

略论 CDR 之发行

刘 金

摘要： 2001 年以来，在海外上市的多家红筹股公司，如中国移动、上海实业、中国联通、联想集团及中信泰富等，均表示有意以 CDR 形式在中国大陆上市。但是由于大陆 A 股市场的持续低迷，加上发行 CDR 技术上的障碍，这项中国证券市场上的金融创新一直没有实现。本文拟就 CDR 的概念、发行的背景、运行流程、发行难度展开分析，并提出了解决思路。

关键词： CDR；存托凭证；推出；流程

中图分类号： F 830.91 **文献标识码：** A **文章编号：** 1006-1894-(2002)03-0034-06

一、CDR 的概念

要对 CDR 有一个清晰的认识，首先应知道什么是存托凭证(DR)。存托凭证又称存券收据或存股证，是指在一国证券市场流通的代表外国公司有权证券的可转让凭证，属公司融资业务范畴的金融衍生工具。投资者通过购买存托凭证，拥有外国公司的股权。存托凭证一般代表公司股票，但有时也代表债券。存托凭证发端于 1927 年的美国市场，主要原因在于当时国外相当多公司希望在美国股市上市，但受当时市场限制，而美国投资者要投资国外公司股票又不太了解国外公司情况，因此由国外企业把股票存入美国著名银行，如 JP 摩根、花旗银行等，以这些证券作为保证，由后者发行同等数量的存托凭证，并可在股市上自由交易。在这过程中，托管银行起到一种担保作用，使外国公司获得许多豁免，避开一些繁琐的上市手续，并为美国境内投资者提供接触外国企业的渠道。由此，产生了美国存托凭证(ADR)。ADR 产生后，备受市场欢迎。2000 年，在纽约证券交易所(NYSE)、美国股票交易所(AMEX)和纳斯达克股票市场(NASDAQ)上 ADR 的交易量超过 290 亿股，比 1999 年增长 71%，交易金额达 1.2 万亿美元。目前，除了 ADR，存托凭证的形式还有全球存托凭证(GDR)、国际存托凭证(IDR)以及欧洲存托凭证(EDR)，这些存托凭证主要是用来简化非美国证券在美国市场以外的清算手续。当前，存托凭证主要以 ADR 形式存在。

受 ADR 的启发，人们创造了中国存托凭证(CDR)，这是指在我国证券市场上发行流通的代表国外公司有权证券的可转让凭证。

二、发行 CDR 的背景

1. 香港特区政府希望发行 CDR 刺激当地股市 最早也是最积极提出发行 CDR 的是香港特区政府。2001 年 5 月,香港政务司司长和财政司司长向中央提出从在香港上市的红筹国企开始,让海外上市公司在内地股市发行预托凭证。业内人士认为,此举是由于感觉到周边金融市场的竞争压力及香港证券市场平淡,外国基金对香港公司的青睐程度在降低,希望借此激活红筹股和 H 股板块,增加市场交投。

2. 中国境外上市公司希望回国内融资 以前,与国内市场相比,国际市场容量大、机构投资者众多、发行效率高,对于有大规模融资需求的国有超大型企业而言,赴海外上市融资几乎是唯一的选择。然而海外上市企业近年来在国际市场表现欠佳,一是由于境外投资者对中国企业和中国市场了解不足,二是由于中国企业总体业绩相对不佳以及在信息披露、法人治理结构等方面存在欠缺。种种原因导致了红筹股股价低迷,交投清淡,一批质地优良的红筹股及 H 股股价低于净资产,再融资困难。而经过几年来逐步规范和快速发展的国内 A 股市场已今非昔比,市场规模和容量有了很大提高,目前沪深两市总市值已经超过 5 万亿元人民币,一级市场申购资金也维持在 6 000 亿元左右的水平。2000 年民生银行和宝钢的成功上市发行,有力地验证了 A 股市场的容纳承接能力。2001 年以来,中国境外上市公司返回内地资本市场筹资步伐加大,中国移动的子公司广东移动发行 50 亿公司债,中石化增发 28 亿 A 股、筹资 110 多亿元,海外上市公司回流内地资本市场的“海归”势头日益显现。

