

CDR 发行交易机制及相关配套措施

潘向东* 刘娟秀** 郑嘉伟***

摘要:随着我国步入新时代,经济向高质量阶段发展,金融业对外开放步伐不断加快,证券市场也在逐步与国际接轨。在新时代经济背景下,各国对创新企业等优质企业的争夺也日趋激烈。在这样的条件下,我国勇于打破传统发行制度和法律法规的限制,通过引入 CDR 这一创新型金融工具,不仅有助于鼓励境外优质企业回归 A 股,留住更多的创新企业在国内上市,让投资者分享其成长成果,助推经济转型,而且也是我国金融业对外开放的具体举措。因此,本文通过对存托凭证的理论综述,详细介绍了 DR 的构成要素和运作流程,结合 ADR 和 TDR 发行的经验,尤其通过对 TDR 陷入交易量萎缩、挂牌数量负增长的原因分析,探讨了国内发行 CDR 可能的交易和运行机制,同时结合 CDR 发行对市场的影响,前瞻性地分析了 CDR 发行可能遇到的难点,最终从明确试点企业的筛选机制,提高 CDR 发行定价效率,发挥 CDR 自由转换机制,加强监管配套、实施跨境监管等五个方面完善配套措施,以期通过这些方面的改进,加快 CDR 进入中国的步伐,丰富金融市场创新工具,拓宽投资者投资渠道,实现中国资本市场稳定发展。

关键词:CDR 发行交易机制 配套措施

一、引言

2018 年正逢中国改革开放 40 周年,“两会”期间,政府工作报告明确提出,我国

* 新时代证券副总裁兼首席经济学家。

** 新时代证券首席宏观分析师。

*** 新时代证券宏观固收研究员。

经济从高速增长向高质量发展阶段转变。在传统产业出现一定程度回落,新经济成为中国经济中增长最快的板块的背景下,依靠新经济和创新型经济发展成为我国经济转变经济发展方式的必然选择。发行 CDR 有助于推进新经济和创新型经济回归我国 A 股市场,助推经济转型升级,化解经济深层次矛盾和问题关键。因此,2018 年 3 月 30 日,国务院办公厅转发中国证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(以下简称《意见》),标志着中国存托凭证 CDR 发行已经进入倒计时。

《意见》从试点企业选取标准、筛选机制、试点方式、发行条件、基础制度安排、信息披露、投资者保护等十个方面,为创新企业境内发行股票或存托凭证奠定了制度基础,这是我国在经济向高质量发展和转型背景下,通过创新发行机制,凭借 CDR 等工具推动优质企业逐步回归 A 股市场的手段,也是落实我国金融业对外开放战略的具体举措。上述举措有助于推动我国资本市场与国际接轨,提高我国资本市场的国际化程度。那么 CDR 是什么?我国为何要推出 CDR? CDR 发行交易机制将会如何设计? CDR 推出将会对市场产生怎样的影响? CDR 试点将会存在哪些难点?后续我国还需要出台哪些配套措施?这些都是本文研究的重点。

二、关于存托凭证发行的理论基础

存托凭证(Depository Receipts, DR)是指在一国证券市场发行流通,代表外国公司有价证券的可转让凭证,属于公司融资业务范畴的金融衍生工具。根据 DR 所代表的基础证券不同,可分为普通股票、优先股和债券型。DR 起源于美国,早在 1927 年,JP 摩根银行首先发明了存托凭证,以方便美国人投资英国零售商塞尔福田奇(Selfridges)公司的股票。当时,英国法律禁止本国企业在海外登记上市,塞尔福田奇公司为了获得国际资本,便引入了 DR 这一金融工具。DR 的产生主要是为了规避有关国家境内筹资及境外投资限制性规定,同时由于其自身的诸多优点及金融全球化趋势等因素而取得显著发展。

(一)DR 的分类

根据发行地点不同,DR 可分为 ADR(美国存托凭证)、EDR(欧洲存托凭证)、HDR(香港存托凭证)、SDR(新加坡存托凭证)、GDR(全球存托凭证)等。CDR(Chinese Depository Receipts)是指在境外发行上市的公司,将部分已发行上市的股票

托管在当地保管银行,由中国境内的存托银行发行、在境内 A 股市场上市、以人民币交易结算、供国内投资者买卖的投资凭证。按照基础证券发行人是否参与存托凭证的发行,可分为无担保和有担保存托凭证。有担保存托凭证又可分为一级、二级、三级公开募集存托凭证和私募存托凭证。级别越高,登记要求越高,吸引力越大。同时,存托凭证发行目的越接近二级市场公开发行的股票,所受到的监管也越强(见表 1)。

