

# 创新企业境内发行存托凭证制度： 框架、突破与留白

何海锋<sup>1</sup>(博士)，杨文尧天<sup>2</sup>

**【摘要】**根据当前的创新企业境内上市政策，创新企业在境内上市有两种路径。其中，对于属于试点范围的，注册地在境外、主要经营活动在境内的红筹企业，已在境外上市的，可以在境内资本市场发行存托凭证上市。这一制度设计由于普遍的加速落地预期而备受关注。在对创新企业境内发行存托凭证的制度框架进行梳理与分析的基础上，探讨创新企业境内发行存托凭证制度对现有制度的突破和面向未来的制度留白，并对创新企业境内上市的前景做出展望。

**【关键词】**创新企业；发行上市；存托凭证；制度框架

**【中图分类号】**F832 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)22-0124-5

## 一、创新企业境内上市之路

2018年2月26日，新华社发布了一则题为《中国资本市场的“BATJ梦”该圆了》的文章。文中表示，十多年间，以百度、阿里巴巴、腾讯、京东(BATJ)为代表的中国互联网高科技企业纷纷在美国或中国香港上市。眼看着优秀的企业远走海外却无力挽留，这成为A股市场的“痛”。文章提出，必须下决心改革发行上市制度。这拉开了“独角兽上市”讨论和猜想的大幕。两会期间，支持创新企业境内上市的呼声更是高涨。

2018年3月30日，国务院办公厅下发《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》(以下简称《若干意见》)，对开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点作出规定。同日，证监会就修改《首次公开发行股票并上市管理办法》《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》公开征求意见(以下分别简称《首发管理办法》和《创业板首发管理办法》)。上述三份文件的出台，基本明确了创新企业境内发行股票或存托凭证的政策和制度框架，为今年以来资本市场沸沸扬扬的“独角兽上市”讨论和猜想提供了制度层面的规范性基础。

可以说，《若干意见》等三份文件是这一波在“新时代”背景下伴随着政府换届、机构改革造起来的支持创新企业上市的势能的强势延续。而在此之前，已经有三六零安全科技更名上市、小米公司供应链金融资产支持证券100亿元储架发行，以及富士康工业互联网公司成功过会等等成果落地。经过多年来的改革和发展，我国资本市场投资者成熟度、持续监管安排和发行上市监管能力有了较大提高，已经具备支持创新企业境内发行上市的基础条件。今年两会期间，很多代表、委员也都提出了这方面的改革建议，推进这方面的制度创新已经水到渠成，形成广泛共识。

对于已经在境外上市的创新企业来说，理论上三种可能的境内上市路径(即所谓的“中概股回归”)。一是在境内发行CDR，二是同时在境内发行股票上市，三是拆除VIE架构后在境内上市。对于尚未在任何市场上市的创新企业来说，面临的是在境内上市或在境内与境外市场同时上市两条道路。此次《若干意见》明确了对所有创新企业的两种境内上市路径。对于属于试点范围的，注册地在境外、主要经营活动在境内的红筹企业，已在境外上市的，可以在境内资本市场发行存托凭证上市。对于未上市的

试点红筹企业和境内注册的试点企业可申请在境内发行股票上市。而在这两种路径之中,发行存托凭证上市更受关注。发行存托凭证上市与我国目前现有的证券上市制度存在较大差异,梳理和分析创新企业境内发行存托凭证的制度框架,探讨对已有制度的突破和面向未来的留白,显得尤为迫切和必要,本文即是一个尝试。

## 二、创新企业境内发行存托凭证的制度框架

### (一)创新企业的界定

对于本次政策支持的企业范围,在年初以来的这一轮讨论中,相对于占尽风头的“独角兽”的说法,官方的表态中更倾向于用“四新”——新技术、新产业、新业态、新模式,或者“四大领域”——高端制造、云计算、人工智能、生物技术的概念,但始终没有统一的范围。《若干意见》对此制定了明确的原则性标准,具体标准由证监会制定。这些标准概括起来包括:①行业标准,即符合国家战略的新兴产业,具体来说,包括互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等八大高新技术产业和战略性新兴产业。②技术标准,即掌握核心技术。③市场标准,即市场认可度高。④规模标准,已在境外上市的大型红筹企业,市值不低于2000亿元人民币;尚未在境外上市的创新企业(包括红筹企业和境内注册企业),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,或者营业收入快速增长,拥有自主研发、国际领先技术,在同行业竞争中处于相对优势地位。

