

作者：简尚波，申学峰  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 以信息披露为核心，提升公司债券运作市场化效率 ——公司债券审核新规点评

### 摘要

本文重点针对2021年4月22日沪深交易所发布的“公司债券发行上市审核规则适用指引”之“审核重点关注事项”（简称《指引》）做了探讨，其间提及4月29日上交所发布的关于公司债券申请文件及编制、持续信息披露等新规。

关于《指引》出台背景：随着公司债注册制实践渐趋深入，“以信息披露为核心”有待细化落实；当前公司债违约形势依然复杂、未来到期压力飙升，强化公司债准入监管势在必行；在稳杠杆政策基调下，2021年公司债券净融资额预计大幅压缩，相应地公司债券发行审核门槛边际收紧。

关于《指引》核心内容：《指引》通篇以公司债发行上市审核为中心，明确了发行人信息披露的条件与规则、特定条件下的公司债发行约束规制等内容，意在深入推进以信息披露为核心的注册制改革，加强公司债准入管理以防范信用风险。其中，《指引》关于组织机构与公司治理、财务信息披露、特定情形发行人、中介机构执业等方面规定系《指引》全文重点，本文针对《指引》对这三项重点做了逐一解读，并且分析了《指引》对信用评级服务的影响。

本文还提出了深入贯彻《指引》精神，促进公司债券信息披露制度落实与完善的若干建议，包括：强化信息披露质量和效率管理；促进发行人与中介机构信息披露相结合；推进债券信息披露统一监管，最大限度消除监管套利空间。

### 相关研究报告：

- 1.《注册制下的公司债市场变化探究》，2021.03.18
- 2.《一文带你通览公司债券市场“八项变化”》，2020.09.02
- 3.《公司债券置换：背景、现状及前景探讨》，2020.08.19
- 4.《划重点！一文带你速览中国私募债市场》，2019.06.12

2021年4月22日，沪深交易所相继发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》（特称“4·22指引”），对公司债券审核中的重点关注事项及相关信息披露要求做出具体规定。29日，《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第1号——申请文件及编制（2021年修订）》《上海证券交易所公司债券自律监管规则适用指引第1号——公司债券持续信息披露》（特称“4·29新规”）相继发布，针对公司债发行申请环节需提交材料的具体内容、格式等列明目录、清单，针对公司债存续期信息披露做出细化规范，明确有关机构职责，明显加强公司债从发行准入到事中运行等各环节信息披露管控。比较而言，“4·22指引”系“4·29新规”出台的基础和前提，“4·29新规”则是在“4·22指引”基础上的细化与延伸。

“4·22指引”顺应了注册制下的公司债券加强信息披露管理的现实需要，该新规实践对于应对趋于常态化、复杂化的公司债违约形势，提高公司债投融资运作效率与质量，加强公司债信用风险防控和维护金融秩序稳定具有重要现实意义。鉴于“4·22指引”的重要性，本文立足其出台背景，点评了其若干内容要点，提出了公司债信息披露制度落实和完善相应对策建议。为便于表述，下文将“4·22指引”进一步简称为《指引》或“新规”“制度”。

## 一、《指引》出台背景

《指引》的出台，背后有着以下几方面原因或背景因素推动。

### （一）公司债注册制实践渐趋深入，“以信息披露为核心”有待细化落实

自2020年3月起，证监会针对公募公司债券实施注册制，在提高债券准入审核效率的同时，强调以信息披露为核心，以加强投资者保护，推动债券运作市场化、高质量发展。注册制强调以信息披露为核心，一大原因在于注册制强调监管部门针对债券的形式审查而非投资价值实质性判断，投资者高度依赖发行人高质量、高效率信息披露以提高投资决策效率，促进债券市场风险、收益匹配。鉴于信息披露重要性，在企业债、一般公司债注册制先行先试之下，为完善公司信用类债券信息披露制度，2020年12月，央行、发改委、证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，明确了信披基本原则、债券发行及存续期信披要求等，自2021年5月起施行。

从2018年以来高收益债和违约债券市场运行来看，尽管2015年版《证券法》、沪深交易所2018年修订版《公司债券上市规则》等都明确了公司债等信用债信息披露要求，但由于制度有待细化、发行人执行不力、相关处罚力度有待加强等原因，部分高收益债及违约债券发行人存在明显的信息披露瑕疵，包括信披不及时（如反复延迟披露2019年报、2020年中报）、信披不全面（如掩盖负面信息）乃至财务造假（如欺诈发行债券）等行为，明显干扰了债券市场秩序，导致一些债券信用评级短期内出现下调，第三方估值的债券价格断崖式下跌现象频繁发生。随着债市注册制逐步深入实施，债券市场信息披露管理亟待加强。

### （二）公司债违约形势依然复杂、未来到期压力飙升，强化公司债准入监管势在必行

2018年以来，受宏观经济形势变化和疫情防控等影响，国内信用债券违约呈现规模化、常态化的变化。其中，公司债违约在整个信用债违约状况中表现突出，例如2019年、2020年，公司债违约次数占整个信用债违约次数比

