0.87%	-8.70%	28	1.35%	-14.54%
5	-0.21%	-1.73%	17	-1.33%	-10.03%	29	-0.67%	-15.21%
6	-0.57%	-2.30%	18	-0.03%	-10.06%	30	-1.65%	-16.86%
7	0.70%	-1.60%	19	-1.19%	-11.25%	31	-2.14%	-19.00%
8	-1.24%	-2.84%	20	-0.85%	-12.10%	32	-1.22%	-20.23%
9	-1.31%	-4.16%	21	-0.22%	-12.33%	33	-1.59%	-21.82%
10	-0.44%	-4.60%	22	-0.22%	-12.55%	34	0.65%	-21.16%
11	-0.20%	-4.79%	23	-1.31%	-13.85%	35	-1.99%	-23.15%
12	-1.15%	-5.95%	24	-0.38%	-14.24%	36	1.01%	-22.14%

进一步,本文对被收购之后的上市公司 36 个月的累积日历时间超额收益率(CCTAR)进行了 T 检验。结果发现,CCTAR 在 1% 的水平上显著为负(T=4.58)。这从统计上说明,控制权发生变更之后,被收购的上市公司股票市场表现较差。另外,图 4 是被收购上市公司的 CCTAR 的趋势。通过图 4 可以形象地看出,被收购之后的上市公司股票未来表现较差。

[14] 表 2 中的符号 \* 表示为空白。下同。

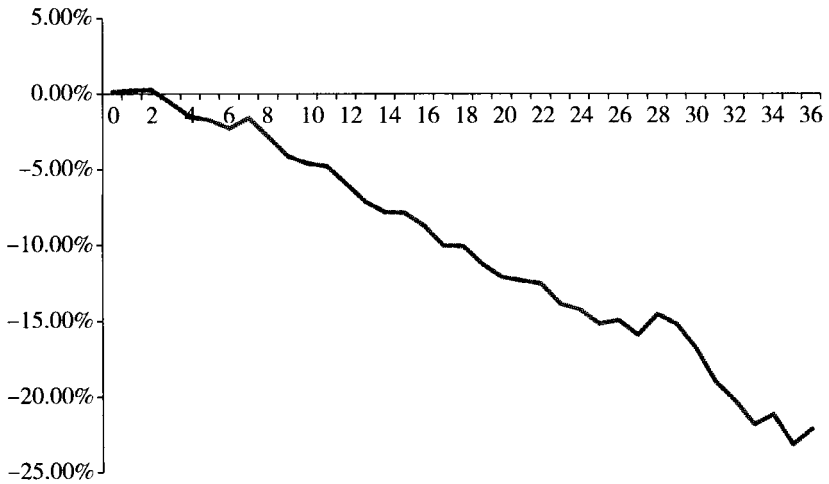


图4 单次收购之后36个月CCTAR

#### 4. 长期经营业绩

本文主要从收购前后总资产收益率的变化去研究被收购上市公司的长期经营业绩。

##### (1) 研究方法

对于被收购上市公司的长期经营业绩,本文借鉴已有文献的做法(吴超鹏,2008年;Cai and Sevilir,2012年;陈仕华等,2013年),按收购完成前后1年的总资产收益率的变化量( $\Delta ROA_{t-1,t+1}$ )进行度量,即按收购完成后1年的总资产收益率与并购前1年的总资产收益率差值计算。<sup>[15]</sup>同时,为了研究结论的稳健性,本文也考虑了收购完成前后2年或者3年的总资产收益率平均变化量去度量公司长期业绩。相关变量的计算公式如表3所示:

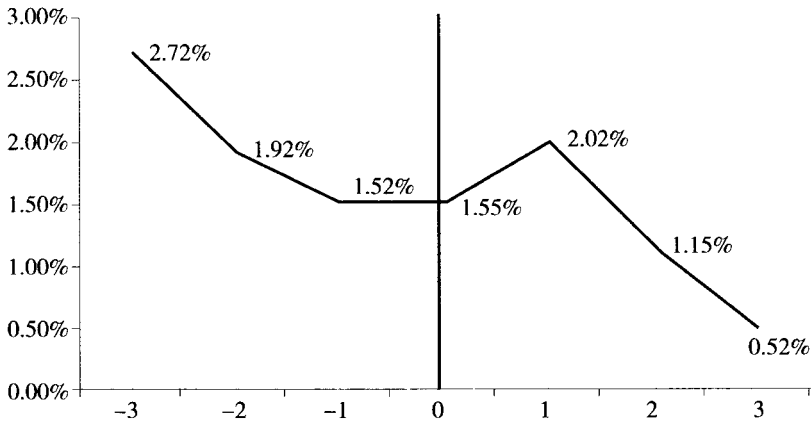
[15] 吴超鹏等:《管理者行为与连续并购绩效的理论及实证研究》,载《管理世界》2008年第7期;Y. Cai & M. Sevilir, *Board Connections and M&A Transactions*, *Journal of Financial Economics*, 2012;陈仕华等:《董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角》,载《管理世界》2013年第12期。

