



信用评级、信息披露与投资人保护

——基于民企债券融资困境的研究

董文亮 李诞午

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建议及措施。

关键词：民营企业 融资困境 信用评级 信息披露 投资人保护

一、引言

自2005年民营企业首次在银行间市场发行短期融资券进行直接融资，至2016年民营企业债券发行规模创历史新高一举突破万亿大关，可以说2005—2016年是我国民营企业信用债融资发展的“黄金十年”。但民营企业信用债融资突飞猛进的发展也带来了一些问题，积累了不少风险。

2016年底中央经济工作会议提出要把防范金融风险放到更加重要的位置，开启了金融严监管的大潮。2017年第五次全国金融工作会议则再次强调金融服务实体经济和防控金融风险的政策导向，包括“资管新规”等监管政策的陆续出台直指资金池、刚性兑付、多层嵌套、监管套利等问题，

去杠杆重心由金融转向实体经济。民营企业融资渠道收紧，债券发行规模不断萎缩，净融资额更是持续为负，再融资压力增大导致流动性危机，进而加剧了债券违约潮的到来。2019年底突袭而至并持续三年之久的新冠疫情更是对民营企业的生存发展造成了巨大冲击。

2017年以来，我国民营企业信用债融资呈现哪些特征，存在哪些困境，造成这些困境的原因何在？本文通过分析梳理近年来我国民营企业信用债的发行情况，试图对上述疑问做出解答，并就债券市场如何更好地支持民营企业融资提出相关政策建议，以期对改善民营企业融资环境、推动民营经济高质量发展有所裨益。

董文亮，苏州农村商业银行投资银行部副总经理；李诞午，苏州农村商业银行投资银行部主管。



二、民营企业信用债融资特征分析

我国民营企业信用债融资在 2005—2016 年经历了发行规模持续扩张的“黄金十年”。自 2017 年以来，虽然全市场信用债发行规模持续快速上升，但整体繁荣的背后民营企业债券融资却面临发行规模持续下降、发行主体数量逐年减少、净融资持续流出等诸多困境。

（一）发行规模波动下降，净融资额持续恶化

在 2016 年发行规模达到历史峰值后，随着 2017 年我国开启金融“去杠杆”，全市场信用债发行规模由 2016 年的 84 147.78 亿元下降至 2017 年的 53 542.32 亿元，降幅 36.37%，民营企业信用债则由 10 833.60 亿元下降至 5 954.77 亿元，降幅达 45.03%^①。

2018—2019 年，在货币政策转向中性偏松的呵护下，市场资金面相对宽裕，债券市场整体融资环境相对宽松，信用债发行规模持续快速回升，但民营企业与国有企业之间结构分化现象加剧。在市场整体持续回暖的情况下，民营企业信用债发行规模不增反降，净融资额更是在 2018 年首次转负。

2020—2022 年，在疫情的反复冲击下，我国货币政策整体保持适度灵活，同时，在债券注册制改革的同步助力下，债券市

场运行平稳，但融资结构问题进一步加剧。民营企业信用债融资环境继续恶化，发行规模仅在 2020 年有所反弹，2022 年跌至 2 658.94 亿元，创近十年来新低，净融资额更是连续五年为净流出（附表 1^②）。

（二）发行主体锐减且集中于高等级主体

随着信用债市场融资结构的持续分化，民营企业信用债的融资环境不断恶化，信用债发行困难或发行成本过高导致民营企业难以“借新还旧”。成功发行信用债的民营企业数量逐年递减，低信用等级民营企业逐渐退出信用债市场，造成民营企业债券的发行主要集中于少数高信用等级主体的现象。

发行主体数量上，2016 年，民营企业债券发行主体数达到峰值，随之逐年下降，从 2016 年的 425 个连续下降至 2022 年的 81 个，占比仅为 2.68%，而同期央企和地方国企的发行主体数量却由 2 173 个大幅增加至 2 894 个，占比达 95.61%（附表 2）。

发行主体资质上，2022 年 81 个民营企业信用债发行主体中 AA+ 和 AAA 占比达 85.19%，其中 AAA 民营主体共发行 2 096.70 亿元，占当年民营债券发行规模达 78.85%，AA+ 级民营主体发行信用债 487.94 亿元，占比 18.35%（附表 3）。虽然低等级弱资质民营主体的退出对降低信用债市场整体风险有一定积极作用，但民营主体数量占比过低、发行过度集中于高

