

Possibility of CDR Development in China Based upon ADR

Etude de la possibilité du développement du CDR en Chine :

en s'inspirant de l'ADR

關於以 ADR 為借鑒發展中國 CDR 的可能性探索

Wu Shiliang

吳世亮

Received 25 March 2006 ; accepted 20 July 2006

Abstract Buffet bought in 8.7 million ADRs issued by China Life in May, 2006, and another 10 million in mid-June through Golden Sachs, Morgan Stanley and Lehman, which puts into his hands 10% of all the H-shares issued by China Life (7.441 billion shares in total) as each ADR, as estimated, equals 40 H-shares by China Life. Buffet, according to some inside source, will soon confirm with the China Life management as China Life's strategic investor. Buffet also plans to buy in another 6.3 million ADRs by China Life, increasing the total ADRs in its hands up to 25 million, equivalent to 1 billion China Life H-shares or 13.43% of the total. The buy-in gives a big boost to China Life's stock price, closed at 5.35 HK dollars, a sharp increase of 4.90%, the highest among the state-owned listed companies. The stock price of Ping An (2318.HK) and China Property Insurance (2328.HK) also goes up by 0.816% and 1.613% respectively. What comes along with this is also a growing concern over ADR. The paper explores the possibility of developing CDR in China based upon ADR and boosting the expansion of the Chinese capital market with DR (Depository Receipt). It starts with a brief sum-up of the basic concepts surrounding DR and an outline of the basic rules on how ADR is transacted in the USA. Base upon a detailed analysis of its prospects of development in China, the paper continues with exploring the possibility of converting state-owned shares in China into ADR, examines the feasibility, necessity and problems of developing CDR in China. Last but not least, the paper innovatively comes up with a CDR business procedure that might be practiced in China.

Keywords: ADR, CDR, CDR procedure

Résumé Warren Buffet a acheté 8,7 millions d'ADR de China Life Insurance en mai 2006, et au milieu du juin, il en a racheté 10 millions par l'intermédiaire de Goldman Sachs, Morgan Stanley et Lehman Brothers. Un ADR égale 40 actions H de China Life Insurance, ainsi, deux fois d'achat permettent à Warren Buffet de détenir 10% d'actions de cette société (le total des actions H en circulation est de 7,441 billions). On dit qu'il déclarerait à l'administration de cette société de détenir des actions H et de deviendrait donc un investisseur stratégique de l'entreprise. En plus, il en achètera encore 6.3 millions. Dans ce cas-là, le total de ses actions va atteindre 25 millions, soit 1 billion d'actions H. Ainsi il contrôlera 13.4% d'actions H de l'entreprise concernée. Cette nouvelle a fait pendant un temps augmenter le prix d'action de China Life Insurance de 5.88%, le prix de clôture a atteint 5.35 yuans avec une augmentation de 4.90% qui était la plus forte hausse du prix parmi les actions des entreprises d'Etat. Ping an of China (2318.HK) et PICC (2328.HK) ont augmenté respectivement de 0.816% et 1.613%. Dès lors, la Chine prête une attention de plus en plus grande à l'ADR. Ayant pour but d'étudier comment on peut stimuler le développement du marché de capitaux de Chine par DR (Depository Receipt/récépissé dépositaire), cet essai traite la possibilité du développement du CDR en s'inspirant de l'ADR. L'article commence par une présentation du DR et le principe du fonctionnement de l'ADR des Etats-Unis. Et puis sur la base de l'analyse des perspectives du développement de l'ADR de l'Asie, il

étudie la possibilité potentielle du développement du CDR, ses faisabilité et nécessité, ses problèmes et difficultés. Finalement, l'auteur donne la conception préliminaire du processus de l'opération du CDR en Chine, voilà l'originalité de cet article.

Mots-clés : ADR, CDR, processus de transaction du CDR

摘要 巴菲特 2006 年 5 月買入了 870 萬份中國人壽 ADR，並於 6 月中旬通過美國高盛證券、摩根士丹利及雷曼兄弟等，進一步購入 1000 萬份的中國人壽 ADR。以一份 ADR 代表 40 股中國人壽 H 股計，巴菲特再度買入，將使他持有中國人壽 H 股 10%（中國人壽的流通 H 股為 74.41 億股）。據稱，巴菲特將會致信中國人壽管理層，申報持有該股股份，成為公司戰略投資者。除了上述的買盤外，巴菲特將會進一步增持 630 萬份中國人壽 ADR，使其總持股量增至 2500 萬份，相當於 10 億股的中國人壽 H 股。以此推算，巴菲特將會持有中國人壽 H 股 13.43%。上述消息使中國人壽股價一度大漲 5.88%，收盤報 5.35 港元，上漲 4.90%，排在國企成份股漲幅首位，平安保險（2318.HK）和中國財險（2328.HK）也分別上漲 0.816% 和 1.613%。由此，中國對 ADR 的關注也隨之上升。本文旨在探討利用 DR（Depositary Receipt）這一工具促進中國資本市場更深入的發展，以美國的 ADR 為借鑒對發展我國 CDR 的可能性進行了探索。首先對存托憑證 DR（Depositary Receipt）的基本概念進行了概括，介紹了美國 ADR 的操作原理；在分析了亞洲 ADR 的發展前景的基礎上，探討了中國國有股 ADR 化的潛在可能性；提出了中國發展存托憑證（CDR）的可行性和必要性；指出了目前開展 CDR 業務的問題和難點；最後提出了在中國發展存托憑證（CDR）業務流程的初步設想，這是本文的創新之處。

關鍵詞： ADR；CDR；CDR 交易流程

目 錄

1. 存托憑證 DR（Depositary Receipt）的基本概念
2. 亞洲 ADR 的發展前景以及我國國有股 ADR 化的潛在可能性
3. 構思中的中國預托證券 CDR
4. CDR 在中國發展的可行性
5. 目前開展 CDR 業務的問題和難點
6. 對開展 CDR 業務流程的初步設想

提要：本文旨在探討利用 DR（Depositary Receipt）這一工具促進中國資本市場更深入的發展，以美國的 ADR 為借鑒對發展我國 CDR 的可能性進行了探索。

1. 存托憑證 DR（Depositary Receipt）的基本概念

1.1 存托憑證（DR: Depositary Receipt），簡稱 DR，又稱存券收據或存股證

是指在一國證券市場流通的代表外國公司有

價證券的可轉讓憑證，屬公司融資業務範疇的金融衍生工具。以股票為例，存托憑證是這樣產生的：某國的上市公司為使其股票在外國流通，就將一定數額的股票，委託某一中間機構（通常為一銀行，稱為保管銀行或受託銀行）保管，由保管銀行通知外國的存托銀行在當地發行代表該股份的存托憑證，之後存托憑證便開始在外國證券交易所或櫃檯市場交易。存托憑證的當事人，在國內有發行公司、保管機構，在國外有存托銀行、證券承銷商及投資人。從投資人的角度來說，存托憑證是由存托銀行所簽發的一種可轉讓股票憑證，證明一定數額的某外國公司股票已寄存於該銀行在外國的保管機構，而憑證的持有人實際上是寄存股票的所有人，其所有的權力與原股票持有人相同。存托憑證一般代表公司股票，但有時也代表債券。

存托憑證起源於 1927 年的美國證券市場，是為便利美國投資者投資於非美國股票而產生的。迄今為止，存托憑證（DR）主要以美國存托憑證（ADR）的形式存在，即主要面向美國投資者發行並在美國證券市場交易。就實質而言，ADR 與全球存托憑證（GDR）無論從法律的、操作的和管理的觀點來看都是一樣的。兩者都以美元標價，以美元清算支付，都可以通過與歐洲清算系

統聯網的美國存券信託公司進行無紙化的帳戶交割。“美國”和“全球”的名稱差異僅僅是由於行銷方式的不同而引起的差異。此外，還存在一類國際存托憑證（IDR），其特點在於它是以一種或多種非美國貨幣計價，且以不記名方式發行。

