

清科观察：中国股权投资市场格局再生变，券商直投携数百亿资金入场

2011-08-09 清科研究中心 傅喆

近期证监会下发《证券公司直接投资业务监管指引》（下简称“指引”）。该文件一方面对既有试点券商直投机构做出了进一步规范，尤其对此前强调不足的内部控制、风险控制以及信息披露制度提出了更为明确、严格的要求，另一方面也为直投公司设立直投资基金放开了闸门，并确立了门槛。清科研究中心认为，未来一段时间里，现有券商直投机构从事股权投资资金规模将进一步扩大，而争取更多券商直投机构及其基金、基金管理机构落户或将成为部分地区政府的工作重点。

33 家券商直投，资金规模扩容潜力巨大

清科研究中心数据显示，截止至 2011 年 6 月，中国共有券商直投机构 33 家，注册资本共计 216.10 亿人民币。按照《指引》规定，证券公司投资到直投子公司、直投资基金、产业基金及基金管理机构的金额合计不超过公司净资本的 15%。清科研究中心对上述 33 家直投机构所属证券公司 2010 年净资本情况进行梳理，以 15%的比例推算，具直投业务资格的证券公司可用于股权投资的资金量约为 461.16 亿人民币。由此可见，现阶段券商直投仍有逾 200.00 亿可用资金尚未入场，未来资金规模扩容潜力巨大。

表 1 中国证券公司开展直投业务情况（按直投子公司注册资本量排序，截止至 2011 年 6 月）

序号	证券公司	直投子公司	注册资本 (RMB,亿元)	证券公司 2010 年底净 资本 (RMB,亿元)	按 2010 年净资本 15%计算，可用于 直接投资资本量 (RMB,亿元)
1	中信证券	金石投资有限公司	46.00	410.50	61.57
2	海通证券	海通开元投资有限 公司	30.00	324.60	48.69
3	光大证券	光大资本投资有限 公司	20.00	176.47	26.47
4	广发证券	广发信德投资管理 有限公司	13.00	119.63	17.94
5	国信证券	国信弘盛投资有限 公司	10.00	124.90	18.74
6	银河证券	银河创新资本管理 有限公司	10.00	108.87	16.33
7	平安证券	平安财智投资管理 有限公司	6.00	46.02	6.90
8	齐鲁证券	鲁证投资管理有限 公司	6.00	75.46	11.32

序号	证券公司	直投子公司	注册资本 (RMB,亿元)	证券公司 2010 年底净 资本 (RMB,亿元)	按 2010 年净资产 15%计算,可用于 直接投资资本量 (RMB,亿元)
9	华泰证券	华泰紫金投资有限 责任公司	5.00	216.58	32.49
10	国元证券	国元股权投资 有限公司	5.00	117.71	17.66
11	招商证券	招商资本投资有限 公司	5.00	140.63	21.09
12	申银万国	申银万国投资有限 公司	5.00	120.84	18.13
13	国泰君安	国泰君安创新投资 有限公司	5.00	124.90	18.74
14	长江证券	长江成长资本投资 有限公司	5.00	73.37	11.01
15	建银投资 证券	瑞石投资管理有限 责任公司	5.00	58.83	8.82
16	中金公司	中金佳成投资管理 有限公司	4.10	47.29	7.09
17	西南证券	西证股权投资有限 公司	4.00	91.21	13.68
18	东方证券	东方证券资本投资 有限公司	3.00	86.79	13.02
19	安信证券	安信乾宏投资有限 公司	3.00	65.64	9.85
20	中银国际 证券	中银国际投资有限 责任公司	3.00	30.83	4.62
21	东海证券	东海投资有限公司	3.00	33.47	5.02
22	东吴证券	东吴投资有限公司	3.00	30.14	4.52
23	兴业证券	兴业创新资本管理 有限公司	2.00	65.36	9.80
24	宏源证券	宏源创新投资有限 公司	2.00	50.71	7.61
25	第一创业 证券	第一创业投资管理 有限公司	2.00	19.30	2.90
26	方正证券	方正和生投资有限 责任公司	2.00	62.86	9.43
27	国联证券	国联通宝资本投资 有限责任公司	2.00	20.15	3.02
28	渤海证券	博正资本投资有限 公司	1.50	19.97	2.99
29	中信建投	中信建投资本管理	1.50	75.65	11.35

序号	证券公司	直投子公司	注册资本 (RMB,亿元)	证券公司 2010 年底净 资本 (RMB,亿元)	按 2010 年净资产 15%计算,可用于 直接投资资本量 (RMB,亿元)
	证券	有限公司			
30	东莞证券	东证锦信投资管理 有限公司	1.00	20.80	3.12
31	华西证券	华西金智投资有限 责任公司	1.00	32.33	4.85
32	东北证券	东证融通投资管理 有限公司	1.00	34.59	5.19
33	山西证券	龙华启富投资有限 公司	1.00	48.02	7.20
合计:			216.10	3,074.40	461.16

