

中央财经大学学术著作基金资助出版

创业投资基金公司治理 机制研究

郭建鸾 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

创业投资基金公司治理机制研究 / 郭建鸾著 . — 北京 : 中国财政经济出版社 , 2006.9

中央财经大学学术著作基金资助出版

ISBN 7 - 5005 - 9304 - X

I . 创... II . 郭... III . 公司 - 企业管理 - 基金 - 投资 - 研究 IV . F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 095719 号

中国财政经济出版社 出版

URL : <http://www.cfeph.cn>

E-mail : cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址 : 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码 : 100036

发行处电话 : 88190406 财经书店电话 : 64033436

××印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 6.625 印张 161 000 字

2006 年 7 月第 1 版 2006 年 7 月北京第 1 次印刷

定价 : 16.00 元

ISBN 7 - 5005 - 9304 - X / F · 8082

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

目 录

导 论.....	(1)
第一章 创业投资基金公司治理分析框架.....	(23)
第一节 创业投资基金.....	(23)
第二节 创业投资基金公司治理机制特征.....	(32)
第三节 创业投资基金公司治理机制理论模型.....	(38)
第二章 创业投资企业公司治理机制.....	(52)
第一节 创业投资基金组织形式.....	(52)
第二节 创业投资企业委托代理制度安排.....	(65)
第三节 创业投资家的报酬机制.....	(70)
第四节 创业投资家的声誉机制.....	(76)
第三章 创业企业公司治理机制.....	(90)
第一节 创业企业委托代理制度安排.....	(90)
第二节 创业企业的相机治理.....	(96)
第三节 创业企业的分阶段投资.....	(100)
第四节 可转换证券与股份期权.....	(112)

第四章 创业资本退出与创业投资产业集群.....	(121)
第一节 创业资本退出的优化作用.....	(122)
第二节 IPO 退出与创业板市场.....	(128)
第三节 创业投资产业集群.....	(132)
第五章 创业投资基金公司治理：国际比较与中国的实践	(150)
第一节 美国、日本和中国台湾地区创业投资基金 公司治理.....	(151)
第二节 中国创业投资基金公司治理.....	(163)
第三节 中国创业资本退出与产业集群及政策法规.....	(178)
参考文献.....	(188)



导 论

创业投资 (venture capital, 国内又译为风险投资) 对加快科技成果转化、发展高新技术产业以及培育企业家和壮大资本市场等方面发挥了十分重要的作用。Kortum, Sand J. Lerner (2000) 通过对美国 30 年 20 个行业创业资本与专利之间关系的实证研究发现, 美国创业资本投入量只占 R&D (研发) 投入的 3%, 但其专利产出占全部产业专利量的 15%, 即创业资本投入产出效率是 R&D 的 5 倍以上^①。Ajit Singh 等人 (2001) 基于 63 个发达和欠发达国家样本, 研究了信息技术、创业投资和证券市场三者之间的关系, 结果表明, 尽管证券市场、创业投资与信息产业发展之间没有必然联系, 但创业投资和证券市场却毫无疑问地为培育企业家提供了强大的激励环境^②。Josh Lerner (2002) 指出, 创业投资从 1946 年起就对美国资本市场有了意义深远的影响。尽管创业投资的规模并不大, 但对经济的影响非常显著。一种考察方法是把今天仍在公开交

^① Kortum, Sand J. Lerner, “Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation”, *Journal of Economics*, Vol.31, 2000, pp.674~692.

^② Ajit Singh, Alaka Singsh and Bruce Weisse, “Information Technology, Venture Capital and the Stock Market”, *This Paper was Prepared as a Background Paper for the International Labour Organisation’s World Employment Report 2000~2001*. www.google.com.