1.2 DR 業務機構（3 個關鍵的機構）

1.2.1 存券銀行。作為 DR 的發行人和 DR 市場仲介，存券銀行為 DR 投資者提供所需的一切服務，包括：

1.2.1.1 作為 DR 發行人，在 DR 基礎證券（即受存托的證券）的發行國安排託管銀行。當基礎證券被解入託管帳戶後，立即向投資者發出 DR；DR 被取消時，指令託管銀行把基礎證券重新投入當地市場。

1.2.1.2 在 DR 交易過程中，負責 DR 的註冊和過戶，安排 DR 在存券信託公司的保管和清算，及時通知託管銀行變更股東或債券持有人的登記資料，並與經紀人保持經常聯繫，保證 DR 交易的順利進行。

1.2.1.3 向 DR 持有者派發美元紅利或利息，代理 DR 持有者行使投票權等股東權益。

1.2.1.4 作為 DR 持有者、發行公司的代理者和諮詢者，向 DR 持有者提供公司及 DR 市場訊息，解答投資者的詢問，向基礎證券發行公司提供 DR 持有者及 DR 市場訊息，幫助發行公司建立和改進 DR 計畫，特別是提供法律、會計、審計等方面的諮詢和代理服務；協調 DR 持有者和發行公司的一切事宜，並確保發行公司符合法律要求。

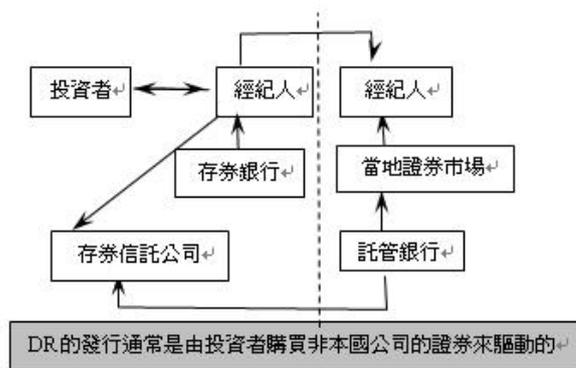
1.2.2 託管銀行

託管銀行是由存券銀行在基礎證券發行國安排的銀行，它通常是存券銀行在當地的分行、附屬行或代理行，負責保管 DR 所代表的基礎證券；根據存券銀行的指令領取紅利或利息，用於再投資或匯回 DR 發行國，並向存券銀行提供當地市場訊息。

1.2.3 中央存券信託公司

指本國的證券中央保管和清算機構，負責 DR 的保管和清算。本國證券中央保管和清算機構的成員為金融機構，如證券經紀公司、自營商、銀行、信託投資公司、清算公司等，其他機構和個人也可以通過與以上成員建立託管或清算代理關係間接地參加證券中央保管和清算機構。

如圖：DR 的發行流程



DR 可以和其他任何本國證券一樣在本國市場上自由交易，通常有市場交易和取消兩種交易形式：

市場交易是指在本國市場的 DR 持有者之間的相互買賣，在存券銀行過戶，在存券信託公司清算，其交易過程和其他證券完全一樣。

取消是指當 DR 持有者指示賣出 DR 而本地市場無 DR 買家時，本國的經紀人委託基礎證券所在國的經紀人出售基礎證券。當經紀人接到已經出售的通知時即把 DR 交回存券銀行，由存券銀行取消 DR，同時存券銀行指示託管銀行將相應的基礎證券解入當地的購入該證券的證券商帳戶。這裏，本國經紀人負責把外匯按當時的匯價換成美元支付給最初的 DR 持有者（即賣出者）。

1.3 存托憑證的優點

1.3.1 市場容量大，籌資能力強。

以 ADR 為例，美國證券市場最突出的特點就是市場容量極大，這使得在美國發行 ADR 的外國公司能在短期內籌集到大量的外匯資金，拓寬公司的股東基礎，提高其長期籌資能力，提高其公司證券的流動性並分散風險。

1.3.2 發行 DR 的手續簡單，發行成本低。

對股份公司而言，採用 DR 發行方式不受發行地嚴格的上市要求的限制，因此手續簡便。並且由於擺脫了發行的若干限制，降低了發行成本。

1.3.3 提高公司的知名度，為日後在國外上市奠定基礎。

通過在國外發行 DR，公司可以擴大其在國外市場上的知名度，提高公司產品和服務的形象，從而增加股東對公司的信任和興趣，為將來

直接的海外上市打下基礎。

1.3.4 DR 的發行可以使一國的投資者將其投資分散到全球證券市場中去，避免了某一國證券市場可能存在的系統風險。也就是說，**DR** 為投資者提供了優化其投資結構的工具。

1.4 美國存托憑證 **ADR** 操作程式

美國存托憑證 **ADR** (American Depositary Receipt)，又稱美國存托憑證，是一種以股票為基礎的並相當於股票的金融產品。它是非美國公司進入美國證券市場或說是美國投資者涉足國外上市公司的途徑之一。它產生於 20 世紀 20 年代，是面向美國投資者發行並在美國證券市場交易的存托憑證。面向新加坡投資者發行並在新加坡證券市場交易的存托憑證叫新加坡存托憑證 (**SDR**)。如果發行範圍不止一個國家，就叫全球存托憑證 (**GDR**)。**ADR** 的具體操作程式是：當非美國公司發行股票時，如有意進入美國證券市場，它將赴美進行路演巡迴推介。有興趣購買該公司股票的美國投資者可以委託美國投資銀行代為申請認購，一旦申購成功並獲得股票的話，投資銀行會將這些股票轉往上市公司所在地某家商業銀行託管，然後，這家商業銀行會再通知由非美國公司指定的美國存券銀行向美國投資者發出 **ADR**。一份 **ADR** 所包含的正股數視正股數的絕對價位的高低、數量的多少以及是否有利於 **ADR** 未來的流通而定。少的有 20 股，多則幾百股。目前共有四種 **ADR**，包括無擔保即私募的 **ADR** 以及一、二、三級有擔保的 **ADR**。它們各自遵循不同的監管規則，在不同級別的市場上市流通，因而適合不同的發行物件。**ADR** 以美元標價，美國投資者可以像買賣美國股票一樣買賣 **ADR**。由於發行 **ADR** 的外國公司必須以適當格式發佈英文年報和中期業績，發生重大交易時存托銀行也會迅速通知投資者，投資者因此能夠更方便地獲得資訊。**ADR** 的股利由存托銀行負責收取並以美元發放，避免了支付拖延和外匯風險。

ADR 解決了美國與國外證券交易制度、慣例、語言、外匯管理等不盡相同所造成的交易上的困難，對於投資者來說，它可以簡化交易，消除投資壁壘，實現不同國家的證券操作國際化。**ADR** 是外國公司在美國市場上籌資的重要金融工具，同時也是美國投資者最廣泛接受的外國證券形

式。美國法律為了保護國內投資者的利益，規定法人機構以及私人企業的退休基金（其資金仍來源於老百姓）不能投資美國以外的公司股票，但對於外國企業在美國發行的 **DR** 則視同美國的證券，可以投資。第一張 **ADR** 出現於 1927 年，由摩根銀行發行 (**J.P. MORGAN**)。到 1961 年，有 150 家外國公司在美國發行了 **ADR**。1978 年，在美國發行的 **ADR** 達到 400 個。由於 80 年代以來美國金融管制的放鬆，**ADR** 數量大增，到 1996 年底，共發行了 1301 個 **ADR**。其中英國占 17.4%，阿根廷占 11.5%，澳大利亞和日本分別占 11.4% 和 11.3%。在 1301 個 **ADR** 中，僅 426 個可以在美國三大證券交易系統掛牌交易（紐約證交所、美國證交所、**NASDAQ**）。1996 年交易量達 100 億股，交易金額達 341 億美元，其餘未上市的 **ADR** 在場外交易市場上流通。2000 年僅在美國境內就籌集資金 290 億美元，比 99 年增加 32%。自 1993 年以來，我國也有公司在美國發行 **ADR**，包括在上海證券交易所上市的“輪胎橡膠”、“氯鹼化工”、“二紡機”以及深圳證券交易所上市的“深深房”。上述 4 家公司發行的都屬一級 **ADR**，僅限於櫃檯市場交易，而無籌資功能。至目前為止，發展規模不大。

