



中青年经济学家文库

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

教育部哲学社会科学后期资助项目(09JHQ019)

国家自然科学基金面上项目(71072138)

天使投资： 国际比较与经验借鉴

姚矿 / 著

Angel Investment:

International Comparison and Experience Sharing



经济科学出版社
Economic Science Press

013052718

F830.59
642

中青年经济学家文库

教育部哲学社会科学后期资助项目 (09JHQ019)

国家自然科学基金面上项目 (71072138)

天使投资：国际 比较与经验借鉴

Angel Investment: International
Comparison and Experience Sharing

李姚矿 著



经济科学出版社



北航

C1659316

F830.59
642

图书在版编目 (CIP) 数据

天使投资：国际比较与经验借鉴/李姚矿著. —北京：
经济科学出版社，2013. 6

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3465 - 0

I. ①天… II. ①李… III. ①投资 - 经验 - 世界
IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 113327 号

责任编辑：纪晓津

责任校对：郑淑艳

责任印制：王世伟

天使投资：国际比较与经验借鉴

李姚矿 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京万友印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 13 印张 340000 字

2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3465 - 0 定价：32.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

天使投资现象历史悠久。早在 13 世纪，著名的旅行商马可·波罗就得到了天使投资人的资助。在那个时代，典型的，天使投资人可以得到 75% 的回报，而创业者只得到 25%。在中世纪早期的欧洲，也可以发现创业者从私人投资者那里筹集资本的例子。一个著名的例子是西班牙伊莎贝拉女王决定为克里斯多佛·哥伦布的航海提供资金——对西班牙人来说这是一个高回报的投资。在许多国家，个人投资影响了 19 世纪以及 20 世纪初工业革命的发展。例如，工业巨头们包括亨利·福特和亚历山大·贝尔都得到了天使投资人的资助。亨利·福特的 5 个天使投资人得到了很高的回报：1903 年 5 个人投资了总计 41 500 美元，15 年后他们的投资值 1.45 亿美元。苹果、亚马逊和美体小铺（The Body Shop）都是使用天使资金的例子。

企业天使（business angel）或称天使投资人这个术语则源于 20 世纪初的纽约，指的是对百老汇戏剧创作进行投资的人。对那些充满理想的演员来说，这些赞助者就像天使一样从天而降，使他们的理想变为现实。一般认为，天使投资人是向小型私人创业企业提供风险资本的个人，是创业企业的第二轮融资者，天使投资发生在创业者已经花完其家庭或朋友的钱（包括创立者自有资金）之后，在接触创业投资机构（VC）之前。天使投资人是非正式创业投资者，是资助创业者创业的早期权益资本的重要来源。

20 世纪 50 年代，天使投资开始引起决策者和研究者的关注。例如，美国联邦储备系统对新技术公司的早期融资问题进行过一些

调查——这些调查研究在 1958 年《小企业投资法》通过之前进行。对新技术公司早期融资方面的兴趣激发了人们对作为新技术公司重要外部资金来源的天使投资人的关注。早期天使投资研究可以追溯到 20 世纪 60 年代，而天使投资的系统研究则始于 20 世纪 70 年代末韦特泽尔等学者对美国天使投资市场进行的开拓性研究。20 世纪 80 年代末，梅森和哈里森（Mason and Harrison）等学者开始研究英国的天使投资。此后，天使投资研究开始在国际间迅速发展起来，包括加拿大、阿根廷、瑞典、挪威、德国、荷兰、苏格兰、爱尔兰、芬兰、西班牙、克罗地亚、匈牙利、斯洛文尼亚、比利时、英国、法国、新加坡、日本、菲律宾、泰国、印度尼西亚、越南、印度、中国和澳大利亚等国家，一些学者还进行了国际比较研究。

