

股权溢价、控制权私利与控制性侵害行为

杨继国¹, 黄丽君²

(1. 厦门大学 经济学系, 福建 厦门 361005; 2. 深圳移动通讯公司, 广东 深圳 518000)

摘要: 相对集中的股权结构与控制性股东的存在是我国上市公司的主要特征, 并导致股东利用控制权实施侵害行为以及掏空上市公司的事件时有发生。控制性股东侵害行为发生的条件是控制权与现金流量权的分离, 控制权私利是侵害行为发生的内在动因, 控制权收益最大化是控制性股东的目标函数。而控制性股东侵害行为及程度与该股东持股比例成正相关关系, 与其收购溢价也成正相关关系。在不改变股权集中的状况下, 实行累进投票制、加强对高额竞价大宗股权投资者的监督、完善监事与独立董事的任免及责任制度等至关重要。

关键词: 控制性股东; 侵害行为; 资产转移; 上市公司

中图分类号: F63 **文献标志码:** A **文章编号:** 1007-4937(2010)03-0039-05

相对集中的股权结构与控制性股东的存在是我国上市公司的主要特征。由于我国资本市场尚未建立起保护中小股东利益和约束大股东行为的法律和市场机制, 因而控制性股东利用控制权通过隐蔽或非隐蔽的方式侵害上市公司及其他中小股东的利益, 以获得排他性私利的事件层出不穷, 并呈现方式多样化与隐蔽化的趋势。如何防范与治理这一现象已成为公司治理的又一个世界难题。

目前, 理论界对此做了大量研究, 但在已有相关研究文献中, 学者们大都将大宗股权转让溢价作为控制性股东对上市公司侵害程度以及控制权私利的间接衡量指标。实际上, 由于溢价程度、控制性股东侵害度以及控制权私人收益这三个变量无论在概念还是在数量上都失去了本质差别, 因而并不能准确地解释相关公司治理问题。基于此, 本文在对上述三个概念区分的基础上, 通过实证分析阐述了我国上市公司控制性股东侵害行为的特性, 并提出了相应的治理建议。

一、控制性股东侵害行为的成本收益分析: 一个简单的模型

设定一个股权结构集中的公司存在一个控制性的大股东, 其所持有的股权比例为 a ($0 < a < 1$)。这意味着该控制性股东虽然没有持有 100% 的股权, 但按照“同股同权”的原则, 其所持有的股权比例足以使他在重大决策上让董事会与经理层按照自己的意志进行经营管理。但是, 由于其所占的所有权比例没有达到 100%, 只能获得公司经营利得的 a 即其现金流量权为 a 。可以看出, 在没有获得 100% 股权时, 控制性股东的控制权与现金流权是分离且不对等的。面对 100% 的控制权及 a 的现金流量权, 与传统委托代理问题出现的机理相同, 作为代理人的控制性股东极有可能利用其特有的权力, 对不属于他的资产进行侵害。研究发现, 只要控制性股东不占有公司 100% 的股权, 侵害行为就可能发生^[1]。因此, 股权集中带来的大股东控制权及现金流量权的分离, 为大股东侵害小股东利益提供了条件和可能。

1. 控制权私利

学者们根据现代投资学的理论基础, 认为投资者倾向于通过分散化的投资组合来分散和降低投资风险。而有些投资者之所以将大量的资本投资在单个机构的股票上, 是因为获得控制性的股权, 不仅能够获得控制权的共享收益, 更重要的是, 可以从公司获得控制权的私利。控制性股东在拥有了监督控制董事会以及管理层做出决策的能力的同时, 由于股权比例的上升又具有增加公司价值的动力, 从而有动力去监督公司管理者做出有利于实现公司利润最大化的决策, 进而推动公司价值的提升, 包括公司经营

收稿日期: 2010-01-08

作者简介: 杨继国 (1958-), 男, 重庆人, 教授, 博士生导师, 经济学博士, 从事理论经济学和企业理论研究; 黄丽君 (1984-), 女, 福建宁德人, 经济学硕士, 职员, 从事应用经济学研究。