表 1 有担保存托凭证不同类型比较

类目	一级 ADR	二级 ADR	三级 ADR	规则 144A
发行目的	不上市交易,不发行新股筹资,提高流动性,扩大投资者基础	上市交易,不发行新股筹资,提高流动性,扩大投资者基础	发行新 ADR,交易所上市,筹资,提高流动性,扩大投资者基础	私募
信息披露及文件规范	较宽松表格 F-6 注册 12g3-2(b) 豁免	较严格表格 F-6 注册表格 20-F 报告	最严格表格 F-6 注册表格 20-F 报告	无注册需要 12g 3-2 (b)豁免
美国证券交易委员会手册	需要,不必完全遵守美国证券交易委员会的信息披露规则	需要	需要	不需要
交易市场	场外交易市场(Over The Counter, OTC)	纽约证券交易所,纳斯达克交易所,美国交易所	纽约证券交易所,纳斯达克交易所,美国交易所	美国私募市场(PORTAL)
筹资能力	无,需升级	无,需升级	有	有
公开发行	否	否	是	否
发行时间	短	较长	长	较短
中国案例	轮胎橡胶、氯碱化工、二纺机、深深房、东方航空	第九城市、空中网、前程无忧、E 龙	上海石化、南方航空、华能国际、中国电信、中石化	马鞍山钢铁、庆铃汽车、仪征化纤、中海发展

资料来源:JP Morgan ADR 官网,新时代证券研究所。

(二)DR 的构成要素与运作流程

从世界范围来看,目前存托凭证交易最活跃的地区以欧美为主。尤其是随着 20 世纪 80 年代美国金融管制的放松,DR 在 20 世纪 90 年代欧美一些证券市场开放度较高的国家发展最迅速。因此,欧美对 DR 的运行机制和对资本市场的影响也较为成熟与显著。DR 的运作流程与构成要素如图 1 所示,其中:

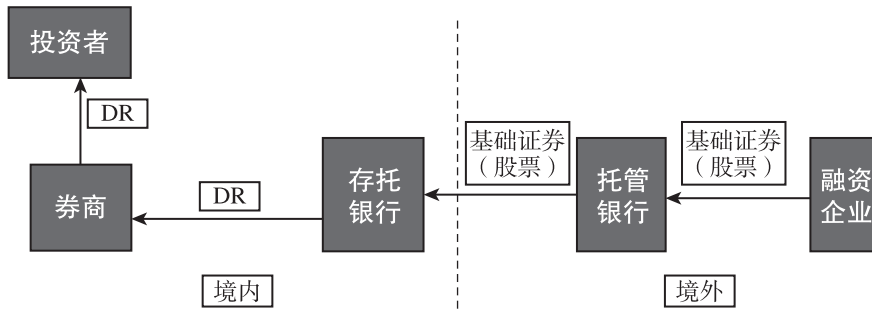


图 1 存托凭证的运作流程与构成要素

资料来源:新时代证券研究所。

(1)存托银行。存托银行的职责包括发行 DR,安排托管银行,DR 的注册、过户与清算,为 DR 投资者提供服务以及作为信息沟通的桥梁等。存托银行应选择在境内和境外具有业务资格、熟悉境内和境外监管环境、非常了解发行主体,且具有一定外汇储备的商业银行。在境外,它要审查融资企业的财务状况,评估该企业未来的盈利能力,判断该企业在未来能否确保本国投资者的权益,能否给国内投资者带来稳定收益,并与筹资单位签订 DR 发行契约,确定转换比率等;再者,要督促其派出机构托管银行对筹资单位进行监督。在境内,其要与本国券商协商发行细则,还承担对境内投资者进行相应知识教育与提供相关理财与咨询业务。

(2)托管银行。托管银行负责保管 DR 所代表的基础证券,根据存券银行的指令领取红利和利息,用于再投资或汇回 DR 发行国,并向存券银行提供当地信息,同时还承担对筹资单位的连续督导义务。

(3)基础证券所在地券商。其职责是向当地交易所上报增发基础证券的相关法律文件,并将相应的基础证券交由托管银行托管。

(4)国内券商。其职责是向发行 DR 监管部门提交相关法律文件,发行 DR,建立 DR 投资者簿记并维持其资料与登记结算公司和存券银行的一致,向投资者提供发行人的中英文法律文件及相关资料。随着 DR 业务在一国的深入展开,存托银行与券商有可能会有部分业务的重合。

(三)国外对 DR 研究的理论综述

通过对国外文献研究发现,雪莱·E. 韦伯(Shelly E. Webb)和丹尼斯·T. 奥菲瑟(Dennis T. Officer)等研究发现,ADR 市场和美国市场之间有一种先导和滞后的关