研究表明，天使投资人是种子期和早期创业企业的主要资金来源，它提供了高技术创业企业种子期和起步阶段 80% 的资本。从规模来看，天使投资已经超过了（机构）创业投资。基于全球创业观察（GEM）数据对 37 个国家进行的研究，与机构创业投资相比（590 亿美元），2001 年天使投资是其 5 倍（2 980 亿美元），而 2004 年的时候已达到 11 倍；机构创业投资只占 GDP 的 0.2%，但估计天使投资占 GDP 的 1%。从各国情况来看，在美国，估计有 400 000 个天使投资人，每年对超过 50 000 个公司提供 500 亿美元的资金；在英国，估计有 20 000~40 000 个天使投资人，每年投资总额 5 亿~10 亿英镑，投资企业 3 000~6 000 个；在瑞典，天使投资人每年做出的投资在 27 800~32 600 项，投资总额在 3.85 亿到 4.5 亿欧元之间，大约占瑞典 GDP 的 1%，每年资助的企业数量达到 7 500 家；在日本，天使投资市场的规模达到 1 330 亿日元；在澳大利亚，研究表明天使投资比机构创业投资要大好几个数量级。从这些研究中可以看出，尽管研究对象不同，不同来源的数据也各不相同，甚至相差很大，但所涉及的资本数额和投资项目的数量足以表明这是一个巨大的市场，而且对一国的经济发展发挥了重要作用。

近年来,天使投资在我国已经有了较大的发展,参与者中既有国内的成功人士和民营企业企业家,也有对我国市场感兴趣的外国人和海外华侨、跨国公司在华机构的高管人员,天使投资人已经成为一些创业企业融资的重要渠道之一。有关调查研究显示,目前中国内地拥有可投资资产的富裕阶层已经达到相当大的规模^①。例如,根据招商银行和全球知名咨询公司——贝恩公司联合发布的《2009 中国私人财富报告》,2008 年中国内地个人持有可投资资产超过 1 000 万元人民币的高净值人群约 30 万人,共持有 8.8 万亿元人民币的可投资资产^②。原则上,上述 30 万人群、共 8.8 万亿元人民币的可投资资产均有可能被引导和转化成创业初期的天使资金。如果有 5% 的资金转化成功,即约为 4 400 亿元人民币,它亦是中国创业投资机构截至 2009 年年底投资于种子期项目资金的 24.4 倍!因此,大力发展天使投资市场,将可能大大提高创业企业融资成功的概率,并有利于拓宽我国居民投资渠道。

因此,为了进一步深化对天使投资市场的认识和研究,我们有必要对国外天使投资发展的经验进行系统的总结,这将有利于更好地指导我国天使投资的实践,从而促进我国天使投资更大的发展,提高创业企业融资效率,解决民间资金投向和创业企业融资难问题,并推动我国天使投资的学术研究。特别需要说明的是,天使投资研究的最大困难是获取样本,由于天使投资研究中数据来源的特殊性(与机构创业投资有很大的不同),作者在比较各国天使投资时介绍了研究者获取样本的方法,并特别安排了第二章介绍各国学者研究天使投资时的定义和抽样方法(其中江硕远综述了隐藏人口的抽样方法),相信这对我国天使投资的研究是有益的。

① 例如,麦肯锡调查表明,2008 年中国的富裕家庭数量为 160 万个,预计在 2015 年达到 400 万个家庭。万事达卡国际组织发布一项调查报告指出,2005 年中国家庭年收入超过 2.5 万美元的富裕阶层数量为 290 万户,而到 2015 年,这个数字将猛增到 850 万户。

② <http://www.chinanews.com.cn/cj/kong/news/2009/03-31/1625051.shtml>

本书的撰写得到了教育部和国家自然科学基金委员会的资助，是教育部哲学社会科学后期资助项目“天使投资的国际比较与经验借鉴”（项目编号：09JHQ019）和国家自然科学基金项目“面向天使投资人融资的理论与应用研究”（项目编号：71072138）的研究成果。

