DOI:10.16339/j.cnki.hdxbskb.2025.04.006

中国存托凭证投资的风险规制困境与法律建议*

肖永平[1],王海晶[1],刘婷婷[2]
(1.武汉大学 国际法研究所,湖北 武汉 430072;2.成都大学 商学院,四川 成都 610106)

[摘 要]中国存托凭证作为连接境内外资本市场的桥梁,对促进中国金融市场改革创新、加快人民币国际化进程具有重要意义。中国存托凭证投资者面临着信息不对称风险、跨境汇率风险、跨境清算风险、存托机构道德风险和跨境监管差异风险等风险规制困境。借鉴美国存托凭证投资者权益保护举措,应从构建投资者教育与风险提示机制、完善信息披露监管体系、深化追责与赔偿机制等方面着手,持续深化制度改革、强化监管效能、提升投资者保护水平。

[关键词]存托凭证;投资者权益保护;风险规制困境
[中图分类号]DF438;F832 [文献标识码]A [文章编号]1008-1763(2025)04-0048-08

The Dilemma of Risk Regulation in China Depositary Receipt Investments and Legal Recommendations

XIAO Yongping[1],WANG Haijing[1],LIU Tingting[2]
(1. Institute of International Law,Wuhan University,Wuhan 430072,China;
2. Business School,Chengdu University,Chengdu 610106,China)

Abstract:As a bridge connecting domestic and international capital markets,China depository receipts (CDR) are of great significance for promoting the reform and innovation of financial markets in China,as well as accelerating the internationalization process of the RMB. However,CDR investors face multiple regulatory challenges,including risks arising from information asymmetry,cross-border exchange rate fluctuations,settlement complexities,moral hazards by depository institutions,and disparities in transnational regulatory frameworks. Drawing on the experience of American depository receipts' investor protection mechanisms,efforts should focus on:establishing investor education and risk disclosure systems,enhancing information transparency through rigorous disclosure oversight,refining accountability and compensation mechanisms,and advancing institutional reforms to strengthen regulatory efficacy and elevate investor safeguards.

Key words: depositary receipts;investor rights protection;dilemma of risk regulation

近年来,随着中国资本市场对外开放的步伐持续加快,中国存托凭证作为连接境内外资本市场的重要纽带,其推出与发展备受市场关注。中国存托凭证通过促进人民币的国际使用、吸引国际资本、扩

* [收稿日期]2025-02-09
[作者简介]肖永平(1966—),男,湖北麻城人,武汉大学国际法研究所教授,博士生导师,博士,研究方向:国际法。

大资本开放等途径，对人民币国际化起到积极的推动作用，提升了人民币在国际金融体系中的地位。对中国资本市场而言，中国存托凭证的发展仍处于试点和初步探索阶段。作为一种创新型跨境金融工具，存托凭证涉及境内外两个市场的制度差异，存在显著的市场分割风险。同时，存托凭证发行和交易环节涉及发行人、存托机构、托管机构等多方主体，形成了复杂的法律关系。此外，其产品结构设计和跨境交易机制复杂，可能导致信息传导不畅和透明度不足。中国存托凭证投资者面临较大的投资风险。虽然我国对中国存托凭证的投资者保护制定了一系列风险规制举措，但投资者仍面临着信息不对称风险、跨境汇率风险、跨境清算风险、存托机构道德风险和跨境监管差异风险等风险规制困境。推进中国存托凭证投资者保护制度建设，为投资者创造一个更加公平、公正、透明的市场环境，不仅是对投资者权益的有力保障，是我国资本市场迈向成熟与国际化的重要基石，更是加快人民币国际化进程的重要推手。中国存托凭证投资者权益保护的法律问题是涵盖在人民币国际化宏观法律范畴中的一个具体微观研究部分。基于此，本文以“中国存托凭证投资者保护制度”为研究对象，剖析存托凭证投资者保护的风险规制举措及困境，借鉴美国存托凭证投资者保护制度的建设经验，提出中国存托凭证跨境投资者保护制度的法律优化路径。

一　中国存托凭证制度发展历程及参与主体法律关系

（一）中国存托凭证制度发展历程

中国存托凭证是由存托机构签发，以境外证券为基础，在境内发行的代表境外基础证券权益的金融工具。中国引入存托凭证的初衷是为符合条件且已在境外上市的企业提供回归 A 股市场的便捷通道，这丰富了国内资本市场的投资品种，促进了境内外资本市场的互联互通。