对于红筹股公司回内地融资。除了国内股市规模逐步壮大的外在因素以外,在内地发行 CDR 还有其内在动因:第一,内地股市的平均市盈率远高于海外股市,同样的资产显然可以在内地筹集更多资金,而且融资成本相对较低。第二,发行 CDR 有其独特的优点,如何以避免直接发行 A 股存在的政策及法律障碍,上市手续简便,上市时间短,上市费用低等等。第三,中国境外上市公司都是一些比较大的公司,在国内同行业中处于垄断地位和领先水平,如中国移动、中石化等公司。这些公司在海外投资者心目中知晓程度远低于国内投资者对其的认可程度,因此,中国境外上市公司“海归”国内融资推广更容易。

3. 我国证券市场对外开放的需要 我国已经加入 WTO,金融业的对外开放必须加速进行,选择什么形式作为资本市场开放的突破口非常关键。由于海外上市公司受到当地较成熟市场监管,一般都有良好的公司治理制度和高透明度的信息披露政策,将这些公司股票以 CDR 方式引入中国市场,无疑会促进中国股市的规范化发展,并加强与国际金融市场的联系。而且,这将给境内上市公司从未有过的竞争压力,促使它们在业绩表现、公司治理状况以及信息披露程度等各方面不断提升自己,向国外发达市场标准靠拢,从而有利于活跃整个市场,推动中国资本市场与国际接轨。因此,近来,尽管 QDII 和 QFII 也曾经被考虑过,但经过利弊权衡,管理层还是倾向于选择 CDR 作为突破口。

三、CDR 的运作流程

1. ADR 的发行程序 由于 CDR 源于 ADR,因此,考察 ADR 的运作流程,对我们估计 CDR 的发行过程有很大的借鉴意义。

ADR 的发行程序如下:(1) 美国投资者委托美国经纪人以 ADR 形式购入非美国公司证券;(2) 美国经纪人与基础证券所在地的经纪人联系购买事宜,并要求将所购买的证券解往美国的存托银行在当地的保管银行;(3) 当地经纪人通过当地的交易所或场外市场购入所指示的证券,该证券既可以是已在二级市场上流通的证券,也可以是非美国公司一部分以 ADR 形式发售的证券;(4) 将所购买的证券存放在当地的保管银行;(5) 保管银行解入相应的证券后,立即通知美国的存托银行;(6) 存托银行发出 ADR,交与美国经纪人;(7) 经纪人将 ADR 交给投资者或存放在存券信托公司,同时把投资者支付的美元按当时的汇价兑换成相应的外汇,支付给当地的经纪人。

另外,需要注意的是,ADR 的交易形式有两种,一种是市场交易,其交易过程和其他美国证券完全一致,其交易量占全部 ADR 交易的 95% 左右;另一种是注销,这是 ADR 独有的交易形式。当客户指示卖出 ADR 而本地市场无 ADR 买家时,美国的经纪人委托基础证券所在国的经纪人出售基础证券;当经纪人接到已经出售的通知时,即把 ADR 交回存托银行,由存托银行注销 ADR;同时,存托银行指示托管银行将相应的基础证券解入当地购入该证券的证券商账户;美国的经纪人负责把外汇按当时的汇价兑换成美元,支付给 ADR 持有者。

