

关于证券公司开展直接投资业务问题的研究报告

王 欧

一、 直接投资业务是证券公司的传统业务领域

1. 直接投资业务的定义

直接投资业务是指证券公司利用自身的专业优势寻找并发现优质投资项目或公司，以自有或募集资金进行股权投资，并以获取股权收益为目的的业务。在此过程中，证券公司既可以提供中介服务并获取报酬，也可以以自有资金参与投资。

直接投资的业务领域主要包括高科技企业等创业风险投资业务以及基础建设等产业投资业务。

2. 证券公司在直接投资业务中的作用

直接投资业务中，证券公司通过提供金融中介服务将实体经济与资本市场紧密联系起来，扩大了自身资产管理业务的服务范围。首先，证券公司的直接投资部门寻找并发现具有良好发展潜力的投资项目，并将其与产业投资资本联系起来，起到“资本运作纽带”的作用。其次，直接投资部门通过参与所投企业的经营管理，一方面帮助企业解决融资问题，另一方面也有助于其规范运作，促使企业尽早成熟。同时，直接投资业务是证券公司传统资产管理业务的延伸，通过帮助高端客户投资有上市潜力的企业，扩大证券公司高端客户的投资范围和渠道。

3. 在国外成熟市场上，直接投资业务一直是证券公司的主要业务领域和重要利润来源

国外市场上最活跃的直接投资基金大多由大型证券公司下属的直接投资部门进行专业化管理，包括高盛、美林、JP 摩根、巴林等。例如，美国高盛公司专门设置了商人银行部，利用自有资金和募集资金投资于全球范围内的企业资产和房地产资产。在高盛的商人银行部门内，直接投资部负责产业投资和风险投资业务，房地产直接投资部则负责房地产业的投资业务。截至 2004 年初，高盛下属直接投资部门管理资金资产总额超过 170 亿美元。2005 年，高盛的直接投资业务净收入高达 22.3 亿美元，占公司全部收入 9.0%。

美国另一大投资银行摩根士丹利也通过下属直接投资部负责对经营性企业做长期的投资业务，现管理大约共 100 亿美元的资金。2004 年，摩根斯坦利直接投资业务总利润约为 2.48 亿美元，占资产管理业务税前利润的 30%，占公司税前总利润 3.64%。（详情请参与附件：国际市场上证券公司从事直接投资业务的实践）

二、 证券公司开展直接投资业务的必要性

1. 未来 5 年我国直接投资业务的市场需求巨大

我国高科技型中小企业伴随着改革开放和经济转轨快速成长。这些企业以技术创新带动体制创新，已经成为推动我国高新技术产业快速发展的决定性力量。

由于体制制约，目前高科技型中小企业在成长初期缺乏可靠的、系统性的直接融资手段。据科技部估计，未来 5 年我国直接投资市场的资金需求总额将高达 2000 亿元。

近期，在发改委等部委的推动下，以产业投资基金为代表的直接投资业务在我国逐渐发展起来。但由于一直未能与资本市场形成良性互动，特别是缺少高水准、专业化的中介服务机构参与，直接投资业务发展并不顺利。

2. 直接投资使资本市场与高科技企业形成市场化联动机制，是实现自主创新国策的重要措施

十一五期间，通过科技进步和自主创新推动国民经济持续稳定发展是党和国家的既定方针。实现这一目标，就要求资本市场各参与主体必须通过制度创新和业务创新，推动直接投资业务的发展，加大对创业企业、基础设施建设等领域的扶植力度，建立高科技企业、风险投资和资本市场互相联动的市场化发现及筛选机制。尽快通过直接投资业务，使资本市场与高科技企业形成市场化联动机制，既是对证券公司、基金公司、交易所等参与主体的挑战，也是资本市场进一步发展壮大的重要契机。

3. 证券公司开展直接投资业务，可以促使更多的优质公司在国内上市，减少优质企业资源向海外流失

近几年，由于法规不健全、体制不畅通，大量优质企业（尤其是中小创新企业）到海外上市，百度、盛大、蒙牛、腾讯、李宁等公司就是其中的典型代表。国内资本市场长期失去这些最活跃、最有潜质的上市公司，既不利于自主创新国策的贯彻实施，也是造成资本市场长期游离于国民经济边缘的重要原因之一。

证券公司作为资本市场的中介机构和资本运作的重要纽带，通过直接投资业务尽早介入有发展潜力的非上市及拟上市公司，使我国创新型企业的成长路径尽早与由代办股份转让系统、三板市场、中小板市场（创业板市场）、主板市场组成的多层次资本市场相连接，是促使更多优质企业留在国内的有效措施。