存托凭证制度起源于美国证券市场。20 世纪初，美国投资者对海外股票投资需求上升，但直接购买外国股票面临货币兑换、跨境结算和法律障碍等问题。基于此，摩根大通设计了首支美国存托凭证[1]，允许美国投资者通过持有代表外国股票的凭证进行间接投资，规避直接持股的复杂性。自此，存托凭证成为跨境资本流动的里程碑产品，开启了全球金融市场互联的新模式。早在 1993 年，上海石油化工股份有限公司就在美国发行上市存托凭证。2018 年，我国正式启动红筹企业发行中国存托凭证的试点工作。2018 年 3 月，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发布《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，明确提出按照市场化、法治化原则，推动创新企业境内发行股票或存托凭证试点。同年 6 月，《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》（以下简称《管理办法》）及相关配套规章和规范性文件的出台，进一步明确了试点企业的准入条件、发行要求、监管框架、信息披露机制以及投资者保护措施，为中国存托凭证的实践操作提供了制度保障。至此，中国存托凭证正式从理论探索迈入实践落地阶段，标志着我国资本市场对外开放和创新发展进入新阶段。2020 年 9 月，九号公司的科创板上市申请正式通过中国证监会审核，使其成为科创板首家以中国存托凭证形式上市的红筹企业，标志着中国存托凭证制度取得重要突破。这一里程碑事件不仅为红筹企业回归境内资本市场提供了成功范例，也推动中国存托凭证制度逐步走向成熟，为资本市场的进一步开放与创新奠定了坚实基础。为进一步推动资本市场双向开放，深化境内外资本市场的跨境合作，促进存托凭证业务的健康发展，2022 年，我国相继发布了《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》和《上海证券交易所与境外证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法》等文件。这些政策文件不仅扩大了上市公司的适用范围，还进一步规范了金融监管和信息披露要求，为存托凭证业务的国际化发展提供了制度保障。2023 年 2 月，中国证监会修订了《管理办法》。修订这一文件是中国资本市场深化改革开放、加速国际化进程的重要举措，标志着我国在完善资本市场制度、提升国际竞争力方面迈出了坚实一步。

按照不同划分标准，存托凭证可以分为融资型存托凭证和非融资型存托凭证、参与型存托凭证和非参与型存托凭证、私募型存托凭证和公募型存托凭证[2]。根据《管理办法》，中国存托凭证均为融资型、参与型和公募型。中国存托凭证作为一项创新型跨境金融产品，不仅为境内投资者开辟了投资境外优质企业的便捷通道[3]，更在我国资本市场国际化进程中发挥着重要作用。一方面，以境外优质上

市公司股票为基础证券的存托凭证在境内市场发行,能够有效优化投资者资产配置结构,提升投资组合的多元化程度,从而增强投资者信心。另一方面,作为资本市场重要的金融衍生工具,中国存托凭证通过拓宽境内企业融资渠道,不仅促进了国内资本市场与国际市场的深度融合,更为我国资本市场双向开放格局的深化提供了有力支撑。存托凭证通过标准化跨境投资流程,降低了交易成本与法律壁垒,促进了资本的全球化流动,助力企业拓展融资渠道、提升国际影响力。存托凭证演变史映射了金融市场从区域分割到互联互通的进程。中国存托凭证的推出,标志着我国资本市场在制度创新和国际化发展方面迈出了重要步伐。