2. 亞洲 **ADR** 的發展前景以及我國國有股 **ADR** 化的潛在可能性

2000 年，亞洲首次超過歐洲和拉丁美洲而成為利用 **ADR** 籌集資金最多的區域，大約有 118 億美元的 **ADR** 來自亞洲，占總數的 40%。即便如此，現在亞洲仍不是全球 **ADR** 王國裏最大的組成部分。亞洲目前只占全球 **ADR** 總值的 10%，而歐洲仍是該領域的主導者。其首次 **ADR** 交易是由英國零售證券商 **Selfridges** 在 1927 年完成的。從 20 世紀五十年代開始，歐洲公司在發行 **ADR** 方面相當活躍，而拉丁美洲尤其是亞洲則算是遲到者。不過，歐洲已過了其增長高峰期，我們可以預期，亞洲在未來五年內將取代歐洲的主導地位。紐約證交所和納斯達克在亞洲分別開設了辦事處就是對這一判斷的肯定。

亞洲 **ADR** 發展迅速的一個重要原因在於亞

洲國家企業的股份化進程。以中國為例，它已經有了 20 多年成功改革的經驗，目前正處於國企改革的攻堅階段。國企改革需要大量的資金做後盾，試想有哪個市場能像美國一樣有能力提供充足的資本呢？亞洲沒有足夠的資本來滿足這些龐大公司的股本需求。於是，這些公司只能到美國市場上去尋求資金。美國有世界上最大的股票市場，去年末，美國對外國股票的投資達到了 1.8 兆美元，其中 37% 以 ADR 形式存在。一旦亞洲國家達到了一定的專業程度，即當他們的會計及法律事務部門熟悉了美國的監管規則後，ADR 將變成一個很自然的選擇。

從上述內容我們不難看出，亞洲 ADR 市場的蓬勃前景為我國國有股 ADR 化提供了有利的條件及形勢，ADR 可以成為解決我國國有股上市流通的方式之一。中國加入世貿（WTO），不但不會削弱美國投資者對中國上市公司 ADR 的需求，反而有助於需求的形成。按照中美達成的世貿雙邊協議，中國證券市場在加入世貿後將向外國開放，首先是允許中外合資基金管理公司及合資證券公司的成立，允許合資證券公司承銷以人民幣及外幣標價的股票，而且在中國證券公司業務擴大時，中外合資證券公司也將有相應的權利。但是，中外合資證券公司可以進行交易的股票在入世後的相當長一段時間內，只限於以外幣標價的股票，包括 B 股、H 股、N 股、S 股、L 股等等。也就是說，美國投資者還不能直接投資內地 A 股市場。相應地，對 ADR 的需求不會被削弱。即使在入世後一段時間，中國全面開放證券市場，外國投資者可以直接買賣 A 股時，估計對 ADR 的衝擊也不會太大。因為目前的香港證券市場和美國證券市場都是相互高度開放，美國投資者可以直接買賣在美國已發行 ADR 的同時在香港上市的內地公司股票，但他們仍然願意選擇買賣 ADR，也就是說 ADR 仍然存在。並且這種 ADR 是在兩地市場早已高度開放並高度關聯的情況下產生的，這種市場狀態本身就是催生 ADR 的外在條件。同時，買賣 ADR 與買賣正股最大的區別在於美國投資者買賣其他市場的股票會面對分紅、派息、配股、時間差異以及資訊等多方面的不便，而買賣 ADR 則可以消除這些不便。

因此，我們可以斷定，未來的內地證券市場不管是在有限制地向外資開放階段，還是在全面

地向外資開放時期，都不會影響到 ADR 的產生和存在。相反，卻可以使 ADR 得到更快速、健康的發展。不過，有一點不可否認，即 ADR 在這一市場的開放過程中，會出現初期的規模擴張以及後期的品質方面的問題。也就是說，只有那些業績良好、管理規範、信譽較佳的公司的 ADR 才能得到生存。這一過程實質上是一個市場競爭，選擇及自然淘汰的過程，其中的機制是 ADR 市場中特有的股票回流觀象。

對中國證券市場上市公司中的國有股進行 ADR 化可以先選擇 B 股市場的上市公司進行試點。而那些並非關係國計民生的行業、國有股權占公司總股權比例不大的 B 股公司又是試驗首選。B 股市場可以說是進行 ADR 化試驗最有利的場所，頗具得天獨厚之勢。因為該市場目前是全球投資者包括內地居民皆可投資的市場，在中國內地算是最為開放的市場。由於該市場已經有了一定的投資者基礎，包括美國投資者等，並且該市場的上市公司一旦發行 ADR，投資者完全可以將 ADR 價格同與該 ADR 相關的 B 股市場股票相比較，並可以自由進出內地 B 股市場和美國的 ADR 市場，甚至進行頻繁的套利活動。但是，我們需要注意的是，在對 B 股市場上市公司中的國有股進行 ADR 化的時候，A 股上市公司的 ADR 化不應同時進行。因為外國投資者此時還不能直接投資 A 股，股票回流機制不能起作用，投資者無法避免風險，因為他們不能在中國 A 股市場賣出與 ADR 相關的股票。而且套利活動也不能開展，從而不利於吸引投資者。A 股市場上市公司國有股啟動 ADR 化的進程，完全可以在 B 股市場成功操作一段時間，待有關的市場操作程式規範化、監管制度完善後再進行。而此時的 A 股市場或許已經處於開放或半開放的狀態，這樣的市場狀態才能夠保證與 ADR 有關的各種活動能順利展開。屆時，如果上市公司國有股全部推向市場，ADR 將與 A、B 股一起成為一種有效地分流國有股的工具。現在看來，國有股 ADR 化的最大制約因素在於政府及監管當局在多大範圍內允許國有股市場化，即允許什麼樣的行業及多大比例的國有股可以流通，這一點可能與行業性質及其在國民經濟中的地位有關。一般無關痛癢的行業可能會被全部推向市場，其他的則可能只有部分實行市場化而上市流通。不過，國有股 ADR 化最實質的影響因素還是在於

上市公司的管理水準。如果以目前內地上市公司的管治水平，要想使 A D R 工程計畫得以成功實施，相信會有相當大的難度。但是無論如何，ADR 工程將是分流國有股的重要工具，同時也可以促進上市公司提高經營管理水準，增強市場競爭力。

3. 構思中的中國預托證券 CDR

CDR，即中國存托憑證（Chinese Depositary Receipt），也稱為中國預托憑證。CDR 是 ADR（美國存托憑證）的仿製品。構思中的中國預托證券，在概念上與現有的美國預托證券（A D R）十分相似。