表 3 衡量长期绩效的变量计算公式

变量	变量含义	变量计算公式
$\Delta ROA_{t-1,t+1}$	收购前后 1 年总资产收益率变化值	$\Delta ROA_{t+1} - \Delta ROA_{t-1}$
$\Delta ROA_{t-2,t+2}$	收购前后 2 年总资产收益率变化值	$[\Delta ROA_{t+1} + \Delta ROA_{t+2}] / 2 - [\Delta ROA_{t-1} + \Delta ROA_{t-2}] / 2$
$\Delta ROA_{t-3,t+3}$	收购前后 3 年总资产收益率变化值	$[\Delta ROA_{t+1} + \Delta ROA_{t+2} + \Delta ROA_{t+3}] / 3 - [\Delta ROA_{t-1} + \Delta ROA_{t-2} + \Delta ROA_{t-3}] / 3$

## (2) 研究结论

图 5 是收购前后上市公司的总资产收益率 ROA(整体法)。在图 5 中,控制权变更的被收购的上市公司在收购后的第 1 年,ROA 由收购当期的 1.55% 上升至收购第 1 年的 2.02%。之后,收购完成之后的第 2 年和第 3 年,上市公司的 ROA 持续下降,由 1.15% 进一步下降到 0.52%。

图 5 单次收购后上市公司总资产收益率 ROA<sup>[16]</sup>(整体法)

值得注意的是,在图 5 中,控制权发生变更的上市公司在被收购之前的公司业绩表现不佳,业绩呈下滑的趋势。收购之前的第 3 年,ROA 为 2.72%;收购之前的第 2 年,ROA 为 1.92%;收购之前的第 3 年,ROA

[16] 计算总资产收益率(ROA)中的净利润是用扣除非经常性损益之后的净利润指标。

为 1.52%。

为了保证研究结论的稳健性,本文对收购前后 1 年、前后 2 年以及前后 3 年的总资产收益率的变化量进行了 T 检验,如表 4 所示。从表 4 可以看出,收购完成之后,控制权变更的上市公司总资产收益率并没有显著提高。

表 4 收购前后公司总资产收益率(ROA)变化的 T 检验

变量	均值	标准误	T 统计量	P_Value
$\Delta ROA_{t-1,t+1}$	0.92%	0.0174	0.52	59.70%
$\Delta ROA_{t-2,t+2}$	1.34%	0.0157	0.85	39.75%
$\Delta ROA_{t-3,t+3}$	4.07%	0.0257	1.58	11.76%

## (二) 多次收购的检验结果

采用与单次收购相同的实证检验方法,得到了与单次变更基本相同的结果。但多次收购后,目标公司的长期股价反应和经营业绩表现,更为恶化,如表 5、表 6 和图 6 所示。

表 5 多次收购之后 36 个月的 CTAR 和 CCTAR

月份	CTAR	CCTAR	月份	CTAR	CCTAR	月份	CTAR	CCTAR
0	1.02%	1.02%	*	*	*	*	*	*
1	-0.21%	0.81%	13	-3.27%	-15.44%	25	-1.09%	-32.52%
2	-1.14%	-0.33%	14	-1.57%	-17.01%	26	-1.64%	-34.16%
3	-2.75%	-3.08%	15	-1.90%	-18.91%	27	-2.41%	-36.57%
4	0.20%	-2.88%	16	-3.83%	-22.74%	28	-3.06%	-39.63%
5	-2.25%	-5.13%	17	0.07%	-22.67%	29	-1.63%	-41.26%
6	-0.52%	-5.65%	18	-1.16%	-23.83%	30	-0.41%	-41.67%
7	-0.89%	-6.54%	19	1.17%	-22.66%	31	-0.52%	-42.19%
8	-1.36%	-7.90%	20	-2.27%	-24.93%	32	1.27%	-40.92%
9	-2.29%	-10.19%	21	-2.70%	-27.63%	33	-3.97%	-44.89%
10	-1.98%	-12.17%	22	-3.02%	-30.65%	34	2.31%	-42.58%
11	1.55%	-10.62%	23	-1.63%	-32.28%	35	-0.15%	-42.73%
12	-1.55%	-12.17%	24	0.85%	-31.43%	36	-1.05%	-43.78%