2. CDR 可能的运作流程 通过考察 ADR 的运作流程并结合我国的实际情况,我们可以估计出我国存托凭证可能会采用的运作流程。

(1) CDR 的相关业务机构。1) 存券银行。这是 CDR 的发行人和 CDR 的市场中介,为 CDR 的投资者提供所需要的一切服务。包括:第一,发行 CDR,即在 CDR 基础证券的发行地区(目前可能首先考虑是香港特别行政区)安排托管银行,当基础证券被解入托管账户后,立即向投资者发出 CDR。CDR 被注销时,指令托管银行把基础证券重新投入当地市场。第二,CDR 的注册、过户与清算,即在 CDR 交易过程中,负责 CDR 的注册和过户,安排 CDR 在存券机构(在我国,存券机构应该是中央登记结算公司)的保管和清算,及时通知托管银行变更股东或债券持有人的登记资料,并与经纪人保持经常联系,保证 CDR 交易的顺利进行。第三,为 CDR 投资者提供的服务,包括向 CDR 的投资者派发红利或利息,代理 CDR 投资者行使投票权等股东权益。第四,信息中介桥梁,作为 CDR 投资者、发行公司的代理者和咨询者,向 CDR 投资者提供公司及 CDR 市场信息,解答投资者的询问;向基础证券发行公司提供 CDR 投资者及 CDR 市场信息,帮助发行公司建立和改进 CDR 计划;协调 CDR 投资者和发行公司的一切事宜。由于中国银行长期经营外汇业务,在这方面经验比其他商业银业要丰富,因此,我国一旦推出 CDR,中国银行极可能会成为存券银行。2) 托管银行。这是由存券银行在基础证券发行国安排的银行,它通常是存券银行在当地的分行,负责保管 CDR 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 CDR 发行国,并向存券银行提供当地信息。在我国,如果中国银行成为存券银行,则当 CDR 面向香港证券市场时,托管银行将极有可能是中银香港。3) 存券机构。目前,我国证券由中央登记结算公司负责清算交割,因此,进行 CDR 的存券机构也必然会选择中央登记结算公司。

(2) CDR 的运作流程。1) 从目前情况看,初期将只允许在香港上市的红筹股公司,然后会逐步向其他公司放开。因此,CDR 发行的第一步是大陆投资者委托大陆经纪人(大陆的证券公司)以 CDR 形式买入香港上市公司的股票。2) 大陆经纪人与基础证券所在地的经纪人(香港)联系购买,要求经纪人将所购买的证券解入大陆的存券银行(中国银行)在香港的托管银行(中银香港)。3) 香港的经纪人通过当地的交易所或场外市场购入所指示的

证券,也可以是在香港上市的存托凭证。4) 香港经纪人将所购买或委托的证券交与托管银行(中银香港)。5) 托管银行解入相应的证券后,立即通知大陆的存券银行。6) 存券银行(中国银行)发出 CDR,交与大陆经纪人,同时,CDR 在中央登记结算公司注册。7) 大陆经纪人将 CDR 交给大陆投资者,即登记过户给投资者;同时大陆经纪人将所筹款项交与香港经纪人;香港经纪人将所得款项交给最终融资者。

另外,仿照其他存托凭证,CDR 也应有注销这一程序。但考虑到目前我国资本项目还没有开放,人民币不能自由兑换,因此,注销 CDR 时,中国海外公司要支付外币,可是大陆投资者只能获得相应的人民币,这样就保证了投资者不能因为投资 CDR 而获得外汇。

(3) CDR 的种类预测。笔者认为,我国推出 CDR 后,为保证证券市场不至于被过分分割,同时为保证这种证券的流通性,最有可能推出类似于美国的三级有担保 ADR 的中国存托凭证,即要求发行 CDR 的机构对信息进行严格的、详细的披露,符合国际会计准则,在交易所上市流通,具有集资功能。考虑到我国的监管水平,目前,其他种类推出的可能性不大。需要注意的是,有担保的 CDR 会由基础证券的发行公司委托存券银行发行,发行公司、存券银行和托管银行三方签署存券协议,协议内容将会规定 CDR 与基础证券的关系,CDR 持有人的权利,CDR 的转让、清偿、红利或利息的支付以及协议三方的权利义务等。