CDR 浮出水面的原因主要有如下幾點：

源於外資企業，尤其是在香港的紅籌公司到大陸 A 股市場籌資的迫切需求。C D R 的浮出實際上預示著中國資本市場的進一步對外開放。在當前的經濟大環境下。香港的紅籌公司有一種難言之苦：香港市場監管嚴格，成本較高，有些創業板上市公司首次公募（IPO）所得，幾年之內繳納各種費用，就基本上“還”了回去，上市公司得不償失。並且再次籌資的可能性很低。另外一個敏感的事實就是香港的金融中心地位正在動搖。由於周邊金融市場的競爭壓力及本地市場平淡，外國基金對香港的青睞程度實際上正在降低，有券商經過測算發現如果剔除紅籌和 H 股的交易量，港股每天的成交量不足 50 億元。而返觀大陸 A 股市場，為避免資金大量流失，中國政府曾一直限制國內投資者只能投資 A 股市場，導致資金苦無出路，A 股股價亦因此水漲船高。在香港上市的國企，由於以國內註冊企業的身份，不少已成功在 A 股市場以高市盈率集資。然而，紅籌股一向以外資身份營運，受制於中國大陸《公司法》和《證券法》的規定，外資公司（包括香港的紅籌公司）只有在大陸境內註冊滿 3 年，並有 3 年盈利記錄的才可獲得大陸 A 股的上市資格，而且集資所得不得匯出中國。因此，這些企業自然想到參照 ADR 的做法，繞過相關法規，通過外資公司在中國境內發行 CDR 來達到在中國 A 股市場籌集資金的目的。多數分析家認為，發行中國存托憑證將使這類公司受益。H 股及紅籌股的市盈率遠低於中國 A 股及 B 股，尤其是 A 股的市盈率大大高於香港同類股票，如果港股可以

在內地掛牌，將使股價上升，從而均衡並刺激其境外的股價，為這些公司未來的項目投資和收購項目帶來巨大的融資額。中國預托證券（C D R），從實質上是提供了另一途徑為紅籌在 A 股市場集資。預托證券計畫一旦落實，對紅籌而言肯定屬利好消息，特別是對未來需要投放大量資金于高增長專案的股份如中國移動和中國聯通。採用這種方式，不但有新的集資途徑，更有助提高股東回報。部分香港上市的紅籌公司管理層，包括中國移動及上海實業，均表示有意利用中國預托證券的方式集資，可見這種新的集資管道有一定吸引力。

國企大規模融資的需求。由於多數大型中國國企都採取了剝離優質資產上市的模式，因而重組之路和融資之路相當漫長。中移動和聯通都有十幾個省的移動電話業務尚待收購，中石油和中石化的母公司都有大量不良資產和人員尚待處理。如此龐大的重組費用，顯然難以靠自身積累來實現。據 BNP 百富勤預測，中移動有待收購的資產總市值將超過 1800 億元人民幣，而目前中移動手頭現金只有 70 億元人民幣，收購行動若要展開，必須另行籌資。環顧全球，曾經風光無限的國際資本市場如今意興闌珊，一些擁有“中國概念”、“壟斷概念”的國企在海外資本市場的日子今非昔比。因此，這些大企業不得不為融資另謀出路，利用 CDR 便理所當然地成為他們的首選。

目前，在中國可進行投資的品種較少，現在內地居民儲蓄達到 14 萬多億元人民幣，外匯儲蓄達到 1000 多億美元，中國的股民有 8 千多萬名，市場現有的品種不能滿足內地居民投資的需要，因而發行新的投資品種給內地的居民投資是很有潛力的。中國內地投資者對於買賣在港上市的 H 股及紅籌股很感興趣，近年國內不少人其實已經通過各種方法到香港買賣紅籌股，造成大量外匯流出。因此，讓紅籌公司在國內掛牌，可以留住部分民間外匯。中國證監會主席周小川也曾表示，他們正在研究如何有步驟、有限度地開放外資進入 A 股市場，其中包括允許香港藍籌公司及大型國際跨國企業在國內發行 A 股。為了舒緩可能給 B 股市場造成的壓力，突破口很可能選擇利用 CDR 形式。從長期看，類似於中國移動、中國聯通這樣按照國際水準規範化運作的國企在國內 A 股市場上市，一方面能夠讓國內投資者分享到

中國電信業高速成長的收益，改變目前國內 A 股市場公司品質不高的局面，另一方面也能夠促使市場走向規範。

關於 CDR 的發展，如果香港上市公司可以在中國發行存托憑證，其上市程式可能非常簡單，只要把已有的法律檔轉報給中國證監會即可；中國存托憑證的發行方法可能是香港的上市公司把新股或部分舊股在內地上市，同時發行的貨幣可能是以人民幣或美元，由於人民幣有匯率風險，相信以美元結算的機會較大。通過這種方式，只要內地投資者想買賣這些公司的股份，就可以通過其經紀人在香港買入股份，有關股份則交予指定的內地存托銀行，存托銀行會向投資者發出存托憑證。而存托憑證本身也可在大陸 A 股市場上轉讓流通。香港政經界人士認為可以把中國銀行作為存托銀行，企業把股票存入香港中銀，投資者向經紀商支付人民幣來購買內地中國銀行發行的 CDR，派發的股利也由內地中國銀行以人民幣支付。

眾多外資公司，如聯合利華(Unilever)、香港的東亞銀行、紅籌股的中國移動、上海實業、聯想集團等均表達了在中國證券市場上市的興趣。不過，目前中國的公司法，僅允許國內註冊的企業上市。外國公司要在中國國內市場上市，首先要在中國內地註冊。根據目前考慮中的 CDR 方案，要在中國預托的外資公司股份可以以美元或港元及其它外幣為單位，但卻要以人民幣進行交易及結算。目前仍有部分複雜的問題需要解決。正常來說，預托證券的持有人有權將其兌換為以外幣為單位的股份，但人民幣在資本專案下是不可以自由兌換的。這個問題必須得到解決。鑒於此，一個可能的解決方法是投資者所持的預托證券不可以兌換為股份。

目前 CDR 的積極宣導者也多為紅籌公司，其實質業務在中國國內，他們看好存托憑證主要目的還是要繞開《證券法》的阻礙。有業內人士甚至指出，CDR 事實上已有操作的先例：1994 年經人民銀行批准，高盛（GOLDMAN）和摩根士丹利（MORGAN STANLEY）參股平安保險公司，正是通過認購廣東省國際信託投資公司發行的存托股完成的。當然，這在當時同樣是一種“繞政策”的安排。然而鑒於目前的市場環境，許多市場人士對 CDR 寄予厚望卻又有新的考慮。第一波士頓中國研究部主管梁翔將發行 CDR 與開放式

基金、全國統一的綜合指數並列為相互關聯的三顆棋子。“因為中國有現成的素質相對較高的企業，比如中移動、中石油都在境外上市；而 A 股市場正缺乏大藍籌。”引入這些企業，對建立全國統一的綜合指數進而穩定市場將有決定性的影響。而中移動 CDR 發行一旦獲准，更將推動開放式基金的出臺，因為“十幾家封閉性基金都吞不下中移動。而在這三者的推動下，中國的證券市場將在一個新的層面展開”。與這種觀點相類似，香港城市大學金融學講座教授張仁良也認為“發行 CDR 將一舉多贏”：境外上市企業的業務實質在內地，他們需要大量的人民幣，發行 CDR 可以解決人民幣需求；對投資者而言，由於境外上市的企業更接近國際上通行的遊戲規則，財務報表、會計報表以及資訊披露更為規範，使投資者提高辨別能力，從而也會對內地的上市公司產生壓力，迫使其提高經營管理水準。更重要的是，人們普遍認為 CDR 既然在紅籌股上開了先例，就將一以貫之地走下去。況且香港的許多藍籌股如長實、新鴻基都擁有大量內地業務。甚至包括台資企業，一旦獲准到大陸發 CDR，將會加大兩岸的經濟依存度。

4. CDR 在中國發行的可行性

在我國發行 CDR 主要基於美國 ADR 的先例。發行 CDR，主要有如下好處：

4.1 有利於調整我國的證券市場

有關中國預托證券的具體政策和細則現在仍未正式出臺。然而，有分析員相信，預托證券對國內監管機構有效管理國內股市有一定的積極作用，對監管機構也有一定的吸引力。國內股市面臨的最嚴重的問題是資金苦無出路，令投資者只能集中投資素質參差不齊的 A 股。而目前我國的證券市場內部存在著許多不穩定因素，居高不下的市盈率含有大量的泡沫因素，公司品質越差，股價反而越貴，其中的市場炒做十分明顯。前段時間的銀廣廈事件曝光後，我們不難看出，即使有完全公開的財務報表及股價資訊，仍不能突破某些上市公司精心佈置的惡意騙局，投資者對上市公司的誠信度明顯降低。“市場泡沫越大需要打的氣就越多”，國家和投資者的損失都是不可