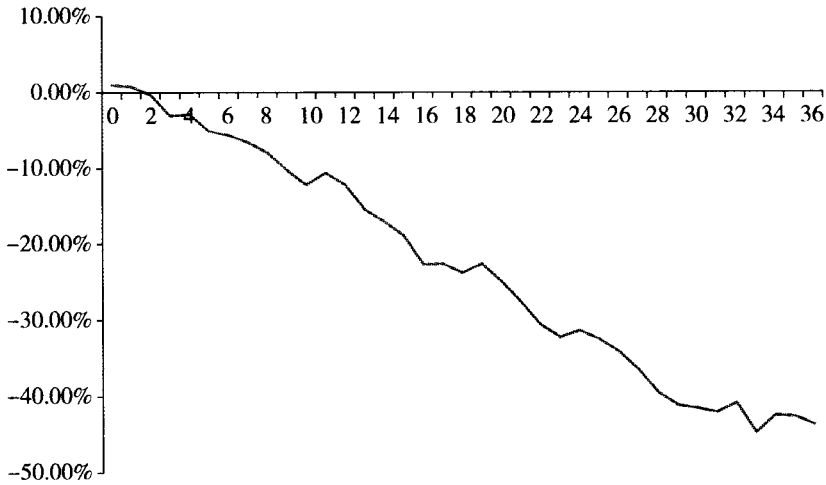


图 6 多次收购之后 36 个月的 CCTAR

表 6 收购前后公司总资产收益率 (ROA) 变化的 T 检验

变量	均值	标准误	T 统计量	P_Value
$\Delta ROA_{t-1,t+1}$	-0.83%	0.0121	-0.68	49.87%
$\Delta ROA_{t-2,t+2}$	-2.11%	0.0147	-1.44	15.97%
$\Delta ROA_{t-3,t+3}$	-1.53% *	0.075	-2.03	5.51%

### (三) 实证结果小结

实证研究表明, A 股市场的收购行为在 2015 年之后进入高发期。从短期看, 收购行为引起了股价的阶段性上涨。但从长期而言, 收购完成后, 无论是被收购公司的股价表现还是经营业绩, 均出现显著下降, 而且时间窗口越长, 下降越明显。此外, 被多次收购的上市公司, 股价表现和经营业绩恶化的趋势更为明显。

## 三、A 股市场收购制度的异化之谜

实证结果表明, 传统的收购理论在遇到 A 股市场的收购实践时, 似乎无法给出令人信服的解释。那么, 其中的原因何在? 究竟是理论本身

存在缺陷,还是适用的市场环境有所不同?由于收购理论是与之相对应的法律制度和规则体系的逻辑起点,因此,回答好这一问题不仅是回应理论关切的需要,还有现实关照的背景,关系到我国资本市场收购制度应当如何设计、演进和完善。

毋庸讳言,A股市场的收购制度很大程度上参考了H股的制度安排。而香港市场的收购规则又脱胎于英国模式。在各国的收购立法和监管体系中,美国模式和英国模式是两大代表模式。<sup>[17]</sup>仔细考量这两大模式不难发现,虽然在具体制度上迥然不同,但两者的理论基石却大体一致,即从成熟市场的经验证据看,收购可以提升上市公司价值,并以此支撑和促进经济的整体发展。但正如有学者指出,不应枉顾具体法律规则生成的社会背景,将公司治理法律制度抽象为纯粹的技术规则,认为他们可以随意地移植和转让,在给其指标赋值的过程中,只看到法律的纸面规则,而忽视了法律作用于市场的动态过程。<sup>[18]</sup>因此,要解开A股市场收购制度的异化之谜,仍然需要从我国资本市场特有的制度背景和微观结构中去寻找答案。

