

“简化”与“有效”：以偿债能力为轴的 债券结构性信息披露

李晓晨 裘索夫 曾炯 汪鉴

摘要 信息披露是证券市场注册制的核心，也是资本市场顺利运行的关键环节，其连接了发行人、投资者、监管机构等多个市场参与方。历经多年的探索和发展，我国在境内债券市场的信息披露体系已日趋完善。本文通过对我国资本市场信息披露规则分析与对比，梳理债券信息披露的核心逻辑与重点、难点，指出信用债券市场信息披露应围绕发行人偿债能力这一核心要素。但当前，国内信息披露仍然存在股债差异性不强、风险提示和要点不清晰等不足。随后，本文梳理外部因素和企业微观构成两类型的偿债能力影响因素，并结合国内外信息披露体系，分析不同市场参与主体对于信息披露的不同关注点。本文通过问卷的形式，向信用类债券投资者收集关于信息披露的关注要点，并对如何构建以偿债能力为核心的信息披露体系，发挥债券定价在金融资源配置中的作用提出相应建议。

关键词 信息披露 信用类债券 偿债能力

一、引言

在全面实行注册制、推进资本市场高质量发展的政策背景下，“以信息披露为核心”的制度原则被不断重申并细化：一方面，《公司信用类债券信息披露管理办法》（2020年，“22号文”）确立了公司信用类债券统一的披露底线；另一方面，交易所与银行间市场相继推出“分层分类”与“简明披露”等改革举措，以提升披露可读性与效率。然而，在“简化”与“有效”之间，信用债披露究竟应当服从怎样的目标函数？当监管鼓励债券市场高质量发展时，信用债的信息披露能否真正回到信用债定价的“原点”——对偿债能力的充分、

可检验与可比对的揭示？

围绕这一政策与市场的张力，本文提出三个相互关联的核心议题：一是当前规则在很大程度上沿用权益市场模板，债券与股票披露差异不明显，是否造成了与信用债“以偿债能力为中心”的内在目标错配——具体表现为要点分散、风险提示同质化、与债务结构或现金流等相关偿债能力的信息集中度较低；二是在“分层分类”“常发行计划”等机制下，降低了重复披露成本之后，怎样的章节结构与指标体系，才能让投资者就资产变现能力、债务期限与来源结构、股东支持强度、重大重组中的债务承接等关键维度形成一致的预

李晓晨，中金公司投资银行部董事总经理；裘索夫，中金公司投资银行部总监；曾炯，中金公司投资银行部高级经理；汪鉴，中金公司投资银行部经理。鸣谢投资者问卷调查工作贡献：庞仲菲、魏家瑶、周国铸，中金公司固定收益部副总经理。2024年度NAFMII研究计划“信用类债券信息披露的有效性研究”（KFKT2024-34）。

期识别与横向比较; 三是面对境内外规则差异(如境外更强调以市场与投资者为导向的风险要素排序与契约性条款), 我国信用债披露如何在合规完整的前提下, 实现从“形式合格”走向“定价有用”的有效性转型。

基于上述问题, 本文在制度梳理与国际比较的基础上, 回到债券定价的经济学逻辑: 信用利差对偿债能力变化的敏感性, 决定了披露的边际信息价值应优先服务于信用风险识别与债券定价。据此, 本文通过规则对比、境内外案例解剖与投资者问卷的实证研究, 提炼信息使用者的真实关切, 并据以重构以偿债能力为轴心的披露框架与评价思路, 力求在政策导向与市场功能之间建立可操作的“披露-定价”传导机制。本文旨在回答一个更具普适性的命题: 在“强监管”与“高质量发展”的政策周期中, 信用债信息披露应如何以更低的合规成本, 换取更高的价格发现效率与投资者保护水平。

