
新常态下的股权投资

——有效的财富创造方式

© 卢文俊 著

 中国纺织出版社



前 言

随着我国经济呈现新常态，经济从高速增长转为中高速增长，经济结构不断优化升级，投资驱动转向创新驱动。在这样的大背景下，普通百姓可投资的范围逐步缩小，银行理财收益逐步下降，而且刚性兑付被打破，百姓可选择的投资产品也越来越少，这个时候就需要一种适合当下经济发展的投资方式。这种投资方式需要符合从短期投资低收益转化为长期投资高收益的要求，能够促进经济结构调整，尤其是降低企业金融杠杆，能够扶持创新型、创业型、高成长企业的发展。也就是投资的方向将从间接投资逐步转向直接投资，资本不再通过中介进入实体经济，而是直接由投资者投入实体经济，这种投资方式就是股权投资。

本书将从股权投资的基本概念、股权投资的起源、在典型国家的重要历史阶段中起到的作用、现阶段我国主要的股权投资市场等方面来介绍股权投资。希望本书能够让普通百姓了解到股权投资的原理、风险以及合法途径和合法场所，为新常态下的民间投资提供一个新的思路。

在本书写作期间，我国最主要的股权投资市场——全国中小企业股份转让系统发布了新的交易细则。其中竞价交易正式列入了细则当中，并且于2018年1月15日开始非连续竞价交易。不得不说，这是股转系统交易制度的一项重大改革，这意味着我国股权市场的政策红利即将出现一个爆发期，中国的NASDAQ即将向世人证明自己的价值。

期待着中国的NASDAQ——全国中小企业股份转让系统能够为更多的企业服务，帮助其快速进入资本市场，获得高速增长；也期盼着有更多的人能够分享这一次的财富盛宴，分享到经济增长、企业成长的红利。

感谢在上海交通大学学习期间，陆满平教授对我的教诲，让我真正认识到资



本市场的魅力；感谢美国威斯康星康考迪亚大学（Concordia University Wisconsin）的各位教授在我 MBA 学习期间的孜孜教诲；感谢中国纺织出版社的各位老师在本书出版过程中的指导与辛勤工作；还感谢我的家人、亲人、朋友及同事与合作伙伴们，是你们对我的照顾和帮助，鼓励着我完成此书。

还特别感谢高利生先生在本书的写作过程中给予我的巨大帮助。

因本人水平有限，书中难免会出现一些不严谨之处，万望各位读者、同行能够指出并提出宝贵意见。

卢文俊

2017年12月



目 录

第一章 股权的前世今生	1
第一节 股权投资的定义及相关概念	1
第二节 股权投资发展历程与发展趋势	9
第三节 股权投资对经济发展的影响	16
第二章 典型国家中股权投资的历史	33
第一节 美国股权投资的历史与经验	33
第二节 英国股权投资的历史与经验	37
第三节 荷兰股权投资的历史与经验	40
第三章 美国纳斯达克 (NASDAQ) 的历史	47
第一节 美国主要的资本市场	47
第二节 美国 NASDAQ 市场的特征	53
第三节 美国 NASDAQ 指数与高科技产业的发展	63
第四章 近代我国股权投资发展的历史	67
第一节 我国大陆股权投资行业发展历史	67
第二节 我国大陆股权投资基金的特点	70
第五章 现阶段我国主要股权投资市场	73
第一节 创业投资市场	73
第二节 私募股权市场	81
第三节 企业并购市场	90



第四节 我国股权投资市场现状分析·····	96
第六章 股权投资为投资观念带来的改变·····	99
第一节 投资者的回报·····	99
第二节 价值投资是股权投资最有效的投资逻辑·····	100
第七章 现阶段股权投资发展的机遇·····	103
第一节 价值投资时代已经来临·····	104
第二节 资本市场的发展空间巨大·····	111
第八章 股权投资的方式与流程·····	115
第一节 股权投资的方式·····	115
第二节 项目投资·····	119
第三节 投后管理·····	138
第四节 基金退出·····	144
第五节 风险管理·····	155
第九章 股权投资实现多方共赢·····	169
第一节 发挥资本市场的融资功能·····	169
第二节 调节市场资金的流动性·····	178
第三节 提升我国在全球金融市场的地位·····	186
参考文献·····	193
附录一 全国中小企业股份转让系统股票转让细则·····	195
第一章 总 则·····	195
第二章 转让市场·····	196
第三章 股票转让一般规定·····	197
第四章 做市转让方式·····	199
第五章 协议转让方式·····	204
第六章 竞价转让方式·····	205
第七章 其他转让事项·····	208