重分别为 55.29%、45.86%。2021 年 1 月至 4 月，Wind 资讯显示公司债共计发生 26 次违约，占信用债违约次数比重达 35.62%；公司债违约债券金额 204.12 亿元（注：取违约时余额，重复违约的取最早违约时余额），约占 4 月底公司债余额的 0.22%。

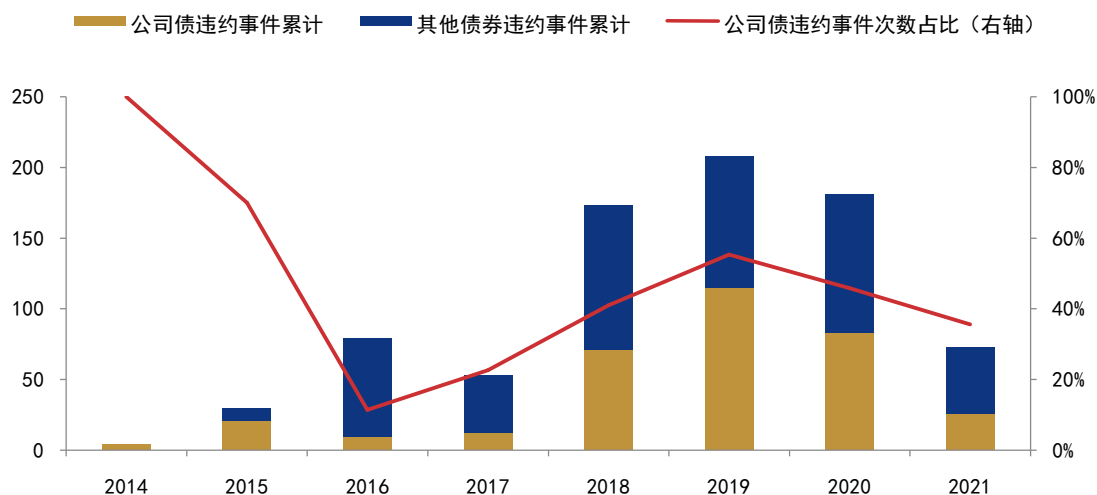


图 1：近年公司债券违约情况变化（单位：次，百分比）

注：2021 年统计口径为 1-4 月，下同（图 3 除外）。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

与此同时，图 2 证实，2018 年以来至今，AA+（含）以上公司债违约、国企公司债违约现象明显加剧，公司债违约债券覆盖面往高等级债券延伸，违约主体覆盖面往地方国企甚至央企延伸，表明公司债券违约形势加剧。而且违约成因与表现趋于多元化、复杂化，例如出现因转账等操作性原因导致的延期兑付、“子强母弱”状态下的投资控股公司违约、财务欺诈案、股权质押危机引起的违约等违约形式。从后续公司债信用质量的影响来看，2021 年内公司债到期压力将从前值近 6900 亿元飙升至 1.7 万余亿元，并将在随后的 2022-2025 年居高不下。公司债整体偿债压力膨胀情形下，部分弱资质发行人债券违约风险或将加剧。监管机构通过加强公司债发行人信息披露管理等发行条件约束，有利于缓和公司债后续违约形势，维护债市运作秩序稳定。

