

第一章 创业投资： 全新的金融工具

熟悉 IT 产业或习惯网上冲浪的人，无不知晓四通利方公司。该公司通过其成功而超前的运作，在 IT 业世界一再掀起波澜：1997 年 8 月引入美洲银行罗世公司（RSCO）等三家公司的 650 万美元的创业资本；1998 年 12 月并购美国华渊资讯，建成全球最大华人网站——新浪网；1999 年又准备引入国外 2500 万美元的创业资本，并从国际创业投资界连续挖来高级管理人士。四通利方公司一系列令人眩目的运作，其根本一点是获得了创业资本的支持，从而脱颖于一大堆嗷嗷待哺的中国高科技企业。四通利方的幸运何在？要弄清此问题，必须认识和理解创业投资。

一、创业投资——知识 / 思想与资本的结合

（一）创业投资的含义

现代意义上的创业投资起源于美国，是一种基于创业资本（Venture Capital^①）的投资行为，意为对风险较高的新创活动或事

^① 也有人译为风险资本和风险投资，虽然更能体现风险和冒险特征，但容易与 risk capital 混淆而不得 venture capital 的深意，且淡化了 Venture 的新创特征，同时为了与港台和新加坡通行译法一致，使概念表述更为准确，本书采用“创业资本”和“创业投资”译法。

业(风险创业)予以资本支持。根据美国创业投资协会的定义,创业投资是一种由职业金融家向新创的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业/产业(一般属于高科技性质)投入权益资本的行为。

就创业投资的实践来看,它主要选择未公开上市的有高增长潜力的中小型企业,尤其是创新性或高科技导向的企业,以可转换债、优先股、认股权的方式参与企业的投资,同时参与企业的经营管理,使企业获得专业化的管理及充足的财务资源,促进企业快速成长和实现目标。在企业发展成熟后,创业资本通过资本市场转让企业的股权获得较高回报,继而进行新一轮投资运作。

作为一种特殊的投融资体制,创业投资最大的绩效是实现了知识/思想与资本的直接结合,从而使得新思想这一资源迅速实现其价值,转化为现实生产力。由于创业投资机制的存在,极大地激发和鼓舞了人们从事创新性探索的兴趣,而新思想的不断涌现,扩大了创业投资家选择的范围,有利于优选较佳的项目获取高额报酬,从而促进创业投资业的进一步发展,形成一个良性循环,进而带动整个产业结构的升级。正如纽约大学教授米歇尔·莫斯评价硅谷创业投资时所言:金钱能引出新思想,金钱能引来金钱。

事实胜于雄辩。美国硅谷高科技产业的迅猛发展,充分展示了创业投资促成知识/思想与资本结合的巨大功效。硅谷经过短短40多年的发展,从一个不起眼的果园,成长为美国第一财富中心。目前,在那里,每星期诞生11家企业,每5天有一家公司的股票上市,每天能产生62个百万富翁。硅谷的总市值达到5000多亿美元,大大超过以生产汽车闻名的底特律,后者的市值总和仅为1100亿美元。而这一切,都离不开创业投资。一位美国的投资专家曾说过:“硅谷的故事很好听,但神话的诞生不仅归功于科学技术的进步,更在于它特殊的动作方式——创业投资”。当今美国600多家专业创业投资公司中,即有一半以上集中在硅谷,年投入资金量高达250亿美元。硅谷的桑德希尔大道,就是世界著名的

创业投资中心。第三次产业革命以来新生的许多全球驰名的大公司，如微软、英特尔、苹果、康柏等，都是创业基金催生的杰作。这些高新技术创业投资企业大都经历了一个经营风险由大到小，而企业规模由小到大的成长过程。从风险项目的起步、寻找“种子”资金，到场外证券交易及获取公众投资，是一个连续的、有机的整体过程，其中任何一个环节的缺位都会影响从事技术创新的项目或企业之顺利成长。在此过程的早期，往往是该项目或企业成长最为困难的时期，而只有创业基金能承担起这一时期“孵化”的重任。如果没有创业投资基金，则许多高新技术的风险项目或企业就很难脱颖而出。实践证明，为高新技术的研究和开发提供资金的创业基金是将资金（钱袋）与知识 / 思想（脑袋）结合起来的有力工具，是科技成果转化成为生产力的必要环节，是推动知识经济发展的重要推进器。