二、信用债券和股票信息披露的差异性

股票和信用债券在监管体系、产品特性和信息使用者关注点等方面存在不同, 因此二者的信息披露体系上有所差异。

股票是一种权益凭证, 投资者持有股票的核心是通过对应上市公司的持续经营, 获取分红或股票增值的收益, 其核心的信息披露内容是那些对于公司持续经营、盈利增长、每股收益、业务稳定等可能对于发行人股票估值和分红造成潜在影响的信息。在真实、完整、准确的基础上, 投资者更关注的主要是企业的业务情况、财务表现、行业竞争、未来成长性等内容。发

行股票的信息披露更细致, 投资者将更容易从全局且细节的角度掌握公司经营和财务的具体细节情况, 并充分了解行业、产业等方面的情况, 使用上述信息的股东也将基于通过持续的信息披露参与公司决策。

债券是债权债务凭证, 投资者持有信用债券的直接目的是通过持有债券获取期间利息, 并在到期时收回本金, 其核心内容是对发行人偿债能力造成潜在影响的信息。对于信息披露而言, 各方更关注的主要是资产变现能力、债务结构合理性、偿债现金流可控性等对发行人偿债能力造成潜在影响的内容, 以及可能导致上述因素的一些间接影响, 主要包括: 发行人行业及业务情况、有息负债情况、资产可变现情况、股东支持、募集资金使用及偿还安排、对下属企业控制力度及分红稳定性、关联企业是否对发行人形成资金占用、核心子公司经营状况、长期股权投资状况、投资者保护条款、持有人会议规则及偿债安排等。

(一) 当前我国信用债券和股票信息披露规则差异较小

根据现行的监管要求, 信用债券和股票在信息披露上均要求真实、完整、准确, 并做到及时、简明清晰、通俗易懂。在披露内容上, 信用类债券和股票的相似内容较多: 信息披露的文件包括招股说明书、募集说明书、上市公告书、定期报告、临时报告, 还包括上市公司在资产重组时临时披露的收购报告书、简式/详式权益变动书等。

一是募集文件。股票发行并上市的信息披露主要通过招股说明书、再融资阶段的募集说明书以及相关保荐/核查意见向投资者披露信息, 其主要内容包括公司



总体状况、股份总数、股本结构、财务状况、持续经营能力、发行股票类型、数额、价格以及发行人基本情况等内容。目前从信用类债券的实践上，特别是在交易所市场公司债券的信息披露中，除了在介绍行业、业务模式、财务分析上内容相对简略外，额外还多了有息负债分析，除此以外两者差异不大。

二是临时信息披露报告。临时信息披露报告针对的是突发的重大事件，在股票市场中，当可能会影响公司股票价格的重大事件发生后，公司应当立即递交文件，报告事件的发生原因、现在的情况及日后可能出现的影响。中介机构的相关核查意见包括保荐机构、律师事务所对重大合规性问题、公司经营或财务风险的具体意见，在部分情形下也需同步披露。在信用债券披露临时报告层面，如发行人系 A 股或港股等上市公司，发行人一般情况下需在债券市场同步披露上市公司层面的临时报告，同时如公司债券一般也要求受托管理人披露临时受托管理报告。

当前我国信用债券和股票信息披露规则的“广度”上差异较小，存在着信用债券披露文件中发行人对偿债能力披露的直接分析较少、在募集说明书的分布较为零散、对投资者的关注重点回应不明确等问题。因此，针对信用债券的特点、投资者关注的重点，应将信息披露的规则制度及实践应用更加偏向偿债能力这一核心领域。

（二）债券偿债能力对定价的影响

对于股票而言，其定价主要取决于对未来回报（无论是股利收入还是股票增值收益）在当前时点的体现。而对于债券而言，由于通常的信用债是一个明确面值、票面利率和到期日的固定收益产品，从而