(二)中国存托凭证参与主体间的法律关系

其一,存托凭证参与主体的职责。存托凭证的参与主体包括境外发行人、境内存托机构、境外托管机构、境内投资者等,每个参与主体在发行和交易过程中承担不同的职责,并享有相应的权利。例如,以基础证券为股票的存托凭证,各参与人的权责如下:一是境外发行人作为融资需求方,在境内融资时需选定一家境内存托机构并签署存托协议,将基础证券交付该机构,同时由境外托管机构进行托管;境外发行人须依法披露基础证券的相关信息,确保境内投资者享有的权益与境外基础证券持有人保持一致。二是境内存托机构负责与境外发行人签订存托协议,协助完成存托凭证的上市发行;其以境外发行人持有的股票为基础,按一定比例签发存托凭证,并将基础证券与自有资产隔离管理,同时负责向投资者派发红利和股息;境内存托机构作为境外发行人的名义股东,被记载于境外发行人所在公司的股东名册中,享有法律赋予的股东权利。然而,这些权利是相对的,存托机构必须根据存托凭证投资者的指示,代表其参加股东大会并行使表决权等权利。三是境外托管机构主要负责基础证券的托管工作,该项工作通常由境内存托机构的境外分支机构承担。境外托管机构职责包括托管股票等基础资产,向境内存托机构提供基础证券的市场信息,并协助处理分红等相关事宜。境外托管机构与境内存托机构通过签订托管协议建立合作关系,但其与存托凭证投资者之间不存在直接的合同关系。四是境内投资者通过在公开市场购买存托凭证,委托境内存托机构按其意愿行使股票投票权,并按其持有比例获得境外发行人的分红派息。尽管存托凭证投资者享有分红派息权益,但其并非境外公司的直接股东。此外,存托凭证投资者有权要求注销存托凭证,以换取境外公司的基础证券。

其二,中国存托凭证参与主体之间的法律关系。以上四方参与主体之间存在着复杂的信托法律关系。首先,存托凭证投资者具有双重地位,既是委托人也是受益人。存托凭证的境外发行人是委托人,境内存托机构是受托人,基础标的资产(股票)是信托财产,存托凭证的投资者是受益人;存托凭证投资者需要委托境内存托人行使各项权利,具有委托人地位。其次,境外托管机构与境内存托机构的法律地位均是受托人。境内存托机构将本应由其直接管理的境外发行人的基础证券,委托给境外托管人进行存管。这种分离安排的主要目的是提升基础证券的安全性和流动性。在这种模式下,境内存托人与境外托管人的行为属于共同行为,双方均处于受托人地位,共同对基础证券的管理负责。《管理办法》规定,境内存托人需要对基础证券进行分别管理和记账,这一要求与《信托法》对受托人义务的规定基本一致,即受托人必须对委托资产进行独立管理和清晰记录。此外,境内存托人在委托境外托管人管理基础证券时,需对境外托管人的过错承担连带赔偿责任。这一责任安排同样与《信托法》的精神相符,即受托人需对其代理人的行为负责,确保委托资产的安全和委托人的利益得到充分保障。这种制度设计不仅强化了基础证券的管理安全性,还提高了基础证券的跨境流动性,同时确保了境内存托人和境外托管人在法律框架下的责任明晰,为投资者提供了更为可靠的保障。最后,以股票为基础证券的存托凭证为例,存托凭证投资者实质上享有准股东地位,是境外发行人的实际权益所有人。根据商法中的公示主义原则,虽然境内存托机构在法律形式上作为名义股东登记在册,但其行使股东权利时须受存托凭证持有人的意志约束。

二 中国存托凭证投资者权益保护的风险规制举措与困境

(一)中国存托凭证投资者权益保护的风险规制举措

投资者保护环境会影响一国资本市场发展前

景，投资者的保护环境越好，资本市场发展前景越好[4]。中国证监会及相关监管部门高度重视中国存托凭证市场的培育与发展，先后出台了一系列政策文件，为中国存托凭证的发行、交易、信息披露及投资者保护等提供了坚实的制度保障。其中，《管理办法》规定了中国存托凭证发行条件、信息披露、存托托管、投资者保护等全流程要求，构建了涵盖权益对等、信息披露、风险隔离及跨境协作的多层次框架，为存托凭证投资者保护提供了法律依据。

其一，将投资者权益保护确定为中国存托凭证监管的重要目标。在中国存托凭证的金融监管上，我国同境外其他主要资本市场的金融监管制度保持一致，将投资者保护列为核心目标之一。《管理办法》的出台和修订为境内投资者参与境外上市公司境内存托凭证投资提供了制度保障，这一举措彰显了中国金融监管部门持续推进资本市场双向开放的决心，标志着我国资本市场国际化进程取得实质性突破。《管理办法》将存托凭证投资者的权益保护作为基本目标，第一章第三条明确指出“境外基础证券发行人的股权结构、公司治理、运行规范等事项适用境外注册地公司法等法律法规规定的，应当保障对中国境内投资者权益的保护总体上不低于中国法律、行政法规以及中国证监会规定的要求，并保障存托凭证持有人实际享有的权益与境外基础证券持有人的权益相当，不得存在跨境歧视”。综合来看，无论是单独的“投资者保护”章节，还是其他章节中提到的对投资者保护的硬性与软性措施，《管理办法》对中国存托凭证境内投资者的保护力度均较大且有成效。

