

发展天使投资需澄清的八个问题

刘健钧

(中国证监会私募基金监管部, 北京 100033)

摘要: 本文运用制度经济学原理与方法, 从整个创业投资市场的宏观视野, 按照组织化程度的不同, 将创业投资区分为“个人创业投资”和“机构化创业投资”, 并对作为“个人创业投资”组成部分的天使投资之区别于机构化创业投资的本质特点和发展路径作了剖析。基于此研究框架, 本文得以对国内在天使投资认识上的八个方面误区作了正本清源的澄清, 进而提出了一系列适应天使投资特点的发展措施。

关键词: 天使投资; 创业投资; 资本形成; 机构化创投

Abstract: With the institutional economics' theory and methods, and in the macroscopic eyesight of the whole venture capital market, this article divides all venture capital investment activities into personal venture capital investments and institutionalized venture capital investments. The essential distinctions in investment motivation and investment style between angel capital investment as an part of personal venture capital investment and institutionalized venture capital investment are discussed. Based on this research, eight misunderstandings are cleared up and a series of development measures are advanced.

Key words: angel capital, venture capital, capital formation, institutionalized VC

作者简介: 刘健钧, 经济学博士, 北京大学光华管理学院博士后, 中国证监会私募基金监管部副主任。

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A

天使投资因其“体验天使情怀、个人自主运作”的独特目的和运作方式, 故能投资各个时期特别是早期企业。为更好支持创业创新, 2016年9月发布的《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》(以下简称“创投国十条”)从培育多元创业投资主体的宏大视野, 将天使投资正本清源为“除被投资企业职员及其家庭成员和直系亲属以外的个人以其自有资金直接开展的创业投资活动”; 从整个创业投资体制建设的宏观高度, 提出了“积极鼓励包括天使投资人在内的各类个人从事创业投资活动”行动纲领。贯彻落实好“创投国十条”, 对于促进包括天使投资在内的各类创业投资持续健康发展, 具有深远的现实意义。但是, 由于国内对天使投资的投资目的、运作方式、本质特点和发展规律缺乏正确认识, 所以, 要贯彻落实好“创投国十条”, 尚需澄清以下八个问题:

一、天使投资本质特点并非早期投资, 国外天使投资人投资早期的资金占比仅40%左右, 创业投资基金投资早期的资金占比也有30%左右

对天使投资的第一大误解, 是基于一些媒体的片面报道, 将某些天使投资案例投资早期企业的非本质属性, 理解成各类天使投资的本质属性。

对此, 美国学者Scott A.Shane教授在《美国天使投资真相》一书中尖锐指出, 一些媒体为使自己编撰的故事吸引眼球, 总是挑选处于早期因而最具传奇性的天使投资案例来精心描绘。然而, 一张张关于天使投资的画面, 虽然能够成为很卖座的好莱坞剧本, 却无法反映天使投资真相。为便于人们理解天使投资全貌, Shane教授尽可能多地考察了不同投资取向的天使投资案例, 得出了一系列颠覆传统天使投资印象的结论。其中, 最重要的结论是: “天使投资不是由投资时企业所处阶段来界定

的。有些天使投资人会在种子阶段投资，另一些则是后期投资者，为已持续增长的企业提供后续资金，甚至从事成熟企业的管理层收购和杠杆收购”。“有些天使之所以注重对成熟企业的管理层收购和杠杆收购投资，是因为这种投资能够更好发挥他们已有的企业管理经验并为企业带来人脉资源”¹。

事实上，国外天使投资人投资后期企业甚至后期基础设施企业的案例屡见不鲜。例如，美国著名的“金门大桥”在建设过程中曾因缺乏后续资金而迟迟无法竣工，直到上世纪90年代某天使投资人投资900万美元才最终得以落成。据美国天使投资协会统计，天使投资对早期企业的投资其实显著少于对后期企业的投资。以2014年为例，在全美天使投资总金额中，早期投资占比仅为41%，中后期投资则占59%。相反，创业投资基金也是早期投资重要主体。据美国创业投资协会统计，历年创业投资基金对早期企业的投资金额占比一直高达30%左右。