利润的增加,以及由于公司运营良好而带来的股票价格的上升,当小股东能够分享由此产生的更多现金流量时,控制权的共享收益就产生了^[2]。

那么,控制权共享收益是否是控制性股东获得控制权的唯一目的呢?是否还有其他的利益是大股东努力获得控制权所想要得到的?Barealy和Holdemess推断:如果所有的股东根据股权按比例地获得公司收益,那么,大股东就没有私利;如果大股东预期能够通过使用投票权力来获得小股东无法获得的(正的)收益,那么,大宗股票应该以溢价进行交易,而溢价接近私人收益的贴现值;如果大股东预期要承担净的私人成本,那么,大宗股权应该以折价成交。在这种假定下,Barealy和Holdemess分析了1978—1982年间,在纽约证券交易所和美国证券交易所发生的63项私下协议的大宗股权交易价格,发现交易价格明显高于消息被宣布后的市场价格,平均溢价水平达到20%。后来的许多研究也证实了大宗股权通常是以溢价成交的^[3]。由此可见,大投资者不惜花血本溢价收购大宗股权,在控制权市场上进行争夺,唯一能够解释的就是,通过争得公司的控制权可以给控制性股东带来共享收益之外的、其他小股东不能获得的私人收益。

控制权私利实际上直接来源于大股东侵害公司而对公司资产的转移。根据Grossman和Hart对控制权私利的描述,控制权的私人收益是指控制性股东获得与中小股东相同的共享收益之外的排他性收益。既然侵害行为发生的目的是为了获得多余的私人收益,那么,当控制性股东不发生侵害行为时,其获得的控制权总收益即等于其获得的控制权共享收益,控制权私人收益为零;而当控制性股东侵害行为发生时,其总收益除了转移走的那一部分资产是其所获得的收益之外,还包括从上市公司中获取的与中小股东相同的投资回报,这种回报包括资本利得和股价上涨所得。可见,控制权私利特指控制性股东发生侵害行为并“拿走”上市公司资产后所得到的总收益扣除其不发生侵害行为时所得到的控制权共享收益部分。

在以上分析的基础上,我们设定大股东侵害公司最终体现在公司资产的转移,在大股东获得控制权、没有转移资产的情况下,资产的收益能力及其带来的市场价值的增值能力一定,控制性大股东可以获得的共享收益为 R_0 。控制性股东所购买的股权比例为 a 上市公司的收益是资产 A_0 以及经理层努力的函数。那么,在控制性股东没有发生侵害行为的时候,公司的盈利能力为:

$r_0 = f(A_0, Q)$;其中 A_0 为公司净资产, Q 为管理层努力程度。而控制性股东较好的盈利能力带来的公司市场价值的上升额为:

$I(A_0) - I_0$;其中 I_0 为控制权转让时的市场价值。设 R_0 为侵害行为发生前的控制权总收益,则:

$R_0 = af(A_0, Q) + a(I(A_0) - I_0)$;且 R_0 也是该控制性股东的控制权共享收益。

当侵害行为发生时,设定控制性股东转移上市公司资产量为 A ,由于资产量的减少,资产的收益能力及带来的市场增值能力比没有侵害时减弱,那么,在控制性股东发生侵害行为时,公司的盈利能力为:

$r = f(A_0 - A, Q)$;其中, A_0 为公司净资产, Q 为管理层努力程度。而由较差的盈利能力带来的公司市场价值变为:

$I(A_0 - A) - I_0$

设 R 为侵害行为发生时的控制权总收益:

$R = af(A_0 - A, Q) + a(I(A_0 - A) - I_0) + A$

控制权私利是控制权总收益扣除控制权共享收益多出的部分,取决于 A ,用 $R(A)$ 表示,即

$R(A) = R - R_0$

2 控制性股东侵害度、大宗股权溢价与控制权私利的区分

在对大股东侵害行为研究中,学者们往往将控制权的私利与大股东侵害程度等同,并用大宗股权交易时的溢价部分间接衡量这两者的实际数量,事实上,理论界将上述三个指标混淆,并不能准确说明控制性股东的侵害行为和程度。因为控制性股东的侵害方式是多样的,在侵害行为发生的过程中,我们很难从某个指标看出控制性股东是否在进行该侵害行为,或者侵害了上市公司多少利益。因此,控制性股东对上市公司的侵害度是无法直观计算出来的。控制权私利的立足点是控制性股东,而侵害度的立足点应该是上市公司,侵害程度只涉及上市公司被转移的资产,控制性股东侵害度指的是上市公司中被控制性股东“拿走”的那部分资产份额所占净资产的比例,也就是上一部分中的 A 在净资产 A_0 中的比例,不能把它等同于控制权私利。如果侵害度为100%,则 $A = A_0$,意味着全部收益归控制性股东所有;反之,如果侵害度为 Q 则 $R = R_0$,即控制权总收益等于共享收益。