### (一) 获利机制:上市资格形成经济租金

资本市场通过高效的资源配置,提高社会经济活动的运行效率。而资源配置的微观基础,源于理性投资者的获利冲动。对于收购而言,直接动机来源于从效率低的管理者手中,成功取得有增值潜力的资产,并通过对生产资料更为有效的利用,获得经济利益。因此,收购人在收购上市公司之前,必须认真评估拟收购公司是否真的存在价值低估,自身又是否有能力更为高效地运营公司。否则,收购完成后,就有可能陷入“亏本”的尴尬境地。这一自发的“逐利”行为,是保证收购市场整体有效的内在逻辑。

但在我国证券法律制度体系下,公司发行上市是一项特许权。证监

---

[17] 张新认为,英美模式在主要区别在于:一是在并购立法上,英国要求超过30%后必须履行强制全面要约义务,而美国无强制性规定;二是在监管体系上,英国设了专门的并购委员会,而美国则由SEC履行相应的监管职责。参见张新:《上市公司收购的立法与监管:我们为什么不能采取美国模式?》,载《证券市场导报》2003年第8期。

[18] 罗培新:《公司治理法律规则背后的经济与社会含义——以日本活力门收购事件为视角》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(2010年总第2卷),法律出版社2010年版。

会采取行政许可的方式进行监管,符合发行条件的予以许可,不符合发行条件的不予许可。概言之,我国的股票发行核准制,本质上是一种行政审批。<sup>[19]</sup> 因此,上市资格可以形成经济租金,这就给上市公司的收购者提供了另一条获利路径,也就是市场俗称的“炒壳”。从本质上讲,“炒壳”行为无非“壳”中包含租金的再转移、再分配,只是特定市场环境下<sup>[20]</sup>的再增值而已,完全没有创造出新的社会价值——既非替换掉低效无能的管理层,也没有形成协同效益。<sup>[21]</sup>

一个更加需要重视的问题是,“炒壳”的收益似乎远超提升公司价值所获得收益,而且更为便捷。经笔者统计,2016 年以来 A 股上市公司的收购案中,四成转让较之现有股价溢价率超过 30%,7 家公司溢价率超过 100%,最高的达到 190%。其间的大部分公司,生产经营基本陷于停顿,短期内扭转经营困境的希望十分渺茫,能够以远高于二级市场的价格转让,溢价部分的“壳费”特征十分明显。有的公司,在两年内两度易手,第二次转让时不仅与当时二级市场交易价格相比溢价 110%,并且与出让方前次受让价格相比增长了 62.5%。在巨大的经济租的驱使下,收购人的“理性”选择,自然是不断寻求更高的“壳收益”,而非努力改善上市公司的生产经营。

## (二) 甄选机制:无法选出更为适合的控制人和经营者

收购之所以可以提升公司价值的另一个十分重要的内在机理,在于可以为公司找到更有能力和积极作为的管理层。<sup>[22]</sup> 美国许多公司法学者都赞同公司控制权竞争是最有效的公司治理工具,甚至有学者认为这种竞争是让现代公司有可能存续的终极监管机制。<sup>[23]</sup> 但是,出于保护

[19] 郭锋:《建立股票发行注册制势在必行》,载《法制日报》2013 年 12 月 11 日第 012 版。

[20] 由于种种原因,我国资本市场曾数次暂停 IPO。在此期间,市场上的“壳”费,均出现较大幅度上涨。

[21] 张巍:《美国上市公司收购防御及其对中国的启示》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(2017 年总第 19 卷),法律出版社 2017 年版。

[22] 可以说最好的是现金收购要约的威胁可以给冷漠的或者疲倦的管理层一种激励。我们注意到很多事例中,外部人进行不成功的现金收购要约之后,管理层会重新组合,而公司的运营业绩至少暂时会有所好转。但是,在我们看来,这种意外的因素很关键,即使是进行一次被质疑的收购要约也一样。See Russell Taussig & Samuel L. Hayes III, *Are Cash Take-over Bids Unethical?*, *Financial Analysts Journal*, Vol. 23, 1967.