在本书撰写过程中，我们主要参考了国外学者关于天使投资的研究成果，在此表示真诚的感谢！姚晓芳教授撰写了部分案例，姚倩、王雅琳、吴娟、李朋、张赢、杨嵌和汪燕等研究生同学参与了文献整理和翻译工作，一并表示感谢！

李姚矿

2012年12月于合肥工业大学

目 录

第一章 创业与天使投资	1
第一节 创业融资与天使投资	1
第二节 天使投资概念解析	10
第三节 天使投资市场的规模	12
第四节 各国天使投资差异内在机理分析	18
第五节 天使投资人的作用	22
第六节 天使投资的驱动因素	28
第七节 天使投资对创业活动的影响	35
第八节 创业者如何面向天使投资人融资	39
第九节 关于天使投资的研究概述	55
第二章 天使投资研究的定义和抽样方法	60
第一节 天使投资(人)的定义	60
第二节 天使投资研究的抽样方法	71
第三节 借鉴:隐藏人口的抽样方法及其在天使 投资中的应用	79
第三章 美洲天使投资	97
第一节 美国	97
第二节 加拿大	139
第三节 阿根廷	158

第四章 欧洲天使投资	164
第一节 英国	164
第二节 瑞典	185
第三节 挪威	200
第四节 德国	211
第五节 苏格兰	219
第六节 爱尔兰	233
第七节 芬兰	238
第八节 克罗地亚、匈牙利和斯洛文尼亚	241
第九节 西班牙和荷兰	246
第五章 亚洲和澳洲天使投资	252
第一节 新加坡	252
第二节 日本	262
第三节 澳大利亚	269
第四节 东南亚四国	272
第五节 中国	288
第六章 各国促进天使投资发展的政策措施及借鉴	311
第一节 各国促进天使投资发展的政策措施	311
第二节 中国天使投资运作模式的探讨	344
附录 天使投资研究中的定义和抽样方法及样本	367
参考文献	379

第一章

创业与天使投资

第一节

创业融资与天使投资

创业概念由来已久。据考察,作为专业术语之“创业”概念的形成,最早可以追溯到 15 世纪。当时世界经济尚处于从手工作坊向手工工场转型时期。英国等一些西欧岛国,其工商业虽然已经得到初步发展,但受到地域限制不得不寻求远洋贸易来促进经济的进一步发展。从事远洋贸易需要大额资本,于是诞生了以入股合营方式设立的企业制度。在当时的航海技术条件下,从事远洋贸易无疑需要冒很大的风险,所以人们借用“venture”(一般意义上为“冒险”)指称这种创业活动。但正是这种特定的历史背景赋予了“venture”区别于一般冒险行为而言的特定内涵。此后,“venture”一词开始广泛见诸各种有关创业活动的英文著作。目前,“创业”一词在英文中有多种表达方式。例如,表示创业企业的有 venture 和 start-up,表示创业者的有 entrepreneur,表示创业行为、创业活动的有 venturing 和 entrepreneurship,新创企业也可以用 business venture 或 new business venture 来表示,企业创业活动可以称为 business venturing、corporate venturing 或者 entrepreneurship。

狭义地说,创业是一个创办企业的过程,该过程来源于一个构想,一个构想是下面的一个或多个组合:一种产品或服务;一项技

术或创新；一种市场需求；等等。构想是一个问题，创办企业是这个问题的一个可能的解。萨恩（Singh, 2001）认为，创业需要建立一个新的企业，并认为追求创业机会的主体是“一个切实可行的、寻求利润的、潜在的新创企业”。杰弗里·蒂蒙斯（Jeffrey Timmons, 1999）认为，“创业是一种思考、推理和行为方式，这种行为方式是机会驱动的。创业导致价值的产生、增加、实现和更新，不只是为所有者，也为所有的参与者和利益相关者。”马克·J·多林格（Marc J. Dollinger, 2006）认为，“创业就是在风险和不确定条件下，为了获利或成长而创建创新型经济组织（或者组织网络）的过程。”^① 微软公司董事长比尔·盖茨认为，创业者的真正定义是“创办新企业的人”。郁义鸿等（2000）指出：“创业是一个发现和捕捉机会并由此创造出新颖的产品或服务，实现其潜在价值的过程。”创业过程可以两种方式中的一种结束：如果发现了一个可行的答案，企业就诞生了；要么创业过程中途夭折。创业过程成功地创造了一个企业但这个企业却在后来的日子里失败了是完全可能的。创业过程的成功不能保证企业的成功，它只是为企业未来的发展提供最初的条件。