系,ADR 在美国市场担当了一个资产价格的先导角色。^① 德米修·迪奥·伊婕娜 (Demissew Diro Ejara) 和钦莫伊·高希 (Chinmoy Ghosh) 研究了 ADR 上市对美国市场交易量和价格波动性的影响。实证表明,ADR 上市,美国市场交易量和证券价格都会得到提高。同时国外研究也表明,投资者通过购买 DR 可以使投资组合更加多样化,从而有效地分散投资风险。^② 奥菲瑟和霍夫迈斯特 (Hoffmeister) 使用了 45 个 ADR 组合的月度收益数据对发行 ADR 的风险进行分析,研究发现,ADR 和美国公司的随机组合比相似的纯美国公司组合风险降低 20%。^③

基于对 ADR 的研究,从 1993 年 7 月上海石化首次以美国存托凭证 ADR 的方式在纽约证券交易所挂牌上市至今,我国已经积累了丰富的发行 ADR 经验,但 CDR 在内地尚未公开发行。从国内对 CDR 研究的文献可以看出,国内对 CDR 的研究主要集中于中国加入 WTO 前后,在内容上,对 CDR 发行可能对市场的影响以及发行可能遇到的难点和相关配套措施研究较少。因此,本文正是从 CDR 目前研究不足的方面入手,探索中国如何才能更好地实施 CDR。

三、DR 发行的域外经验与启示

(一) ADR 的发行、交易和注销过程

从整体来看,在国际金融市场上,存托凭证的发行呈快速增长态势。自 1927 年 JP 摩根银行发行第一张 ADR 以来,到 1961 年已有 150 家外国公司在美国发行 ADR,1978 年在美国发行 ADR 的外国公司多达 400 家。随着 20 世纪 80 年代美国金融管制放松,ADR 数量大增,到 1996 年年底,共计 1301 个 ADR 项目发行,其中,426 个在美国三大证券交易系统挂牌交易,交易金额达 341 亿美元。虽然受 2008 年全球金融危机影响,但之后美国和全球存托凭证市场仍充满亮点,不仅流动性创新高,而且新发行的存托凭证也大幅增长,存托凭证的交易量在全球所有地区都出现了双位数的增长(见图 2)。

^① Webb, S. E., Officer, D. T., & Boyd, B. E. (2010), "An Examination of International Equity Markets Using American Depositary Receipts (adrs)", *Journal of Business Finance & Accounting* 22(3), pp. 415 - 430.

^② Ejara, Demissew Diro, and C. Ghosh, "Underpricing and Aftermarket Performance of American Depositary Receipts (ADR) IPO", *Journal of Banking & Finance* 28. 12, 2004, pp. 3151 - 3186.

^③ Officer, Dennis T., and J. R. Hoffmeister. "Why Not Diversify Internationally With ADRs?", *Journal of Portfolio Management* 2, 2010, pp. 61 - 65.

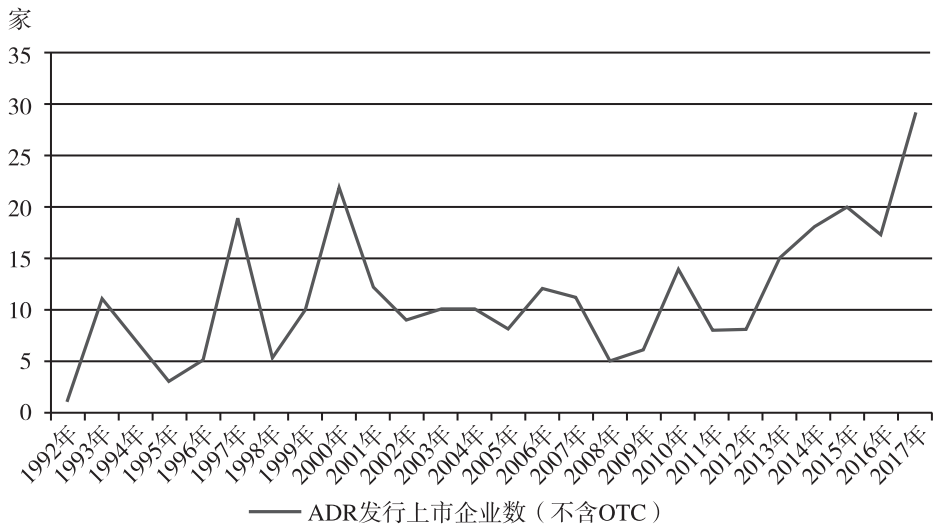


图 2 采用 ADR 发行上市企业数不断增加

资料来源:wind,新时代证券研究所。

以 ADR 为例,其发行及交易过程如图 3 所示。海外公司要在美国资本市场筹集资金须先在国内股票市场发行普通股票,通过本国的经纪商将股票存放在美国存托银行指定的托管机构,然后美国存托银行再据此发行 ADR。如果外国投资者需要购买 ADR,可向美国经纪商发出购买指令,然后美国经纪商或者在美国市场购买已有的 ADR,或者指令其国外机构购买普通股票,再向投资者发行 ADR。如果美国投资者需要卖出 ADR,首先须对美国经纪商发出卖出指令,然后美国经纪商或者在美国市场卖出 ADR,或者指令其国外机构卖出普通股票。如果是后者,则美国存托银行将取消其发行的 ADR。^①