[23] 同注[22]。



自身利益的考虑,管理层往往会采取某些反收购的手段来进行防御。<sup>[24]</sup>因此,如何才能保证“好”的收购行为,不受到管理层或个别股东的不当抵御,成为收购制度设计中的一个关键问题。在这一方面,英美两种收购模式下,都有十分完整的内外部机制安排。

公司治理层面,美国模式采取的是董事会中心主义。股东选出董事,董事会代表全体股东利益,在收购中做出接受或反收购决策。如果董事违反忠实和勤勉义务,未能代表股东利益行事,将面临巨额的诉讼赔偿。英国采取的是股东会中心主义,收购决策由股东会做出,同时对董事会奉行严格的“不阻挠”规则,即在要约收购出现时,董事会不得在未经股东大会批准的情况下采取任何行动,从而导致要约受挫或股东失去决定是否接受要约的机会。其中的基本逻辑是,将决定权完全交给股东的做法有助于形成一个公司控制权市场,有助于约束公司管理层始终有很大的动机为股东利益行事。<sup>[25]</sup>英国和美国的收购制度都是在所有权与经营权分离的现代公司治理情况下,根据国情与文化的不同所做的选择。外部机制层面,美国有极为专业、高效的司法审查,形成了Unocal、Revlon和Weinherger等著名的判例。而英国则组成了由收购和兼并行业专家组成的专门机构,<sup>[26]</sup>以快速解决收购中的各种争议和纠

---

[24] 典型情形包括:拒绝出售和出售给别人。

[25] [英]保罗·戴维斯、萨拉·沃辛顿:《现代公司法原理》,罗培新等译,法律出版社2016年版,第1033页。

[26] 1968年3月27日,收购与兼并专家组建立,它的9个成员从代表工作组的组织中选出,由一群人而不是机构来担当在规则的适用过程中裁判争议的角色。然而,专家组由非专职专家所组成,使得专家组似乎无法处理首年就有575起案件的海量商业活动。它对几起明显违反守则的案件的态度的态度让人失望,受到了舆论的严厉批评,而当时的威尔逊政府也明确表示,除非专家组迅速改革其监管手段,否则政府将被迫进行立法。在接下来的几个月里发生了三个重大的制度改革:第一,专家组拥有了全职的执行人员,由伦敦商业城的机构支付报酬;第二,增加了专家组程序中的正当程序保护,建立了上诉委员会,其第一任委员会主任是一位英国上议院高级法官;第三,最重要的是,极大地强化了专家组可使用的制裁措施,其是建立在证券交易所和交易委员会现有的权力基础上的。证券交易所所有权审查、暂停和终止公司在交易所的上市,而交易委员会对获准进行股票交易的自营商也有类似的权力。并且,工作组中的各种各样的贸易协会都表示,如果经专家组要求,将会对其成员进行制裁,甚至是采取剥夺成员资格的措施。参见隋平、武宗章:《上市公司收购监管制度的成因对英国与美国的比较考察》,载《郑州大学学报》(哲学社会科学版)第46卷第1期。

纷。通过这些机制的保障,可以通过收购为上市公司甄选出更好的股东和更好的经营者。

但我国的股东结构和公司治理现状则完全不同。在多数的情景下,大股东拥有上市公司的绝对控制权,决定着董事会和管理层的成员构成。这就导致在收购的过程中,大股东成为最终的“决策者”,大股东的利益超越了全体股东的利益,成为决定收购能否实施的主要因素。而由于“壳”价值的存在,大股东在遇到收购时,首先考虑的是能否通过控制权转移,兑现“壳”这一经济租金,而不是选择更为合适的经营者。这就使得 A 股市场的收购,只有在与大股东取得“合意”时才能实施,而鲜有完全意义上的市场化收购。而一旦遭遇“敌意收购”,大股东往往采取各种手段实施阻却,也因此出现了多起控制权争夺的纠纷。<sup>[27]</sup>

### (三) 共享机制:中小股东无法分享控制权溢价

在成熟资本市场,由于上市公司股权相对分散,收购主要采用要约方式。但在 A 股市场,控制权转让主要通过协议转让实施。根据笔者统计,从 2003 年 A 股市场出现首例要约收购案以来,A 股市场几乎从未发生过通过要约方式收购上市公司控制权的案例。<sup>[28]</sup>

要约方式和协议转让方式,表面上看仅仅是股权转让的形态和方式不同,但本质上,却涉及目标公司的全体股东能否在收购过程中实现利益共享。在要约方式下,美国的监管规则要求收购人对其所取得的所有

