

价值衡量®
变动中的
私募股权市场：
对投资者的影响



德勤最近完成其2009年度中国私募股权（PE）投资信心调查，搜集PE投资机构对中国PE市场的投资情绪，以及对有关市场未来前景的看法。中国PE市场自这项调查于2008年首次进行后，便遭受全球金融危机和经济衰退影响。

寻求资本效率

今年夏秋二季，决定中国金融投资环境的规定和事件取得了重大突破，其中最显著的变化就是，允许来自全球或不同地区的私募股权投资

机构进行境内和外来跨境投资，以及参与以人民币结算的基金募集。在调查中，我们考虑了以下三个问题：

1. 为什么是现在？
2. 实际已发生的情况是怎样？以及
3. 在利用这些变化时会有哪些挑战？

中国的私募股权投资境况与其他世界各地都一样。股权投资者，作为金融机构中最具资本主义色彩的部分，正在中国的改革中不断得到希望。但是中国股权投资者间的差别不仅是投资规模和成熟程度。中国股权投资者带有中国多元经济的色彩。中国私募股权投资中的“私”字并不表示这些投资者是完全由市场主导，或他们资本是私有，也不表示他们主要投资非上市公司。

对中国私募股权投资的理解关键在于理解境内外投资者相互结合、公有和私有资金、各种程序、各种项目和正在变化中的中国资本相互关联的复杂性

这种的结合与变化正在加剧，而且受到中国为摆脱经济衰退注入的流动性的推动。

有效的资本配置并非中国改革的标志性成绩。上个世纪80年代中期以后，很少有人质疑中国的改革潜力，只是没有人能预见到中国改革的规模和速度。然而，辉煌的成就外，中国仍然还有一些悬而未决的问题。要使中国在新的“后衰退时代”可持续增长，就需要优化资本的配置并提高资本使用的效率，而正在发生的变化就恰好满足了这个需求。

为什么是现在？

中国已经颁布许多政策和实务以支持经济复苏

其中最先开始的一项措施就是，迅速逆转过严的货币政策。这类政策反映了多年来对中国经济过热，尤其是以房地产为代表的固定资产投资领域过热发展的担忧。当全球信贷突然冻结

的时候，中国的严格信贷政策也遇到阻力。截止到2007年年底，股票市场持续下跌，随后不久房地产市场也出现下滑。出口滑落，所有的制造产业园区都在面临倒闭的危险。由于银行对企业的业绩非常谨慎，它们在2008年10月提供的贷款额创下历史新低。

出口等推动GDP增长的主要因素大幅下滑，引发了过严的信贷政策的迅速逆转。中央政府颁布经济刺激方案，并广开银行大门，确保信贷短缺不会加剧经济增长率下降的情况。这次有力的逆转推动2009年上半年1.1万亿美元的巨额银行贷款，这笔贷款等同中国公布外汇储备额的一半以上。政府直接投资也增加到了5,000亿美元。大多数新资本通过采购、仓储、补贴和借款方式流向了主要国有企业。而在所有的银行贷款中，有一半的资金都用于包括票据融资在内的各种短期贷款。很多国有企业已经出现产能过剩，没有必要再囤积更多的产能。这些贷款可能进行转贷，而且其中的大部分都用于多个财富聚财行业的投资，如银行、房地产、商品，以及非相关产业的股票。这些资产类别的增值不仅证明了中国经济的复苏，也增加了市场的流动性，但同时也引发了人们对资产泡沫的担心。一些核心产业从这项经济刺激方案中获益匪浅，但其他产业却没有明显获益。但是，实际上所有行业都或多或少地从银行提供的大量低成本资本中受益了，尽管没有几个行业真的需要借此投资新的产能。

在银行贷款大幅上涨之时，有几个令人担忧的问题也引发了人们的激烈讨论，如这种大手笔干预的可持续性问题，借贷资金的使用问题，未来存在的不良贷款风险，还有贷款向国有企业集中的问题等