① 数据来源 ifind，苏州农商银行整理。

② 附表 1~7 为增强出版，中国知网。



信用等级优质主体, 体现出信用债市场未能充分发挥对民营主体的资源配置作用。

(三) 发行集中于短久期债券品种

2015—2017年, 民营企业信用债发行期限主要为3年期, 发行规模分别为2 667.67亿元、4 487.31亿元和2 024.05亿元, 占民营企业信用债总发行规模的34.93%、41.42%和33.99%。之后期限结构逐渐恶化并向短期集中, 至2022年, 民营企业信用债3年期品种的发行规模占比下降至20.57%, 同时, 发行期限在1年以内的信用债品种逐渐占据主要地位, 占比高达55.10% (附表4)。

民营企业信用债发行集中于短久期品种, 反映出市场投资人对于民营企业债券的风险偏好趋严, 更偏向于选择短久期的品种进行配置。债券期限结构集中于短久期, 虽然对民营企业而言可在一定程度上降低融资成本, 但也将加大集中兑付压力, 不利于民营企业整体债务结构的优化, 甚至推高兑付风险。

三、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于困境之中。

(一) 民营企业债券违约潮冲击

2014—2016年是民营企业信用债融资相对顺畅的时期, 2016年连续的降准、降息以及债券发行门槛的降低使民营企业无论是信用债发行规模还是净融资额均创下历史最高纪录。虽然2014年“11超日债”成为我国债券市场首只违约债券, 打破了信用债的刚性兑付预期, 但这一时期民营企业整体违约规模仍较小, 信用债违约仍属小概率事件, 仍有大量投资人认购民营企业信用债。

由于2015—2016年债券市场准入门槛降低, 民营发债主体大幅扩容且资质良莠不齐, 这一时期埋下的信用风险隐患最终在2017年金融“去杠杆”的大环境下被引爆。随着“去杠杆”的持续推进, 企业融资渠道逐步收紧, 再融资压力增大, 部分民营企业出现流动性危机, 最终引发了2018年我国债券市场的一波违约高潮。2018年全年民营企业信用债违约规模达882.26亿元, 较2017年增幅668.39%, 占信用债总违约规模的比例更是达到87.31%, 同年民营企业债券净融资额由正转负 (附表5)。

2018年民营企业信用债前所未有的大规模违约对信用债市场形成强烈冲击, 使



投资人对民营企业债券产生恐慌情绪。投资人为规避风险逐步减少对民营企业信用债的投资，这导致民营企业的融资环境进一步恶化。民营企业债券发行愈发困难，融资规模逐年萎缩，净融资额持续为负。此后几年，虽然货币政策方向有所调整，市场资金面相对宽松，但强监管高压态势的延续导致市场整体的风险偏好持续收紧，企业再融资受限，债券市场违约频发且各行业无一幸免，且民营企业依然是违约的“高发地”，市场整体对民营企业债券的投资自2018年后已变得极为谨慎。正是2018年以来的持续大规模违约冲击直接导致了民营企业债券发行的困境。

（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（附表6）。相同主体国内、国际评级机构评级结果的巨大差异一定程度上反映出国内评级结果存在虚高成分。

对比外部评级机构与中债市场隐含评级^①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（附表7）。

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

^① 中债市场隐含评级指中债市场隐含评级-债券债项评级。中债市场隐含评级-债券债项评级是中债金融估值中心有限公司综合市场价格信号、发行主体公开信息等因素得出的动态反映市场投资者对债券的信用评价。



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。

(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(张阳,2017)。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,推动债券市场持续健康发展。

与传统城投类主体相比,民营企业涉及的行业门类众多、业务模式多样、公司治理结构复杂。因此,信息披露制度对于投资人充分了解民营企业发行人显得尤为重要。但目前我国信用债市场的信息披露制度仍主要依赖于债券发行人的自律性。在债券发行及存续期管理中,发行人及中介机构存在执行信息披露要求不到位甚至轻视信息披露制度相关要求的情况。发行人对可能影响其债券发行和存续的相关不利事项披露的主动性较差,信息披露流于形式、重大事项披露延迟、信息

披露出现错误的现象时有发生。同时,目前信用债市场中介机构数量较多,竞争激烈且同质化程度高,中介机构往往投入大量资源在项目承揽中,而对业务成功获取后存续期管理重视程度不够。中介机构对发行人信息披露督导不充分、信息披露内容核实不到位、经营财务信息了解滞后、募集资金使用监管不到位等问题层出不穷。