债券投资者持有期间现金流入（利息收入）是确定值，因此其定价从一开始就可以通过未来现金流折现计算确定，而存续期间其价格的变化，主要是由于市场利率（如国债利率等无风险利率）、公司信用风险变化导致的，债券的信用风险体现为“信用利差”（Credit Spread），它反映了市场对信用风险的评估，且是对于债券信用风险的一种补偿。偿债能力对定价的影响主要包括以下两方面。

一是准入溢价。从投资者角度而言，“准入”是投资者投资债券的前置条件。发行人主体资质越高，准入它的债券投资者就越多，优质主体代表偿债能力越强，投资资金越安全，愿意投资的群体数量越多，流动性越强，交易和处置的难度也越低。投资者的数量多少决定了发行人在债券市场上的“议价能力”。

二是信用风险溢价。发行人的信用风险水平，主要体现在其财务健康程度、业务持续性、偿债能力、资产变现、流动性情况等各项影响发行人未来偿债能力的潜在因素，是发行人自身经营实际情况的一种体现。在外部准入条件、投资者准入数量接近的情况下，发行人自身信用风险的高低决定了信用利差的高低。信用风险和其溢价并非线性关系，在接近触发违约风险的发行人的信用风险水平边际上的变化可能会导致二级市场上投资者的大幅折价抛售或“斩仓”，产生信用挤兑，因此产生巨大的风险溢价，下文我们将具体解释这一论点。

（三）财务成果和偿债能力的相关性及对证券定价的差异

股票和债券在定价层面最大的差异在于“财务成果”对定价的影响。发行人的

当期盈利情况、行业竞争格局、政策将直接影响未来盈利预期，通过每股预期收益影响股票估值，对二级市场成交情况产生直接波动。而债券市场中，财务成果对债券定价的影响差异较大。

一方面，财务成果数据和偿债能力不直接相关。换言之，如果未发生实质导致发行人偿债能力根本性反转的重大事件、出现较大可能导致违约的情形，单纯财务成果上盈利的绝对数大小很难会对债券二级市场价格产生影响。此外，在发行人偿债能力正常的情况下，二级市场价格及收益率的波动性通常和宏观经济及国债/国开债等利率债收益更为相关，也有股票、商品市场等其他市场和债市资金流动的相互作用。

另一方面，偿债能力恶化的一致性预期产生将对债券价格构成实质性影响。例如，近年来房地产市场景气度下降，部分地产企业的资金周转发生困难，部分非标债务“暴雷”违约、出现“保交楼”困难的情况、媒体上开始出现大量负面舆情，因此投资者判断相关债券的发行人偿债能力发生了根本变化，进而对应个券出现了恐慌抛售、信用挤兑，进而债券二级市场价格大幅下跌。例如，境内债券价格的初始面值通常为100元，在发生此类事件后，下跌幅度将超过30%，甚至70%及以上，对应收益率估值畸高，此时，即使发行人在会计账面上盈利、财务成果在报表层面反映仍然良好，也很难扭转投资者对偿债能力恶化产生的“一致性预期”。

三、从合规到有用：境内外信用债披露的比较

信用债券的偿债能力是金融市场中评

估企业信用风险的重要内容，准确评估企业偿债能力可以为投资者和监管者提供有效的信息支持。

偿债能力影响因素分为外部因素和企业微观因素。其中，外部因素包括宏观经济情况、企业所在主要生产经营区域经济情况、企业所在行业发展情况等不完全由企业自身情况决定的因素；而企业微观因素又可以分为内部治理、业务情况、财务情况、特殊行业情况这四大维度。

一是内部治理。投资者主要关注企业的股东构成、股权结构、内部组织结构、董事、监事及高级管理人员设置及合规情况等。股东或实际控制人对发行人支持情况、股东所控制关联企业之间的业务协同是发行人长期经营和偿债能力的重要保障之一，董监高的专业和管理能力也对企业战略方向、应对行业周期等具有重要影响，特别是股东（尤其是自然人股东）、发行人高管人员的违法犯罪问题、失信行为等引发的负面舆情将显著影响企业的偿债能力；此外，发行人对下属企业的控制权强弱，也会对公司业务开展、未来盈利造成影响。