广义地说，创业不仅仅局限于创办新企业的活动，即使在现有企业中也存在着创业行为，即“二次创业”。从实际情况看，现有企业特别是大企业更需要弘扬创业精神才能赢得更多的利润和企业的长久发展。在创立初期，企业一般都比较强调变革和创新，但随着业务的发展壮大，企业将逐渐染上“大企业病”，表现为机构臃肿、部门林立、等级森严、程序复杂、官僚主义严重、反应迟钝和效率低下等。因此，广义地说，创业既可以是创立新企业，也可以在现有企业内部进行；既可以设立新的经济组织，也可以不设立新

① 马克·J·多林格（2006）还总结了现有的有关创业的定义，指出这些定义中有三个共同要素：一是独创性和创新；二是资源积累以及经济组织的成立；三是在风险和不确定性条件下获取收益（或成长）的机会（见马克·J·多林格著：《创业学——战略与资源》（第3版），中国人民大学出版社2006年版）。

的经济组织。

需要指出的是,尽管广义“创业”概念既包括从零开始创建新企业,也包括从一个有问题的企业开始创建出一个重焕生机的企业,但随着技术创新和企业生老更替速度的加快,从零开始创建新企业越来越具有重要的现实意义。由此,狭义“创业”概念正越来越受到特别的重视。

创业是一种由多个要素组成的复杂系统。杰弗里·蒂蒙斯(Jeffry Timmons, 1999)认为,创业是由商机、工作团队和资源保证的;其中,资源包括资本市场环境。萨曼(Sahlman)认为,在创业过程中,为了更好地开发商业机会,提升企业价值,创业者需要把握四个关键要素:人、机会、外部环境以及创业者的交易行为。其中,“人”指为创业提供服务或资源的人员,不仅包括经理、员工、律师、会计师、零件供应商等与新创企业直接间接有关的人员,也包括资金提供者。马克·J·多林格(2006)认为,如果撇开资源去开拓机会,即使最好的机会也难以塑造出创业者,而资源则包括:物质资源(physical)、声誉资源(reputational)、组织资源(organizational)、财务资源(financial)、智力和人力资源(intellectual/human)以及技术资源(technological),即PROFIT要素。

然而,研究表明,创业融资难的问题是创业企业成长过程中最为突出的问题。这是因为,创业企业的平均风险水平较高,即使是在创业活动相当活跃、融资渠道更为通畅的美国,新创企业的失败率也非常高。根据美国的一项研究:24%的创业企业在2年内失败,52%的创业企业在4年内失败,63%的创业企业在6年内失败。因此,创业企业常常难以获得对风险控制有较高要求的债务融资(如银行贷款、发行债券等)。与此同时,创业企业获得外部股权融资也是非常难的。这是因为,一方面,创业者和外部潜在投资者之间常常存在严重的信息不对称;另一方面,创业企业本身的发展往往也存在很多不确定性。罗伯特·A·巴伦等(Robert A. Baran et al., 2005)指出,创业者识别出的不确定的商业机会通常建立

在别人无法拥有也无法识别的信息基础之上。因此，投资者将在拥有的信息少于创业者的情况下决定是否向价值非常不确定的新创企业提供资金。这个问题可以概括为两个方面：一是信息不对称问题；二是不确定性问题。