其二，中国存托凭证是保护投资者权益的主要措施。一是中证中小投资者服务中心有限责任公司可以接受存托凭证持有人的委托，代投资者行使投资者权利、代投资者在发生纠纷时进行调解与诉讼。这有助于解决相对分散的中小投资者对境内外监管规则不了解，发生问题时因为专业性及调解、诉讼成本过高而难以申诉或诉讼的问题。二是境外发行人因欺诈、造假等行为给境内投资者造成损失的，发行人的股东、实际控制人及相关证券服务机构可以先行赔付。从法律上讲，尽管在境外发行人发生欺诈、造假等行为给境内投资者造成损失的情况下，由于资本市场及监管的跨境主权问题，中国金融监管机构无法强制要求境外发行人的股东、实际控制人及境外证券服务机构先行赔付，但本条规定为上述主体先行赔付留出了法律制度敞口。

其三，对存托凭证发行与流通提出信息披露要求。《管理办法》要求向投资者披露真实、准确、完整的信息。一是要求跨境发行人披露注册地与发行地法律制度及公司章程的差异，以及该差异对发行和投资者保护的影响。二是要求跨境发行人披露文件采用中文，并需与境外披露文件外文版本内容保持一致。这些措施有助于境内投资者比较容易和准确地了解跨境公司的情况，保障披露的信息及其传导不会失真。针对中国存托凭证的信息披露制度，学者们指出了现行制度存在的不足之处。从《管理办法》来看，信息披露的义务由境外基础证券发行人承担，而作为存托凭证主体的境内存托人与境外托管人无须承担相应的信息披露义务。可能的原因是中国存托凭证的发行人以红筹企业为主，其主要资产和业务均在国内，而担任托管人的中国证券登记结算公司、商业银行和证券公司等不具备信息披露的相关经验[5]。但是，随着中国资本市场的开放，只要满足相关法律法规和监管要求的公司，都有可能在境内发行中国存托凭证。相较国外成熟的资本市场，美国法律要求存托凭证的境外基础证券发行公司与境内存托机构均需承担信息披露义务。

（二）中国存托凭证投资者权益保护的风险规制困境

以基础证券为股票的存托凭证为例，中国存托凭证投资者实质上是投资于境外上市公司的股票，但由于存托凭证产品结构的设置，法律关系上这些投资者仅仅是存托凭证的信托受益人，享有信托权利，境内存托机构才是登记在册的基础股票股东。因存托凭证投资者享有的是准股东权，其享受权益具有不稳定性。中国存托凭证投资者权益保护还面临着信息不对称风险、跨境汇率风险、跨境清算风险、存托机构道德风险和跨境监管差异风险等风险规制困境。

一是信息不对称风险。存托凭证由股票等传统金融产品衍生而来，本质上是基于股票等基础金融工具而发行的跨境收益凭证证券。基础证券是存托凭证投资者权益保护的根本保障。为保障投资者权益，存托凭证制度要求境内存托机构勤勉尽职，确保基础证券发行人信息披露的真实、准确、完整。在境内和境外两个资本市场中，要遵循披露时间公平、披

露内容公平、及时澄清误导性信息等原则。除初次披露信息和定期披露信息外，当发生对基础证券交易价格影响较大的事件时，境内存托机构要及时进行临时性信息披露，说明事件的起因、状态和可能的后果。尽管当前的存托凭证制度对存托凭证信息披露做了较全面的要求，但由于存托凭证涉及的主体跨越两个国家、两个市场，基础证券所在国家的境外发行人发生变更、损毁、消灭等法律事件时，因信息披露义务主体较为分散，分处两个市场的信息披露权利人和义务人可能不能及时传递信息，导致投资者难以做出及时有效的投资判断。比如，2024 年 8 月，九号公司多名机构类存托凭证持有人计划减持，减持比例最高达 1.24%，引发市场对机构投资者信心不足的猜测。此外，境内存托机构还可能利用信息不对称或恶意作假等行为获得短期巨额收益。虽然相关主体面临严格惩处，但投资者权益仍难以得到有效补偿。跨境金融产品的参与主体中，投资者通常处于信息弱势地位，风险防范能力较弱。