取消低成本信贷之后，国有企业就不能再轻易地拿到贷款了。因此不管它们是否立即需要这笔钱，它们都会紧紧握住这些资源。从国家的角度来看，国家在这个过程中并没有损失什么，因为国有企业“借贷”和“囤积”资本为A股市场和房地产市场提供了及时的支持。但是其他的企业怎么办呢，尤其是中小企业，它们多年来主导着经济的增长，被广泛地认为是创新和就业的重要源泉，而它们却因为资金匮乏而面临倒闭的危险？

实际已发生的情况是怎样？

随着流动性和流动性增长双双创下历史新高，中国政府相关部门已经着手制定政策，使金融服务更加合理化和多样化。中国并不缺股权投资者，但是截止2008年早期，新旧市场主体混合的情况就清楚地表明中国缺乏一支有竞争力的、由投资专家组成的团队。粗略计算，在国家发改委正式提交新规定（新规定从未被认真解释）之前，中国在某种程度上得到官方认可的股权投资基金就已达586支。

尽管中国尝试过让一些新的实体来管理投资资金，比如在上海、天津、西安、四川、广东成立的产业投资基金，但是像国有资产监督管理委员会（国资委）等机构的高层领导人还是公开批评了中国企业对投资的准备不足，尤其是海外的投资准备。国资委非常清楚他们的立足点是什么，因为在过去的几年里国资委就使用了私募股权投资者所熟悉的一些工具，如融资和有重点的重组，以促进中国最大的几家企业的合并，帮助它们提高竞争力。在今年的博鳌论坛上，国资委主任李荣融肯定了大企业确保经济改革进程在正轨上所扮演关键角色的同时，也敦促他们维持强大的现金流以从容度过金融危机。

跨国私募股权投资机构觊觎中国市场已有10年之久了，中国加入世界贸易组织（WTO）之后，随着监管体制的建立，它们对中国更是兴趣大增。从2002年到2006年，为中国募集的私募股权投资资金和风险投资资金就从不足10亿美元上涨到160亿美元，复合年增长率高达百分之一百三十四。但是，这些跨国投资机构却要面对很高的估值和监管门槛，包括一些针对离岸控股公司的限制。到了2008年，由于北美和欧洲投资的金融杠杆在这次危机中几乎消失殆尽，而且中国自己的IPO活动也暂时停止，私募股权投资机构对中国市场就更重视了。没有IPO这个融资渠道，在那段时间企业家们开始求助于私募股权与风险投资的基金管理人。与此同时，一小部分“本地化”的外资股权投资公司也活跃了起来，并且保持着良好的投资记录。纯粹本土的股权投资者数量日渐增多，内资驱动的并购活动也始终维持在相当高的水平。

涉及到大型跨国私募股权投资机构和投资银行的大宗并购进展相对缓慢，比如对福耀玻璃和徐工机械的投资申请，以及其他一些大型的投资提议均被作为次选方案而被拖延，最终未能完成交易。那些重大决策的制定者曾公开置疑中国是否真的需要那类境外资本，而且境外金融投资机构整体的潜在贡献成为了时下议论的热点话题。

然而，公开呼吁中国接受私募股权投资的声音不断扩大，并邀请一些著名的、成功的私募股权投资基金进入中国市场。像吴晓灵这样的银行家就对外表示，现在中国的大门已经慢慢开启。像反垄断法这样历经了很长时间讨论的法规就专门提到了私募股权投资基金的处理问题，这基本上确立了私募股权投资基金在中国金融市场上的地位。

中国的私募股权投资基金发展迅猛，至少在过去两年是如此。私募股权投资基金、风险投资基金、行业会议、行业协会和并购交易成为境外投资者进入中国市场的重要渠道。现在，几乎每周都有新的基金成立，很多大型的投资机构正在中国的各个地区、各个行业搜寻那些需要成长资本的投资目标。