估量的。在這種情況下，只有引進高品質的公司，對資金進行再分配，才能逐漸將泡沫擠掉。資金放在差的公司就被消滅了，而放在好的公司就能維持增長。引入優質公司，摘除壞公司，讓素質較佳的國企和紅籌利用A股市場集資，價格才會有支持，我國證券市場才能朝著有利的方向邁進。

4.2 有利於規範我國上市公司的資訊披露體制

目前我國上市公司的資訊披露尚未達到國際標準，存在一些資訊披露不完全、不具體的問題，而境外企業則更接近國際上通行的標準，財務報表、會計報表以及資訊披露比較規範、具體。這不僅使投資者有機會提高辨識能力，對國內的上市公司來說也是壓力和挑戰，可迫使我國的上市公司“見賢思齊”，逐漸規範自己的資訊披露體制，向國際標準靠近。

4.3 有利於國內投資者參與境外股投資和滿足境外上市國企的需求

我國最好的企業只能在國外上市，而我國投資者卻不能投資於境外企業，這在別的國家比較少見，CDR的發行正好彌補了這一缺陷，可以讓我國投資者分享這些好企業的成果，擴大投資面；同時，對於我國境外上市的企業而言，也需要國內投資者的支援。境外上市企業的業務實質在內地，需要大量的人民幣融資，CDR的發行解決了境外國企對人民幣的需求，使他們擁有了穩定的“母國市場（home-market）”。事實證明，多數國家在進行戰略性行業重組時，更多依賴的還是本國市場，因為國內投資者更容易瞭解到企業的境地，不會盲目跟風。從當前中國證券市場的發展趨勢看，推出CDR，對於負債偏高、未來需要大量投資於高增長項目的紅籌公司來說，是開闢了新的籌資快捷方式。

4.4 對香港股市和我國企業的發展有利

據統計，香港股市的平均市盈率是10倍，而我國的市盈率是50—60倍。由於香港股市的市盈率較低，導致我國很多企業不願意將自己的股票在香港上市。有券商稱：中國預托憑證（CDR）很可能會溢價銷售，而對應的在香港上市的股票將可能以折扣發行。這將使現有的H股和紅籌股得以用較低的成本從大陸融資，從而極大地提高它們的資本收益率和股市表現，有利於香港股市

的繁榮發展；與此同時，國內居民的需求將會拉升這些企業的海外股價表現，有利於提高我國企業在國際市場上的知名度，對我國企業的長遠發展有利。

首先，這些海外企業到內地股市，將經營管理水準相對較高的紅籌公司引入中國A股市場，可以起到示範作用，加快內地股市的企業治理發展和對投資者的教育。這對於增大市場的有效供給，培育投資理念，帶動內地上市公司提高運作水準有積極意義。

其次，居民的需求將會拉高這些企業在海外股價的表現，對於企業長遠發展有利。企業不再因為香港的市盈率偏低而不願到香港上市，因此對香港股市的長遠發展也有好處。中國內地擔心CDR一旦開展，會造成外匯流失，因為外資機構趁高拋售的存托憑證，會被不老練的內地投資者接去。但有權威人士指出，只要把存托憑證限制於只有內地人參與，並且與香港的正常股票不作互通，就可解決此問題。目前，內地管理層對CDR態度積極，認為香港藍籌公司在內地發行CDR，對內地投資者和公司將起到一定的示範作用，同時也為內地龐大的資金提供更佳的投資選擇。

4.5 幫助A股市場降溫

通過CDR融資，可以減少中資企業對外資的依賴，以及滿足國內投資者對優質資產的需求。因為目前國內盈利能力最高、前景最佳的一小部分企業，例如中國移動、聯通等，國內投資者都無法通過合法途徑投資。因此，預托證券對發展中國證券市場而言是有實質需要的。當局說研究推出CDR，看來並非空談。再者，從近期國內資金大量流入B股和H股市場的情況看，國內投資者對境外上市的公司股票相當熱衷，這也會增加預托證券發行成功的機會。計畫發行A股的消息，往往會刺激H股股價上揚，相信日後紅籌發行預托證券，亦將對股價產生刺激作用。不過，有分析家認為，即使國內資金成本低廉，也並非所有企業都適合發行預托證券。只有那些負債偏高及未來將大舉投資高增長項目的公司，才可通過發行預托證券為股東增值。因此，發行CDR可以分流國內龐大的資金流，使投資人有更多的投資管道，從而幫助A股市場降溫。

5. 目前開展 CDR 業務的問題和難點

5.1 預托憑證的發行基礎是開放的資本市場，而中國的資本市場尚未完全開放，人民幣在資本項下不可自由兌換，因此，預托憑證發行後的連帶問題不可忽視，未來的 C D R 想要與國際市場接軌，尚有困難。但如果 C D R 不能與海外上市的普通股自由兌換，將有可能重演現在 H 股、B 股市場的分割狀況，同時引起國內對預托憑證的爆炒。但另一方面，如果允許 C D R 自由兌換，又會對現在的外匯體制產生巨大的壓力。對管理者來說，C D R 實在是個兩難選擇。這實質上也是 CDR 能否成型的一個阻礙。

5.2 按照 ADR 存托銀行的慣例，存托銀行還有一個資訊傳遞的職責，對於發行公司的人事變動、財務安排等重大事項要及時傳遞給國內投資者。如何解決資訊流的同步、公平傳遞是面臨的一個難題。存托銀行在某種程度上還要履行部分投資銀行的職責，負責培育扶植發行公司，協助舉辦各種面向廣大投資者的推介會，這對於存托銀行來說還是一個嶄新的領域。

5.3 C D R 的推出有可能給中國尚不完善的資本市場帶來新一輪的“惡夢”。與中國內地相比，境外股票市場成熟度高，監管有力，對上市公司的公司治理機制要求嚴格，並強調透明度。海外上市的國企之所以想回國融資，部分原因就是因為在國外的高標準嚴要求下，無法吸引國際投資。原因眾所周知：國企盈利能力低下。中石油的資產規模、業績在亞洲處於領先地位，可單位利潤市值遠遠低於埃克森；東方航空和南方航空的飛機數量數倍於國泰航空，可市值只有後者的 1 / 5。管理粗放，資本運作的低效率已經成為這些國企積重難改的問題。另外，國內上市企業籌到錢後，要麼亂投項目，要麼被母公司強搶豪奪，這種現象屢見不鮮，因此，C D R 的前景也令人擔憂。

5.4 發行 C D R 的前提是以託管銀行的信譽擔保企業的信譽。現在，這些想在中國國內證券市場融資的公司，其業務多在國內，國內投資者對它們早已爛熟於心了，根本不需要誰來擔保。既然這一前提已不存在，這些企業在國內發行 C D

R 的意圖則讓人難以明白。如果真想在國內上市，把國內業務分拆出來發行 A 股是一個更為直接的辦法。

5.5 在人民幣未能自由兌換的現實下，C D R 固然是一個對大家都有好處的過渡性辦法。但是，C D R 這個建議仍然有不少障礙：一是法律問題，因為中國法律目前禁止境外企業到內地發股集資。二是政策問題，因為在決策層中，對於是否應該讓外資企業把內地資金拉出去，尚未有一個完全的共識。三是在操作層面上牽涉到證監會、外匯管理局、財政部、中國人民銀行等多個部門，幾乎是一個涉及中國金融市場開放程度的系統工程，勢必影響 CDR 發行的進度。