知识就是力量，知识就是金钱。在书生和富翁之间只有一步之遥。但观念形态的知识，只是潜在的生产力，要转变为现时的生产力，构成完整的知识经济，创业投资必不可少。

（二）创业投资的特征

创业投资不同于一般的投资，主要体现在其所具有的“三高一低”的特征：

1. 高风险性

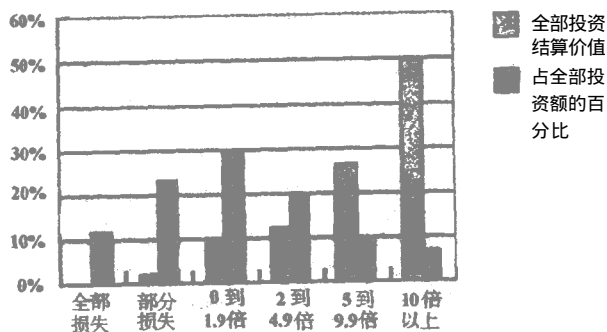
这主要是由创业投资对象的性质所决定。首先，创业投资的对象一般为刚刚起步或还没有起步的高技术企业或高技术产品，企业规模较小，没有固定资产或资金作为贷款的抵押和担保；其次，由于投资目标常常是高新技术中的“种子”技术或创新思想，处于起步设计阶段，不够成熟，尚未经历市场检验，能否转化为现实生产力，尚有很多不确定的因素，风险较大。一般来说，发达国家高技术企业成功的比率仅为 20%—30%。

由于创业投资的风险较大，客观上创业投资家不能奢求每一投资项目都能成功，因而在创业投资理念上存在所谓的“大姆指定律”。即如果创业资本一年投资 10 家高科技创业公司，在 5 年左右的发展过程中，会有 3 家公司垮掉；另有 3 家中小型企业停滞不前，最终被收购；有 3 家能够上市，并有不错的业绩；10 家企业中可能只有 1 家成长迅速，上市后为社会看好，成为一颗耀眼的明星，市值数十倍甚至上百倍地增长，给投资者以巨额回报。而这家企业就成为“大姆指定律”中的“大姆指”。

2. 高收益性

创业投资是一种着眼于未来的战略性投资。创业投资家并非对于所投资项目的高风险性视而不见，而是因为风险背后蕴含着获取巨额利润的机会。预期企业的高成长、高增值是创业投资的内在动因。创业投资作为一种经济机制之所以经受住长时间的考验和检验，并没有因为高风险而衰败没落，反而愈显蓬勃发展之势，关键是其利润所带来的补偿甚至超额激励。

创业投资项目一般都须经过专家咨询委员会严格评选、充分论证后才加以确定，目标项目属于潜在市场规模巨大、高成长的新创事业。一般来说，投资于“种子”或创立期的公司，所要求的年投资回报率在 40% 左右；对于成长中的公司，年回报率要求在 30% 左右；对于即将上市的公司，要求 20% 以上的回报率。这样才可能补偿风险，否则不会进行投资。投资额一般占风险企业股份的 20%~30% 通常不进行控股以分散投资规避风险。创业投资家的目标毛利率为 40%~50% 以上 税后净利润率为 10% 以上，期望几年后公司上市时以 15 倍以上的市盈率套现，获得几十倍甚至上百倍高额投资回报。虽然创业投资的成功率不足 30%，但一旦成功，一般足以弥补因投资失败所招致的损失。美国是世界上创业投资较为成熟的国家，有 10% 左右的创业投资获取了 10 倍以上的投资收益（见图 1-1）综合年收益率一般在 10%



资料：中国经营报 98.10.20

图 1-1 美国创业投资企业投资回报率

以上（见表 1-1）。1996年美国创业投资基金的回报率达 17.3%，远远高于同期银行存款利率水平。

表 1-1

回报率%	不同类型公司
14	美国研究与开发基金（1946~1966年）
14	92家创业投资公司
13	管理创业投资组合 1/3 资金的 59家创业投资公司
12	29家公开上市创业投资公司（主要是 SBIC，1961~1973年）
17	贝斯默证券公司
15	哈姆布雷克和魁星公司（1972年以来的几年间）
11	14家公开上市创业投资公司
23	组合投资公司中的 110 桩实际投资（年管理费前的毛回报率）
27	11家公开上市创业投资公司（基于股票价格，1974~1979年）
16	公开上市创业投资公司（基于投票价格，1959~1985年）