易的那些获得了创业投资支持的公司简单加总后大约有 2200 家，这些公司占美国所有公开上市公司数量的 20%，占所有上市公司市值总和的 30%，占美国公开上市大公司雇员人数的大约 17%^①。

20 世纪 80 年代以来，创业投资进入了一个新的发展阶段。在一些发达国家和一些新兴工业化国家，由于拥有促进创业投资发展的政策环境、完善的法律体系、发达的金融证券市场和创新制度，创业投资已发展成为一种重要的投资方式，并得到各国政府的大力支持，发展创业投资已成为一个全球性的历史潮流。

自 1998 年中国政协第一号提案“建立风险投资机制”以后，我国政府进一步推动创业投资发展已初见端倪。一是 1999 年科技部牵头推出《关于建立风险投资机制的若干意见》；二是 2003 年我国推出中小企业板，尽管与创业板有所不同，但无疑降低了创业投资的退出门槛；三是截至 2004 年底全国创业资本的 15% 由政府出资；四是 2006 年 3 月 1 日实施的《创业投资企业暂行管理办法》，明确指出国家运用税收优惠政策扶持创业投资发展并引导其增加对中小企业特别是中小高新技术企业的投资。目前政府推动使我国创业投资发展迅猛并已初具规模，根据科技部统计，到 2004 年底，我国从事创业投资活动的机构有 217 家，注册资本 240.3 亿元。

一、研究创业投资基金公司治理机制的意义

中小企业发展前景的不确定性大，并且其资产几乎是无形资产——知识产权，如专利和想法等，使得企业管理层与外界对其评价存在很大的信息障碍或严重的信息不对称性。另一方面，中小企业

^① [美] 乔希·勒纳，“建立一个充满活力的风险投资体系”，载《黄达—蒙代尔讲座》，中国人民大学出版社，2003 年。

的技术产品单一、资本规模较小和管理水平相对较低^①，那么企业的抗风险能力很弱，就出现了中小企业融资难的问题。实际上，融资问题对各类企业都不同程度地存在，相对来说，中小企业尤其是初创企业面临的融资问题更难解决。对于大企业或者处于成熟期的企业来说，它们已经有了足够的时间和机会在市场上表现自己，通过多年的运作也已经积累了相当的资产和市场信用，因此它们可以向银行贷款，可以在证券市场发行债券和股票，可以要求供货商提供商业信用，甚至可以要求采购方预付部分货款，而所有这些，对于中小企业特别是初创企业来说，都是可望而不可求的。

创业投资的出现为中小企业融资问题提供了一种解决方案。一般说来，创业投资不是面对一般中小企业，而往往是面对那些具有巨大发展潜力的创业企业，现实生活中，这些企业很多都是科技企业。相对传统融资方式，创业投资对被投资企业的参与程度较深，并且被投资企业所处的发展阶段越早，创业投资参与的程度就越深，这在相当大的程度上消除了信息不对称的问题。另一方面，由于创业投资大多以股权方式进行，因此可以使期望的收益与承担的风险匹配起来。由于创业企业不确定性大，尤其是信息不对称性比较严重，一般投资者很难直接评价其价值和管理技巧，也很难监督和控制创业企业家的道德风险，所以发展创业投资基金^②，依靠创业投资家在收集信息方面具有的规模和专业优势，成功地降低创业投资的信息不对称性。然而，创业投资基金使投资者由直接投资演变为间接投资，随之产生了双层委托代理关系，即投资者与创业投资家之间的代理关系和创业投资家与创业企业家之间的代理关系，

① 很多中小企业的创始人都具有科技人员而不是管理人员的背景。

② 当创业投资出现由两个以上众多投资者“集合投资制度”时，就产生了创业投资基金。本书研究的创业投资，除特指外，均指创业投资基金。

显然在投资者与创业企业家之间增加一层委托代理环节，使委托代理关系更为复杂。

在一些国家和地区，创业投资得到长足发展，积累了丰富的经验，吸取了不少教训。实践证明，尽管创业投资基金存在双层委托代理问题，但通过一定的公司治理制度安排，能够解决双层委托代理问题，充分地发挥创业投资家的专业技能和创业企业家的经营管理水平，成功地规避高风险并获得高收益。因此，创业投资基金公司治理机制是一个理论上值得探讨的问题，对此进行研究有助于更好地进行制度安排，进一步完善与规范创业投资的法规政策，从而促进我国创业投资发展，对提高我国技术创新能力，实现党中央提出的“加快建设国家创新体系”的目标意义重大。

二、国内外研究现状

（一）国外研究现状

国外对创业投资的理论研究开始于 20 世纪 80 年代，90 年代后得到较快发展，主要集中于美国，而欧洲和其他国家的研究较少，这与创业投资在美国较其他国家和地区更为活跃成功有关。从创业投资的整个运行周期来看，一般包括筹资、决策、管理及退出等几个步骤^①。20 世纪 90 年代以前，国外文献主要集中于创业投资决策以及创业投资家的作用方面，对此作出重要贡献的是 Tyebjee 和 Bruno (1984) 及 Gorman 和 Sahlman (1989)。随着博弈论及委托代理理论在公司金融中的广泛应用，一些学者开始从公司治理

^① Tyebjee and Bruno, "A Model of Venture Capitalist Investment Activity", *Journal of Management Science*, Vol.30, 1984, pp.1051~1066.