4. 直接投资业务是证券公司发展壮大的重要机遇

目前，随着证券公司清理整顿步伐的不断加快，证券业的系统性风险已基本得到释放，清理整顿取得了重要的阶段性成果。然而，随着证券业对外开放步伐的日益加快，高盛、美林、摩根斯坦利、瑞银、第一波士顿等一大批国际一流投资银行纷纷进入我国证券业。在这种条件下，我国证券业在不久的将来很可能提前进入寡头竞争的时代，那些仅在低端市场进行恶性竞争的证券公司将难以生存。

直接投资业务作为高端业务领域之一，有助于证券公司全面提升自身的管理水平和核心竞争力，有助于证券公司和证券业整体的发展壮大。

三、 证券公司开展直接投资业务的可行性

1. 证券公司曾经开展过直接投资业务，并取得了一定经验

在我国证券业的发展过程中，证券公司曾经涉足直接投资业务，其中的典型代表是中金公司。中金公司于1995年设立直接投资部，负责对非上市公司的直接投资业务，先后投资了新浪网（美国上市）、鹰牌陶瓷（新加坡上市）、南孚电池（由美国吉列公司收购）等项目，取得了丰厚的投资回报（详情请参阅附件：2001年以前中金公司直接投资业务的发展情况）。

但由于当时证券行业整体素质不高，证券公司治理水平较低，风险控制能力较差，造成部分券商利用自有或客户资金过度参与房地产炒作，以及“押宝”深圳创业板市场很快成立，盲目投资中小型非上市企业，使证券公司整体性风险不断累积和加剧。同时，证券公司开展直接投资业务也与当时《证券法》规定的证券公司经营范围不相符。因此，为避免行业风险的累积和证券公司违法违规经营，我会于2001年4月发文停止证券公司参与直接投资业务。该措施在当时条件下无疑是正确的，对制止证券公司违规实业投资起到了应有的作用。

2. 两法的修订为证券公司重新开展直接投资业务扫清了障碍

新《证券法》中不再区分综合类、经纪类证券公司，并且明确规定证券公司业务范围的同时，没有禁止券商开展其它合法业务，为券商推出直接投资业务预留了空间。两法的修订与实施以及我会相关法规的修改，都为证券公司重新开展直接投资业务扫清了法律障碍，打开了方便之门。

3. 清理整顿后，创新类证券公司的公司治理水平、风险控制机制得到了很大改进

我会自 2004 年开始对证券公司实行分类监管，根据不同证券公司风险承受程度和控制能力实施不同监管方法，给予不同发展空间。目前，已有 15 家证券公司获得创新试点资格。创新类证券公司通过加强内部治理，不断提高公司治理水平，公司内部风险控制机制也有了很大改善。

年报显示，2005 年底，证券公司净资本排名前 10 名中有 9 名属于创新类，创新类公司的整体业绩远好于其它券商。权证及创设权证、集合理财、ETF 等创新业务和产品，不但给创新类券商带来了新的利润增长点，也在一定程度上提升了它们的市场形象。目前，创新类证券公司已成为券商队伍中最具活力、最具发展前景的一部分。

4. 创新类证券公司重新开展直接投资业务风险可控

证券公司开展直接投资业务面临的主要风险包括投资风险、内部利益冲突和流动性风险。对此，我们认为可以从以下几个方面有效化解。首先，我会可以在投资对象、自有资金的参与比例等方面加以限制，将投资风险控制在证券公司可承受的范围内。其次，为防止券商内部不同部门间在业务上产生利益冲突，严格要求实行防火墙制度，确保直接投资与其它部门之间的业务隔离。同时，通过完善包括深交所中小板在内的多层次资本市场退出机制，降低直接投资业务中的流动性风险。最后，将允许从事直接投资业务的范围限定为创新类证券公司(待条件成熟时再逐步扩大到规范类)，有利于进一步控制可能出现的风险。

与 5 年前相比，目前法律法规体系更加完备合理，经过治理整顿创新类证券公司在内部治理、决策机制及风险控制等方面也有了很大提高。中关村代办股份转让系统、三板、中小企业板等多层次资本市场的建立，使直接投资真正实现市场化运作成为可能，大幅降低了直接投资业务中的系统性风险。

另一方面，随着我会监管经验的积累、监管体系的不断完善和风险防范处置能力的增强，对金融创新的引导监管能力有了很大提高。在试点过程中，一旦发现证券公司违规经营或出现风险防范隐患，我会有能力及时予以纠正。

