

公司债、企业债发行注册制正式实施， 我国债市市场化改革取得新突破

2020. 3.11



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

公司债、企业债发行注册制正式实施，我国债市市场化改革取得新突破

联合资信债券市场研究部 孙健 夏妍妍

近年来，我国金融领域持续推行简政放权，监管部门出台了一系列举措大幅精简审批备案事项，优化审批备案流程，提高监管透明度。2020年3月1日，《中华人民共和国证券法》（以下简称“新《证券法》”）正式实施，根据国务院办公厅关于贯彻实施新《证券法》的工作安排，证监会和发改委分别发布通知，明确公司债公开发行以及企业债发行实行注册制，并规定了发行受理、审核等相关业务要求。随后，沪深交易所、中债登分别发布相关业务安排的通知。2020年3月2日，新《证券法》正式实施后的第一个工作日，沪深交易所合计受理了5个公开发行公司债项目，首批“注册制”公司债券正式落地。公司债、企业债发行注册制的正式实施标志着我国债市发行注册制的全面推行，债市市场化改革取得新突破。在当前中国经济结构性调整以及受到新冠疫情不利影响的双重压力下，公司债、企业债发行注册制的实施也体现了监管层宽信用的政策导向，有利于降低企业融资难度，提高企业融资效率，支持实体经济增长。

债券发行注册制全面推行，发行效率显著提高，债券市场化程度将显著提高

我国证券发行的注册制改革经历了一个较长的发展过程：1990年中国证券市场诞生，对证券发行实行审批制，行政审批主导证券发行；1999年我国第一部《证券法》颁布，证券发行由审批制过渡到核准制，向市场化方向迈进。多年来监管部门对一些券种的发行制度进行了探索，为注册制的全面推行积累了重要的制度和实践基础。随着公司债和企业债完成由核准制向注册制的转变，我国债券市场主要信用债中，除金融机构债以外，短融、超短融、中票、企业债、一般公司债（即公开发行的公司债）、信贷资产支持证券、资产支持票据均已实行注册制，私募债、同业存单、企业资产支持证券实行备案制，信用债市场已基本实现向备案制/注册制的市场化转型，债券市场化程度将显著提高。

从审核的严格程度来看，核准制更严，备案制/注册制较松。在核准制下，证券从审核的

严格程度来看，核准制更严，备案制/注册制较松。在核准制下，证券监管机构不仅要申报文件的真实性、准确性和完整性进行审查，还要对发行人的营业性质、财务状况、发行数量和价格等条件进行实质性审查，并据此做出是否核准申请的决定。备案制下，监管机构不进行实质性审查，且私募债和企业资产支持证券发行均为事后备案，如私募债备案“不代表协会合规性审查，不构成市场准入”。注册制下，证券监管机构只对申报文件的真实性、准确性和完整性作形式审查，且为事前注册。根据证监会的安排，证券交易所负责对公司债公开发行的受理、审核，报证监会履行发行注册程序；根据发改委的安排，中债登为企业债发行的受理机构，中债登和银行间市场交易商协会为审核机构，发改委对企业债券受理、审核工作及两家指定机构进行督导，并在法定时限内履行发行注册程序。发改委还取消了企业债券申报中的省级转报环节，企业债发行将更加便捷。相比核准制，注册制大幅简化了审批程序，将显著提高债券发行效率。

债券发行条件放宽利于企业融资，债市支持实体经济直接融资能力增强

新《证券法》规定，公开发行公司债券应符合“具备健全且运行良好的组织机构”“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”以及“国务院规定的其他条件”三个要求，删除了对筹集资金投向、债券利率、发行人的净资产规模和累计债券余额占净资产比例四个方面的要求，新增了对发行人的组织机构的要求。其中，最重要的变化之一就是放宽了公司债、企业债的发行条件，一是取消了原证券法要求的“公司公开发行债券，股份有限公司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”的规定，为轻资产企业、中小微企业、新兴产业企业和科创企业等开辟了新的融资渠道，也能够更好服务于当前实体经济的现实需要；二是取消了原证券法要求“累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十”的规定，既能避免对不同行业企业因财务杠杆存在显著差异的“一刀切”，也有利于缓解为扩大债券融资规模而通过财务造假扩大净资产规模的问题。

取消净资产限制以及累计债券余额限制具有重大意义。一方面，对于公司债、企业债发行的增加以及缓解目前一些企业的信用风险都具有积极意义，尤其在当前稳投资、稳增长以及实施注册制的背景下企业债或迎来显著增长。另一方面，发行限制的放宽使得企业融资自主权更大，债券发行的市场化程度更高。当然这也是双刃剑，发行自主权扩大就意味着要强

化自我约束，投资者要自我承担更多投资风险。在目前经济存在下行压力以及违约发生常态化背景下，发行人更应当进行科学决策而不能盲目融资。为了控制此类风险，国务院办公厅《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》也明确要求，“申请公开发行公司债券的发行人，除符合证券法规定的条件外，还应当具有合理的资产负债结构和正常的现金流量”。因此，发行人须进一步加强自身流动性管理、债务管理、投融资管理，提高财务管理水平，提高资金宽裕度，同时做好压力测试和危机应对预案。此外，目前监管机构及相关自律组织在债券流通、投资的门槛方面仍对信用评级有要求，因此债券发行条件的放宽主要将使中高信用等级主体受益。

