

研究報告

A 股上市公司两权分离现状、演变 及对公司绩效的影响分析

潘妙丽 陈洪天

资本市场研究所

目 录

一、A 股上市公司两权分离总体情况.....	3
（一）总体上看，A 股上市公司两权分离程度较低.....	4
（二）从时间序列看，近年来 A 股上市公司的两权分离度呈下降趋势.....	5
（三）从所有权性质看，终极控股股东为国有性质的两权分离度最低.....	5
（四）民营系族内上市公司，两权分离度最高.....	7
（五）从行业属性看，高科技行业的两权分离度并未显著较高.....	8
（六）上市时间越长，两权分离度越高.....	9
二、现金流权和所有权分离的形成原因.....	10
（一）国有企业历史需要.....	10
（二）民营企业稀释过程中保持控制权需要.....	11
（三）民营企业出于避税考虑.....	13
（四）部分资本系族资本运作需要.....	15
三、两权分离对公司绩效的影响分析.....	17
（一）两权分离度与资金占用及关联交易无显著关系.....	17
（二）两权分离度越低，公司的 ROE 水平越高.....	18
（三）相比非系族企业，系族企业的资金占用现象更明显.....	19
（四）系族企业的财务表现不及非系族企业.....	20
四、结论与建议.....	21
（一）结论.....	21
（二）建议.....	22

A 股上市公司两权分离现状、演变 及对公司绩效的影响分析

近年来，随着市场对新兴产业的关注，双层股权结构这一话题也随之引起了热议。事实上，这种将股东投票权与对公司现金流权利分离的制度安排，除双层或多层股权结构外，还有公司章程特别条款、股东协议、交叉持股、金字塔形持股等多种方式。本文对 A 股上市公司因金字塔形持股而产生的两权分离进行研究。

一、A 股上市公司两权分离总体情况

股权是公司的核心战略资源。诺斯曾说过，“所有权结构的效率引起经济增长、停滞和经济衰退”。现代公司的股权结构作为一种所有权安排机制，已然成为公司治理的核心。目前，有关股权结构的研究主要从股权集中度、股权制衡情况、机构投资者持股等角度进行考察。但事实上，随着近年来新兴产业的蓬勃兴起，理论界、实务界对不同投票权股份、不同类型的股权以及投票权协议等特殊的股权结构关注越来越多。而上述这些“新型股权结构”的安排都会导致一个争议已久的话题，就是所有者权利中的“现金流权”和“控制权”相分离¹。

由于我国目前尚不允许同股不同权，因此实践中导致股东现金流权和控制权分离的情况，主要来自金字塔式的股权结构安排，以及投

¹ 现金流权指按持股比例拥有该公司的财产分红权；控制权指拥有公司一定比例以上的股份，或通过协议方式能够对其实行实际控制的权力。

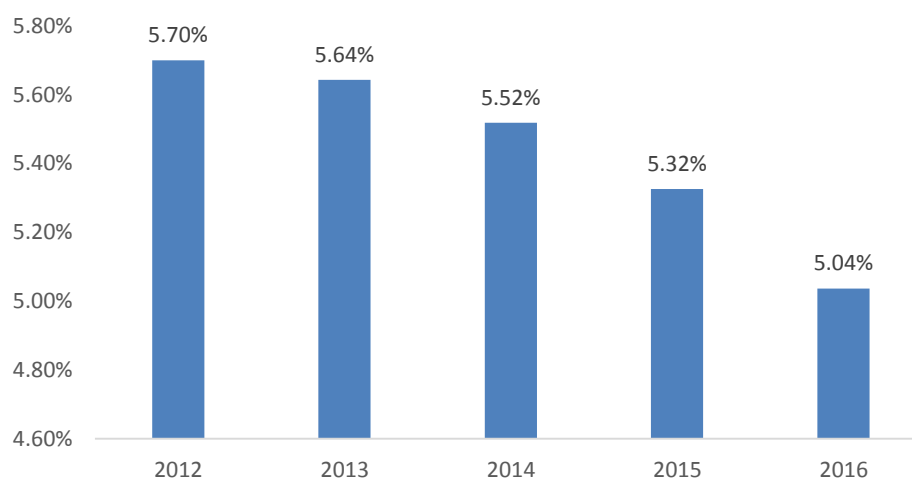
票权协议。而金字塔股权结构在我国由来已久，本文以下即从实证的角度，系统分析我国 A 股上市公司现金流权和控制权之间的分离程度及其演变²。大致得出以下几个结论。

（一）总体上看，A 股上市公司两权分离程度较低

根据 2012-2016 年数据统计可以看出，总体上，沪深 A 股上市公司的两权分离程度较低。如图 1 显示，5 年的统计区间，终极控制人的两权分离度维持在 5%左右，与境外市场允许双层股权结构的情况相比，我国上市公司所有者的现金流权未远低于控制权。

其中，超过一半的公司，终极控制人的两权一致，即现金流权和控制权分离度为 0，七成公司的两权分离度在 10%以下，而两权分离度超过 20%的公司占比不到 10%。

图 1 不同年份两权分离度统计



资料来源：CSMAR

²两权分离度：衡量公司控制权和现金流权分离程度，用终极控股股东的控制权与现金流权之差表示。

（二）从时间序列看，近年来 A 股上市公司的两权分离度呈下降趋势

从图 1 可以看出，2012-2016 年，A 股上市公司实际控制人两权分离度呈逐年下降趋势。2012 年，两权平均分离程度为 5.7%，到 2016 年，该数值下降为 5.04%，下降幅度为 11.6%。

具体而言，2012-2016 年，两权分离度为 0 的公司占比保持稳定，大致在 52%左右，分离度超过 5%的公司占比显著下降，2016 年比 2012 年下降了近 5 个百分点，取而代之的是，分离度在 0-5%之间的公司占比显著上升，从 2012 年的 11.76%，上升至 2016 年的 16.35%。说明近年来两权分离度的下降是由低分离度区间的公司占比提升导致的（见表 1）。