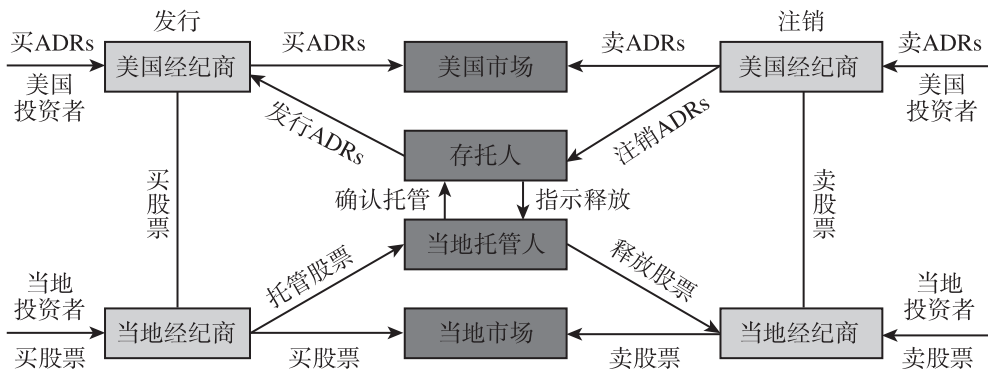


图 3 ADR 的发行、交易和注销过程

资料来源: <http://www.adr.com>,新时代证券研究所。

① 校坚、吴广彬:《海外存托凭证的发展与启示》,载《证券市场导报》2002年第3期。

(二) TDR 的发展经验与启示

TDR(中国台湾地区存托凭证)的推出是中国台湾地区资本市场开放的关键步骤。1992年,中国台湾地区监管机构制定了“境外发行人募集与发行有价证券处理准则”;1995年,中国台湾地区开始制定以 TDR 作为境外企业第二上市方式的相关规定;1997年,中国台湾地区“证券交易法”修改完成;1998年,新加坡福雷电子作为第一支 TDR 在台湾证券交易所上市,标志着 TDR 出现在资本市场的舞台。从首支 TDR 在台湾证券交易所上市至今的短短 20 年时间里,TDR 的发展经历了由盛而衰的周期变化,回顾这一过程对于中国大陆资本市场引入 CDR 同样具有借鉴意义。^①

作为跨境融资的一种形式,存托凭证面临着更复杂的竞争环境。中国台湾地区资本市场深度不足,对周边辐射能力有限,TDR 发展滞缓有其必然性。在起步阶段,由于台湾证券交易所不够重视,且监管机构限制 TDR 募集资金在大陆投资,禁止祖国大陆的企业和香港交易及结算所(以下简称港交所)第一上市企业发行,截至 2008 年年末,仅有 4 家企业挂牌,市场总融资额仅新台币 57.9 亿元,平均年交易额为新台币 334 亿元,仅占台湾证券交易所主板市场总交易额的 0.12%。之后为提高中国台湾地区资本市场竞争力,台湾当局推出 TDR 改革,包括:一是放开募集资金流出中国台湾地区和投往祖国大陆;二是允许祖国大陆红筹企业和香港第一上市企业以 TDR 方式进入台湾地区市场。自此,TDR 受到市场的普遍追捧。港交所上市台湾地区企业、祖国大陆资金红筹企业纷纷赴台湾地区实现第二上市,TDR 发行与上市数量增长较快。截至 2011 年年末,TDR 挂牌总数增长了 9 倍,增加为 35 支,IPO 总融资额增长了 11 倍,达到新台币 645 亿元,上市公司总市值约 380 亿美元,总交易额增长了 6 倍,占台湾证券交易所市场总交易额达到 0.91%。但是之后 TDR 价格下滑,交易量萎缩严重,挂牌数量呈现负增长。截至 2015 年 12 月末,TDR 下市 11 支,新挂牌数为零,仅余 24 支挂牌企业,总市值较高峰期下降近一半,交易量急剧缩水至年均新台币 222 亿元,仅占台湾证券交易所市场总交易额的比重 0.11% 左右;截至 2017 年年底,挂牌企业数量比高峰期缩减了一半,总市值比峰值时下降了超过 80%,交易量也重新回到了起点(见图 4)。