据《中国基金报》记者统计,目前在美股、港股等境外市场中,市值不低于2000亿元人民币的八个行业中的上市公司主要有五家,包括腾讯、阿里、百度、京东、网易。此外,中国移动、中国电信两大境外上市的运营商市值也在2000亿元人民币以上,但是否属于试点的七大行业尚不确定。除了这些在境外上市的互联网巨头,目前尚未上市的200亿元人民币估值以上的独角兽企业还有小米、滴滴、美团等<sup>[1]</sup>。

### (二)存托凭证的定义

存托凭证(Depository Receipt, DR)指在某一国家或地区证券市场上发行的,代表境外公司有价证券的可转让凭证,每个存托凭证代表一定数量的境外公司发行的基础证券<sup>[2]</sup>。存托凭证诞生于20世纪20年代的美国,起初是用来解决英国公司赴美国融资的问题。受当时的法律限制,英国公司不能直接在

美国证券市场上市。为帮助英国公司在美国上市融资,美国投资银行创造性地开发了美国存托凭证(American Depository Receipt, ADR),并在self-bridge公司上市中首次运用<sup>[3]</sup>。目前,存托凭证已成为成熟资本市场重要的融资工具,也是中国企业赴美上市的主要方式。德意志银行统计数据显示,目前,全球市场上共计有来自67个国家的1652只已经上市的存托凭证。随着发行的存托凭证数量日渐增多,交易金额还在不断增长。2017年,美国存托凭证市场的交易金额达到了3.3万亿美元,较2016年增长了17%<sup>[4]</sup>。

中国存托凭证(China Depository Receipt, CDR)是指由存托人签发,以中国境外上市证券为基础在中国境内发行,代表中国境外基础证券权益的可转让凭证。1997年亚洲金融危机之后,CDR曾被计划用于香港“红筹股”公司在内地融资,但最终并未推出。此前上交所也表明,早在战略新兴板之前的2001年,上交所即开始研究红筹公司境内发行股票或CDR上市、战略新兴产业企业发行上市相关问题,为优质创新企业境内上市打下了坚实的方案设计、制度研究和技术实现等工作基础。尤其是2017年以来,上交所在此前十多年扎实研究的基础上,边服务边思考,通过走访调研、组织召开工作座谈会等形式,进一步掌握了优质创新企业在境内上市意愿、诉求和共性问题,上报了多份有关完善现有发行上市制度、支持大型创新企业上市的研究报告<sup>[5]</sup>。

### (三)存托凭证发行制度

《若干意见》正式明确了存托凭证发行制度框架,包括:

1. 发行主体及流程。存托凭证的发行主要涉及基础证券发行人、存托人、托管机构、存托凭证持有人(即投资者)等四方主体。

存托凭证发行前,基础证券发行人需先与存托人签订存托协议,存托人需要与境外托管机构签订托管协议。随后,基础证券发行人将在境外发行的基础证券交由存托人持有,并由境外托管机构托管。存托人向证监会提出发行存托凭证的申请。证监会原则上依照股票发行核准程序,由发行审核委员会依法审核试点红筹企业存托凭证发行申请。

证监会核准后,存托人在境内签发存托凭证,公开发行业并上市。基础证券发行人参与存托凭证发行,需要依法履行信息披露等义务,并按规定接受证监

会及证券交易所监督管理。

**2. 存托协议。**存托协议是基础证券发行人、存托人签订的,明确基础证券发行人、存托人、存托凭证持有人间权利义务的协议。投资者持有存托凭证即成为存托协议当事人,视为其同意并遵守存托协议约定。对于在存托凭证发行过程中可能产生的纠纷,《若干意见》规定存托协议应约定,因存托凭证发生的纠纷适用中国法律法规规定,由境内法院管辖。

存托凭证发行后,存托人应按照存托协议约定,根据存托凭证持有人意愿行使境外基础证券相应权利,办理存托凭证分红、派息等业务。存托人资质应符合证监会有关规定。存托凭证持有人依法享有存托凭证代表的境外基础证券权益,并按照存托协议约定,通过存托人行使其权利。