的角度研究投资者、创业投资家与创业企业家的双层委托代理关系，包括创业投资契约的设计、风险控制机制以及创业投资与资本市场等问题^①。

20世纪90年代后掀起了由 Sahlman (1990) 引导的创业投资委托代理研究，其研究以单层委托代理为主，分为两大类。(1) 投资者与创业投资家的代理理论。从激励角度，Sahlman (1990) 研究指出，由于创业投资家和投资者之间信息不对称，投资者只能通过创业投资的产出来推断创业投资家的努力水平和外生因素的影响，通过观察创业投资家上一期或上几期的产出水平，来预期下一期的创业投资产出，并以此来制定激励机制，以使创业投资家的行为符合投资者的期望；Gompers 和 Josh Lerner (1999) 又进一步对创业投资家的报酬与绩效的关系进行分析^②。从约束的角度，Zider (1998) 指出投资者可以对创业投资家的投资行为进行监督，但是不能介入创业投资家的日常管理工作^③。从风险偏好与创业资本规模的关系方面，Gompers (1995) 研究认为资本额小的创业投资家惯于投资低风险的成熟企业，为向股东（投资者）彰显其能力，累积声誉，以获得更多投资机会，资本额大的创业投资家了追求高报酬，喜欢投资一些高风险企业。(2) 创业投资家与创业企业家的代理理论。从风险控制角度，Kaplan, Steven N. (2004) 将创业投资家与创业企业家的风险分为三类，并将其与他们的现金流分配权、控制权和清算权相联系，合约设计与监督对代理问题控制至关

① Sahlman W A. , “The Structure and Governance of Venture Capital Orgnizations” , *Journal of Financial Economics* , Vol.27 , 1990 , pp.473~521.

② Paul.Gompers , Josh.Lerner , “An Analysis of Compensation in the US Venture Capital Partnership” , *Journal of Financial Economics* , Vol.51 , 1999 , pp.3~44.

③ Zider , B. , “How Venture Capital Workers” , *Harvard Business Review* , Vol.11 , 1998 , pp.131~139.

重要,进一步指出创业投资家在创业企业的股权激励越大,他对创业企业家的管理干预越强^①; A. Smith, Julia (2005) 实证研究表明创业投资家可以通过改善创业企业的财务管理系统, 监督和控制创业企业家代理问题导致的不利影响^②; Biais 与 Casamatta (1999) 将创业企业家的道德危险分为两种类型, 其一是创业企业家努力不足, 其二是追求高风险的问题, 且此二种类型的道德危险问题相关联。对此, Biais 和 casamatta 指出适宜的契约应是负债和股权组合, 以及合理的期权安排。从激励与约束的角度, Dixit 和 Pindyck (1995) 研究表明, 创业投资分阶段投入的内在原因是创业投资家要保留放弃项目或对项目进行增资的期权。

美国学者 Bygrave 和 Timons (1992) 对美国创业投资外部环境进行了全面的审视和考察。他们提出, 创业投资内核由资本、人、产品和服务市场以及支撑组织构成。围绕这一内核, 建立了四个外部环境的模型, 分别是政府政策环境(包括教育、社会保障、科学发展计划、产业组织法律法规、资本市场法律法规)、文化社会价值环境(包括企业家的示范效应、对经验和成绩的认可、社会对失败的宽容、对企业家精神的鼓励、雇员工作的流动性、投资者的积极参与)、机构模型(私人研究机构、政府研究机构、传授企业家精神的师资队伍、大公司和大学)和地区环境模型(地区基础设施、地区商业环境政策、临近的资源、工业的组合与集中), 他们的研究为创业投资环境评价提供了重要的依据。

美国学者 Turibus (1976) 提出在创业资本供给充足情况下, 其空间分布却不是均衡的。Leinbanch 和 Amrhein 详细调查了创业

^① Kaplan, Steven N, "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses", *The Journal of Finance*, Vol.59, 2004, pp.2177~2210.