表 1 不同年份分离度区间分布

	2012	2013	2014	2015	2016
0	52.70%	52.51%	52.04%	52.00%	51.91%
(0,5%]	11.76%	12.23%	13.48%	14.55%	16.35%
(5%,10%]	9.73%	9.42%	9.03%	8.99%	8.79%
(10%,15%]	8.89%	8.82%	9.20%	8.88%	8.87%
(15%,20%]	8.05%	8.38%	7.88%	7.77%	7.16%
(20%,30%]	7.69%	7.43%	7.55%	7.16%	6.17%
(30%,40%]	1.06%	1.04%	0.78%	0.61%	0.60%
(40%,100%]	0.13%	0.17%	0.04%	0.04%	0.14%

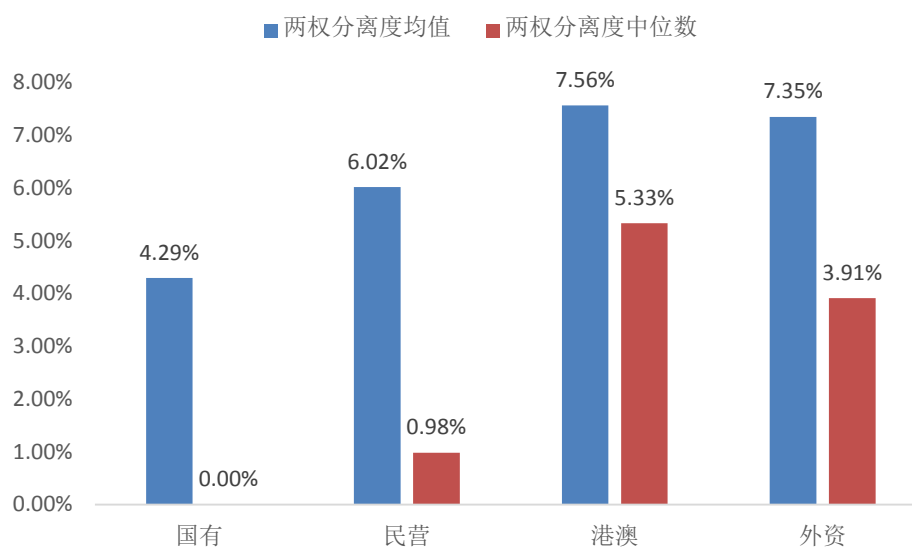
资料来源：CSMAR

（三）从所有权性质看，终极控股股东为国有性质的两权分离度最低

统计显示，相较终极控股股东为民营性质、港澳性质或外资性

质，终极控股股东为国有性质的两权分离度最低。具体地，如图 2 所示，当实际控制人为国有性质时，两权分离度平均值为 4.29%，中位数为 0；当终极控股股东为民营性质时，两权分离度平均值为 6.02%，中位数为 0.98%；当终极控股股东为港澳性质或外资性质时，两权分离度最高，平均值分别为 7.56%和 7.35%，中位数也分别达到了 5.33%和 3.91%。

图 2 不同性质终极控股股东两权分离度统计



资料来源：CSMAR、Wind

上述现象在年度间呈现同样的特征。第一，根据所有权性质分类，两权分离度排序保持不变，终极控股股东为国有性质的两权分离度最低，然后依次为民营性质、外资性质和港澳性质；第二，从 2012-2016 年，不同终极控股股东的两权分离度整体上均呈下降趋势。第三，从两权分离度下降幅度看，终极控股股东为港澳性质和外资性质的下降幅度最大，国有性质的下降幅度最小。2012-2016 年，终极控股股东为外资性质时，两权分离度从 2012 年的 8.41%下降至 2016 年的 5.69%，下降幅度达 32.34%；为港澳性质时，两权分离度从 2012 年的 8.58%

下降至 2016 年的 6.67%，下降幅度亦达到了 22.26%。而终极控股股东为国有性质时，两权分离度下降幅度为 3.03%（见表 2）。

表 2 不同性质实际控制人各年份两权分离度统计

	国有	民营	港澳	外资
2012 年	4.40%	6.44%	8.58%	8.41%
2013 年	4.31%	6.41%	7.72%	9.21%
2014 年	4.22%	6.22%	7.75%	7.48%
2015 年	4.25%	5.87%	7.27%	6.26%
2016 年	4.27%	5.39%	6.67%	5.69%

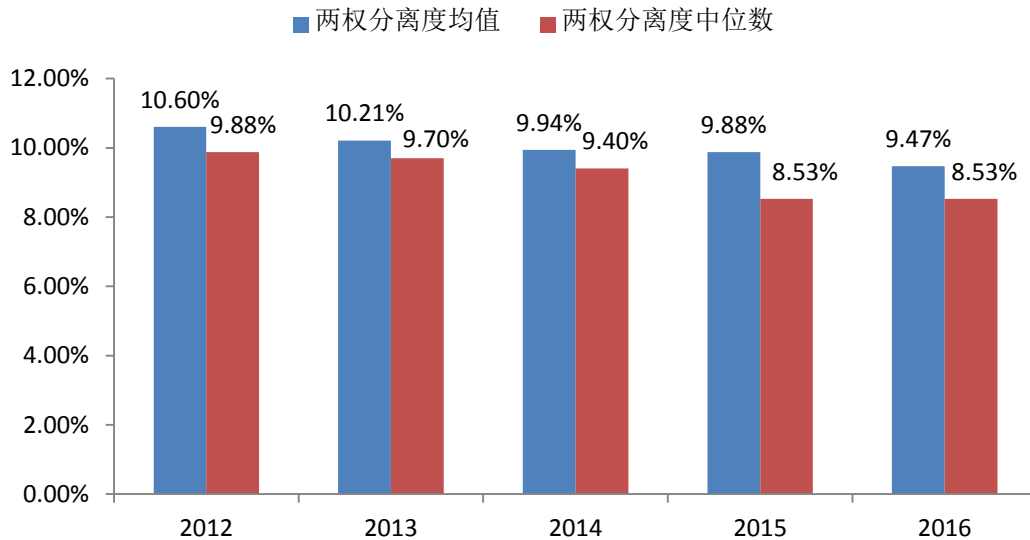
资料来源：CSMAR、Wind

（四）民营系族内上市公司，两权分离度最高

我们将两家及两家以上上市公司同属同一终极控股股东的，称为系族公司。以下将控制两家及以上上市公司的民营性质终极控股股东样本，进行单独统计。数据显示，A 股中共有 197 家为民营系族上市公司，控制两家上市公司的系族数为 70 个，控制 3 家及以上上市公司的系族数为 14 个。从图 3 可以看出，这类公司的两权分离度均值在 10%左右，要远高于全部民营性质样本 6.02%的平均值水平。

