

日美公司债市场建设的经验以及 对中国公司债市场改革的启示和建议

二〇一〇年七月

野村资本市场研究所 北京代表处

首席代表 关根 荣一

野村资本市场研究所

研究员 吉川 浩史

目录

I. 序言	4
1. 自 2008 年起中国公司债市场不断扩大	4
2. 中国公司债市场发展程度的比较	5
II. 日本公司债市场的建设经过	6
1. 日本的金融体系	6
2. 日本公司债市场的建设经过	7
1) 公司债市场的黎明期	
2) 二战统制时期公司债受托管理制度的强化	
3) 二战后继续存在的公司债受托公司职能	
4) 国内公司债市场改革	
III. 发达的美国公司债市场之特点	9
1. 规模庞大的美国公司债市场及其背景	9
2. 金融危机后的迅速恢复	11
3. 多样化的公司债发行公司与公司债投资者	12
4. 违约风险的应对	12
1) 约定事项的重要性	
2) 公司债的约定事项	
3) 贷款的约定事项	
4) 保护公司债债权人利益的受托人	
IV. 对照美国来看日本公司债市场存在的问题	18
1. 公司债市场以高信用级别为主、公司债投资者分布不均	18
2. 应对违约风险的必要性	18
V. 对中国的启示	20
1. 日本的经验	20
2. 对中国政府的建议——向外资开放发行市场和流通市场	21
1) 外资金融机构发行公司债	
2) 外资企业发行公司债	
3) 增加 QFII 许可证及投资额度	
4) 在银行间债券市场创设类似 QFII 的制度	

【摘要】

1. 中国的公司债市场分为交易所市场和柜台（OTC）市场，2008年后继续扩大。2009年公司债发行额达到16,599亿元（约合22.5万亿日元），连续两年超过了股权融资。但公司债发行余额占GDP的比例截至2009年底只有9.2%，还不及亚洲其他一些国家的水平。
2. 日本的金融体系以间接金融为主，其原因之一是长期保持由银行管理公司债市场的模式。后来鉴于欧洲债券市场的发展以及国内公司债市场的空洞化，日本进行了彻底的国内公司债市场改革，并于1996年，实现了发债自由化。
3. 美国公司债市场非常发达，规模是日本的10倍以上。在对法人贷款余额停滞不前的同时，公司债发行余额却达到历史最高水平。发行公司所属行业广泛、信用级别各异，投资者也呈多样化，包括海外投资者、个人投资者、投资信托机构(基金)等。公司债市场之所以如此发达，其中一个原因是对违约风险采取的应对措施比较完备，即：公司债各种约定事项及贷款约定事项的披露、当发生违约情况时保护公司债债权人利益的受托人相关制度。
4. 反过来看，日本公司债市场固然已经实现发债自由化，但仍以较高信用级别的公司债为主，投资者也多为银行。从保护公司债债权人的机制这一角度来看，公司债的约定事项少，贷款的约定事项披露制度不够完善，公司债的管理存在问题，这些都需要改进。
5. 从日美的经验来看，对中国具有启发意义的有三点：①在发行主体多样化等方面，开展自主改革（而非依靠外力）的重要性；②高信用级别债券的重要性及作为其前提的多种类型的投资者；③完善约定事项等基础性工作。
6. 今后在中国公司债市场改革当中，进一步实现发行市场的发行主体的多样化非常重要。如果融资租赁公司及汽车金融公司能够发行金融债券，将会促进中国内需扩大。2010年4月，中国政府宣布将调整利用外资政策，支持外资企业在国内公开发行股票、上市和发行债券，这一举动值得关注。今后在流通市场，增加QFII（合格境外机构投资者）许可证及投资额度，以及在银行间债券市场创设类似QFII的制度，从而吸引外国投资者等机构投资者，将会变得很重要。

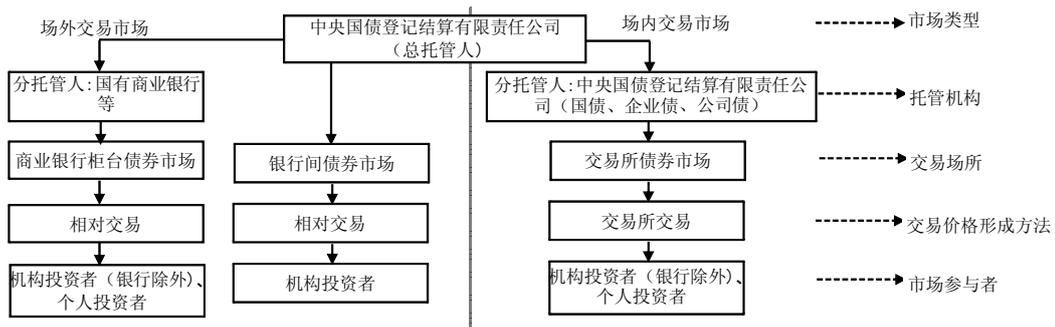
I. 序言

1. 自 2008 年起中国公司债市场不断扩大

中国公司债市场，无论是发行市场还是流通市场，都被监管部门分为交易所市场（场内市场）和场外柜台市场（银行间债券市场、店头市场）（图表 1），不同的产品还有着不同的监管部门和管理规定。

2009 年，中国国内公司债市场发行短期融资债券（CP）4,612 亿元、中期票据（MTN）6,900 亿元、中小企业集合债券 13 亿元、熊猫债券 10 亿元（以上为银行间债券市场）、企业债 4,252 亿元、公司债 735 亿元、可转换公司债 77 亿元（以上为交易所市场），共计 16,599 亿元（约合 22.5 万亿日元）¹，超过 2008 年的发行总额 9,798 亿元，创下历史新高（图表 2）。同时，自 2008 年起已连续两年超过国内外股权融资总额（2009 年股权融资额为 6,858 亿元（约

图表 1 中国债券市场结构图



（出处）野村资本市场研究所根据中国债券信息网站资料编制

图表 2 公司债市场发行额

（单位：亿元）

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
短期融资债券（CP）	1,424	2,920	3,349	4,332	4,612
中期票据（MTN）	0	0	0	1,737	6,900
企业债	694	1,015	1,752	2,367	4,252
公司债	0	0	112	288	735
可转换公司债	0	143	232	773	77
资产担保证券 （银行间债券市场）	72	116	258	302	0
资产担保证券 （交易所市场）	6	48	0	0	0
中小企业集合债券	0	0	0	0	13
熊猫债券	21	9	0	0	10
合计	2,217	4,250	5,704	9,798	16,599

（出处）野村资本市场研究所根据 Wind 资讯、中国债券信息网站资料编制

¹ 本章中人民币和日元的换算根据 2009 年 12 月 31 日汇率中间价 1 元=13.55 日元计算。

合 9.3 万亿日元))。

公司债市场自 2008 年起扩大与银行间债券市场发行管制的放宽有关²。第一，2008 年 4 月起银行间债券市场引进了中期票据，自此，中期票据、短期融资债券的发行程序，从先前的备案制改为注册制，由中国人民银行管理改为行业协会（2007 年 9 月设立）自律管理。第二，由发行主体单独进行申请并单独获批，改为在一定发行额度之下的注册制。第三是从法律上对净资产规模未特别设限，从而为发行主体的多样化铺平了道路。

