



2022年11月21日

以市场化偿债风险为核心，构健全链条监管制度 ——《深化公司债注册制改革指导意见》点评

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

史晓姝
shixsh@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

主要内容：

2022年11月18日，证监会发布《关于深化公司债券注册制改革的指导意见（征求意见稿）》（简称《指导意见》），在《证券法》《公司债券发行与交易管理办法》等法律法规、日常监管和风险处置等工作经验的基础上，进一步提高注册制工作效率、健全偿债风险管理机制，从而强化公司债融资功能、保护投资者合法权益。《指导意见》主要内容包括总体要求以及4个方面、12条措施，以偿债风险管理为核心，对发行注册工作、中介机构职责、存续期管理、违法违规处置四个方面给出明确要求。

延续市场导向，各尽其责的基本原则：《指导意见》强调要准确把握公司债券发行注册制的本质特征，坚持“建制度、不干预、零容忍”的政策方向，明确了“坚持市场导向”、“促进归位尽责”、“依法加强监管”、“夯实制度基础”的原则，延续了前期政策的监管方向。此外，《指导意见》将成为交易所债券市场健康发展的纲领性文件之一，为《公司债券管理条例》的出台奠定一定政策基础。

简政放权，建立以市场化风险管理为核心的注册制：（1）**简政放权，构健全链条监管制度。**《指导意见》明确，交易所承担公开发行公司债券审核主体责任，证监会以证券交易所审核意见为基础履行注册程序，重点关注募集资金投向及其他重大影响事项。同时，《指导意见》强化“受理即纳入监管”要求，完善发行审核环节现场督导制度，强化发行环节中行为规范，健全事中事后持续监管机制。（2）**扶优限劣，完善分类监管。**一方面，按照扶优限劣的原则，完善知名成熟发行人制度，对存在公司治理失范、债务短期化、高杠杆过度融资等情形的发行人严格把关。另一方面，强化对重点领域债券品种创新的支持。其中，重点支持科技创新、绿色低碳、乡村振兴等领域，对房地产企业合理融资需求给予支持，提升民营企业融资可得性和便利性。（3）**强化信息披露要求和事中事后管理，各尽其责，畅通风险出清渠道。**第一，强化以偿债能力为重点的信息披露要求；第二，强化事中事后管理，压实各方责任，强化偿债风险管理，中介机构应构建以发行人质量和偿债风险为导向的履职管理体系，派出机构将加强日常监管；第三，进一步完善债务违约处置机制，加强与地方政府的沟通合作。（4）**完善投资者保护制度安排，推广运用投资者保护条款。**其中，强调要以突出专业投资者要求为重点，完善适应不同债券类型



和风险特征的投资者适当性管理制度。推广运用投资者保护条款、持有人会议规则等示范文本。

整体来看,《指导意见》主要是总结归纳前期政策和经验,为交易所市场注册制发展提供阶段性框架指导文件。坚持市场导向,以市场化偿债风险管理为核心,以偿债能力为信息披露重点,构建全链条风险监管制度,简政放权,强化事中事后管理,完善分类监管。同时,进一步完善风险处置机制和投资者保护制度安排。逐步实现由市场决定融资难度,由政府进行合规监管,降低投机行为,及时识别和处置风险,提高市场融资自律性。

短期看,全链条监管制度的确立,和违法违规处罚力度的加强,将对发行人、中介机构行为产生较大影响,推动合理融资、合规展业、合法披露。同时,分类监管将有利于重点领域(科技创新、绿色低碳、乡村振兴等)企业融资,控制企业不合理融资风险。随着保护性条款等示范文本的发布,借助受托管理人和持有人会议制度,交易所债券投资者保护力度、参与方的履约意识将有所加强。在违约处置方面,当前企业风险集中度高,处置难度大,需要政府积极参与协调,债券展期和债务重组依然是主要形式。债券置换、回售转售、违约债务转让等机制的发展,有赖于专业投资者的增加、企业主动风险管理意识的提升。