通过样本观察发现，这些民营资本系族上市公司通过获得上市公司控制权，以金融手段进行产业整合，从资源流动中谋取高额收益。如复星系旗下，拥有包括复星医药、豫园商城、南钢股份、上海钢联和海南矿业等 5 家 A 股上市公司，实际控制人郭广昌采用金字塔式结构来间接对上市公司进行控制，从而进行资本运作。

图 3 民营企业同一终极控股股东两权分离度统计

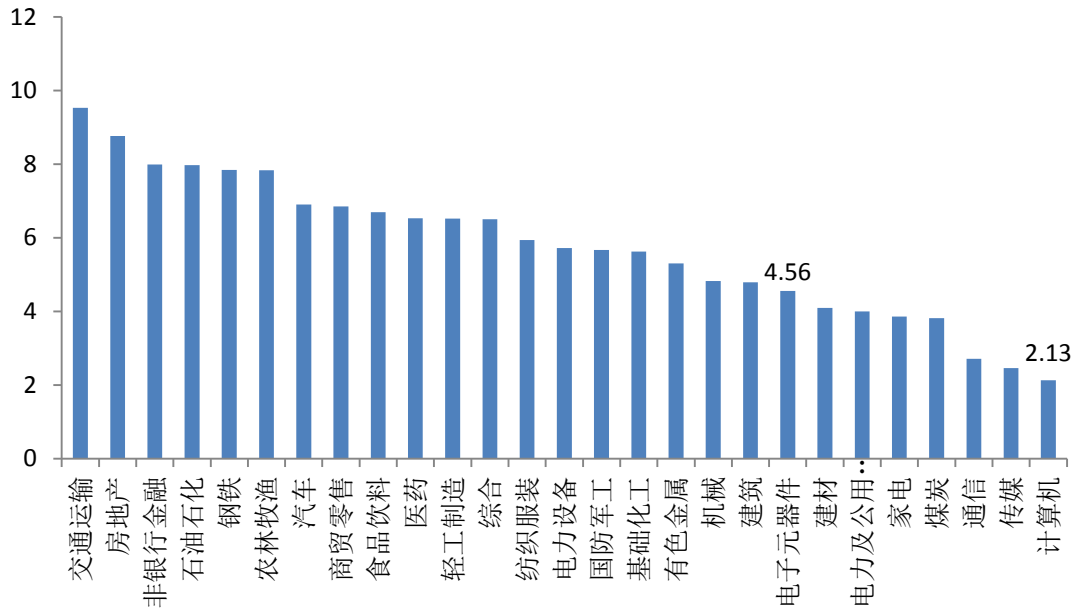


资料来源：CSMAR

（五）从行业属性看，高科技行业的两权分离度并未显著较高

对科技公司而言，创始人的地位非常突出。在企业发展过程中，为保持创始人对公司的绝对控制权，公司往往通过发行不同投票权的股票、特殊的股权结构安排等，使创始人团队牢牢掌握控制权。美国的许多高科技企业就采用双层股权结构的形式，对创始人发行高投票权的股份，从而使其在持有较少股份的情况下，获得较高的投票权。这种安排会导致科技公司较高的两权分离度。但数据显示，A 股中的高科技公司并没有表现出显著较高的两权分离度。图 4 显示，同为民营企业，A 股中两权分离程度最高的三个行业分别是交通运输、房地产和非银行金融。而电子元器件、计算机等科技含量相对较高的行业，除新联电子、和仁科技等少数个别公司外，两权分离度反而更低。

图 4 各行业两权分离度 (%)

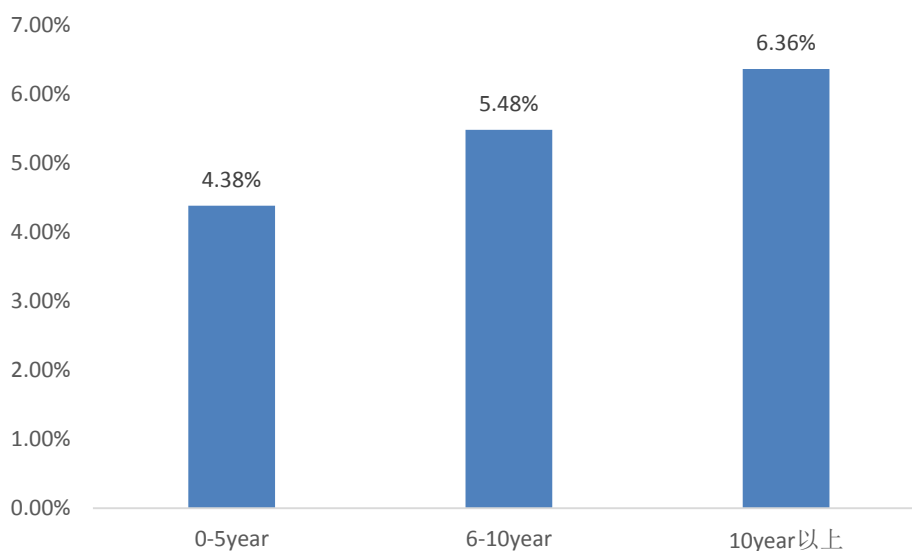


资料来源：CSMAR

(六) 上市时间越长，两权分离度越高

我们根据上市年限的长短，将样本中的公司分成三类，分别为上市 0-5 年，6-10 年，以及 10 年以上。从图 5 的统计结果可以看出，上市时间越长，两权分离度越高。具体地，上市时间在 0-5 年的，平均两权分离度为 4.38%；上市时间为 6-10 年和 10 年以上的样本组，平均两权分离度分别提高至 5.48%和 6.36%。这说明，第一，近年来，上市公司两权分离度的整体下降，很有可能是因为新上市公司两权分离度较低带来的；第二，整体而言，随着上市时间的延长，终极控股股东不断通过资本运作，扩大控制权和现金流权的差异，提高两权分离度。

图 5 不同上市年限两权分离度统计



资料来源：CSMAR、Wind

二、A 股公司现金流权和所有权分离的形成原因

我国企业金字塔式的持股结构由来已久，既有改革开放早期，面对不够成熟的外部资本市场，金字塔控股结构需要发挥内部融资的历史原因，有民营企业搭建合适股权结构以满足上市要求的制度需要，也有民营企业合理避税的现实需要。具体而言，A股上市公司现金流权和所有权分离的形成原因主要有以下几个。