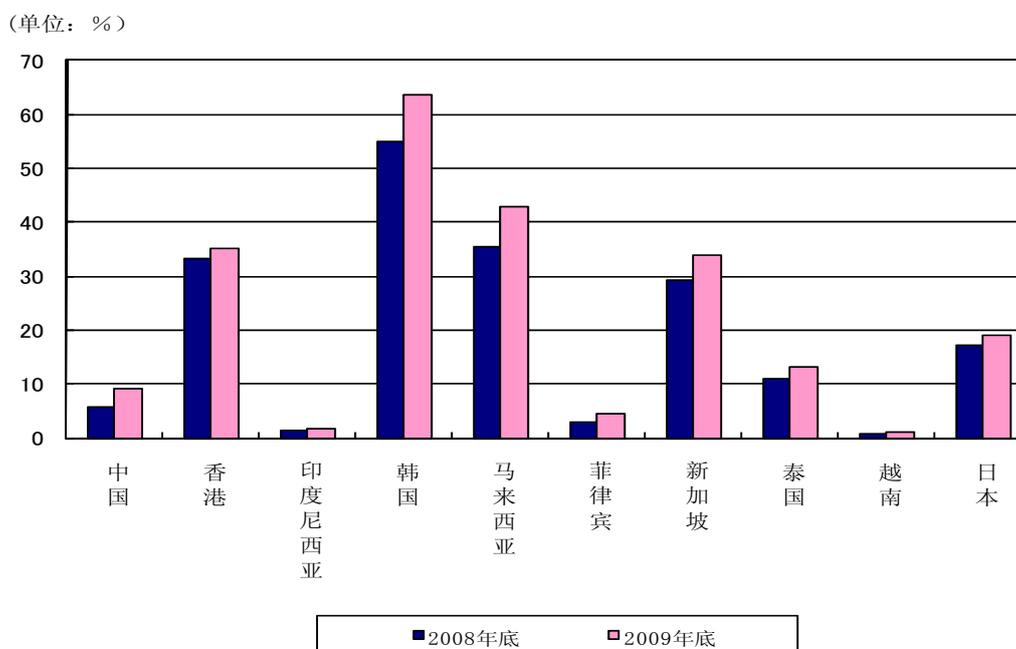
2. 中国公司债市场发展程度的比较

如上所述，中国公司债市场的发行规模在 2008 年后增长扩大尤为明显，但若将公司债发行规模占经济总量的比例与亚洲其他国家进行比较，又会如何呢？

ADB 每季度发行一次的《Asia Bond Monitor, March 2010》对亚洲主要国家本地货币债券发行余额（国债、公司债）占 GDP 的比例作了一番比较。其中，公司债方面，中国截至 2009 年底的这一比例只有 9.2%，不及韩国、马来西亚、新加坡、泰国的水平（图表 3）。要想让公司债市场的发展与中国的经济总量相称，重要的是进行改革，增加市场容量，提高流动性。

在下文中我们将回顾日本公司债市场建设经过，相信这段历史对于中国公司债市场改革将具有参考价值。其次，我们将梳理日本一直以来的仿效对象——美国公司债市场的特点，并与日本公司债市场进行比较。最后，我们将从日美公司债市场建设历程中，汲取对中国具

图表 3 亚洲主要国家本地货币公司债发行余额占 GDP 之比



(出处) 野村资本市场研究所根据 ADB《Asia Bond Monitor, March 2010》编制

² 参考关根荣一《中国公司债发行制度改革》（《季刊中国资本市场研究》2009 年春季号）。

有启示意义的内容。

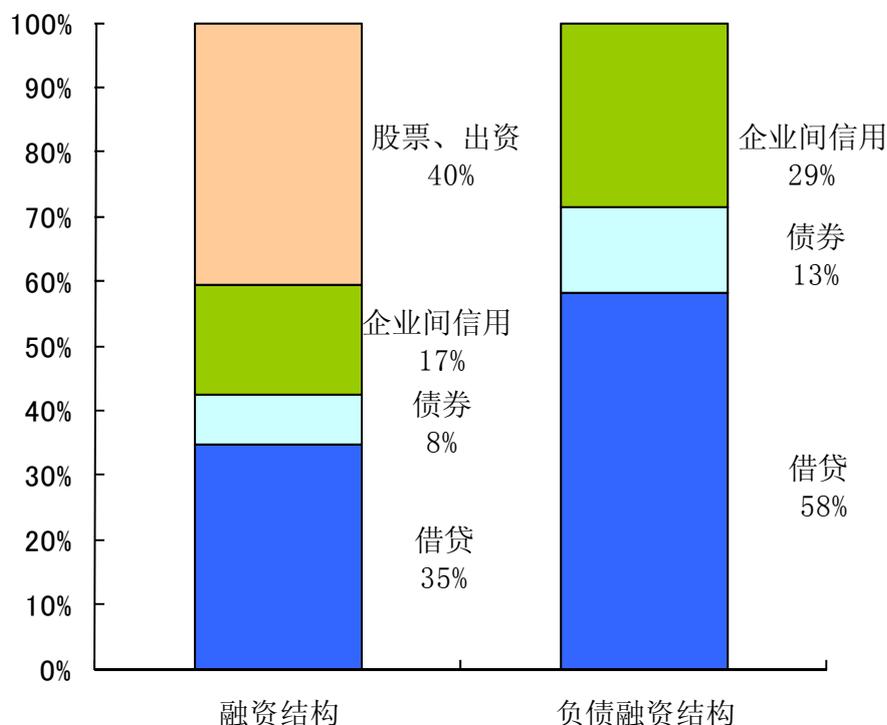
II. 日本公司债市场的建设经过

1. 日本的金融体系

日本的金融体系以间接金融为主，企业融资中借贷占 35%（2009 年底）（图表 4）。考虑到多数日本企业与有交易关系的其他企业及银行互持股份的情况，实际借贷占负债的比例将达到 58%（同上），可以说企业融资对借贷的依存度非常高。

日本的直接金融之所以没有获得大的发展，其中一个原因就是日本长期采取由银行来管理公司债市场的模式。然而，从 20 世纪 80 年代后期开始，日本国内公司债市场迅速发展，企业从公司债市场筹集到的资金也逐渐增加。2008 年世界金融危机后，日本的企业也以实现融资手段多样化为目的开始更多地利用公司债市场。2009 年底公司债市场规模达到了 60 万亿日元，创下历史新记录，预计今后其规模将进一步扩大（图表 5）。下面，简要回顾一下日本公司债市场的建设经过。

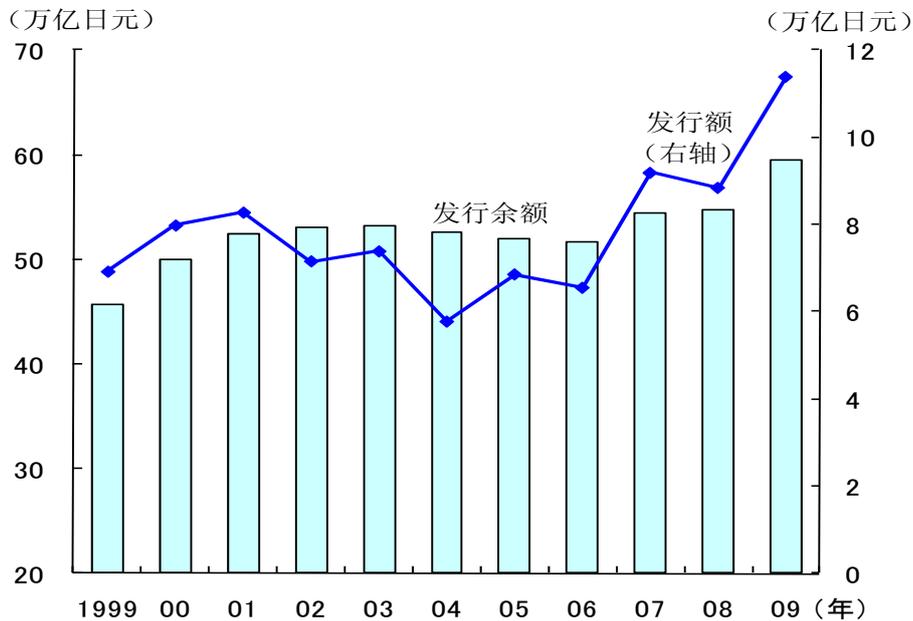
图表 4 日本企业融资结构（2009 年底）



（注） 民间非金融法人企业。

（出处）野村资本市场研究所根据日本银行《资金循环统计》编制

图表 5 日本公司债市场规模



(出处) 野村资本市场研究所根据日本证券业协会资料编制

2. 日本公司债市场的建设经过³

1) 公司债市场的黎明期

日本公司债市场的起源，如果从公司债受托管理制度——很长时间内它都成为公司债市场的基础——讲起，则可上溯到 1905 年的附担保公司债信托法以及 1911 年的商法修订。附担保公司债信托法从英美法中吸收了基于信托法担保的受托公司制度，又从大陆法中引进了公司债债权人会议制度，内容由 9 章 120 条组成，非常详尽。此外，商法经 1899 年修订后明确了公司债与股票的区别，在 1911 年的修订中又加入了对无担保公司债尤为重要的“募集受托公司”的相关规定。

公司债市场制度虽然得到完善，但市场规模并未随之扩大，处于一进一退的状态。公司债市场的扩大主要出现在：1914~18 年，第一次世界大战后，随着货币政策的放宽，公司债发行有所增加；1920~26 年，战后经济衰退，电力公司强强合并之际发行了巨额债券；1927~28 年，由于金融危机回报率低，大量发行了偿债债券。

然而在经济萧条期，公司债的发行量虽然有所增加，但违约现象也随之增加。当附担保公司债发生违约时，本应由担保的受托公司在公司债债权人会议上发挥主导作用，确定处理方式的。而当时的主流——无担保公司债则由于募集受托公司权限小，未能确定处理方法，从而发生了一些纠纷。为此，在政策部门的授意下，日本开展了公司债净化运动，以银行和