5.6 如果允許香港上市公司或者國外上市公司通過發行 CDR 在內地上市，則會進一步導致國內資金流向海外。因為內地證券市場的市盈率遠遠高於香港股市以及美國股市，在這種情況下，套利者會源源不斷地低價收購香港以及美國的股票，然後在內地發行 CDR，高價拋售，賺取利潤。如果這種情況發生，無疑對內地的證券市場的健康發展非常不利。另外，在香港市場發行 H 股的一些公司在內地具有壟斷地位。他們通過境外籌資，原本資金實力就很雄厚，國內同業難以望其項背。這些公司如果再發行 CDR，壟斷地位將更加穩固，這顯然與近幾年政府提倡的打破壟斷、鼓勵競爭的產業政策相違背。為解決可能出現的外匯流失問題，可行的方案之一是以指定的託管人及結算銀行，進行預托證券的發行及兌換工作。內地居民買賣 CDR 的資金只容許在內地進行交收，以致當局能一目了然地監管外匯。

5.7 在 CDR 的二級市場操作中牽涉到貨幣的互換，如何確定匯價還有賴於管理層的決定。由於 B 股開放引發的外匯風險實際上已是山雨欲來。在人民幣仍不能自由兌換、資本專案未能開放的情況下發行 CDR，如何規避匯率風險的問題顯得尤為重要。有人提出可以選定一些仲介機構進行外匯調劑，以實現 CDR 與普通股的自由兌換。在這種設計中，內地用人民幣交易 CDR，香港用港幣交易港股；如果 CDR 價格高於港股，普通投資者可以通過特定仲介在香港市場上買進普通股，再抵押到存托銀行，由存托銀行發行同等數量的 CDR——這相當於用港股的價格買 CDR。在此過程中必需的外匯兌換，可以由特定仲介進行調劑，但在總量上要有一定的規模限制。但這事實

上相當於局部地實現了人民幣資本項下的可自由兌換，而該仲介機構則相當於經常專案兌換中開信用證的外匯清算中心。但這一設計也存在問題，即如果 CDR 的價格遠高於港股，就會迫使仲介機構賣掉大量港幣、買入人民幣進行調劑，進而給外匯儲備造成壓力。因此，關於匯兌問題尚在討論中，並沒有明確該如何處理。

5.8 CDR 是否能象 ADR 一樣和普通股自由轉換。CDR 作為基礎證券的衍生產品，與基礎證券互通互換是其重要特性，也是維持 CDR 與基礎證券同股同價的關鍵所在。目前存在兩種看法：一種看法是，當 CDR 和普通股可以相互轉換時，可以起到平抑價格的作用。比如當中移動的 CDR 價格高於香港普通股的價格時，就會有套利機構買進港股，並將之存托為 CDR 後高價售出，這樣兩者價格就可以無限接近，趨於平衡。另外一種看法是，在目前情形下，割斷其互通管道是現實的選擇。理由如下：其一，目前香港的市盈率低而國內的市盈率高，存在巨大的套利機會。比如，發行人可以在香港市場回購 1000 萬股份（這符合香港交易所規則），同時在國內市場發行 250 萬單位的 CDR（假設轉換比例為 4），一買一賣之間，將獲取暴利。普通香港投資者也存在著類似機會。因此，如果允許兩者相互流通的話，將會迫使大量普通股轉換成 CDR，大量人民幣流向境外藍籌公司，這會給內地企業融資造成很大壓力。試想，民生銀行哪里比得上滙豐銀行？海爾又如何與摩托羅拉媲美？更何況在資本項目不可兌換的前提下，港股與 CDR 很難實現自由轉換。事實上也有一些國家和地區的 ADR 與普通股並不能完全流通。比如臺灣就實行限制性轉換，即市場上的 ADR 不能超過規定數量，普通股不能無限制地轉換成 ADR；而韓國和印度則實行單向轉換，ADR 可以轉換成普通股，普通股不能換成 ADR。其二，以上套利活動若頻繁發生，將對外匯市場的穩定產生一定程度的衝擊。因為基礎證券的交易單位元元為港幣、美元或其他外幣，而 CDR 的交易單位元元為人民幣，套利活動將涉及頻繁的外匯兌換。但是，如果 CDR 與普通股不能相互轉換，兩者各行其道，勢必形成兩個迥然不同的市場。以國內與國際資本市場的氣候視之，CDR 將遠高於普通股的價格，造成極大的落差，投資者的關注焦點也將嚴重脫離公司的基本面，CDR 最終很有可能淪為另外一種炒作工具。只要 CDR

不能難解決同股不同價的問題，預托憑證就是不規範的。因此，CDR 市場與基礎證券市場長期分割是不合理的。當國內市場的市盈率與香港市場的市盈率相當，人民幣可自由兌換時，這一問題也就迎刃而解了。

5.9 警惕 A 股和 B 股市場泡沫的破裂影響在海外上市的中國股票。中國 A 股市場在過去兩年中維持了令人驚訝的牛市。供求關係的嚴重不平衡導致目前市盈率（P/E）達到了 60 多倍。這個數字是難以維持的。從 2001 年 2 月起，大陸居民可以在以外幣計值的 B 股市場上進行交易（只能使用 2001 年 2 月 19 日以前存入的外幣存款），這使得長期萎靡不振的 B 股市場立刻翻番，增長率達到了驚人的 200%。支持股市高速增長的背後是積聚已久的泡沫。長期下去，必然引起股市泡沫的破裂。因素有如下幾點：中國股票價值繼續大規模上升；中國證監會和國家外匯管理局採取行動，嚴厲禁止非法資金流向香港以及股票市場上的違規操作；H 股目前只能在不高於帳面價值一倍的限額內發行，因此上市公司極有可能通過大量投機性的股票配售來籌集資金。鑒於此，一定要落實相關的政策法規，防止 A 股和 B 股的泡沫破裂影響海外上市的中國股票。

5.10 在加強監管的問題上，中國監管當局應當在審批環節上設計一系列“適度偏緊”的條款，從量和質兩個層面對發行 CDR 的主體進行篩選。比如對盈利能力、法人治理結構等應作出比香港當局更為嚴格的規定，以防止在海外籌不到資金的企業回來圈錢。另外，從開放的層次看，可以先向紅籌股開放，再向在內地有業務的香港、臺灣企業，最後是日本等亞洲其他國家的企業。

6. 對開展 CDR 業務流程的初步設想

關於 CDR 的具體發行、流通模式，本文作如下設想：

CDR 的業務內容包括：發行、分紅、配股、交易等環節。

6.1 發行環節

6.1.1 股票來源、發行比例、轉換比例

股票來源。方法一：凍結一部分基礎證券（或稱“正股”），同時發行相應份額的 CDR（或稱“衍生證券”）。方法二：定向增發一部分基礎證券並予以凍結，同時發行相應份額的 CDR。*建議：由於方法一隻涉及投資者結構的調整，並無籌集資金的功能，建議採用方法二。

發行比例基礎為證券總股本的 10%。

轉換比例以符合國內證券市場投資者的交易習慣為原則。例如，聯想集團 2001 年 10 月 22 日的收盤價為 3.10 港元，而同日國內長城電腦的收盤價為 12.59 元人民幣。假定兩者具有可比性（事實上，儘管同為國內“電腦三甲”，聯想集團的業績遠優於長城電腦），轉換比例可選為 4，則單位聯想集團 CDR 的報價為： $3.10 \times 4 \times 1.06 = 13.14$ 元人民幣。

6.1.2 流程

發行人（如聯想集團）宣佈定向增發基礎證券→→香港本地券商包銷→→存券銀行（如中國銀行）向託管銀行（如中銀香港）發出託管指令→→託管銀行（如中銀香港）託管股份並凍結→→存券銀行（如中國銀行）發行 CDR→→國內券商（如廣發證券）包銷。

