

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

## 注册制下的公司债市场变化探究

### 摘要

本文从制度到实践，研讨了公司债注册制执行前后，一般公司债领域的四大变化，梳理与分析了制度和市场变化要点以及制度实施成效，附带提出了注册制下的公司债市场发展建议。

发行门槛方面，注册制弱化了财务定量要求，或为强化公司债支持中小企业提供制度支持。当前一般公司债市场仍以支持大企业、国企为主，可能受公司债监管旧制度惯性、投资者需求偏好、中小/民营企业信用等影响。注册制取消公募公司债强制评级，并明确了财务定性要求，或在适度放开低评级、无评级一般公司债市场的同时，强调风险控制不放松。

发行规模方面，注册制启动以来，2020年3月至2021年2月（考察期）一般公司债发行量创历史高峰，明显受新冠肺炎疫情下的宽信用政策、公司债注册制启动的影响。从规模结构方面，未来一般公司债在支持中小、民营企业或低信用评级企业方面还有很大发展空间。

信用评级方面，受注册制影响，考察期发行的15只一般公司债无债项评级（主体评级均为AAA），其余1223只有评级，有债项评级的占绝大部分，可能原因包括：公司债旧制度惯性、评级服务价值、注册制实施待深入。注册制取消强制评级实质目的或在于推动评级服务高质量发展。2018年至今，AA+（含）以上一般公司债发行量占比提升、违约加剧，注册制下的信用评级高质量发展仍需时日。

信息披露方面，注册制强化了公募公司债及发行人信披要求。实践来看，考察期发行的一般公司债抽样调查显示，样本发行企业信息披露在及时性、全面性、透明度等方面存在瑕疵，表明后续注册制公司债发行还需深入落实信披新规。

### 相关研究报告：

- 1.《一文带你通览公司债券市场“八项变化”》，2020.09.02
- 2.《公司债券置换：背景、现状及前景探讨》，2020.08.19
- 3.《交易所市场迎来短期公司债券试点》，2020.05.22
- 4.《划重点！一文带你速览中国私募债市场》，2019.06.12

2020年3月，证监会发布《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》（简称“证监会《通知》”），自2020年3月1日起，公司债券公开发行实行注册制（“公开发行公司债注册制”简称“注册制”），沪深交易所相继发布《公开发行公司债券实施注册制相关业务安排的通知》。2021年2月，证监会正式出台《公司债券发行与交易管理办法》（下称《新版办法》）明确了“注册规定”等内容，以替代2015版《公司债券发行与交易管理办法》（下称《旧版办法》，2015、2021版合称《新旧版办法》）。本文研讨了注册制执行前后，一般公司债发行门槛、市场规模、信用评级和信息披露四个方面变化，梳理分析了发行制度和实践变化要点、制度实施成效，附带提出了注册制下的公司债市场发展建议。

## 一、发行门槛变化

注册制实施之前，根据2014版《证券法》规定，公开发行公司债券，应当符合下列条件：（1）股份有限公司的净资产不低于人民币三千万元，有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元；（2）累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十；（3）最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；（4）筹集的资金投向符合国家产业政策；（5）债券的利率不超过国务院限定的利率水平；（6）国务院规定的其他条件。而在公司债注册制下，综合2019版《证券法》和《新版办法》，基于注册制的公开发行公司债券，发行主体应当符合的条件包括：（1）具备健全且运行良好的组织机构；（2）最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；（3）具有合理的资产负债结构和正常的现金流量；（4）国务院规定的其他条件。

上述对比表明，注册制明显弱化了公开发行公司债的财务定量要求，仅保留“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”的量化限制。其中，取消公开发行公司债的最低净资产要求，或为加大一般公司债（系公开发行的公司债）支持中小企业力度提供制度支持。而从债市实践来看，2020年3月至2021年2月（下称“考察期”），610家公司累计发行一般公司债1238只、逾1.5万亿元；610家公司中，国企占比超过80%，民营企业约占12%；607家企业2019年末净资产14.05亿元至11187.66亿元不等，601家企业2020年中净资产13.96亿元至10899.05亿元不等。这表明现行注册制下的一般公司债仍以支持大型、国有企业为主，这可能受以往公司债监管制度惯性、投资者需求偏好以及中小和民营企业信用状况等影响。