伴随着基金的增长，去年中国还见证了一场结构性实验，在境内和境外基金、以及私有和公有资本之间，以几乎所能想到的各种组合来达成交易。全国社会保障基金把数10亿元计量的资金交由在中国国内运作的外资私募股权投资机构管理。产业基金、资产管理公司，甚至还有国家外汇管理局都与私募股权投资机构或达成交易或达成了合作协议。随着全球经济危机后出现的新潮流，金融投资者和战略投资者之间也出现了新的合作形式。

8月份，国务院和国家发改委宣布的很多新措施为有限合伙公司和境外资金管理公司提供了一个在中国募集人民币基金的合法平台。多年来，境外基金已经尝试过多种不同的变通方案。随着新行政措施的出台，黑石集团、第一东方集团、里昂证券亚太恒富资本(CLSA)就立即宣布建立境内外商独资(WOFE)和合资人民币基金，KKR和卡莱尔(Carlyle)也宣布着手谈判相关事宜。我们预计，截止2009年年底外资人民币基金的数量将达到100家。另外，推动这股潮流的还有风险管理概念的重大转变，以2008年12月的标志性事件作为开端，中国银监会响应国务院的号召，让商业银行为合并和

收购交易提供支持，这一举措扫清了向收购交易提供贷款长期存在的障碍。

这次基金的突然繁荣来自两大驱动力。

第一，在国家层面上人们对两个问题已达成足够的共识：金融投资者需要纳入到中国的资本分配的进程中来；同时需要迅速引进更多专业的金融管理人才

这个共识从近来国家要求中国社会科学院（联想集团的创建者）把百分之二十九的股权卖给一家财务投资机构中就可以窥见一斑。

第二，在地方层面上投资资本和金融服务的竞争在不断加剧

上海浦东新区一直以来就在尝试为境外金融服务机构提供新的监管空间，因此这里成为首批敞开大门迎接境外投资机构的地区也就不足为奇了。要实现在2020年前把上海建成亚洲金融中心的目标，上海需要引入重要的境外私募股权投资机构和境外风险投资机构。

2008年年末，浦东出台了专门的规定，鼓励两类企业：股权投资企业和股权投资管理企业，以“公司的形式”和“合伙企业”的形式入驻浦东。这些企业必须设在浦东，并在浦东进行投资。允许投资的目标公司包括国有企业、高科技企业和中小企业。除了向这两类企业提供占有所有募集资金百分之一的一次性直接奖励之外，该规定还向公司的高管和董事会成员提供薪酬、住房补贴等。8月份，就在国家发改委宣布向国务院提交有关股权投资机构的相关管理办法以供审议之前，浦东又出台了《外资股权投资基金管理办法》。

然而，关于这些管理措施调整会在多大程度开拓境外基金到中国投资在中国的投资活动，人们还有很多疑问。国家发改委《股权投资基金管理办法》的规定不仅涵盖私募股权投资机构，还包括其他全部的投资机构类型。随后出台的说明和实施细则既可能允许境外私募股权投资机构在中国的活动，又可能限制它们的活动，这些细则中会有很多模棱两可的语句，主要是监管机构希望在现行的基础上继续保留足够的权利以保证它们的影响力。

监管机构清楚地知道境内外投资基金有著不同的技能和资产，比如在获取人才、进入全球资本市场以及全球有限合伙人网络等方面。上述因素的相对重要性会随着时间的推移而发生转变。

为了预见事态的发展，我们将看一下新兴的资本链。

面临的挑战

中国对大规模私募股权投资活动的迅速开放是资本分配新架构的一部分

统领这个架构设计的就是中国改革进程中一项持久的任务，期间中国能从境外市场主体带来的技能和资产中受益，而且不会丧失对工商业的基本控制，或者说不会丢弃和低估自己的主场优势。

除了像正在建设3G基础设施的电信业之类的几个行业，向这个经济体系中注入的并由大型国有企业托管的大量流动资金并不是以需求为导向的。鉴于中国普遍存在的过剩产能，这些巨额信贷事实上流向了实体经济中需求较低的部分行业。