发行人及中介机构对监管部门信息披露相关要求的执行不到位,导致投资人在面对民营企业时无法通过信息披露充分了解企业在公司治理、经营管理、财务状况等方面的详细情况,需要额外投入更多资源研究收集相关信息才能做出相应的投资决策。当投资民营企业债券所获取的风险溢价无法弥补所需的额外资源投入时,投资人无疑将会减少对民营企业发行人的研究投入,进而主动减少对民营企业债券的投资,这无形中增加了民营企业债券的发行难度。

(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%^①，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 亿~1.0 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。

投资人保护条款以及持有人会议制度作为债券存续期内保护投资人合法权益的重要制度，对违约风险相对较高的民营企业信用债的投资人来说更是至关重要。但目前业务实操中投资人保护条款设置流于形式，缺乏有效约束，甚至可能加剧债券违约风险，持有人会议相关要求履行不严格等现象均严重损害投资人有效主张其合法权益。制度性保护的缺失严重影响投资人参与民营企业信用债的决策，进一步加剧了民营企业债券发行的困境。

四、债券市场支持民营企业融资建议

民营企业债券融资困境是由多方面因素造成的，本节将基于前文分析就债券市场如何更好地支持民营企业融资提出相应的政策建议。

^① 数据来源 ifind。



（一）重塑信用评级体系

1. 优化发行人付费评级模式

我国信用债市场评级虚高主要是由发行人付费评级模式下评级机构业绩导向及同业竞争导致的。为优化发行人付费评级模式, 建议: ①试点推行评级机构定期轮换制度, 防止发行人与单一评级机构因长期合作导致评级机构丧失独立性, 产生“评级迎合”问题。②由人民银行和证监会牵头搭建统一的评级服务平台, 由平台基于评级偏离度、风险预警前瞻性、信息披露准确性、投资人认可度、客户满意度等维度对评级机构进行打分排名。债券发行人产生评级需求时可向评级服务平台提出业务需求, 平台根据各评级机构的评级综合质量进行业务分配。③实行评级费用集中支付分期拨付制度, 由发行人将评级费用统一集中支付至评级服务平台, 平台根据债券存续周期内评级机构评级业务质量分期拨付费用, 对于评级质量不达标的机构少拨付或不拨付费用并退还发行人。通过推行评级机构定期轮换制度、建立统一评级服务平台, 实行凭质量获配业务、评级费用集中支付分期拨付等多项措施可对现有的发行人付费评级制度进行有效优化。

2. 丰富投资人付费评级模式

在投资人付费模式下, 由于评级机构并未与受评企业建立商业关系, 可有效避免评级机构与发行人的利益捆绑, 评级机构的业务独立性较难被发行人所影响, 难以产生发行人付费模式下的“评级迎合”及“评级选购”现象, 这也正是投资人付

费评级较发行人付费评级模式最为显著的优势。投资人付费模式的代表性评级机构中债资信所做评级总体上低于发行人付费模式评级机构所做的评级, 但这种结果并非简单的保守行为导致, 而是与发行人未来盈利能力和预期违约风险密切相关, 同时也得到了债券投资人的认可, 这表明投资人付费模式确实提供了更高的信用评级质量, 该模式下评级变化对未来盈利能力和违约风险的反映也更加及时和公允(吴育辉等, 2020)。

目前市场上以YY评级、CM评分等为代表的独立第三方评级机构已获得不少市场投资人的认可, 其评级结果也已被Wind、ifind等数据终端纳入相关主体的信用评级指标中。建议试点放开一批投资人付费评级业务牌照, 通过业务准入、持牌经营的模式进一步提升上述已获得市场大部分投资人认可的第三方独立评级机构的公信力, 逐步丰富投资人付费评级模式下的评级机构类型, 持续改善债券市场整体信用评级环境。

（二）完善信息披露制度

1. 建立信息披露问询机制

信息披露高度依赖发行人自律性, 然而对于自身的不利信息, 发行人天然具有回避披露的心理。建议建立信息披露问询机制, 由人民银行及证监会针对发行人不同品种债券信息披露中可能影响债券兑付的相关不利事项或市场关注的负面舆情等进行问询, 要求发行人在规定时间内回复并公开或定向披露。通过建立信息披



