

聚焦公司债发行典型问题 把好债券风险管控入口关

——交易所公司债券审核新规解读

东方金诚研究发展部高级分析冯琳 分析师于丽峰

2021年4月22日，沪深交易所分别发布《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》和《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》（以下合并简称《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作出规定。《指引》围绕组织机构和公司治理、经营情况、财务状况、特定情形发行人等方面，明确了需审慎确定申报规模和募集资金优先用于偿还存量公司债券的若干情形，同时强化了信息披露和风险提示要求，体现了扶优限劣、防范过度融资风险的监管思路。《指引》与近期防范化解地方政府隐性债务风险、降低房地产行业杠杆率、加强信用债市场信息披露与压实中介责任等政策一脉相承，有利于强化重点领域风险防控，保护投资者合法权益。

东方金诚对此解读如下：

1. 《指引》的适用范围既包括公开发行公司债券的发行上市审核，也包括非公开发行公司债券的挂牌条件确认。

尽管《指引》名称为“公司债券发行上市审核规则适用指引（审核业务指引）”，但《指引》明确除公开发行公司债券的发行上市审核外，非公开发行公司债券的挂牌条件确认也参照适用。从背景来看，截至2021年4月23日，交易所公司债存量规模为9.22万亿，其中私募债存量规模4.56万亿，占据公司债市场半壁江山。更为重要的是，由于私募债发行条件相对宽松，发行主体资质较公募公司债明显偏低，其存量规模中，主体评级AA级占比37.3%（公募公司债这一比例仅为3.9%）。从近期增量情况看，一季度交易所私募债净融资额2660亿，远高于公募公司债的仅12亿，其中主体评级AA级占比61.7%。私募债市场的持续“膨胀”和主体资质较弱带来的风险积聚，要求加强对私募债发行的风险防控，此次《指引》明确指出适用范围包括私募债，即具有较强的指向性。

2. 《指引》强化了发行人针对性信息披露和风险提示要求，明确了需审慎确定申报规模和募集资金应优先偿还存量公司债券的若干情形

《指引》重点关注发行人组织机构运行及公司治理情况、经营情况、资产负债结构与现

金流量等财务状况，并围绕上述关注点明确了发行人应加强针对性信息披露和风险提示、审慎确定公司债券申报规模以及募集资金应优先用于偿还存量公司债券的若干情形（详见附表）。我们提示关注以下要点：

- (1) **《指引》明确了发行人控股股东、实际控制人和董监高相关信息披露的重点**，包括涉嫌违法违规、被采取强制措施或存在严重失信行为、存在重大负面舆情、高比例质押、冻结或发生诉讼仲裁、董事和高管变动频繁或变动人数比例较大等事项。“重大负面舆情”又包括频繁受到监管关注或问询、面临大额诉讼、存在被媒体质疑的重大事项，其中，“被媒体质疑”提示发行人关注媒体公关和舆情管理的重要性。
- (2) **《指引》关注发行人非经营性往来占款和资金拆借相关事项**。在《指引》中，交易所首度明确提出对非经营性往来占款和资金拆借余额的量化审核要求。规定发行人非经营性往来占款和资金拆借余额超过最近一年未经审计总资产3%的，应充分披露并作风险提示；超过5%的，应承诺债券存续期内不新增非经营性往来占款和资金拆借余额；超过10%的，募集资金原则上应用于偿还存量公司债券。
- (3) **《指引》关注发行人有息债务结构，对非标融资、短期债务占比较高的发行人加以限制**。《指引》明确，若发行人同时存在银行借款余额低于有息负债总额的30%、银行借款与公司债券外其他公司信用类债券余额之和低于有息负债总额的50%这两种情形的，募集资金应优先用于偿还存量公司债券。换言之，如果发行人非标融资占有息负债比例过半，则募集资金用途将会受到限制。在今年为资管新规过渡期最后一年、非标继续压降的大环境下，需警惕非标融资占比较高的发行人信用风险。
- (4) **《指引》规定发行人非公开发行公司债券余额占净资产比例达到40%，再次申请非公开发行公司债券的，募集资金应用于偿还存量公司债券**。按照新《证券法》的要求，公司债发行取消了“累计债券余额不超过公司净资产40%”的限制，《指引》重提40%红线限制，但相较“累计债券余额”，“非公开发行公司债券余额”针对的是私募债规模较大的情况，这也对应前文所述此次《指引》明确指出适用范围包括私募债，对于防控私募债发行风险具有较强的指向性。
- (5) **《指引》关注发行人非流动性资产和受限资产占比过高以及“存贷双高”情形**。《指引》规定，发行人非流动资产占总资产的比例显著高于同行业可比企业的、权利受限制的资产账面价值超过总资产50%的，应强化针对性的信息披露，后者还需审慎确定债券申报规模。同时，若发行人“存贷双高”，应详细说明具体原因及合理性。

“存贷双高”背后可能存在财务造假、关联方大额占款或未披露的大额受限资金等情况，强化“存贷双高”相关信息披露，体现了对投资者权益的保护。

3. 《指引》明确了特定情形发行人的特殊信息披露及相关核查情况，对“子强母弱”、低于AA级（含）的城投和“踩红线”房企三类特定情形发行人予以重点关注。

根据《指引》要求，针对经营成果主要来自子公司的投资控股型发行人，应结合母公司资产受限、资金拆借、有息负债、对核心子公司控制力、股权质押、子公司分红政策、报告期内实际分红等情况披露投资控股型架构对发行人偿债能力的影响。若发行人母公司单体资产质量较低、盈利能力较弱、有息债务负担较重的，即出现“子强母弱”情形的，应审慎确定公司债券申报规模，募集资金应优先用于偿还存量公司债券。