第八章	转让行为自律监管	209
第九章	转让异常情况处理	211
第十章	转让纠纷	212
第十一章	转让费用	213
第十二章	附 则	213
附录二 全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法		215
第一章	总 则	215
第二章	分层标准和维持标准	216
第三章	层级划分和调整	217
第四章	差异化制度安排	218
第五章	附 则	218

第一节 股权投资的定义及相关概念

现代股权投资起步于 20 世纪 40 年代，兴起于六七十年代，21 世纪初我国股权投资业也得到了快速发展。股权投资有别于传统意义上的其他形式的投资，无论是在运作模式上，还是在业务内容和流程上，都有自己的特征，并且逐渐发展成一种新的投资工具。从投资理念以及丰富多样的股权基金类型而言，股权投资对投资学进行了有益的补充和丰富。股权投资的发展拓宽了科技型企业，特别是中小型科技企业的融资渠道，促进了高科技产业的发展。

一、股权投资的定义

（一）定义

股权投资的内涵及其外延非常丰富。从广义来讲，股权投资是相对债权投资的权益性投资，如实业投资以及证券投资（股票投资）等都属于股权投资。从狭义来讲，股权投资即私人股权投资（Private Equity, PE）的简称，即专门对私人股权进行投资，是以资本利差为主要赢利模式的权益性投资。随着股权投资业务的不断发展，其内涵和外延在不断丰富，如投资标的、募集方式以及运作模式等都在不断延伸。

由于股权投资出现较晚，目前国内外学术界还没有形成统一的定义，而且随着股权投资的发展，其内涵与外延也在不断丰富与发展。本书在综合现有国内



外各种定义的基础上，依据股权投资的本质与内涵，将其定义为：专业的基金管理人（机构或自然人）主要以私募的方式募集资金，设立股权基金，并接受资金方（基金投资人）委托，通过专业的投资流程，主要对私人股权如未上市的有限责任公司（项目公司）进行权益性投资，然后根据项目公司发展情况选择上市、并购重组或原股东回购等方式转让所持股权、退出项目公司，获得除投资收益（分红）以外的高额资本利差来回报投资人。而基金管理人依据委托管理协议获得相应的管理费和业绩奖励，股权基金是其经营主体。

（二）内涵

股权投资虽然是权益性投资中的一种，但随着自身不断发展，在投资对象、资金募集、管理模式、投资运营、投资理念以及赢利模式等方面具有自身的内涵。

1. 投资对象

私人股权，即股权基金主要投资未上市的有限责任公司，与之相对应的是公共股权，这是判断股权投资与其他权益性投资不同的主要标准之一。投资私人股权，一方面可以解决一些优质企业间接融资存在的困难；另一方面，随着项目公司发展，通过相应的退出机制，私人股权可以为股权基金带来除投资收益外的超额资本利差。投资私人股权实际上就是投资未上市企业的有限责任公司，如优质的、发展快速的高新技术企业。由于企业发展以及股权退出受诸多因素影响，投资变现存在很大不确定性，所以投资私人股权的风险一般大于其他形式的权益性投资，如证券投资。证券投资的对象主要就是公共股权，即在证券二级市场买卖股票。投资私人股权意味着私下交易。

2. 资金募集

股权基金属于私募基金的一种。所谓私募，就是不通过公开方式、针对特定人群、以一定的企业组织形式或合同关系募集资金，与之相对应的是公募。股权投资之所以采取私募方式是由于股权投资主要投资私人股权，存在较大风险，因此，对资金方即基金投资人的要求有一定的门槛，确保出资人是合格的基金投资人。所谓的合格基金投资人，不仅要具有雄厚的资金实力和抗风险能力，还要具备基本的投资素养、风险意识和风险鉴别能力。私募特点就是募集双方互相了解，双方私下可以充分交流，降低信息的不透明度。这种方式可以促进双方进一步加深了解，一方面有助于投资方增强风险意识和风险鉴别能力；另一方面有助于募集方为资金方提供更好的服务。但是证券市场发达的国家中也有个别股权基