如果一个投资者购买某个上市公司的大宗股权,只是为了获得由大量股权的协同效应而带来的共享收益,其每股的投资收益与其他小股东并无两样,只不过因为其巨大的股份而带来巨大现金流量。作为理性的经济人和投资人,他不会以高于市场价格的价格收购。之所以形成对控制权市场的争夺,恰恰

是因为控制权私人收益的存在,若不存在私人收益,就不会形成对控制权的争夺,也就不会推动大宗股权价格的上涨。所以,当一个投资者用高于市场价值 W 的价格以溢价交易的方式得到该上市公司的控制权时,其无非是为了获得控制权私人收益,即总收益扣除没有侵害上市公司时的共享收益 R_0 部分而预先支付的沉没成本。这种获得控制权的成本是控制性股东为了私人收益而付出的。因此,大股东以溢价交易的方式获得控制权,那么,侵害上市公司就是理性的选择。所以,本文认为,作为大宗股权的收购方,以高于市场价格 P_0 的交易价格 P_1 争夺控制权,该溢价 $\Delta P = P_1 - P_0$ 是收购方已经支付出去的沉没成本,因此,应该被视为对控制权私人收益的最低预期,也是控制权私人收益的一个预支成本,因此,其在将来侵害行为发生后所得的控制权私人收益至少要等于这个溢价值,否则这个成本支付是无意义的。

3 控制权收益最大化还是控制权私利最大化

现有研究大都把控制权收益等同于控制权私利,并把控制性股东的目标函数定在控制权私利最大化,这是不恰当的。本文中,控制权(总)收益与控制权私利是严格区分的。控制权的总收益应该是包括合同收益(共享收益) R_0 和私人收益 $R(A)$ 两部分。

我们注意到,控制性股东为了在控制权市场上争夺上市公司的控制权,大宗股权都是以溢价方式进行交易的。我们假设大投资者可以按照市场价格购买到大宗股权,因而也可以获得和小股东一样的共享收益。而事实上,现在大股东的目的并不仅仅是为了获得共享收益,而是额外的那些私人收益,所以才会出现控制权的争夺和股票价格的上涨。另外,为了防范监督,控制性股东必须付出相应的成本。当发生侵害行为时,控制性股东往往在事前就以溢价购买了上市公司的股权,而且控制性股东侵害上市公司的行为被监督者发现后,还需要付出法律以及声誉成本,当其转移的资产越多,则所需要付出的法律和声誉成本就越大。我们用 C_1 表示这部分成本,其大小取决于转移的资产量 A 的大小和监督的力度。假定溢价的总额为 W ,这实际上构成了为取得控制权而付出的另一个成本,我们用 C_2 表示,其量取决于 W 的大小。所以,控制性股东为取得控制权私利付出的总成本为:

$C = C_1(A, M) + C_2(W)$; 其中, M 为公司监督力度; 这样,我们就可以得出控制性股东侵害行为的净收益(NR)函数:

$$\begin{aligned} NR &= R - C(A, W, M) \\ &= R_0 + R(A) - C_1(A, M) + C_2(W) \end{aligned}$$

对于控制性股东而言,其侵害行为问题既是衡量其不侵害与侵害时的收益时做出的行为选择,也是控制权净收益函数最大化的问题: 由于 W 为其预付成本,因此这构成其侵害的最低量:

$$M \max NR$$

约束条件: $NR \geq W$

为什么不是“控制权私利最大化”,而是控制权净收益最大化呢?