可见，早期投资并非天使投资的独有特点，更非本质特点。至于包括天使投资人在内的各类创业投资主体的投资阶段，国际上严谨的学者和协会组织均是按与企业成熟度相对应的风险收益特点，而划分为种子期、起步期、扩张期和成熟期等阶段。其中，种子期和起步期合称为早期。如果考察投资的轮次，往往更加准确地标注为第一轮、第二轮等。至于国内所称“天使阶段”、“天使轮”则并非准确概念。

二、天使投资只是“个人创业投资”的小部分，扣除创业者及其亲属的投资，天使投资无论是全部投资额，还是早期投资额，均不高于创业投资基金

对天使投资的第二大误解，是将所有“非组织化的个人创业投资”都理解为天使投资，进而得出结论说：“天使投资无论是从总投资金额，还是早期投资金额看，都远远高于创业投资基金的投资金额，所以，政府支持的重点应是天使投资，而不是创业投资”。有人甚至要将“天使投资”取代“创业投资”，或者用“天使投资”包涵“创业投资”，认为“创业投资”只是“天使投资”的一小部分。

笔者认为，为引起人们的关注，大力宣传天使投资是必要的。但正如Scott A.Shane教授在《美国天使投资

真相》一书中所揭示的，由于少有人对天使投资活动进行全面细致的数据分析，不仅导致对天使投资的个案认识停留于“媒体通常报道的神话”，对天使投资的总体认识更是与实际状况相距甚远。其中，“最令人迷惑的是，许多统计资料将各类非组织化的个人创业投资都视为天使投资！”

Scott A.Shane教授根据美国人口管理局、小企业管理局等政府机构及学术团体有关天使投资的统计数据，惊人地发现：扣除创业者亲属等主要基于亲情所做的投资，典型天使投资无论是全部投资额，还是早期投资额，均不高于创业投资基金。以2004年为例，美国对早期企业的总投资额为3100亿美元。其中，240亿美元来自创业投资基金；所有非组织化的个人投资额虽然高达2860亿美元，但扣除1240亿美元创业者的自有资金、1390亿美元的亲属投资，天使投资总额不足230亿元，反而小于创业投资基金的投资额²。

三、天使投资与机构化创业投资的本质区别，是投资目的、运作方式不同：前者“体验天使情怀、个人自主运作”，后者“追求财务回报、委托他人运作”

对天使投资的第三大误解，是基于“早期投资就是天使投资”简单理解，认为天使投资和创业投资的区别是投资阶段不同。这种认识不仅由于对天使投资(本质上即天使式个人创业投资)和机构化(含基金化)创业投资的投资阶段无法进行截然区分，而导致实践中无法操作，而且由于混淆了天使式个人创业投资与机构化创业投资的本质区别，既不利于深刻理解天使投资，也不利于准确理解机构化创业投资。

综观世界各国的研究文献，都是按组织化程度的不同，将创业投资分为“非组织化创业投资”、“组织化创业投资”两大类型。前者是指分散的个人和非专业机构直接运作的创业投资；后者是指有组织地通过成立专门机构(含基金)运作创业投资。“天使投资”作为非组织化创业投资的一种，特指个人为体验天使般助人创业情怀，以自有资金自主运作的创业投资。

从历史起源看，“天使投资”称谓最早起源于20世纪初期纽约百老汇。当时一些新秀在编排新剧目时，往往面临首演失败风险，无人对其投资。值此困难之际，一些成功艺术家出于爱心伸出援助之手，他们仿佛上帝