综合以上因素，我们认为创新类证券公司重新开展直接投资业务的风险有限，我会完全有能力预防和控制。

四、 证券公司开展直接投资业务的组织形式和资金来源

1. 组织形式

参照国外经验，创新类证券公司开展直接投资业务试点的组织形式可以有事业部型及子公司型两种。

1) 事业部型

由证券公司设立专门的直接投资业务部，负责该项业务的开展。为避免与公司内其它部门(研究部、投行部、并购部、固定收益部等)在业务上产生利益冲突，该部门应当在人员、财务、信息交换等方面与卖方业务部门隔离。

2) 子公司型

由证券公司发起设立投资管理公司(全资、控股或参股)，证券公司通过专项理财计划募集资金用于直接投资业务。投资管理公司与证券公司间是股权控

制关系，业务相对独立，因此更有利于完善风险控制机制，并可通过引入其它战略合作伙伴提高投资管理公司的信誉和业务能力。

投资管理公司的内控机制及决策机制参照证券投资基金管理公司及国外风险投资公司的机制建立，独立开展直接投资业务，不受证券公司影响。

2. 资金来源

证券公司用于直接投资的资金来源主要有两个，即自有资金和募集资金。鉴于目前国内券商资本实力较弱、风险管理体制仍待进一步加强，因此应当严格限制证券公司用于直接投资的资本金金额和比例，并从公司净资本中直接扣除。

在开始阶段，直接投资业务所需资金的募集方向应以国有大中型企业、国内金融企业、海外投资机构为主，并逐步放宽保险资金、养老基金及民间私人资本进入的限制。试点阶段不应当单纯追求资金规模的大小，应当将资金规模控制在一定范围内。

附件：

1. 国际市场上证券公司从事直接投资业务的实践
2. 2001 年以前中金公司直接投资业务的发展情况

附件 1:

国际市场上证券公司从事直接投资业务的实践

1. 在国外成熟市场上，直接投资业务是证券公司重要的业务领域和利润来源。

华尔街著名投资银行高盛公司长期以来一直活跃于直接投资领域，历史悠久。1983 年，高盛开始通过其银行业务和经纪业务客户的渠道，进行有选择的长期股票投资。大部分的早期投资获得了巨大的成功，从 1986 年开始，高盛与客户建立合伙投资关系，使其客户也能参与高盛的投资。1991 年，高盛建立直接投资部，负责在全球范围内管理其私营企业股份及夹层投资活动。至 2004 年初，高盛建立的投资机构达到十个，资金总额超过 170 亿美元。

1986 年以来，高盛共向全球 480 多个公司投资购买价值 110 多亿美元的股份。高盛通过参与所投资企业的战略性决策以及运营理念的制定过程，创造了大量的价值。高盛的投资目标规模从一亿美元至三亿美元不等，主要集中于美洲、欧洲和亚洲的投资机会。此外，高盛还选择恰当的机会，以非控股方式投资于小型的公司，其中包括对科技类公司的风险投资。

据年报披露，高盛在 2005 年的直接投资净收入高达 22.3 亿美元，占公司全部收入 9.0%。

美国另一大投资银行摩根士丹利也通过下属直接投资部负责对经营性企业做长期的投资业务，现管理大约共 100 亿美元的资金。这笔资金来自于摩根士丹利、公司员工及其它机构与个人投资者。自 80 年代中期至今在全世界范围内已投资了 100 多家公司。投资领域涵盖制造业、医疗服务业、通讯和能源等多个行业。其 2004 年的直接投资收益约为 2.48 亿美元，占资产管理业务税前收益 8.27 亿美元的 30%，占全部业务税前收益 68.18 亿美元的 3.64%。

2. 国际市场上从事直接投资业务的主要机构类型。

在组织形式上，国外从事直接投资业务的机构大致有三种：一是私人资本，二是企业附属的直接投资公司，三是由专业机构管理的直接投资基金。

1) 私人资本。由于私人资本具有决策简便、制约较少、敢于冒险、勇于创新的特点，在直接投资发展初期，私人资本占有极其重要的地位。随着直接投资的发展，非组织化的私人资本受规模、连续性、稳定性等限制，难以适应直接投资“组合投资、分散风险”特征对大规模资金的需求。

2) 企业附属的直接投资公司。控股公司和大型工商企业等开始利用自有资金设立附属的直接投资公司，直接投资的发展进入第二阶段。企业附属的直接投资公司一般在投资中具有一定的目的性和选择性，且投资决策缺乏独立性，投资往往集中于一些与企业发展有关的特定行业领域，难以适应直接投资全面和进一步发展的需要。目前，国际上设立直接投资公司的企业主要以信息产业的跨国公司居多，包括 Intel、Dell、IBM、Oracle、Cisco、Microsoft、Motorola 以及 Creative 等。