如果共享收益 R_0 和成本 C 不变,则 NR 最大化就是控制权私利 $R(A)$ 的最大化; 而控制权私利的最大化可以理解转移资产 A 的最大化。问题是,这个假设是不成立的: A 的变化不仅决定于 $C_1(A, M)$, 最终影响到 $R(A)$ 的大小,而且它还影响到 R_0 。因此,即使不考虑 $C_1(A, M)$, 也不能无限制 A 最大化。随着 A 的增加, R 会相对不断减少,从而 NR 会相对减少。所以, A 进而 $R(A)$ 一定存在 $M \max NR$ 条件下的一个不低于 W 的均衡量 A^* , 进而 $R(A^*)$ 。

控制权净收益最大化是控制性股东发生侵害行为及影响其侵害程度的最终动因,为此,控制性侵害程度将受到影响净收益的几个因素,包括持股比例、监督是否有效所导致的法律、声誉损失,以及为了获得控制权预先支付的沉没成本——大宗股权溢价的影响。

二、控制性股东侵害过程的实证研究

下面通过实证研究来分析我国上市公司持股比例、溢价程度、独立董事以及监事规模对控制性股东侵害行为的影响。

1 研究假设

命题 I 控股股东,无论持股比例大小,都会对上市公司实施隧道行为,没有发现利益协同效应。

国外的相关研究表明,当公司第一大股东持股比例较高时,他们在一定程度上与上市公司及中小股东的利益具有一致性,他们有动机去适当影响和监督管理者,以确保管理者不从事有损股东利益的活动,从而体现出利益协同效应。但国内许多学者发现,我国上市公司控制性股东普遍不具备利益协同效应,更多表现为侵害效应。研究发现,只要是第一大股东作为绝对的控股股东,无论持股比例的大小,他们都会对上市公司实施隧道行为,没有发现利益协同效应^[4]。在控制性股东持股比例越高的上市公司中,控制性股东在股东大会做出重大决议或控制董事会及监管管理层上的权利和结果比持股比例低的

上市公司具有无法比拟的优势,根据“同股同权”的原则,持股比例高的控制性股东可以仅凭借自己的力量使得公司经营体现自己的意志,而无须受到其他股东意志的干扰。

命题 II 监事制度对我国上市公司控制性股东侵害行为缺乏应有的约束作用。

以往,学者都将大宗股权的溢价作为衡量上市公司控制权价值的一个间接指标,认为当控制性股东在获得上市公司的大宗股权从而获得上市公司控制权时,其溢价的程度是获得控制权后所能得到的控制权私利,即控制权的价值。比如唐宗明、蒋位将国有股权的转让溢价作为衡量侵害度的指标^[5]。而本文认为这种涉及控制权转移的大宗股权交易的溢价部分是控制性股东追逐控制权私利的预付的沉没成本。假设当溢价的程度越大,即付出的成本比例越高,则其从上市公司拿走用于补偿该预付成本的利益就越多,侵害就越大。

监事会是为了保证公司正常有序有规则地进行经营,进而保证公司决策正确和领导层正确执行公务,以防止滥用职权,危及公司、股东及第三人的利益而设立的。但是在控制性股东存在的上市公司中,监事会成员的任免很大程度上依赖于控制性股东的支持,为了获得这种支持,监事会大都失去了原本独立监督的实质,并成为与董事会一样的受控于股东大会的傀儡机构。

命题 III 独立董事在董事会中的比例无法改变控制性股东的侵害行为。

独立董事制度是近年来被上市公司广泛接受的董事会制度,独立董事制度设计的目的无非有两个:一是独立董事要能代表公司最大股东制约履行所有者职权的内部董事,二是独立董事要反映被忽视的中小股东的利益,为他们“呐喊”。独立董事制度设计的核心是“独立”,即与其他董事独立,并与管理层独立。而实践中,独立董事不仅不具有独立性,也无法制约控制性股东侵害行为的发生。

2 变量选择及模型构建

本研究以沪、深股市公开发行 A 股的上市公司为研究对象,选取了 2006 年度通过大宗股权交易而发生股权重大变更的上市公司数据,为了符合控制权溢价部分的研究假设,将没有涉及控制权转移的上市公司样本排除。