^① 彭华:《海外母公司与存托凭证联动效应及投资策略——以台湾地区存托凭证为例》,载《重庆工商大学学报》(社会科学版)2014 年第 6 期。

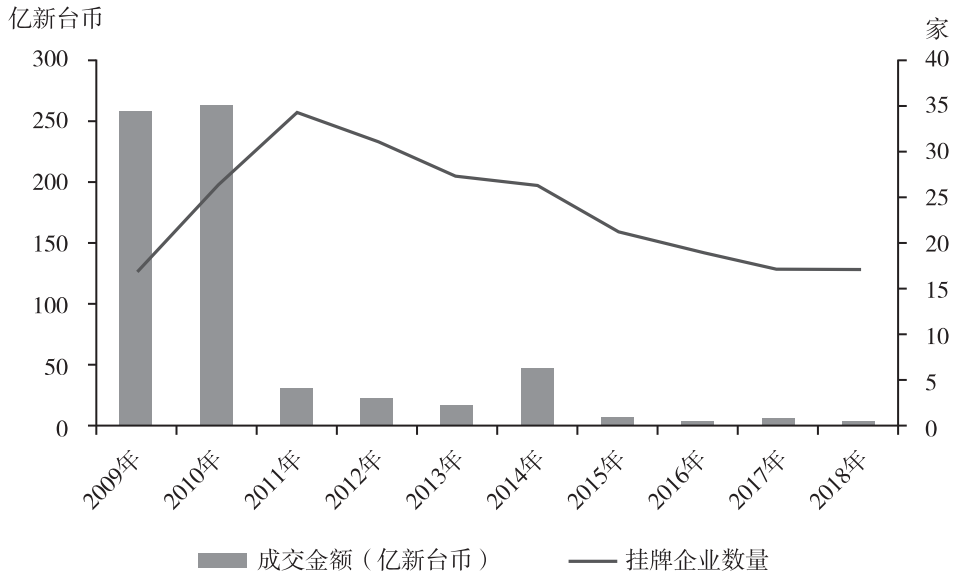


图 4 TDR 挂牌企业数量及成交金额

资料来源:wind,新时代证券研究所。

2008 年 TDR 改革重启后,很快就陷入交易量萎缩、挂牌数量负增长的局面。这主要归因于 TDR 发行主体结构单一、上市企业整体素质偏低、与第一上市地信息披露协调机制不畅、双向可转换机制不完善以及发行标的监管不善,投资者盲目抬高 TDR 导致财富效应不济,同时 TDR 与基础股票的兑换机制不合理,引发跨市场套利被迫退市。借鉴中国台湾地区的经验,祖国大陆发展中国存托凭证(CDR)市场,亦应着眼于资本市场国际竞争力的提升,采取渐进式制度演变策略,设计对称、透明的信息披露协调机制,从严控制上市标的的质量,建立保荐人持续督导机制,积极拓展中概股以外标的等优质企业在 A 股发行 CDR。^①

(三)HDR 定价经验与启示

港交所于 2008 年推出 HDR(香港特别行政区存托凭证制度),允许在境外注册的公司通过发行 HDR 的方式上市。此后一共有 4 家境外公司发行过 HDR,其中淡水河谷既发行了代表普通股的 HDR 又发行了代表 A 类优先股的 HDR。目前淡水河谷、蔻驰(Coach)、思佰益等已经摘牌退市,仅存日本迅销一家 HDR。从历史上 4 家公司 HDR 发行股数来看,HDR 对应的普通股股数占公司总流通股本的比例在 5% ~ 10%。

^① 黄伟斌、黄少军:《台湾存托凭证市场发展得失及其启示》,载《福建金融》2016 年第 7 期。

巴西淡水河谷公司是全球体量最大的铁矿石生产和出口商,该公司此前已经在巴西证券交易所上市,并且也在纽约证券交易所发行了 ADR 上市。淡水河谷是第一家在港发行 HDR 的外国公司。公司于 2010 年 12 月公告将通过介绍上市的方式发行最多不超过 2.59 亿份代表普通股的 HDR 与 3.93 亿份代表 A 类优先股的 A 类优先 HDR。HDR 以竞价交易的制度在港交所交易,淡水河谷发行的 HDR 与 A 类优先 HDR 均于 2010 年 12 月 8 日正式上市,首日的开盘市价将参考前一日公司在巴西与纽约交易所的股票价格,经相应汇率转换后,以竞价的方式决出。淡水河谷 HDR 首日开盘价较前一日巴西证券交易所普通股收盘价溢价 3.2%;淡水河谷 A 类优先 HDR 首日开盘价较前一日巴西交易所 A 类优先股收盘价溢价 2.2%。

