

稳妥推出 CDR

胡滨；范云朋 时间：2018-04-15 来源：《中国金融》第八期

CDR 推出适逢其时

中国存托凭证（CDR）是指在境外上市公司将部分已发行上市的股票托管在当地保管机构，由中国境内的存托机构发行、在境内 A 股市场上市、以人民币交易结算、供境内投资者买卖的投资凭证，是一种金融衍生交易工具。1997 年东南亚金融危机对香港 H 股市场造成重创，许多国内赴港上市的红筹股公司纷纷希望回归 A 股，享受更为优越的融资便利条件和更为稳定的经济金融环境，在此背景下 CDR 概念于 2001 年被首次提出。但受制于我国金融市场发展与资本市场开放程度以及企业上市的法律标准等因素，直至 2016 年我国才正式考虑着手推出 CDR，将其作为进一步推动资本市场双向开放的政策选项之一。

近年来，以阿里巴巴、腾讯、京东等为代表的一批境内优秀创新企业选择红筹模式境外上市，不仅是国内制度设计的遗憾，也是我国金融开放水平尚需提高的表现，也使得中国投资者未能及时享受到与这些优质企业共同成长的发展红利。随着越来越多的创新型企业崛起，在中国向高质量经济增长转型的背景下，CDR 的推出日益形成共识。

2018 年 3 月 30 日，国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企

业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》(下称《试点通知》),从顶层设计、指导思想、试点企业选取原则、CDR 发行制度设计、信息披露和投资者保护等方面对国内试行 CDR 做出具体安排。

应该说,经过多年改革发展,推出 CDR 已是水到渠成:我国资本市场的市场容量逐渐扩大,监管制度不断完善,依法全面从严监管态势不断巩固,一线监管、科技监管与协同监管能力有了很大提高,投资者成熟度也在不断加强,同时,资本市场双向开放的制度基础不断夯实:A 股和港股两地上市为企业便利融资、跨地域监管合作、信息披露和两地投资者保护等方面提供了先例和经验;沪港通、深港通的试点以及沪伦通制度的探讨为人民币跨境认购债券和股票的资本投资、清算结算和外汇转换体系奠定基础;多年来形成的以企业现有盈利为基础的估值体系逐步矫正,为多数未盈利的创新科技企业的市场化估值铺设道路等。

我国多层次资本市场的改革方向是提升资本市场体系的制度适应性和包容性、市场承载力和国际竞争力,让好企业顺利上市、让上市公司更快发展、让投资者权益得到更好保护。目前,CDR 是比较稳妥的接应红筹企业在境内发行证券上市的制度创新,也是我国资本项目完全开放前的最佳方式之一。与传统的从美股退市—拆除 VIE 架构—A 股借壳上市之路相比,发行 CDR 具有多重优势:发行 CDR 意味着红筹企业在境内资本市场上市,无需改变公司目前架构;可以免除私

有化和拆除 VIE 架构所耗费的时间成本和财务成本；公司在两地上市可以在保持原有海外融资渠道的同时新增国内融资渠道，实现融资来源的多元化。

推出 CDR 需着力解决的四个难点

一是交易结算制度设计与资本项目管制的协调问题。目前，我国人民币资本项目尚未完全可自由兑换，居民仅可通过 QDII 等有限的方式进行境外直接证券投资。这种资本项下管制将会使得 CDR 证券品种在二级市场交易过程中积累外汇风险以及人民币跨境支付结算风险，不利于 CDR 的正常运行。此外，在国际市场中，存托凭证与存托凭证的基础证券大多能自由兑换，由此可以避免出现市场分割和监管套利。而在我国，如允许 CDR 与基础证券互换，将会对外汇管制造成较大冲击；如在较长时间内不能实现自由互换，就会形成两种证券市场的分割，引发投机炒作和短期套利。

二是现行制度下的法律适应性问题。证监会出台《试点通知》，并对 IPO 制度重新修订公开征求意见，这意味着 CDR 的基础制度和法律关系有了较为明晰的界定。境外公司在境内发行证券符合《证券法》规定，CDR 作为国际上较为成熟的证券品种，其发行、交易行为也适用《证券法》，因此推出 CDR 法律依据充分。但是“独角兽”企业、红筹企业通过 CDR 回归国内所涉及的法律问题远比中国公司到香港发行 H 股、美国红筹上市、沪港通、深港通等制度安排复杂得多，境

内外法律制度、规则、司法等方面的冲突和摩擦也会更加明显。具体而言，主要包括以下几点：

首先是 CDR 的法律地位问题。虽然《试点通知》已经对其作为证券衍生品的法律地位做出确认，但是鉴于其有别于普通股票和一般信托凭证，一级市场和二级市场分属境内外的现实情况，监管部门应当针对 CDR 发行和交易中具体可能出现的问题做出精细化法律制度安排。

其次是 CDR 涉及债权人保护及跨境争议解决问题。在我国 CDR 发行的基础制度设计中，投资者直接持有 CDR 而非基础证券，基础证券由存托人代为持有并行使权益，存在财产独立性的法律风险。如何实现破产隔离、债权保护是下一阶段需要明确的法律要点。此外，境外红筹公司分布广泛，涉及美国、中国香港、欧洲、开曼群岛等多个国家和地区，具体实施中如何对跨境资产的法律问题进行有效沟通和争议解决至关重要。