城投方面，《指引》明确总资产规模小于100亿或主体信用评级低于AA（含）的城投平台，应采取调整债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化偿债保障能力。这意味着，小规模、低评级城投公司债发行受到限制，其中负债率高、短期债务到期规模大以及非标融资占比较高的主体债务滚续压力加大，提示关注该类型城投平台非标或私募债违约风险。

房企方面，《指引》规定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，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。《指引》所述情形恰好对应房企“三道红线”，即要求“踩红线”房企强化偿债保障。

此外，《指引》要求发行人首次申请发行公司债券的、报告期内曾发生公司债券或其他债务违约或延迟支付本息的发行人、报告期内发行人主体信用评级下调的，以及发行人短期债券余额占比显著高于同行业可比企业，且报告期内短期债券余额呈大幅增长趋势的，应审慎确定公司债券申报方案。

4. 《指引》对存在信用风险隐患的重点领域公司债发行规模和资金使用的要求，与防范化解地方政府隐性债务风险、降低房地产行业杠杆率等政策一脉相承，将对相关主体债券融资行为和信用债市场结构产生重要影响。

城投方面，今年以来，政策对于地方政府隐性债务风险的关注度提升。3月15日，国常会首提“政府杠杆率要有所降低”，剑指地方政府隐性债务；4月8日，财政部部长刘昆在《人民日报》发表署名文章《努力实现财政高质量发展》，文中着重谈及地方政府隐性债

务风险、“保工资、保运转、保基本民生”风险和金融风险三大领域风险；4月13日，国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，首提“把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩”。

与“严控隐性债务增量”、“降低政府杠杆率”的政策思路一脉相承，《指引》明确城投平台申报发行公司债券，不得新增地方政府债务，同时对小规模、低评级城投平台公司债发行加以限制，以防范过度融资风险，这将对相关主体融资行为产生重要影响。我们关注到，截至2021年4月23日，存量公司债中主体评级为AA级的城投债¹数量占比20%，债券余额占比13%，其中私募债在所有主体评级为AA级的城投公司债中占比超过97%。同时，今年一季度信用债市场净融资几乎全部由城投债贡献²，主体评级AA级城投债净融资规模占全市场的27%，其中80%为交易所私募债。此番《指引》明确城投平台“总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA（含）的……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”，AA级城投公司债净融资规模和占比相对较高的情况或出现逆转。

房企方面，在“房住不炒”的总基调下，去年下半年以来房地产调控持续加码，房地产金融政策亦全面收紧，房企控负债、降杠杆压力加大。尤其是去年8月开始试点的“三道红线”融资新规（剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、现金短债比小于1）以及去年末针对银行的房地产资产占比压降“两道红线”（房地产贷款占比、个人住房贷款占比），令房企债权融资受限。从交易所债券市场来看，今年一季度房地产公司债净融资规模已经转负，因此，《指引》对房企发行人的要求更多体现在偿付风险防范和偿债保障机制建设上。

最后值得一提的是，近年来，在公司信用类债券部际协调机制框架下，交易所和银行间债券市场规则统一不断推进。从注册制改革、信息披露到中介机构监管等政策发布情况看，两市场监管协调程度不断提高，监管套利空间正逐步消失。因此，从监管配合的角度看，后续银行间债券市场相关政策或将跟进，可能会针对中票、（超）短融、定向工具发行人推出与《指引》相匹配的审核标准。

¹ Wind口径城投债。

² 据Wind数据，2021年一季度信用债（含企业债、公司债、中票、（超）短融和定向工具）净融资额6671亿，城投债净融资额6397亿。

附表 1 《指引》规定需审慎确定公司债券申报规模的情形

1	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
2	最近一期末发行人对外担保余额超过当期末净资产
3	报告期内发行人有息债务结构发生大幅变化
4	报告期内发行人短期债务占比显著上升或最近一期末有息债务构成以短期债务为主
5	发行人合并报表范围内公司债券存量余额较大且存在显著债务集中兑付压力
6	发行人非公开发行公司债券余额占最近一期末净资产比例达到 40%，再次申请非公开发行公司债券
7	报告期内有息负债余额年均增长率超过 30%、最近一年末资产负债率超过行业平均水平且速动比率小于 1；最近一年末资产负债率、有息负债与净资产比例均超出行业平均水平的 30%
8	最近一期末发行人权利受限制的资产账面价值超过总资产 50%
9	发行人盈利能力缺乏可持续性且显著影响偿债能力的
10	发行人母公司单体资产质量较低、盈利能力较弱、有息债务负担较重的
11	城市建设企业总资产规模小于 100 亿元或主体信用评级低于 AA（含）的

附表 2 《指引》规定募集资金应优先用于偿还存量公司债券的情形

1	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
2	发行人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 10%
3	银行借款余额低于有息负债总额的 30%；银行借款与公司债券外其他公司信用类债券余额之和低于有息负债总额的 50%。
4	发行人偿债能力因有息债务结构变化受到显著不利影响
5	报告期内发行人短期债务占比显著上升或最近一期末有息债务构成以短期债务为主
6	发行人合并报表范围内公司债券存量余额较大且存在显著债务集中兑付压力
7	发行人非公开发行公司债券余额占最近一期末净资产比例达到 40%，再次申请非公开发行公司债券
8	报告期内有息负债余额年均增长率超过 30%、最近一年末资产负债率超过行业平均水平且速动比率小于 1；最近一年末资产负债率、有息负债与净资产比例均超出行业平均水平的 30%
9	发行人盈利能力缺乏可持续性且显著影响偿债能力的
10	发行人母公司单体资产质量较低、盈利能力较弱、有息债务负担较重的
11	城市建设企业总资产规模小于 100 亿元或主体信用评级低于 AA（含）的