强化事中、事后监管，对证券服务机构履职尽责和投资者提出更高要求

信息披露的真实、准确和完整是注册制运行良好的重要前提条件。此次改革在放宽发行限制的同时，明确了以信息披露为核心的注册制监管理念，并提高违法违规处罚力度，压实各参与方法律责任。信息披露方面，相关监管机构明确指出发行人是信息披露的第一责任人，应当遵循真实、准确、完整、及时、公平的原则，按照法律法规及有关规定，通过指定的渠道披露信息，并承担相应的法律责任。承销机构、信用评级机构、会计师事务所等中介机构应勤勉尽责、诚实守信，对债券发行人进行充分的尽职调查，协助做好信息披露等工作，对所出具的专业报告和专业意见负责。提高违法违规处罚力度方面，新《证券法》显著加大了对债券发行参与方违法违规的处罚力度，如在第一百八十一条中规定发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，尚未发行证券的罚款由原来的“三十万元以上六十万元以下”提升至“二百万元以上二千万元以下”；已发行证券的，罚款由原来非法所募资金金额的“百分之一以上百分之五以下”提升至“百分之十以上一倍以下”；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，罚款由原来的“三万元以上三十万元以下”提升至“一百万元以上一千万元以下”。此外，新《证券法》还明确了证券服务机构的民事责任，为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告以及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，如有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，除能证明自己没有过错外，应当与委托人承担连带赔偿责任。

对证券服务机构来说，债券发行注册制的全面推行对证券服务机构履职尽责能力提出了

更高要求，法律责任风险显著增加。各类证券服务机构都应积极转变服务理念、完善工作流程和方法。评级机构应当持续完善评级技术和方法，提高评级质量，更好揭示信用风险。对投资者来说，新《证券法》新增了“投资者保护”一章，对投资者分类、投资者保护机构、保护机制等做出了明确的规定，有利于更好地保护投资者的合法权益。但同时也必须看到，随着注册制的实施，监管机构仅对发行材料进行“形式性”审查，客观上对投资人辨别、研究发行人信息真实性、准确性等方面的能力提出了更高要求，在债券市场违约常态化的背景下，投资者应正确认识风险和收益的关系，树立风险自担、损失自担的投资理念，不断提高风险识别、风险控制能力，必须更多关注企业的资产负债结构（可用资产负债率和全部债务资本化比率等指标来衡量）和现金流量（可用现金流及其与债务的关系来衡量），并积极运用法律手段维护自己的合法权益。

配套政策将陆续落地，相关体制机制仍待完善

目前，相关受理、审核机构尚未出台注册制配套细则，改革要求与现有一些发行规则和指引也存在需要相衔接的问题，有关监管部门明确表示将尽快制定受理业务流程等配套制度，适时对外发布，预计将会很快出台。此外，为了维护债券市场的健康平稳发展，建议监管层从以下几方面继续完善相关体制机制：

一是推动信用风险衍生品市场发展，促进信用风险的揭示和对冲。我国信用风险缓释工具仍处于初级阶段，产品结构相对简单，二级市场流动性较差，交易尚不活跃，未来应继续加强信用衍生品定价理论研究，探索适合我国市场的信用风险缓释工具定价模型，同时采取措施继续鼓励信用风险缓释工具的创设与交易，发挥信用风险缓释工具的积极作用。

二是进一步完善违约判定标准及违约后处置法治化建设，提升处置效率，保护投资人合法权益。近期，我国债市花式违约层出不穷，对违约的判定分歧较大，投资者因无法确认违约事件而难以采取有效的法律措施等，市场对失信者的约束力量弱化。虽然债券匿名拍卖、到期违约债券转让业务以及特定债券转让结算服务的推出丰富了债券违约后续处置方式，也有利于投资者保护，但我国仍缺乏法律层面关于债券违约后债权人权益保护的相关规定，建议从法律层面为违约后处置以及投资者权益保障提供依据，强化违约对发行人的威慑力和惩罚力度。

三是拓展双评级适用范围。双评级对丰富投资者的信息选择、减少信息不对称、提升评级质量等方面具有积极作用，在债券发行注册制全面推行、债市扩容的背景下，监管层应择机推动债券双评级制度，更好地发挥信用评级揭示信用风险的作用。

总体来看，新《证券法》将显著提高我国债券市场的发行效率并拓宽相关企业的融资渠道，以信息披露为核心的注册制监管进一步压实相关参与方的法律责任，给证券服务机构和投资者都带来了更大挑战。作为我国债市发展过程中的重要历史性事件，债券发行注册制的全面推行将推动债市相关体制机制不断完善，相关配套政策也将陆续出台，我国债券市场将朝着更加市场化、法治化的方向发展。