二是业务情况。业务开展是公司盈利和经营现金流的最主要来源，公司各个业务板块的毛利率直接对盈利能力产生影响，如公司的核心技术、研发、供应链议价能力、销售网络渠道搭建将会直接对成本和收入端产生影响，此外，非主业收益来源及稳定性（例如，资产处置、获得子公司业务盈利的分红等）也将有一定程度的影响。

三是财务情况。一个企业的资产价值及可处置流动性、财务杠杆水平及稳定性关乎企业的偿债质量，因此监管机构及投资者也将主要关注公司资产科目及质量、



报告期内财务变动比例、有息债务构成及期限结构以及资产负债率、流动比率、速动比率、利息保障倍数等偿债指标，同时也将关注银行授信及使用情况、公开市场直融能力等获取融资的水平。

四是特殊行业情况。对于处于地产、城投等特殊行业的发行人，还有部分结合区域经济、国内产业政策调整等特殊因素。

（一）主要信息披露法律规则与应用

2020年12月，为推动公司信用类债券信息披露规则统一，完善公司信用类债券信息披露制度，人民银行会同国家发展改革委、证监会制定了《公司信用类债券信息披露管理办法》（以下简称“22号文”），两市场各自针对信息披露有不同规则要求。

银行间市场由人民银行主管，银行间市场交易商协会作为银行间市场的自律组织，通过《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》《非金融企业债务融资工具公开发行注册文件表格体系》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期信息披露表格体系》《非金融企业债务融资工具募集说明书投资人保护机制示范文本》等规范银行间债券市场非金融企业债务融资工具的信息披露要求。交易所市场由证监会管理，上海、深圳、北京三个交易所作为一线监管机构，针对信息披露事项的法律规则主要包括《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件（2023年修订）》。以上交所为例，主要细则包括《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（2023年修订）》《上海证券交易所公司债

券发行上市审核业务指南第1号——公开发行公司债券募集说明书编制（参考文本）（2023年修订）》等。

目前交易商协会对发行人业务经营、财务情况分析、资产明细的披露要求更为广泛，在实操执行中，针对各个不同行业、不同类型的发行人又有各自的表格体系要求，在信息披露实践上灵活性较高；而交易所对发行人基本情况披露，其法规原文所示规则为信息披露的“最低要求”。从当前监管环境及实操层面看，公司类信用债券的信息披露在银行间市场和交易所市场的信息披露相似度很高，主要差异在以下三个层面。

一是交易所市场对关联交易、董监高人员等涉及利害关系的核查与披露更为严格。关联交易维度，不仅需要细化报告期内所有关联方的披露，也需要就不同会计科目的关联交易进行分类汇总披露明细。在董监高人员利害关系核查维度，公司债券要求穿透持股、持债以及内外兼职情况的披露。

二是交易所市场对募集资金用途的核查，在每次债券发行前，需要核查并披露前次募集资金的用途是否合法、合规且符合募集说明书的约定；银行间市场在发行前备案、重大事项排查或募集资金核查及信息披露上的针对性更强，一般对房地产、城投、类金融等特殊行业的要求较为严格。

三是银行间市场侧重于业务和财务分析章节的细致化，便于投资者对发行人基本面做最佳价值判断。交易商协会非金融企业债务融资工具对信息披露仍将在“22号文”的基础上，继续沿用“表格体系”的披露形式，从而披露内容更为宽泛和细