³ 日本公司债市场建设经过根据松尾顺介（2002）《日本的公司债市场》（东洋经济新报社）编写。

保险公司为中心推动公司债走向担保化，使得附担保公司债的比例由 1930 年的 11%跃升至 1934 年的 69%。

在公司债违约增加、公司债净化运动不断推进的过程中，银行和信托银行在承销业务中的份额提高，而资金力量相对薄弱的证券公司则地位下降。同时，在这一时期，作为受托公司的银行开始对公司债发行公司的业务经营、财务处理、利润分配产生影响，据说甚至有些合同（信托证书）中还附加了特殊约定，规定决算期须提交营业报表和资产负债表，决算以及利润分配须事先取得受托公司的批准等事项。受托公司对公司债发行公司的权限得到了加强，这也标志着公司债受托管理制度的确立。

2) 二战统制时期公司债受托管理制度得到加强

20 世纪 30 年代中期后，在战时统制之下，资金集中到军需产业，国家在资本市场上凭借着强有力的发债权限，优先发行了军需产业及国策公司的债券。1940 年设立了由大藏省、企画院、日本银行等组成的债券发行计划协议会，负责产品甄选，决定发行总额。证券公司未能加入债券发行计划协议会，被排除在承销业务之外。

3) 二战后继续存在的公司债受托公司职能

战后的公司债发行处于债券发行调整协议会——由大藏省、稳定经济本部、日本银行及金融机构代表组成——的管理之下。该协议会由日本银行主导来决定发债条件和发行额并协调发债顺序。1949 年，该协议会分化为发债恳谈会和发债讨论会，前者负责讨论债券的发行条件、承销手续费等债券发行市场相关的一般事项，后者负责讨论次月发行的产品、各产品发行额、以及发行条件等专门事项。证券公司也得以参加上述会议，但由于银行在发债市场中承担协调功能，因此发债协调受到了金融政策的影响。同年，还引进了日银合格担保公司债（事先审查）制度，当金融机构以日本银行审批合格的公司债为担保向日银贷款时，可享受与国债相同的优惠。

1948 年出台的证券交易法规定，公司债的承销业务属于证券公司专有业务。但当时的情况仍然是日本银行拥有发债主导权，公司债主要由银行来消化。因此，银行继续履行权限强化的公司债受托公司的职能。在发债自由化方面，1955~56 年由于国际收支好转和财政资金超支导致金融政策走向宽松，在这种情况下统制政策一时无用武之地，1956 年日银合格担保公司债制度和发债恳谈会被取消，发债讨论会也只负责发债条件的事后确认。然而，进入经济高度增长后期后，资金供需关系紧张，控制利率和资金配给政策又重新复活。1968 年，发债讨论会变身为发债会，但是，以受托公司为主、银行对发债进行管理的局面依然存续。

4) 日本国内公司债市场的改革

1973 年的石油危机标志着经济高度增长长期的终结。政府开始采取积极的财政政策，并从 1975 年起大量发行国债作为这些政策的财源。由于金融机构难以消化全部国债，遂于 1978 年引进了公募招标制，从结果上促进了长期利率自由化的发展，扩大了短期金融市场。

1977年，证券交易审议会基本问题委员会提交《关于公司债市场理想的发展方向报告》，提出了公司债市场制度自由化和国际化的建议。受此影响，虽然债券种类的多样化有所提高，适债标准有所放宽，但仍非常有限，改革并不彻底。

另一方面，从1984年后，在日美日元美元委员会报告的影响之下管制得以放宽，从欧洲债券市场融资的成本降低，融资手段因此由国内银行贷款和发行公司债转向了发行欧洲债券（即国内市场空洞化）。日本企业中投资欧洲债券的投资者多为日本国内投资者，因此可以说欧洲债券市场扩大的原因之一是规避国内市场管制。

再次认识到搞活日本国内公司债市场的必要性之后，1986年证券交易审议会公债公司债特别分会报告《公司债市场发展方向》提出了修改有担保原则、改进发债机制等建议。由此，除原有的发债方式——发债会方式外，又引进了建议书方式。之前由于发债会实行的是统一的发行条件，难以反映公司债发行公司间信用度等的差异。为此，1987年引进了建议书方式，由证券公司通过建议书（proposal）——上面有发行条件等——来竞聘主干事。1988年这种方式扩大到全部产品，人们认为它将排除发债市场上发债会的影响并通过竞争机制增加发行条件的弹性。然而，为竞聘主干事，各证券公司之间竞相打起价格战而且愈演愈烈，于是1991年出台了统一价格销售方式以避免降价销售。然而，公司债受托管理制度依然存在。

公司债受托管理制度的彻底改革，是通过1993年商法修订来实现的。募集公司债的受托公司改称公司债管理人，其职能局限于公司债发行后的管理业务。这样一来，原来由公司债受托公司承担的适债标准等适债性的确认成了承销证券公司的工作。进而，1996年取消了适债标准及财务限制条款设定义务，实现了发债自由化，同时，对于面向机构投资者的公司债，允许设置手续费较低的财务代理人来取代公司债管理人。在公司债受托管理制度下，日本的公司债市场长期以来受到政府金融部门及银行的影响，但随着管制逐步放宽，终于实现了发债自由化。

下面，在确认日本公司债市场存在的问题之前，让我们先来了解一下公司债市场高度发达的美国的情况。

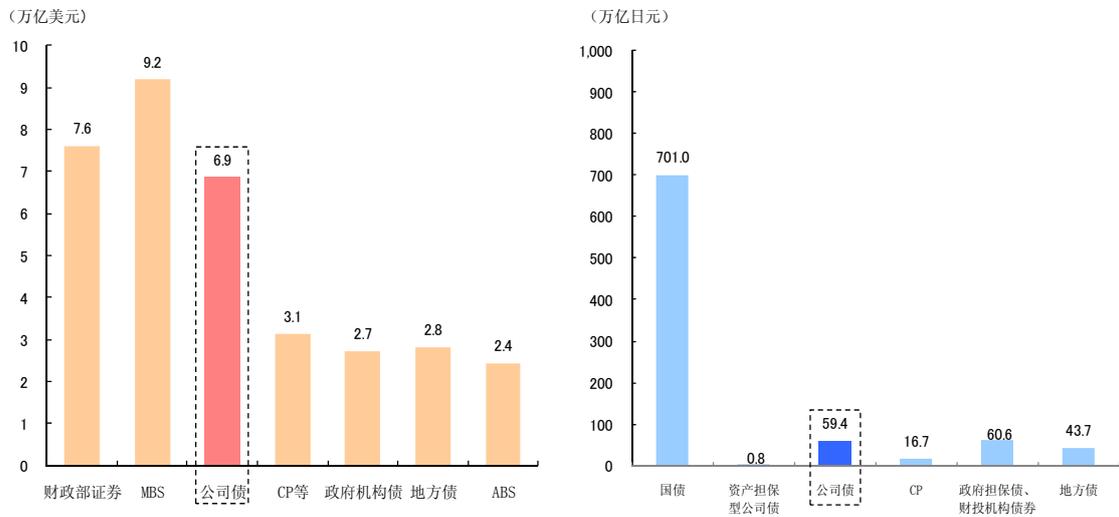
III. 发达的美国公司债市场之特点

1. 规模庞大的美国公司债市场及其背景

2009年底，美国公司债的市场规模为6.9万亿美元（图表6）。从各类债券的发行余额来看，公司债的发行余额仅次于MBS（9.2万亿美元）和财政部证券（7.6万亿美元），其规模是日本公司债发行余额（59.4万亿日元）的10倍以上。

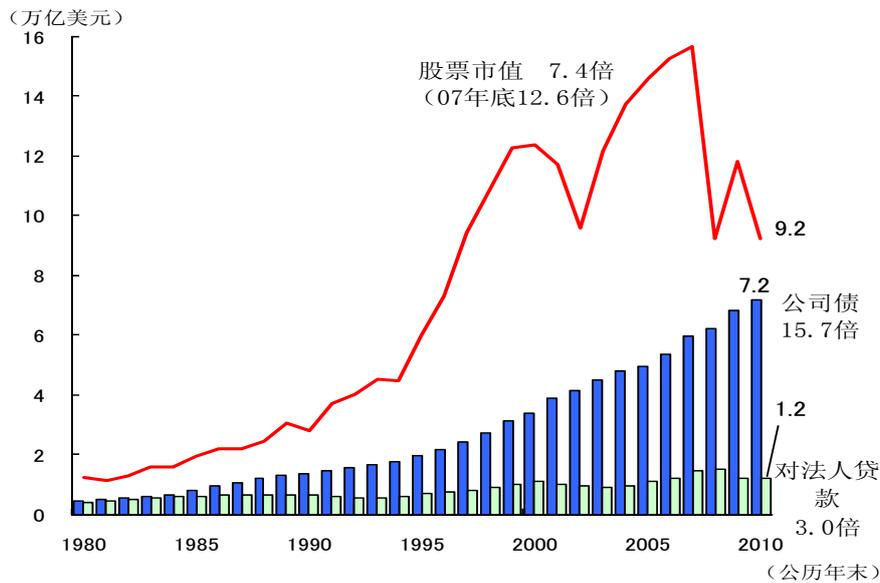
在美国资本市场上，公司债市场变得如此举足轻重，是从20世纪80年代后期开始的，也就是过去的四分之一世纪之内的事情。20世纪80年代前期，公司债的规模基本与银行对法人贷款持平，但后来，公司债的发展速度大大超过了银行对法人贷款（图表7）。比较1980年底与2009年3月底美国的公司债市场规模，其余额由4,586亿美元发展到7.2万亿美元，