金采用公募方式，如 1994 年就在伦敦挂牌的 3i 和 2007 年上市的美商黑石集团。

3. 管理模式

委托管理，即股权基金采取委托管理方式。股权投资具有代客理财特征，基金投资人并不直接参与管理，而是委托基金管理人进行管理。虽然在法律上基金管理人不是投资主体，但具有投资决策权，包括项目筛选、尽职调查、投资价格、投资额度以及投资退出等。对于基金投资人而言，由于信息不对称，委托代理问题是股权投资的主要风险来源之一。对于基金管理人而言，不是基金投资人却拥有决策权，因而道德风险是基金管理人容易出现的主要问题。一个优秀的、成功的基金管理人崇尚契约精神，视信誉为生命。

4. 投资运营

基金由专业团队负责运营，即股权基金投资业务实行专业化管理。股权投资从投资理念到投资业务都具有很强的专业性和综合性。从事股权投资的从业人员不仅要掌握股权投资理论与业务，而且要掌握与股权投资相关的理论与业务知识，如企业管理、财务会计、法律法规、资本运作、金融证券、科技孵化、行业发展以及一定的行业背景知识等。基金管理人首先是一个综合性人才，然后才是一个合格的基金管理人。所以，一个优秀的基金管理人不仅要具备良好的职业道德，而且要具备很强的专业投资管理能力。成功的基金管理人还要在实践中积累丰富的投资经验。

5. 投资理念

以退定投，即股权基金的投资围绕投资退出进行决策。股权投资虽然属于权益性投资，但其投资理念来源于财务性投资，其目的就是在一定时间内获取高额经济利润，主要关注所持股权能否退出以及以何种方式退出能给股权基金带来最大的经济利润，一般不会参与企业管理。所以投资退出是股权投资整个业务流程的最后一步，也是最为关键的一步，只有成功退出才算投资结束。股权投资持股时间一般为 3~8 年，视项目公司发展而定。股权投资的退出方式主要有上市（包括 IPO）、并购、转让、原股东回购以及清算等。不同的退出方式要求不一样，带来的收益率也不同。一般来说，IPO 是最理想的退出方式，其次是并购。

6. 赢利模式

股权投资的赢利模式主要表现为投资基础上的投机，即盈利以资本利差为主。股权投资收益主要包括项目投资收益和股权退出价格利差，即资本利差。项



目投资收益（分红）就是股权退出前项目企业的投资利润，一般接近社会平均投资回报率，但处于发展期的企业一般会把利润用于扩大再生产。资本利差就是投资时的股权价格与投资退出时的股权价格差，也就是投机回报。投机回报大小主要取决于基金管理人的投资水平。如果股权基金利润仅来自投资收益（分红），则不足以吸引基金投资人，基金管理人的价值也无法体现。资本利差是股权投资追求的主要利润来源，也是股权投资的主要赢利模式。资本利差大小直接影响股权基金的最后收益率，体现基金管理人的专业水平和价值。所以，股权投资是建立在投资（狭义）基础上的投机。

二、股权投资的相关概念

（一）债权与股权

债权（Claims）有广义与狭义之分。广义的债权就是请求他人一定行为（作为或不作为）的民法权利。经济意义上的债权实为投资者请求借款者还本付息的民法权，投资者为债权人，融资者为债务人。财产所有权包括占有权、使用权、收益权以及处置权，债权就是通过交易其中的前三项权利形成的，交易价格为利息，并以融资者的资产进行抵（质）押，以降低债权风险。此时，财产所有者成为债权人。所以，债权投资的本质就是通过资产信用在投资方与让资方之间建立债权与债务的法律关系，并由此建立债权投资模式。

股权（Equity）指财产所有者（投资人）所具有的与其拥有的投资比例相应的权益及义务，即股东可对公司主张的权利及承担的义务。主要有管理权、分红权、监督权以及清偿权等，同时以投资额为限对公司承担有限责任，此时的股东是财产所有者。形成股权是通过交易财产所有权中的占有权、使用权以及处置权形成的，收益权仍为所有者，即股东。股权投资是利益共享、风险共担，与债券投资的还本付息不同。^①