**3. 存托凭证的基础财产。**存托凭证基础财产包括境外基础证券及其衍生权益。存托人可以在境外委托金融机构担任托管人。托管人负责托管存托凭证基础财产,并负责办理与托管相关的其他业务。存托人和托管人应为存托凭证基础财产单独开立账户,将存托凭证基础财产与其自有财产有效隔离,分别管理、分别记账,不得将存托凭证基础财产归入其自有财产,不得违背受托义务侵占存托凭证的基础财产。

**4. 存托凭证转换与募集资金运用。**关于存托凭证与基础证券之间能否自由转换,《若干意见》并未明确给出意见,而是授权相关制度由证监会具体规定。《若干意见》并未对存托凭证募集资金的用途做出限制,试点企业募集的资金可以以人民币的形式购汇汇出境外,也可以留存境内使用。

#### **(四)存托凭证交易制度**

存托凭证与我国目前上市交易的证券类型有一定差异,加之我国资本项目存在管控,因此,监管机构需要对存托凭证在信息披露、减持和退出的限制及存管结算等交易制度方面做出特殊安排。《若干意见》并未具体规定相应举措,仅总体上指出试点企业在境内发行存托凭证都将纳入现行证券法和相关法律法规范围。

首先,存托凭证都在境内证券交易所上市交易,并在中国证券登记结算有限责任公司集中登记存管、结算。其次,涉及存托凭证发行、上市和交易等行为,均纳入现行证券法规范范围。证监会依据《证券法》和《若干意见》及相关规定实施监管,并与试点红

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,实施跨境监管。最后,关于信息披露,《若干意见》要求试点红筹企业原则上依照现行上市公司信息披露制度履行信息披露义务。试点红筹企业及其控股股东、实际控制人等相关信息披露义务人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。

#### **(五)投资者保护与法律责任**

《若干意见》明确指出,试点企业应执行境内现行投资者保护制度,不得有任何损害境内投资者合法权益的特殊安排和行为。基础证券发行人发行存托凭证时,必须确保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。投资者合法权益受到损害时,试点企业应确保境内投资者获得与境外投资者相当的赔偿。试点企业等相关市场主体出现虚假陈述、操纵市场、内幕交易等违法违规行为的,应依照证券法等法律法规规定承担责任,导致投资者合法权益受到损害的,应依法承担赔偿责任。存托人或托管人违反相关规定的,证监会可依法采取监管措施,并追究其法律责任。

### **三、创新企业境内发行存托凭证的制度突破与制度留白**

《若干意见》为创新企业发行存托凭证构建的制度框架在证券定义、发行条件等多个方面突破了现行证券法律法规的规定,为创新企业境内融资提供了便利。但是由于《若干意见》的规定相对笼统,相关研究不够深入,对于存托凭证的发行可能会造成一些影响。

#### **(一)创新企业境内发行存托凭证的制度突破**

试点企业在境内发行的股票或存托凭证对现行《证券法》和相关法律法规的突破主要体现在:

**1. 将存托凭证纳入“证券”的范畴。**《证券法》第二条采用概括加列举的方式规定了证券的类型。股票、债券、证券投资基金份额和部分衍生证券是我国资本市场上主要和比较常见的证券类型。《证券法》第二条授权国务院可以依法认定其他证券品种。因此此次改革,国务院按照《证券法》的授权规定,通过转发《若干意见》的方式,将存托凭证这种国际上已经较为成熟的证券品种认定为证券,其发行、交易行为适用《证券法》。

**2. 放宽证券发行条件中的盈利要求。**根据创新企业在特定发展阶段高成长、高投入、实现盈利的周

期较长等特点,进一步优化证券发行条件。按照《证券法》规定的程序,报经国务院批准,修改《首发管理办法》第二十六条和《创业板首发管理办法》第十一条,明确规定符合条件的创新企业不再适用有关盈利及不存在未弥补亏损的发行条件。这些规定,解决了部分创新企业具有持续盈利能力,但可能存在尚未盈利或未弥补亏损的问题。