6.1.3 參與各方的職責

香港本地券商向香港交易所上報增發基礎證券的相關法律檔，並將相應的基礎證券交由託管銀行託管。

存券銀行：在香港指定基礎證券的託管銀行，託管確認後，立即通知國內券商發出 CDR。

託管銀行：負責保管託管證券。

國內券商：向中國證監會提交相關法律檔，發行 CDR，建立 CDR 投資者簿記，並維持其資料與登記結算公司和存券銀行的一致。向投資者提供發行人的中英文法律檔及相關資料。

6.2 分紅股利，包括現金股利和股票股利

當分到現金股利時，投資者有兩種選擇：一是取出或保存現金；二是將現金繼續投資 CDR，包括原有的 CDR 或新的 CDR。當分到股票股利時，意味著投資者 CDR 數量的增加。

6.2.1 流程

a、現金紅利的流程。發行人發出紅利→→託管銀行領取外幣紅利並匯入存券銀行→→存券銀行將外幣紅利兌換為人民幣並打入國內券商客戶

保證金→→國內券商、存券銀行、登記結算公司同時變更投資者資料並維持資料的一致性。b、股票股利的流程。發行人發出紅股→→託管銀行領取並託管紅股→→存券銀行確認託管後通知國內券商→→國內券商發行相應數量的 CDR 並計入投資者股東帳戶→→國內券商、存券銀行、登記結算公司同時變更投資者資料並維持資料的一致性。

6.2.2 參與各方的職責

a 本地券商：提供與分紅相關的中英文資料給國內券商及國內投資者。b 託管銀行：代領股利，將現金紅利匯入存券銀行或將紅股託管並通知存券銀行。c 存券銀行：負責將外匯紅利兌換為人民幣並匯入國內券商；或通知國內券商發行與紅股相應數額的 CDR。d、國內券商：與在 A 股份紅中的職責一樣，將股利計入投資者相應的股東帳戶和保證金帳戶。

6.3 配股環節

配股過程類似於發行。不同之處在於，配股過程中會有部分投資者放棄配股。在此情形下，所放棄的股份由香港本地券商認購比較合適。

6.4 交易環節

6.4.1 正常交易的過程類似於 A 股交易

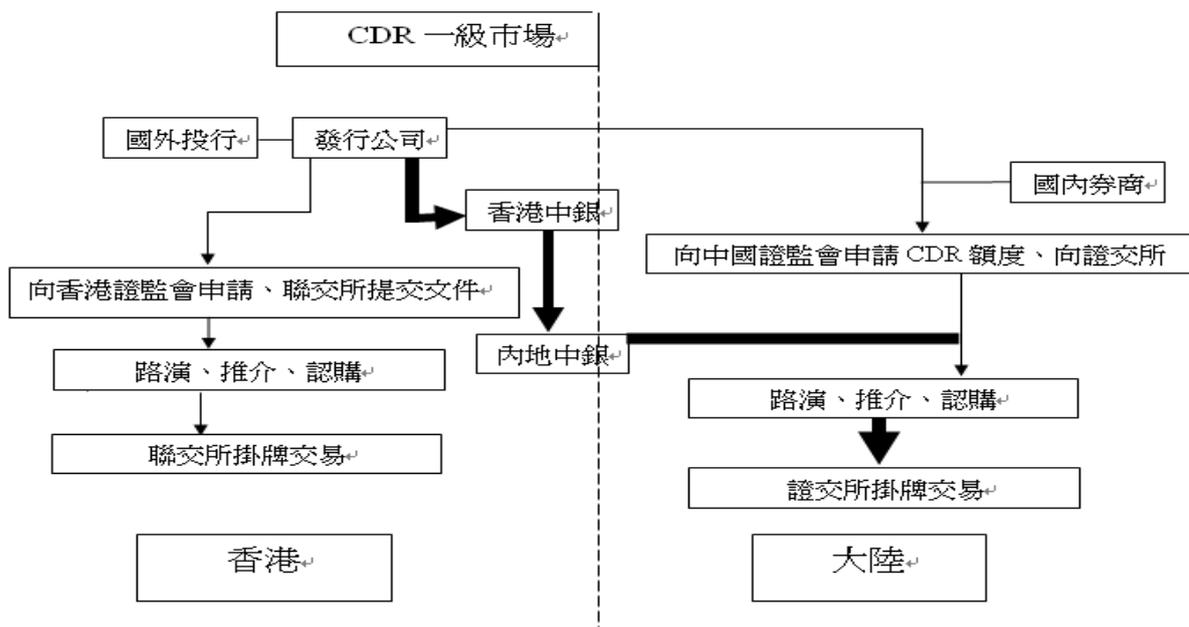
以國內券商為仲介，投資者相互買賣，電腦自動撮合成交。此一環節與本地券商、託管銀行、存券銀行無關，僅需國內券商參與。當然，香港本地券商應通過國內券商向 CDR 投資者持續不斷地提供香港本地市場基礎證券的市場訊息及投資分析。

註銷

若 CDR 持有人的賣出報價無法在國內市場成交，可提出註銷要求。此時，國內券商通過存券銀行及託管銀行，在香港市場以市價賣出相應數額的基礎證券，將所得現金匯回國內。登出流程為：CDR 持有人提出註銷要求→→國內券商取消 CDR 並通知存券銀行→→存券銀行下令託管銀行放出相應數量的基礎證券→→香港本地券商在香港市場賣出相應數量的基礎證券並將收入劃入託管銀行→→託管銀行將外匯收入匯入存券銀行→→存券銀行將外匯兌換為人民幣劃入國內券商→→國內券商將人民幣收入劃入相應客戶保證金。

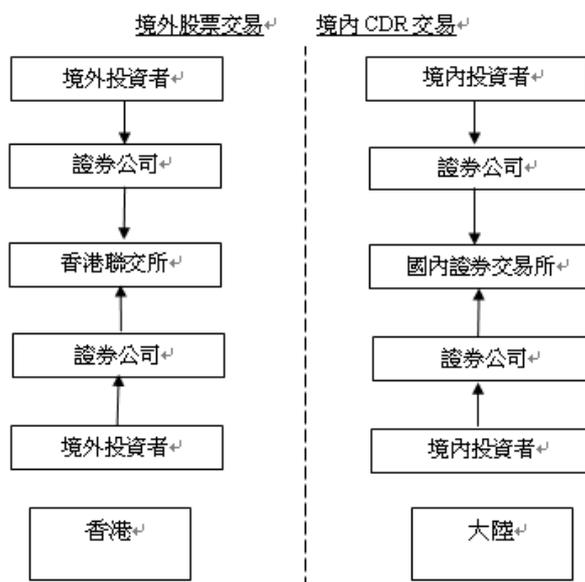
下面，為增加感性認識，我們參照國際通行的 ADR 模式，結合國內的實際情況列出國內最有

可能的 CDR 一級市場發行和二級市場流通模式。



在 CDR 一級市場上，發行公司分別向香港和大陸的兩地證券監管機構提出發行申請。值得注意的是，目前香港股票市場和大陸股票市場存在巨大的市盈率差別，這樣發行公司對在國內發行 CDR 進行集資的熱情會特別高，所以中國證監會很有可能會對發行額度作出限制，以保證兩地股票市盈率的逐步靠近。在獲得中國證監會同意後，由發行公司向香港中銀提交股票，然後內地中銀配合國內的券商發行同等金額 CDR。CDR 一級市場發行完成以後，境內 CDR 承銷商需要把相應的人民幣資金交給發行公司。在 CDR 一級市場交易中，並不產生人民幣和外幣之間的外匯交易。