首先，信息不对称问题。他们指出，由于投资者没有或不能识别出创业者所拥有或识别的关于商业机会的信息，将导致筹资方面的问题：第一，基于对商业机会保密方面的考虑，创业者不愿向投资者透露详细信息，投资者只能在有限的信息下做出决策。第二，创业者拥有的信息优势使他们有可能利用投资者。也就是说，创业者能够利用他们的信息优势从投资者那里获取资金，用来谋取自己的利益而不是企业的利益。第三，投资者关于创业者及其商业机会的有限信息可能导致逆向选择问题。也就是说，当投资者难以识别项目的质量时，他干脆选择“不投资”。

其次，不确定性问题。他们指出，由于新创企业的前景非常不确定，投资者也面临着多种多样的问题：第一，投资者不得不在拥有很少可靠证据的基础上评判投资机会的价值和创业者的能力。第二，创业者和投资者对新创企业价值的认识常常存在分歧。第三，投资者希望确认，当创业者的新创企业被证明没有价值时，创业者能偿付全部投资，尤其当他们借钱给创业者的时候，这样投资者所冒的风险会比较小。因此，投资者希望创业者和创业企业提供抵押品和其他资产。然而，这恰恰是创业者和创业企业缺乏的东西。此外，在我国，一些创业企业自身缺乏诚信，也是其难以获得外部融资的重要原因。

作为创业群体中的特殊群体，女性创业融资难的问题更为突出。由坎迪达·布拉什（Candida Brush, Boston University）、南希·卡特（Nancy Carter, University of St. Thomas）、伊丽莎白·盖特伍德（Elizabeth Gatewood, Indiana University）、帕特里夏·格林（Patricia Greene, Babson College）和迈拉·哈特（Myra Hart, Har-

vard University) 五位学者领导的戴安娜 (Diana) 项目^①研究团队证实, 美国女企业家获取创业投资 (VC) 支持的可能性远远低于男性。2002 年, 28% 的美国企业由女性领导, 女性占这些企业合作伙伴和大股东的 46%, 这些企业雇用了 1 000 多万名员工, 实现近 115 亿美元的销售额。尽管如此, 只有很少女性领导的企业获得了私人股权资本。通过对美国创业投资领域的观察, 戴安娜项目组达成了几个基本的共识: (1) 创业投资行业中男性占绝大多数, 由于女性很少占据创业投资行业的投资决策职位, 女性创业者就难有机会通过这些守门人走向谈判桌。(2) 女性被阻挡在投资网络之外的现实导致了对她们非常不利的后果, 企业的成长受到很大的影响。(3) 女性难以获得股权资本的原因。戴安娜项目组的结论是: 创业投资行业里存在身居高位、经验丰富的女性创业投资家, 但人数很少。有女性管理者的创业投资机构比没有女性管理者的创业投资机构能吸引更多的女性创业者, 但女性创业者在向创业投资家转变的过程中似乎仍处于劣势; 接受访谈的女性创业投资家指出, 她们的积极参与能影响决策过程, 但不可能对女性创业的数量和质量带来实质性的改变。

那么, 如何解决创业过程中的融资问题呢? 首先是自融资, 即创业者自己出资或者从家庭、亲朋好友 (通常称为 3F, 即 founder、family 和 friends) 那里筹集资金, 国外常常称为 self-financing (“自融资”) 或 bootstrap financing (“自力更生”)。自融资的好处是相对比较快速、灵活, 但现实中的主要问题是: 相当多的创业者缺乏自融资的能力和渠道, 自融资通常也难以满足创业企业快速发展阶段

^① 戴安娜项目围绕两个主要目标对女性所有的企业 (WOB) 股权融资问题展开了研究。首先是女性企业家的融资需求。这个研究目标旨在增强女企业家发展企业的意愿, 提高她们对企业成长的信心和预期; 对女企业家进行培训, 使她们熟悉股份制企业的特点, 同时为女企业家提供关于股权融资流程如何运作的详细信息。其次是创业投资。这方面的研究目标是使股权资本投资人意识到对 WOB 进行投资的价值, 懂得如何把握机会, 通过对 WOB 的投资来分散投资业务, 并实现新的投资。戴安娜项目组用大量的数据说明了在美国企业的成长过程中, 女性没能为自己的企业争取到更多股权资本支持的原因。