**3. 放宽证券发行条件中的公司治理要求。**试点红筹企业在境内发行存托凭证,股权结构、公司治理、运行规范等事项可适用境外注册地公司法等法律法规规定。这就为存在AB股、协议控制架构的公司提供了境内上市条件。但是,试点红筹企业在境内发行存托凭证,存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的,应于首次公开发行时,在招股说明书等公开发行文件显著位置充分、详细地披露相关情况,特别是风险、公司治理等信息,以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。

**4. 信息披露时会计准则可选择适用。**试点红筹企业在境内发行证券披露的财务报告信息,可按照中国企业会计准则或经财政部认可与中国企业会计准则等效的会计准则编制,也可在按照国际财务报告准则或美国会计准则编制的同时,提供按照中国企业会计准则调整的差异调节信息。

## (二)创新企业境内发行存托凭证的制度留白

《若干意见》等文件虽然对存托凭证发行、上市基本流程和其中各方权利义务作了规定,但相关规定较为宽泛,与证监会层面诸多规则尚需有效衔接,这些“制度留白”可能会对存托凭证发行、上市交易中相关主体的法律定位和法律适用造成影响。

**1. 相关主体间的法律关系。**如前所述,存托凭证发行上市主要存在基础证券发行人、存托人、存托凭证持有人(投资者)和境外托管机构四方主体。境外托管机构负责基础证券的托管,并帮助存托机构收取股息。托管机构的法律定位较为明确,其与存托人构成保管合同关系,需尽到善意管理人的注意义务。基础证券发行人、存托人和投资者间的权利义务关系较为复杂。《若干意见》规定上述三方之间的权利义务由存托协议规定,投资者持有存托凭证即成为存托协议当事人。但是三方之间究竟构成何种法律关系尚不明确。如果不能明确三方之间的法律关系,将对相关实践和司法裁判带来困难。有学者认为,上述三方之间构成信托关系,即基础证券发行人是委托人,存托人是受托人,投资者是受益人<sup>[3]</sup>。但

是在存托凭证运作中,存托人需要按照投资人的意愿行使基础证券权利,这一特点明显不符合上述他益信托关系。因此,不能武断地认为上述三方之间构成信托关系。

上述三方虽然都受到存托协议约束,但是需要将上述三方的法律关系拆分开来。基础证券发行人与投资者间并不直接发生法律关系,而是两者分别与存托人发生法律关系。基础证券发行人、存托人和投资人之间究竟是何种法律关系还有待深入思考。

**2. 信息披露制度。**存托凭证是建立在基础证券基础上的衍生证券,其价格取决于基础证券的价格。因此,基础证券发行人披露的相关信息是影响存托凭证价格的关键因素。《若干意见》仅粗略地规定基础证券发行人需承担信息披露义务。基础证券发行人信息披露义务的法律基础尚不明确,具体运作机制也未构建。《证券法》《上市公司信息披露管理办法》等法规主要规定发行人、上市公司及上市公司的董事、监事、高级管理人员和控股股东为信息披露义务人。基础证券发行人虽然参与存托凭证的发行,但是其并非存托凭证的发行人,并不当然地属于信息披露义务人。若要将其纳入信息披露的范围,必须由法律法规做出特殊规定。

此外,不同市场间信息披露的协调问题需要高度关注。我国台湾地区的存托凭证市场就曾因为信息披露协调存在失误,造成证券市场重大波动<sup>[6]</sup>。目前,境内企业赴海外上市主要集中在美国和中国香港。美国、中国香港和内地市场的交易时间、信息披露频率和要求均有所差异。上述信息披露内容差异容易导致存托凭证价格异常波动,特别是当内地市场信息披露要求低于其他市场时。监管机构必须协调好信息披露的时间、频率和内容等方面。

**3. 存托人与破产隔离。**存托人是存托凭证运行的核心。一般选择拥有海外分支机构的大型银行作为存托机构。由于我国金融行业实行严格的分业经营、分业监管,商业银行一般不能经营证券业务。而我国证券公司体量较小、海外分支机构少,也不适合充当存托机构。因此,我国存托机构的选择还需要监管层的审慎考量。

与存托机构密切相关的是基础证券的破产隔离问题。存托机构是基础证券的持有人,原则上基础证券属于存托机构的财产范围。域外一般采取构建信托的方式,使基础证券与存托机构其他财产分割,从而实现破产隔离。但是,由于我国相关法律并未明确

