

国外天使投资发展及其对我国的启示

张俊芳, 魏世杰, 薛 薇

(中国科学技术发展战略研究院, 北京 100038)

摘 要: 天使投资对新企业的发展具有重要的助推作用, 已得到各国广泛认可。许多国家与地区通过税收优惠、联合基金、天使投资网络化以及教育培训等多种手段促进天使投资的发展。本文以主要发达国家和地区典型经验做法为例, 揭示了促进天使投资发展的关键环节与要素。同时, 通过对比分析, 探讨了现阶段我国天使投资发展的主要障碍与不足。

关键词: 天使投资; 税收优惠; 联合基金

中图分类号: F832.48 **文献标识码:** A **DOI:** 10.3772/j.issn.1009-8623.2016.05.008

天使投资在推动科技产业发展、促进产业结构调整升级, 以及提高国家经济实力方面具有重要的作用。全球创业观察 (GEM) 对 37 个国家进行的研究显示, 天使投资市场是创业企业融资的最大来源, 已经远远超过风险投资活动, 2001 年全球天使投资人提供的资本总量是机构风险投资的 5 倍^[1]。许多国家与地区都采取多样化的手段促进天使投资的发展, 以期助推本国的小企业成长, 提升经济实力。

1 美国天使投资的发展及其主要措施

美国一直是全球天使投资最为活跃的地区。自 1978 年起, 新罕布什尔大学风险投资研究中心对美国天使投资进行了开创性的跟踪研究。据统计, 近年来, 美国天使投市场非常活跃。2014 年美国天使投资总投资金额为 241 亿美元, 全年共计有 73 400 家企业获得了天使投资基金, 美国活跃的天使投资人共有 31.66 万人, 天使投资资金规模占 GDP 的比

重超过 1%, 如图 1 所示。天使投资市场为美国经济增长作出了重要贡献, 每年由于天使投资所带来的新增就业岗位占全美新增就业岗位的 5% 左右, 2014 年, 由天使投资所带来的新增就业岗位约为 26.4 万个, 平均每个天使投资项目就创造了 3.6 个工作岗位^[2]。天使投资的发展不仅促进了新兴产业创业的发展, 也为美国经济创造了巨大财富。美国采取了一系列措施发展天使投资, 值得借鉴。

1.1 税收优惠与财政补贴

美国联邦政府对“天使投资人”的税收优惠政策, 主要体现在对符合条件的“小企业投资者”^①的长期投资实行特别资本利得税优惠, 包括“持有五年以上资本利得 50% 减征”“再投资税收抵免”以及“资本损失可视为普通损失”。从 2008 年开始, 为应对金融危机、稳定就业, 美国政府不断加大对小企业长期投资者的资本利得税优惠, 如, 《2009 年美国复兴与再投资法案》将持有符合条件的小企业股票五年以上的资本利得减征比例,

第一作者简介: 张俊芳 (1978—), 女, 管理学博士, 副研究员, 主要研究方向为科技金融与创新体系政策。

项目来源: 国家社科基金重大招标项目《创新型国家背景下的科技创新与金融创新结合问题研究》(11&ZD139)和中关村科技园区管委会对外合作课题《天使投资与中关村新兴产业创业(机制)研究》(20140504B)。

收稿日期: 2016-04-30

① “小企业投资者”即非公司纳税人, 主要包括自然人、“S 型公司”以及非公司型企业, 因此, 包括了天使投资人、风险投资人、其他个人投资者以及各种“流经”实体, 如有限责任、合伙、S 公司、共同信托等形式。