2022年11月18日，证监会发布《关于深化公司债券注册制改革的指导意见（征求意见稿）》（简称《指导意见》），在《证券法》《公司债券发行与交易管理办法》等法律法规、日常监管和风险处置等工作经验的基础上，进一步提高注册制工作效率、健全偿债风险管理机制，从而强化公司债融资功能、保护投资者合法权益。《指导意见》主要内容包括总体要求以及4个方面、12条措施，以完善市场化偿债风险管理为核心，对发行注册工作、中介机构职责、存续期管理、违法违规处置四个方面给出明确要求。

一、延续市场导向，各尽其责的基本原则

注册制的推出，是实现债券市场长期健康发展的市场基础，需要正确处理政府和市场的关系。《指导意见》强调要准确把握公司债券发行注册制的本质特征，坚持“建制度、不干预、零容忍”的政策方向，明确了“坚持市场导向”、“促进归位尽责”、“依法加强监管”、“夯实制度基础”的原则，延续了前期政策的监管方向。

和之前审批制不同，注册制需要相对成熟的金融市场基础，在权责范围内，实现一定的市场自由化。《指导意见》依然坚持从市场准入、市场主体职责、监管部门职责三个角度出发，一方面简政放权，推进监管转型，在扩大市场空间的同时，把控风险全链条监管；另一方面，促进参与主体各尽其责，提高决策自主性，推动以参与主体转型为主、监管为辅的市场化转型。

此外，《指导意见》将成为交易所债券市场健康发展的纲领性文件之一，为《公司债券管理条例》的出台奠定一定政策基础。2021年8月，央行、发改委等六部门联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》，指出要推动研究制定公司债券管理条例，按照分类趋同原则，促进公司信用类债券市场（包括交易所市场和银行间市场）发行、交易、信息披露、投资者保护等各项规则标准逐步统一。

二、简政放权，建立以市场化风险管理为核心的注册制

注册制通过简政放权、和事中事后持续监管，增强债券市场融资自循环功能，提高市场透明度。《指导意见》在实现风险可控的基础上，从发行注册工作、中介机构职责、存续期管理、违法违规处置四个方面进行规定，构建以市场化风险管理为核心的注册制体系。

（一）简政放权，构建全链条监管制度

《指导意见》明确，交易所承担公开发行公司债券审核主体责任，全面审核判断发行人是否符合发行

条件、上市条件和信息披露要求并出具审核意见。证监会以证券交易所审核意见为基础履行注册程序，重点关注募集资金投向是否符合国家宏观调控政策、产业政策，以及发行人是否存在重大无先例、重大敏感、重大舆情、重大影响偿债能力、重大违法违规线索等重大事项。目前，交易所根据每年发布的公司债券发行上市审核重点关注事项，对发行人进行筛选，把控市场风险。2022 年的审核重点关注事项，在上年基础上进行了完善，包括强化投资控股型企业风险管理、提高风险针对性披露，以及明确投资者保护条款安排等方面。

同时，《指导意见》强化“受理即纳入监管”要求，第一，完善发行审核环节现场督导制度，对于审核中发现发行人或中介机构涉嫌存在违法违规情形的，及时启动现场核查，从而将市场风险管理前置在审核环节，降低发行人或中介机构的投机行为。第二，强化发行环节中行为规范，严禁结构化发行和对发行定价不当干预等行为。第三，健全事中事后持续监管机制，体现在参与中介尽责、自律组织监管以及司法处置等方面。

全链条监管，是在发行端逐步放开基础上，强化发行主体行为合规的检查，而非对发行人发行条件的提升。即逐步实现由市场决定融资难度，由政府进行合规监管，降低投机行为，及时识别和处置风险。简政放权，是为了让市场回归市场，提高市场融资自律性。

（二）扶优限劣，完善分类监管

《指导意见》明确实施发行人分类监管。一方面，按照扶优限劣的原则，完善知名成熟发行人制度，对存在公司治理失范、债务短期化、高杠杆过度融资等情形的发行人严格把关。另一方面，强化对重点领域债券品种创新的支持。其中，重点支持科技创新、绿色低碳、乡村振兴等领域，对房地产企业合理融资需求给予支持，提升民营企业融资可得性和便利性。