二是跨境汇率风险。中国存托凭证是以人民币计价、在境内市场发行交易的证券，但其基础资产为境外发行公司的股票。这种跨市场特性使中国存托凭证同时受到发行人所在国和存托机构所在国资本市场的双重影响。在货币自由兑换前提下，存托凭证价格与境外基础证券价格理论上应该趋同。然而，资本项目下人民币不可以自由兑换，外汇管制使得我国资本市场与境外基础证券所在国的资本市场可能存在“两个市场、两种价格”的情况。极端情况下，存托凭证投资者处于对证券价格难以预期和被套利的风险状态。由于涉及不同国家货币间的兑换，投资者需要承担相应的汇率波动风险[6]。比如，小米科技是香港交易所挂牌上市企业，作为红筹股在国内发行中国存托凭证。2025 年，小米科技宣布以港元派发股息，但因人民币对港元汇率波动，境内存托凭证投资者实际获得的分红金额因汇率换算而产生差异。

三是跨境清算风险。在极端市场情景下，投资者可能面临跨境清算链条断裂的风险。若境外基础证券价格短期内大幅下跌，可能触发中国存托凭证持有者的恐慌性集中赎回，导致跨境清算系统面临突发性流动性需求。由于当前人民币资本项目尚未实现完全可兑换，跨境资金调拨需遵循配额审批与合规审查流程，在赎回压力激增时可能出现换汇额度不足、资金跨境划转延迟等问题，进而引发清算时效性与最终性风险。此类风险的本质是境内投资者权益实现路径受制于跨境金融基础设施的联通效率及资本账户开放程度。随着人民币国际化进程推进与资本市场双向开放深化，跨境多币种清算的协同能力将逐步增强，上述风险敞口有望得到结构性缓释。

四是存托机构道德风险。境内存托机构是境外基础证券的名义股东，存托凭证投资者才是享有投资权益的实际股东。在存托凭证制度设计中，境内存托机构是境外发行公司的在册股东，代表投资者出席股东大会并行使表决权。基于存托凭证业务的特殊性质，境内存托机构主要承担通道职能，在发行与上市交易过程中保持中立地位。《管理办法》尚未明确规定境内存托机构在存托凭证发行和交易过程中的法律责任。在国外存托凭证实践中，多次发生境内存托机构利用其代理投资者投票的职能便利，遵照境外发行人的意愿而非存托凭证投资者指示行使投票权的案例。这些境内存托机构协助境外发行公司管理层实施控制权管控，干预境外发行公司的正常经营，甚至可能会发生为自己谋取利益的“自益行为”[7]。

五是跨境监管差异风险。截至 2024 年，已发行的中国存托凭证均基于红筹股或中概股，尚无其他国家企业通过中国存托凭证模式在中国境内融资的公开案例。但根据《管理办法》，中国存托凭证的基础证券定义为“境外证券”，未限定必须为红筹企业股票，理论上可包括其他国家或地区的企业证券。比如，沪伦通允许英国上市公司的基础股票转换为中国存托凭证，随着我国资本市场双向开放的不断深化，更多国家也可能允许该国的上市公司股票参照沪伦通的做法。《管理办法》指出，中国证监会负责对中国存托凭证的境外基础证券发行公司进行持续监督管理。存托凭证的交易市场在境内，但中国证监会监管的基础证券发行公司在境外。存托凭证跨境法律属性的特殊性加大了中国证监会的监管难度。境外基础证券发行人的信息披露要遵守其所在国的监管机制，披露内容不一定符合国内的相关规定，而中国证监会很难对其他国家的资本市场进行直接监管。因此，如何使我国的法律和监管政策与境外发行公司所在国家的法律或国际组织规定相匹配非常关键。这依赖中国证监会与境外资本市场监