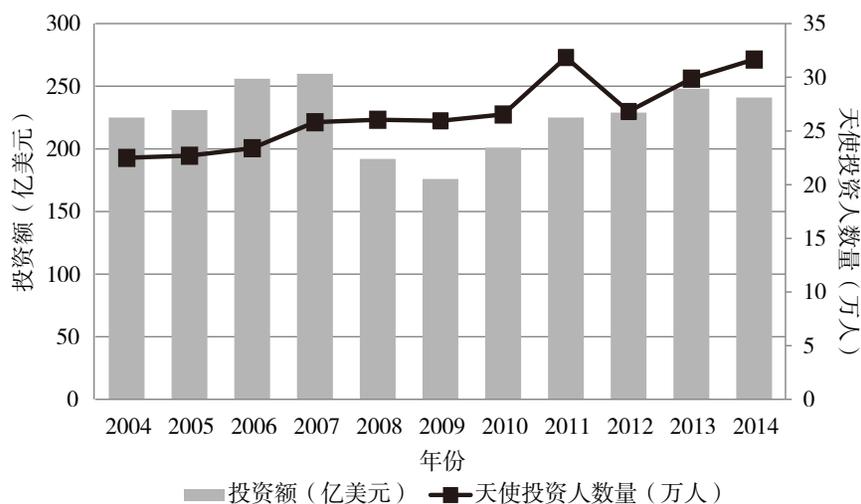


图1 美国天使投资发展情况 (2004—2014年)

从50%提高到75%，《2010年小企业就业法案》将进一步将持减征比例提高到100%^①，2013年推行的《美国纳税人救济法案》将这一减征政策的时间持续到2013年底。

美国有超过1/3的州政府出台了鼓励天使投资发展的税收激励政策，比联邦政府层面的税收激励政策更普遍、更有力地刺激了美国天使投资业的发展。例如，俄克拉荷马州推行了技术商业化公司税收激励计划（OTCC）；夏威夷州对投资有资格的高技术企业的天使投资人给予五年100%的税收减免；爱荷华州对天使投资人和依法成立的天使基金提供总额1000万美元的税收减免；密歇根州推出了小企业投资税收抵免计划（SBITC）等。此外，一些州还提供了其他类型的财政激励措施，如，密歇根州提供了60万美元的资助预算，主要资助创建天使基金的管理费；内布拉斯加州建立了基金以资助天使投资人教育的部分经营成本。

1.2 构建天使投资人网络

为了降低天使投资人和创业者之间的信息不对称，美国有关公共部门和民间发起了包括创建天使投资人网络在内的一系列促进天使投资发展的行动。天使投资人网络有政府部门创办的非营利性网络，如天使资本电子网络（ACE-Net），也有民间创办的不以营利为目的的非政府组织，

如风险资本网络（VCN），以及商业性网络，如加州的技术海岸天使等。

以ACE-Net为例，ACE-Net始建于1995年，它是美国小企业管理局推动办公室（Office of Advocacy）、小企业管理局（SBA）和国防部之间合作的产物，并与证券交易委员会（SEC）和北美证券监管机构的州证券管理机构协作，数据库位于新罕布什尔大学的创业经济学中心。ACE-Net使用互联网技术为美国中小企业建立了全国性的股权市场，它提供一种上市服务，为企业寻求25万~500万美元的股权融资，注册的高净值投资者可以通过互联网看到小企业股票发行的请求。ACE-Net利用网络平台，既为中小企业寻找投资者提供了新的选择，也为投资者提供了有前景的项目投资机会。同时，ACE-Net为发行者和投资者建立发展了一个初步的模板和协议格式，进一步降低了交易成本。投资者可以跨州进行投资，并得到网络运营者的指导。此外，ACE-Net收集的天使投资数据也可用于公共政策的制定和相关研究^[3]。

1.3 天使投资人协会

美国的天使投资人协会具有很强的影响力。2004年，考夫曼基金会（Kauffman Foundation）支持创建了美国天使投资协会（ACA），作为政府资

^① 其中小企业股票在2010年9月27日至2011年1月1日之间发行。

助的非营利组织，ACA 共有 11 名董事和 50 余名委员会成员。ACA 是领导性的专业化协会，其使命是成功推动天使团体（Angel Groups）和私人投资者投资于高增长的早期企业。ACA 的主要功能定位包括提供职业发展、制定行业标准、提供公共政策建议以及为会员提供投资资源与帮助等。截至 2015 年底，其会员包括 160 个天使团体和 7 000 多名合格投资者，平均每年资助的新设企业大约 800 家，管理的投资组合超过 5 000 家企业。