CDR 二級市場

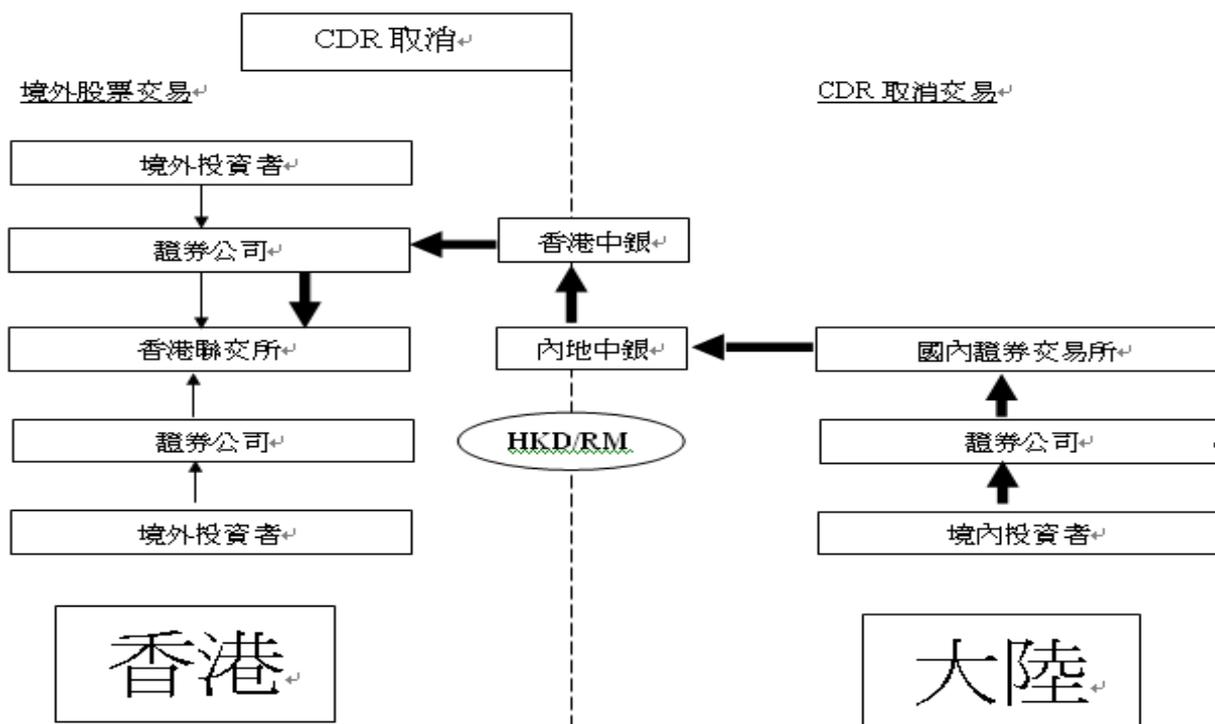


在正常 CDR 的二級市場交易中，如同國內普通 A 股一樣，投資者分別通過證券公司在證券交易所集中競價交易，其證券結算通過交易所的相應的證券中央登記結算公司進行。

在 CDR 二級市場交易中，涉及到存托銀行的主要是 CDR 的增發、CDR 取消、CDR 股息派發業務。CDR 增發同 CDR 一級市場交易類似，香

港中銀從發行公司取得股票，內地中國銀行向承銷的國內券商發行相應的存托憑證，將人民幣資

金劃給發行公司(見 CDR 一級市場圖)。



當香港聯交所股票的價格在扣除匯價差異之後高於國內交易的股票價格時，就會產生 CDR 取消的套利現象。境內投資者向證券公司發出取消指令，證券交易所再向內地中國銀行發出取消指令，最後香港中銀在香港通過證券公司在香港聯交所賣出所取消 CDR 的相應股票，得到港幣。這部分現金的流動方向同 CDR 取消方向相反，在經過 HKD/RMB 的匯價轉換以後變成人民幣給投資者。而當香港聯交所股票的價格在扣除匯價差異之後低於國內交易所的股票價格時，就會產生 CDR 增加現象。CDR、現金的方向正好同 CDR 取消方向相反。(圖中實線箭頭表示 CDR 方向，虛線箭頭表示現金流動方向)

在 CDR 取消和 CDR 增加兩個交易過程會產生相反方向的 HKD/RMB 的外匯交易，如何決定 HKD/RMB 的價格和是否允許在兩個市場之間套利目前還是問題。我們認為在 CDR 初始階段，將不會允許套利，但在 CDR 市場發展到一定階段之後，兩個市場之間的互動性會要求 CDR 和對應股票的某程度的可兌換。

在 CDR 配發股利中，發行公司向香港中銀配發港幣股利，通過 HKD/RMB 外匯交易境內中銀獲得人民幣，再通過國內的證券中央登記結算公

司向 CDR 持有人配發股利，如果在我行(中國銀行)開戶的不只證券中央登記結算公司一個客戶，而是二級開戶，則需要直接向投資者支付股利。但是根據 ADR 的國際慣例，通常是存券銀行只面臨中央證券公司一個客戶，而不直接面對各種各樣的投資者。

上述設想只是一個初步的框架，真正實施可能要複雜的多。

結 論

CDR 存托是一個全新的業務，業務各方還在處在討論階段。但筆者認為，CDR 作為深化中國資本市場，廣泛建立與國際市場聯結的紐帶，不僅可以有效化解目前人民幣升值帶來的壓力，還可以促進中國金融體系的改革與發展。

參考文獻

[1] James K. Glassman, 'America's Reciprocal Stock Portfolio---How U. S. Invest in 'Foreign' Companies That Invest in The U. S.', sponsored by the Organization for International Investment and Citibank Depositary Receipt

Services, 2001.

[2] Karl V. Lins, Deon Strickland & Marc Zenner, 'Do non-U.S. firms issue equity on U. S. stock exchanges to relax capital constraints?' December, 2000.

[3] Paul B. Pieper & Robert C. Vogel, 'Stock market integration in Latin America', consulting assistance for economic reform paper, directed by Harvard Institute for International Development (HIID), October 1997.

[4] London Stock Exchange, 'Listing depositary receipts—the summary of the UK listing authority', April 2000.

[5] 周建新、馮蕙萍等. 海外存托憑證與普通標的股之套利實證研究. 臺灣證券交易所. 證交資料文章, 第 472 期, 2001 年 8 月.

[6] 陳思廷. 參與型國際存托憑證發行之投資者保護法制. 臺灣證券及期貨基金會第二屆證券及期貨金像獎獲獎論文, 2001

[7] 呂益民. 紅籌股內地發行 CDR 應緩行. 中國證券報, 2001 年 7 月 19 日.

[8] 人物點擊在亞洲做 ADR——訪紐約銀行亞洲區主管畢嘉裏. 國際金融報, 2002 年 04 月 30 日第 5 版.

[9] 存托憑證, 海外融資“敲門磚”. 金羊網. 記者, 何

曉晴 2005-03-14.

[10] 中國 ADR 將迅速擴張. 中國證券報, 2002-01-18.

[11] 中國 ADR 市場潛力巨大. 上海證券報, 2004-09-22.

[12] 校堅. 華泰證券綜合研究所宏觀部: 各國存托憑證的發展與啟示. 2002 年第 8 期.

[13] 巴菲特買入大量 ADR 中國人壽飆升. 每日經濟新聞, 2005 年 06 月 17 日 07:30.

作者簡介: Wu Shiliang(吳世亮), 男 1955 年 1 月 2

日出生, 1991 年 6 月畢業于聯邦德國施派爾高級管理學院 (HOCHSCHULE FÜR VERWALTUNGSWISSENSCHAFTEN SPEYER) 經濟管理專業。管理學碩士學位。現任首都經濟貿易大學金融系教授, 碩士研究生導師。目前主要研究方向: 金融市場與證券投資。近十年來完成各類專著 3 部, 主編教材 3 部。公開發表專業論文數十篇。總計二百餘萬字。

E-mail: wu9898@vip.sina.com