收到贷款的国有企业也被委以全新的金融角色，担任向其他经济领域投资的中介机构

很多现金流充足的国有企业已经开发了一些活跃的、包括房地产和证券在内的投资组合。国有企业还到行业以外的其他领域投资，如银行、基金、零售连锁店、不动产和产业资产。美国经济咨商局的分析指出，2009年非官方银行借贷量增长迅猛。

在担心不动产和股票可能存在泡沫的时候，把盈余资本的“投机”行为转向“投资”才是明智的选择。据官方媒体报道，尽管中小企业在形势大好的2007年增长率高达百分之三十七，新增的银行贷款中仍然只有百分之五的资金流向这些中小企业。看起来这股信贷潮并没有直接惠泽中小企业，而且从短期和中期的角度来看，即便有延伸的利益，或者被推迟一定时间后才能见到的利益，这些也都会被从它们实际转出的信贷抵消。解决的办法就是在国有企业的多余资金与中小企业之间牵线搭桥，但是怎样才能做到呢？

这个金融中介的新角色从很多方面考验着国有企业。国有企业没有管理这么大笔资金的能力，因此当务之急就是要找到专业的资金管理机构，把这笔大资金交由它们管理。国有企业金融联系的不对称性正是风险所在。对银行而言，它们的债务款项就是固定期限和固定利息。由于杠杆很少，因此银行在下游就容易受到房地产市场和股市动荡的冲击。大型国有企业对中国实体经济的基础稳固至关重要，如果它们的资产价值突然缩水将对其运营现金流和资产负债表带来重创。实际上，国有企业需要从投机转向投资。

国有企业作为金融中介的作用若能很好地得到发挥，这将具有变革性的意义。随着对私募股权投资的不断开放，国有企业现在有机会与世界顶尖的基金管理机构携手，以有限合伙人的身份投资外商投资基金和不断壮大的各种国内基金。

为了充实国有企业的财政，它们可以利用专业的资金管理机构向中小企业转贷，这或许是个不错的政策，因为它至少可以带来三大好处。首先，为成长型企业提供融资，国有企业可以收取利息。这些成长型企业一旦上市，它们还可以从境外和私人投资者的资本收益中分得收益。其次，国有企业可以详细观察一些发展最快的成长型企业，从而为它们以后的收购做好准备。再者，投资决策被散播出去，以股权的形式而非以贷款的形式向发展迅速的中小企业提供资金，或许能给国家资本带来更高的回报。鉴于能够获得银行贷款资格的中小企业数量不多，且银行管理这种信用风险的能力也有限，因此与通过银行直接向中小企业贷款相比，通过国企向中小企业转贷是一种更好的融资体制。

外商独资的人民币基金正尝试在岸募集尽可能多的资金，而且它们非常了解获得政府和国有企业支持的重要性。同时，在进入中国的合并与收购市场时，它们也期待能得到本地投资者的支持。