3) 专业机构管理的直接投资基金。20 世纪 40 年代以来，为了克服上述两种形式直接资本的局限性，由大型投资银行等专业机构管理的直接投资资本——直接投资基金出现，直接投资业务的发展进入了新阶段。直接投资基金按照“集合出资、专家管理、收益共享、风险共担”的原则运作，在资金规模、投资方向、投资组合以及连续性、稳定性和制度保障等方面取得极大突破，同时也在投资回报、风险承受和投资决策等方面受到了一些约束，但从总体的成本

收益比较来看，具有其它两种形式的直接投资资本难以比拟的优越性。

目前，在直接投资市场最为活跃的直接投资基金大多由国际著名证券公司下属的直接投资部门进行专业化管理，包括高盛、美林、JP 摩根、巴林等。券商进行直接投资的目的是要求通过在资本市场上的成功撤出获得丰厚的回报。从企业的成长历程看，券商进行直接投资，实际上是将其传统的上市、并购业务在纵向上向前进行了延伸，将其传统的资产管理业务在横向上进行了拓展。

3. 证券公司开展直接投资业务的优势。

相比其它类型的直接投资机构，证券公司开展直接投资业务的优势主要体现在以下几个方面：

1) 专业优势：借助内部研究及投资银行团队提供的一系列专业意见，券商在投资、分析及执行投资专案方面的多元竞争优势。

2) 融资优势：大型券商在资本市场上具有广阔的融资渠道，得以创造性地实现有吸引力的投资结构，确保顺利执行复杂的金融交易。

3) 退出优势：借助 IPO 和兼并收购等方面的经验，券商在投资退出上具有更大的灵活性。

从国际经验看，券商开展直接投资业务，不仅可以充分发挥其在资本市场中的媒介作用，还可以进一步拓宽券商业务范围，提升券商的竞争实力。首先，传统投资银行业务的向前延伸。如果投资银行发现了仍处于种子期、启动期或者是成长期的企业，但这些企业尚不具备上市条件，其发展又需要资金，此时投资银行就会帮助这些企业寻找投资者，一方面可以解决企业的资金问题，另一方面也有助于其规范运作，使企业尽快提升到成熟阶段，进入上市候选企业行列，为投资银行日后的运作奠定基础。其次，传统资产管理业务的横向拓展。券商传统的资产管理业务主要为客户提供在二级市场上的投资服务。通过对有上市潜力企业的投资，客户可获得更为广泛的投资渠道。

4. 国外证券公司开展直接投资业务的主要模式。

目前，国外证券公司开展直接投资业务的主要模式是通过下属的专业投资机构发起设立数支直接投资基金，通过基金契约由下属的直接投资部或资产管理部对直接投资基金进行管理，履行管理人职责，商业银行作为直接投资基金托管人。其中，客户资金所占比例较少的直接投资基金一般由券商下设的直接投资部进行管理，如高盛、摩根士丹利等；如果客户资金占比较大则通常通过资产管理部进行管理。

附件 2:

2001 年以前中金公司直接投资业务的发展情况

中金公司是中国最早开展直接投资业务的投资银行。中金公司于 1995 年开展直接投资业务，在随后 5 年的实践中，取得了令人瞩目的投资业绩，主导投资的总额达到 1.2 亿美元，投资的年均收益率超过 30%，并培养了一支有丰富经验的管理团队。

中金公司进行直接投资的资金主要来自少量的自有资金和外部资金，外部资金的提供方主要为中金公司的股东。由于中金公司当时尚未开展资产管理业务，为便于管理，防范直接投资过程中的利益冲突，中金公司专门设立了直接投资部。

2001 年，我会发布了禁止证券公司从事风险投资业务的规定，中金公司决定将其直接投资业务进行分拆。分拆后的原中金公司直接投资部与新加坡政府投资公司 (GIC)、苏黎士投资集团 (Capital Z) 和中国经济技术投资担保公司共同发起成立了鼎晖投资基金管理公司。

中金公司直接投资的中国移动、鹰牌陶瓷和新浪的资本已经在境外资本市场得以流通。其中，在中国移动和鹰牌陶瓷的投资中，中金公司取得了丰厚的投资回报；投资组合中的未上市公司也都持续在行业内保持领先的地位或表现出高速增长及跨国合作的惊人潜力。

中金公司直接投资的项目及其获利情况如下所示：

被投资企业	退出渠道	中金获利情况
中国移动	香港和纽约交易所上市	获利 300%
鹰牌陶瓷	新加坡上市	获利 400%
长天控股		基本持平
新浪网	美国上市	获利 300%
南孚电池	美国吉列公司收购	获利 50%
太洋药业		
蒙牛乳业	香港上市	