的资金需求。因此，必须寻求外源资金，即外部的创业资本。天使投资人就是创业者获得外部创业资本的重要渠道之一。

谁是天使投资人？“天使投资人”这个术语源于 20 世纪早期，指的是对百老汇戏剧创作演出进行投资的人，他们为了支持创作和演出进行了高风险的投资，目的是为了获得与他们倾慕的戏剧演员进行密切接触的机会。对那些充满理想的演员来说，这些赞助者就像天使一样从天而降，使他们的美好理想变为现实。如今，天使投资人——《福布斯》杂志称美国大约有 30 万名——在很多方面是相似的：富有的个人和家庭，他们愿意投资高风险的项目，这些高风险项目是由他们倾慕的并寻求与之交往的人创办的。很多天使投资人是精通理财的私人投资者，他们愿意为高风险的创业企业提供种子期和创业期的资金。在美国硅谷和波士顿等科技创业非常活跃的地区，天使投资人相当活跃。并且，美国还成立了天使资本电子网络（ACE - Net）、天使联盟（Alliance of Angels）、天使网（The Angel Network）、天使论坛（The Angel's Forum）、国际天使投资人协会（International Angel Investors Institution）等致力于天使投资发展的各类组织。

事实上，天使投资现象历史悠久。早在 13 世纪，著名的旅行商马可·波罗就得到了天使投资人的资助。在他那个时代，典型的，天使投资人可以得到 75% 的回报，而创业者只得到 25%（Lange et al., 2003）。在中世纪早期的欧洲，也可以发现创业者从私人投资者手中筹集资本的例子。一个著名的例子是西班牙伊莎贝拉女王决定为克里斯多弗·哥伦布的航海提供资金——对西班牙人来说这是一个高回报的投资。

在许多国家，天使投资影响了 19 世纪以及 20 世纪初工业革命的发展。1874 年，当年轻的亚历山大·贝尔需要资金完成他的电话实验时，银行家们认为那是一个愚蠢的想法。大家一致认为国家已经有了电报通信系统，长距离个人通话是个极端的想法。除此之外，贝尔也没有一个拥有有形资产的公司来提供担保。认识到这是个机会，马萨诸塞州波士顿市的律师加德纳·格林·哈伯德（Gar-

diner Green Hubbard) 和东北部城市塞勒姆的皮革商托马斯·桑德斯 (Thomas Sanders) 帮助了他。后来, 还是这两个人出资 (股权资本) 在马萨诸塞州波士顿市创办了贝尔电话公司。1903 年, 当亨利·福特需要资金创办公司并寻找资金开发原型机时面临很多困难, 是 Daisy Rifle 的业主和其他四个人投资了 4 万美元股权资本。15 年后, 他们的投资值 1.45 亿美元 (Lange et al., 2003)。

大约 100 年以后, 1976 年, 当安妮塔·罗迪克 (Anita Roddick) 需要资金创办第二家店时, 她的银行回应说她才做了几个月的生意, 没有什么业绩记录, 因此需要再等上一年。对一个创业者来说, 一年是一个漫长的时间。罗迪克转向私人投资者伊恩·麦克林 (Ian McGlinn), 他投了 4 000 美元。于是她开了第二家店, 开始了美体小铺的发展, 今天已经拥有超过 2 200 家的店, 零售业务遍布全球 55 个国家。1994 年, 杰夫·贝佐斯 (Jeff Bezos) 和几个雇员在位于美国华盛顿州贝尔维尤市的车库里开发出一个网页和数据库。他去寻找创业投资机构, 这些创业投资机构的答复是一样的: 想法很好, 但可能需要等一等。介绍给几个个人投资者之后, 贝佐斯成功地从 12 个投资人那里募集了 120 万美元的资金, 而后来的一轮融资才是来自创业投资基金的 800 万美元。