创业资本所追求的收益，一般不是体现为红利，而是在创业资本退出时的资本增值，即追求资本利得。而资本收益税一般都较公司所得税低，低税率使投资产生更大的收益。

3. 低流动性

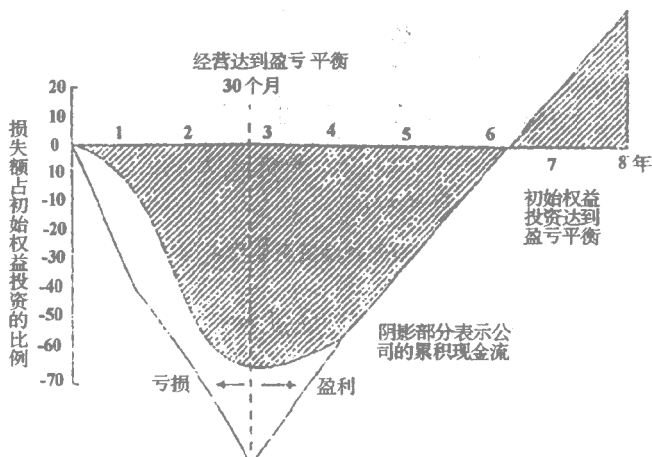


图 1-2 美国创业投资企业初期损失情况

创业资本往往在创业投资企业创立之初时就投入，直至公司股票上市之后，因而投资期较长，通常为 4~8 年。美国 157 家由创业资本支持的企业的调查资料表明：创业投资企业平均用 30 个月实现收支平衡，用 75 个月时间恢复原始股本价值（见图 1-2）。正因为此，人们将创业资本称为“有耐心和勇敢”的资金。另外，在创业资本最后退出时，若出口不畅，撤资将非常困难，这也使得创业投资的流动性较低。

4. 高专业化和程序化

由于创业投资主要投向高新技术产业，加上投资风险较大，要求创业资本管理者具有很高的专业水准，在项目选择上要求高度

专业化和程序化，精心组织、安排和挑选，尽可能地锁定投资风险。通常一家公司为获取创业资本投资，必须首先向创业投资公司提交业务计划书、本公司基本情况和发展规划，以此进行初步接触。如果创业投资家对业务计划感兴趣，双方则进一步协商；一旦达成协议，创业投资企业则向创业投资公司出售部分股权，同时获得发展资金。但创业资本通常并非一次性投入，而是根据创业投资企业不同发展阶段的资金需求进行分段提供（见表 1-2）。在此过程中，创业投资家将直接参与公司的经营管理，提供咨询，参与重大问题的决策，甚至在必要的情况下解雇公司经理，亲自接管公司，直至找到新的经理。另外，创业投资的目的是股权投资，而是最终投资收益变现所获的资本增值。只有通过风险投资出口退出创业投资企业，才算真正完成创业投资，从而接着进行新一轮创业投资程序。

表 1-2 美国创业资本投资阶段分布（单位：千美元）

国家、地区 年 份	美 国			欧洲和英国	
	1989~1989	1992	1989	1986~1989	1989
种子期 (seed)	3%	2.91%	483	1	357
创立期 (startup)	11%	8.22%	655	12%	409
其他早期 (Earlyother)	15%	13.22%	578		404
扩展期 (Expqnsion)	44%	55.02%	623	45%	617
杠杆收购 (LBO/acquisitions)	22%	6.92%	2196	39%	1882
其他 Other	4%	13.65%		4%	

创业投资的程序化和创业投资企业的生命周期有关。一个企业在发展的不同时期，通常对资金的需求规模也不同，资金的用途也存在明显的差别。因此在不同发展阶段的融资方式有所不同。一般来讲，在早期阶段，融资主要采取各种形式的股权融资，在

后期阶段则多以债权方式融资，如可转换债券、附认股权债券等等。在对目标对象进行投资时，创业资本往往根据企业的发展阶段来选择投资金额和方式。

(1) 企业生命周期

任何一个企业从提出构想到企业创办、发展和成熟存在一个类似人的成长一样的生命周期，经济学家通常将一个企业的成长分成以下几个不同阶段：

第一阶段：种子期 在种子期，产品的发明者或创业者需要投入相当的资金进行开发研究，以验证其创意的可行性。开发研究是运用基础研究和应用研究的成果，为开发新产品、新工艺、新设备进行研究工作，其成果是样品、样机，同时形成完整的工业生产方案。