股权按不同分类方法划分，可以分为不同类型的股权，如按交易市场和方式可划分为私人股权和公共股权。

（二）公共股权与私人股权

公共股权（Public Equity）不是国有制股权，而是指在证券场内市场进行交

^① 谭组卫：《股权投资学（总论）》，北京，中国财政经济出版社，2015。

易的股权，如各国主板市场以及我国创业板市场买卖的股票，也就是说非证券市场内市场，交易的股权都不属于公共股权。证券市场分为场内市场（二级市场）和场外市场，包括一级半市场（主板定向增发）、柜台交易市场以及新三板（全国中小企业股份转让系统）等。场内市场即连续竞价交易市场，买卖双方采用多对多竞价方式，确保交易价格公开、公平、公正，如各国的主板证券市场以及我国创业板市场。场外市场虽然属于证券市场，但在交易价格形成机制、发行制度、上市主体以及投资主体等方面都有自己的特点，如柜台市场以及我国新三板（全国中小企业股份转让系统）。首先，场外市场的价格形成机制多样化，除传统的竞价方式（如拍卖）外，还有协商定价以及做市商等，但这些机制都不如连续竞价制度更能发现价格、更能体现公允，交易活跃度也不如连续竞价制度。其次，场外市场发行较场内市场发行门槛更低，而且有的场外市场没有公开发行人功能，只有证券交易功能，如我国目前的新三板。第三，场外市场上市主体较场内市场上市主体的营利性要差一点或者更加追求成长性，投资风险也相对大一些。所以，只有场内市场交易的股票属于公共股权，而场外市场交易的股票不属于公共股权。

私人股权（Private Equity）相对于公共股权，不是私有制股权，指在非证券市场内进行交易的股权，包括证券场外交易市场交易的股票以及非证券市场交易的股权。前者包括一级半市场（主板定向增发）交易的股票、柜台交易股票、新三板（全国中小企业股份转让系统）交易的股票；后者是指有限责任公司转让的股权，是私人股权的主要构成部分。私人股权的流动性不如公共股权。非场内市场价格形成机制多样化，如协商定价、做市商报价等，共同特点就是交易双方信息处于非平等地位，总有一方处于信息优势地位，可主导交易价格。股权投资主要以私人股权为投资对象，其流动性远远低于公共股权，因而投资风险大于投资公共股权，但由于私人股权潜在价值有可能被低估，所以又存在较大的投机获利空间。

（三）投资与投机

投资（Investment）是经济学的基本范畴之一，随着经济发展，其内涵与外延也不断丰富和发展。投资有广义和狭义之分。所谓广义的投资，是指经济主体为获取预期收益而投入经济要素（资产）的经济活动，其本质就是把资产转化为资本的过程，其中，预期收益包括商品价值收益和商品价格收益。商品价值收益就是由劳动者创造的剩余价值；商品价格收益就是买卖价格差收益。其中，资产



包括现金、机器设备、房屋、运输工具、土地等有形资产，也可是劳务，还可以是专利权、商标、技术秘诀以及经济信息等无形资产。广义的定义不仅适合实体经济领域（生产领域），而且适合虚拟经济领域（金融领域），而狭义的投资指前者，也就是通过产生使用价值来获利。当投资与投机同时出现时，一般指狭义的投资。

所谓投机（Speculate），就是低买高卖，以商品价格差获取利润，即资本利差，在商品流通领域和金融领域比较典型。从资本逐利来看，投机属于广义投资中的一种。在实践中通常存在一种误解，即以时间长短来判断投资与投机，时间长的是投资，时间短的是投机。虽然时间长短是各自的特征，但根本区别在于赢利模式，也正因为赢利模式的差异，才导致时间不同。商品领域的投机促进了实体经济中的商品流通，金融领域的投机促进了实体经济中的企业融资；同时，实体经济的发展即投资活跃为投机提供了机遇。所以，投资与投机的关系就是实体经济与虚拟经济之间的关系，互相发展与促进。

股权投资的回报除股权退出前项目投资收益外，主要来自股权退出时的资本利差，即投资利益，而且投资利益需要建立在投资项目具有一定投资收益的基础上。所以，股权投资是建立在投资（狭义）基础上的投机。

（四）法人企业与非法人企业

法人是相对于自然人而言的。自然人是以生命为存在特征的个人。每个能独立承担民事责任的成年人在法律上都是自然人。法人是在法律上人格化了的、依法具有民事权利能力和民事行为能力并独立享有民事权利、承担民事义务的社会组织。社会组织包括多种类型，如公益性的、事业性的，也有营利性的，企业就属于营利性的社会组织。所谓企业，就是依法成立的经营组织，如公司、合伙企业以及未改制的国有企业等。依据法人资格，企业又分法人企业和非法人企业。

