

中国存托凭证试点的意义和风险

中国特色社会主义进入了新时代，我国经济发展也进入了新时代。以创新为驱动，踏着第四次工业革命的浪潮，我国实体经济呈现出新态势，以新技术、新产业、新业态和新模式为代表的新经济企业迅速成长，为我国经济增长注入源源不断的新动力。然而，由于制度设计、市场结构及历史沿革等原因，我国资本市场对新经济企业发展支持力度不足，导致百度、阿里巴巴、腾讯、京东等新经济龙头大多选择在境外资本市场上市。

在此背景下，中国存托凭证(Chinese Depository Receipt-CDR)应运而生。CDR是指在境外上市的公司将部分已发行或新增发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，从而实现股票的异地买卖。CDR试点有助于推动我国在境外上市的优质新经济企业重返A股市场舞台，有利于深化资本市场改革，提升资本市场服务实体经济能力，也有利于增加资本市场投资渠道，使国内投资者更好分享新经济企业成长红利，是A股市场接轨国际市场的重要尝试。

CDR可以在基本不改变境内现行法律框架的基础上，为境外上市公司在A股上市提供更便捷、更低成本的通道。我国在境外上市的新经济企业多采用VIE架构(采用协议方式实现海外上市主体对境内经营主体的控制权)，普遍存在同股不同权的股权结构安排。相比借壳上市，CDR无需拆除VIE架构，上市手续简单，发行周期缩短，成本更低，更具优势。

CDR试点更重要的意义在于带动发行上市制度、上市公司监管规则改革，完善资本市场估值体系。如果我国在境外上市的新经济企业回归A股，或境外上市公司在A股上市，理应参照境外市场的估值体系和监管标准。在适当的制度安排下，CDR标的估值体系和监管标准可以为A股市场提供参考和借鉴，有助于完善A股市场估值体系，有助于A股上市公司监管效率，更有助于形成价值投资的理念和氛围，没有业绩支撑和创新能力的企业将逐步被市场边缘化。

CDR试点有利于丰富国内资本市场交易品种，为国际投融资提供双向便捷通道。目前我国资本市场产品种类与境外成熟市场差距较大，CDR增加了国内资本市场交易品种，丰富了投资者的选择。国内投资者无需设立国外账户就可以投资境外市场的股票，且避免了汇兑风险。国际企业也可通过增发股票并将之转换成CDR在A股市场发行，实现国际企业在境内融资。这将进一步加强我国资本市场与境外资本市场的合作，提升我国资本市场的国际化水平。

CDR试点对于我国资本市场意义重大，是市场化改革的重大举措，但在实际推进过程中也面临一系列风险，需慎之又慎。一是CDR的发行定价直接影响发行人、投资者乃至已有上市公司的利益，制度设计时需充分权衡，稍有不慎可能会影响资本市场公信力。二是新经济企业特别是“独角兽”企业本身就涉及很多题材、概念，推出CDR极易引发过度炒作，而A股市场中业绩较差或创新能力较弱的同类上市公司将加速边缘化，甚至出现流动性风险。三是我国资本项目尚未完全开放，CDR与基础股票大概率不可自由兑换，境内外市场可能出现同股不同价的局面，易使CDR成为投机炒作的工具。四是CDR增进了跨境市场间的互联互通，也意味着境内外市场风险传导将进一步加强。

CDR试点的配套政策亟待出台。目前，CDR相关的法律法规还很不完善，我国《公司法》、《证券法》尚未对CDR的创立、发行、交易及监管等作出明确规定，基础股票境外流通与CDR境内发行所涉及的司法管辖权与法律适用问题有待进一步阐明。同时，注册地和CDR上市地分割导致一系列跨境监管问题，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，如何通过协调与制度安排实施跨境监管，如何处理境内外市场法律法规、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，一系列细节性问题均有待进一步明确并推出相关配套政策。考虑到CDR存在的诸多风险，其投资者适当性管理制度应更为严格，投资者保护机制也应更为完备。(文/杨琨、杨宗杭)