我国现有中小企业超过3000万家，是国民经济的重要组成部分，其中不乏具有高成长性的“明日之星”企业，对融资需求尤为迫切。近年来，中央持续重视发展中小企业债券市场，其中：2019年中办、国办印发的《关于促进中小企业健康发展的指导意见》明确提出“支持经营正常、面临暂时流动性紧张的民营企业合理债券融资需求”“大力发展高收益债券、私募债、双创专项债务融资工具、创业投资基金类债券、创新创业企业专项债券”等意见；2020年7月，工信部等17部委发布《关于健全支持中小企业发展制度的若干意见》提出“加大优质中小企业债券融资，通过市场化机制开发更多适合中小企业的债券品种，完善中小企业债券融资增信机制，扩大债券融资规模”。公司债券作为交易所重要券种，在支持中小企业融资方面力度还有加强空间。“注册制”取消公募公司债强制评级

的规定，可能从制度上为符合《新版办法》规定的低评级、无评级中小型公司制企业进驻一般公司债市场打开了“方便之门”，但从实践上还有待深入发展。

值得注意的是，注册制虽弱化定量要求，但强调公开发行公司债的企业“具有合理的资产负债结构和正常的现金流量”“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”，体现了“注册制”新政“取消强制评级”或在放开低评级、无评级一般公司债发行市场的同时，坚持债市信用风险控制不放松。而从实践来看，资产负债率方面，考察期内发行一般公司债的601家发行人截至2019年底、2020年6月底的资产负债率中位值分别为64.78%、65.99%，总体上维持稳健；其中134家企业截至2020年6月底资产负债率超过75%，以房地产/建筑装饰/非银金融/综合等行业企业居多。现金流量方面，考察期内发行一般公司债的590家发行人截至2019年末，经营活动产生的现金流量净额/带息债务为正数的有454家，其中118家该指标值大于20%；截至2020年中，经营活动产生的现金流量净额/带息债务为正数的有340家，其中25家该指标值大于20%，表明样本企业总体经营性净现金流创造能力及其有息债务覆盖能力在2020年上半年疫情环境之下明显弱化。

## 二、发行规模变化

考察期内，一般公司债券发行总额达15393.86亿元，同比增长37.89%，较2019至2020年同期增速（3.21%）明显加快，总发行规模创历史同期高峰。对比来看，图1显示，2015年公司债分类改革（中小企业私募债并入公司债）实现公司债市场“井喷”以来，有三个时段（16.3-17.2、18.3-19.2、19.3-20.2）的一般公司债发行额稳定在1.1万亿元左右，考察期内一般公司债发行额比这三个“次高峰”均超出4千亿元。

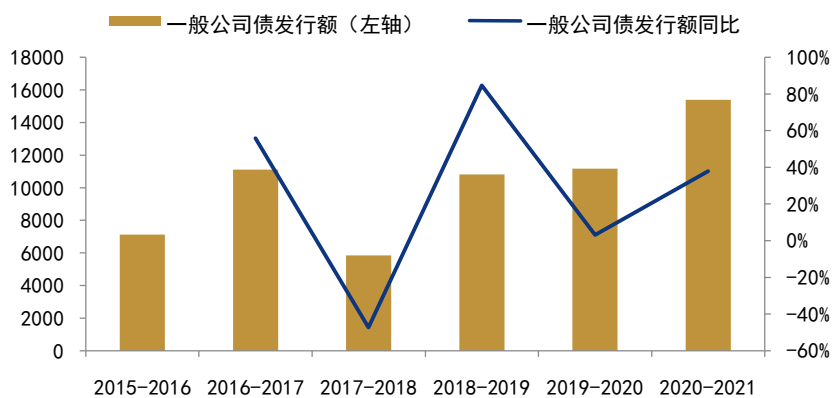


图1：一般公司债券发行规模变化（单位：亿元，百分比）

注：为了数据可比，横坐标各区间值，统计起始年份的日期均为3月1日，截止年份的日期为2月28日。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