[27] 上市公司作为公众公司,其董事会应当是包括中小投资者在内全体股东利益的代理人,董事应当独立履行《公司法》规定要求的忠实、勤勉义务,而不仅向原提名股东负责,成为提名股东意志的附庸。因此,控制权争夺也反映出我国上市公司董事会运行机制中存在的根本性问题,即董事会缺乏独立性。公司治理和决策过程中存在“股东中心主义”,甚至是“大股东中心主义”的倾向。参见卢文道、方俊:《我国上市公司控制权之争的最新态势与监管路径研究》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(2015 年总第 13 卷),法律出版社 2015 年版。

[28] 以上交所为例,37 例要约收购案例中,全面要约共 26 例,部分要约 11 例。其中,26 例全面要约中,除 \*ST 二重、东方锅炉、齐鲁石化属于因退市目的自愿发起的要约,其余均为因协议转让、定向增发、间接收购等原因导致控制权益超过 30%,触发全面要约义务而发起的全面要约。从部分要约来看,多为控股股东为巩固控制权。

股票支付同样的价款,收购人应当按比例购买每个愿意出售的股东的股票。<sup>[29]</sup>而英国的监管规则更为严格,还要求收购比例一旦达到30%,必须强制发出全面要约。显而易见,在要约方式下,所有股东平等分享了收购带来的利益。但在协议转让下,只是大股东的股权被收购,控制权转让的所有利益被大股东独享,其他股东既无法分享,也无从反对。

由于A股市场中小股东参与公司治理的程度较低,大股东能够以较低的持股比例控制上市公司,从而在实质上规避了持股比例达到30%时的全面强制要约义务,使强制要约收购对协议收购的制衡作用发挥不足,中小股东难以分享控制权收益。收购过程中存在的利益不均衡问题,加剧了上市公司收购的“炒壳化”。实践中已经发现,一些收购人并不关心上市公司的生产经营,将上市公司作为资本运作平台,寄希望于短期运作后,通过转手不当获利。据笔者统计,A股市场2016年以来的收购案例中,接近半数的收购人为有限合伙、私募或投资公司、资本管理公司等资本平台,超过六成收购人的资金可能来源于银行借款、股权质押和信托等资管产品,收购行为短期化、套利化、杠杆化倾向十分明显。<sup>[30]</sup>

#### (四) 定价机制:估值噪音无法被有效排除

在成熟资本市场,股票价格大体上可以比较准确地反映公司的价

---

[29] 在《威廉姆斯法案》中,美国国会允许收购要约留有部分自由空间,如可以按照先到先买原则实施等比例收购,但这一修订并未从本质上违反“同等对待”这一基本原则。

[30] 典型有三种手法:一是利用短期过桥贷款,而后用质押融资款偿还。如星河系2016年收购布森股份,交易总金额为10亿元。其中5.25亿元来自5日和18日的短期借款融资,借款利率为每日0.2%~0.15%不等,还款来源于股权质押融资。这种手法由于后续大股东通过股权质押,保留控制权,转移风险,造成大股东与中小股东利益更为不对等。二是通过一致行动人或者委托表决权融资。如中直系控制的珠海融诚于2016年11月以12亿元的对价受让三垒股份13.12%,再通过原实际控制人向其委托15.88%的表决权的方式获得三垒股份的实际控制权。这种手法的本质是以时间换空间,用少量资金撬动了控制权,与原实际控制人存在合谋炒作股价的可能。三是嵌套融资。例如,汇垠系收购融钰集团,汇垠基金作为执行事务合伙人,仅出资102万元,其有限合伙人为资管公司,通过设立专项资管计划融资24.5亿元完成收购,而资管计划背后的资金始终不得而知。嵌套融资的特点是资管计划的背后可能是信托计划,而信托计划的背后是银行资金。风险在于提供了其他金融机构及游资进入控制权收购市场的通道,极易造成股票市场输入性风险。

值。因此,股价的上涨,必须以公司价值的提升为基础。但在我国以散户为主的市场投资者结构下,追逐热点、跟风炒作的交易行为带有很大的普遍性。金融理论中,将这些投资者称为“噪音交易者”。相关的实证研究已经表明,<sup>[31]</sup>“噪音交易者”的存在,干扰了市场正常的价格形成机制。而对其本身而言,要么市场预期收益为负,总是处于亏损的状态,要么虽然在某次或某几次交易中能够获得正的预期收益,但长期看,却往往无法获得正的收益。