从本质上讲, 天使投资是创业投资的一部分, 天使投资人是非正式创业投资家 (informal venture capitalists), 是资助创业者创业的早期权益资本的主要来源。一批有钱的投资者汇成一个无形的群体, 在形形色色众多的创业者中寻找投资入股的机会。例如, 索尔 (Sohl, 2003) 认为, 对创业者来说, 企业发展阶段可分为种子前期 (Pre-Seed), 种子期/起步期 (Seed/Start-Up), 早期 (Early) 和后期阶段 (Later), 相应的资本来源为创立者 (Founders), 天使/天使联盟 (Angel/Angel Alliances), 创业基金 (Venture Funds), 资金需求分别为: 种子前期为 25 000 美元至 10 万美元, 来源主要是创立者, 后期阶段为 50 万美元以上, 来源主要是创业投资基金, 种子阶段/起步阶段为 10 万~20 万美元, 早期阶段为 20 万~50 万美元, 这

分别成为融资缺口 (Funding Gap) 和第二融资缺口 (Secondary Funding Gap)。这两个缺口主要由天使投资人来弥补。

对新技术企业 (NTBFs, New Technology-Based Firms) 来说, 天使投资人也是重要的外部资本来源。林斯特龙等 (Lindstrom et al., 2001) 发现技术前沿企业相比较技术含量稍低的企业融资困难更大, 这也同样适用于高增长型企业与低增长型企业的比较中, 即高增长型企业比低增长型企业融资更难。研究表明, 所有公司都把天使投资人当成最重要的来源, 增长导向型企业是最受天使投资人和创业投资家青睐的企业。哈里森和梅森 (Harrison and Mason, 2000) 和马蒂尔等 (Madill et al., 2005) 发现, 作为新技术企业早期阶段的融资者, 天使投资人的出现还提高了企业获得机构创业投资的机会。

根据全球创业观察 (GEM)^① 融资报告 (2006), 在参与 GEM - 2006 研究的 42 个国家中, 创办一个企业平均需要 65 000 美元, 创业者提供了 62% 的起步资金, 剩下的 38% 来自外部投资者。创业者的自融资加上来自非正式投资者^② (informal investor) 的资金,

① 全球创业观察 (GEM) 由百森商学院 (Babson College) 和伦敦商学院 (London Business School) 领导, 创业领导考夫曼中心作为授权发起人。GEM 的主要目的是按年收集和分析数据, 并通过纵向研究分析各国创业与经济增长之间的关系。GEM 模型的核心是: 国家经济增长是两个平行的一系列相互作用的活动的函数——已成立企业的活动和直接与创业过程有关的活动。

② 在本报告中, 非正式投资在广泛的意义上被使用, 不仅包括 (股权) 投资, 还包括贷款甚至赠与。拜格雷夫 (Bygrave) 认为这种分类是合适的, 因为将钱投到一个羽翼未丰的小企业是很有风险的, 如果企业失败了, 借贷者和 (股权) 投资者的结果是一样的: 他们的钱都打水漂了。

报告指出, 密切的家庭成员、朋友和邻居是起步企业非正式资本最重要的来源。因此, 创业者最初的种子资本应当指望家庭和朋友, 并应扩大其在起步企业的投资。创业者还应当认识到创办企业自己应当提供大约 2/3 的初始资本。对教育者来说, 应当把更多的精力放在为创业者融资和非正式投资者方面, 较少地放在创业投资家发挥的作用方面, 因为每 10 000 个企业中不到 1 个在开始做买卖时就有 (机构) 创业投资在手。对政策制定者来说, 应当更多地关注创业者自身和非正式投资者提供的起步资本, 较少地关注创业投资家, 毕竟创业者和非正式投资者的融资占 2006 年参与 GEM 项目国家 GDP 的 3.9%。对研究者来说, 应当把更多的精力放在创业者自身和非正式投资者作为创业资金的来源, 较少地关注创业投资家和股票市场。