2022 年 5 月，上交所在 2018 年政策基础上，发布了《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 6 号——知名成熟发行人优化审核》（简称《优化审核指引》），明确符合知名成熟发行人的界定范围及财务指标要求，强化对发行人所属集团和实际控制人是否存在违约或者延迟付息事项的关注，设置动态调整机制。较 2018 年版本，《优化审核指引》将更多企业纳入名单。与交易所市场相比，银行间市场的分层分类管理开始于 2016 年，在 2020 年进行修订并发布《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程（2020 版）》，将原来“两类”架构升级为“两层四类”，优化分层标准。其中，第一类和第二类为成熟层企业，第三类和第四类为基础层企业。

在支持行业方面，延续对重点领域的支持，明确对地产企业合理融资的支持，同时，明确继续提升民营企业融资可得性和便利性。2022 年来，受流动性压力提升影响，民营企业融资难度上升，尤其是房地产企业面临偿债能力大幅下滑的问题。《指导意见》明确对合理融资的支持，纠正前期过度收紧的政策方向，有利于企业缓解流动性压力。

表 1 知名成熟发行人优化审核要求

项目	主要内容				变动
发行条件	(一) 公司生产经营符合国家宏观调控政策和产业政策，市场认可度高、行业地位显著、公司治理完善、信息披露成熟； (二) 经营财务状况稳健，企业规模、资本结构、盈利能力满足相应要求（其中深交所要求或为深证 100 指数成分股份上市公司）； (三) 融资经验丰富，最近 36 个月内累计公开发行不少于 3 期公司信用类债券，累计发行金额原则上不少于 100 亿元； (四) 最近 3 年财务报告未被注册会计师出具非无保留意见的审计报告，或者最近 3 年内财务报表曾被注册会计师出具保留意见但保留意见所涉及事项的重大影响已经消除； (五) 最近 36 个月内公司及其所属企业集团、实际控制人无债券或者其他债务违约、延迟支付本息的情形； (六) 公司未受到债券融资限制，且最近 36 个月内公司未因债券业务违规被实施行政处罚或纪律处分； (七) 根据投资者保护需要确定的其他标准。				与 2018 年的版本相比： 1、去掉了“最近两个会计年度连续发生亏损”； 2、将违约或延迟付息事项的关注时间从 24 个月延长至 36 个月。
行业指标	批发和零售业、居民服务、修理和其他服务业，租赁和商业服务业，住宿和餐饮业、农林牧渔业，教育，卫生和社会工作，文化、教育和娱乐业	资产>800 亿元	资产负债率<75%	总资产报酬率>3%	1、去掉了“最近一年营业收入”的指标； 2、调整部分行业财务指标
	电力、热力、燃气及水生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业	资产>1000 亿元	资产负债率<85%	总资产报酬率>3%	
	建筑业，水利、环境和公共设施管理业，综合	资产>1200 亿元	资产负债率<85%	总资产报酬率>3%	
	制造业，采矿业，科学研究和技术服务业	资产>1000 亿元	资产负债率<80%	总资产报酬率>3%	

资料来源：公开资料

成熟的注册制，并不对发行人进行条件限制，仅要求发行人提供与证券发行有关的一切信息，并保证其信息真实性，即注册制是以信息披露为核心，来降低信息不对称带来的投资者利益损失。目前，我国的注册制尚在起步阶段，分类监管是当前控制风险的过渡方式。

（三）强化信息披露要求和事中事后管理，各尽其责，畅通风险出清渠道

1、强化以偿债能力为重点的信息披露要求

《指导意见》明确，要强化以**偿债能力为重点**的信息披露要求，突出重要性、强化针对性，重点披露

可能影响发行人偿债能力和对投资者作出投资决策有重大影响的信息。同时，信息披露应当简明易懂。

高质量的信息披露是注册制改革的核心任务，随着债券违约常态化以及风险管理经验的积累，以发行人偿债能力相关的信息披露，进一步成为关注重点。2021年4月，上交所发布《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》，为首次由交易所层面对定期报告内容与格式进行自律规范，确立了信息披露基本原则和要求，披露导向上**更加侧重偿债能力分析**，同时进一步明晰了重大事项披露标准，强调发行人信息披露第一责任。此次《指导文件》将进一步明确信息披露重点，规范发行人信息披露行为。