图表 6 日美债券市场的各类债券发行余额（2009 年底）



（出处）野村资本市场研究所根据 SIFMA、日本证券业协会、证券保管转账机构资料编制

图表 7 美国的公司债与其他融资手段的比较



（注）公司债中不包括 ABS（若无特别注释，下同）。

（出处）野村资本市场研究所根据 NYSE、WFE、FDIC、FRB, 《Flow of Funds Accounts》编制

增至 15.7 倍。这期间，银行对法人贷款额由 3,910 亿美元发展到 1.2 万亿美元，仅为 3.0 倍。

进入 20 世纪 80 年代，美国企业在财务战略上进入了提高杠杆率的时代，而这也促进了美国公司债市场（而不是对法人贷款）的扩大。20 世纪 70 年代后期~90 年代中期发生的“美国银行资金中介功能降低”勉强可以算是其最主要原因之一。

20 世纪 70 年代后期~80 年代初期，通货膨胀引起利率飙升。在这一时期，银行因受到

存款利率上限的约束，无法通过提高存款利率来追随这一变化，从而导致银行存款作为投资产品的魅力相对下降。同时，银行的不良债权问题（与农业及中南美相关）及其引起的信用评级下降⁴、以及 1981 年出台的对银行的初期资本充足率规制，这些都限制了银行的授信能力。另一方面，企业扩大了公司债融资，而在投资者当中随着 MMF 的进一步普及，债券基金的知名度得到提高。

20 世纪 80 年代后期~90 年代中期，由于银行不良债权问题再次发生、资本充足率规制进一步加强、以及银行信用评级下降等原因，对法人贷款的余额没有增长。同时，银行为提高收益，停止吸储竞争（重视 ALM），开始自行销售投资信托产品。银行销售的投资信托产品起初以 MMF、债券基金为主。

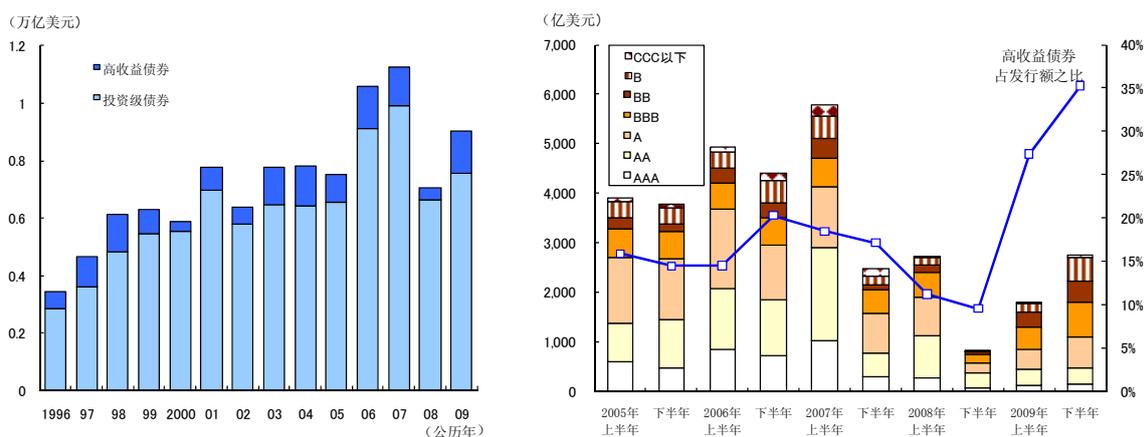
2. 金融危机后的迅速恢复

美国公司债市场之所以能发展到如此庞大的规模，是离不开其稳定的发行额度的。从发行市场来看，2000 年至金融危机发生前这段时间，发行市场的规模达到每年约 0.6~1.2 万亿美元（60~120 万亿日元）的水平（图表 8），是同期日本年发行额 6~10 万亿日元规模的 10 倍以上。

美国发行的公司债，其特征首先是持续发行 BB 级以下的、也就是高收益的债券。2005~2009 年，公司债发行额中高收益债券所占比例达到 18%。后来，由于次级贷款问题和金融危机，发行额一度缩小。进入 2009 年后，包括高收益债券在内，公司债发行额又逐渐恢复。到 2009 年下半年，高收益债券的比例占到 35%，竟达到了近年来的最高水平。

其次，从美国公司债流通市场的现状来看，自有统计数据的 2002 年至金融危机发生前这段时间，年交易额基本在 4.1~4.7 万亿美元之间变化（图表 9）。2008 年受金融危机影响，

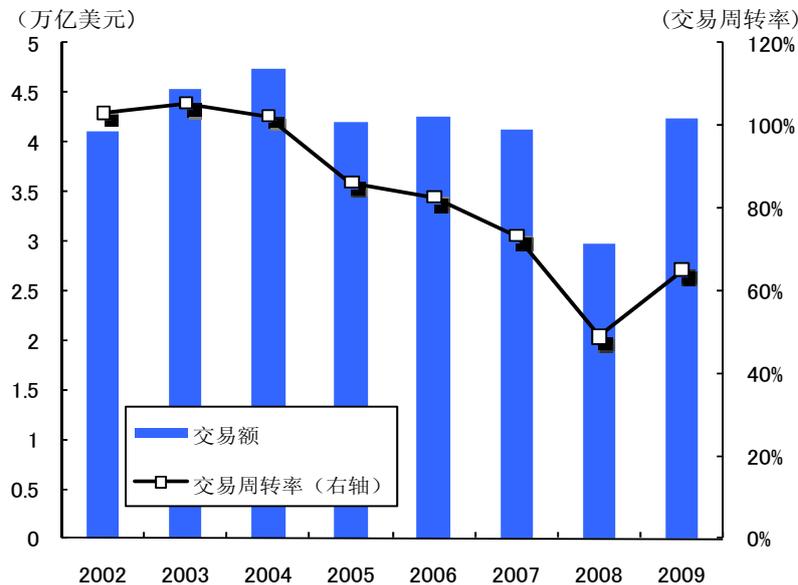
图表 8 美国公司债发行额的变化



（出处）野村资本市场研究所根据 SIFMA、Thomson ONE Banker 资料编制

⁴ 1985 年穆迪评定花旗公司（现花旗集团（Citigroup））为 Baa 级，美国银行为 A 级，级别要低于像 P&G 和 IBM 的 Aaa 级、GM 的 Aa 级。

图表 9 公司债市场交易额及交易周转率



(注) 以每年的交易天数为 252 天, 从每天的交易额推算年交易额。
(出处) 野村资本市场研究所根据 SIFMA 资料编制

降至 3.0 万亿美元, 但 2009 年重新恢复至 4.2 万亿美元。交易额基本上原地踏步, 但发行余额增加, 因此交易周转率 (交易额 / 发行余额) 由 2004 年的 103% 跌至 2009 年的 65%。从交易周转率的倒数——平均持有年限来看, 2009 年为 1.5 年, 即公司债券投资者平均持有同一债券时间为 1 年半。说明美国公司债市场的长期持有型投资者不在少数。

3. 多样化的公司债发行公司与公司债投资者

从公司债的发行公司来看, 企业法人发行余额排在首位的是 AT&T, 为 638 亿美元, 其次是 588 亿美元的韦里孙通讯公司 (Verizon), 排名靠前的都是有着强烈设备投资需求的通讯企业 (图表 10)。第 3~5 名依次是西南航空公司 (Southwest)、福特汽车公司、辉瑞制药公司 (pfizer), 并未集中于特定行业。同时, 进入前十名的企业其信用级别多为 A 级~BBB 级 (6 家)。