露问询机制，督促债券发行人真实、准确、充分地进行信息披露，有助于提升信息披露质量，便于投资人充分了解民营企业发行人，并基于此做出理性的投资决策。

2. 建立线上互动平台

债券市场现有的信息披露模式都是投资人被动接收发行人或中介机构披露的信息，依靠的是发行人或中介机构的自律性。为进一步提升债券市场的信息透明度，建议借鉴股票市场的“互动易”模式，建立投资人与发行人的线上沟通互动平台，进一步丰富信息披露模式和渠道。投资人可通过线上互动平台，对拟了解的相关信息向发行人进行提问，发行人原则上应当在规定的时间内对投资人的提问做出回复。发行人在处理投资人提问时，对于触发信息披露标准的信息，线上答复投资人的同时须同步在指定渠道进行披露，而未触发信息披露标准的，可直接在互动平台回复投资人。

（三）强化投资人保护机制

1. 优化债券限制性条款设置

目前我国信用债市场多存在投资人保护条款指标设置流于形式且难以触发、部分限制性条款对降低债券违约风险的针对性不足的现象，导致投资人保护条款无法真正起到保护投资人合法权益的作用。

对于民营企业债券发行人，建议主管部门重点关注其偿债能力，针对支付限制、债务限制、偿债指标比率等可能影响偿债

能力的指标或重大事项设置具有强约束力的限制性条款，提前杜绝发行人过度举债行为或其他可能影响债券兑付的重大不利事项，以充分保护投资人权益。同时在具体条款指标设置上，基于财务数据着重评判所设置限制性条款指标是否真正具有限制作用，强化条款的约束力。

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做出强制性规定。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做出强制性规定,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。

3. 推动违约债券交易市场发展

虽然违约债券的转让对于债券本金及利息的兑付并未产生实质促进,但违约债券交易有助于提高违约债券流动性,有利于分散转移信用风险,丰富债券违约处置路径,一定程度上有助于保护投资人权益并调动投资人投资民营企业信用债的积极性。目前,我国债券的违约处置回收率较低,民营企业债券违约后处置周期长、偿付率低的问题尤其突出,严重制约投资人投资民营企业信用债的积极性。因此,推动违约债券交易市场的发展就显得至关重要。

2018年起,《关于开展债券匿名拍卖

业务的通知》《北京金融资产交易所银行间市场到期违约债券转让业务操作指南》《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》等先后发布,我国逐步形成“同业拆借中心债券匿名拍卖业务”“北京金融资产交易所到期违约债券转让业务”“沪深交易所特定债券转让结算业务”三大违约债券交易机制,风险性债券的流动性得到有效提高,一定程度上降低了债券投资人的损失。但与国际成熟违约债券市场相比,我国的违约债券交易市场还处于初期阶段,违约债券交易不够活跃,流动性较差。

为提高违约债券流动性和风险转移效率,建议逐步将上述三大违约债券交易市场整合统一,并学习借鉴国际成熟债券市场,培育多层次违约债券投资者结构,进一步放宽金融资产管理公司、地方资产管理公司、私募基金、境内外秃鹫基金等专业不良资产投资机构的准入标准。另一方面,与国际成熟债券市场相比,我国债券违约历史较短,对于违约债券的估值及定价都缺乏经验,违约债券定价偏离度较高,不同投资者对于债券价值的预估计差别较大。建议引入做市商制度、第三方机构估值等机制以公允反映违约债券的估值及定价,促进违约债券流动性,提升债券市场的风险分散能力,进一步疏导市场信用风险,保护投资人的权益。

(四) 培育多元化投资人结构

重塑信用评级体系、完善信息披露制



度以及强化投资人保护机制本质上都是为投资人减少信息不对称、降低投资风险从而提高投资人投资民企债券的主动性。而培育民营企业债券多元化的投资人结构可引导增量资金参与民企债券的投资，有效保障民营企业债券的顺利发行。

1. 推动民企债券发行市场化定价

部分资质相对较弱的民营企业存在非市场化发行债券的现象。虽然主要的非市场化发行手段已被明令禁止，但民营企业债券的发行定价仍远未做到真正的市场化，其一级发行价格与二级市场估值之间倒挂现象仍较为普遍。对此，建议持续深入推动公司信用类债券，尤其是民营企业债券发行的市场化定价，平衡民营企业债券的风险和收益，吸引更多类型的专业投资人群体参与民营企业债券的投资。