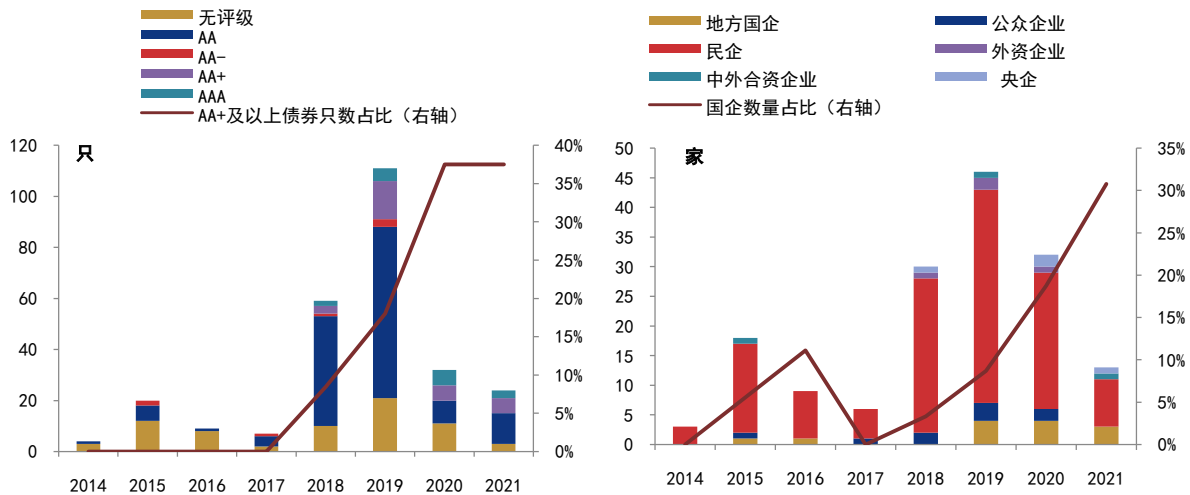


图2：历年违约公司债券发行时评级与发行人属性分布

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

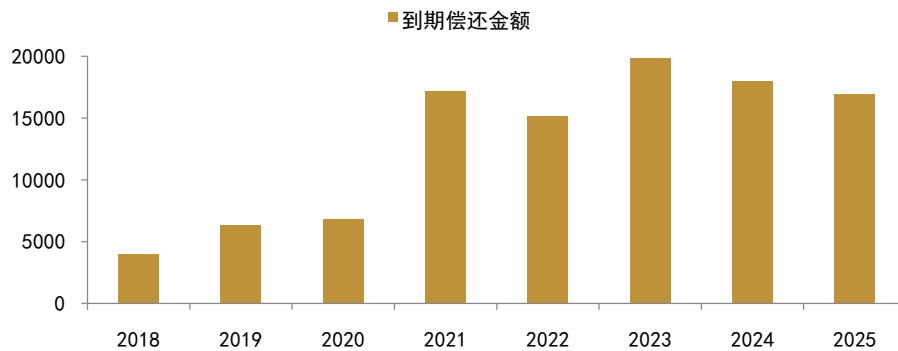


图3：公司债券到期压力变化（单位：亿元）

注：2021年度到期额需假定，2021年5-12月不会发行于当年到期的公司债；对于2022年及其后到期额，仅统计截至2021年4月底存量公司债；所有年份的到期额统计均不含债券提前还本、提前到期等特殊情形。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

### （三）公司债融资环境边际收紧：从加杠杆向稳杠杆

近两年来，伴随国内新冠肺炎疫情得到有效防控，国民经济取得恢复性增长，在国家积极财政和稳健货币政策基调之下，今年公司债融资环境预计呈现边际收紧变化，其中一大表现即公司债准入门槛收紧，这或将对公司债市场及其监管产生以下影响。一方面，在公司债到期压力加剧（参见图3）叠加融资环境边际收紧（参见图4）的整体约束背景下，监管部门通过引导和支持部分发行人在公司债市场“借新还旧”以化解存量债券到期违约风险，从公平和效率的角度来看，需要监管部门设立发行人募集资金仅限于偿还存量债券的限制性条款。一方面，融资边际性收紧将导致公司债发行人普遍面临再融资难度增加，加强发行人信息披露监管有利于提高投资效率，防范融资收紧局面下的公司债违约形势加剧。具体阐述如下。

2020年新冠肺炎疫情爆发后，为刺激经济增长，货币与债券市场融资政策放宽。2020年公司债券净融资额达2.02万亿元（见图4），较2019年增加近1万亿元。当前疫情影响明显消退，宏观经济恢复性增长，宽松融资环境大概率收紧。2021年两会上的政府工作报告就指出，今年的重点工作之一就是“保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间”，“稳健的货币政策要灵活精准，合理适度……货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定”。在稳杠杆政策基调下，2021年公司债券净融资额预计大幅压缩，相应地公司债券发行审核门槛边际收紧。

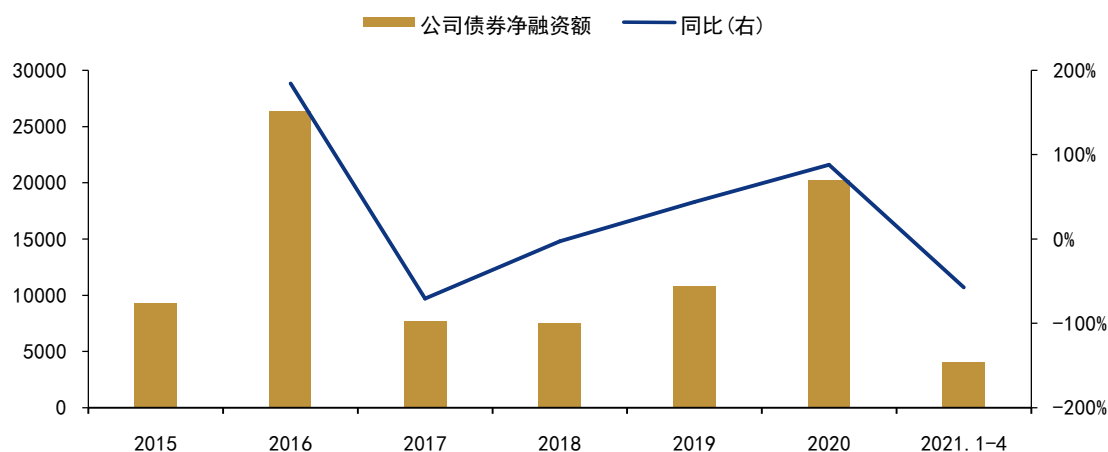


图4：公司债券净融资额变化（单位：亿元，百分比）

注：2015年公司债券净融资额同比增长约为1253.12%。

资料来源：Wind，远东资信整理

## 二、《指引》若干要点解读

《指引》通篇以公司债券发行上市审核为中心，明确了发行人信息披露的条件与规则、特定条件下的发行约束等内容，此举意在深入推进以信息披露为核心的公司债注册制改革，加强公司债准入管理以防范信用风险。其中，《指引》关于组织机构与公司治理、财务信息披露、特定情形发行人、中介机构执业等方面规范系《指引》全文重点。