从投资者的角度来看公司债市场, 美国的海外投资者、个人投资者、投资信托机构(基金)持有的公司债比较分散, 份额分别是 21%、19%、12%, 可见公司债市场由多样化的投资者所支撑 (图表 11)。在美国, 海外投资者持有的公司债份额最大的原因是, 从 2002 年到 2007 年, ABS 市场由 2.0 万亿美元扩大至 4.5 万亿美元, 海外投资者出于新兴经济体外汇储备等需要而增持了份额。

4. 违约风险的应对

有意见认为, 美国公司债市场之所以发达, 其中一个重要原因是美国有着完善的公司债债

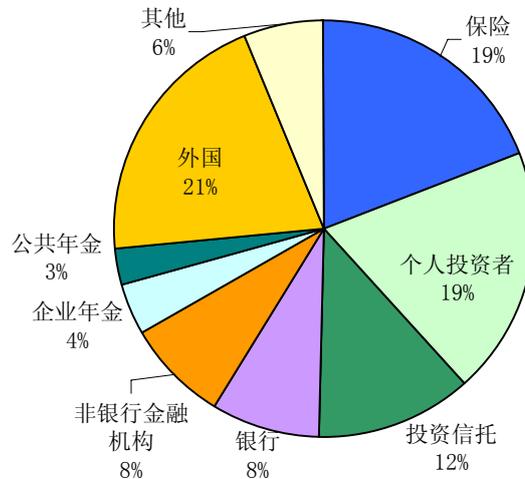
图表 10 美国公司债发行余额前十名企业

(亿美元)

	企业	行业	评级 (S&P)	发行余额
1	AT&T	通讯	A	638
2	韦里孙	通讯	A	588
3	西南航空	航空	BBB+	476
4	福特	汽车	B-	421
5	辉瑞	医药	AA	391
6	沃尔玛	零售	AA	347
7	卡夫食品	食品	BBB	295
8	康卡斯特 (Comcast)	媒体	BBB+	285
9	康菲 (ConocoPhillips)	能源	A	241
10	宝洁 (P&G)	日用品	AA-	240

- (注) 1. GEcapital、金融机构 (含联邦全国抵押贷款协会(FNMA)、联邦住宅贷款抵押公司 (FHLMC)) 除外。
 2. 为截至 2010 年 6 月 16 日的各公司发行余额, 包括距偿还期限不到 1 年的公司债。
 (出处) 野村资本市场研究所根据彭博公司 (bloomberg) 资料编制

图表 11 美国公司债市场投资者结构 (2009 年底)



- (注) 在美国的资金循环统计分类中, 公司债包括 ABS 以及外债。
 (出处) 野村资本市场研究所根据 FRB 《Flow of Funds Accounts》编制

权人保护机制⁵。本节将重点围绕公司债各种约定事项、贷款约定事项的披露情况、发生违约时保护公司债债权人利益的受托人等内容, 介绍美国公司债市场的公司债债权人保护机制。

1) 约定事项的重要性

约定事项 (Covenants), 指签订公司债及贷款等债务合同时, 事先就其他债务禁止设定担保、其他债务合同违约时本债务合同应如何处理等进行规定的条款。因此, 约定事项会制约

⁵ 参考日本证券协会《关于搞活公司债市场的恳谈会》第 1 次~第 4 次资料及第 3 次工作小组资料 (http://www.jsda.or.jp/html/chousa/shasai_kon/index.html)。

企业活动，对企业在经营恶化或发生违约时回收资金产生重大影响。如果某债务合同没有附加约定事项，而其他债务合同附加约定事项的情况下，可能会对该债务的偿还顺序以及违约时的回收率产生影响。

2) 公司债的约定事项

① 公司债约定事项种类

图表 12 为美国公司债中所附加的主要约定事项。其中，控制权约束条款（Change of control agreements）诞生于美国 20 世纪 80 年代 M&A 风潮之下，当时杠杆收购（LBO）使得企业负债突然增加，公司债价值急剧缩水，为防止这种情况，控制权约束条款作为针对 LBO 的措施应运而生。

控制权约束条款，当事先规定的关系到企业控制权的事态发生，且信用级别被降低时，赋予公司债债权人可要求发行公司按事先规定的价格回购公司债的权利。关系到控制权的事态包括：出售大部分资产；持有一定数量表决权者发生更替；过半数董事不再担任董事等情况。

② 附加公司债约定事项的情况

从以往的公司债约定事项附加情况来看，所附加的多为合并限制条款、售后租回限制条

图表 12 公司债主要约定事项种类及内容

种类	内容
合并、收购 转让限制条款	<ul style="list-style-type: none"> 在发行公司或子公司的M&A方面，禁止其他公司吸收或转让实质上的全部资产。 不过，在满足下述条件时，也有允许M&A的情况。这些条件包括：①存续的承继公司继续履行公司债债务；②存续的承继公司遵守美国或特定地区的法律；③交易后不会马上陷入期限利益丧失状态等。
提供担保限制条款 (消极担保条款)	<ul style="list-style-type: none"> 禁止发行公司或子公司对负债设定担保。 不过，当给公司债设定与其他债务相同的担保或发行公司债时已经设定担保等满足规定条件时，也有允许设定担保的情况。
售后租回限制条款	<ul style="list-style-type: none"> 禁止发行公司或子公司出售资产后从购得资产者处租赁该资产。 不过，当出售得来的资金用于偿还债务等规定用途时，也有允许售后租回的情况。
分红限制条款	<ul style="list-style-type: none"> 限制发行公司或子公司的分红。 不过，当信用级别达到投资级等满足一定条件时，也有允许分红的情况。
交叉违约条款、 交叉加速条款	<ul style="list-style-type: none"> 当其他债务发生违约时，也视为对本债务的违约(交叉违约条款)。 当其他债务发生违约，从而提前还款时，也视为对本债务的违约(交叉加速条款)。
控制权约束条款	<ul style="list-style-type: none"> 当发生触犯约定的控制权约束条款的事态，且信用级别被下调时，发行公司按规定价格回购公司债。 触犯控制权约束条款的事态包括：实质上出售全部资产；持有一定数量以上表决权者发生更替；过半数董事不再担任董事等。

(注) 上述约定事项是由笔者对各公司募集说明书的主要内容进行归纳的，并不意味着美国的公司债都附加相同内容的约定事项。

(出处) 野村资本市场研究所根据各公司募集说明书编制

图表 13 1993 年至 2005 年发行的公司债约定事项附加比例

种类	投资级 (2,347种产品)	高收益 (761种产品)	合计 (3,108种产品)
合并限制条款	91.0%	98.6%	92.9%
债务优先顺序限制条款(提供担保限制条款等)	14.0%	77.1%	29.4%
售后租回限制条款	69.0%	49.9%	64.3%
分红限制条款	2.7%	65.5%	18.1%
交叉违约条款及交叉加速条款等 与违约相关的约定事项(注1)	46.7%	87.8%	56.7%
控制权约束条款	2.7%	73.3%	20.0%

(注) 1.交叉违约条款、交叉加速条款、信用评级触发条款、净资产触发条款。
2.调查对象为除金融机构以外的美国企业。

(出处) 野村资本市场研究所根据 Sudheer Chava, Praveen Kumar, and Arthur Warga, 《Managerial Moral Hazard and Bond Covenants》2007 编制

图表 14 最近 5 年发行的公司债约定事项附加比例

种类	投资级 (17家)	高收益 (13家)	合计 (30家)
合并、收购、转让限制条款	94.1%	100.0%	96.7%
提供担保限制条款(消极担保条款)	64.7%	76.9%	70.0%
售后租回限制条款	58.8%	76.9%	66.7%
分红限制条款	0.0%	30.8%	13.3%
交叉违约条款	17.6%	61.5%	36.7%
交叉加速条款	17.6%	76.9%	43.3%

(注) 1.调查对象按信用级别并根据截至 2009 年 11 月 26 日公司债发行余额从高到低顺序选定(金融除外)。
2.包括 AAA 级 1 家、AA 级 2 家、A 级 7 家、BBB 级 7 家、BB 级 9 家、B 级 4 家。资料来自于对象企业新近发行的公司债募集说明书。

(出处) 野村资本市场研究所根据各公司募集说明书编制

款、交叉违约条款、交叉加速条款等与违约相关的约定事项(图表 13)。同时,公司债的信用级别越低,附加约定事项的比率就越高,且种类也多。

直至今日,附加约定事项的情况也没有太大的变化。图表 14 是从各公司募集说明书中确认到的截至 2009 年 11 月美国 30 家公司债发行余额较高企业近期发行的公司债中约定事项的附加比例。我们可以从图表 13 中看到,除去售后租回限制条款,其他条款都是信用级别越低、约定事项附加率越高,所附加的约定事项种类也会有所增加,合并、收购、转让限制条款的附加率呈上升趋势等特点。