2、强化事中事后管理，压实各方责任，强化偿债风险管理

《指导意见》强调发行人应增强履约意识、合理规划融资，防范高杠杆过度融资，同时应加强募集资金管理。中介机构应构建以**发行人质量和偿债风险**为导向的履职管理体系。其中，受托管理人，应持续跟踪募集资金使用情况。为压实中介职责，将进一步完善中介机构执业能力评价体系，并加强评价结果运用。此外，派出机构将加强日常监管，有针对性地开展发行人、中介机构现场检查，加强风险管理要求和信息披露监管，重点关注和核查**发行人偿债能力、募集资金使用、承诺履行情况**等。

2020年以来，监管部门、交易商协会和交易所多次披露发行人、中介机构的违规行为并给予相应处罚。主要包括财务造假、资金占用、违约担保、年报信息披露问题等。随着“全链条监管制度”的建设，政策法规对市场参与者的行为约束力进一步加强，自律组织的监管和服务功能得到强化，各参与方的行为将进一步规范。其中，2021年发布修订后的《证券公司公司债券业务执业能力评价办法（试行）》，明确债券业务的人员与制度保障（15分）、业务能力（25分）、合规展业（20分）、风控实效（20分）、市场秩序维护（10分）和服务国家战略（10分）共计六项评价指标，合规展业和债券风险管理实效指标各占比20%，合规展业指标项得分为0或者得分为负数的证券公司将直接划为C类。

3、进一步完善债务违约处置机制

在债券风险处置方面，《指导意见》在前期政策基础上进行总结，明确可使用债券管理工具。第一，坚持“市场化、法治化、多元化”的处置原则。第二，健全违约债券转让机制，完善**债券购回、债券置换、回售转售**等债务管理工具相关制度安排。支持在**债券展期、债务重组**等方式。第三，推动金融机构债权人委员会、破产重整等方式有效出清违约债券。第四，**加强与地方政府的沟通合作**，进一步提升防控工作合力。

2020 年来，受疫情影响，债券违约呈现出“主体级别高、存续债券多，化解难度大”的特征，为此，在违约债券转让机制建设外，引入债券置换、债券回购等市场化债务管理工具，同时，加强回售转售机制的利用。针对规模较大，处置难度较大的企业推动金融机构债权人委员会、破产重整等方式的应用。其中，为提高重整效率，引入预重整制度。但目前，上述机制多在起步期，风险债券处置仍以债券展期为主。2022 年，受境内外债务到期债务规模大影响，部分房地产企业对境内外债券进行整体债务重组，以缓解流动性压力，例如、绿地、富力等。同时，地方政府在区域重点企业风险化解中的作用加强，包括协调风险项目资金、金融机构资金支持以及战略投资者等方式。

4、完善投资者保护制度安排，推广运用投资者保护条款

《指导意见》明确完善投资者保护制度安排。第一，以突出**专业投资者**要求为重点，完善适应不同债券类型和风险特征的投资者适当性管理制度。第二，加强投资者教育服务，引导投资者提高风险识别和管理能力，**自主判断投资价值**，理性作出投资决定。第三，健全公司债券受托管理、持有人会议等投资者保护制度，**推广运用投资者保护条款、持有人会议规则等示范文本**。

《指导意见》强调投资者适当性管理制度以专业投资者为重点，符合当前推动专业投资者发展的政策要求。根据《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法（2022 年修订）》，专业投资者可以认购及交易在本所上市交易或者挂牌转让的全部债券，而普通投资者可以投资的品种限定在一定风险内，包括国债、地方债、政策性银行金融债、政府支持机构债券、资信状况《公司债券发行与交易管理办法》第十六条规定标准的面向普通投资者公开发行的公司债券、根据注册机关规定面向机构投资者和个人投资者交易的企业债券。