由于淡水河谷发行 HDR 并不以融资为目的,因此以非融资型的 CDR 上市,其定价方式可参考淡水河谷在港发行非融资型的 HDR 的案例。对于已在境外上市的符合试点要求的企业如果以非融资型的 CDR 上市,那么基础股份来源将是原股东或者是 ADR 持有人向存托机构申请将 ADR 注销,将对应基础股份转换为 CDR 并在国内上市。上市首日定价或将参考一段区间内,普通股在相应境外市场的市价,并根据汇率与每份 CDR 对应的普通股数目经折算后,加上相应的手续费、发行费用等得到,这样可以有效控制 CDR 发行的溢价率。

总之,通过境外发行经验,境内 CDR 发行应该更好地服务于金融对外开放战略,通过开放实现境内资本市场与国际接轨,提高境内资本市场的国际竞争力,严控上市发行公司质量,发行主体结构多元化,与国际接轨提高信息披露的透明度,通过机制设计防止上市日过度炒作和双向可转换机制不完善等问题,提升资本市场服务创新型企业的功能。

四、CDR 可能的发行交易机制

根据担保存托凭证不同类型比较,预计 CDR 发行更多采取二级 ADR 或三级 ADR 发行的概率较大。

首先是 CDR 的发行,(1)境内投资者委托境内券商以 CDR 形式买入境外上市公司的股票(从《意见》看,初期将只允许互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药七大高新技术产业和战略性新兴产业,且市值不低于 2000 亿元人民币);(2)境内券商与基础证券所在地的证券公司联系购买,要求当

地证券公司将所购买的证券解入中国的存托银行在境外的托管银行;(3)境外的券商通过当地的交易所或场外市场购入所指示的证券,也可以是在当地上市的存托凭证,交与托管银行;(4)托管银行解入相应的证券后,立即通知境内的存托银行;境内存托银行发出 CDR,交与境内券商,同时 CDR 在中央登记结算公司注册,境内券商将 CDR 交给境内投资者,也即登记过户给投资者,同时国内券商将所筹款项通过境外券商交与红筹企业。

其次是 CDR 的内部交易和注销。正常交易的过程类似于 A 股交易。以境内券商为中介,投资者相互买卖,电脑自动撮合成交。若 CDR 持有人的卖出报价无法在境内市场成交,可提出注销要求。此时,境内券商通过存托银行及托管银行,在境外市场以市价卖出相应数额的基础证券,将所得现金汇回境内。

最后是分红和配股。股利包括现金股利和股票股利。当分到现金股利时,投资者有两种选择:一是取出或保存现金,二是将现金继续投资 CDR。当分到股票股利时,意味着投资者 CDR 数量的增加。配股过程类似于发行,二者的不同之处在于,配股过程中会有部分投资者放弃配股。在此情形下,所放弃的股份由本地券商认购。^①

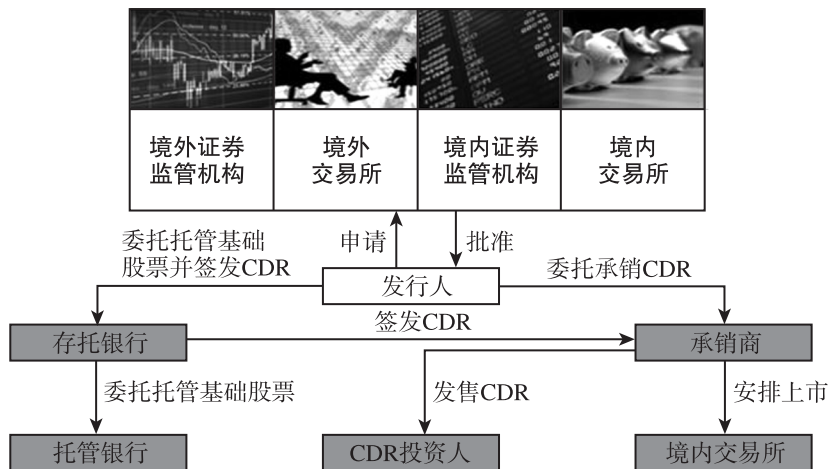


图 5 CDR 可能的发行交易机制

资料来源:新时代证券研究所。

根据《意见》,首先首批发行 CDR 的红筹企业,必须属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药的高新技术产业和战略性新兴产业,符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高;其次对于已在境外上市的大型红

① 张汉飞:《资本项目尚未放开条件下推行中国存托凭证的路径和问题》,载《求索》2007 年第 2 期。

筹企业,市值不低于2000亿元人民币。我们按照不低于2000亿元人民币市值、符合七大战略新兴产业、已经在境外上市的红筹企业等标准进行筛选,发现主要有以下几家(见表2):