在调查对象中,信用级别只有 B 级的 4 种产品中有 3 种的约定事项数量尤其多,附加了约定事项大约共有 10 项左右,其中包括分红限制条款、债务限制条款、资产出售限制条款等高信用级别公司债很少会附加的约定事项。

3) 贷款的约定事项

①贷款约定事项的种类

贷款的约定事项种类比公司债要多，包括带息负债比率及利息覆盖率等财务指标相关的约定事项、维持业务部门及营业网点等限制企业营业活动的约定事项、包括遵守约定事项在内的守法经营约定事项等内容，用以提出多方面的财务要求，限制企业活动范围，确认守法经营等。

为此，公司债投资者除要了解所投资公司债的约定事项外，还应了解贷款的约定事项，这是非常重要的。

②贷款约定事项的披露及附加情况

由于贷款不是公募证券，因此没有义务向 SEC 提交相当于公司债募集说明书的文件。但是，公司负有披露信息的义务，必须及时披露临时报告书 8-K 以及持续披露年度报告书 10-K，以确保公众能够广泛利用这些信息。签订贷款合同时，如有要求希望通过 8-K 披露信息，则可在 8-K 长达数十页的附件中详细披露约定事项的内容，使投资者能够了解贷款约定事项的内容。

4) 保护公司债债权人利益的受托人

①受托人的设置

美国公司债市场的受托人是指代表公司债债权人利益来管理公司债的受托者。在公司债市场高度发达的美国，《信托证书法》规定：当发行本金超过 1,000 万美元的公募公司债时，必须设定受托人 (Trustee)，以保护公司债债权人的利益。

美国自 19 世纪 60 年代开始，在发行公司债时由信托公司担任受托人。由于当时是以附担保公司债为主，因此它的业务也就以担保管理等管理业务为主⁶。20 世纪 20 年代至 30 年代，无担保公司债增加，其在公司债发行总额中所占比例由 1920~23 年的 26.9% 上升至 1928~31 年的 44.3%。于是，人们开始希望受托人能够在公司债出现违约时采取行动，以保护公司债的债权。

然而，受到 20 世纪 30 年代前期经济大萧条的影响，公司债的违约现象骤增，但未能履行保护公司债债权人这一职责的受托人却不在少数⁷。其原因在于，信托证书中广泛规定了受托人义务及责任方面的免责条款，而缺乏对利益冲突的相关规定。这样一来，对发行公司有着利害关系的受托人便优先顾及自己的利益，要么不将公司债违约的情况通知公司债债权人，要么在违约后不对发行公司进行起诉，没有充分履行受托人保护公司债债权人利益的职能。1936 年的 SEC 报告 (《Trustees under Indentures》) 指出，20 世纪 30 年代前期发生的公司债违约中，有 27% 的受托人未采取任何行动。

在对保护公司债债权人的关注以及对受托人的批评日益高涨之下，1939 年出台⁸了《信托

⁶ 参考青山和司《美国的信托与商业银行》日本经济评论社，1998 年。

⁷ 同上。

⁸ 参考 Trust Indenture Act of 1939 (<http://www.sec.gov/about/laws/tia39.pdf>)。

证书法》。该法规定，公司债的受托人必须代表公司债债权人的利益。该法对受托人为保护公司债债权人利益而应当采取的行动作了规定，还针对此前引发争议的部分免责条款及利益冲突等规定了禁止或排除的内容。

②受托人的职责

受托人的职责和义务由公司债发行时发行公司与受托人间签订的信托证书（trust indenture）规定。只要是根据美国法设立、净资产超过 15 万美元、且经营实业的法人，便可担任受托人。不过，发行公司本身及其关联公司因其存在利益冲突的可能性较大，因此不能担任受托人。《信托证书法》规定，受托人对公司债债权人所负的职责、义务和权利由信托证书进行规定。

要求受托人履行的职责是代表公司债债权人的利益进行公司债的管理。而受托人的特殊性也表现在，在公司债违约前和违约后，要求其履行的具体职责大不相同。

首先，违约前的受托人是被动的存在，仅对信托证书规定的业务内容负有责任和义务，例如从发行公司领取披露文件等。此外还有管理公司债债权人名单，支付本息等工作，都是无须自行裁量的事务性工作（《信托证书法》第 315 条(a)）。

但公司债违约时及违约后，受托人按规定必须采取裁量性的行动，以保护债权人的利益（《信托证书法》第 315 条(b)）。

具体来讲，在发生违约后根据信托证书受托人被赋予权利和权限，必须为公司债债权人利益而采取审慎（prudent man）的行动（忠实义务）。受托人可从债权人的立场出发进行各种谈判，包括变更条件、放弃部分债权等，并进行债权回收相关诉讼（《信托证书法》第 315 条(c)）。

美国公司债市场上受托人的一大特点，是对受托人与公司债债权人间的利益冲突进行了严格的限制，以保证受托人能够代表公司债债权人的利益开展行动。公司债发生违约后，受托人属于《信托证书法》规定的 10 项利益冲突的任何一项之情况的（图表 15），必须在 90 天内辞职，或消除利益冲突的情况（《信托证书法》第 310 条）。为此，美国有些银行，比如最大的信托银行纽约梅隆银行（The Bank of New York Mellon Trust），为规避利益冲突，特地缩小贷款等银行业务，专注于信托业务。

图表 15 公司债违约后受托人的利益冲突事由

受托人与承销公司、发行公司之间存在职工兼职的情况	
①	受托人或其董事、执行官进行承销的。
②	受托人或其董事、执行官是发行公司或承销公司的董事、员工、代理人的。

受托人和承销公司、发行公司之间存在证券持有关系	
③	受托人和承销公司之间存在直接或间接的控制关系，或者处于同一控制之下的。
④	发行公司或其董事、执行官等持有受托人的附表表决权证券，单独持有10%以上或共同持有20%以上表决权的；承销公司或其董事、执行官同样共同持有20%以上的。
⑤	受托人持有发行公司5%以上附表表决权证券或10%以上证券的；或者持有10%以上承销公司证券的。
⑥	受托人持有发行公司10%以上附表表决权证券的；直接或间接控制发行公司或持有与发行公司处于同一控制之下的某公司的5%以上附表表决权证券的。
⑦	受托人持有10%以上持有发行公司附表表决权证券50%以上者的证券的。
⑧	受托人通过信托共计持有25%以上符合⑤~⑦之情形的证券的。不过，当因发行公司而使本利支付延迟30天以上时，则适用⑥~⑧之更加严格的证券持有规制。

代表多个不同立场债权人的利益	
⑨	与同一发行公司的多个信托证书存在受托关系。

受托人本身是发行公司的债权人	
⑩	受托人对发行公司持有债权。

(出处) 野村资本市场研究所根据《信托证书法》编制

IV. 对照美国来看日本公司债市场存在的问题

1. 公司债市场以高信用级别为主、公司债投资者分布不均

如上所述，日本的公司债市场不断完善，发债实现了自由化，但它的规模要小于美国。日本公司债市场不同于美国的一大特点是公司债以高信用级别为主以及投资者分布不均。

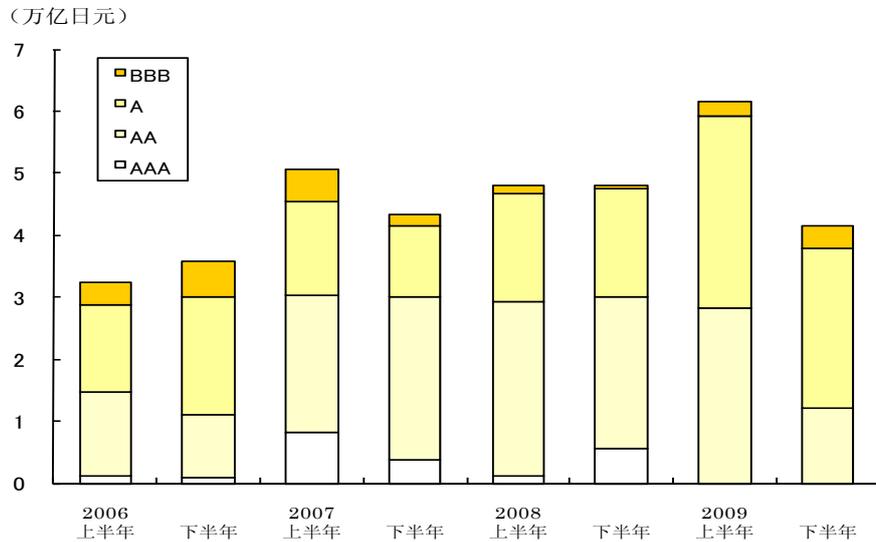
日本的公募公司债市场中不存在高收益债券发行市场(图表 16)。普通公司债中，2006~09 年度上半年，未发行过 BB 级的债券。就连 BBB 级的发行规模都要远远小于 AA 级~A 级，与前面所介绍的美国公司债市场情况大不相同。同时，从投资者结构来看，日本的公司债投资者主要是银行，截至 2009 年底其持有的份额达到了 48%(图表 17)。而在美国公司债市场，投资者分散在海外、家庭、投资信托等各个领域，由多样化的投资者支撑起公司债市场，两者形成鲜明对比。