### （一）组织机构与公司治理

一是关于发行人高管层、控股股东或实际控制人负面信息披露及相应发行约束。发行人控股股东或实际控制人构成发行人的外部支持或限制因素，控股股东、实际控制人强有力的外部支持能夯实发行人信用质量，反之则可能要侵蚀发行人信用质量，成为公司债发行人违约的风险诱因。此外，发行人自身管理层稳定性也对其经营管理和信用质量产生重要影响。《指引》在2021年版《公司债券发行与交易管理办法》指导下，高度重视发行人控股股东、实际控制人以及发行人高管层工作表现，突出了其工作表现对于发行人经营成效和债券发行的重要影响。

（1）公司董事、高管等人职务稳定性问题。稳定有序的公司高层结构能推动公司战略运作，增强组织凝聚力，公司高层频繁更换则有可能是企业违约征兆，但也可能属于公司业务转型升级等引起的正常变动，因而需要加强相

关信息披露。例如，中科云网、金洲慈航等多家公司债券发行人都曾被曝高管变动频繁（例如高管相继离职）等违约征兆。《指引》规定，报告期内发行人董事、高级管理人员变动频繁或变动人数比例较大的，发行人应披露变动原因及其对自身组织机构运行的影响，该条内容明显强调了发行人领导班子稳定性对公司发展的重要性；该条强调高层不稳定状态下发行人需做出其原因、影响等信息披露，有利于帮助投资者了解发行人高层变动的性质，甄别发行人信用风险状况，以便做出相应投资决策。

(2) 针对发行人高管、控股股东、实控人等涉嫌违法违规、被采取强制措施或存在严重失信行为的，《指引》针对此类行为，要求发行人应充分披露事件起因、进展情况及其对自身经营情况、偿债能力的影响（前者）。但对于发行人控股股东、实际控制人存在债务违约等负面情形，并对发行人公司治理、经营情况或偿债能力造成严重不利影响的，《指引》加重监管力度，要求发行人应结合相关情形审慎确定公司债券申报规模，原则上募集资金应用于偿还存量公司债券（后者）。由于后者情节严重性明显突出（强调了对发行人造成严重不利影响），《指引》针对后者的发行限制力度明显超越前者。从事实来看，很多公司债（包括“H6 环保债”“12 蒙恒达”“13 永泰债”“H18 浩通 1”“18 房信 02”等违约公司债）发行人选择其控股股东或实际控制人提供信用担保，一旦控股股东或实际控制人发生违约等重大负面情形，这有可能意味着发行人信用增进机制失灵。

(3) 发行人、控股股东、实控人存在重大负面舆情。发行人、控股股东、实际控制人存在频繁受到监管关注或问询、面临大额诉讼、被媒体质疑的重大事项等重大负面舆情，或将削弱发行人外部融资能力、引发投资者恐慌等消极情绪，导致债券价格重大波动，因此不能忽视负面舆情的危害，发行人需要针对负面舆情予以澄清事实，以正视听，推动债券发行秩序稳定。《指引》规定，报告期内发行人、发行人控股股东或实际控制人存在重大负面舆情的，发行人应充分披露相关情况及其对自身偿债能力的影响。

**二是关于股权质押、冻结、诉讼仲裁问题。**针对发行人控股股东或实际控制人可支配的发行人股权存在高比例质押、冻结或发生诉讼仲裁等事项，可能造成发行人股权结构不稳定的，《指引》要求发行人应充分披露相关事项对其经营、融资环境及偿债能力造成的影响。其中：（1）股权质押作为上市公司融资方式，有助于破解中小型、创业型上市公司股东融资困局，但自 2018 年修订版《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》于 3 月份启动实施后，股权被控股公司、实际控制人高比例质押的发行人股价下跌情况下面临平仓风险，从而导致发行人流动性危机，引发再融资风险乃至债券违约风险。发行人存在高比例股权质押相关案例包括雏鹰农牧、神雾环保等。《指引》鲜明强调了高比例股权质押现象需要加强信息披露力度，是在对近年以来由于高比例股权质押诱发发行人债务违约现象的总结与启示基础上，将此类现象加强信息披露监管上升为市场规则，可以起到加强此类债券发行人风险揭示作用，增强发行人与投资者关于发行人信用风险信息对称性，提高发行效率。（2）发行人存在资产冻结、诉讼仲裁等问题的，《指引》也要求发行人充分披露其对企业经营、融资及偿债等影响，此举意在强化存在此类问题的发行人信息披露，增强投资者与发行人信息对称程度，提醒投资者关注此类问题企业是否存在流动性风险，并且提高债券发行和定价市场化水平。从事实来看，“16 亿阳 03”“15 城六局”“12 福星门”“16 盛运 01”“17 刚股 01”“17 精功 05”等多只违约公司债券发行人都曾发生资产被查封冻结等问题，导致企业流动资产使用受限，加剧企业流动性危机并且引发债务违约。