派来的天使。于是，“天使投资”称谓应运而生。当“天使投资”称谓运用到创业投资领域后，虽然不排除商业回报方面的考虑，但其之所以堪称“天使投资”，就在于其或多或少是为“体验天使情怀”。由于“天使”只能是个人，且情怀体验没法委托代理(正如恋爱没法委托代理)，故唯由天使投资人亲自运作的创业投资活动，才是本原或狭义层面的天使投资。全球天使投资研究的开拓者——美国新罕布什尔大学创业投资研究中心就坚持将天使投资界定为：具有闲置资本的个人对具有发展潜力的企业的权益投资。

从学术概念的严谨性看，之所以要将被投资企业职员及其亲属从事的投资剔除在天使投资之外，是因为前者是基于共同创业的目的，后者可能基于亲情，与为了体验天使情怀的个人创业投资具有完全不同的动机。所以，美国天使投资协会创始人及荣誉主席John May坚持认为：天使投资是个人对陌生人企业的投资行为。

从政策立法角度看，美国小企业管理局之所以特别强调“在对天使投资进行界定时，应将被投资企业职员及其亲属等个人投资剔除在外”³，是因为如果不做这种剔除，不仅会有失概念严谨，还必然导致政策被滥用。因为，天使投资人所投资企业通常已享受作为小微企业的财税优惠，如果企业职员对自己企业的投资还可享受天使投资优惠，就构成了双重优惠。如允许亲属所做的投资可作为“天使投资”享受财税优惠，则可能导致职员以亲属名义享受政策。借鉴国际惯例，“创投国十条”将天使投资界定为“除被投资企业职员及其家庭成员和直系亲属以外的个人以其自有资金直接开展的创业投资活动”，不仅在学术上为天使投资概念作了正本清源，而且有利于鼓励真正意义上的天使投资，避免政策被滥用。

从制度经济学分析框架看，天使投资人之所以能做天使投资，前提条件是“个人自主运作”。因为，只有个人自主运作(至少是自主决策)，才不至于妨碍“体验天使情怀”。尽管如前所述，天使投资不回避商业回报，甚至主动追求商业回报，但个人自主运作时，商业回报和情怀体验可以兼顾。是考虑商业回报多一点，还是体验情怀多一点？这完全是天使投资人的个人私事，谁也没有权利干预，天使投资人也不会着意权衡和计较。正

因为在个人自主运作情况下，天使投资人可以随性而地为地投资决策，所以才可能对各个时期特别是早期企业进行投资。

相反，如是通过成立专门机构来运作投资，由于增加了委托代理环节，投资者就无法体验到只有直接投资决策才能体验到的天使情怀，其作为被动投资者的唯一所获便只是财务回报。在这种情况下，投资者就必然要求负责投资运作的管理团队，百分之百地为着投资者的财务回报而努力，而不能有丝毫的天使情怀方面的考虑。否则，一旦允许受托管理团队去体验天使情怀，就有可能出现打着助人创业的天使幌子，将投资者的资金用做利益输送式投资和关联交易，侵害投资者权益。为有效防范委托代理情况下的道德风险，投资者往往会对管理团队实施一系列制度约束；管理团队则必须按照“为投资者谋求最大经济回报”原则，履行好诚实信用义务。在这种情况下，如果要对早期企业进行投资，则只能靠管理团队独到的专业眼光和风险控制安排。

正因为机构化创业投资的本质特点是“追求财务回报、委托他人运作”，就必然要求受托投资运作的管理团队具备应有的职业操守、专业水平和风险防控能力。事实上，也只有具备优秀职业操守、专业水平和风险防控能力的管理团队才能募到投资者的资金。所以，创业投资机构(基金)的职业投资管理人员才能称为“创业投资家”(Venture Capitalist)。由于天使投资的本质特点是“体验天使情怀、个人自主运作”，投资决策具有“随性而为”的风格，不一定非要如职业创业投资家那样严谨理性，加之天使投资人往往有自己的主业，天使投资只是偶尔为之的副业，因此，国外只有“天使投资人”(Angel investor)称谓，却没有“天使投资家”(Angel capitalist)称谓。