1.4 天使投资俱乐部

天使投资俱乐部为天使投资人提供了线下交流的渠道，有利于寻找到更多的资金和项目。比较有代表性的俱乐部，如，硅谷的天使帮（Band of Angel），成立于 1994 年，是美国发展最早、也是最成熟的天使投资俱乐部之一。最初，著名投资家汉斯·赛弗伦斯（Hans Severiens）发现成立之初的企业面临着资金短缺和经验匮乏的尴尬，便与 12 位风险投资公司高管共同组建了天使帮，以联合起来帮助初创企业成长。据估计，天使帮每年审核的项目超过 700 项，他们会从中挑选出 33 个具有潜力的项目展现给风险投资人，通常每年有约 8 个企业获得投资。自 1994 年以来，天使帮已经有超过 150 位天使投资人，投资金额共计 2.31 亿美元，投资企业达到 277 家。其中，有 10 家企业在纳斯达克进行首次公开募股，55 家企业被并购，创造的就业机会超过 3 000 个。

2 欧洲天使投资的发展及其主要措施

欧洲的天使投资统计数据来源于欧洲天使投资网络，但由于难以统计，实际数据只是整个天使投资规模的一小部分。美国新罕布什尔大学与美国天使资本协会的数据对比显示，欧洲天使投资规模大约仅为美国的 1/3。另据估计，欧洲潜在的天使投资人数量大约为 100 万名，其中 13 万名较为活跃，每人平均每笔投资额约为 2.5 万 ~ 25 万欧元。其中，最具有代表性、天使投资网络最为繁荣的欧洲国家是英国。2000 年，英国大约有 2 万 ~ 4 万个天使投资人，每年投资总额为 5 亿 ~ 10 亿英镑，投资企业在 3 000 ~ 6 000 个^[4]。

欧洲天使投资的发展主要得益于欧盟及若干欧盟国家对商业天使和各类商业天使网络作用的重

视，政府培育统一的天使资本市场已成为欧洲发展中小企业和提高竞争力的重要举措。目前，欧盟分别实施了两种资助计划，一是财政工程行动，旨在与欧洲各国政府对商业天使网络的结构性质项目形成联动；二是为培养企业家精神和企业而设立的跨年度资助计划。欧洲各国天使投资的发展水平并不均衡，各国促进天使投资的主要做法有以下几种。

2.1 以税收手段促进天使投资发展

欧洲各国也采用税收优惠来促进天使投资的发展，英国和法国是比较有代表性的税收计划国家。

英国政府实施了“风险投资计划”（Venture Capital Scheme, VCS），为符合条件的风险投资者提供税收优惠，以鼓励其对小企业的股权投资。“风险投资计划”主要包括：企业投资计划（Enterprise Investment Scheme, EIS）、种子企业投资计划（Seed Enterprise Investment Scheme, SEIS）和风险投资信托计划（Venture Capital Trust Scheme, VCT）。其中，1994 年开始实施的 EIS 力度最大，该计划从所得税减免、资本利得税免税、损失减免、免除遗产税、资本利得税递延五方面对购买小企业新发行股票的个人投资者给予税收优惠。此外，英国政府在 1998 年出台的《金融法案》，推出了资本利得税的减免条款：其中，对个人投资持股四年以上的，资本利得税的税率从 40% 降到 10%，减免的优惠适合投资于未上市公司的股份收入^[5]。