表2 在境外发行上市符合发行标准的首批CDR名单

股票代码	股票简称	市值规模(亿美元)	PB	PE(TTM)	行业
0700.HK	腾讯控股	4957.06	12.70	45.48	互联网软件与服务
BABA.N	阿里巴巴	4642.40	8.59	45.23	互联网零售
BIDU.O	百度	777.06	4.40	27.74	互联网软件与服务
JD.O	京东	577.52	7.25	-2478.47	互联网零售
NTES.O	网易	368.04	5.26	22.46	互联网软件与服务

资料来源:wind,新时代证券研究所。

注:数据截至2018年4月1日;腾讯控股对应货币为港元。

截至2018年4月,市值不低于2000亿元人民币,又符合七大战略新兴产业在境外上市的大型红筹企业主要有五家,分别为:腾讯控股、阿里巴巴、百度、京东和网易,总市值合计约为7.1万亿元人民币。随着博鳌论坛金融对外开放打开中国对外开放的新格局,中国人民银行行长易纲宣布了2018年上半年和全年的金融对外开放时间表和举措。

无论在境内还是境外注册,只要是符合股票发行上市要求的试点企业都可以直接在境内发行CDR或股票上市,这较之前发行上市必须在境内注册方能发行股票上市的要求有放宽,对于不具备境内股票发行上市要求的红筹企业(VIE架构限制等)可以存托凭证形式上市,创新企业在境内上市的路径逐步明晰。

五、CDR发行可能遇到的难点

CDR是我国现行发行制度的重大创新,有助于创新企业回归A股,但是由于境内外发行制度和法律法规的差异,依然面临一些难题需要解决。

第一,CDR与基础股票兑换机制问题。境外红筹企业境内发行CDR,CDR价格下跌,企业就可以在国内低价买入CDR,在境外卖出股票,实现CDR和基础股票的转换。但是在我国资本账户没有开放和资金跨境流动受到较大限制的条件下,交易成本大幅提高,CDR与基础证券的价格传导机制、自由转换机制和套利机制就不能实

现,CDR 机制的根本作用难以发挥,境内外价格差异也有可能被拉大,影响 CDR 定价效率。

第二,发行定价问题。根据公布的 IPO 数据显示,近 12 个月上市企业中 84.1% 的新股发行市盈率处于 22.9 ~ 23 倍,只有三家企业的新股发行市盈率超过了 23 倍,因此 23 倍市盈率成为本土上市企业境内 IPO 的隐形约束。而目前境外上市的红筹企业已经经过美国股市连续 9 年牛市,目前估值都在 40 ~ 60 倍(目前,阿里巴巴市盈率和腾讯市盈率均约 45 倍),处于估值高位,是继续按照国内隐性约束限制在 23 倍市盈率以内,还是遵照国际惯例,给予 40 ~ 60 倍的估值发行,成为 CDR 发行面临的一大难题。如果让其溢价回归,对境内排队 IPO 的企业不公平;但是估值低了,可能挫伤红筹企业回归 A 股的热情,导致企业回归意愿下降。

第三,股权结构问题。境外红筹企业可能存在 VIE 协议控制架构,而境内是同股同权,如何保护投资者权益,在机制设计上实现存托凭证持有人实际享有权益与境外基础股票持有人权益相当是目前 CDR 试点的难点。

第四,平衡两种上市制度的利益冲突。中国证监会优先安排红筹企业发行 CDR 等绿色通道,这就打破了原来本土上市公司必须排队上市的惯例,怎么平衡这种两种上市制度之间的利益和做好衔接,也是目前一大难题,否则 CDR 发行将会变成变相鼓励上市公司先去境外上市,然后通过 CDR 再回归 A 股,以减少排队等待时间的负向激励。

第五,防范过度炒作。对于创新型企业通过发行 CDR 回归 A 股,有利于国内资本市场与国际接轨,大概率受欢迎程度较大,但是在完善 CDR 定价机制时,警惕发行前提高股价损害投资者利益等定价漏洞带来的投资风险,加强信息披露和投资者教育,CDR 一方面会提高中国股票市场国际化水平;另一方面也会加剧市场波动,加速风险积累。因此,投资者应根据自己的风险偏好和专业能力选择适合自己的产品,而不是热衷炒作,引发不必要的损失和风险。

六、相关政策建议

虽然《意见》明确提出了试点企业的范畴,首先选择属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药七大高新技术产业和战略性新兴产业,其中试点企业的市值要求,对于已在境外上市的,市值不低于 2000 亿元人民

币,对于尚未在境外上市的创新企业,最近一年营业收入不低于 30 亿元人民币且估值不低于 200 亿元人民币。对于营业收入快速增长,拥有自主研发、国际领先技术,同行业竞争中处于相对优势地位的创新型企业也属于试点范围,但是监管部门也明确了下一步将与相关部门协调配合,后续仍需进一步完善配套政策。^①