2. 应对违约风险的必要性

许多人认为，要扩大日本公司债市场，需要解决的是低价差问题。而与此同时，应对违约风险等基础工作，对于完善公司债市场同样重要。在前面，我们从公司债债权人保护机制这一角度出发，对高度发达的美国公司债市场的约定事项及受托人的情况进行了介绍。

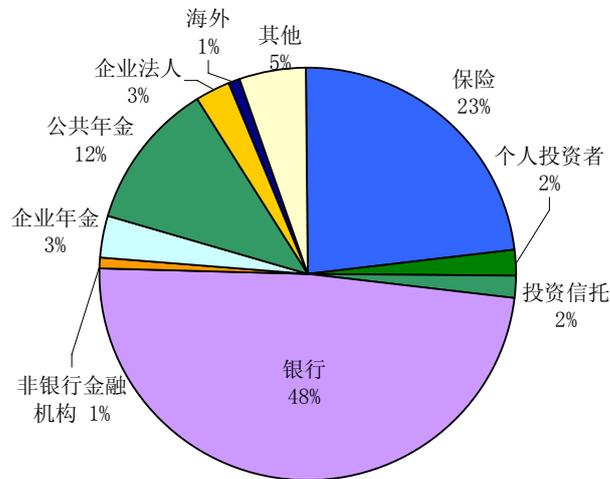
关于公司债，美国附加了多种约定事项，而日本公司债的约定事项在 1996 年财务限制条款自由化之后仍然保持较少的状态。如今，日本企业也在踊跃利用 M&A，谋求境外发展，或实现境内经营重组，因此像美国那样附加约定事项来限制那些损害公司债债权人利益的企业

图表 16 不同信用级别公司债发行额



(出处) 野村资本市场研究所根据日本证券业协会资料编制

图表 17 日本公司债市场的投资者结构 (2009 年底)



(出处) 野村资本市场研究所根据日本银行《资金循环统计》编制

行为，想必也会越来越必要。

关于贷款的约定事项，在美国，重要的贷款都通过 8-K 披露具体的约定事项信息，而日本仅在有关证券报告书及东京证券交易所的及时披露中进行有限的披露，因此，日本的投资者及公司债债权人无法了解贷款的约定事项。对于这一点，为扩大公司债投资，日本可能也有必要出台类似于美国 8-K 披露方式的信息披露制度。

另一方面，关于违约后的公司债债权人利益保护，美国规定受托人必须代表公司债债权人利益，采取裁量性行动，同时，针对这种情况，对受托人的利益冲突问题作了严格的限制。

图表 18 大银行集团公司债受托情况

2009年4~8月FA及公司债管理受托情况				
	产品数(种)		发行额(亿日元)	
	总数	其中FA	总数	其中FA
瑞穗实业银行	50	33(66%)	13,406	8,164(61%)
三井住友银行	47	40(85%)	11,890	9,690(81%)
三菱东京UFJ银行	35	34(97%)	9,200	9,150(99%)
合计	132	107(81%)	34,496	27,004(78%)

(出处) 野村资本市场研究所根据日本金融通信社(Nikkinn) 2009年9月4日报道编制

日本也存在公司债管理人,但并未像美国对受托人规定的那样对其与公司债债权人的利益冲突作具体的禁止。因此,主银行(main bank)——在美国是受到限制的——在公司债违约后仍有可能担任公司债管理人⁹。这样一来,违约后公司债管理人持有的贷款债权和公司债债权之间就可能产生利益冲突。

在日本,设置FA而非公司债管理人的公司债比例其实非常高,但由于普通公司债违约较少,因此很少被视为问题(图表18)。但是,日本如果也出现公司债违约增加的情况,则需要更多的公司债管理人。实际上,2009年1月发行的公司债案例中就设定了公司债管理人,据说是因为多个机构投资者提出了相关要求¹⁰。其实日本也可以考虑像美国那样鉴于违约前后职责的变化,对利益冲突问题采取妥善的措施,构建类似于受托人保护公司债债权人利益的机制。

V. 对中国的启示

1. 日本的经验

根据上述日美公司债市场建设的经验,提几点可能会对中国有启发意义的建议。

第一,日本的公司债市场从20世纪30年代中期的二战统制一直到战后长期处于发债调整协议会及发债会的管理之下,债券发行长期延续以受托公司为主的、由银行进行管理的模式,公司债市场改革滞后。其结果是,经过20世纪70年代大量发行国债的时期后,不得不任凭80年代欧洲债券市场扩大这一外在压力成为国内公司债市场改革的原动力。20世纪90年代泡沫经济崩溃后,国内公司债市场开始放松管制。但是,现在回过头来看,公司债市场发行主体的多样化等工作其实一开始就应该制定明确的改革计划,自主开展改革。

第二,与美国相比,日本的公司债市场以高信用级别为主,投资者也多为银行,对此,日本试图通过修订税制来进行应对。如上所述,日本的公司债市场中,外国投资者所持有份额不过1%,它的扩大会促进公司债投资者的多样化。日本政府通过2010财年税制的修订,规定自2010年6月起对于非居民取得的公司债(包括武士债、CP)的利息及偿还差益原则

⁹ 参考德岛胜幸《现代公司债投资实务 第3版》财经详报社,2008年。

¹⁰ 参考2009年4月17日日本经济新闻朝刊报道。

上不予征税¹¹。同时，还大幅简化了相关申请等程序。该项措施是带有时限的临时措施，只对2013年3月底之前发行的公司债有效。但“如果外国投资者对日本国内公司债的投资增加了，或者能够证明该制度为外国投资者所运用，则金融厅将根据这些业绩，提出将该制度变成永久性措施的要求”¹²。中国取消了CP市场最低发行额限制，信用级别的分布也开始呈现多样化。不妨让外国投资者了解这些情况，通过实现投资者的多样化，来进一步促进发行主体的多样化。

第三，公司债市场中开展应对违约风险等基础工作十分重要。在日本，已经有意见指出，为保护公司债债权人利益，今后应当借鉴美国的受托人制度，对公司债管理的发展方向进行探讨¹³。届时，消除公司债债权人与承销机构/公司债管理人之间的利益冲突将会非常重要。中国的银行间债券市场要想对承销人和托管人由同一银行担任的机制进行改革，美国的经验将非常有用。

2. 对中国政府的建议——向外资开放发行市场和流通市场

中国的公司债市场一直以来在阶段性地放松管制。目前，可通过吸引外资进入发行市场和流通市场，来建设容量更大、更具流动性的市场。通过这一过程来阶段性地实现中国政府所希望的人民币可自由兑换以及资本交易自由化，是顺利实现中国公司债市场改革的一项措施。

1) 外资金融机构发行公司债

2010年5月20日，三菱东京UFJ银行的中国当地法人三菱东京日联银行（中国）有限公司在银行间债券市场上发行了10亿元（约合135亿日元）¹⁴金融债券（图表1）。这是外资银行的中国当地法人首次在中国国内发行人民币债券。

在中国，迄今为止，发行主体一直在阶段性地向外资开放。例如，作为非居民，2005年由国际金融机构IFC（国际金融公司）以及ADB（亚洲开发银行）发行了三只熊猫债券（非居民人民币债券）；作为居民，2008年上海GM汽车金融公司发行了一只汽车贷款担保证券化产品。此外，居民金融机构（中国当地法人）在香港发行人民币债券的禁令于2007年解除，2009年外资银行的中国当地法人也可在香港发行人民币债券。

此次解除外资银行（中国当地法人）在中国国内发行人民币债券的禁令，在此前2008年12月8日国务院办公厅发布的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》（即所谓的《金融三十条意见》）¹⁵、2009年5月8日上海市政府发布的关于上海国际金融中心构想的实施意见¹⁶中

¹¹ 参考金融厅《关于新非居民债券收入不征税制度》（<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100518-1.html>）。

¹² 参考日本证券业协会《第5次 关于搞活公司债市场的恳谈会工作小组》议事摘要（http://www.jsda.or.jp/html/chousa/shasai_kon/091224y.pdf）。