从 2007 年开始，法国利用税务杠杆鼓励个人巨富税（ISF）纳税人向中小企业投资。ISF 对净资产超过门槛数额的个人按累进税率课征；2010 年后，符合条件的（包括：投资于非上市公司中小企业的；投资于控股公司，再由控股公司投向中小企业的；捐赠给公益性质的研发机构等）投资或捐赠额的 50% 可抵免应纳 ISF，上限为 5 万欧元。此外，法国 Avantage Madelin 对投资于未上市中小企业五年以上的投资人给予投资额 25% 的税收抵免，最高抵免额为 4 万欧元^[6]。

2.2 设立联合投资基金

欧洲许多国家都推出了联合投资基金（Co-Investment Fund），来解决种子期或早期投资的融资缺口，联合投资基金有助于本国发展天使投资市场并使之专业化。一般来说，联合投资基金采用公

私合作的模式，通过公共财政资金与私人投资者资金相配合，运作过程中公共财政资金与私人投资者的资金遵从同样条款，享受同等权利。

英国贸工部资本基金计划（DTI Capital Fund Programme）是由小企业投资公司（SBIC）推动的于2006年发起建立的企业资本基金，该计划对天使投资人开放。该计划设计了金额为私人投资两倍的贷款，除了得到一般市场水平的利息外，利润的一小部分（10% ~ 15%）将支付给政府作为回报。

德国技术投资公司（Technology Investment Company）是德国政府银行DTA的子公司，主要对创业投资家和天使投资人进行最高可达50万欧元

的匹配投资。主要投资者负责提供管理方面问题的建议，管理投资形成的股权，基金不参与公司的董事会，投资总额限制在企业价值的25%。

荷兰于2005年设立的技术合伙种子基金（TechnoPartner Seed Facility），是对高风险技术创业企业进行投资的分红基金。2007—2011年，该基金的预算均为2400万欧元，资金全部为财政资金。种子基金贷款的最高比例为参与基金投资金额的50%，最高金额为400万欧元。

部分其他欧洲国家的天使投资联合基金如表1所示。除了各国设立的联合投资基金外，欧盟委员会也通过欧洲投资基金的JEREMIE项目，积极参

表1 部分其他欧洲国家的天使投资联合基金汇总^[7]

国家	名称和成立时间	概述
芬兰	芬维拉种子基金 Vera 有限公司 (2003年)	芬维拉公司通过其附属的种子基金 Vera 有限公司对初期创新型企业进行直接投资
苏格兰	苏格兰联合投资基金 (2003年)	该基金主要面向天使投资人和风险投资者，是拥有7200万英镑的股权投资基金，其部分资金来源于欧洲区域发展基金（ERDF）
丹麦	Vaeksfonden 伙伴资本 (2007—2010年)	该基金提供的资本不超过50%股权（平均为10% ~ 40%的启动股权），合计为500万 ~ 2000万美元，预期退出时间为3至5年，目标收益率为20%
葡萄牙	商业天使联合投资基金 (2009年)	该基金主要模仿了荷兰的技术伙伴基金，尤其是在收益分配方面
英格兰	新型联合投资金 (2011年)	该基金由英国政府的区域增长基金资助，总规模为5000万英镑，协同商业天使网络或辛迪加向符合条件的中小企业投资。按照与天使网络和辛迪加同样的条件，该基金不面向企业开放，创业企业需要通过私人天使投资才能获得该基金投资

与种子和市场早期投资，成立了面向天使投资人的800万欧元的合作投资基金。

2.3 设立创业投资担保计划

目前，欧洲有7个欧盟成员有针对机构创业的担保计划。其中，奥地利、芬兰、比利时的担保计划也适用于天使投资人。如芬兰的创业资本担保计划（Finnish Venture Capital Guarantee, FVCG），该计划由国有金融机构Finnvera负责运作，覆盖了股权资本、贷款、可转换债务等贷款项目，