四、发行 CDR 过程中需要解决的问题

1. 发行、交易和结算的币种选择问题 现有的存托凭证都是以发行地的货币来发行和交易的,若据此推理,CDR 的发行和交易也应以人民币进行,而且由于红筹股公司主要业务都在内地,以人民币融资是企业最希望的结果。但目前《证券法》规定只有股票、债券及国务院认可的债券可以在中国交易,而目前国务院还没有认可 CDR 可以在中国交易;同时,《证券法》和《公司法》规定在国内发行股票上市公司必须是在境内注册的股份有限公司,这一规定就使红筹股公司和外资公司无法涉足 A 股市场。因此,要在国内发行和交易 CDR 就必须修改《证券法》,或者经过国务院特批。而且,如果 CDR 的发行和交易得到批准,以哪一币种发行和交易也是一个两难问题:若以人民币发行,在不改变目前外汇管制政策的前提下难以解决 CDR 与港股顺利转换的问题;若以美元或港币及其他外币为单位发行,以人民币进行交易和结算,就又可能造成一个新的 B 股市场,这会使得中国证券市场进一步分割。

2. CDR 推出后对证券市场的影响

(1) 对大陆证券市场的影响。基于现在的市场环境和基本面情况,笔者认为,CDR 发行后会对我国证券市场造成一定的冲击:第一,如果一些红筹股公司和 H 股公司以 CDR 方式在国内上市,投资者必将投资于市盈率较低的 CDR,驱使 A 股市场整体市盈率和定价水平下降,对市场冲击较大。第二,CDR 的推出将对我国证券市场的资金面造成一定压力,以人民币发行将抽走 A 股市场部分资金,不利于国内 A 股市场走强;以外币发行则会造成 B 股市场资金分流,使得 B 股市场产生恐慌性抛售,造成 B 股市场和 A 股市场的进一步分割。第三,由于人民币不能完全自由兑换,CDR 以人民币发行后,可能会造成内地 CDR 价格高于对应股票在发行地的价格,出现红筹股与 CDR 同股不同价的局面;如果 CDR 以外币发行,并且受到内地投资者的追捧,有可能会出现外资机构投资者借此牟利,逢高抛售,造成外汇流失。

(2) 对香港证券市场的影响。从操作层面仔细探究,香港上市公司在内地发行 CDR 后,短期内大陆交易量提升将有可能影响港市的成交金额;同时,一些原打算到香港上市的公司可能转到内地市场上市,从而使得港市雪上加霜,这违背发行 CDR 的初衷。最近香港联交所有关人士已公开表态对这点有顾忌。

3. 市场规模问题 由于设立 CDR 目的之一是允许红筹股公司在内地融资,因此,CDR 的发行将首先面对在香港上市的大陆公司。截至 2000 年底,H 股、红筹股已占香港上市公司总市值的 27%,成交额约占 27%。但笔者前文指出,考虑到流通性等原因,管理层最有可能推出类似于美国的三级有担保 ADR 的中国存托凭证,因此,这将限制整个 CDR 市场的容量。目前,有此意向的上市公司有以下:中国电信(0941)、中海发展(1138)、中国联通(0762)、上海实业(0363)、北京控股(0392)、联想集团(0992)、中国食品(0506)、鹏利国际(0268)、华润北京置地(1109)、华润创业(0291)等公司。另外,一些与大陆有良好关系的企业如汇丰控股(0005)、和记黄埔(0013)、东亚银行(0023)、联合利华(0373)等可能会随后而至。如果 CDR 市场过小,种类过小,对投资者的吸引力就会下降,这无疑会使得国内证券市场过于分割,不利于其长期发展。

4. 投资者结构问题 我国证券市场尽管已经过了十余年的发展,但投资者队伍中机构投资者比重偏低问题仍然比较严重,这直接影响了整个市场的稳定发展。在这种条件下,CDR 市场建立后,可能将面临于 A 股市场同样的问题;市场波动性过大。

5. 推出时机 2001 年以来,尽管关于 CDR 的讨论已经不少,但何时发行却一直没有确定。2001 年下半年开始。随着国内证券市场的低迷,投资者对 CDR 的推出时机表示担忧。由于到目前为止,国有股减持方案还没有最终确定,上市公司的诚信问题没有完全解决,因此,现在市场还未开始走出低谷。笔者认为,在这种状态下发行 CDR,可能得不到投资者的青睐,这对整个市场的长期发展不利。

