

答审稿专家的宝贵意见

第一份外审

审稿意见（一）：

“第二章 民营企业信用债融资困境分析”引言部分有些空泛，建议适当列举重要的法规、政策、文件，以增强论证。

修改说明：

感谢审稿专家的建议，我们在分析民营企业信用债融资困境时发现虽然党中央、国务院多年来始终高度重视民企的融资问题，也出台了一些政策，但民营企业信用债仍然陷入困境。根据专家的建议我们重新梳理了近年来支持民企融资政策性文件，对我们深入分析民企信用债的困境有所裨益。详情如下。

【详见纸刊第 57 页“二、民营企业信用债融资困境分析”】

近年来，党中央、国务院始终高度重视民营企业的发展，先后发布《关于加强金融服务民营企业的若干意见》《中共中央、国务院关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》等重磅举措支持民营经济高质量发展。为贯彻党中央、国务院关于支持民营企业发展的决策部署，进一步完善民营企业债券融资支持机制，人民银行、发展改革委、证监会和银行间市场交易商协会先后推出一系列政策措施，通过优化机制、创新品种、强化增信、减免费用等多种方式持续加大对民营企业债券融资的支持力度，增强服务民营经济发展质效。但受多重因素影响，当前民营企业债券融资仍处困境之中。

审稿意见（二）：

“第二章 民营企业信用债融资困境分析——（三）信息披露要求执行不到位”建议适当引入“内部人”和“外部人”理论。

修改说明：

感谢审稿专家的建议，本文在分析信息披露相关问题时，基于债券承销及投资实务中的感受，从债权人相比股东而言一般无法参与到企业经营决策中来分析债权人的信息不对称问题，专家提到的“内部人”和“外部人”理论给我们以理论指导，使我们的论证更为有力。详情如下。

【详见纸刊第 59 页“（三）信息披露要求执行不到位”】

与股东作为公司“内部人”有权通过股东大会管理公司事务不同，公司信用类债券持有人作为债权人，属于公司“外部人”范畴，与发行人之间只是普通的债权债务关系，无权参与或干涉企业经营管理，很难对发行人真实的经营和财务状况有全面准确的了解，因此信息披露制度就成为债券市场尤其是公司信用类债券市场最重要的基础性制度之一。信息披露的相关制度办法有助于提升债券市场法治化水平，能够帮助投资者做出合理的投资判断，促进形成合理的信用风险定价，提升资源配置的有效性及信息透明度，推动债券市场持续健康发展。

审稿意见（三）：

“第二章 民营企业信用债融资困境分析——（四）投资人保护制度履行不严格”适当枚举投资人保护条例，补充持有人会议制度修订情况，如《证券法》等。

修改说明：

感谢审稿专家的建议，本文撰写投资人保护制度基于业务实操，在专家的建议下重新梳理了历年相关制度，并枚举了制度的关键性修订，使文章更具条理。详情如下。

【详见纸刊第 59 页“（四）投资人保护制度履行不严格”】

自 2014 年首只民营企业债券违约后，违约债券规模逐年上升，为加强投资人保护，促进债券市场稳定健康发展，银行间市场交易商协会及中国证券业协会先后发布《投资人保护条款范例》《公司债券投资者保护条款范例（征求意见稿）》等多项投资人保护条例，就交叉违约保护、财务指标承诺、限制性事项、控制权变更等均制定了相应条款以保障投资人的权益。然而在业务实操中，发行人在拟定投资人保护条款时所设置的指标或事项缺乏约束或难

以触发、保护条款不具备针对性的问题普遍存在，部分投资人保护制度的设计更是存在一定争议。“21 某定长城 MTN001”约定每季度末的未偿还债务融资工具余额占最近一期负债总额的比例不超过 60%，“21 某昆控股 SCP004”约定未偿还债务融资工具余额与未偿还银行贷款余额的比例不超过 100%，上述事先约束条款仅约定了债务融资工具这一单一品种融资余额的比例规模，发行人可通过发行其他债券产品或为子公司担保发债的方式规避该条款，无法起到真正防止发行人过度举债的作用。“21 某业源 MTN002”约定发行人质押下属上市公司健康元股权的比例不高于 60%。然而目前发行人实际所质押的健康元股数仅占其持股总数的 8.45%（数据来源 ifind），远低于该条款所设置的比例，条款毫无约束力，形同虚设。“21 某希望 SCP004”交叉违约条款设置的违约金额为 10 亿元，而目前市场存量债券中交叉违约条款所设置的违约金额一般为 0.5 亿至 1.0 亿元。交叉违约条款触发金额设置过高将导致无法触发以保护债券持有人的权益。