面向包括天使投资人在内的创业投资基金、贷款机构、保险机构等国内外金融机构。创业资本担保覆盖30% ~ 70%的创业资本投资潜在损失。

奥地利股权投资担保计划（Burge Equity Capital Guarantee, BECG）适用于除金融和农村以外的所有筹集股权资本的中小企业。该计划可以提供投资额的100%的担保并以股权的形式提供，条件是投资者拥有不到50%的企业股份，股权投资的回报与企业利润相关，投资者参与企业至少10年。

BECG 对每个中小企业的股权资本担保限制在 100 万欧元，担保期限 10 年。自创立以来，该计划已经对 310 个公司、总额达 8 900 万欧元的股权投资提供了担保。

2.4 建立天使投资人网络与培训

欧洲一些国家认识到建立全国性天使投资人网络（协会或联合会）对发展本国天使投资市场起到的重要作用，包括提高人们对天使投资的认识、收集数据、提供培训并与政策决策者建立联系等。从 1993 年苏格兰建立天使投资网络开始，越来越多的国家建立了类似的组织。近年来，欧洲出现了一种新的促进天使投资市场发展的形势——创建天使投资人协会或学院，搭建交流投资经验和紧密合作的平台，并对天使投资人进行投资培训与业务指导。

CONNECT 计划是一个很好的例子，它最初由圣地亚哥发起，后来在世界上其他地区被复制，如苏格兰和瑞典。CONNECT 计划的宗旨是支持技术型企业的创造、增长和发展，采取讨论会、总结会、研习会和论坛等多种形式，用来丰富专业投资团体、顾问和政策制定者的专业知识。

3 比较与启示

通过前文比较可以看出，美国、欧洲国家均采取了财政资助、税收优惠、构建天使投资网络平台等举措促进天使投资发展。相比而言，欧洲促进天使投资发展的体系更为完备，但天使投资的发展规模却明显小于美国，天使投资市场也不如美国活跃，究其原因，可能有以下几个方面的原因。

（1）高新技术与天使投资形成互动发展的生态圈

美国具有雄厚的基础科学研究能力和强大的技术开发能力，这是很多国家无法比拟的。以硅谷为例，伴随着 20 世纪 60 年代中期微电子技术的高速发展，硅谷所生产的半导体集成电路和电子计算机约占全美的 1/3 和 1/6；20 世纪 80 年代，随着生物、通信、新能源等新兴技术的兴起，硅谷成为了美国高新技术的摇篮。而硅谷的成功除了技术方面的原因外，还有一个重要的因素就是天使投资的进入。自从 1972 年第一家创业投资机构在硅谷落户，创业资本极大地促进了硅谷的成长。在硅谷，天使

投资成就了一批知名企业，这些企业成功上市后，部分高管开始运用自己的技术以及对产业的理解和建立的人脉，成为天使投资人，再去投资那些快速成长中的新兴企业，形成了良好的天使投资与创业生态圈。

（2）良好的创新创业氛围与人才

美国的教育和文化造就了美国的创新和创业精神。1946 年，美国研究发展公司（ARD）成立，它是第一家向新兴产业和高成长企业提供风险资本的公司。相比而言，欧洲国家的天使投资发展相对滞后，这与欧洲相对保守的创业文化等因素是分不开的。创业活动的背后是创业文化和作用的支撑，美国硅谷的巨大成功，也与硅谷文化中提倡创新创业、鼓励冒险、宽容失败的精神密不可分。近年来，欧洲也开始了加强创业文化、鼓励人才流动等方面的教育和培训。

（3）发达的资本市场，完善的进入与退出渠道

美国是以资本市场为主导的金融体系，而德国、日本等国是以银行为主导的金融体系。美国的资本市场高度发达，信息更加公开透明；尤其值得一提的是，美国具有全球最活跃的并购市场，为天使投资的资金募集与退出提供了更良好的市场环境。这也在一定程度上解释了为什么美国的天使投资发展远超过欧洲等国家和地区。