表 2 《公司债券发行与交易管理办法》中普通投资者相关规定

相关标准
资信状况符合以下标准的公开发行公司债券，专业投资者和普通投资者可以参与认购： (一) 发行人最近三年无债务违约或者延迟支付本息的事实； (二) 发行人最近三年平均可分配利润不少于债券一年利息的 1.5 倍； (三) 发行人最近一期末净资产规模不少于 250 亿元； (四) 发行人最近 36 个月内累计公开发行债券不少于 3 期，发行规模不少于 100 亿元； (五) 中国证监会根据投资者保护的需要规定的其他条件。 未达到前款规定标准的公开发行公司债券，仅限于专业投资者参与认购。

资料来源：公开资料

在投资者保护机制中，受托管理人制度和持有人会议是两个核心制度，且相关机制以发行文件约定为基础。随着投资者保护力度的加强，投资者保护性条款的应用显著加快，成为风险处置的重要依据。2021 请务必阅读正文之后的免责声明

年 8 月以前，由于交易所市场对投资者保护条款的应用未作出引导，存续债券中多未使用。2021 年 8 月，沪深交易所发布《公司债券发行上市审核业务指南第 2 号——投资者权益保护（参考文本）》，首次明确交易所投资者保护条款等示范文本，将有利于推动交易所债券存续期风险管理，提高投资者保护。

三、总结及展望

整体来看，《指导意见》主要是总结归纳前期政策和经验，为交易所市场注册制发展提供阶段性框架指导文件。坚持市场导向，以市场化偿债风险管理为核心，以偿债能力为信息披露重点，构建全链条风险监管制度，简政放权，强化事中事后管理，完善分类监管。同时，进一步完善风险处置机制和投资者保护制度安排。

短期看，全链条监管制度的确立，和违法违规处罚力度的加强，将对发行人、中介机构行为产生较大影响，推动合理融资、合规展业。同时，分类监管将有利于重点领域（科技创新、绿色低碳、乡村振兴等）企业融资，控制企业不合理融资风险。随着保护性条款等示范文本的发布，借助受托管理人和持有人会议制度，交易所债券投资者保护力度、参与方的履约意识将有所加强。在违约处置方面，当前企业风险集中度高，处置难度大，需要政府积极参与协调，债券展期和债务重组依然是主要形式。债券置换、回售转售、违约债务转让等机制的发展，有赖于专业投资者的增加、企业主动风险管理意识的提升。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳

地址：深圳市深南大道 7008 号
阳光高尔夫大厦（银座国际）
三楼

邮编：518040

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

北京

地址：北京市朝阳区建国路世
茂大厦 C 座 23 层

邮编：100022

电话：010-66216006

传真：010-66212002

上海

地址：上海市浦东新区民生路
1299 号丁香国际商业中心西塔 9
楼 903 室

邮编：200120

总机：021-51035670

传真：021-51917360

湖南

地址：湖南省长沙市雨花区湘
府东路 200 号华坤时代 2603

邮编：410000

电话：0731-84285466

传真：0731-84285455

江苏

地址：南京市建邺区江东中路
108 号万达西地贰街区商务区
15 幢 610 室

邮编：210000

电话：025-87781291

传真：025-87781295

四川

地址：成都市高新区天府大道北
段 869 号数字经济大厦 5 层 5006
号

邮编：610000

电话：028-82000210

山东

地址：山东自由贸易试验区济
南片区经十路华润中心 SOHO
办公楼 1 单元 4315 室

邮编：

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

吉林

地址：吉林省长春市南关区人
民大街 7088 号伟峰国际商务广
场 2005 室

邮编：130000

电话：0431-85962598

陕西

地址：西安高新区唐延路 22 号
金辉国际广场 902 室

电话：029-88626679

传真：029-88626679

香港

地址：香港中环皇后大道中 39 号
丰盛创建大厦 10 楼 1002 室

电话：+852 36158343

传真：+852 35966140