五、解决 的 思 路

针对上述发行 CDR 过程中可能遇到的问题,笔者提出了如下解决思路。

首先,笔者认为,目前只是为了发行 CDR 而修改相关法律的可能性不大,最终估计是通过国务院特批来解决 CDR 的发行问题。另外,在当前情况下进行 CDR 的发行和交易,以外币发行,以人民币进行结算和交易是不得不采取的策略,因为发行 CDR 本身是意味着在给投资者提供了一个投资新品种的同时把证券市场细分。

其次,针对市场冲击问题,笔者认为:第一,CDR 推出后,大陆证券市场市盈率下降,对国内市场逐步和国际接轨是有利的。第二,发行 CDR 抽走部分资金不足为怪,只要渐进进行就可以不造成大的市场动荡。第三,可以规定海外上市公司只能筹资人民币,并且不得把募集资金汇出,只能在内地投资,但是,投资所产生的利润可以汇出。这样,一方面避免了资金外流和促进内地经济的发展,另一方面也使得尽管红筹股与 CDR 同股不同价,但由于两个市场中的投资者不同,从而不会对市场有很大影响。第四,CDR 推出初期可能对香港证券市场产生一定不利影响,但随着发行规模的逐步扩大,香港市场同样也会受益。另外,对于想在国际市场有一番作为的公司而言,选择在香港上市更容易被国外投资者了解,因此,不会因为 CDR 的推出而使得这些公司在上市地选择上有所犹豫。

再次,为了扩大 CDR 市场的容量,可以在大陆证券市场可以承受的前提下,允许在美国、英国、新加坡等地上市的中国境外上市公司加盟国内 CDR 市场。同时,我们应该看到,我国已经加入 WTO,证券市场的开放已经是不可逆转的趋势,因此,也可以让那些在中国大陆有相当业务的外资上市公司在我国发行 CDR,从而扩大 CDR 市场的容量。

另外,随着我国今年以来不少券商发起设立基金公司和发起设立基金,同时,随着开放式基金的设立,国内机构投资者的队伍逐步扩大,吸引这些基金投资 CDR,将对稳定这一市场的发展有很大益处。

最后,一方面,我们应该看到,中国的资本市场对外开放步伐很快,我国的资本项目放开应该在不远的未来(如果不发生全球性或地区性金融危机,估计放开的时间会在未来 3~4 年内,并且,即使不放开人民币自由兑换,我国也会很快考虑引进 QDII 与 QFII 制度),因此,顺应这种趋势,CDR 最终是要推出的。但另一方面,我们考虑到目前国内证券市场的基本情况,笔者认为,待国有股减持问题解决、市场运行平稳后再推出 CDR 将更有利于其发行成功。

(作者单位:上海证券有限责任公司)

~~~~~

(上接第 19 页)

策,使经济持续衰退近 4 年之久,最终使市场对阿根廷的经济前景失去了信心,引发了货币危机,阿根廷政府被迫放弃了已实行 11 年的货币局制度,造成比索大幅贬值,经济形势更为恶化。香港应当吸取阿根廷的教训,通过有力的财政扩张刺激经济摆脱衰退。一旦经济重新恢复增长,暂时性的财政赤字就会得到弥补,市场也会恢复对联系汇率制的信心。为此,特区政府在实行积极的财政政策的同时,应加强宣传,并公开政府的财政支出,提高政策的透明度,消除公众对财政赤字的顾虑,增强市场的信心。

**4. 加强制度建设,防范金融风险** 应保持充足的外汇储备,并进一步改善港元联系汇率机制,使联系汇率制在技术上具有更强的可操作性,减少投机者操纵市场,导致金融动荡的机会。在抵御亚洲金融危机冲击的过程中,香港金融管理局已采取了一系列措施来完善汇率机制,如实施新的会计安排,建立流动资金调节机制,开辟政府债券市场,推出即时结算措施等,成功地捍卫了香港的金融体系。目前,应在现有经验的基础上,继续研究防御投机攻击的有效措施,包括建立健全货币危机的预警机制,考察应对危机的应急性措施等。应采取措施提高香港证券及期货市场的秩序和透明度,加强对市场操纵行为的监控,保持市场稳定,为经济的增长提供保证。

(作者单位:南开大学)