大型公共投资者与全球的私募股权投资合作将成为一种全新的有限合伙人方式，与美国和欧洲的传统有限合伙人制相比，这种新的方式让有限合伙人能更多地参与基金活动

这种方式效果会怎样呢？如何正确地做出投资决策？

我们正在目睹新的行业竞争者和新的投资关系结构不断涌现。谁能正确把握这些关键要素，谁便能获得巨大的利益。

但是在这种全新的多个市场主体、资源、战略和投资目标混合的情况下，要准确把握市场，既需要专业知识也需要创新，这将成为中国新一轮投资市场开放至关重要的一道门槛。

即将出版 价值衡量。
人民币：现金流与被困现金

联系

如果您对于本期内容有任何疑问，请联系以下专业人士：

上海

颜漏有

主管合伙人

客户与市场战略

电话：+86 21 6141 1777

电子邮件：chyen@deloitte.com.cn

北京

杜志豪

德勤中国研究与洞察力中心总监

电话：+86 10 8512 5601

电子邮件：kdewoskin@deloitte.com.cn

请到访www.deloitte.com/cn而获得更多信息

为确保阁下能适时收到我们最新的市场战略快讯和商业研讨会等活动的邀请函，敬请填写及回复随附的更新资料表格（如有需要）。

关于德勤中国研究与洞察力中心（CRIC）

德勤中国研究与洞察力中心成立于2008年，其宗旨是为中国客户和全球客户提供可能与其业务密切关联的中国发展趋势之见解。

CRIC刊物包括对中国重大议题及发展趋势的深层研究报告，以及对对中国最新发展及其相关影响的简述。CRIC还与德勤全球各主要研究中心合作，并参与德勤全球研究报告的撰写。

德勤为各行各业的上市及非上市客户提供审计、税务、企业管理咨询及财务咨询服务。德勤成员所网络遍及全球140个国家，凭借其世界一流的专业服务能力及对本地市场渊博的知识，协助客户在全球各地取得商业成功。德勤165,000名专业人士致力于追求卓越，树立典范。

德勤的专业人士融合在以恪守诚信、卓越服务、同心协力和融贯东西为本的德勤企业文化中。德勤团队崇尚持续学习、愿意迎接挑战以及注重专业发展。德勤专业人士积极推动企业社会责任，建立公众的信任，为所在的社群带来积极的影响。

Deloitte（“德勤”）泛指根据瑞士法律组成的社团性质的组织 Deloitte Touche Tohmatsu（“德勤全球”），以及其一家或多家成员所/公司。每一个成员所/公司均为具有独立法律地位的法律实体。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 中有关德勤全球及其成员所法律结构的详细描述。

德勤中国通过其众多的法律实体为客户提供专业服务，此等法律实体均是 Deloitte Touche Tohmatsu 德勤全球（瑞士会员性社团组织）的成员。

德勤是大陆及港澳地区居领导地位的专业服务机构之一，共拥有逾8,000名员工，分布在北京、重庆、大连、广州、杭州、香港、澳门、南京、上海、深圳、苏州和天津。

早在1917年，德勤于上海成立了办事处。我们以全球网络为支持，为国内企业、跨国公司以及高成长的企业提供全面的审计、税务、企业管理咨询和财务咨询服务。

德勤中国拥有丰富的经验，并一直为中国会计准则、税制以及本土专业会计师的发展作出重大的贡献。在香港，德勤更为大约三分之一在香港联合交易所上市的公司提供服务。

本文件中所含资料及其所含信息乃德勤就某个专题或某些专题而提供的一般性信息，并非对此类专题的详尽表述。

故此，这些资料所含信息并不能构成会计、税务、法律、投资、咨询或其他专业建议或服务。读者不应依赖本资料中的任何信息作为可能影响其自身或者其业务决策的唯一基础。在作出任何可能影响个人财务或业务的决策或采取任何相关行动前，请咨询合格的专业顾问。

上述资料及其所含信息均按原貌提供，德勤对该等资料或其所含信息不做任何明示或暗示的表述或保证。除前述免责声明外，德勤亦不承担该等资料或其所含信息准确无误或者满足任何特定的业绩或者质量标准。德勤明确表示不提供任何隐含的保证，包括但不限于，对可商售性、所有权、对某种特定用途的适用性、非侵权性、适配性、安全性及准确性的保证。

您需自行承担使用这些资料及其所含信息的风险，并承担因使用这些资料及其所含信息而导致的全部责任及因使用它们而导致损失的风险。德勤不承担与使用这些资料或其所含信息有关的任何专项、间接、附带、从属性或惩罚性损害赔偿或者其他赔偿责任，无论是否涉及合同、法定或侵权行为（包括但不限于疏忽行为）。

倘若前述条款的任何部分因任何原因不能完全执行，其余部分内容仍然有效。

©2009 德勤华永会计师事务所有限公司版权所有 保留一切权利 Member of Deloitte Touche Tohmatsu
HK-1195C-09



这是环保纸印刷品