第二阶段：创立期 一旦产品开发成功，创业家为了实现产品的经济价值，着手成立企业并进行试生产。在这一阶段，资金主要用于购买生产设备、产品开发以及销售等。此一阶段资金需求较巨，但由于企业并无过去的经营记录，企业从银行获得贷款的可能性非常小，大部分企业的失败也在此一阶段，因而，此阶段投资的风险也是最高的。创业资本一般在这一阶段开始进入。创立期的长短因产业不同而有所差别，一般来讲，创立期短至 6 个月，长至三、四年不等。

第三阶段：扩展期 企业已经开始逐渐有经营业绩，为进一步开发产品和加强营销能力，则需要更多的资金。但由于企业距离其股票上市还太远，若从金融机构融资，则需创业家个人的保证以及担保，因此从上述渠道融通资金仍然非常困难，而创业资本的参与，正好可以弥补此一缺口。

第四阶段：成熟期 指被投资企业即将要上市前的阶段。这一阶段不似早期阶段对资金需求殷切，企业的主要目的是引进一些产业界较具影响力的股东，以提高企业的知名度。资金的作用

主要是为了美化财务报表，为公开上市作准备。

(2) 企业生命周期与创业资本形态

与企业生命周期相对应，创业资本可以采用如下不同形态：

- 种子资金 所谓种子资金是当创业家提出其创业构想，同时希望再将此商品化时所需要的资金。这种投资的目的在于使创意构想商品化，其投资金额并不大，但风险则特别高，有时人们也将其称为研究发展费用。一般来说，在企业创办前最需要此类资金。

- 创立资金 在产品原型完成后，准备设厂进行生产时需要的资金。此时资金的需要量大，风险程度仍然较高。在企业创立阶段最需要的是这类资金。

- 运转资金 产品虽然已经上市，但市场开拓的费用增长很快，企业仍然没有达到盈亏平衡点。此时，需要相当数量的资金使企业运转。这一阶段所需要的资金很大，但风险程度已经降低。通常，在企业成长的早期阶段，所需要的资金都属于此类资金。

- 扩展资金 处于成长阶段的企业，已经达到盈亏平衡点，但为了再扩展，需要外界资金的支持。此类资金需要的数量很大，但风险相对较小。处于成长后期阶段的企业，最需要此类资金。

- 美化资金 处于成熟阶段的企业，其发展的潜力已经充分展现，企业更进一步的发展对资金的需求很大，非创业资本所能提供，因此，需要安排上市。在股票上市前，为了增加企业的价格，可能需要一笔资金使企业体质得以美化，这类资金需要大小不一，但风险较低。这类资金包括：架桥融资、杠杆融资和再生融资等。

从世界创业资本的发展历史看，创业资本在投资上存在明显的变化，这种变化主要表现在投资阶段和融资功能上。根据这种变化，人们将创业资本分为古典创业资本和现代创业资本。古典

创业资本更多具有产业资本的性质，而现代创业资本则更多商人资本的特性。

古典创业资本主要对处于早期阶段的新兴企业进行投资，但 80 年代以后，创业资本则主要对处于后期发展阶段的企业进行投资（expansion、LBO、MBO、acquisition）。在 1985~1989 年期间，创业资本在扩展阶段融资、LBO 和并购（acquisitions）融资上的总数量和案例持续增长，其中对扩展阶段的投资，到 1987 年已占总投资额的 45% 成交案例占 46%；对 LBO 和并购的投资，到 1988 年占投资额的 27%，占投资案例的 10%。以上是美国和欧洲国家创业资本在企业不同阶段的投资情况，从中可以看出，创业资本主要在企业的扩展期进行投资，其投资占总创业投资的一半以上。

（三）创业投资与银行融资的区别

由于创业资本的投资对象主要集中于进行新技术开发和处于拓展市场阶段的高成长企业，投资方式与众不同。尤其是与银行融资相比，差异很大。主要表现为：

1. 投资对象审查

一般来说，银行在风险和收益的平衡中，更注重风险的大小，其传统的现金流量的评估方法以企业是否具有还本付息能力作为项目选择标准，投资审查的重点放在财务分析与物质保证方面，强调对方信誉和自身资产安全；而创业投资公司首先考虑的是创业投资企业的无形资产，即智力和科技成果，在考察项目的财务指标之前，更为注重项目的市场前景、发展策略和管理者素质。在对待风险上，银行力求避免风险，而创业资本则甘冒风险，风险越大，兴趣越大。