考察期内一般公司债发行规模跃升原因可能包括：一是新冠肺炎疫情下的宽信用政策，上年3.31国常会关于进一步强化对中小微企业普惠性金融支持措施中提出，引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元，为民营和

中小微企业低成本融资拓宽渠道。二是公司债注册制启动，一般公司债发行条件边际性放宽，从而推动发行规模创历史新高。进一步从一般公司债市场结构的发展展望来看，结合注册制制度与实践，未来一般公司债市场在支持中小企业、民营企业或者低信用评级企业方面还有很大发展空间。

### 三、信用评级变化

从制度变化来看，《旧版办法》第十八条明确了“债券信用评级达到 AAA 级”等可向公众投资者或仅向合格投资者公开发行公司债券的条件，第十九条提出“公开发行公司债券，应当委托具有从事证券服务业务资格的资信评级机构进行信用评级”，客观上可能对一般公司债信用评级发挥市场引导等作用。《新版办法》则取消了公开发行公司债券的强制评级规定。

图 2 显示，2018 年债市违约常态化加剧以来，在投资者避险情绪高涨和《旧版办法》制度惯性等影响下，AA+（含）以上高评级一般公司债券数量占比实现梯级提升。其中，考察期内有 1238 只一般公司债公开发行，1223 只拥有债项评级（非短期一般公司债 1200 只、短期一般公司债 23 只），占比达 98.79%。在 1200 只有债项评级的非短期公司债中，AA、AA+、AAA 分别占 2.75%、19.33%、77.92%，明显以 AAA 居多，AA+（含）以上只数占比高达 97.25%。考察期内，广州金控、天津城投等 12 家企业（下称“12 家企业”）发行的 15 只一般公司债没有债项评级，这是自 2007 年公司债启幕以来，首批没有债项评级的一般公司债发行。但这 15 只债券发行时均有主体评级，且均为 AAA。考察期实践证明，注册制“取消公开发行公司债券强制评级”规定已初现成效；但在发行人拥有债项评级与否的自主选择权情形下，绝大部分仍然选择开展一般公司债券信用评级，可能一方面受公司债监管旧制度惯性影响，一方面反映评级服务在降低信用信息不对称和增强投资吸引力等方面仍有着重要价值，再一方面由于注册制还处在起步阶段，制度实践仍有待发展完善和深入贯彻。

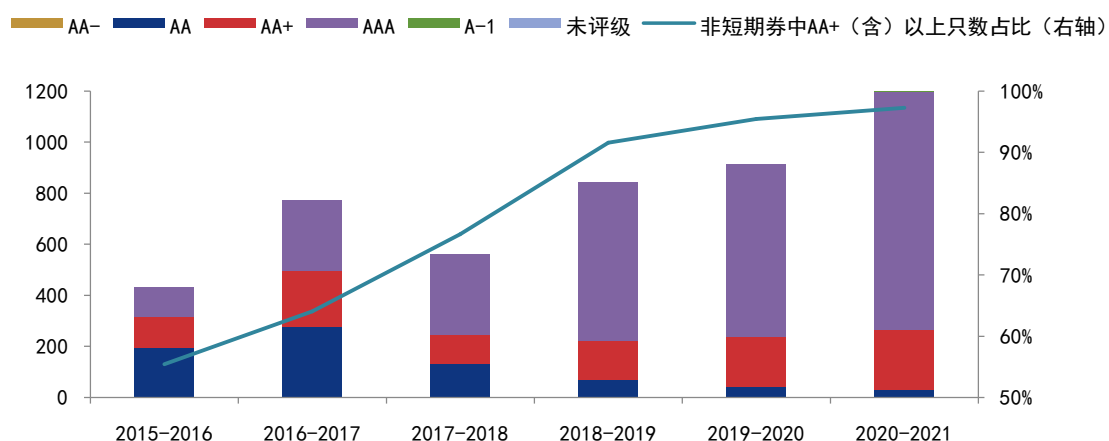


图 2：各期间发行的一般公司债券信用评级情况（单位：只，百分比）

注：为了数据可比，横坐标各区间值，统计起始年份的日期均为 3 月 1 日，截止年份的日期为 2 月 28 日。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