致，更多交给投资者判断投资价值。

（二）境内债券市场信息披露的“分层分类”与简化

目前，交易所市场和银行间市场已对债券信息披露提出一系列简化措施，着眼点主要在发行人基本情况、业务及财务信息的简化，适用对象主要为部分优质发行人。例如，银行间市场自2021年起采用了“常发行计划”——发行人注册或发行时披露“基础募集+续发募集”——在基础募集说明书年报有效期内（通常为一年）再次注册和发行时只需披露对基础募集进行补充、更新或更正的续发募集说明书，进而避免了频繁发行人在不同债券的募集说明书中重复披露同一报告期的内容。沪深两市交易所于2024年发布了《上海证券交易所债券发行上市审核业务指南第5号——简明信息披露》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指南第3号——简明信息披露》，重点对发行人基本情况、业务情况、财务分析进行了简化或可以进行索引式披露。

但目前两市场出台的信息披露的简化措施也存在以下局限性：一是适用主体多为具有成熟经验的债券发行人，“分层分类”管理的标准在于发行人的市场融资经验是否充分、资质是否足够优异，并非面向所有债券发行人；二是简化措施更多聚焦在对重复披露事项的简化，原则上并未实际减少发行人信息披露义务的领域。

（三）境内外债券信息披露的差异比较

在前文已将“以偿债能力为核心”的定价逻辑予以界定之后，下一步的关键是辨明制度供给为何在不同法域呈现出不同

的“披露-定价”传导效率。为此，我们选取境内交易所与银行间市场的现行规则及配套指引，并与境外（美国SEC/Reg S/144A）等主要法域的披露框架进行文本对照与案例复核^①，结合发行文件样本与中介责任安排，观测披露要点如何进入投资者的定价视野（表1）。比较的焦点不在条文细节的罗列，而在于回答：哪些制度性安排能够把与偿债能力直接相关的信息更快、更清晰地传导到信用利差之中，总结为以下四个相互关联且对价格发现具有实质影响的主要差异。

1. 境外债券信息披露以市场及投资者为导向

对于美国本土以外市场的主流境外债发行人采用的Reg S发行格式，其披露主要结合基本性原则和面向市场投资者销售需要，以市场及投资者需求为导向。以发行人基本情况介绍为例，境外债券募集说明书除包含一般公司信息外，还会总结并突出公司的发展战略、竞争优势及信用亮点，从而有利于推动投资者推介，取得更好的发行效果。

2. 境外债券是否包含财务分析取决于发行格式及发行人信用资质

境外债券发行中，144A及SEC注册格式下的募集说明书会包含“管理层讨论与分析”章节（“MD&A”），其中包括发行人的财务分析，但涉及的财务科目分析范围不如境内募集详尽，且侧重于利润表及现金流量表，主要内容涉及营业收入、成本、毛利润的业务板块构成，经营活动、投资活动、筹资活动现金流量分析，资本支出和长期投资分析，应收款项承诺等，

^① 附录一、二见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

表 1 境内外发行的不同时间点披露文件对比

要点	中国境内	境外
申报 / 受理	募集说明书、内部决议、法律意见书、主承销商核查意见 / 推荐函、审计报告、评级报告 (如有)、相关承诺函等文件	中资中长期境外债对于向国家发改委申请外债备案登记, 需提供申请报告与发行方案、内部决议、审计报告、评级报告 (如有)、相关承诺函等文件
反馈	募集说明书等修订稿、反馈回复	就发改委外债备案登记, 发改委可能会反馈提供相关补正材料
封卷	受理文件的定稿版本	不涉及
发行前备案	募集说明书、发行公告、重大事项核查意见、评级报告 (如有)、相关承诺函等文件	不涉及
发行公告	募集说明书、法律意见书、审计报告、评级报告 (如有)、相关承诺函、信息披露制度 (仅首次发行或有修订时)	募集说明书 (投资人可在交易宣布当天, 通过彭博系统联系该笔交易的承销商获取募集说明书)、发行交易要素 (通过彭博信息对外发布)
发行完成及上市	票面利率公告、发行结果公告、上市公告 / 流通要素	如债券在相关交易所上市 (如港交所), 则需按照相关交易所要求进行发行公告披露
存续期	<p>发行人定期报告: 每年 4 月 30 日前披露年报 / 一季报 (仅银行间); 每年 8 月 31 日前披露半年报; 每年 10 月 31 日前披露三季报 (银行间)</p> <p>发行人重大事项临时报告: 包括偿债能力重大变化、重大资产重组、公司治理结构变化、董监高变化等</p> <p>交易所市场受托管理人: 每年 6 月 30 日前披露年度受托管理报告; 重大事项公告后披露临时受托管理报告</p>	<p>发行人定期报告: 境外债券存续期, 发行人会按照债券条款里的时间约定向信托人提供财务报告及英文翻译 (如需)。此外, 是否需提供半年报及季报取决于债券条款约定</p> <p>发行人重大事项临时报告: 发行人就可能触发债券条款的某些重大事项, 按照规定的通知期及通知方式, 通知债券的信托人</p> <p>受托管理人受托管理报告: 不涉及</p>
召开持有人会议	持有人会议通知、决议、法律意见书等文件	信托人可应超过一定比例的投资者要求, 召开持有人会议, 但持有人会议通知的披露对象主要为投资人