2. 投资及支付方式

银行主要采用贷款形式，投入的是借贷资金，无论属流动资

金贷款还是固定资产贷款，都有一定的偿还期，并以利息收入为主。而创业投资则主要以购买股份的形式，属于权益投资，且投资没有固定的偿还期，尤其在投资的前些年，只有现金流出，没有现金流入，在创业投资企业取得完全成功之后，创业投资公司才能按股份取得利润收入。

在支付上，银行通常一次性确定融资额，在额度较大的情况下，分期支付。而创业资本则根据创业投资企业的发展，分段追加投资和支付款项。这主要是由创业投资企业的生命周期所决定的。

3. 与投资企业的关系

银行在要求抵押和保险的情况下，一般不直接过问公司的经营，只关心投资的收回和所得利息。创业投资公司在投资后，要参与公司的一切活动，如提供咨询、建议，进行财务和人事管理等。

值得一提的是，在创业投资过程中，创业家和投资家必须密切合作和充分信任，以保证投资计划顺利进行，二者是共担风险、患难与共、风雨同舟的关系。创业投资实际上通过投资家特有的评估技术的眼光和对金融及市场行情的精通，帮助企业制定发展规划、提供咨询服务，并直接参与管理（管理也是作为投资的一部分），将有发展潜力的创业计划和充裕的资本有机结合，促成创业投资企业的成长，体现出资源的优化配置和优势互补，最终转化并体现为经济上的高效益。

4. 投资和撤资时机

银行是在有关公司的技术、产品市场、管理等方面较为成熟时提供融资，根据约定的期限收回投资，也可在对象企业经营状况不好时撤回投资。而创业投资公司可能是在创业投资企业最困难的时候开始投资（比如对初创企业、处于破产边缘的企业及资金周转不灵的企业的投资），此时创业投资企业的技术虽有潜力，

但还不太成熟，有待进一步的开发，市场也只是潜在的，有待开拓。创业资本收回是在创业投资企业获得成功之后，撤资的形式主要是股权转让。在提供资金方面，如果说银行融资是锦上添花，那么，创业投资则可说是雪中送炭，选择于人危难之中，精神更为可嘉。

二、创业投资的成功要素

国际创业投资发展的经验表明，对于一项创业投资运作而言，其成功的关键在于三方面要素：一是有战略眼光的创业投资家，二是有潜力的新思想或技术，三是创业投资出口。在创业投资过程中，三方面相辅相成，缺一不可。

1. 创业投资家

创业投资家在一项创业投资运作中占据重要角色。首先他是一位融资高手。如何针对创业投资企业的资金需求，顺利地融得资金，是创业投资家第一个面对的问题。其融资能力主要是看他自身的资信。资信取决于两个方面：一是他承担风险的能力，有无一定财产作抵押；二是其资金运作能力，在创业投资中这种能力体现在项目选择、项目管理等一系列环节上。考察风险投资家资信，其过去的业绩记录很重要。投资人对于未来的回报的预期，主要是建立于对创业投资家的信誉基础之上，投资人预期的高低直接决定其融资意向。其次，他是一位战略决策家。创业投资的风险很大，风险项目也时常以迷人的面孔出现，别人盯着你的钱袋，而你必须善于甄别真伪，既要运用各种评估技术进行项目分析论证，使决策建立在科学的基础之上，又要保持果断性，富于前瞻性，否则可能错失一次良好机遇。创业投资战略决策能力的获取非一日之功，它体现出的是一种综合性素质。有成就的创业投资家令人敬佩，作为一种职业，令青年人神往，因为它代表了

一种挑战性和超越性，既需要“慧眼”判断，又需要“胆识”决断。再次，他是一位管理和协调专家。创业投资通常不追求控股，也不直接参与企业管理，但创业投资家非常关注创业投资企业的管理运作，通常作为董事会成员，提出一些经营建议。好的项目和设计只是成功的一半，成功的另一半要靠优良的组织管理来完成，这其中创业投资家的协调能力十分重要。他不能随便地说三道四，但他必须做到把合适的人员安排在合适的位置上，否则会产生脱节和对抗。一些创业投资失败的惨痛经验说明了这一点。

简单而言，要成为一名创业投资家，必须具备各类有关专业知识和创业投资的管理经验，有追求高回报的强烈欲望和承担高风险的能力，有足够的经济基础即个人的财务积蓄从而有可能对创业基金投入一定数量的资本。创业投资家是创业投资中最为能动的因素。另一能动因素是风险创业者，风险创业者的价值主要体现在其有潜力的、富于创新的技术或思想上。