估值噪音和炒作土壤的存在,也在很大程度上影响了上市公司收购人的行为模式。据笔者统计,2016年以来,A股市场多数发生控制权变更的公司,主营业务仍然长期空心化,公司质量并未得到明显改善。六成发生控制权转让的公司,复牌后股价出现大幅上涨。上涨的公司中,超过1/3的公司连续涨停3个交易日以上,股票交易异常的特征表现明显。由于缺乏实际的业绩支撑,后期又出现大幅回落,呈现出典型的“过山车”走势,成为大资金“收割”中小投资者的又一不当手法。同时,控制权转让存在的股价助推效应,也容易诱发内幕交易和市场操纵等违法违规行。根据上交所市场监察部门的统计,在沪市提请核查股票交易的控制权转让中,有接近40%存在交易异常和内幕交易嫌疑。从信息披露看,控制权转让的上市公司,“擦边球”和违规比例也明显高于一般公司。<sup>[32]</sup>

不难发现,很多A股市场的收购人,在现实的市场土壤中,由于可以通过各种资本运作手法在短期内获得巨大利益,因此,很难在完成收购后专注于上市公司质量的提升。又或者,从筹划收购开始,就从未认真考虑过如何提升上市公司的生产经营。

---

[31] De Long, Shleifer, Summers 和 Waldman(1990年)提出的 DSSW 模型证明了噪音交易者可以获得正的预期收益。但是,某次或某几次交易中能够获得正的预期收益并不意味着他们能够获得更多的长期财富,具有长期生存的能力。

[32] 例如,四川双马在披露控制权转让后,在上市公司基本面未发生任何变化的情况下,股价在两个月左右的时间由7元上涨至42元,随后又在两个月的时间内跌至21元。股价上升过程中,股东人数增加了近两倍,中小投资者接盘的迹象十分明显。又如,万家文化、匹凸匹、中毅达、亿晶光电等公司,均应在股权转让中涉嫌违法违规行为,已被证监会立案调查或行政处罚。

#### 四、A股市场收购制度的重构路径

既然收购制度在A股市场出现了明显的“南橘北枳”,那么又应当如何设计其重构路径?法律制度的移植,拥有远远超出技术移植的经济和社会含义。<sup>[33]</sup>因此,在讨论这个问题之前,我们首先需要认真审视收购制度赖以存在的市场基础。

这些基础包括:第一,收购在A股市场仍然属于新鲜事物。虽然已有一些案例和实践,但对于其演变规律,尚处于摸索阶段。特别是如何判断什么是“好的收购”,既需要实践层面的深刻体认,也亟须理论层面具有解释力的回应。第二,证券发行的审批制度,将在一定时间内保持稳定。随着监管不断加强,由“壳”资源带来的经济租金问题可能有所化解,但仍将长期存在。第三,投资者结构的改善不可能一蹴而就。在未来相当长的时间内,个人投资者依然会是A股市场投资者中的重要群体。第四,公司治理的不断完善,也将是一个长期的过程。大股东主导的公司治理模式,仍然具有相当的普遍性和代表性。而这——就是我们讨论收购制度重构的市场原点。

一般认为,公司交易中的法律调整的目标或价值判断标准,包括三个方面:整体的经济效率;交易涉及的各方的福利,包括拒绝交易的人;保护受到影响的第三人。<sup>[34]</sup>笔者就尝试沿着这三条逻辑脉络,就收购制度/的完善路径作初步探讨。

##### (一)整体经济效率方面

打通收购行为提升上市公司质量的作用机理利益驱动,是市场机制发挥效用的原动力。因此,要发挥收购行为提升上市公司质量的作用,仍然应当围绕利益机制,构建相应的制度法规。首先是利益替代机制。应当将收购人的获利途径,从“壳”交易,转变为改善生产经营和提升业

[33] 郭锋:《建立股票发行注册制势在必行》,载《法制日报》2013年12月11日第012版。

[34] 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第627页。

绩。具体而言,在发行端保持 IPO 常态化,在重组端继续限制重组上市,在退市端逐步实现“空壳”公司的有序退市,<sup>[35]</sup> 以此不断降低“壳”公司的经济租金。其次是利益捆绑机制。其核心是延长收购完成后的股份锁定期。现行收购办法规定,收购人收购上市后,其股份在一年内不能转让。可以考虑将取得控制权和巩固控制权的收购行为区分开来,对于取得控制权的,要求三年或更长一段时期内不得转让所取得的股份,实施更为严格的利益绑定机制,倒逼收购人摒弃短期行为,真正着眼于上市公司的长期发展。这样的安排,既符合上市公司发展的一般规律,也可以实现了与 IPO 和重组上市股份锁定期内在逻辑和具体规定的统一。