资料来源: 作者整理。

除了发行人的债务结构以外, 对资产负债表的科目具体分析较少涉及。

Reg S 发行格式并不要求募集说明书中包含 MD&A 章节, 但在发行实践中, 投机级发行人 (信用资质较弱的发行主体) 往往会在其募集说明书中增设 MD&A 章节, 从而通过更充分的披露来扩大投资者范围。

3. 境外债券具有更详尽的风险提示

在境外债券募集说明书中, 风险提示通常篇幅占比较多。与境内募集风险提示章节有规定的制式化披露不同 (如要求逐条依次披露投资风险、财务风险、经营风险、管理风险、政策风险等, 披露内容较

为趋同), 境外债券募集说明书的风险提示没有规定披露格式和顺序, 发行人往往会在募集说明书中按照对其的重要程度来确定各个风险因素在该章节的顺序。此外, 相较于境内募集说明书, 境外募集的风险提示会涵盖法律与合规风险、最新社会经济局势可能对发行人造成的风险、审计师等中介机构声誉风险以及更为详尽的债券投资风险等。

4. 境外债券中的投资者保护机制设置较为灵活

无论是交易所场所还是银行间场所, 都对债券的投资者保护机制设置了模板文件, 而美国债券市场的投资者保护机制条

款更为灵活，可根据不同的发行人特征和信用风险点，增加债券投资协议中对融资主体的行为、财务报表指标等的强制性契约条款，限制发行人在关联交易、重大投资、兼并收购和资产买卖中的行为，提高债务人虚假陈述、隐瞒信息、粉饰报表等违约行为的成本，防范债务人的违约风险和道德风险。针对可能出现违约情形的发行人，还可在出现风险后及时履行信息披露义务，采用协商展期、折价置换、现金要约回购等处置解决办法，尽可能保障投资者权益。

四、结论与建议：从“形式合格”走向“定价有用”的披露范式

我们通过问卷形式的实证分析调研了投资者对于信息披露有效性的意见观点。根据问卷结果，投资者在基本面信息、募集资金用途、风险提示、投资者保护条款、存续期信息披露等多个方面，都更为关注那些直接会对发行人经营状况、偿债能力产生影响的信息披露项目：包括控股股东的背景、对发行人的支持、负债情况，重大资产重组中实控人的变化、资金来源、债务承接，超过总资产 10% 的财务科目变动等。调查过程中，也发现了部分和常规认识不一致的调查结果，如投资者对募集资金用途合规性的关注程度低于预期，对内部制度及专户管理的关注程度不高，以及对宏观风险重视程度较低等。

基于当前法规现状及境内外情况对比分析，我们对境内信用债券信息披露的进一步优化提出以下建议。

（一）企业基本情况的信息披露进行“形式简化”