**三是关于非经营性资金占款和资金拆借问题。**非经营性资金占用指的是在公司日常经营之外的资金往来所产生的资金占用，具体包括企业为大股东或其附属企业等关联方垫付工资、福利、保险、广告等费用和其他支出，代为偿还债务而支付的资金，以及其他在没有商品和劳务对价情况下供给资金等行为。控股股东对上市公司非经营性占用资金，一直是不容触碰的监管红线，但从现实来看，公司制企业非经营性占款现象较为普遍，包括神雾环保、永泰能源、新光控股等违约公司债发行人均被曝非经营性资金占用问题。

《指引》明确了非经营性往来占款和资金拆借余额超过最近一年末经审计总资产3%、5%、10%三个档次需要披露信息的内容，分别对应的触发条款类型为：充分披露信息并做风险提示或重大事项提示、债券存续期承诺不新增非经营性往来占款和资金拆借、仅限于偿还存量公司债券。这反映了国内公司非经营性占款问题的长期性与普遍性，监管部门针对此类行为，往往采取发布警示函等方式约束企业合规运营，而《指引》则从公司债准入门槛的角度，为存在相对较高比例的非经营性资金占款和资金拆借行为，根据情节轻重予以不同程度的发债限制，客观上有利于引导和约束发行人加强非经营性占款和资金拆借问题处置，减少乃至消除非经营性占款和资金拆借现象。

## （二）财务信息披露

《指引》针对近年以来公司债等信用债发行人违约案例，参考发行人违约前的财务指标异常表现，将违约案例启示提炼为债券市场信息披露规则，总结了发行人诸多财务方面需要关注的重点事项，以优化债券市场准入管理，保护投资者权益，提高债券市场运作效率。其中比较典型的几项有：

针对**发行人短期债务占比显著上升，或短期债务占比很高**，《指引》要求发行人应披露具体原因及合理性，量化说明短期债务及本次债券的偿付资金来源，制定切实可行的偿债保障措施，并审慎确定公司债券申报规模及募集资金用途。符合这项特征的违约案例有华晨汽车集团控股有限公司。在违约前的2015-2019年，华晨集团的短期债务占总债务的比重居高不下，一直保持在75%以上；在2015年和2016年甚至分别高达84%和87%。

针对**发行人受限资产占总资产比例超过50%**，《指引》要求发行人应充分披露受限资产明细、受限原因、目前状态和对自身偿债能力的影响，并审慎确定公司债券申报规模。符合这项特征的违约案例有重庆协信远创实业有限公司。从2017年开始，协信远创的受限资产规模就已超过400亿，近两年来一直维持在460亿以上，其中受限存货和投资性房地产都在200亿以上。截至2019年底，协信远创受限资产合计476.24亿元，占总资产的51.32%，资产受限程度非常高。

针对**发行人经营活动现金流缺乏可持续性，如出现持续净流出、大幅波动等状况**，《指引》要求应加强针对性信息披露和风险提示。符合这条特征的违约案例有大连天宝绿色食品股份有限公司。天宝食品在投资端不断投入资金进行项目建设，但是在业务端经营活动产生的净现金流却不尽如人意，个别年份甚至为负。在上市至违约前的11个完整会计年度里，有8个年度的投资性现金净流出要大于经营性现金净流入，其中还有4个年度的经营性现金净流入为负。

针对**发行人亏损、营收经历下滑或大幅波动、毛利率大幅波动或与同行差异很大**，《指引》要求发行人应结合业务开展情况披露具体原因、盈利可持续性及其对自身偿债能力的影响。符合这项特征的违约案例有雏鹰农牧集团股份有限公司。雏鹰农牧主营业务为生猪养殖，盈利会随“猪周期”而大幅波动，2017-2018年生猪市场价格偏弱

严重影响了公司盈利。同时，2018年开始，多地发生“非洲猪瘟”，而雏鹰农牧的养殖地区正处于“非洲猪瘟”高发区域，受到疫区封锁、禁运等影响，发行人正常的经营业务受到影响，导致出现大幅亏损。

《指引》还特别强调了在7种情形下，新发行的公司债券只能用于偿还存量公司债券。这7种情形分别是：（1）银行借款低于有息负债的30%，且银行借款与公司债券外其他信用债之和低于有息负债的50%；（2）银行借款余额被动大幅减少、银行授信大幅下降且影响偿债能力；（3）存量债券金额大且有集中兑付压力；（4）私募公司债券余额超过净资产40%之后又发行私募公司债券；（5）有息负债年增长超30%、资产负债率超过行业平均且速动比率小于1；（6）资产负债率、有息负债与净资产比例均超过行业平均水平30%；（7）盈利能力缺乏可持续性，如依赖非经常性损益。总体来看，这几种情形覆盖了存量债务、融资渠道、盈利能力三方面可能出现的问题，通过一套组合拳封堵了债务不可持续扩张的发行人新增公司债券的可能性。而且规定中设置了具体的量化指标，在实际审核时可操作性很强。