（一）国有企业历史需要

上世纪八九十年代，我国资本市场远未成熟和有效，金字塔式控股结构扮演着重要的内部资本市场，成为当时尚未成熟和有效的外部资本市场的补充甚至替代。这构成金字塔式控股结构最初在我国资本市场出现最直接的理由。

其次，来自当年国企改制的现实需要。为推动亏损严重同时资金缺乏的国企改制，从国企中剥离出来的优质资产优先上市，募集资金。

这就是当时名噪一时的“靓女先嫁”理论。但先嫁的靓女未来需要承担帮助贫穷的家庭度过时艰的隐性责任。这样，在成为上市公司的先嫁的“靓女”和企业集团的其他部分很自然地成为子公司与母公司的控股关系。

第三，在国企管理体制改革过程中，为了避免国资委既是裁判又是运动员的嫌疑，在上市公司与国资委之间“人为”地设立用来控股的集团公司。通过集团公司，国资委实现对上市公司的间接控制。

从国有企业属性看，中央国有企业由于企业集团更加庞大、层级链条更为复杂，一般而言，其股权分离度比地方国有企业要高。

（二）民营企业稀释过程中保持控制权需要

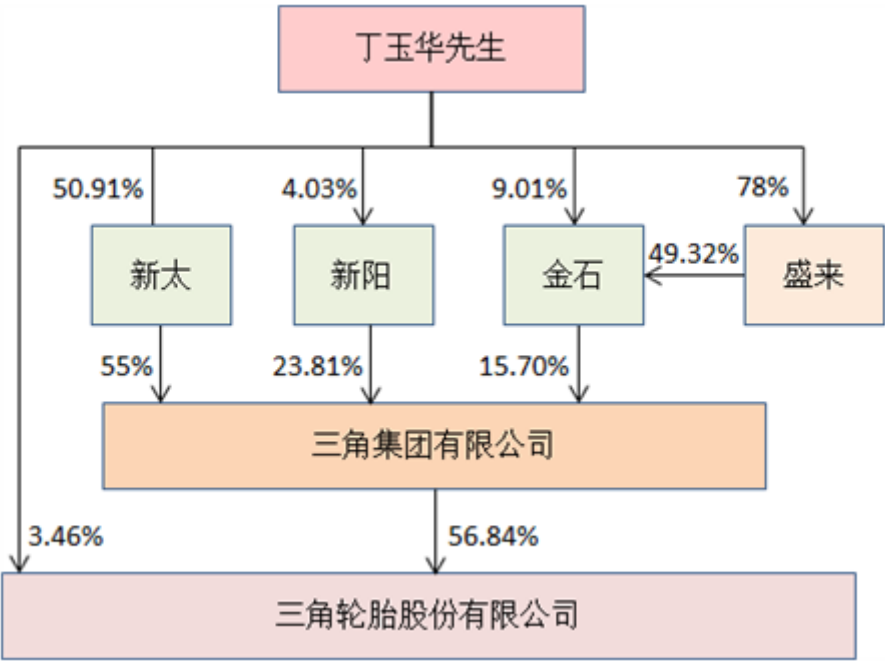
企业发展过程中，需要不断的融资。而由于各种原因，中小民营企业普遍存在直接融资难、融资贵的问题，因此其在早期倾向于以股权换资金的发展模式。随着企业不断融资壮大，创始人股权被不断稀释。为继续维持对公司的控制权，一个有效的途径是，创始人通过股权结构的特殊安排，争取到其他股东的投票权，而让渡出投票权的股东基于对创始股东的信任或依赖很有可能会同意这样的让渡安排，从而维持公司稳定的控制权。

一个典型的做法是，创始人股东通过其控制的持股平台实体间接持股（如员工激励或公司的小额投资人的股权），实现以小博大的控制效果。有限合伙企业就是这样一种特殊的持股平台实体，在我国也是一种比较新的企业形式。有限合伙企业的合伙人分为普通合伙人（俗称管理合伙人或 GP）和有限合伙人（LP）。普通合伙人执行合

伙事务，承担管理职能，而有限合伙人只是作为出资方，不参与企业管理。所以，可以让股东不直接持有公司股权，而是把股东都放在一个有限合伙里面，让这个有限合伙持有公司股权，这样股东就间接持有公司股权。同时，让创始人或其名下公司担任 **GP**，控制整个有限合伙，然后通过这个有限合伙持有和控制公司的部分股权。除创始人之外的其他股东，只能是有限合伙的 **LP**，只享有经济收益而不参与有限合伙日常管理决策，也不能通过有限合伙控制公司。

近年来，很多新上市的民营公司，为激励高管及核心员工，大部分在上市前就成立了类似的合伙企业，主要为高管的员工持股计划。以上市公司三角轮胎为例，其控股股东三角集团上面的“新太、新阳、金石”就是为员工持股计划而设立的实体。

图 6 三角轮胎股权结构图



资料来源：公司年度报告

（三）民营企业出于避税考虑

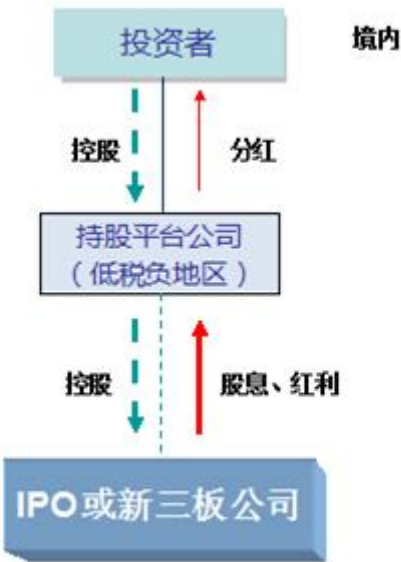
不同的持股方式对实际控制人及相关股东方的税负会产生不同的影响。一般而言，上市公司及相关股东主要面临以下两种税负。一是**作为股东取得的股息、红利**。目前，我国税法规定，对于居民企业直接投资于其他居民企业取得的股息、红利等权益性投资收益是免税的；而个人股东则需要根据不同的持股期限以差别化方式缴纳个人所得税。二是**企业上市后溢价转让股份取得的收益**。个人转让上市公司限售股取得的所得按 20% 税率缴纳个人所得税；公司法人股东转让上市公司限售股取得的所得按 25% 缴纳企业所得税（若持股平台公司亏损，则不需要缴纳），持股平台公司再分配到自然人时则需要按 20% 缴纳个人所得税。

