



A股CDR漸行漸近，市場發展與防風險並重

內地證監會繼3月30日發佈《關於開展創新企業發行股票或存託憑證試點的若干意見》之後，5月4日就《CDR公開發行管理辦法》啟動為期一個月的徵求意見程序。作為吸引已在海外上市的內地新經濟企業回歸本土市場，及為醞釀中的“滬倫通”預做準備的重要制度性舉措，CDR有望儘快落地。在全年全力打好金融風險保衛戰的背景之下，市場對A股制度化改革充滿期待的同時，亦高度關注投資者利益保護問題，如何做到激活市場與防範風險的平衡相信是CDR推進中的重點內容。

制度框架形態已現

追根溯源，CDR的提出最早是在2001年5月的香港。當時，已在香港上市的紅籌股公司(其大部分資產在內地)希望通過在內地發行存託憑證，實現在內地間接上市融資的目的，達至擴張規模及優化資產結構的需要。今年全國“兩會”期間，監管部門、交易所、券商及企業界再度熱議CDR，既是促進金融服務實體經濟、吸引海外上市新經濟公司回歸內地市場的迫切需求，也是為內地金融業進一步開放，特別是為“滬倫通”啟動鋪路的制度考量。

相關改革的制度框架構建隨即加快推動。3月30日內地證監會明確互聯網、大數據、雲計算、人工智能、軟件與集成電路、高端裝備製造及生物醫藥作為試行CDR的重點行業，並對發行企業門檻及盈利要求作出規定；近期出臺的管理辦法則從法律適用、發行、上市及交易安排、信息披露、存託及託管制度、投資者保護及法律責任等六大方面對CDR作出較為詳細的規範。透過兩份指導性文件，內地CDR的基本形態已呼之欲出。

蘇傑
高級經濟研究員
Tel:28266206
sujie@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

國際經驗與中國化亮點

作為本地投資者投資海外上市企業的重要模式之一，美國ADR市場蓬勃發展：2014年阿里巴巴來港上市受阻，即以ADR形式赴美上市，成功集資逾250億美元。2017年美國市場有29家公司以ADR完成IPO，創歷年最高水平，主要涉及互聯網、替代能源、商業服務、軟件等新興產業；反之，臺灣TDR市場從2008年快速發展到2011年成交量下滑、退市企業日趨增多則受制於上市資源先天不足、金融監管不力（如財務真實性難以求證、資訊披露過於簡略、台交所對TDR與基礎股票之間的贖回機制限制較少等）等因素。

內地CDR制度設計充分借鑑國際及境外市場發展的正反經驗，力求體現促進市場發展與防控風險的平衡。在促發展方面，主要措施包括發行CDR的公司可在A股市場再融資、交易可採取做市商方式保障流動性等。除把握發行規模、合理安排發行節奏、防止短期過度炒作外，投資者保護是防控風險的重要環節。複製A股現有模式，引入中證中小投資者服務中心有限責任公司，其職責集購買最小交易份額、受託持有與公開徵集權利委託、支持受害人提起民事訴訟三位於一體，成為中國特色的投資者保護措施。

仍有細節待釐清

目前仍有一些市場關心的問題尚未在現有文件中得到迴應：一是CDR發行比例（一般要求公司發行CDR不低於某一比例）與方式（增量或存量發行）；二是CDR與基礎證券轉換的制度設計；三是跨境監管機制協調。相關問題有望在日後的文件中進一步細化和規範，CDR市場發展也將呈現循序漸進、不斷修正與更新的過程。

截至今年首季，中美股票市場TMT公司市值占比分別為13.7%和28.8%；2017年《胡潤大中華獨角獸指數》顯示，內地市值10億美元以上私有企業有120家，合計市值約3萬億元人民幣。CDR漸行漸進，勢必增強未來新經濟企業集聚A股市場的吸引力。

近期報告

1.	香港加息週期一旦啓動對銀行業的影響	戴道華	05.09
2.	主要央行貨幣政策分歧支持美元轉強	卓亮	05.08
3.	美國十年期債息升穿三厘的真正意義	卓亮	04.30
4.	外資持有人民幣證券資產的重要性	戴道華	04.30
5.	內地小微企及“三農”融資環境探析	張文晶	04.25
6.	置換性定向降准有助改善市場流動性結構	劉雅瑩	04.20
7.	製造業生產鏈全球化 雙邊貿易差額參考價值減弱	卓亮	04.16
8.	2018年人民幣國際化漸入平穩發展階段	應堅	04.12
9.	外貿外資新舉措將進一步改善中國內地營商環境	劉雅瑩	04.12
10.	深化金融業開放的內涵與影響	劉雅瑩	04.12
11.	中美貿易和投資的實際結構	蔡永雄	04.12
12.	滬深港通每日限額提升將產生積極影響	蘇傑	04.11
13.	內地擴大金融開放,投資機會值得期待	蘇傑	04.11
14.	中美貿易相互制衡 爭端還需談判化解	卓亮	04.09
15.	全民就業下的香港勞工市場	蔡永雄	04.04
16.	貿易摩擦靜水深流 溝通對話仍有空間	鄂志寰	03.29
17.	如果美國貿易和國際收支改善其影響如何?	戴道華	03.29
18.	參與原油期貨互聯互通 推動石油人民幣發展	應堅	03.28
19.	貿易戰硝煙起 市場警號不容忽視	卓亮	03.26
20.	中美貿易戰衝擊市場,後續發酵待觀察	蘇傑	03.23