2. 有潜力的新思想或新技术

一项创业投资起于创新性的思想或技术。以此可以分析中文“点子”这一词汇。所谓“点子”就是一项新思想/技术，而这正是一种“起点”，中文词汇的关联说明了古人对于“千里之行始于此”的“点子”的重视，同时也揭示了行动的价值。创新性的思想或技术是价值的根基和原形，没有它，不可能派生出经济价值。创业投资需要以“知识”要素为基础，这也正是创业资本为何多聚集于“硅谷”的原因所在。

3. 创业投资出口

与其他经济行为一样，创业投资是一种功利性的投资（当然，由于“看不见的手”的存在，它有很高的社会外部效应，参见第二章），其目的是为获取周期性的创业资本增值，并不追求与创业投资企业“白头偕老”。其投资从开始实际上就是为了退出，更好地退出。因而就创业投资而言，就其评价往往是看最后一点，

在这“点”上不仅创业资本完璧而归，而且还有巨幅增值。而创业资本能否顺利撤出变现，关键是需要合适的可供选择的创业投资出口。出口主要有首次公开上市（IPO）等（见表 1-3）其中 IPO 是创业投资退出的主要方式。IPO 是指一家企业第一次公开发行任何种类的证券，创业投资公司通常通过促进创业投资企业的股票公开上市而使自己持有的该企业的股票获得流动性。创业投资退出的第二种主要方式是促成一家较大的企业来收购或兼并创业投资企业，创业投资公司通过把持有的股票售出收回投资本利。

表 1-3 美国创业投资退出机制比较

退出方式	平均持有期 (年)	平均成本 (千美元)	平均收入 (千美元)	倍 数
公开上市	4.2	814	5804	7.1
收购	3.7	988	1699	1.7
企业回购	4.7	595	1268	2.1
二次出售	3.6	715	1431	2.0
清算	4.1	1030	198	0.2
冲销	3.7	961	—	—

三、创业投资的发展历程

当今创业投资在世界很多国家有了一定程度的发展，但若论起源最早，发展最为成熟的国家，当属美国。窥一斑而知全豹，从美国创业投资业的发展可以看出整个创业投资业的历史进程。实际上，迄今为止，创业投资的发展也一直是美国为主线的。按照发展的速度和规模，可将美国创业投资的发展历程划分为三个阶段：

1. 创业投资的初步发展时期（本世纪初～1969年）

美国的创业投资可追溯到本世纪初，当时某些富有的家庭和个人投资者为一些新办的公司提供创业资本，如东航、施乐公司、国际商用机器公司（IBM）等等，这些公司后来都成为著名的大公司。1946年，世界上第一家正规的创业投资公司——美国研究与开发公司（ARD）成立，它的诞生是创业投资发展史上的里程碑。其发起人是美国国会参议员、波士顿联邦储备银行行长弗兰德斯和哈佛大学教授多里奥特。当时新英格兰地区的纺织业和某些传统机械制造业严重亏损，从而使该地区的经济处于衰退。他们认为该地区经济的困境不仅是由于老工业的亏损，而且也由于新工业的缺乏引起的。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，但是由于对新企业投资不足和缺乏有经验的管理人才，造成了该地区新企业诞生率的低水平。因此，他们为公司设定了三项任务：第一是通过组建创业投资公司广泛吸收个人和各类机构投资者的资金来对新企业和小企业融资；第二是培养出一批专门从事新企业投资的管理人才，即创业投资家；第三是创造一种为企业提供管理技术和经验的制度。ARD投资的第一个公司是特拉塞尔拉勃公司，由于缺乏经验，投资效果不理想。但功夫不负有心人，11年后（1957年），ARD向数字设备公司（DEC）进行的创业投资，取得了异常惊人的成功（参见附录1-1）。

继ARD成立之后，美国逐渐出现了一些私人创业投资公司，它们不像ARD那样把股票公开上市交易，而是通过私下发行股票筹集资金。其中最大的几家是专门替富有家族管理风险投资项目的公司。绝大多数私人创业投资公司都是根据每个投资项目的不同情况临时筹集所需资金，在寻找投资者时，它们往往离不开投资银行的支持。由于缺乏一套科学规范的制度作为运营的基础，同时投资者对创业投资还很陌生，投资态度十分谨慎，这些公司的发展十分缓慢，创业资本供给不足的局面贯穿40年代后期和整