需要注意的是，个人投资者可以选择纳税地点。按照目前的规定，直接投资居民企业，股息红利纳税地点在被投资企业所在地，由被投资企业代扣代缴。若通过合伙企业间接持股，则股息红利纳入合伙企业经营所得，在合伙企业所在地缴纳个人所得税。因此，从避税的角度而言，企业倾向于将这类投资公司或合伙企业注册在税负较低的地区。具体做法是，拟上市企业在股东与上市主体公司之间搭建一个持股、投资平台。然后将持股平台注册到有税收优惠（以及财政返还等）的低税负地区，尤其部分地区对符合条件的公司出台了免税以及财政返还的政策。这样一来，不仅可以实现资本运作的便利性，其背后的投资者更是可以享受较低的税负。

目前，相当一部分 A 股上市公司在 IPO 时，为避税考虑，将股

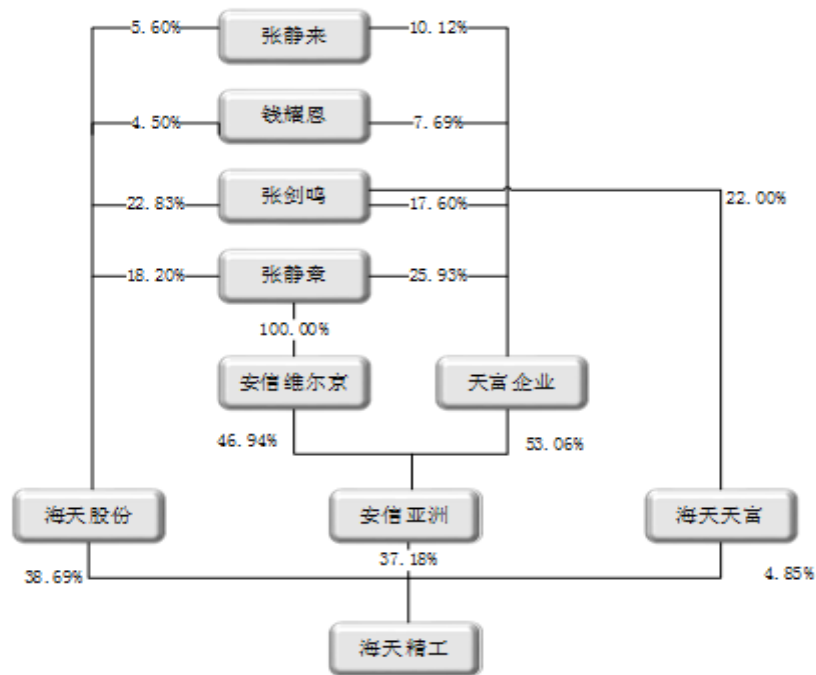
权激励和 PE 投资设立为有限合伙企业，注册在低税负地区。其中，实际控制人以 GP 形式作为有限合伙企业的管理人，间接实现了股权结构的金字塔形式。

图 7 出于避税考虑搭建的股权结构图



以上市公司海天精工为例，公司实际控制人为张静章、张剑鸣、张静来、钱耀恩。上市前，四人合计持有海天股份 51.13%的股份，直接控制海天股份，通过控制境外投资公司安信维尔京和天富企业间接控股安信香港，在公司发行上市前间接控制公司 84.30%的股份。另外，股东之一“海天天富”（宁波市北仑海天天富投资有限公司）的股东大部分为高管，公司注册地为宁波市北仑区，而宁波市北仑区是著名的税收优惠地区。