最后是 CDR 涉及证券法律权益问题。CDR 基础制度中存在名义股东和实际股东的区别，中国境内投资者不应仅享有股票红利及财务收益，作为证券实际持有人也应享有监督权、投票权、公司治理权等股东权利。目前国内商业银行作为基础证券存托机构，如何代替居民投资者行使这些法律权利，缺乏具体标准和规章制度。

三是监管统筹协调问题。针对信息披露制度，《试点通知》要求

境外红筹企业应履行信息披露义务，以中文在境内同步披露、内容一致。这一方式简单有效，适用于 CDR 发展阶段初期。但从长远来看，存在合规成本与监管成本过高的问题，应对境内外信息披露制度的不同之处做出相应安排，确保投资者权益得到及时有效的保护；针对审批发行制度，发行 CDR 的企业需同时满足境外和境内两套监管标准，对企业的审核将会更加严格；针对法律责任问题，境外公司如果出现欺诈行为、虚假信息、内幕交易、操纵市场等违法行为，将会涉及到跨境监管、跨境执法和跨境司法问题，境内外监管的统筹协调面临挑战；针对并购重组问题，我国监管机构应对境外公司的大型并购投资和资产重组行为进行明确监管，对具体金额和并购方式设定许可约束，有效保障境内投资者的合法权益。

四是合理控制估值溢价和跨市场套利行为。《试点通知》明确试点涉及七大产业领域，这些领域的新经济企业通过 CDR 模式回归 A 股将增强 A 股市场与全球资本市场的联动效应和吸筹效应。在发行 CDR 初期，中概股企业涉及概念较多、易受市场追捧，在一定程度上将推动估值溢价和估值体系重构。由于美股市场和 A 股市场、境内一级市场和二级市场之间存在估值溢价和估值调整，伴随而来的跨市场套利行为将会对境内股票市场造成短期急促的冲击。

坚持稳中求进原则部署 CDR

一是有序把控推出节奏，防止投机炒作。从《试点通知》来看，

CDR 试点的门槛较高，在“估值+产业”双标准下，达标企业都是盈利稳定、前景良好的优质企业，吸引上述优质企业到 A 股市场，有利于改善市场结构，完善以往以传统金融行业为代表而新经济企业占比较小的资本市场结构。同时，优质企业在境外市场运行良好，公司治理结构完善，能对 A 股市场形成示范作用。这符合国家发展战略和支持经济提质增效的目标。但考虑到 A 股以散户为主，偏好跟风炒作，需要合理安排发行时机和发行节奏，在完善法律监管体制机制的同时逐步放开试点规模。既要体现稳中求进的基本原则和谨慎推进的工作态度，又要强化宏观审慎监管和投资者保护，防止市场炒作。

二是注重规模控制与投资者适当性管理，防止 CDR 对 A 股造成冲击。《试点通知》首次明确 CDR 融资功能，预计未来试点公司将以新增股本为基础发行存托凭证，因此试点公司要有节制地融资，对新增股份发行规模进行严格控制；要坚持市场配售原则和投资者适当性管理，对机构投资者实行市值配售政策，通过配售比例调节市场需求和市场规模，在市场初期对风险承受能力较弱的个人投资者进行一定程度的限制，防止 A 股异常动荡损害投资者权益；从顶层设计角度对试点公司 CDR 发行占比进行有效管控，注重市场规模控制，对虹吸效应和 A 股承载能力进行预测，防止 CDR 发行过度对 A 股造成冲击；鼓励社保、养老金等机构投资者进入 CDR 交易市场，分享收益，稳定市场，同时也要完善融券制度，当 CDR 市场非理性上涨时，机构投资者

通过融券机制增加市场供给，注重规模控制的同时进行结构性调整。

三是坚持市价发行，考虑设置跨境做市商，平抑市场价差。CDR 发行价格应与境外红筹企业基础证券的海外股价接轨，可参考境外近期交易均价，不设发行指导市盈率，避免“打新套利”投机策略和羊群效应对市场的冲击；CDR 分为境内市场和境外市场，通过设置具有一定外汇额度的跨境做市商，在国内市场非理性时买入海外 ADR 或基础证券，通过存托机制注入境内市场，在境内外市场存在套利空间的情况下平抑市场价差，提供一个基本反映市场供求平衡的公平参考价格。监管机构对于境外红筹股回归的风险管理重心在于 CDR 与境外存托凭证的价差合理化。

四是构建一个 CDR 的闭环结算模式，强化对参与机构的监管。基于资本项目尚未完全开放，构建一个人民币作为交易货币在 CDR 市场内实行原路径返回和内部循环的闭环结算模式，有利于 CDR 稳步推进；在我国证监会与境外证券监督管理机构共同实施跨境监管的同时，国内市场要加强对存管机构和交易代理机构的监管，中国银保监会和证监会要加强统筹协调，注重对商业银行和券商的监管，对资金使用、信息披露、数据共享、专户管理、跨境支付结算等重要环节进行统一监管和穿透监管，促进市场机构主动培养监管合规意识，推动我国存托凭证市场安全有效运行。