考察期内，12家企业发行一般公司债64只，其中（6家企业的）49只有债项评级、15只无债项评级，与“取消强制评级”制度下企业行使债项评级自主选择权等原因有关；深圳航空发行A-1级私募债1只，据《旧版办法》规定，“非公开发行公司债券是否进行信用评级由发行人确定”，而自2020年3月起实施的注册制公司债“取消强制评级”仅适用于公募公司债，对于私募债并未明确是否需要评级，因此考察期内上述私募债评级系发行人自愿开展评级。

进一步从注册制实施目的分析，《新旧办法》对比和现行我国信用债评级弱区分度和级别虚高等不足启示，公司债注册制“取消强制评级”有利于削弱一般公司债发行人和投资者对于高评级债券的过度依赖，帮助信用评级行业释放“级别竞争”压力，引导评级行业注重技术竞争，提升评级公信力。“取消强制评级”目的或在于引导我国信用评级机构加快高质量发展，这与《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》提出的“培育具有国际竞争力……信用评级机构……推动信用服务市场健康发展”并不矛盾。

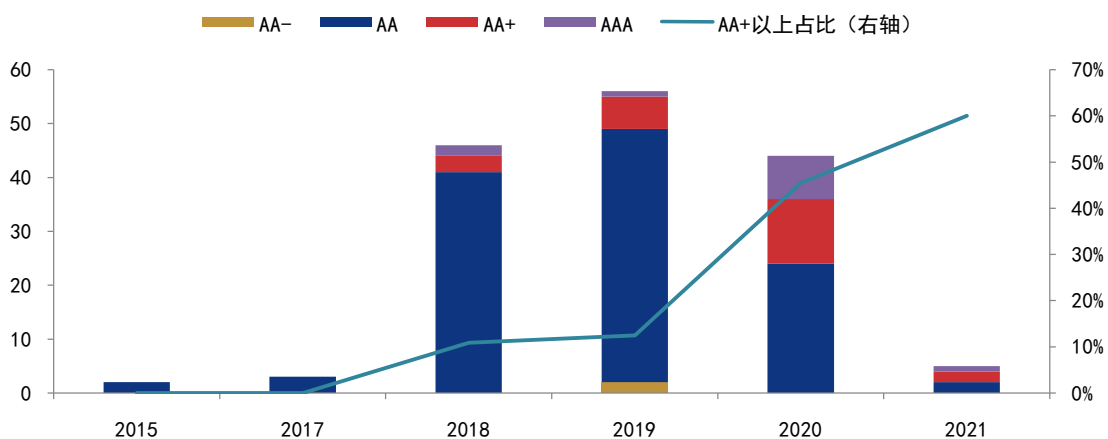


图3：近年违约一般公司债发行时债项评级分布情况（单位：只，百分比）

注：2021年统计截至3月15日。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从实践来看，图2、图3综合表明，2018年以来至今，投资者避险情绪高涨、宏观经济增速下行等诸因素推动AA+（含）以上高等级一般公司债发行量及占比增长的同时，高等级一般公司债违约现象有所加剧，表明一般公司债评级虚高问题依然明显。加快我国评级行业市场化、高质量发展，还需深入优化以信息披露为核心的注册制运行环境，评级机构自身需要提高评级技术水平、增强评级独立性，债券投资者结构也需进一步多元化发展。

## 四、信息披露变化

信息披露的及时性、真实性与完整性是债市有序运作的基石，尤其注册制改革对于债券及发行人信息披露质量和效率有着更高要求，全国政协经济委员会主任尚福林、证监会主席易会满一致认为，“注册制必须坚持以信息披露为核心”。近年以来，包括公司债等信用债市场运行中，企业财务信息造假、信息披露时间延迟等信披瑕疵屡有



发生，给债市有序、规范运作造成一定干扰。从与《旧版办法》（前者）对照，在新《证券法》等指导下，《新版办法》（后者）进一步强化了如下所述的信息披露要求，有利于为推动公司债等信用债注册制改革夯实基础：