图 8 海天精工股权结构图



资料来源：公司年度报告

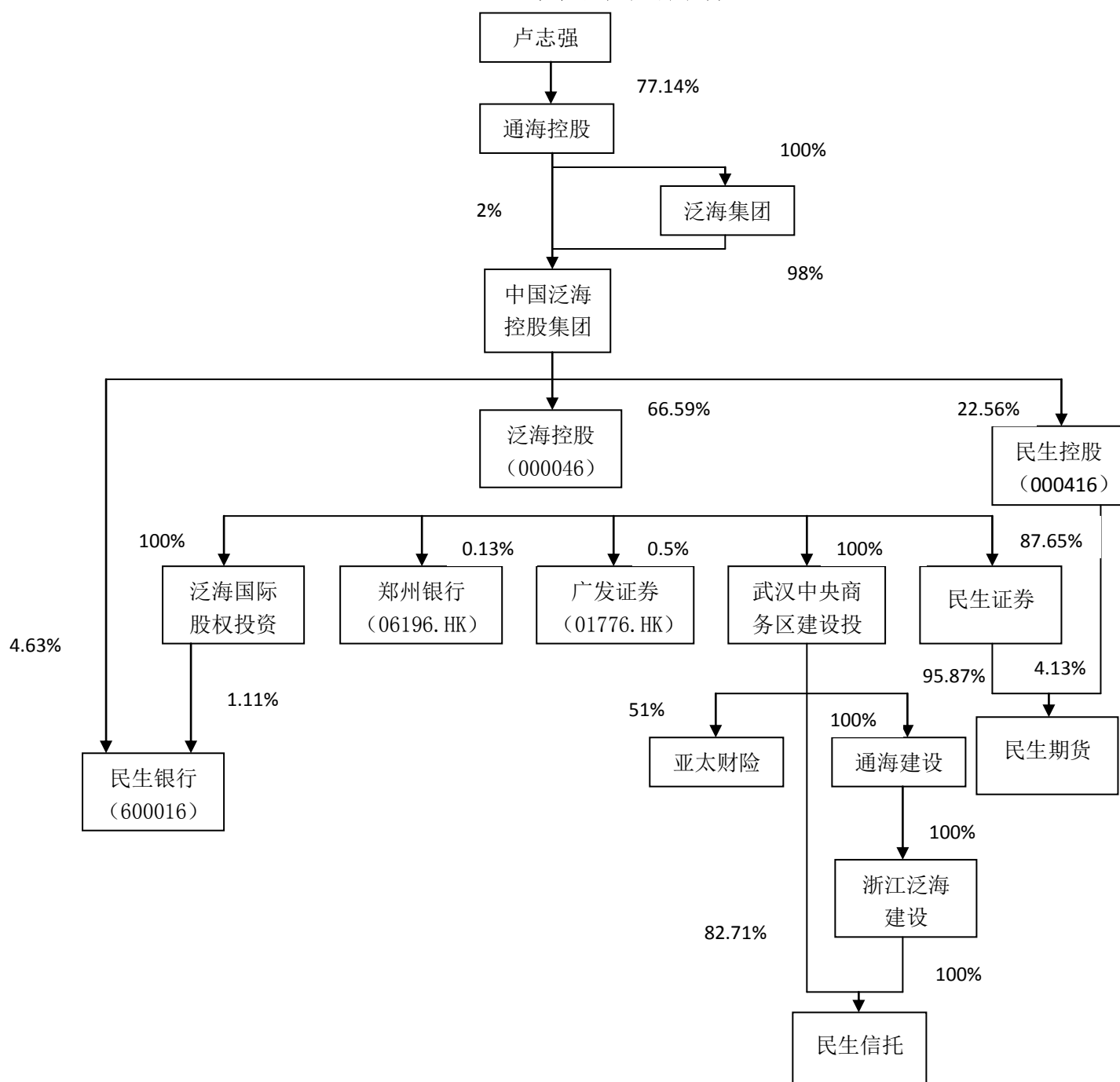
(四) 部分资本系族资本运作需要

企业家（及家族）取得企业控制权的方式影响了家族控制动机和组织结构的设计。对于自主创业的公司，企业家（及家族）建立金字塔结构主要目的在于减少融资约束，相对来说金字塔层级较少。而对于取得控制权获得公司，企业取得控制权过程中参与较多资本运作，金字塔结构股权形式更为普遍，两权分离度也更高。如某些资本大鳄通过持有控制性股份的 A 公司，借助杠杆收购 B 公司的控制性股份，然后通过 B 公司收购 C 公司，实现对 C 公司的控制，如此不断。通过层层股权控制链条，处于金字塔塔尖的实际控制人（资本大鳄）由此构建了一个个庞大的金融帝国（Shleifer 和 Vishny，1997；LLS，1999；Claessens et al.，2000；Claessens et al.，2006；刘峰等，2004）。这类资本系族的惯用运作手法是利用系族内几个上市公司平台，通过

实际控制人的资产腾挪，将自身培育或收购的资产包装注入上市公司，然后通过资产低买高卖，达到财富增值的目的。如邢立全（2017）的研究表明，与传统产业资本不同，近年来发展壮大的新兴资本则更倾向于通过并购重组快速搭建资本系族。其梳理的 76 个民营资本系族中，有 68 个系族内上市公司发生过至少一次并购活动，占比接近 90%。其中，部分系族近三年内并购交易次数超过 10 次。

不断购并的结果是，系族内的股权结构越来越复杂（如图 9 所示），层级越来越多，处于系族顶端的实际控制人的控制权和现金流权分离的越严重。根据本报告的研究结果，系族上市公司的平均两权分离度为 10%，显著高于非系族上市公司。

图 9 泛海系股权控制架构



资料来源：根据公开资料整理

三、两权分离对公司绩效的影响分析

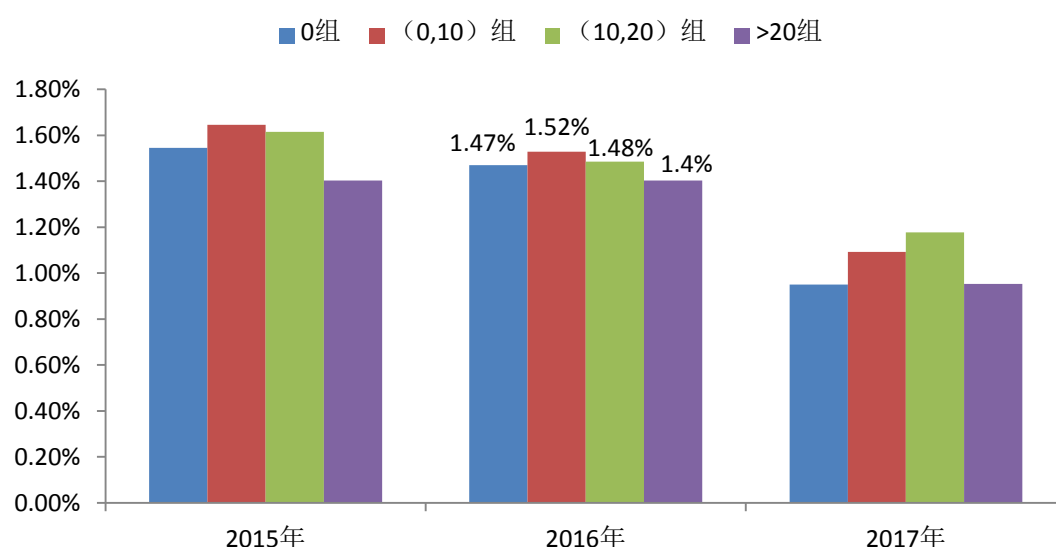
（一）两权分离度与资金占用及关联交易无显著关系

目前的研究普遍认为，两权分离带来的直接结果是，终极控制人利益与公司价值提升目标背离，而这种背离驱使着终极控制人通过资

金占用、关联交易等行为损害上市公司利益，阻碍上市公司经营投资扩展。

本文用上市公司资产负债表中的“其他应收款”作为资金侵占的变量，用上市公司与关联方之间互相提供的资金衡量关联交易的频繁度。结果发现，两权分离度的大小与终极控制人对上市公司的资金占用和关联交易无显著关系。如图 10 所示，以 2016 年为例，两权分离度为 0 的公司，其他应收款占总资产的平均值为 1.47%，两权分离度在 0-10% 之间的公司，其他应收款占总资产的平均值为 1.52%，两权分离度在 10%-20% 之间以及 20% 以上的公司，其他应收款占总资产的平均值分别为 1.48% 和 1.4%，经检验，四组之间没有显著差异。2015 年和 2017 年的情况也与此类似。这说明从两权分离度的角度而言，实际控制人对上市公司的资金占用没有显著差异。