^② A. Smith, Julia, "Empirical Study of a Venture Capital Relationship", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.18, 2005, pp.756~783.

资本在不同地区获得的难易程度和其对科技型中小企业的影 响。他们发现就资本来源而言，加利福尼亚州、纽约州、马萨诸塞州和伊利诺伊州约占全国的 75%。而加利福尼亚和新英格兰地区运用创业资本更为集中，占据了 61%。他们认为这种地域分布的不均衡显然无法用古典经济学的供给需求理论加以解释，其原因必须放在其发展的外部商业环境中加以考虑。这种创业资本地域分布的不平衡性在相关国际研究中得到进一步的证实。McNaughton 和 Green 研究了创业资本在加拿大的地理分布，Mason 研究了英国不同地区创业资本的可获得性，均发现不同地域分布不均衡性的存在。

一般认为，1978 年美国的减税对其创业投资发展起了很大推动作用。James M. Poterba (1989) 提出，1979~1989 年的创业投资的增长主要源于免税的机构投资者加入。并且《雇员退休收入保障法》谨慎投资者条款的修改，使退休人员保险金被允许进入创业投资行业^①。普林斯顿大学的 Anand, Bharat Narendra (1994) 实证研究认为，减少个人所得税不能刺激创业资本的投资，而资本利得税的变化对创业资本有显著的影响，税收变化不仅影响创业资本的进入决策，而且影响其退出决策，税收增加将显著地使退出决策延迟。因此，税收激励应着力于与资本利得相关的问题上^②。

(二) 国内研究现状

1998 年中国政协第一号提案提出后，近几年来（尤其 1999 年后）国内对于创业投资进行了大量的介绍，但基本是介绍国外创业投资发展的经验性描述，较少理论上的探索，尤其在创业投资委托

^① James M. Poterba, "Venture Capital and Capital Gains Taxation", *Tax Policy and the Economy*, Vol.3, 1989, pp.47~48.

^② Anand, Bharat Narendra, "Survivors and Taxes: Essays on Economics of Entrepreneurship", *Dissertation for Ph.D. Degree, Princeton University*, 1994.

代理理论方面的研究甚少。国内学者陈德棉认为募集创业基金时，投资者需要通过募集人发出的信号进行评价，以决策是否委托其作为资金管理者，通过对创业基金融资过程进行分析研究，提出了融资过程中的信号传递模型。创业企业在接受创业资本时，必须与创业投资家安排其治理结构；同样，创业投资家在接受投资者的基金时，投资者也非常重视创业投资企业的治理结构^{①②}。田增瑞从不对称信息的角度分析了创业资本中三方当事人——企业家、创业投资家和投资者之间的委托代理关系，即投资者和创业投资家之间、创业投资家和创业企业家之间的博弈关系。提出在投资者和创业投资家之间创业投资家应承担无限责任，并应建立信誉机制；创业投资家和企业家之间应签订可转换优先股的契约，以转移风险^③。谈毅和叶岑分析了创业投资是一种市场化程度更高的关系型融资制度，其在创业企业的治理结构中发挥着特殊的作用。创业投资家对创业企业进行关系型融资的根本目的不是为了获得赫尔曼等人所说的金融约束和政策设定的相机性租金，而以有限合伙制为代表的美国创业投资业之所以成功就在于它们是自主经营、自主决策、自担创业的经济实体，并且由于合伙公司有效的契约安排和组织自身的结构特性，创业投资家有充分的动力，耗费大量的时间和精力去监控被投资企业^④。刘晓宏（2005）利用实物期权的定价模型度量了创业投资家相对于单阶段投资的多阶段投资策略所能带来的价值，