同时，投资人保护条款在触发后也有赖于召开持有人会议才能实现对投资人权益的保护。虽然近年来，《证券法》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》《公司债券发行与交易管理办法》等均对债券持有人会议制度进行了多次修订完善，然而在投资人保护条款触发或违约实际发生时，发行人不严格遵守持有人会议相关规程的案例仍层出不穷。在某航违约事件中，某航集团未严格遵守持有人会议相关规则，临时召开持有人会议，要求对债券本息延期的议案火速进行表决，未提前公告议案内容，且只在会议半小时前邮件通知债券持有人参会，最终联合主要债权人不顾其他债权人的质疑对“13 某航债”进行了“强行延期”，引发了市场投资人的不满和市场争议。

审稿意见（四）：

“2. 完善债券持有人会议制度”的建议仍显宽泛。缺乏结合具体的《公司法》《证券法》等法律法规的协同修订来使方案落地，仅有“空泛原则”的提议显然不够。

修改说明：

感谢审稿专家的建议，我们在完善持有人会议制度中提出从立法角度提升持有人会议决议的效力，但并未深入结合《公司法》《证券法》，我们充分的研究了《公司法》《证券法》历年来的修订沿革以及信用债交易所对于持有人会议制度的相关规章，我们按照专家建议，结合上述法律法规完善了相关章节。详情如下。

【详见纸刊第 62 页“（三）强化投资人保护机制”——“2. 完善债券持有人会议制度”】发行人触发投资人保护条款或其他违约责任时，债券持有人会议将对相关救济或豁免措施进行表决以保护投资人权益。然而目前我国信用债的持有人会议制度仍具有一定缺陷，在我国现有法律规章中，《公司法》并未提及任何关于债券持有人会议的规定，涉及债券持有人会议的只有《证券法》和《公司债券发行与交易管理办法》，并且《证券法》对债券持有人会议也仅是原则性的规定，并未对会议的召集程序等事项作出强制性规定。同时，《深圳证券交易所公司债券上市规则（2018 年修订）》《上海证券交易所公司债券存续期业务指南第 1 号——公司债券持有人会议规则（参考文本）》和《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》等行业规范虽然对持有人会议的召集、表决以及决议等环节制定了相应的规范，但均未对存在程序与内容瑕疵的持有人会议决议效力问题进行明确规定。当前，我国《公司法》修订工作正在紧密推进，为进一步完善债券持有人会议制度，提升债券持有人会议决议效力，建议在《公司法（修订草案）》第 9 章之“公司债券”中对债券持有人会议的召集、通知、决策生效条件与决策程序、决策效力范围等重要事项作出强制性规定，并对存在程序与内容瑕疵的情形下所通过决议的效力问题予以规定，以充分保护债券投资人合法权益。

另一方面，由于现行持有人会议制度的会议决议是由发行人或受托管理人聘任的律师签字确认，在现行制度下，持有人会议律师的独立性较易受到影响，建议借鉴日本债券市场的持有人会议制度，在债券持有人会议形成决议后，由法院对决议的程序、内容以及合法性进行审查，加强持有人会议决议的法律效力，而非仅由发行人、受托管理人聘请的律师对其发表法律意见，充分保护债券持有人的合法权益。

第二份外审

审稿意见（一）：

摘要减少背景性介绍，增加文章主旨内容，例如：对民营企业债券发行进行了哪些统计、民营企业融资困难的原因有哪些，相关政策建议是什么。

修改说明：

感谢审稿专家的建议，已修改文章摘要，详情如下。

【详见纸刊第 55 页“摘要”】

民营经济是我国非公有制经济的主要组织形式，在我国经济社会发展中的地位举足轻重。但与民营经济在社会主义市场经济中的贡献程度不匹配的是，近年来民营企业在债券市场中的参与度却持续弱化。本文对近十年来我国民营企业公司信用类债券（以下简称“信用债”）的发行规模、主体结构、评级结构、期限结构等情况进行了梳理统计，并从违约潮、评级模式、信息披露、投资人保护等角度分析民营企业陷入债券融资困境的原因，最后就如何破解民营企业债券融资困境在重塑信用评级体系、完善信息披露制度、强化投资人保护、培育多元化投资人结构等方面提出了具有实效性的建议及措施。

第三份外审

审稿意见（一）：

“发行人付费评级模式制约”一节里，给出评级频繁上调、评级虚高、评级下调滞后等，这些都是现象，没有建立严谨模型或引用相关文献来论证这些现象为什么就是投资人付费模式导致的。

第四份外审

审稿意见（一）：

发行人付费评级模式的制约如何影响民营企业发债，逻辑上没有说清楚。评级上调频繁、评级虚高等现象不仅仅出现在民营企业同样也出现在国有企业。而且如果是调高，应该是有利于发行啊此外，国内国际评级差异同样不仅仅存在于民营企业，也存在国有企业，建议逻辑要理顺。