图 10 不同程度的两权分离度与资金占用（其他应收款/总资产）情况



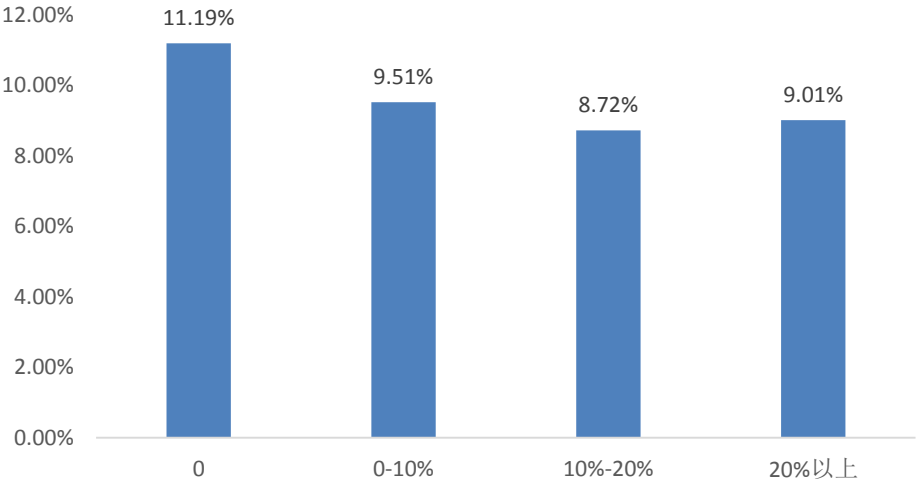
资料来源：CSMAR、Wind

（二）两权分离度越低，公司的 ROE 水平越高

两权分离度不同，可能带来不同的公司绩效水平。我们将两权分

离度进行分组，分别统计其对应的 ROE 水平。如图 11 所示，整体趋势上，两权分离度越低，公司绩效越好。具体地，两权分离度为 0 时，其 ROE 水平为 11.19%，为样本中的最高水平。两权分离度为 0-10%、10%-20% 时，ROE 水平为 9.51%、8.72%；当两权分离度为 20% 以上时，ROE 略有上升，为 9.01%。这说明，终极控股股东对上市公司的控制权和现金流权一致时，上市公司的绩效表现越好。

图 11 不同两权分离度值的 ROE 水平

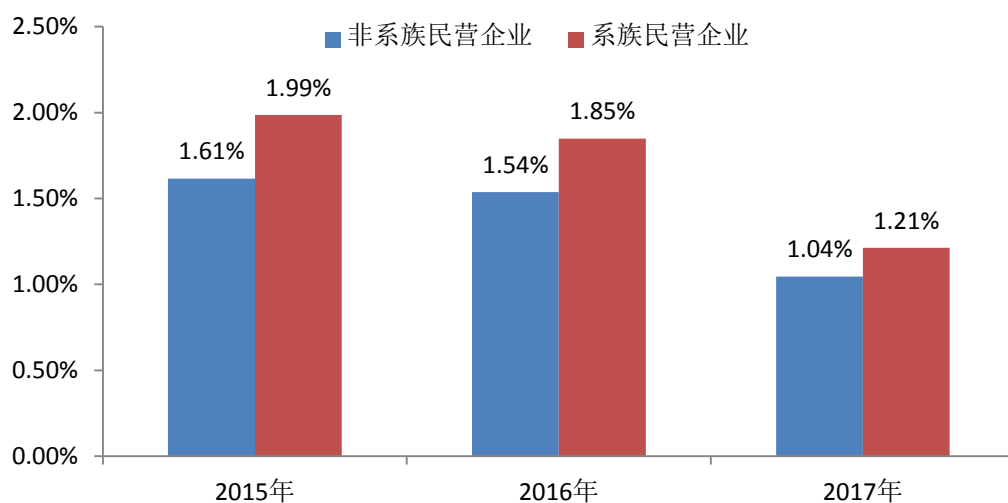


资料来源：CSMAR、Wind

（三）相比非系族企业，系族企业的资金占用现象更明显

将系族民营企业与非系族民营企业分组后，我们发现，系族内上市公司的资金占用（其他应收款/总资产）显著高于非系族内上市公司。以 2016 年为例，非系族内上市公司的其他应收款占总资产的比例平均为 1.54%，而系族内上市公司的其他应收款占总资产的比例平均为 1.85%，统计检验显示，两者存在显著差异。

图 12 系族企业与非系族企业的资金占用（其他应收款/总资产）情况



资料来源：CSMAR、Wind

（四）系族企业的财务表现不及非系族企业

从企业价值的角度看，系族企业的资本运作并未带来显著的效果，表现在系族内上市公司的资产负债率更高，而净资产收益率更低。统计显示，2015-2017 年，系族内上市公司净资产收益率平均为 7%左右，显著低于非系族内上市公司 10%的数值。资产负债率方面，2015-2017 年，系族内上市公司平均资产负债率为 45%，整整高出非系族上市公司资产负债率 10 个百分点。