¹³ 日本证券业协会《关于搞活公司债市场的恳谈会工作小组》。

¹⁴ 根据2010年5月20日汇率中间价1元=13.45日元计算。

¹⁵ 参考关根荣一《中国通过金融三十条意见改革资本市场》（《季刊中国资本市场研究》2009年春季号）。

¹⁶ 参考关根荣一《上海国际金融中心构想获中央政府审批后启动》（《季刊中国资本市场研究》2009年夏季号）。

已得到明确，此次算是付诸实施。

而且，尽管还没有实际发行业绩，但 2009 年 8 月 18 日，中国人民银行和中国银行业监督管理委员会（以下称银监会）已对银监会批准设立的融资租赁公司和汽车金融公司（均为中国当地法人）开放了在银行间债券市场发行金融债券的业务。银监会批准设立的主要的融资租赁公司有 13 家，汽车金融公司有 10 家。融资租赁公司中有 1 家美资公司（Bank of America），汽车金融公司中有 2 家日资公司（丰田、本田）。而无论是国内资本还是国外资本，对于融资租赁公司和汽车金融公司而言，外部资金筹措方式只有银行贷款。尤其是外资公司，其资金来源是来自母国的资本金和当地的人民币贷款。如果增资，需要银监会的审批，缺乏灵活性；而本地贷款在金融紧缩的情况下会受到金融当局的总量控制政策的影响。如果这些非银行金融机构能够发行债券，则筹资的选项就会增多，可通过设备租赁的方式促进企业的设备投资，或通过顺利提供汽车贷款促进汽车产销市场的扩大，从而最终扩大内需，为中国经济的持续发展作出贡献。

2) 外资企业发行公司债

根据联合国贸易和发展会议（UNCTAD）的数据¹⁷，2009 年全世界对外直接投资金额（快报口径）同比下降 38.7%，为 10,403 亿美元。而中国的这一金额为 900 亿美元，同比仅下降 2.6%，基本保持了上年水平。中国是世界经济发展的中心，外资十分看好对华直接投资。中国政府也继续坚持重视引进外资的方针，重新审视了外资引进政策。2010 年 4 月 6 日，中国公布了国务院《关于进一步做好利用外资工作的若干意见》（以下称“外资引进意见”），出台了以结合产业政策甄选外资、吸引外资进入中西部地区、将外资引进权限下放给地方政府等内容为骨架的新政策。

在《外资引进意见》中，也有几点有关资本市场的重要内容。即，利用资本市场的方向包括：①利用外资促进战略投资和 M&A；②支持中国企业在境外上市；③由外资试行设立中小企业保证公司；④支持外资投资风投企业及 PE 基金；⑤支持外资在国内公开发行股票、上市及发行债券。与本文关系尤为密切的⑤中明确指出，要为外商投资企业（中国当地法人）境内公开发行股票、发行企业债和中期票据提供支持，稳步扩大在境内发行人民币债券的境外主体范围。该《外资引进意见》的主管部门为国家发展改革委员会和商务部，其特点是从改善和提高投资环境的角度来对资本市场的运用进行了定位。

2009 年，各个国家和地区的对华直接投资中，除中华圈及避税地外，日本的投资额最高，为 41 亿美元，是实质上的第一名（图表 19），且比起 2008 年的 37 亿美元不降反升。对华直接投资方面，在内销比例不断提高，人民币资金需求日益增加的情况下，日本企业如何利用本地资本市场更加引人注目。尽管居民企业和非居民企业存在区别，不过一旦对外资企业开放人民币公司债发行业务，则从以往的中期票据、企业债、熊猫债券的发行条件来看，其条件很可能为：①发行时间超过 1 年的中长期债；②资金用途仅限于中国国内；③中介公司是外资的情况下应当是设在中国的当地法人。

¹⁷ 2010 年 1 月 19 日公布。

图表 19 不同国家和地区对华直接投资（2009 年）

次序	国家和地区	实际投资金额	
		100 万美元	占比(%)
1	香港	46,075	51.2%
2	英属维尔京群岛	11,299	12.6%
3	日本	4,105	4.6%
4	新加坡	3,605	4.0%
5	韩国	2,700	3.0%
6	开曼群岛	2,582	2.9%
7	美国	2,555	2.8%
8	萨摩亚	2,020	2.2%
9	台湾	1,881	2.1%
10	德国	1,217	1.4%
(参考)	欧盟	5,068	5.6%
	全世界合计	90,033	

(注) 1. 按 2009 年实际投资金额排序。
 2. 来自香港及避税地的对华直接投资包括迂回投资。
 3. EU 为 15 国。
 (出处) 野村资本市场研究所根据商务部资料编制

关于上述外资银行（中国当地法人）发行金融债券，因为目前已有 20 个当地法人，想来第二次金融债券发行的动作也将出现。

3) 增加 QFII 许可证及投资额度

中国自 2002 年起引进了外国投资者 QFII（合格境外机构投资者）制度。在 QFII 制度下，中国证券监督管理委员会（证监会）审批的境外基金管理公司、保险公司、证券公司、商业银行、养老基金等机构可在国家外汇管理局批准的投资额度内投资中国国内证券（上市股票、上市债券、投资信托等）。证监会审批的机构有 95 家（截至 2010 年 3 月 1 日），投资额度总计 166.7 亿美元（截至 2009 年 12 月底）。

QFII 作为外国投资者，是能够从专业的角度来进行投资的机构投资者，可望在促进中国国内证券市场合理价格的形成、发展对冲等金融技术方面发挥重要作用。不过，截至 2008 年底，QFII 占流通股市值总额的比例只有 1.6%，与个人投资者的 51% 相比非常渺小。在 2007 年 5 月举办的第二届美中战略经济对话上，双方同意将当时约 100 亿美元的 QFII 投资额度扩大到 300 亿美元，而实际尚未达到当时达成协议的水平。外国投资者对于今后增加 QFII 许可证及投资额度抱有强烈的期望。通过扩大 QFII，可望促进上市债券的发行和流通市场的完善，并为基础设施相关企业的融资作出贡献。

4) 在银行间债券市场创设类似 QFII 的制度

另一方面，由于 QFII 的投资仅限于在证券交易所上市的证券，对于那些发行市场和流通

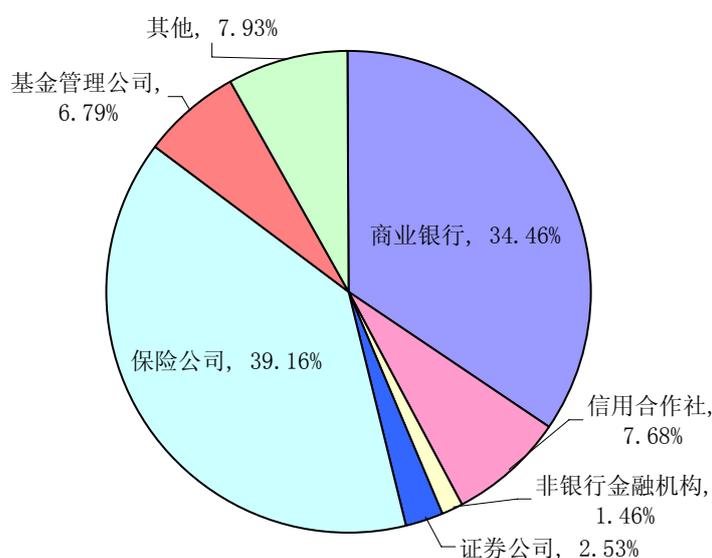
市场均远远超过证券交易所规模的银行间债券市场的金融产品，境外投资者目前从制度上完全无法涉足。

如上所述，银行间债券市场除国债外，还发行政府性金融机构 3 家银行的金融债券、企业的公司债（包括短期融资债券（CP）、中期票据（MTN））。比较交易所市场和银行间债券市场的规模（交易额），从 2009 年现货交易额来看，上海、深圳两家交易所为 4,660 亿元，而银行间债券市场规模是其 105 倍，达 488,682 亿元。从 2009 年附现金担保债券的交易额来看，上海、深圳两家交易所为 35,522 亿元，银行间债券市场则是其 20 倍，达 725,730 亿元。

通过在银行间债券市场创设类似 QFII 的制度，可为企业扩大融资、丰富融资手段提供支持，强化公司债市场的发行功能。从 2009 年底银行间债券市场的投资者持有比例来看，保险公司 39.16%，商业银行 34.46%，基金管理公司（运作公司）6.79%（图表 20）。通过吸引境外机构投资者加入，可望在中国国内形成更大容量的公司债流通市场。

进而，要想增加中国公司债市场容量、提高流动性，从中长期来看，将目前一分为二的交易所市场和柜台市场进行统一，也将是一项重要的工作。

图表 20 公司债各类投资者持有比例（2009 年底）



（注）在银行间债券市场的比例。

（出处）野村资本市场研究所根据“中国债券信息网”资料编制