

## 解读《存托凭证发行与交易管理办法》（征求意见稿）

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐 蕾 李 庆

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区  
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2018 年 05 月 11 日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



### 内容摘要：

- ◆ 存托凭证作为证券跨境发行上市的方式，已经在世界范围内得到广泛运用，其产品原理和运作机制已经形成了较为通行的认识和模式。按照中央决策部署，我国也将开展创新企业境内发行存托凭证试点。同时，正在推进的“沪伦通”机制也拟采取存托凭证互挂方式实现两地市场互联互通。
- ◆ 为明确存托凭证这一新的证券品种在发行、上市、交易等方面的一系列制度安排，规范存托凭证的相关活动，增强金融服务实体经济能力，扩大资本市场对外开放，根据《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》，证监会起草了《存托凭证发行与交易管理办法》（以下简称《管理办法》），对存托凭证基本制度作出规范。本期在简要梳理《管理办法》的基础上，重点对存托凭证的内涵、出台的背景以及意义展开分析描述。

# 解读《存托凭证发行与交易管理办法》（征求意见稿）

存托凭证(简称 DR)就是能让境外上市公司的证券在境内交易所交易的一种方式,是指在一国证券市场上发行和流通的代表境外公司(存托凭证发行人)有价证券的可转让凭证,每份存托凭证代表一定数量的境外公司发行的基础证券。按其发行或交易地点之不同,被冠以不同的名称,比如美国存托凭证就叫 ADR,还有 EDR(欧洲存托凭证)、HKDR(香港存托凭证)、SDR(新加坡存托凭证)、GDR(全球存托凭证),而在中国的存托凭证就叫 CDR。

## 一、《管理办法》的主要内容

为加快 CDR 发展步伐,中国证监会于 3 月 30 日发布了《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》(简称《若干意见》),对 CDR 发行人行业、规模、发行方式等做出了明确的规定。《管理办法》在《若干意见》的基础上,进一步对 CDR 基本制度作出全面的统一规范,明确 CDR 发行与交易的监管要求和参与主体的基本权利义务,既为创新企业通过发行 CDR 回归境内资本市场奠定制度基础,也为未来开通“沪伦通”预留制度空间,做好规则准备。《管理办法》主要包括以下内容:

一是对 CDR 的发行、上市、交易作出安排。规定了 CDR 发行的基本条件和程序,对通过发行 CDR 方式进行再融资作出了原则性规定;规定了 CDR 上市交易的条件和程序,明确 CDR 的减持应当遵守法律、行政法规、证监会的相关规定以及证券交易所业务规则有关上市公司股份减持的规定,并对通过发行 CDR 进行收购、重大资产重组等,作出原则性安排。

二是明确 CDR 的信息披露要求。规定境外基础证券发行人及其控股股东、实际控制人等是信息披露的责任主体。在规定 CDR 信息披露原则适用《证券法》《上市公司信息披露管理办法》等关于上市公司信息披露要求的同时,又针对 CDR 及境外基础证券发行人特点,就存托安排、投票权差异、协议控制等事项作出特别披露要求;对确有不适用的情形,设置了申请豁免机制。

三是建立 CDR 的存托和托管制度。规定存托人、托管人及其职责,对存托人资质作出了原则性规定;规定了存托协议、托管协议的必备条款,对参与各方的权利义务作出了安排。

四是加强投资者保护。在明确境外基础证券发行人应当保障对境内投资者权益的保护总体上不低于境内法律、行政法规以及证监会要求的同时,针对我国证券市场投资者结构的特殊性,设置了 CDR 持有人单独表决事项、CDR 退市回购安排等投资者保护措施。

## 二、CDR 的背景与意义

根据纽约银行统计数据,截至 2018 年初,全球证券市场上约有 3272 只存托凭证,存托凭证的发行人遍布全球 73 个国家,其中前三为日本、英国及中国,分别占比 10%、9%、9%。交易场所方面,存托凭证的发行场所基本集中于美国,其中美国场外交易市场与证券交易所共有 2911 只存托凭证发行交易,占比达到 83%。由于大陆资本市场并不具备境外注册企业上市的条件,同时也满足不了科创型企业“同股不同权”的需求,导致我国大量的优质企业只能选择在境外市场上市。我们所熟知的阿里巴巴等企业,就是通过 ADR 的方式在美上市的。

当前,社会各界对中概股回归的呼声愈发高涨,为 CDR 出台制造了舆论基础;政府高层对“独角兽”CDR 回归 A 股密集发声,将 CDR 制度的出台提上了议事日程。加之 4 月 24 日,港交所正式公布经修订的《香港联合交易所有限公司证券上市规则》,加快了发行制度改革,放开“同股不同权”发行限制。同行业竞争压力反馈到制度规划层面,为 CDR 制度的顺利落地打开了政策之窗。因此,不论是来自港股的竞争压力,还是自身发展需要,亦或是政府、企业和民众的要求,中国大陆资本市场的改革势在必行,CDR 制度必将乘着政策的东风加速落地。

现阶段,境外上市企业回归 A 股的途径主要包括:直接 IPO、借壳上市、分拆上市、CDR。中概股若在 A 股直接 IPO 或者借壳上市,则需从美股私有化退市并拆除 VIE 架构(协议方式实现海外上市主体对境内经营主体的控制权),整个过程涉及多方利益,过程繁杂,等待 IPO 或寻找壳资源耗时长,成本较高且风险较大。结合以往回归案例来看,从拆除 VIE 架构到回归 A 股,往往需要 2-3 年时间。对于分拆上市而言,则需要对母公司和子公司股权架构进行调整,过程繁杂、时间成本较高。发行 CDR 不需要私有化和拆除 VIE 架构,操作相对简单、成本费用也较低。CDR 在手续、时间、保留架构等方面均具有明显的优势,且可实现境内外融资,融资渠道和投资者多样化。总结来说,本文认为 CDR 对于大陆投资市场的意义包括但不限于以下几个方面。

**一是分享优质企业成长带来的收益。**经过了贸易战、中兴事件等,发展新经济的紧迫性已经充分体现。以往的市场选择和投资方向都看好新经济,但苦于很多高科技企业不在 A 股上市,投资人不能享受在我国市场成长壮大的新经济企业发展带来的巨大收益。CDR 制度的实施,打破了新经济企业回归的制度障碍,能够让投资人选择到更多代表未来经济发展方向的优质投资标的;**二是更快的在境内市场上市交易,拓宽融资渠道。**通过 CDR 的方式能够低成本快速的在国内上市交易,可以降低融资成本、增大融资金额。CDR 的基础证券可以是原本就上市的境外股票,也可以是增发的境外股票,采取增发的方式企业可以募集到增量资金,加上 A 股对这些企业的估值溢价,独角兽企业可以以更低的成本融到更多的资金。**三是优化投资市场制度。**金融业扩大对外开放制度先行,当前 A 股市场与港股等直接竞争对手相比,存在机制不灵活、体制不健全等不足,制度因素已然制约了投资市场的健康发展。通过制度优化,建立 CDR 制度,改善不合适金融业对外开放的体制机制,在满足投资市场需要,扩大对外开放的同时,也能够提升自主创新能力和核心竞争力,促进经济又好又快发展。

# 免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业观察、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。