来源：清科研究中心按照证券公司年报及证券业协会数据整理 2011.07 www.zdbchina.com

约 20 家证券公司满足直投业务要求，年内券商直投数量将再扩军

2007 年颁布的《证券公司直接投资业务试点指引》对证券公司申请直投试点资格提出明确要求，其中三项要求包括公司分类评级需为 B 类 B 级以上，最近 12 个月净资产不低于 15.00 亿元，最近 3 个会计年度担任股票及可转债主承销的项目在 5 个以上，或股票、可转债主承销金额在 100.00 亿元。根据证监会 2011 年 7 月 14 日发布的 2011 年证券公司分类评级结果、2010 年净资产以及公司过往 3 年承销业绩，清科研究中心认为以下证券公司已满足上述三点要求，券商直投机构数量料将 2011 年内再度扩军。

表 2 潜在具设立直投机构资格证券公司情况（按证券公司 2010 年净资产量排序，截止至 2011 年 7 月）

证券公司名称	成立时间	注册资本 (亿元人民币)	2011 年证监会 分类评级等级	2010 年净资产 (亿元人民币)
国都证券	2001 年 12 月	26.23	A	52.78
长城证券	1995 年 11 月	20.67	A	45.96
中原证券	2002 年 11 月	20.34	BBB	33.44
恒泰证券	2002 年	21.95	BB	32.22
南京证券	1990 年 10 月	17.71	BB	31.03
红塔证券	2002 年 1 月	13.87	BB	30.99
浙商证券	2009 年 12 月	29.15	A	29.57
北京高华	2004 年	10.72	A	28.78

证券公司名称	成立时间	注册资本 (亿元人民币)	2011 年证监会 分类评级等级	2010 年净资本 (亿元人民币)
国金证券	1990 年 12 月	10.00	BBB	27.79
民生证券	1986 年	21.77	BB	27.02
信达证券	2007 年 9 月	25.69	B	25.33
西部证券	2001 年 1 月	10.00	BB	25.04
华融证券	2007 年 9 月	15.10	A	21.70
广州证券	1988 年	14.34	BB	20.87
国海证券	1988 年	8.00	B	20.64
瑞银证券	2006 年 12 月	14.90	B	19.84
太平洋证券	2004 年 1 月	15.03	BB	17.76
中航证券	2002 年 10 月	13.26	BB	16.61
华鑫证券	2007 年 11 月	16.00	B	16.26
财富证券	2002 年 8 月	21.36	BB	16.12

来源：清科研究中心按照证券公司年报及证券业协会数据整理 2011.07 www.zdbchina.com

清科研究中心高级分析师段宁宁对于证监会刚刚发布的《证券公司直接投资业务监管指引》进行解读，认为其主要包含三个亮点。

第一，该《指引》进一步明确了证监会对于“券商直投”严格监管的一贯态度。清科研究中心认为目前中国 VC/PE 市场处于高速发展阶段，已经存在一定的泡沫。依据该行业自身发展规律以及海外成熟 VC/PE 市场运作模式及特点，只有严格遵循 VC/PE 投资运作流程规范、合理控制投资风险的创投暨私募股权投资机构才能成为市场的“常青树”。因此，从这一角度来看，监管部门坚持对“券商直投”严格把关，是有助于其下一步健康快速成长的，是对行业的利好。

第二，该《指引》在证券公司和旗下直投子公司之间设立了“防火墙”，对于直投子公司从业人员资质、投资决策流程、经营管理等重要方面进行了明确规定，一定程度上防范了证券公司与直投子公司发生利益冲突、利益输送风险等问题的发生。同时，《指引》规定担任拟上市企业的辅导机构、财务顾问、保荐机构或者主承销商的，自签订有关协议或者实质开展相关业务之日起，公司的直投子公司、直投资基金、产业基金及基金管理机构不得再对该拟上市企业进行投资。就此直投晚于保荐的“保荐+直投”模式正式被叫停。

第三，对于直投子公司设立直投资基金，监管层对直投资基金的合格投资者进一步进行了规



范，明确指出筹集对象限于机构投资者且不得超过五十人。虽然目前中国创投暨私募股权市场合格机构投资者相对有限，但相信与之前券商直投仅能以自有资金进行投资相比，一定程度上解决了其或将面临的资金不足的问题。

实际操作仍存“不明确地带”，实践中完善，走健康发展之路

此外，清科研究中心认为，证券公司依据《指引》开展直接投资相关业务在实际操作层面仍然存在不明确的部分。例如，《指引》中规定，“证券公司及直投子公司不得对直投基金或者基金出资人提供担保，或者承担无限连带责任”，意味着证券公司及其直投子公司不得直接在有限合伙制直投基金中担任普通合伙人，或需另设公司隔离其中风险，实行管理公司与普通合伙人分立。同时，券商直投机构获准设立直投基金、产业基金及基金管理公司，如何设立相关机制，将其与自营直投业务做出有效隔离，防范利益冲突，保障投资人利益，各公司仍需在实践中不断完善。

关于清科

[清科集团](#)成立于 1999 年,是中国领先的创业投资与私募股权投资领域综合服务及投资机构,主要业务涉及：领域内的信息资讯、研究咨询、会议论坛、投资银行服务及直接投资。

服务介绍：

[清科研究中心](#)于 2001 年创立，研究范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购以及 TMT、传统行业、清洁技术、生技健康等行业市场研究。目前，清科研究中心已成为中国最专业权威的研究机构之一。清科研究中心旗下产品[清科数据库](#)（Zdatabase）是一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的数据库，为众多有限合伙人、VC/PE 投资机构、政府机构等提供专业的信息服务。

[清科互动](#)平台是目前国内影响力最大的投资人及企业家交流平台，每年参会人数总和逾万人

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16219