4 我国天使投资发展面临的主要挑战及建议

中国的天使投资行业起步于 19 世纪 80 年代，发展于 19 世纪 90 年代，21 世纪后开始步入快速发展阶段。总体上，我国天使投资发展还处于初期，与美国的天使投资相比，差距较大。

2014 年，国内天使投资延续了 2013 年的活跃态势，投资案例数量和规模均保持增长态势。投中研究院根据公开披露信息的统计显示，截至到 2014 年 11 月底，共披露天使投资案例 317 起，总投资金额 42.26 亿元，投资规模已远超上年全年水平。另据业内估计，我国活跃的天使投资人大约在 1 万 ~ 2 万人左右。由于天使投资机构的部分项目比较敏感、私密，不易对外披露，因此，中国天使投资案例数量和规模总体上应高于以上统计。

2014 年下半年，科技部战略研究院投资所天

使投资课题组在中关村示范区内抽取了 11 家企业孵化器和大学科技园，并从中选取了近百家企业与 20 余家天使投资机构进行了重点调研与访谈。通过对欧美等国家和地区天使投资发展的梳理，结合调研中的发现，可以看到，我国天使投资的发展依然面临着挑战与困境。

(1) 中国天使投资发展远不足以支撑新兴产业创业发展

与欧美等国家和地区相比，我国天使投资市场才刚刚起步，从目前天使投资市场的统计规模来看，即便算上机构化的天使投资基金，年投资额也仅在 50 亿左右，约为美国市场的 2%。而我国的新兴创业企业市场规模却十分巨大，据统计，目前我国的中小企业超过 6 000 万家，全国高新技术企业已达 7.9 万家，其中，绝大部分为科技型中小企业。大量新兴产业的创业企业尚未获得天使投资资金支持。建议进一步扩大天使投资基金规模和财政投入渠道，增加财政资金投入的杠杆比例。

(2) 政府主导的天使投资基金尚未按市场化的机制运作

与欧洲等国家和地区类似，中国政府在促进天使投资发展方面也起到了重要作用，其中引导基金模式也被广泛采用。2011 年，中关村设立了中国第一家专门关注天使投资的引导资金，目前江苏、山东、四川、广东、浙江等地区也均设立了天使投资引导基金，通过联合投资的方式提高初创企业获得天使资金的机会。但与发达国家不同的是，中国各地方的引导资金尚未按照市场化的方式运作，在与天使投资机构进行的联合投资中没有收益。这导致了政府财政资金难以采取反哺形式回流，引导基金规模难以做大。建议引入国外联合投资的先进经验，进一步拓宽资金来源渠道，按照政府引导、市场运作的原则，引入“同股同权”和“利益共享”分配机制，形成天使投资基金的滚动式发展。

(3) 天使投资的募集与退出存在一定障碍

天使投资本质上属于权益类投资，完善的资金募集与退出渠道对天使投资的发展至关重要。美国天使投资的蓬勃发展离不开发达的资本市场。在美国，众筹模式已经非常成熟，通过股权众筹，很多创业企业得到几百万美金就可以存活下来。美国众

筹平台 AngelList 十分被看好，甚至有人认为它将超越纳斯达克。但在国内，以众筹方式募集资金的形式还未受到普遍认可，众筹要遵守“针对不特定的对象募资不得超过 200 人”的规定，募集资金有限，在一定程度上制约了闲散的民间资金进入天使投资领域。另一方面，我国天使投资的退出比例也较低。这可能源于我国资本市场体系尚处于改革与不断完善中，股权交易市场和技术交易市场发展缓慢，不能上市的中小企业价值难以确定，中小企业并购遭遇阻碍。建议进一步完善多层次资本市场，制定相关政策和服务平台，打开天使投资人的退出渠道；同时，适度规范与放宽天使投资募资渠道。