此外，《指引》特别针对发行人“存贷双高”等财务指标明显异常、财务信息不透明的情形，要求发行中介采取各种必要方式进行针对性核查。这一条是专门针对发行人财务造假风险所设的规定。此前债券违约的康美药业、东旭光电、康得新、洛娃科技等多家公司都出现过此种情形，有的公司造假规模甚至上百亿，在资本市场上造成了极其恶劣的影响。例如康美药业在2018年财务报告中虚列货币资金高达361.88亿元，康得新曾在2018年财务报告中虚列货币资金高达122.09亿元，而且这些虚增的货币资金背后有虚假的银行单据，导致造假行为隐匿了很长一段时间后才被揭示开来。针对屡次出现的这类情形，新规特别将财务造假风险的审核要求单列出来，以压实发行中介的责任，遏制发行人财务造假甚至串通造假的恶劣行为。

### （三）特定情形发行人相关规定

《指引》针对“子强母弱”类投资控股公司、总资产低于100亿元或主体评级低于AA级（含）的城投公司、碰触“三道红线”房地产企业等特定情形发行人予以特别关注。其中：

对于总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA（含）的城投企业，《指引》明确，应结合自身所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿债能力，审慎确定公司债券申报方案，并采取调整本次公司债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化发行人偿债保障能力，这意味着弱资质城投企业发行公司债将受到限制。受公司债发行门槛收紧的影响，在存在监管套利空间的前提下，弱资质城投企业或将寻求到其他债券市场（截至2021年4月底，存量城投债中，公司债余额占比35.72%、其他债券余额占比64.28%）或信贷市场等其他渠道融资。但从中央近期政策来看，2020年底中央经济工作会议明确提出“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，2021年1月全国财政工作会议重申“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”；3月份，全国财政预算报告指出，当前“违法违规新增地方政府隐性债务情况仍然存在，有的地方政府债务负担较重”，报告针对“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”做了明确部署。在中央政策引导下，不排除银行间债券市场针对城投企业融资条件也将有所收紧。在近年城投债和地方债融资规模高速增长，地方政府债务率逼近红线、偿债压力增加，以及中央抓实化解地方政府隐性债务风险等背景下，弱资质城投企业债务融资门槛有可能全面收紧。



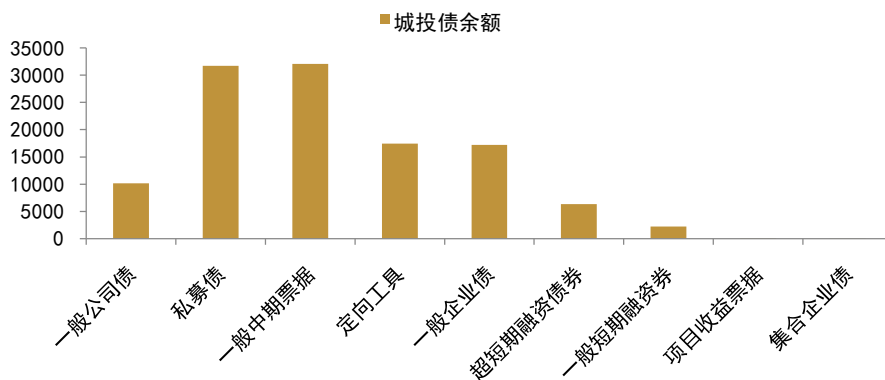


图 5: 2021 年 4 月底存量城投债券按券种构成 (单位: 亿元)

注: 以城投债 (Wind) 为统计口径。

资料来源: Wind, 远东资信整理

截至 2021 年 4 月底, 存量城投债的发行人分布如图 6 所示: 2622 家有效样本中, 有 1622 家企业 (2020 年 6 月底) 总资产小于 100 亿元或 (2021 年 4 月底最新) 主体评级低于 AA (含) 级, 也就是占 61.86% (占比高的主要原因是城投企业以 AA 级居多) 的样本城投企业的公司债融资或将受限, 包括仅限于“借新还旧”、调低发行额计划、不允许发债等, 这表明大部分城投企业在交易所债券市场再融资环境将受到此项新政的显著影响, 城投债高速增长 (2019、2020、2021 年前 4 月城投债<Wind 口径>发行额分别同比增长 42.62%、28.71%、15.25%) 势头将明显放缓。