四、实业公司、孵化器公司的附属创业投资机构、独立运作种子基金、公益性创业投资机构等都是早期创业投资主体，但其运作方式不同于天使投资

对天使投资的第四大误解，是由于简单地按照投资阶段来界定“天使投资”，不少人将实业公司、孵化器公司等设立的附属创业投资机构，独立运作的种子投资基金，以及公益性创业投资机构等较多从事早期创业

投资的机构，均误解为天使投资主体。

应当看到，随着创业投资运作方式的逐步成熟和推广，近年来从事早期投资的创业投资机构呈现多元化趋势。然而，无论是实业公司、孵化器公司等设立的附属创业投资机构，独立运作的种子投资基金，还是公益性创业投资机构，其运作方式均不同于天使投资。

例如，美国英特尔公司等实业公司在创业投资扶持下快速成长起来之后，已开始设立专门机构从事创业投资。由于实业公司位于市场创新的前沿，能独具慧眼发现企业潜在价值，且具有丰富的企业管理经验和产业资源，因此，其所设创业投资机构不仅敢于投资早期企业，而且在投资过后还能提供更细致的经营管理服务和更有效的产业资源整合。

再如，各类孵化器公司和众创空间类公司在其提供创业服务的同时，也越来越多地通过设立创业投资子公司投资在孵企业，形成“孵化+投资”模式。这类公司不仅具有专业的创业服务优势，而且具有“近水楼台先得月”的独特条件，通过对创业企业知根知底的了解，既利于在创业早期即投资介入，又利于在投资过后实施全方位风险管控。

上述两类机构化创业投资由于不可避免地存在委托代理环节，以及与委托代理相对应的道德风险，所以均需建立防范道德风险的制度安排和约束机制。就此而言，它们均有别于天使式创业投资。

特别是作为典型早期创业投资基金的“种子投资基金”，除需建立起一般创业投资机构(基金)所应有的防范道德风险的制度安排和约束机制之外，往往还需通过以下制度安排，来更好捕捉种子期企业投资机会，并有效控制投资风险：一是为保障集体决策机制对种子期项目的有效性，需对管理团队进行严格的行业性分工，根据不同管理团队的行业特长，设立不同的行业性基金，以便团队成员都能相对熟悉该行业的种子阶段项目。二是为便于对被投企业提供精细化增值服务和实施全方位、全过程项目监控，单只基金的投资项目数量不宜多，基金规模也不宜大，管理机构主要靠被投资企业的高成长性获取高业绩报酬。三是通过管理机构的集团化发展，由不同的专业化子公司共享总公司品牌，并分别管理多只行业性基金，以实现总公司基金管理的规模化。所有这

些，更不同于天使式创业投资。

此外，一些纯公益机构在意识到创业投资对支持创业创新的重要性之后，也开始从事创业投资。由于其首要目的是实现社会公益目标，而非投资获利，为与一般性机构化创业投资相区别，这类创业投资被称为“公益性创业投资”(Social Venture Capital)。由于早期投资才是社会所最需，所以公益性创业投资机构更倾向于早期投资。然而，即使是这种公益性创业投资，在运作方式上也不同于天使式创业投资。为了既实现其特定的社会目标，又有效防范委托代理下的道德风险，往往需要在运作机制上同时兼顾两个方面：一方面，需要事先将投资目标设定得足够清晰，如支持女性创业、残疾人创业、贫困地区创业等；另一方面，由于公益性创业投资不以盈利为目的，没法如商业性创业投资机构那样建立业绩激励机制，所以为避免代理人打着“公益性创业投资”名义，从事谋取个人私利的利益输送式投资，往往需要建立起比商业性创业投资机构更加严格的项目审核机制。这与“体验天使情怀、个人自主运作”的天使式创业投资也是有显著差异的。