结合境外债券市场发展经验及投资者

关注度，我们建议对目前债券募集说明书中的内容进行“形式简化”和“实质突出”。

一是对于债券募集说明书企业基本情况中关于历史沿革、内控制度、机构设置、董监高简历等内容，因其不直接影响企业业务开展，也不影响财务杠杆比率，相关信息对企业偿债能力判断的影响程度较低、对债券二级市场价格预期影响有限，实证分析中投资者关注度也较低，建议将相关内容进行简化。

二是信用债券存续期信息披露中也应当向发行人偿债能力变化直接相关的内容进行倾斜，并简化重复披露事项，如通过索引形式援引定期报告、审计报告等公开文件内容，提高信息披露材料可阅读性及披露质量。

（二）偿债能力分析和风险提示做到“实质突出”

一是通过板块整合，将有效信息进行“集聚”，提升信息使用效率。例如，对投资者较为关注的收入 / 成本 / 毛利率分析、信用评级观点、偿债指标情况及分析、银行授信使用情况、有息债务结构、投资者保护条款等各个不同板块进行集中。

二是风险提示需要保证充分性，又设立合理的风险阈值、把握重要性。对于已经暴露的偿债风险，如管理、经营、财务等重大不利事项，披露的信息应当充分、准确、完整，有助于判断风险水平；对于可能出现的偿债风险，披露的信息要有助于评估事件的未来趋势，如需将未来可能导致发行人偿债能力恶化的事实披露全面；对于与偿债风险关联不大的内容，尽量简化描述或直接不体现。采取适度的披露标准，让投资者获得足够信息以进行判断、决策，充分发挥将债券“风险”进行合理



定价、提高债券市场价格发现功能的作用。

三是增加主动信息披露章节。主动信息披露是境内信用债的薄弱章节，一方面，在债券市场高质量发展的背景下，当前已出现一批科技创新能力强、高成长性、“小而美”的发行人，现阶段对于上述发行人的偿债保障能力挖掘缺乏个性化、投资亮点不突出，如可增加股东对发行人的支持（包括补贴、业务协同等）、重大业务进展（例如，重大合约签署）、新技术的研发突破、重大战略、发行人在区域/行业地位及竞争格局分析等内容；另一方面，对于未来可能出现的信用风险和潜在的债务拖累，应鼓励发行人在募集说明书或存续期内主动披露，包括履约的连带责任担保、“明股实债”、未决诉讼、被执行情况、同一控股股东下合营和联营企业重要关联方且发行人可能承担履约义务的有息债务等。

（三）强化重大资产重组中的关键信息披露

重大资产重组通常对于发行人是重大机遇，但从债券承销商和投资者角度看，重大资产重组会对发行人往后的重大决策、业务经营、财务状况等各方面产生深远影响，且重组阶段资产及债务的承接也对发行人的持续经营能力形成潜在挑战，因而会对发行人偿债能力产生直接或间接影响。

结合调研，我们建议：一是仍需要保留当前信息披露要求的基本内容，涵盖重大资产重组交易对手、交易对价、交易结构、资金来源、重组进程等各个要点信息；二是根据本次问卷调查结果，投资者也普遍关注资金来源和债务承接问题，这在当

前的信息披露章节中往往一笔带过，建议后续在信息披露规则制定中，明确应详细描述资金来源渠道及合理性，且重点关注有息债务承接的规模、类型、期限、财务成本，合理判断其对重组后发行人潜在财务杠杆产生的影响。