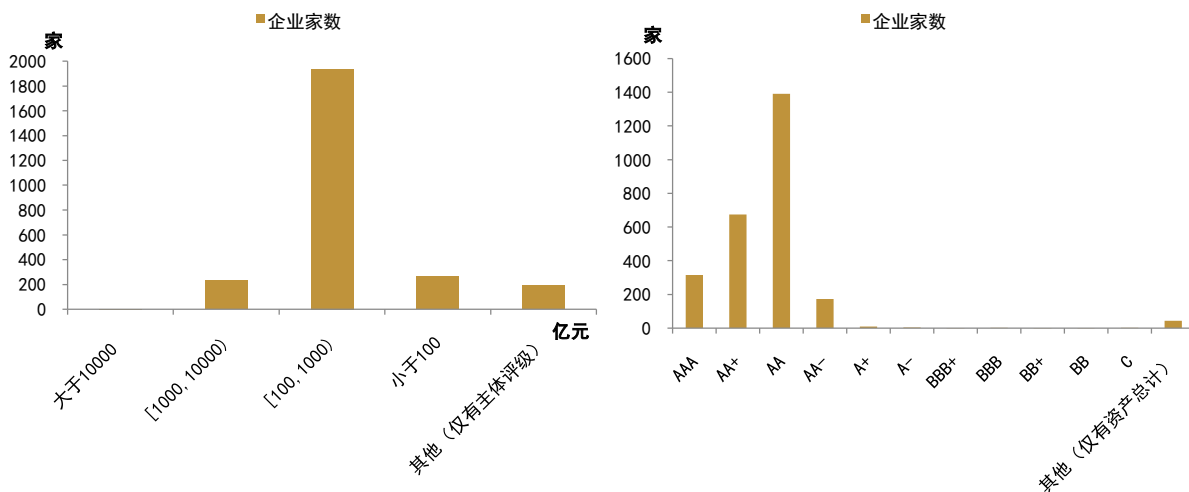


图 6: 2622 家城投企业样本的主体评级与总资产规模分布

注: 以城投债 (Wind) 为统计口径, 资产总计截至 2020 年 6 月 30 日, 主体评级按 2021 年 4 月 30 日最新数据统计。

资料来源: Wind, 远东资信整理

2020 年 8 月, 住建部和央行对房地产企业融资划出“三道红线”: (1) 剔除预收款后的资产负债率大于 70%; (2) 净负债率大于 100%; (3) 现金短债比小于 1 倍。房企如果踩中“三道红线”则有息负债不得再增加, 踩中“两道红线”则有息负债规模年增速不得超过 5%, 踩中“一道红线”则增速不得超过 10%, “一道未中”则增速不得超过 15%。此后房企的有息负债规模被严格限制, 基本上房企新发行的债券只能用于偿还到期债务。

《指引》与住建部、央行划定的房企“三道红线”的规则相衔接，针对房企发行人存在扣除预收款后资产负债率较高、净负债率较高或现金对短期债务覆盖程度较低情形的，《指引》要求发行人应结合报告期内经营情况、财务状况细化本次债券的偿付安排，制定切实可行的偿债保障措施，表明触碰房企“三道红线”的发行人将面临更严格的公司债发行审核要求。

### 三、《指引》对信用评级服务的影响

2021年2月，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，取消了2015年版《公司债券发行与交易管理办法》提出的“公开发行人公司债券，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”，以及“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人公司债券的条件，表明注册制下的一般公司债发行不再被监管部门强制要求开展债项评级。尽管一般公司债的发行取消强制评级的要求，但投资者依旧需要高质量的信用评级服务来揭示发行人信用风险。

交易所此次颁布的《指引》就强调了对信用评级的关注，“报告期内发行人主体信用评级（如有）下调的，发行人应结合自身业务模式、盈利情况、偿债能力、评级机构主要关注的风险因素等，强化评级下调事项相关信息披露和风险揭示”，“城投企业总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA（含）的，应……审慎确定公司债券申报方案”。此外，《指引》关于中介机构执业要求指出，证券服务机构及其相关人员应当严格遵守法律法规、执业规范和本所相关规定，勤勉、审慎履行职责，对募集说明书等发行上市申请文件中与各自工作范围和专业领域有关的事项履行特别注意义务，确认与其专业职责有关的内容及各自出具专业意见的真实、准确、完整，对其他业务事项履行普通注意义务。证券服务机构所出具意见涉及专业判断的，应充分说明依据。显而易见，信用评级机构是证券服务机构的重要组成部分。从《指引》的政策精神来看，其强调了注册制下公司债券发行审核需要发行人加强信息披露，而从公司债券市场发展角度来看，发行人信息披露的核心目的之一就是揭示信用风险、降低信息不对称，这与信用评级机构开展公司债主体或债项信用评级服务的目的保持一致。

从我国债市评级实践来看，近年以来我国债市无论规模化、多元化、创新性还是开放性发展，都有信用评级机构服务从中发挥积极作用。针对近年以来债券市场违约常态化局面，我国评级机构一定程度上发挥了债市违约风险预警作用。Wind数据显示，2011年初截至2021年4月30日，共有921家公司的主体级别曾被下调，期间有131家主体发生债务违约。而在这131家违约主体中，有76家的级别下调发生在违约时点的6个月前，成功揭示了发行主体未来违约风险。在以注册制为标志的未来公司债券市场运作效率提升过程中，监管部门在强化发行人信息披露管理的同时，还需大力支持信用评级机构开展高质量评级服务，推动发行人主动信息披露与第三方中介机构信息披露优势互补，共同营造与债券市场高效运转相匹配的信息披露环境。

### 四、公司债券信息披露制度落实与完善建议

《指引》通篇强调了公司债券发行人信息披露的重要性，并明确了具体操作方式。为了深入贯彻《指引》精神，提升公司债券市场化运作效率，本文结合公司债券运作实践及其制度等环境现状，提出了多措并举共促公司债券信息披露制度落实与完善的以下建议，以供有关各界参考。