所谓法人企业（Corporate Enterprises），就是具有法人资格的企业，典型的的就是各种类型的公司，如有限责任公司、股份公司、一人公司等。所谓非法人企业（Unincorporated Enterprises），就是不具备法人资格的企业，典型的的就是各种类型的合伙企业，如普通合伙企业、有限合伙企业等，未改制的国有企业也是非法人企业。

法人企业与非法人企业的区别在于是否具有独立的法人地位。法人企业具

有法人地位，即在日常经营活动中可以独立承担民事责任，通俗地说，在民事诉讼中可以成为原告或被告。相反，非法人企业不具有法人地位，无法成为原告或被告，其法人地位要追溯到企业股东或合伙人。如国有企业不能成为有限合伙制股权基金中的普通合伙人，因为如果这样，国有企业作为普通合伙人承担的无限责任可追溯到政府。非法人企业虽然不能独立承担民事责任，也不能独立支配和处分所经营管理的财产，但在经营过程中可以刻制印章、开立往来账户、单独核算、依法缴纳与法人无关的税收，也可以签订商业合同等。

（五）公司与有限合伙企业

公司（Company）是依据公司法设立组建的以营利为目的，运用各种生产要素（土地、劳动力、资本和技术等）向市场提供商品或服务，实行自主经营、自负盈亏、独立核算的具有法人资格的社会经济组织，是典型的法人制企业。公司主要有有限责任公司、股份有限公司（简称股份公司）、外资公司以及一人公司等形式。公司之所以具有法人地位，是因为公司属于资合即资产合作，股东出资构成公司的独立资产，如实际到位的注册资金。公司在经营过程中形成的净资产也将成为公司的最终资产，是公司对外独立承担民事责任的依据和限额。现代公司管理制度主要包括股东会、董事会以及监事会，其中股东会是公司的最高权力机构和决策机构，董事会是公司的最高管理机构与执行机构，监事会行使监督职能。公司日常管理一般由经理层负责，但经理层一般由股东控制。现代公司管理模式表现出委托模式，即一些大型公司由职业经理层负责日常经营，但这种委托仅仅是在公司内部，公司对外部相对稳定。公司在经营过程中如同自然人一样可以独立承担民事责任，包括依法缴纳各种税收，如企业所得税等。

有限合伙企业（Limited Partnership Enterprises）是依据《中华人民共和国合伙企业法》，由普通合伙人（GP）与有限合伙人（LP）共同设立组建的一种合伙企业，与其他类型的合伙企业一样无法人地位。因为合伙企业属于人合，即人与人之间的合作，因而合伙企业没有属于自己独立的资产。虽然合伙企业在日常经营过程中需要资产，但这些资产的所有权不属于合伙企业，只有使用权和占有权，因而，有限合伙企业无法独立对外承担民事责任。有限合伙企业的合伙人既可以是自然人，也可以是企业，其中普通合伙人负责该合伙企业的运营管理并对该合伙企业承担无限责任。有限合伙人一般为出资方，不参与该合伙企业的日常经营，以出资额为限对该合伙企业承担有限责任。由于合伙企业不具有法人地



位，一般无须缴纳企业所得税，而公司需要缴纳企业所得税。

有限责任公司与有限合伙企业是目前股权基金的主要企业组织形式，在管理模式以及税收缴纳方面各有优势。从税收角度看，有限合伙制具有优势，但我国为扶持发展创业投资对公司制创业投资基金实行了有条件的税收优惠政策，因而股权基金需要依据自身的实际情况选择合适的企业组织形式。

（六）证券与基金

从法律意义上讲，证券（Securities）是指各类记载并代表一定权利的法律凭证的统称，用以证明持券人有权依其所持证券记载的内容而取得应有的权益。这也是广义上的证券。有价证券是证券中的一种，即标有票面金额、证明持有人有权按期取得一定收入并可自由转让和买卖的所有权或债券凭证，即由金融投资或与金融投资有直接联系的活动而产生的证券，主要有股票、债券及其衍生品种。如证券投资基金等，持券人对发行人有一定的收入请求权。