(1) 变量选择。为了考察控制性股东的持股比例、溢价程度、独立董事以及监事规模对控制性股东侵害行为的影响,有必要为独立变量和测试变量寻找相关的测量指标。本文以 2006 年期间发生控制权转移的公司为研究对象,由于样本在获取控制权的时间各不相同,因此,考察的各个变量,除了溢价程度是 2006 年度发生的数据,其余各变量均为 2007 年的数据。首先是独立变量——关联交易的程度,本文选取在 2006 年期间通过大宗股权交易而涉及控制权转移的上市公司样本在下一年度与其控制性股东发生关联交易的总量占年末总资产的比例来衡量控制性股东关联交易的程度。测试变量包括:控制性股东的持股比例,即 2007 年控制性股东在上市公司中所占的股权比例;溢价程度,即 2006 年上市公司股权变更时的每股价格;独立董事比例,即 2007 年独立董事在董事人数中的比例;监事会规模,即 2007 年监事会人数。

(2) 模型构建。根据以上对控制性股东侵害行为的影响因素的分析,构建以下模型对侵害行为进行回归分析并加以考察。

$RPT = \alpha_0 + \alpha_1 SHR + \alpha_2 RP + \alpha_3 DDR + \alpha_4 SUP + \epsilon$; 其中, RPT 为独立变量——关联交易的程度; SHR 为测试变量中的控制性股东持股比例、RP 为溢价程度、DDR 为独立董事在董事会中的比例、SUP 为监事规模。实证分析的统计软件为 EVIEWS 3.0

(3) 实证结果及分析。通过对样本数据进行回归,结果输出如下:

回归分析结果

Included observations: 28				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SHR	0.002505	0.001196	2.094292	0.0465
RP	0.034084	0.015723	2.167823	0.0408
DDR	-0.173847	0.285130	-0.609712	0.5480
SUPS	0.004353	0.027685	0.157226	0.8764
C	-0.037313	0.167113	-0.223281	0.8253
R-squared 0.262250				
F-statistic 2.043966				
Durbin-Watson stat 1.988714				

对实证结果的简要分析:

A. SHR的估计值为0.002505, T统计量大于2, P值小于0.05, 因此, 控制性股东持股比例与其关联交易程度成正相关关系, 这与之前的假设是吻合的, 即随着控制性股东持股比例的升高, 其更有可能侵害上市公司以及中小股东的利益。

B. RP的估计值为0.034084, T统计量大于2, P值小于0.05, 因此, 大宗股权交易的溢价程度与其侵害性关联交易的程度成正比, 且显著相关。

C. DDR的估计值为-0.173847, T统计量为-0.609712, P值为0.5480, 因此, 上市公司中独立董事比例与控制性股东侵害程度成反方向, 但不显著相关。SUP的估计值为0.004353, T统计量为0.157226, P值0.8764, 即上市公司监事会规模与控制性股东侵害程度成正方向, 但不显著相关。

三、结论及建议

通过实证分析可以得出以下几点结论: 控制性股东侵害行为发生的条件是控制权与现金流量权的分离; 监事制度与独立董事制度的无效为侵害行为提供了制度上的漏洞; 控制权收益最大化是控制性股东的目标函数, 控制权私利是侵害行为发生的内在动因; 追逐大宗股权的溢价是获取控制权私利的预付成本, 法律与名誉成本构成控制权私利成本的另外一部分。控制性股东侵害行为及程度与该股东持股比例成正相关关系, 与其收购溢价成正相关关系, 监事制度与独立董事制度对于控制性股东侵害行为没有起到应有的制约作用。

针对上述结论, 本文提出如下政策建议:

1. 在不改变股权集中的状况下, 可实行累进投票制使股权结构与控制权结构脱离

股权集中成为大股东侵害的首要条件, 但是遏制大股东侵害并不意味着要促使股权结构向分散化的方向迈进。因为股权集中是现代公司股权结构的特点。在不改变股权集中的前提下, 是否可以限制其决策控制权? 根据上市公司的实际股权结构, 当控制性大股东持股超过一定比例后, 其所持股份的表决权应在法律上给予一定的限制, 如采取“累进投票制”。可以借鉴国外的方式, 比如, 1982年《意大利商法典》第157条曾规定, 股东在100万股内的持股限度内, 每5股为一个表决权, 超过该限度的部分, 每20股为一个表决权^[6]。当股东大会表决的议题与大股东及其关联方存在利害关系时, 该股东或代理人不能以所持表决权参与表决, 即必须严格履行“表决权回避制”。