个 50 年代。

随着创业投资业的发展，其对国民经济特别是高科技产业的重要作用日益显露出来。为了改变创业资本不足的状况，美国国会和政府采取了一系列措施。国会首先修改了《国内税法》(IRC)第 1244 条，允许对小型企业投入达 2.5 万美元的投资者从其一般收入中冲销由此项投资带来的任何资本损失，以减轻其税收负担。随后，国会又通过了《1958 年小企业投资法》(SBIA of 1958)，对小企业投资公司 (SBICs) 的组建和经营做出了具体规定：(1) SBICs 是由美国小企业管理局 (SBA) 颁发执照，专门从事创业投资的民营公司；(2) 它除了可用自筹资本投资外，还被允许向 SBA 申请贷款用于投资；(3) SBICs 能享受特殊的税收优惠。这些规定极大地刺激了 SBICs 的发展。在 1958 年后的 5 年间，692 家 SBICs 如雨后春笋般地建立起来，筹集创业资本达 8.14 亿美元。这一期间 SBICs 成为创业投资的主要力量。

但是，SBICs 的发展很快就遇到了阻力。首先，《1958 年小企业投资法》对 SBICs 的投资做出了一些限制性规定，如限制所投资企业的规模，禁止从所投资企业谋取控制权等。这些规定使 SBICs 对投资者的吸引力明显减弱。其次，由于 SBICs 所吸引的主要是个人投资者，与机构投资者相比，他们承受风险的能力较差，对市场行情缺乏独立的判断。最后，创业投资人才的供给远远满足不了高速发展的 SBICs 的需求，许多 SBICs 中都缺乏高素质的创业投资家。1966 年，小企业管理局的一位副局长宣布，由于 SBICs 的经理人员素质低下以及违规交易和渎职行为，全美 700 家 SBICs 中有 232 家存在严重问题，小企业管理局将为此损失 1800 万美元。此后小企业管理局加强了对 SBICs 的监管，清除了不合格的企业，到 1977 年，SBICs 的数目已降至 276 家。此后随着创业资本合伙企业的兴起，独立的 SBICs 逐渐减少。到 1989 年，独立的 SBICs 的创业投资额已几乎降至为零。

创业投资业发展的进程也是一个对企业组织形式进行选择的过程，真正显示出强大生命力并将美国的创业投资业带入一个成熟、持续发展时期的，是以有限责任公司形式运行的独立的私人创业投资公司（为合伙公司或合伙企业）。合伙企业最早出现在 50 年代末和 60 年代初，在其出现之初，由于数量很少，规模不大，长期没有引起重视。直到 60 年代后期，创业投资界才认识到合伙企业在解决创业投资家的报酬问题和突破对 SBICs 的投资限制这两方面所具有的独特优势。根据《1940 年投资公司法》（ICA of 1940），公开上市的创业投资企业的经理人员不得接受股票选择权或其他形式的以企业经营业绩为基础的报酬。即使是在不上市的 SBICs 中，多数经理人员也只能获得固定的薪水。这些薪水与合伙企业的普通合伙人所获得的实际收入相比，差距十分悬殊。此外，《1958 年小企业投资法》对 SBICs 施加的投资限制也妨碍了 SBICs 吸引更多的投资者。相比之下，合伙企业的抽资限制却少得多。60 年代后期，ARD 和 SBICs 的经理人员纷纷离职，到合伙企业去应聘，或筹建自己的合伙企业。恰逢 1968~1969 年美国首次公开发行市场（Initial Public Offering, IPO）行情火爆，新建的合伙企业得以顺利筹资。此后合伙企业成为美国创业投资最重要的力量。

60 年代末，随着合伙企业的迅速崛起，美国的创业投资业获得较快发展，1969 年创业投资净增值达 1.71 亿美元，形成了创业投资业发展的第一个高潮。

2. 美国创业投资的徘徊停滞时期（1970~1977 年）

60 年代末创业投资业的快速发展很快就步入了低谷。1970 年创业投资额骤减至 0.97 亿美元，1975 年减至 0.10 亿美元。造成这种状况的原因是多方面的。首先，越南战争的巨额军费开支给政府带来沉重的压力（1969 年直接军费支出为 855 亿美元，占联邦政府支出的 46.3% 占国民生产总值的 9.5%）为增加政府收