五、“天使投资机构化”是个伪命题，原本用作天使投资的个人资金一旦机构化运作，投资行为就必然发生异化，反而不利于增加早期资本供给

对天使投资的第五大误解，是由于对其特有的“体验天使情怀、个人自主运作”投资目的和运作方式缺乏理解，所以，在一些原本以自有资金从事天使投资的个人通过发起设立基金从事机构化创业投资以后，便认为天使投资的发展方向应该是机构化。

然而，就某项创业投资活动而言，应当将其归为天使式个人创业投资，还是归为机构化创业投资，正如前面所述，关键在于其投资目的和运作方式是“体验天使情怀、个人自主运作”，还是“追求财务回报、委托他人运作”。当某项创业投资活动多多少少带有体验天使情怀的目的，并由个人自主运作时，才称得上是天使式创业投资。否则，若是改以机构化方式运作，由于受托管理人必须100%为着投资者的最大收益而不能有私毫体验天使情怀的目的，因而就变成了机构化创业投资。可见，不能因为某个人曾经做过天使投资，就将其后来的机构化创业投资仍理解为天使投资。

就某个人的某笔资金而言，只有当其以天使投资方式运作时，该笔资金才称得上天使投资资金；当其不再以天使投资方式运作时，则自然不再是天使投资资金；若改以机构(含基金)方式运作，便成了创业投资机构的资金。

就运作者而言，只有当其是以自有资金并以天使投资方式运作时，其才能称得上“天使投资人”。所以，国外学术界在衡量某个投资人是否为天使投资人时，通常还要附加一定的时段要求，即只有在一定时段(通常为3年)内做过天使投资，才称得上是天使投资人⁴。否则，即使是以前做过天使投资，但最近这个时段未做过天使投资，也不能称之为天使投资人。如其转以机构方式运作创业投资，他便成了“创业投资家”；如其既以自有资金直接从事创业投资，还受托管理创业投资机构的资金，则就前者而言是“天使投资人”，就后者而言是“创业投资家”。可见，也不存在某个人一成不变地都是天使投资人的命题，而是随着资金运作方式的改变而改变着身份。

例如，美国著名天使投资人Gordon B.Baty在历经多年创业和兼做天使投资的经验后，于80年代创办了零阶段创业投资管理公司，并发起设立了若干只“种子基金”。虽然他所设立种子基金主要投向从零开始的处于种子阶段的企业，但因募集基金做投资与拿自己的钱做投资完全不同，Gordon B.Baty在《90年代创业圣典》一书中⁵旗帜鲜明地提出：他所管理的种子基金已不再是天使投资资金，而是属于创业投资基金范畴。

需要特别强调的是，原本用作天使投资的个人资金改以机构化方式运作后，虽然可能给创业投资机构(含基金)带来增量资金，却必然导致投资行为异化，进而相应减少天使式个人创业投资的数量。其结果不仅不会增加创业投资总规模，却可能导致早期投资规模减少。对此，国外学术界已经提出了不少质疑。

英国创业网在《超级天使现象》⁶一文中指出：“具有创业经验的超级天使投资人，在其以自有资金作天使投资的同时，也开始募集他人资金以基金方式做投资。然而，这些基金与已有的创业投资基金并无区别。所不同的是：与传统创业投资基金相比，由曾经的天使投资人所运作的基金，由于存续期限较短，因而对被投资企

业的长远利益反而缺乏应有关切”。

该网站在《欧洲超级天使投资人揭秘》⁷一文中，还运用大量案例证明：个人资金基金化运作带来了投资行为异化。例如，一个名叫Aydin Senkut的超级天使投资人报告说，他所管理的Felicis创业投资基金的单个项目投资期限仅为3个月~3年。相比较而言，根据《创业投资资讯》统计，传统创业投资基金的投资周期平均为9.4年！从投资项目情况看，由曾经的天使投资人所管理的创业投资基金往往投资于更成熟的项目。例如，由ISAI协会70名创始人和若干互联网公司高管共同设立的ISAI创业投资基金，虽然具有深厚的天使投资人背景，但以基金形式运作后，便变得比传统创业投资基金还谨慎：只有经营满5年且具有1000万英镑营业收入的企业才可能进入备选之列。