基金（Fund）也有广义与狭义之分，广义的基金是指为了某种目的而专门设立的具有一定数量的资金集合。例如，各类商业性基金，如投资基金、公积金、保险基金、退休基金以及公益基金等。商业性的基金为了方便核算一般都会采取一定的企业组织形式，如信托制、公司制或合伙企业制等。所以，商业性基金广义上可以理解为企业。狭义的基金一般指金融商品，属于一种证券，除具有基金的一般属性之外，还具有可拆细、可到证券市场进行交易等特性，如证券投资基金。《中华人民共和国证券投资基金法》对基金进行了详细规定，包括公开募集方式以及投资证券等。

（七）私募与公募

基金募集有两种方式，一种是公募（Public Offering），另外一种就是私募（Private Placement）。公募，即公开募集，指通过宣传手段，在公共场所，对不特定人群进行资金募集。其常见的方式为公开发售，指发行人通过中介机构向不特定的社会公众广泛地发售证券，通过公开营销等方式向没有特定限制的对象募集资金的业务模式。为适应更广大投资者的需求，公募没有合同份数和起点金额的限制。因为涉及众多中小投资人的利益，监管部门对公募资金的使用方向、信息披露内容、风险防范要求都非常高。在公募发行情况下，所有合法的社会投资者都可以参加认购。为了保障广大投资者的利益，各国对公募发行都有严格的要求，如发行人要有较高的信用，并符合证券主管部门规定的各项发行条件，经

批准后方可发行。证券投资基金一般采用公开发行人方式募集。

私募是相对于公募而言的，所谓私募就是不通过公开方式、针对特定人群、以一定的企业组织形式或合同关系募集资金，未经监管部门批准不准以借贷关系进行募集。因为私募属于私下活动，较之公募监管相对较弱，所以，市场上容易出现借私募之名进行非法集资的现象。所以，在实践中要明确区别合法私募与非法集资。法律主要通过以下六方面来判断合法私募与非法集资。一是募集主体合法性，即合法的基金管理人需要到监管部门备案，基金成立后也要去备案；二是募集方式合法性，即合法的私募不允许以公开的方式进行募集，如召开大会、群发短信、电话营销、做广告等；三是募集对象合法性，即合法的私募必须针对特定的对象进行资金的募集，即向合格的投资人进行募集；四是募集人数合法性，即合法的私募基金出资人数应依据基金组织形式而定，如我国有限合伙制的基金，其出资人数不超过 50 人，有限责任公司的基金股东人数不超过 200 人；五是投资回报合法性，即合法的基金管理人不能向出资人承诺固定回报；六是投资领域合法性，即合法的私募基金设立后，其投资领域必须严格符合投资协议中所规定的领域。目前，我国的股权基金只能采取合法的私募方式募集资金。另外，证券投资基金也可以采取私募方式募集，成为私募证券投资基金，即所谓的阳光私募证券投资基金。我国过去不允许证券投资基金进行私募，在 2014 年 8 月 21 日《私募投资基金监督管理暂行办法》颁布后才合法化。

第二节 股权投资发展历程与发展趋势

一、股权投资发展历程

目前，学术界比较认可将 1946 年美国成立研究和发展公司（ARD）作为现代股权投资产生的标志。在此之前，历史上曾出现过类似股权投资的活动。15 世纪末，英国、葡萄牙与西班牙等国远洋贸易发展迅速，对外源资本产生了强烈的需求，有钱人只要向远洋贸易企业投资就可以获得高额收益，资本运营开始出现委托代理模式。19 世纪末 20 世纪初，特别是第一次世界大战后，美国在开发



西部的过程中大力发展石油产业、钢铁行业、汽车行业以及铁路运输。当时有不少富有的私人银行家或家族，通过律师、会计师的介绍和安排，直接以股权形式进行投资，逐步出现私募资本，如1919年皮埃尔·杜邦对通用汽车公司的投资、1939年劳伦斯·洛克菲勒对麦道公司的投资。同时，一些新兴的科技企业也引起了私募资本的高度关注。到了20世纪三四十年代，富有家族开始聘请一些职业经理帮自己寻找具有发展潜力的中小企业进行投资，但这一时期投资活动分散，只能称为非组织化的权益性投资。^①

这些早期私募资本对现代股权投资的产生与发展具有重大的意义。一方面，通过私下募集来集聚资本的方式逐渐被市场认识，另一方面，资本所有者委托专业管理者进行股权投资而自己不参与管理的委托理财模式逐渐发展起来。1946年，美国研究和发公司（ARD）成立，标志着现代股权投资开始出现。