图 13 民营系族上市公司和其他民营上市公司净资产收益率比较

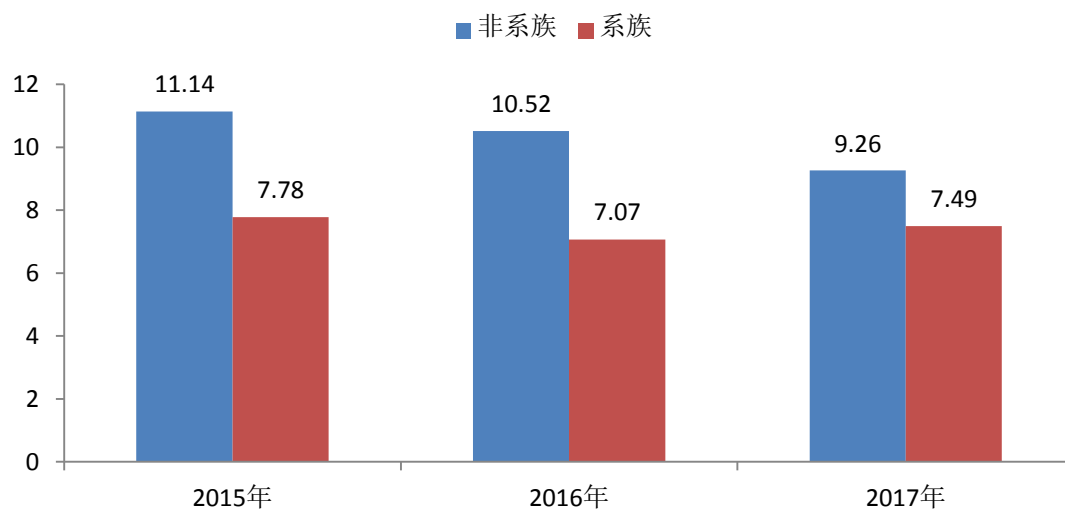
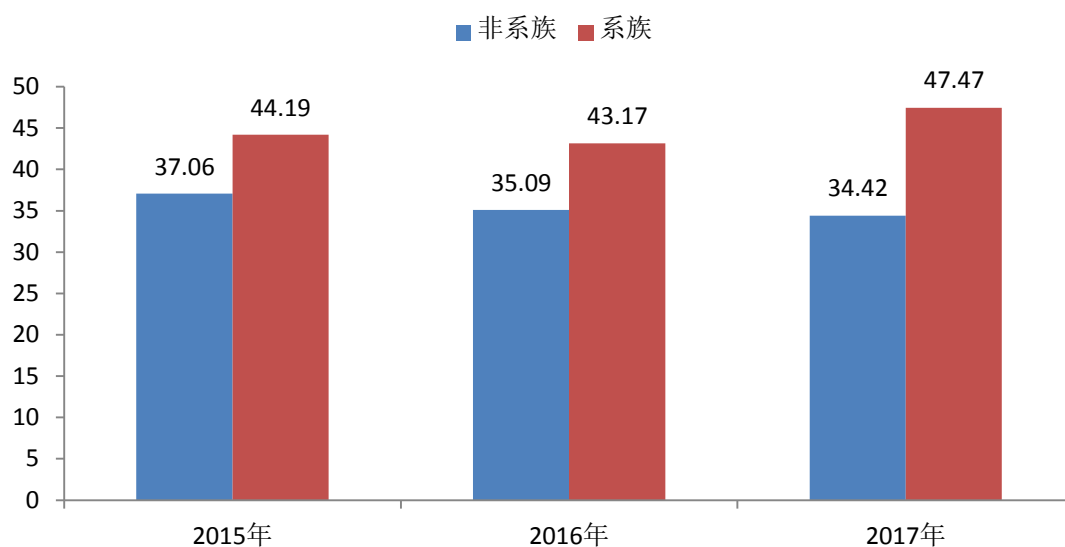


图 14 民营系族上市公司和其他民营上市公司资产负债率比较



资料来源：CSMAR、Wind

四、结论与建议

（一）结论

通过对 A 股上市公司两权分离度进行系统全面的分析，我们得到以下结论：

一是 A 股上市公司两权分离度整体较低，且呈下降趋势，民营企业特别是系族类民营企业的两权分离度较高。具体地，从所有者性质看，终极控股股东为国有性质的两权分离度较低，民营性质、港澳性质或外资性质的则较高；民营系族内上市公司，两权分离度最高，实际控制人通过采用金字塔式结构来间接对上市公司进行控制，从而进行资本运作；从行业属性看，高科技行业的两权分离度并未显著较高；上市时间越长，两权分离度越高。整体而言，随着上市时间的延长，终极控股股东将不断通过资本运作，扩大控制权和现金流权的差异，提高两权分离度。

二是两权分离的形成原因主要有国有企业历史需要，民企稀释过

程中保持控制权需要，民企出于避税考虑，以及部分资本族系资本运作的需要。在国企改革过程中，上市公司与国资委之间设立用来控股的集团公司。通过集团公司，国资委实现对上市公司的间接控制。而民企创始人为了维持对公司的控制权，通过股权结构的特殊安排，争取到其他股东的投票权。此外，基于避税的考虑，民企倾向于将投资公司或合伙企业注册在税负较低的地区。而对于取得控制权获得公司，企业取得控制权过程中参与较多资本运作，金字塔结构股权形式更为普遍，两权分离度也更高。

三是两权分离度影响公司绩效。两权分离度越低，公司的 ROE 水平越高。相比非系族企业，系族企业的资金占用（其他应收款/总资产）现象更为明显。从企业价值的角度看，系族上市公司的资产负债率更高，净资产收益率更低，这说明这类资本运作并未带来显著的效果。

（二）建议

一是严格监管民营系族企业的资本运作，加强信息披露，加强资金侵占行为的监管。在我国资本市场上，民营资本系族所扮演的角色往往并不光彩，其多与过度融资、市场操纵、侵害中小股东权益等紧密相关。本报告研究显示，民营资本系族两权分离度明显较高，同时，其系族企业资金占用现象更加明显，财务表现亦不佳。

针对上述情况，我们认为监管部门应当严格监管民营系族的资本运作等行为，建立更有针对性的全方位的监管体系。具体包括：第一、强化信息披露。民营资本系族股权结构层级庞杂，关联交易多，因此，

实践中监管部门对其要特别强化信息披露。第二、加强舆情监控。一线财经媒体可披露大量非法定披露信息，日常监管中有必要密切关注其发布的信息。同时，亦需要及时了解如股吧等知名股票交流论坛中中小投资者对民营资本系族的一些判断和看法，以更为全面的获取信息，进行监管判断。第三、要求中介机构更为审慎和勤勉尽责。民营资本系族各种资本运作频繁，关联交易较多。作为其中参与的中介机构，会计师事务所、律师事务所、资产评估机构应当勤勉尽责，监督资本系族上市公司严格履行信息披露义务。

二是建议在发行门槛上，放开对科创类企业双层股权结构的限制。A股市场对放开双层股权架构一直持仅谨慎态度，其主要原因在于这类特殊的股权结构造成投票权和现金流权的分离，导致拥有较高投票权的人容易通过关联交易、资金侵占等损害其他股东的权益。本报告的研究表明，除以资本运作为主的资本系族外，因其他原因形成的两权分离并没有在资金侵占、关联交易等方面带来不良的公司治理效应。因此本文认为，在发行门槛上，科创板可放开对双层股权结构的限制，同时，对其上市后的股权结构变更采取谨慎态度。一方面满足新兴产业公司治理的特殊需求，另一方面，防止“别有目的”的企业在上市后通过资本运作改变上市初衷，从而侵害中小股东。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