## (二) 交易涉及的各方福利方面

赋予中小股东在收购行为中相匹配的分享权和决策权,保护各类股东的合法权益,可以视为证券市场的“原教旨”。这一基本立法取向,也体现于不同证券市场的收购行为的立法和规则制定上。从我国的情况看,虽然在制度设计中,已经十分关注掏空上市公司等直接损害中小股东利益的行为,但对于协议转让控制权中,中小股东的潜在利益损害问题未能引起足够的重视。虽然现行收购办法规定了协议转让在 30% 以上必须采取要约方式,但由于近 50% 的 A 股上市公司第一大股东比例均在 30% 以下,且在我国上市公司治理现状下,即使不取得 30% 以上的股份,第一大股东也很容易实现对上市公司的绝对控制,因此这一规定的立法意图和技术处理存在内在冲突。从法理上讲,上市公司也具备“人合”的品格。在大股东发生变更的过程中,通过分享转让溢价、参与投票决策等方式给予其他股东相应的救济途径,于法有据、于理应当,更可以在一定程度上制约大股东的“倒壳”行为。在立法和规则制定方面,可以考虑从两个方面对现行收购制度予以完善。一方面,鼓励收购人通过主动要约方式实施收购,适当限制国资行政划转以外的协议方式转让控制权行为,建立协议转让控制权的中小股东利益侵害补偿机制,不让存在违法违规行为的原大股东“一走了之”。另一方面,在发生控制权争夺时,应当明确大股东和管理层采取的停牌、重组、引入“白衣骑

---

[35] 据统计,2017 年以来通过努力,具有典型“壳”特征的上市公司股价较大盘下跌 30% 以上。

士”等反收购措施或可能具有反收购效果的行动,必须通过其他股东的表决同意。同时,建立外部的控制权争议快速解决机制,避免争议裁判久拖不决。

### (三)保护受到影响的第三人方面

要切实保护受到影响的第三人,就要管理好收购行为可能产生的负面效应和派生风险。2016年以来,以宝万之争为代表的多起险资收购上市公司案例引起市场的普遍忧虑。其中的核心的问题是,是否“有钱”就可以收购上市公司?此类收购行为,是否会阻碍上市公司的后续发展?是否会伤害实体经济?是否会影响资本市场的稳定运行?可见,上市公司收购,不仅仅是收购方和被收购方的交易行为,还有着高度的外部性,直接影响着资本市场服务实体经济的功能发挥,也成为收购立法中必须予以关照的一个重要方面。主要的立法考虑应该有两个方面。一方面是上市公司收购不能损害实体经济的发展。其核心是要对收购人的资格和收购资金的来源,做出更加严格的限制。<sup>[36]</sup>鼓励具有产业背景和协同效应的收购人的收购行为。禁止资产管理计划、契约型基金和信托计划持股收购上市公司或成为收购方的一致行动人,明确规定收购上市公司的资金不能来源于短期银行借款、股权质押融资款,严格限制收购上市公司的资金杠杆比例,禁止信托公司利用募集资金或客户资金收购上市公司。通过这些措施,防止目标公司被收购后,由生产经营实体异化为资本运作平台。另一方面是收购行为不能影响资本市场的稳定运行,主要是实施更为严格的穿透式披露。收购人及其诚信状况的披露必须准确完整,不得故意隐瞒重要的一致行动人。资金来源必须披露至最终出资人和具体出资银行,杠杆资金必须明确披露杠杆比例和后续还款期限。合伙企业必须完整披露合伙协议安排,不得规避实际控制人的监管。后续计划必须合理可行,不得故意夸大诱导投资者跟风买入。通过更为详尽的信息披露和更为充分的风险提示,确保收购行为不成为风险发端的源头。

---

[36] 2017年1月24日,中国保监会正式发布《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》,明确规定保险机构收购上市公司,应当使用自有资金。保险机构不得与非保险一致行动人共同收购上市公司。