管机关的有效沟通,但沟通效果因实际配合中遇到的种种困难可能会出现“监管真空”现象。

三　美国存托凭证跨境投资者权益保护机制借鉴

依托相对成熟的资本市场与长期的金融实践,美国证券市场的投资者保护制度相对比较完善。随着美国投资者持有的金融资产,尤其是跨境金融资产越来越多,美国监管机构投入更多的资源以匹配对美国投资者的保护措施[8]。美国投资者权益保护机制在信息披露、监管分层、赔偿制度等方面积累了成熟经验,对中国存托凭证市场优化具有重要借鉴意义,有助于推动中国存托凭证成为更具国际竞争力的跨境投融资工具。

一是完善的投资者保护法律体系。围绕投资者保护,美国颁布了一系列重要的法律,如 1934 年颁布的《证券交易法》、1970 年颁布的《证券投资者保护法》、1999 年颁布的《金融服务现代化法》、2002 年颁布的《萨班斯-奥克斯利法案》、2003 年颁布的《阻止证券欺诈和投资者救济法》以及 2010 年颁布的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》。这些法律使美国投资者保护制度形成具有延续性与互补性的法律体系,对投资者的保护程度不断加强、覆盖面逐步加大、保护赔付力度有所增强。此外,美国法律体系还建立了比较完备的投资者权益保护监督机构与救济机构,如消费者金融保护局、证券投资者保护公司、金融消费者协调委员会、投资者咨询委员会等。这些机构在美国的投资者保护实践中发挥了重要作用[9]。

二是充分的信息披露制度。一方面,执行严格的信息披露标准,要求做到真实客观、简洁易懂。美国金融监管机构对美国存托凭证的信息披露要求与本土上市公司基本一致,包括财务信息、经营状况、风险因素、公司治理等方面,确保投资者能够全面了解发行人的经营状况和潜在风险;要求境内存托机构在投资者推介过程中,不得宣传虚假信息,要采取录音与录像的方式记录下路演的全过程,防止证券发行中介机构宣传材料与推介路演不一致。另一方面,履行持续信息披露义务。美国存货凭证发行人不仅需要在发行时进行信息披露,还需履行持续信息披露义务,定期向美国金融监管机构提交年报、季报等文件,并及时披露可能对投资者决策产生重大影响的事件。

三是加大惩戒力度。首先是严厉的行政处罚。美国金融监管机构对证券发行人、证券发行中介机构等违反证券法律法规的行为秉持“零容忍”态度,执行严格的问责制度。一旦发现证券发行人或证券发行中介机构存在报表作假、违规披露信息、引致重大市场风险等行为,美国金融监管机构可以对相关违规主体依法提起行政诉讼,并处以高额罚款、市场禁入等行政处罚,甚至追究刑事责任。随着金融风险暴露的金额越来越大,处罚力度也“水涨船高”,对证券发行人及证券发行中介机构形成了巨大的震慑[10]。其次是高效的民事诉讼机制。美国建立了完善的证券集体诉讼制度,投资者可以通过集体诉讼的方式,向违规上市公司、中介机构等索赔,有效警示了潜在的违法违规行为。最后是严格的退市制度。美国证券市场实行严格的退市制度,对财务造假、信息披露违规等相关主体采取强制退市措施,倒逼上市公司规范经营,保护投资者权益。

四是建立汇率风险对冲和先行赔付制度。其一是建立汇率风险对冲制度。企业通过购买外汇期权锁定汇率波动风险,或签订远期合约以固定未来汇率。中央存托机构提供标准化结算服务,降低交易延迟与摩擦成本。其二是构建证券投资者保护公司制度。美国根据《证券投资者保护法》的相关制度设立了证券投资者保护公司,基于注册的证券经纪商、自营商、交易所等主体缴纳的会费,建立统一的投资者保护基金。当证券经纪商或自营商因经营不善或财务状况不佳陷入危机时,可以向投资者先行赔付,再向券商追偿[11]。其三是设立公平基金制度。美国证券交易委员会设立公平基金,用于赔偿因证券欺诈行为而遭受损失的投资者。公平基金的资金来源于对违法违规主体的罚没款,美国证券交易委员会可以根据实际情况,将罚没款全部或部分用于赔偿投资者损失。