① 陈德棉，“募集风险基金过程中的信号传递模型”，《生产力研究》，2002年6月。

② 陈德棉，“投资者、投资公司、风险企业的制度安排”，《科学学与科学技术管理》，2002年4月。

③ 田增瑞，“风险资本在不对称信息下博弈的委托代理分析”，《中国软科学》，2001年6月。

④ 谈毅、叶岑，“风险投资在公司治理结构中的效率分析”，《中国软科学》，2001年4月。

主要源于多阶段投资能够降低创业投资家与创业企业家的信息不对称^①。

（三）研究的视角

综上所述，目前，国内外学者对于单一层次的委托代理关系研究的较多，对于代理链中的两个层次的委托代理关系进行系统考虑其运作机理的较为少见。尽管许多学者从不对称信息的角度分析了创业投资中三方当事人——创业企业家、创业投资家和投资者之间的委托代理关系，但仍属分别对两方单一层次的委托代理关系研究，割裂了三方之间的有机联系。投资者、创业投资家和创业企业家三者的最终目标都是期望实现自身利益的最大化，创业投资的最终利益取决于三方的共同付出（能力、资金、努力程度、管理水平和监督力度等）。研究创业投资过程中因信息不对称带来的道德风险和逆向选择，需要全面地考虑两个层次的委托代理关系，但三者的利益目标却并非完全一致，因此，创业投资过程中存在一个三方的博弈问题。本书拟从公司治理的角度，以创业资本的“融投退”为周期，建立创业投资基金三方博弈模型，使三方成为整体博弈而非独立的两方博弈，以使创业投资基金双层委托代理有机结合。

三、核心概念界定

（一）创业投资的相关概念

1. 创业投资或创业资本

^① 刘晓宏，“分阶段风险投资决策实物期权价值分析——分阶段投资的延期效应与风险效应”，《中国管理科学》，2005年6月。

从世界范围看，创业投资已有半个多世纪的发展历史，但迄今为止，国内外对这一概念并无统一的阐述，在国际上，最具代表性和影响最大的创业投资定义有以下几种：

1973年，美国全美创业投资协会（American Venture Capital Association）成立时，认为创业投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益投资。

世界经济合作与发展组织（OECD）科技政策委员会于1996年发表的一份题为《创业投资与创新》的研究报告对创业投资所下的定义是：“创业投资是一种向极具发展潜力的新建或中小企业提供股权资本的投资行为。”

英国创业投资协会和欧洲创业投资协会在成立之时，就给创业投资做出了有别于美国创业投资协会的界定，及所谓“创业投资”，系指为未上市企业提供股权资本但并不以产品经营为目的的投资行为^①。

按照Gomper和Lerner的观点，将创业投资定义为以股本或与股本有关的证券（Equity-linked Securities）的形式对未上市企业（Private Firms）进行的投资，基金经理积极地参与企业的管理和监督^②。这里，股本或与股本有关的证券包括普通股、可转换优先股以及附加转股权利的债券或认购证。

国内专家成思危认为：“所谓风险投资，是指把资金投向蕴藏着失败风险很高的高新技术及其产品的研究开发领域，以其成功后取得高资本收益的一种商业投资行为。”^③

① 参见英国创业投资协会和欧洲创业投资协会年度报告中的定义。

② Paul Gompers and Josh Lerner, “An Analysis of Compensation in the US Venture Capital Partnership”, *Journal of Financial Economics*, Vol.51, 1999, pp.3~44.

③ 成思危, “积极稳妥地推进我国的风险投资事业”, 《管理世界》, 1999年1月, 第5页。

笔者认为，创业投资是一种独特的投资方式，应从投资运行机制的角度来把握其内涵，为此，对创业投资作如下定义：所谓创业投资^①指专门的投资机构通过一定的方式向各类机构和个人筹集创业资本，然后将所筹集到的资本以股权或与股权有关的证券形式投入到具有发展潜力和高度不确定性的未上市企业，并提供管理服务，以期实现其高成长率并最终通过出售股权取得高额资本增值的一种方式。它是资金、技术、信息和人力资本的制度整合，本质上是一种投资制度创新，自身的发展过程是其制度的变迁过程。

2. 创业投资企业

创业投资企业^②特指专门以从事创业投资为主营业务的各类创业投资机构。主要有以下几种形式：

(1) 个人投资者。个人投资者以天使投资者最为典型，主要为处于创建阶段的企业提供种子资金。

(2) 大公司附属的创业投资公司。投资目的并不是追求高额回报，而是为母公司战略服务，如建立技术窗口或以后把所投资公司变为一个子公司。

(3) 创业投资基金。创业投资基金的英文是“Venture Fund”，是以投资基金形式设立并运作的创业资本，也即由两个以上的多数投资者通过集体出资所形成的专门用于创业投资的“集合投资制度”。当它以公司形式设立时，即表现为创业投资公司；当它以有限合伙形式设立时，即表现为有限合伙制创业投资基金。就世界范围而言，合伙制和公司制被认为是创业投资基金的两种基本组织方