修改说明：

感谢审稿专家的宝贵意见，本文撰写之初根据业务实务以及数据统计认为发行人付费评级模式下，存在“评级选购”“评级迎合”等现象，多年来发行人评级频繁上调并导致评级存在虚高，结合评级下调滞后的现象，外部评级的风险预警、减少信息不对称的参考效果已被大幅削弱，影响投资人投资民营企业的决策。结合专家的建议，为重点分析民企信用债困境，我们删除了评级上调频繁、评级下调滞后等相关易混淆逻辑的章节，直接通过对比民营企业的外部评级、中债隐含评级以及国际评级之间的差异，揭示出民营企业的外部评级存在虚高，外部评级的虚高导致民营企业信用评级失去了其风险识别和定价的重要参考作用。详情如下。

【详见纸刊第 58 页“（二）发行人付费评级模式制约”】

信用评级制度是债券市场重要的基础性制度之一，是减少债券信息不对称的关键机制。目前我国信用债评级主要采取发行人付费评级模式。在该模式下，由于评级费用由发行人支付，评级机构与发行人在商业关系上存在天然的不对等。在激烈的同业竞争下，评级机构容易出现重业绩轻评级质量的倾向，评级的独立性受到严重影响，甚至与发行人形成“默契”产生“评级迎合”及“评级选购”的现象，出现评级虚高的问题。

我国目前民营企业信用债发行主体评级大量集中于 AA+ 及 AAA，在 2022 年新发行信用债的 81 家民营主体中，AA+ 及 AAA 主体占比高达 85.19%，其中 14 家民营企业同时存在国内和国际评级。对比来看，14 家民营企业的国内主体评级为 AA+ 及 AAA 两个最高等级，而三大国际评级机构给出的评级结果则分布于投机级到投资级、B- 至 A 共 8 个等级。相同主体国内、国际评级机构评级结果的巨大差异反映出国内评级结果虚高成分较大。

表 6 2022 年部分民营企业国内、国际评级结果对比

序号	发行人	国内评级	国际评级
1	宁德时代新能源科技股份有限公司	AAA	Baa1

2	新城控股集团股份有限公司	AAA	BB-
3	浙江吉利控股集团有限公司	AAA	BBB-
4	江苏沙钢集团有限公司	AAA	BBB-
5	金科地产集团股份有限公司	AAA	B-
6	大连万达商业管理集团股份有限公司	AAA	BB+
7	美的集团股份有限公司	AAA	A
8	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	AAA	A-
9	新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司	AA+	B-
10	新湖中宝股份有限公司	AA+	B-
11	郑州中瑞实业集团有限公司	AA+	B3
12	广汇汽车服务集团股份有限公司	AA+	B-
13	韵达控股股份有限公司	AA+	Baa2
14	国厚资产管理股份有限公司	AA+	B3

数据来源：ifind，苏州农商银行整理。

从外部评级机构与中债市场隐含评级的对比来看，2022 年，69 个评级为 AA+及 AAA 民营发债主体的中债隐含评级分布在 CC 至 AAA 共 7 个档，且其中有 65 个主体的中债隐含评级结果明显低于外部评级，占比高达 94.20%，反映出国内外外部评级机构的评级结果虚高问题严重。

表 7 2022 年部分民营发债主体外部评级与中债隐含评级对比

外部评级	数量	中债隐含评级	评级主体数
AAA	32	AAA	1
		AAA-	3
		AA+	5
		AA	16
		AA-	3
		A+	3
		CC	1
AA+	37	AA	20
		AA-	10
		A+	6
		CC	1

数据来源：ifind，苏州农商银行整理。

对比国际评级、中债隐含评级结果反映出国内民营企业主体评级存在严重虚高问题，虽然上述问题在各行业发行人中均存在，但与偿债能力更多依赖当地财政实力的城投企业、公司治理相对更健全更合规的国有企业等相比，评级结果虚高问题对违约率本就更高的民营企业债券发行人影响更甚，这直接导致民营企业信用评级失去了其风险识别和定价的重要参考作用，直接加大了民营企业债券投资人减少信息不对称、有效识别风险、做出合理投资决策的难度，部分投资人因此也选择主动回避对民营企业信用债的投资，进而加剧了民营企业债券融资的困境，严重制约民营企业债券融资的发展。

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。

信用评级、信息披露与投资人保护

——基于民营企业债券融资困境的实证研究（附录）

表 1 2013—2022 年信用债发行情况

单位：亿元

规模	信用债总 发行规模	民企信用 债 发行规模	民企信用债 发行规模占 比	民企信用 债 净融资额
2013	35 059.14	2 673.70	7.63%	1 627.41
2014	50 218.78	3 319.47	6.61%	1 832.29
2015	68 322.42	7 637.70	11.18%	5 161.13
2016	84 147.78	10 833.60	12.87%	6 737.99
2017	53 542.32	5 954.77	11.12%	810.91
2018	71 852.05	5 470.44	7.61%	—1 639.37
2019	91 291.43	4 274.08	4.68%	—3 097.36
2020	117 736.58	5 789.01	4.92%	—1 849.16
2021	124 528.83	4 148.07	3.33%	—3 317.17
2022	118 987.28	2 658.94	2.23%	—1 376.22