为何刚从天使投资人转型过来的新创业投资家在运作基金时，无论与当年作为天使投资人时相比，还是与资深创业投资家相比，都要谨慎得多？究其原因：与他过去仅以自有资金做真正意义上的天使投资相比，如今他是管理别人的钱，因而没法再如过去那样，可以按照“体验天使情怀，个人自主运作”的目的和方式，随性而为地投资决策了。与资深创业投资家相比，资深创业投资家已积累丰富的风险防控经验，故可沉着从容地应对风险；而刚从天使投资人转型过来的新创业投资家尚未有足够的风险防控经验，故无法像资深创业投资家那样沉着从容。资深创业投资家往往已积累多年投资业绩，故能募集到从事长期投资的资金；刚从天使投资人转型过来的新创业投资家虽然断断续续做过投资且有可能取得过成功，但毕竟未积累起持续的投资业绩，故很难从一开始就募集到从事长期投资的资金。为急于积累投资业绩，主观上也更倾向于投资短平快的项目。

六、通过天使投资联盟和众筹等平台促进天使投资平台化运作，是发展天使投资的重要举措，但平台运作的前提是尊重天使投资人的随性自主决策

对天使投资的第六大误解，是由于对其作为“非组织化创业投资”，与“组织化创业投资”的边界，缺乏准确理解，认为天使投资至少可以借助天使投资联盟和众筹实现组织化。

从对天使投资起源和演变的历史考察看，过去天使

投资人通常只能像独行侠那样帮助企业。后来随着信息经济时代的来临，天使投资人开始自发组建起联盟、俱乐部等平台组织。特别是近年来，天使投资人还通过众筹平台进行投资活动。笔者以为，借助上述平台，促进天使投资平台化运作，可以发挥三方面作用：一是可以交流投资信息和经验；二是便于开展投资合作；三是更好体验天使情怀，起到“众乐乐”胜于“独乐乐”的效果。

但是，在鼓励通过平台开展天使式创业投资时，也需把握好其与机构化创业投资的不同特点。天使投资联盟和众筹等平台要想促进真正意义上的天使投资的发展，就必须坚持一个基本原则：既积极发挥前述三方面作用，又不至于影响天使投资个人还能继续“体验天使情怀、个人自主运作”，以便保持其随性自主决策的风格。

事实上，国外典型的天使投资联盟和众筹等平台均不是投资主体，而只是起个平台作用，最多再提供些辅助性服务，具体投资仍以天使投资人的名义进行，由天使投资人自主决策，并对被投资企业行使权利。

虽然天使投资联盟和众筹平台本身也不排除可以成立基金，但一旦还成立基金，该基金本质上便是创业投资基金，而非天使资本。尽管平台也可既发挥平台作用，又兼任创业投资基金管理人的角色，但只有当后面这种派生职能服务服从于其本源职能(即成立创业投资基金的目的是为了通过跟投更好配合天使式个人创业投资)时，才有助于促进天使投资发展。否则，反而会抑制真正意义上的天使投资的发展。在天使投资发达国家，政府之所以更倾向于扶持非营利性天使投资联盟(美国政府就曾于2000年将“天使资本网”改造为非营利组织)，目的就是避免平台因为营利冲动而蜕变为主营基金业务的商业机构。

为避免通过天使投资联盟等平台而导致所谓“天使投资机构化”，美国天使投资的研究先驱Wetzel教授明确指出：“‘天使投资’市场不适合机构化！”因为，一旦机构化甚至基金化，就必然要受制度的约束。