(4) 缺少鼓励天使投资发展的税收优惠

目前，我国针对股权投资的税收优惠政策主要表现为，创业投资企业投资额的 70%（税前）抵扣优惠，但未备案的天使投资机构和天使投资人不在优惠对象之列。此外，由于投资范围必须为中小高新技术企业，而天使投资主要面向的是产品或服务还处于样品阶段的种子期企业。因此，严格地讲，我国并未出台专门针对天使投资（个人或机构）的税收激励政策，并且在资本利得税制度缺失的情况下投资损失也不能税前扣除。建议有关部门加强研究，借鉴国际经验，结合我国个人所得税制等改革，建立我国的“天使税制”，对天使投资者进行的合格天使投资给予投资额税前抵扣优惠、退出时的投资收益免税，或投资损失税前扣除等优惠。

(5) 天使投资网络与协会发展不规范，尚未充分发挥作用

经验表明，政府支持对于这类组织发展起到了重要作用。如丹麦和瑞典曾以试点形式建立了全国性天使投资人网络，但由于政府停止了资金支持，天使投资人网络也被全国性的风险投资和私募股权协会所合并。而在其他一些国家，由于存在多个“全国性”的协会，政府资助被分散而降低了资助效果，甚至引起了天使投资市场的无序。中国迄今为止并没有建立全国性的天使投资网络、协会或者联合会，天使投资网络主要是区域性组织，且一个地方通常有多个功能类似的组织，尽管这在一定程度上起到了培育天使投资人的作用，但由于机构数量较多，

均无法代表市场，因此，在制定政府政策、提供行业发展数据等方面并没有充分发挥作用。建议借鉴国外经验，逐步形成一到两家具有全面协调能力、行使行业共性职能的天使投资协会或者联合会，充分发挥天使协会功能。

(6) 创新创业生态系统与环境建设有待进一步加强

从美国和欧洲天使投资发展的实际情况来看，拥有良好的创新创业生态系统对天使投资的发展至关重要。事实上，很多天使投资人认为，缺乏创业文化是创业的重要障碍。天使投资人和创业者都需要在更广泛的生态系统内活动，孵化器、加速器、大学、创业中心、风险投资公司，以及律师、会计、投资银行及其他服务机构在这个生态系统中都发挥着重要作用。建议进一步加强宣传，制定相关的政策，对创业者培训活动给予支持，发挥教育和科普的作用，加大创新创业文化的建设力度。特别是在院所和国企等创新创业活动较少的群体中，鼓励引导创新创业活动等。■

参考文献：

- [1] Bygrave W, Hunt S. Global Entrepreneurship Monitor[R]. Babson College, 2004.
- [2] Jeffrey Sohl. The Angel Investor Market in 2014[R]. Center for Venture Research, 2014.
- [3] Zoltan J Acs, Fred A Tarpley Jr. The angel capital electronic network [J]. Journal of Banking & finance, 1998(22): 793-797.
- [4] Mason C. Report on Business Angel Investment Activity 1999/2000[R]. London: British Venture Capital Association, 2001.
- [5] 薛薇等. 科技创新税收政策国内外实践研究 [M]. 北京: 经济管理出版社, 2013: 117
- [6] Centre for Strategy & Evaluation Services. Evaluation of EU Member State Business Angel Markets and Policies Final Report [R]. CSES, 2012.
- [7] OECD. Financing High-Growth Firms—The Role of Angel Investors[R].OECD, 2011.

The Angel Investment Development Abroad and Its Enlightenment to China

ZHANG Jun-fang, WEI Shi-jie, XUE Wei

(Chinese Academy of Science and Technology for Development, Beijing 100038)

Abstract: It has been widely known that the angel investment plays an important role in the development of new ventures. Many countries and regions promote the development of angel investment by the means of preferential tax, joint fund, angel investment network, as well as the education and training and so on. In this paper, the key links and elements for promoting the development of angel investment are revealed, with the experience of typical developed countries as examples. At the same time, the main barriers and shortages in China are discussed through comparative analysis.

Key words: angel investment; tax incentives; joint funds