### （一）强化信息披露质量和效率管理

《指引》为公司债准入环节建立了一套信息披露规则，强调了发行人需要加强信息披露的情形与披露内容要点，然而采取何种措施以约束和督促发行人在做出信息披露时，能够主动、及时、全面、专业、真实、精准、一致性地披露信息同样十分重要。反之，发行人不及时披露信息且持续找理由推脱；发行人有选择性地披露信息，没有切中问题要害；发行人披露信息存在前后矛盾，且刻意钻制度空子以规避责任；凡此种种发行人带有“自私自利”偏见的信息披露做法，降低了信息披露效率和质量，达不到信息披露的应有目的。

为了约束和鼓励发行人加强信息披露质量和效率自律管理，建议建立和完善发行人信息披露质量管理体系，明确信息披露主动性、及时性、全面性或专业性、真实性、精准性、一致性等具体要求，由于公司债发行人所属行业、区域及其经营规模和发展阶段等方面存在差异，发行人信息披露质量管理体系的构建需要尽可能平衡信息披露质量管理标准化与差异化之间矛盾；建议实施发行人信息披露后评估管理，对信息披露存在严重瑕疵的企业“秋后算账”，彻查问题原因，并依据相关处置办法做出处置，确保规则公平，对于信息披露效率和质量表现极佳的发行人给予正向激励，如可对发行人申请债券或信贷再融资适度给予额外支持。

### （二）促进发行人与中介机构信息披露相结合

毋庸置疑，信息披露对于未来公司债券市场的高效率运作具有至关重要地位。为了提高发行人信息披露成效，切实发挥信息披露对投资者服务和强化债市监管的作用，建议强调发行人主动信息披露和评级机构关于发行人信息披露（包括评级服务、其他信息增值服务）密切结合、优势互补。

我国“十四五规划和2035年远景目标纲要”明确提出，“培育具有国际竞争力的……信用评级机构……推动信用服务市场健康发展”，这充分反映了中央对于我国信用评级机构发展的重视。相对而言，信用评级机构以揭示市场主体信用风险、降低融资产品发行人与投资者等利益攸关方信息不对称、提高金融市场运作效率等为服务目的，信用评级机构能够开展标准化、专业化的信用评级服务，与发行人主动、零散披露信息有一定的差异性，但在披露的核心目的方面具有高度一致性。未来随着注册制在信用债市场实践中的深入和推广，公司债等信用债还需不断强化信息披露管理，提升信息披露质量和效率，国内信用评级机构有基础、也有必要积极参与其中，为此建议：有关各界大力支持信用评级机构开展高质量信用服务能力建设，给予评级机构在高质量信用评级/信用评价/信用咨询等领域先行先试的权限；支持信用评级机构完善信用服务产品体系，建立服务于债券市场的、能发挥评级机构优势的信息披露产品体系；支持信用评级机构高效率、高质量地获取发行人信息，提升受评主体信用风险预警功能；支持信用评级机构加快信用服务数字化发展；支持信用评级机构摆脱信用评级虚高和区分度不强背后的体制机制约束，营造信用评级机构服务高质量发展所应有的市场环境。

### （三）推进债券信息披露统一监管，最大限度消除监管套利空间

2018年，央行、证监会、发改委（三部门）联合发布《关于进一步加强债券市场执法工作的意见》明确，三部门继续按照职责分工做好债市行政监管。对涉及公司债、企业债、非金融企业债务融资工具、金融债等券种信息披露违法违规、内幕交易、操纵证券市场及其他违反证券法行为，证监会依据证券法进行认定和行政处罚。央行、发改委支持证监会统一执法，发现涉及债券违法活动线索，及时移送证监会。由此可见，该《意见》为国内债券市场强化信息披露等统一监管提供了制度依据，但其主要针对涉嫌信息披露违法违规等行为进行监管，即事后监管。

此外，2020年7月，央行、证监会联合发布公告（〔2020〕第7号文），同意银行间债券市场与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作，明确了若干指导性意见，此举对于优化中国债市运作流程、促进债市统一监管、完善债市估值定价体系等均具有促进作用。

近期以来，一般公司债、企业债发行环节已启动注册制，未来注册制不排除在其他信用债领域推广应用。为推动注册制在国内债券市场深入实践，有关各界对于债券发行人信息披露监管还需保持高度重视。建议沪深交易所与银行间交易商协会协同加强债券市场信息披露统一监管，除了注重信息披露违法违规统一执法外，还需协同加强各类债券市场信息披露标准和规则等日常监管，最大限度消除监管套利空间，防范监管强弱落差而形成交易所强监管的“挤出效应”，迫使弱资质甚至存在违法违规“前科”的发行人转移到其他券种市场申请融资，阻碍债市整体市场化效率提升。

### 【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学硕士，研究部高级研究员。

申学峰，中央财经大学金融学硕士，研究部助理研究员。

### 【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：021-61428000

### 【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。