（1）后者强调信息披露应当“简明清晰，通俗易懂”原则，前者无此项内容。（2）后者强调发行企业董监高的信披责任，包括董监高签署书面意见，监事会提出书面审核意见，董监高保证披露信息真实、准确、完整等，前者无此规定。（3）前者规定了影响公募公司债信用或价格的13条重要事项“应当及时披露”，而后者则规定了可能影响上市交易公司债交易价格的11类重大事件，除了要求向证监会、证交所“报送临时报告”外，还要求“说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果”，而且明确了发行人的控股股东或者实际控制人需要配合发行人报送信息的情形。（4）从披露重点来看，后者明确了发行人应披露涉嫌犯罪的发行控股股东/实际控制人信息、公司重大资产出售/转让/报废信息，前者无此项。此外，后者明确的11类重大事件包括“中国证监会规定的其他事项”，为合理增强政策弹性和适用性提供了制度依据，前者没有此类提法。（5）后者明确了信息披露除在有关网站、媒体刊登外，“同时将其置备于公司住所、证券交易场所，供社会公众查阅”，前者无此项规定。

值得注意的是，央行、发改委、证监会于2020年12月联合发布、2021年5月1日起施行的《公司信用类债券信息披露管理办法》（下称《信披办法》）适用于公募公司债、企业债、债务融资工具等券种。《信披办法》强调信披应当遵循真实、准确、完整、及时、公平原则，企业、中介及相关人员应当严格履行信披义务，不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。《信披办法》关于“企业信息披露”明确了董监高的信披职责，强调企业应当建立信披事务管理制度，详列了债券发行前、存续期需披露文件清单；关于“中介机构信息披露”明确了承销商、评级机构、会计师事务所等中介机构信披规范，强调了企业应当确保向中介机构提供资料真实、准确、完整，明确了中介机构应当对企业提供文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行必要核查和验证，应当制作并保存工作底稿。

新《证券法》《信披办法》《新版办法》等文件，为注册制下的公司债市场强化信息披露规范提供了重要制度支撑。从债市实践来看，本文对考察期内发行的1238只一般公司债按1%取整抽样（综合考虑发行人资产规模、所属行业、债券信用等级、债券发行日期等分布的分散性）得出12只样本券及对应的12家样本企业，调查途径为通过Wind资讯平台搜集与分析相关资料。本次抽样调查显示，12家企业信息披露涵盖信用债募集说明书、信用债发行上市、信用评级、定期财报、信用债付息兑付、公司公告、信用债其他公告等多样性类型，但样本企业**信息披露**在及时性、全面性、透明度等方面存在一定瑕疵，表明后续注册制公司债的发行还需深入落实信披新规。详情如下：

（1）**发行人财报披露方面**，12家企业有9家更新至2020年三季度、1家更新至2020年上半年、2家没有披露财报，或反映发行企业财报披露效率总体良好，但有提升空间。（2）**公司债募集说明书披露方面**，11家企业资料可下载，1家企业资料已被删除或暂时不可用（“新版办法”明确了募集说明书应当及时披露，但并未明确发行后是否应当保持披露）。11家企业的募集说明书内容要点有较强一致性，普遍涵盖发行概况、风险因素、发行人及债券资信状况、增信机制、偿债计划及其他保障措施、发行人基本情况、财务会计信息、募集资金运用等要素，可能因为《信披办法》（包括募集说明书编制要求等附件）自2021年5月起实施，募集说明书样本在**投资者保护机制、税项、信息披露安排**等方面普遍没有设专章阐明。（3）**公司债信用评级方面**，各家企业均可查询到信用评

级信息。2家没有债项评级的企业，均有更新至2020年或2021年2月的主体评级报告可供查阅，其财务报表均定期更新，债券募集说明书均记载了发行人资信状况、偿债计划以及增信计划等保障措施，一定程度上弥补了没有债项评级造成的投资者、发行人信息不对称。

### 【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，研究部高级研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-57277666

#### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层  
电话：021-61428088 021-61428115

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。