美国存托凭证投资者保护机制的核心在于通过分层监管、赔偿基金及跨境协作构建多维度保护体系。中国存托凭证市场可从以下方向重点借鉴:一是在制度建设方面,按发行人风险等级设计差异化的披露与监管规则;二是在赔偿前置化方面,设立专项基金并强化先行赔付,提升投资者信心;三是在国际合作方面,参与国际证券监管组织框架下的规则

协调,减少监管套利空间。通过上述机制优化,中国可逐步缩小与成熟市场的制度差距,推动中国存托凭证成为更具国际竞争力的跨境投融资工具。

四　中国存托凭证投资者权益保护的法律优化路径

尽管中国存托凭证市场已迈出重要步伐,但其发展仍处于试点和初步探索阶段,与成熟资本市场相比,我国在投资者保护机制、金融监管力度等方面仍存在一定差距[12]。借鉴美国等国际成熟市场的经验,结合我国资本市场实际,持续深化制度改革、强化监管效能、提升投资者保护水平,将是推动中国存托凭证市场高质量发展、增强我国资本市场国际竞争力的关键路径。

(一)构建投资者教育与风险提示机制

一是开展投资者教育活动。参照美国存托凭证投资者教育与权利救济体系,我国监管部门可联合交易所推出投资者教育材料,重点解析中国存托凭证与基础证券的权利差异及套利逻辑;通过广泛开展形式多样、内容丰富的投资者教育活动,向投资者普及存托凭证的基础知识、交易机制、定价原理等核心内容,深入解读中国存托凭证特有的跨境交易、汇率波动、信息披露差异等潜在投资风险。同时,投资者教育活动还应结合典型案例分析,帮助投资者建立正确的投资理念,提升其对存托凭证产品的认知水平和风险识别能力,增强其风险防范意识,引导投资者根据自身风险承受能力审慎决策,切实保护投资者合法权益。

二是全面落实风险提示机制。在中国存托凭证的发行、上市、交易等全流程环节中,建立健全多层次、多维度的风险提示机制。在发行阶段,发行人应在招股说明书的显著位置披露跨境投资风险、汇率波动风险等特殊风险因素;在上市环节,交易所应通过官方网站、交易终端等渠道发布专项风险提示公告;在持续交易阶段,证券公司应在投资者交易界面设置醒目的风险警示标识,并提供实时风险提示服务。

三是建立双轨分类管理制度。一方面,对投资者进行分类管理:制定详细的分类标准,根据投资者的财务状况、投资经验、风险承受能力等因素,将投资者划分为专业投资者和普通投资者;建立投资者分类信息数据库,并定期评估和调整,对专业投资者和普通投资者实施差异化的管理和服务。另一方面,对产品进行分级管理:制定科学合理的风险评级标准和方法,将中国存托凭证产品划分为不同风险等级,并实施差异化的销售和宣传策略。

(二)完善信息披露监管体系

首先,压实持续信息披露责任。我国应与境外监管机构合作建立信息共享、执法协作等机制,确保境外发行人遵守中国法律法规和监管要求,保障境内投资者能够及时获取相关信息;要求中国存托凭证发行人履行持续信息披露义务,定期披露财务报告、经营状况、风险因素等信息,并及时披露重大事项,保障投资者的知情权。

其次,拓宽信息披露责任主体职责。境内存托机构作为存托凭证发行和交易的核心参与者,通过提供存托服务收取相关费用,成为该过程的直接受益者,履行相应的信息披露责任具有充分的合理性。要求境内存托机构承担适当的信息披露责任,不仅有助于保障投资者的知情权,还能提升市场的透明度和公信力,确保存托凭证发行和交易的公平性与规范性。

最后,完善信息披露规则。我国应制定专门的中国存托凭证信息披露规则,明确信息披露的主体、内容、格式、频率等要求,确保信息披露的充分性、及时性和准确性;在传统公告、年报等披露方式的基础上,进一步丰富信息披露形式,鼓励发行人利用互联网、社交媒体等新兴渠道,采用图文、视频等更加生动直观的方式披露信息;建立统一的信息披露平台,鼓励第三方机构提供信息整合和分析服务,方便投资者查询、获取和理解信息。