^① 本书中创业投资（资本）与风险投资（资本）均是一个概念，是舶来语（venture capital）的意译，参照东南亚华语地区和国内权威学术研究机构的通用译法，为规范表述，全文使用创业投资（资本）。

^② 本书中创业投资企业均指经营管理创业资本的组织，既可筹建基金、自我管理，又可接受基金委托管理，当为前者时，创业投资企业自身就是创业投资基金。

式。创业投资基金实现了创业投资运作的专业化、机构化和制度化，是创业投资的高级形式，也是现代创业投资的主流形式，并于 20 世纪 70 年代以来逐渐发展成为一个独立的产业。

3. 创业企业

“创业企业”的英文是“venture business or venture company”。它是一个与成熟企业相对应的概念。

创业投资依据创业企业^①的成熟程度不同而将创业企业划分为：种子期、创立期、扩张期和成熟前期^②，同时将种子期与创立期称为创业早期，将创立期与扩张期称为创业中期，将扩张期与成熟前期称为创业后期。

种子期 (seed stage)，此时企业尚处在构想之中。一是产品或服务还没有完全开发出来；二是市场营销模式尚未确立；三是管理团队尚未正式形成。在这个阶段，创业活动主要涉及以下几项内容：①确定所开发的产品或服务在商业上的可行性，并评估其风险；②确定所开发的产品或服务的市场定位，并制定相应的市场营销模式；③确定企业组织管理模式，并组建初步的管理团队；④募集启动资金；⑤筹备企业注册设立事宜。可见，对一家尚处于种子期的准企业进行投资，不仅要面临技术风险、市场风险、管理风险、财务风险，而且最最重要的是还要面临创业管理团队尚未形成的风险。由于创业投资在很大程度上是投资于“人”的投资活动，但此时连作为“人”的最重要因素的创业管理团队都还没有形成，最多也就是一两个研发人员充当的创业企业家，所以，以获得收益为目的的创业投资基金通常不敢介入。只有那些以体验冒险激情为

① 除特指外，本书中创业企业为被创业投资支持的企业，均以现代公司法人制度为基础。

② 刘健钧著，《创业投资原理与方略》，中国经济出版社，2003 年，第 106～109 页。

目的的“天使资本”(angle capital)才会欣然对其投资。

创立期(start-up stage),此时企业已经注册成立起来。一是产品或服务虽然已经开发出来,但尚处于试销阶段;二是市场营销模式还处于探索过程中;三是企业有了一个初步的管理团队,但企业管理模式也还处于摸索过程中。此时创业活动主要涉及以下几项内容:①根据产品或服务的试销情况,完善产品或服务;②根据所确定的市场定位,结合消费者群体的特点,迅速确立起市场营销管理模式,以便尽快打开市场;③根据市场营销模式的需要,完善企业管理模式,充实企业管理团队的力量;④募集起步资金。对一家正处于创立期的创业企业而言,企业通常还没有销售收入,而只是投入,而且创立期的市场开拓所需资金投入要远远多于种子期的产品或服务开发所需资金,所以是需要创业投资支持的重要阶段。此时,技术风险已经不是很大,主要是市场风险、管理风险和财务风险,因为市场营销模式和企业管理模式远未成熟,尤其是管理团队尚未定形。

扩张期(expansion stage),此时企业正处于快速成长时期。一是产品经过试销和完善后,已经逐步打开市场并形成一定的市场占有率;二是市场营销模式也已经初步确立;三是企业组织管理模式正逐渐形成,管理团队已基本稳定。此时的创业活动主要涉及以下几项内容:①根据市场开拓情况,尽快确定起相对成熟的市场营销模式,进一步开拓市场;②适应不断扩张的市场规模和生产规模的需要,进一步完善企业组织管理模式,并考虑企业系列产品的开发或进行新产品开发;③募集营运资金。在这个阶段,企业已经开始有营业收入,但在扩张阶段的前期,收入仍然少于投入,企业仍处于负现金流,尽管到扩张阶段的中期出现收支相抵,并进而呈现出正的现金流状况,但随着市场需求量的急剧增加,急需大量资金投入生产营运。因此,在企业处于扩张阶段,需要大量的资金支持。