一是明确试点企业的筛选机制。由于《意见》确定的筛选机制打破了我国 IPO 制度对盈利指标的要求,但是具体试点企业标准和最终的咨询委员会成员以及审核决定机制有待中国证监会进一步明确和配套相关政策,是按照市场化原则还是继续按照核准制发行 CDR 有待监管部门进一步明确。建议监管部门尽快完善相关政策,通过咨询委员会等市场化手段确定发行 CDR 名单,试点企业数量不宜过多、规模不宜过大,平衡好境内发行上市和 CDR 发行两种上市制度之间的利益和冲突,避免出现试点公司去境外上市再重返 A 股市场的负向激励,减缓对境内 IPO 市场的负面冲击。

二是提高 CDR 发行定价效率。红筹企业通过发行 CDR 回归,要回归市场化定价,打破隐性约束,提高企业融资效率,提高 CDR 定价效率。在境内发行股票的红筹企业其股权结构、公司治理、运行规范等事项主要适用境外注册地公司法等法律法规规定,因此对于首次发行后再融资、并购机制设定和监管,不仅需要中国证监会与试点红筹企业上市地等相关国家或地区证券监督管理机构建立监管合作机制,同时需要明确是按照公司主上市地的监管政策还是中国证监会建立相关套配政策。

三是发挥 CDR 自由转换机制。如何实现基础股票和存托凭证的相互转换(fungible)是 CDR 机制能否成功运行的关键和核心,这就不可避免地面临着货币兑换问题。《意见》指出,试点企业募集资金可以以人民币形式或购汇汇出境外,也可留存境内使用。那么在我国资本账户没有完全开放和资金跨境流动受到较大限制的条件下,试点企业募集的资金汇出境外的相关制度还需要中国证监会与中国人民银行和外汇管理局进一步协调和配套。建议完善我国外汇管理制度,通过逐步放开资本项目管制,实现汇率市场化,当 CDR 以人民币定价时,可以实现 CDR 与基础证券的价格传导机制和自由转换机制,使 CDR 的功能得以充分发挥。另外,对于存托凭证与基础证券的转换问题需要中国证监会尽快出台配套措施。

四是加强监管配套,实施跨境监管。注册地和 CDR 上市地分割导致的跨境违法

^① 潘向东、刘娟秀、文思佳:《CDR 推出可能遇到的难点和需要的配套机制》,新时代证券宏观固收专题报告,2018 年 4 月 2 日。

违规行为的监管问题。虽然《意见》明确提出实施跨境监管,但是如何就 CDR 建立具体的合作和监管机制、如何通过建立常态化的对话机制以及如何通过协调与制度安排实施跨境监管,如何处理中外在法律法规、惯例、诉讼和裁决等方面差异,如何实现监管成本和监管效率的平衡等细节性问题还有待进一步明确和相关政策配套。建议在境内外法律环境存在较大差异,且暂时无法通过立法予以消除的情况下,我国监管部门应与创新企业境外上市地的监管机构之间签订建立监管合作机制,以有效减少监管冲突,建立常态化的对话机制,实施跨境监管。

五是加强信息披露和投资者保护。对于创新型企业通过发行 CDR 回归 A 股,有利于国内资本市场与国际接轨,大概率受欢迎程度较大,但是需要警惕发行前提高股价损害投资者利益等定价漏洞带来的投资风险,加剧市场波动。因此,一是避免因审核标准不严,标的较差企业发行 CDR;二是完善配套制度,减少跨市场套利;三是加强投资者教育。《意见》明确提出试点红筹企业需要按照国内现行《中华人民共和国证券法》等法律法规履行信息披露义务,在境外披露的信息应以中文在境内同步披露,披露内容应与其在境外市场披露内容一致。《意见》进一步明确了尚未盈利试点企业的控股股东、实际控制人和董事、高级管理人员在企业实现盈利前不得减持上市前持有的股票,从而保证了其与投资者是一致行动人,在投资者合法权益受损时,试点企业应确保境内投资者获得与境外投资者相当赔偿。

总之,以 CDR 方式助力创新企业回归 A 股市场,有助于境内资本市场与国际接轨,加快资本市场国际化进程。但是 CDR 发行热背后可能对市场造成的冲击、外汇管制下 CDR 定价效率、估值冲击、优先安排创新企业和原有的排队上市发行的制度如何平衡等问题需要我们作一些深入思考,监管部门仍需尽快完善相关配套措施,做足相关准备工作。唯有如此,CDR 助力创新企业理性回归 A 股的春天才会真正到来。