(三)建立风险对冲与追责赔偿机制

一方面,完善法律法规,加大处罚力度。相关法律法规应进一步提高对存托凭证发行和交易中存在虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法违规行为的处罚标准,增加违法成本,形成有效震慑。我国应将相关的境外发行公司列入负面清单,对其在境内融资及经营设置限制条款等;将其创始人及核心高级管理人员列为失信人,实施市场禁入等措施;对严重侵害投资者权益的违法行为,推动司法部门依法追究其刑事责任,提高违法成本;明确保荐机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构在中国存托凭证发行和交易中的职责,对未能勤勉尽责的中介机构实

施严厉处罚，并要求其承担连带赔偿责任。

另一方面，健全民事赔偿机制。针对中国存托凭证发行、交易中信息披露不实、欺诈发行等行为导致的投资者损失，明确先行赔付的触发条件、赔付主体及赔付标准，确保投资者能够及时获得补偿。我国应探索建立符合我国国情的证券集体诉讼制度，降低投资者维权成本，提高维权效率，切实保护投资者合法权益；借鉴美国证券投资者保护制度，设立专门的存托凭证投资者保护基金，资金来源可以包括存托凭证发行人和相关中介机构缴纳的会费、政府拨款、投资收益等；在发行人破产或出现其他重大风险事件时，由保护基金先行赔付投资者损失，再向相关责任主体追偿；借鉴美国公平基金制度，将存托凭证市场违法违规行为的罚没款优先用于赔偿投资者损失，并简化赔偿程序，提高赔偿效率，切实保护投资者合法权益。

五　主要结论

综合以上研究，本文得出以下结论：

第一，存托凭证涉及境外发行人、境内存托机构、境外托管机构之间复杂的信托法律关系，存托凭证投资者既是委托人也是受托人，其享有的准股东权具有不稳定性，面临着信息不对称、跨境汇率、跨境清算、存托机构道德、跨境监管差异等风险。

第二，我国存托凭证制度将投资者保护列为核心目标之一，规定了信息披露制度和先行赔付制度，但与成熟资本市场充分的信息披露制度、严格的惩戒力度和完善的先行赔付制度相比，仍有许多需要完善的地方。

第三，我国可通过开展投资者教育活动、落实风险提示来构建投资者教育与风险提示机制，通过持续压实信息披露责任、拓宽信息披露责任主体职责、细化信息披露规则来完善信息披露监管体系，通过加大对存托凭证发行和交易中的虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法违规行为的处罚力度及健全民事赔偿制度来深化追责和赔偿机制。

［参　考　文　献］

［1］ 王勇，陶晓敏．对引入存托凭证（DR）的思考［J］．南京财经大学学报，2004(5)：76－78．

［2］ 郭锋．中国存托凭证（CDR）：基本原理与制度体系［J］．证券法律评论，2020(00)：32－58．

［3］ 杜婕，汤沐黎．存托凭证对中国资本市场的作用分析［J］．湖南财政经济学院学报，2023(1)：47－56．

［4］ Chung H. Investor protection and the liquidity of cross-listed securities：evidence from the ADR market［J］. Journal of Banking & Finance，2006(5)：1485－1505．

［5］ 蒋辉宇．论我国融资参与型存托凭证信息披露模式的合理选择与制度完善：兼评《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》中的信息披露规则［J］．政治与法律，2019(1)：152－161．

［6］ 李东方．存托凭证投资者权益保护制度的特殊性及其完善：兼论我国现行存托凭证制度的完善［J］．法学评论，2022(3)：11－24．

［7］ 冯果，薛亦飒．中国存托凭证存托人“自益行为”的规制进路：以《证券法》的规制逻辑为基础展开［J］．清华法学，2020(6)：128－146．

［8］ 詹斯勒，谢华军．美国资本市场发展的五大趋势［J］．金融市场研究，2021(8)：50－57．

［9］ 郭东．金融危机后美国投资者保护制度的变化［J］．中国金融．2010(18)：65－67．

［10］ 刘磊．金融危机下美国证券投资者保护制度及其启示［J］．商业时代，2011(14)：101－103．

［11］ 陈煜，卢边静子．美国金融消费者与证券投资者保护法律制度比较研究［J］．金融理论与实践，2017(2)：108－112．

［12］ 张天顶，方志远．美国货币政策转向对中国资本市场的溢出效应［J］．金融经济学研究，2022(4)：3－16．