2. 试点设立民企债券主题资管产品

自“资管新规”发布以来，理财产品已基本实现净值化转型，金融机构的投研能力得到有效提升，理财产品投资人也已逐渐打破对理财产品刚性兑付的信仰。在此基础上，建议试点引导并重点鼓励金融机构设立投资民营企业债券的主题类理财及自营投资产品，并对该类产品在估值方法选用上给予一定的政策倾斜支持，进一步丰富民营债券投资人的类型和覆盖面，引导增量资金投向民营企业债券。

3. 设立专项机制鼓励投资民企债券

目前信用债市场投资人普遍存在过度评估民营企业债券风险、主动规避民营

企业债券投资的情况。建议设立专项激励机制鼓励投资人加大对民营企业债券的投资，对投资民营债券给予一定比例的抵税甚至免税的税收优惠、设立支持民营企业直接融资的专项奖励等措施，以鼓励金融机构、企业法人、个人投资者等合格投资人加大对民营企业债券的投资，进一步丰富民营企业债券的投资人结构。

五、结语

和海外成熟市场相比，我国债券市场起步较晚，尽管已取得了长远发展，但相关的体制机制及配套基础设施建设上仍存在诸多不足之处，尚未能充分发挥出对民营企业资源配置作用。针对当下制约民营企业债券融资的诸多问题，本文提出了相关的政策建议及措施，但要从根本上扭转当前民营企业债券融资的困境，仍需加快构建多层次的民营企业融资体系，持续拓宽融资渠道，不断提升民营企业债券供给和丰富民企发行人结构，同时，持续推进债券市场法治建设，强化投资人保护，培育和引导更多具备不同风险偏好的投资人参与民营企业债券融资，吸引增量资金参与民企债券投资，有效保障民营企业债券融资，推动债券市场更好地支持民营企业改革发展。■

学术编辑：卢超群



参考文献

- [1] 安小雪. 监管政策影响了债券评级质量吗?——理论框架与经验证据[J]. 北京工商大学学报: 社会科学版, 2022(1): 88-100.
- [2] 何超, 关伟. 信用评级行业高质量发展的内在逻辑与策略研究[J]. 金融监管研究, 2022(2): 34-49.
- [3] 李俊辉. 公司债券持有人会议程序与决议效力研究[J]. 债券, 2021(12): 56-59.
- [4] 林子豪. 信息不对称下债券市场隐含评级的作用研究[J]. 全国流通经济, 2020(18): 130-131.
- [5] 明明, 李晗. 债券市场信息披露制度改革方向[J]. 中国金融, 2021(22): 66-68.
- [6] 施先旺, 刘琪, 李腾. “发行人付费”下债券信用评级质量演变: 2008-2018[J]. 中央财经大学学报, 2021(3): 37-57.
- [7] 吴育辉, 翟玲玲, 张润楠, 魏志华. “投资人付费” VS “发行人付费”: 谁的信用评级质量更高? [J]. 金融研究, 2020(1): 130-149.
- [8] 杨国超, 蒋安琪. 债券投资者的“保护盾”还是债务违约的“多米诺”——对债券交叉违约制度的分析[J]. 中国工业经济, 2022(5): 140-158.
- [9] 王一鸣, 王立夫. 基于多层次债券市场模型的民企债券市场改革路径研究[J]. 社会科学研究, 2022(1): 58-67.
- [10] 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(3): 448-479.
- [11] 赵植旭. 公司债券持有人会议实践、镜鉴与完善[J]. 金融发展研究, 2021(10): 61-66.

Credit Ratings, Information Disclosure and Investor Protection
— Research on Impediments to Bond Financing by Private Enterprises

DONG Wenliang LI Danwu

(Jiangsu Suzhou Rural Commercial Bank Co., Ltd.)

Abstract The private sector plays an essential role in China's economic and social development. However, the degree of participation of private enterprises in the domestic bond market has declined in recent years despite the private sector's significant contribution to the socialist market economy. This paper examines credit bonds issued over the past decade and analyzes them in terms of scale, the main structures used, maturities and ratings. It assesses the reasons for debt financing difficulties ranging from multiple defaults to issues over information disclosure, investor protection, and models used by ratings agencies. Lastly, it offers effective suggestions on how to resolve the problems of private enterprises by remodeling the credit rating system, improving the information disclosure system, enhancing investor protection, and the cultivation of a more diversified pool of investors.

Keywords Private Enterprises, Financing Impediments, Credit Ratings, Information Disclosure, Investor Protection

JEL Classification E44 G32 G38