（四）优化信息披露质量评价体系

目前，在权益市场上，上交所和深交所针对上市公司分别出台了信息披露工作指引，明确了信息披露的评价内容、标准、实施和评价结果的应用，并且量化设置了信息披露工作评价评分表。对于信息披露结果为D的公司原则上不开通信息披露直通车，还将通过电话、发函等方式督促公司控股股东、实际控制人及董事、监事、高级管理人员加强信息披露相关规则的学习，督促公司完善信息披露内部控制及执行效果等。对于评价结果A类公司则加大服务支持力度，包括免于事后审核临时公告、减少重组及再融资审核问询轮次，邀请董事长、董事会秘书担任培训讲师等。对比之下，债券市场对于发行人信息披露的评价形式基本仅在于监管机构对于未满足要求的发行人出具监管措施等，尚未真正形成质量评价体系和奖惩机制。我们建议，围绕信息披露质量、与挂牌交易场所工作配合情况、投资者关系管理情况等维度，制定适用于信用债券市场的信息披露质量评价体系，开展“分层分类”，发挥优质信息披露质量发行人的示范效应，促进债券市场高质量发展。N

学术编辑：韦燕春



参考文献

- [1] 藏波,黄旭,赵幼力.企业债券违约的治理结构重塑——现状、原因与有效规制[J].新金融,2016(9):51-53.
- [2] 逮宇铎,金艳玲.基于Lasso-logistic模型的供应链金融信用风险实证研究[J].管理现代化,2016,36(2):98-100.
- [3] 张阳.公司信用类债券信息披露制度的统合建构——以偿债能力为中心展开[J].证券法苑,2017,21(3):448-479.
- [4] Acharya V V,Bharath S T,Srinivasan A.Does industry-wide distress affect defaulted firms evidence from creditor recoveries[J].Journal of Financial Economics,2007,85(3):787-821.
- [5] Bevan A,Garzarelli F.Corporate bond spreads and the business cycle[J].The Journal of Fixed Income, 2000,9(4):8-18.
- [6] Bruno V,Kim S,Shin H.Exchange rates and the working capital channel of trade fluctuations[J].AEA Papers and Proceedings,2018,(108):531-536.
- [7] Ching WK,Gu JW,Zheng H.On correlated defaults and incomplete information[J].Journal of Industrial and Management Optimization,2021,17(2):889-908.
- [8] Demiralay S,Kaawach S,Kilincarslan E,et al.Geopolitical tensions and sovereign credit risks[J].Economics Letters,2024,(236):111609.
- [9] Giesecke K,Longstaff F A,Schaefer S,et al.Corporate bond default risk: a 150-year perspective[J].Journal of Financial Economics,2011,102(2):233-250.
- [10] Hsu P, Lee H, Liur A. Corporate innovation, default risk and bond pricing[J]. Journal of Corporate Finance, 2015,56(9):413-456.
- [11] Woo SH,Kwon MS,Yuen K F.Financial determinants of credit risk in the logistics and shipping industries [J].Marit Econ Logist,2021,(23):268-290.

Simplification and Effectiveness: Structural Disclosure of Bond Information Centered on Debt Repayment Capacity

LI Xiaochen QIU Suofu ZENG Jiong WANG Jian

[Investment Banking Department, China International Capital Corporation (CICC)]

Abstract Information disclosure is the cornerstone of the registration-based system in securities markets and a critical component for the smooth operation of capital markets. It connects multiple stakeholders, including issuers, investors, and regulators. After years of exploration and development, China's domestic bond market disclosure system has become increasingly enhanced. This paper analyzes and compares China's capital market disclosure rules to identify the core ethos, key objectives, and major challenges in bond disclosure. It argues that disclosure in the credit bond market should center on the issuer's solvency. However, current domestic disclosure practices still exhibit shortcomings, including insufficient differentiation between equity and debt, and unclear risk warnings. This paper examines two categories of factors influencing debt repayment capacity: external factors and micro-level corporate characteristics. By integrating domestic and international disclosure frameworks, it analyzes the differing disclosure priorities among various market participants. Through a questionnaire survey of credit bond investors, the paper identifies key disclosure concerns and offers recommendations for constructing a disclosure system centered on debt repayment capacity, thereby enhancing the role of bond pricing in financial resource allocation.

Keywords Information Disclosure, Credit Bonds, Debt Repayment Capacity

JEL Classification G14 G12 G18