数据来源：ifind，苏州农商银行整理。

表 2 2013—2022 年信用债发行主体结构统计

单位：家

项目	民营企业	央企	地方国企	其他类企业	合计
2013	418	249	962	108	1 737
2014	409	278	1 455	77	2 219
2015	383	308	1 533	130	2 354
2016	425	313	1 860	143	2 741
2017	339	192	1 488	73	2 092
2018	276	256	1 485	71	2 088
2019	206	280	2 043	64	2 593
2020	190	345	2 588	68	3 191
2021	128	318	2 737	57	3 240
2022	81	316	2 578	52	3 027

数据来源：ifind，苏州农商银行整理。

表 3 2013—2022 年民企信用债发行主体评级结构统计

单位：家

主体评级	无评级	AA-及以下	A+	AA+	AA-	总数
------	-----	--------	----	-----	-----	----

2013	32 9	29	53	6	1	418
2014	33 8	21	47	3	0	409
2015	17 9	30	13 7	31	6	383
2016	48	38	24 3	82	14	425
2017	34	27	18 6	75	17	339
2018	17	8	10 7	112	32	276
2019	9	11	50	99	37	206
2020	6	4	43	84	53	190
2021	5	3	21	57	42	128
2022	6	1	5	37	32	81

数据来源：ifind，苏州农商银行整理。

表 4 2013—2022 年民企债券期限结构统计

单位：亿元

期 限	1 年以 下	1 年	2 年	3 年	5 年	其 他 ¹
20 13	60.70	1 218.58	216.5 2	785.3 0	364. 90	27.7
20 14	195.1 0	1 674.91	337.5 7	888.6 2	190. 40	32.8 8
20 15	1 371.50	1 960.40	902.6 3	2 667.67	634. 50	101. 00
20 16	1 953.30	1 640.34	1 992.45	4 492.31	625. 70	129. 5

2017	1	954.4	881.2	2	118.00	25.00
2018	1	897.8	1	1	86.00	31.49
2019	1	491.8	1	1	44.00	110.40
2020	2	266.2	1	1	155.35	106.55
2021	2	295.3	862.1	632.6	0.00	11.00
2022	1	219.8	396.9	547.0	30.00	0.00

注：¹其他期限为一年以上非整数年度期限，其历年发行规模占比较小，为呈现更为直观的统计结果，全部归于其他期限内。

数据来源：ifind，苏州农商银行整理。

表 5 2013—2022 年民企信用债融资及违约情况

单位：亿元

年份	民企信用债发行规模	民企信用债违约规模	民企违约规模/总违约规模
2013	2 673.70	—	—
2014	3 323.77	1.70	60.50%
2015	7 637.70	57.61	69.04%
2016	10 833.60	91.79	27.17%
2017	5 954.77	114.82	54.57%

7			
2018	5 470.44	882.26	87.31%
2019	4 274.08	1 023.43	72.33%
2020	5 789.01	823.95	48.42%
2021	4 148.07	1 318.20	63.45%
2022	2 658.94	1 336.19	72.19%

数据来源：ifind，苏州农商银行整理。

表 6 2022 年部分民营企业国内、国际评级结果对比

序号	发行人	国内评级	国际评级
1	宁德时代新能源科技股份有限公司	AAA	Baa1
2	新城控股集团股份有限公司	AAA	BB—
3	浙江吉利控股集团有限公司	AAA	BBB—
4	江苏沙钢集团有限公司	AAA	BBB—
5	金科地产集团股份有限公司	AAA	B—
6	大连万达商业管理集团股份有限公司	AAA	BB+
7	美的集团股份有限公司	AAA	A
8	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	AAA	A—
9	新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司	AA+	B—
10	新湖中宝股份有限公司	AA+	B—
1	郑州中瑞实业集团有限公司	AA+	B3

1			
1 2	广汇汽车服务集团股份公司	AA+	B—
1 3	韵达控股股份有限公司	AA+	Baa2
1 4	国厚资产管理股份有限公司	AA+	B3

数据来源：ifind，苏州农商银行整理。

表 7 2022 年部分民营发债主体外部评级与中债隐含评级对比

外部评级	数量	中债隐含评级	评级主体数
AAA	32	AAA	1
		AAA—	3
		AA+	5
		AA	16
		AA—	3
		A+	3
		CC	1
AA+	37	AA	20
		AA—	10
		A+	6
		CC	1

数据来源：ifind，苏州农商银行整理。

该附录是所刊论文的组成部分，如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。