承认信托财产不属于企业破产财产。因此,虽然《若干意见》对基础证券独立存管做出诸多规定,但是基础证券在法律上是否具有破产隔离的效果仍然存疑。

4. CDR与基础证券交换。由于A股市场上市公司估值远远高于港股和美股,加之投资者不理性,炒作题材等行为泛滥,可以预见CDR上市后的价格可能远高于其基础证券或ADR价格。放开CDR与基础证券的兑换,实现跨市场套利是平抑相应不合理价差的主要手段。但是由于我国资本项目不开放,CDR与基础证券的自由兑换存在一定障碍,我国CDR市场建立初期可能面临剧烈波动的情况。有学者提出,可以引入部分证券公司充当跨境做市商在多个市场间套利,从而平抑市场价差。证券公司拥有QDII投资额度,理论上上述方式具有可行性。但是,证券公司拥有的QDII投资额度有限,能否充分发挥作用尚存疑问。另外,证券公司海外分支机构少,能否承担起跨境做市商的责任也难以确定。

#### 四、创新企业境内发行存托凭证展望

虽然目前的制度框架还存在诸多问题,但是前文提到的《若干意见》等文件从顶层设计、制度修改和法理阐释三个层次建立起了创新企业境内发行存托凭证的基本框架,对于创新企业境内上市修路的大工程,具有一个里程碑式的意义,还需要时间和实践的检验。

从一系列制度出台过程和内容本身来看,首先,国家战略导向和顶层驱动的特征非常明显,如何更多地倾听和吸收来自市场和公众的意见和诉求是继续完善该制度必须考虑的重点;其次,上市制度的改革关系到与现有法律政策的衔接配合,稳妥适度创新需要把握好衔接和突破的关系;最后,创新企业上市也包含了许多风险因素,既关系到股市的稳定,也关系到中小投资者合法权益,要处理好试点与风险防控的关系,把防控风险放到更加重要的位置。

其实,比埋头修路更重要的是认清方向,回到初心。推动创新企业境内上市到底是为了什么?首先是

利用资本市场的价值发现和资源配置功能,帮助真正有潜力、有前景而又缺乏金融支持的优秀公司,更重要的是“雪中送炭”,而不是“锦上添花”,只有如此才能用更多精彩的创业故事去激励创新精神。其次,在看到创新企业境内上市能够给投资者带来更多分享红利的机会的同时,也应该看到其中蕴含的巨大风险,因此国家在设计讲述这场关于创新创业改革故事时,应当客观冷静,甚至保守,不应当让它成为投资者心目中一本万利的“饕餮盛宴”。最后,更应当看到,这一次的试点不光是针对创新公司境内上市制度的小修小补,其中对于“证券”的定义、上市发行制度等等的突破,客观上可能会带来一定的市场公平,甚至挑战现有的法律政策,在短期内也可能会造成市场的异动,但其中蕴含的巨大制度创新为真正改善我国资本市场生态、改变投资者的风险认知、建立良性健康市场提供了契机。

#### 主要参考文献:

- [1] 凤凰网. 国务院重磅宣布:阿里腾讯京东能回A股! 10问10答全解读[EB/OL]. (2018-03-31) [2018-04-02] [http://finance.ifeng.com/a/20180331/16054034\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20180331/16054034_0.shtml).
- [2] 深圳大学课题组. 中国存托凭证(CDR):方案设计与运作[R]. 上证联合研究计划第19期,2008:1~66.
- [3] 付甜甜. 中国存托凭证法制保障研究[D]. 上海:华东政法大学,2013.
- [4] 姚波. 存托凭证投资规模首破万亿美元大关[EB/OL]. (2018-03-20) [2018-04-25] [http://www.cs.com.cn/tzjj/201803/t20180320\\_5751095.html](http://www.cs.com.cn/tzjj/201803/t20180320_5751095.html).
- [5] 张琴. 上交所:已形成以服务独角兽企业为对象的服务方案[EB/OL]. (2018-03-09) [2018-04-25] <https://finance.qq.com/a/20180309/031709.htm>.
- [6] 黄伟斌,黄少军. 台湾存托凭证市场发展得失及其启示[J]. 福建金融,2016(7):32~37.

作者单位:1. 京东金融研究院,北京100176; 2. 中国社会科学院研究生院,北京102488