ARD是由麻省理工学院（Massachusetts Institute of Technology）的院长卡尔·考普顿（Karl Compton）和哈佛商学院的教授乔治·多利奥特（George F. Doriot）以及投资人弗朗得斯（Flanders）为代表的一些商业人士共同设立、专门面向新兴企业的投资公司。当时新英格兰地区的纺织业和一些传统制造业出现严重亏损，从而使该地区的经济不断衰退。弗朗得斯认为该地区的经济困境不仅源于老工业的亏损，而且是由新兴工业的缺乏引起的。尽管该地区及其周围有很多著名的大学、拥有巨大的技术和人才资源，但是由于对新办企业投资不足，以及缺乏有经验的管理人才，导致该地新办企业诞生率很低。针对这种不利情况，1945年弗朗得斯在芝加哥召开的国家证券交易商协会上首次提出要建立一个专门面向新兴企业的投资公司，即ARD，其初衷不是营利而是促进经济发展。

在ARD历史上，最重要的事件是它在1957年投资数字设备公司（DEC）。这次投资大获成功，永远地改变了美国股权投资的未来。DEC是由4个20多岁的麻省理工学院毕业生创立的，他们有许多改进计算机的想法。ARD最初只对该企业投入了7万美元，持77%的股权。由于DEC的飞速发展，当ARD被出售给Textron公司退出时，DEC已发展成为拥有5万多名员工、年产值1000多亿美元的计算机制造大型企业，每股价转为81.3美元。DEC使ARD名声大噪，完全改变了ARD的命运，也向投资者证明了这样一种理念：向股权投资公司注资，然后再投资于新创建的公司是完全可行的。从此，ARD为现代股权投资奠

^① 李靖：《全球私募股权投资发展的历程、趋势与启示》，海南金融，2012（5）：33-38。

定了基础。

股权投资的发展大致分为两个部分：前一部分以创业投资产生与发展为主导，股权投资业还未成熟；后一部分是在 20 世纪 70 年代末，伴随着以成长基金以及并购基金为代表的后期投资的产生与发展，股权投资逐渐发展成金融领域里一个独立的投资行业。具体来讲，从 ARD 诞生之日起，股权投资发展大致经历了萌芽、发展、快速增长和成熟四个阶段。

第一阶段：萌芽阶段（1946～1969 年）。1946 年美国成立 ARD 是现代股权投资产生的标志。20 世纪 50 年代，美国的股权投资还没有发展成一个真正意义上的行业，只是对个别项目进行投资，对经济的影响不大。1958 年，美国通过《小企业投资法》支持小企业投资公司（SBIC）发展，旨在为美国的小企业提供融资和管理上的支持。它直接受美国小企业管理局的管辖，并可获得税收优惠和低息贷款的支持。1963 年，美国约有 692 家 SBIC，筹集到的私人权益资本为 4.64 亿美元。

总体上该阶段有三个特点。第一，股权投资规模小。二战以后，美国经济的复兴产生了一批创新型企业，企业在发展过程中自发地产生了对股权投资的需求。但股权投资作为一种新的投资工具，市场不成熟，投融资双方持观望态度，因而投资案例少，规模偏小。第二，各国政府出台鼓励政策，支持股权投资发展。欧洲各国也开始涉足股权投资，尤其是创业投资。亚洲以日本为代表，通过支持股权投资扶持了一批高科技中小企业，如通过《中小企业法》促成了当地投资公司的相继成立。第三，最初政府意愿强烈。美国设立股权投资主要是为了促进电子、医药、信息等产业的研发；英国主要是致力于解决中小企业融资难等问题，促进中小企业的发展。

第二阶段：起步阶段（20 世纪 70 年代到 80 年代）。1973 年，美国全国创业投资协会成立，到 1977 年，SBIC 发展到 276 家。从 20 世纪 70 年代英国开始允许金融机构投资股权基金开始，欧洲其他国家相继放松对股权投资的管制，允许银行和保险公司等机构进入股权投资行业。日本则在 1974 年设立官商一体的产业投资企业，促进股权基金的发展。1975～1980 年，日本股权基金为 62 个项目提供 17 亿日元，形成了产业投资热潮。

这个阶段股权投资发展的主要原因有四个方面。第一，1971 年美国 NASDAQ 开市，其他国家也相继开设创业板，如日本的 NASDAQ，在退出机制上为股权投资拓宽了退出渠道。第二，数字技术、网络技术在美国兴起，为股权