2. 加强对高额竞价大宗股权投资者的监督

大股东为了追逐控制权所带来的私利, 需要以比正常的市场交易价格高的价格来购买股权, 多付出的部分成为控制性股东追逐私利的一个预付的沉没成本, 那么控制性股东将会在所要获得的私利中补偿这个预付成本, 这个成本越高, 则侵害程度就越大。为此, 不管是通过协议转让还是二级市场的交易, 对于大宗股权交易的溢价程度, 证券监管部门都应该给予高度重视, 而对于溢价程度超过一定标准的大宗股权交易的上市公司, 其后续的控制性股东参与的关联交易等行为也应该实施有别于其他上市公司的监控。

3. 完善监事与独立董事的任免及责任制度, 使其能够代表中小股东的利益

我国上市公司的监事会并没有真正起到代表全体股东监督董事会及经理层的作用。监事的提名、任免与薪酬几乎都依赖于控制性股东的支持, 从而导致监事会与董事会实际产生于同样的利益集团, 并成为控制性股东利益的代言人和维护者, 完全丧失了其代表所有股东监督公司经营的作用。为了保持监事会以及独立董事的独立性, 使其能够发挥专业监督以及专业决策的职能, 并摆脱控制性股东的控制, 必须完善监事与独立董事的任免及责任制度, 以使之真正代表中小股东的利益。为此建议: 独立董事由中小股东提名, 其任免权由中小股东拥有; 监事会中设立独立监事, 所有监事会成员由中小股东提名, 其任免权也由中小股东拥有。

参考文献:

- [1] Grossman and Hart One Share One Vote and the Market for Corporate Control [J]. Journal of Financial Economics 1988, 20(1/2): 175-202
- [2] Shleifer Andrej Vishny, Robert Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 1986 (94): 461-488
- [3] 陈章波. 上市公司控制性股东侵害行为分析 [J]. 商业经济, 2006 (8): 72-91
- [4] 罗党论. 现金股利与大股东的利益输送行为 [J]. Finance And Accounting Monthly, 2005 (10).
- [5] 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析 [J]. 经济研究, 2002 (4).
- [6] 冯果, 艾传涛. 控制股东诚信义务及民事责任制度研究 [J]. 商事法论集, 2002 (6): 65

[责任编辑: 陈淑华]



◀ **周永生(笔名周暄明)** 1963年生。获历史学硕士、法学博士学位。现任外交学院国际关系研究所教授、博士生导师、日本研究中心副主任,兼任日中环境交流协会副会长、中华日本学会理事、东亚和平发展战略论坛特约研究员、中国日本史学会理事、中国日本经济学会理事、中日经济技术研究会理事、日本政策研究大学院大学客座研究员。研究方向为国际关系、日本外交、经济外交等。发表学术论文、国际问题评论等文章180余篇。代表作有:《经济外交》、《中日和解—通向共同繁荣之路》。在本刊发表论文《鸠山内阁“东亚共同体”构想的进展、缺陷与中国对策》(2010年第3期)。

▶ **杨继国** 1958年生。现任厦门大学经济学系副主任、教授、博士生导师,兼任全国综合大学《资本论》研究会副会长,福建省《资本论》研究会副会长兼秘书长,中国《资本论》研究会理事。主要从事马克思主义经济理论研究和现代企业理论研究,重点研究方向是《资本论》研究及其相关的劳动价值理论,以及经济增长理论等。主持省部级以上课题多项,出版专著《价值运行论纲》一部;在《中国工业经济》、《经济学动态》、《厦门大学学报》、《东南学术》等期刊公开发表中英文论文60余篇。在本刊发表论文《股权溢价、控制权私利与控制性侵害行为》(2010年第3期)。



◀ **杜贵晨** 1950年生。现任山东师范大学文学院古代文学教授、博士生导师、学科负责人,兼任山东省古典文学学会副会长、秘书长,山东省水浒文化研究会会长等。代表作有:《传统文化与古典小说》、《明诗选》、《数理批评与小说考论》等十余部,编纂有《红楼梦人物百家言(丛书)》等数部,在《中国社会科学》、《文学评论》、《文学遗产》、《光明日报》等报刊发表学术论文百余篇,并以首倡“文学数理批评”理论,力主罗贯中籍贯“东原说”,揭秘《西游记》与泰山文化的关系等有广泛影响。在本刊发表论文《〈水浒传〉为“石碣记”试论》(2010年第3期)。