国外顶级创业投资研究家在《全球创业投资研究》综述性著作中，也一致强调：“‘天使投资’平台只宜保持非正式构架，即天使投资人的集合，而非资金的集

合。……‘天使投资’平台要牢记，应当保持天使投资人的个性化运作，即由天使投资个人进行投资决策。否则，一旦形成资金集合，不再由投资人自主决策，就演变成了创业投资基金，这反而会妨碍‘天使投资’个人持续平稳地为处于种子阶段的企业提供资金”⁸。因为，他们通过大量实证案例分析，印证了同样的事实：当天使投资人联盟这种平台组织募集运作基金时，由于一方面不可能再如天使投资人投自己的钱那样保持随性而为的决策风格，另一方面又很难具备资深职业创业投资家那样的专业眼光和风险控制能力，所以反而不如成熟创业投资基金那样投资早期项目。

七、“天使基金”、“天使轮”等概念不仅导致概念体系混乱，更严重的是对理论、实践和政策法规带来了困扰

对天使投资的第七大误解，是认为国内已经按投资阶段标准，创新出“天使投资基金”、“天使投资机构”、“天使投资阶段”、“天使轮”等概念，只要能够约定俗成，就不必在意于概念。

然而，当我们从整个创业投资体系的宏观视野来审视的话，“天使投资”能被约定俗成成为“早期投资”吗？将“天使投资”简单定义为“早期投资”，何以能够深刻揭示出天使投资之“体验天使情怀、个人自主运作”的本质内涵？何以能够与实业公司、孵化器公司的附属创业投资机构、独立运作种子基金、公益性创业投资机构等其他早期创业投资主体相区别？何以能够准确理解天使投资的发展规律，并研究制订有针对性的政策措施？

一切理论及其指导下的实践和政策立法均需以准确的概念作为前提。由于天使投资人也可能投资后期企业，创业投资基金等机构化创业投资主体也可能投资早期，如果人为地按阶段划分，不仅会导致“天使投资”和“创业投资”概念无法区分，进而导致概念体系混乱，更严重的是必然给市场实践和政策立法带来困扰。

事实上，前些年国内出现的“天使投资基金”、“天使投资机构”、“天使投资阶段”、“天使轮”等概念就已经造成了市场混乱并给政策立法带来了多方面的困扰。本来，天使式创业投资和机构化创业投资在支持早期企业上各有其优势：天使式创业投资因其“体验

天使情怀、个人自主运作”，而能随性而为地投资决策；机构化创业投资因其“追求财务回报、委托他人运作”，而实行专家管理并建立有完善的风险防控机制。只有两者共同发展，才能相得益彰地支持早期企业。但是，国内由于热衷于通过机构化、基金化方式发展所谓“天使投资”，结果带来了一系列负面影响：

一是并未能培育出真正意义上的天使投资。近年来，国内无论学术界、还是政府部门，对“天使投资”不仅非常重视，而且还投入不少财力人力。然而，真正意义上的天使投资在我国几乎仍是空白。在国外，有关统计机构在介绍天使投资发展情况时，总是报告说已经有数十万、上百万天使投资人；而在拥有13亿人口的中国，至今连天使投资人人数都没有！其原因，一方面市场统计机构缺乏耐性去统计天使投资人人数，却热衷于借“天使投资基金”名义开展评比活动；另一方面天使投资人人数也确实少。前些年，一些地方政府以基金化方式培育了不少所谓“天使投资基金”，但这完全可通过完善创业投资基金政策来更好地实现。事实上，各地设立的众多所谓“天使投资引导基金”，参股支持的对象本质上都是创业投资基金。其他各类所谓“天使投资政策”的着力点也均未放到培育真正意义上的天使投资人群体上。

二是在大干快上发展所谓“天使投资基金”并未实现增加早期投资的目标。从不少所谓“天使投资基金”的运作看，由于缺乏品牌创业投资基金管理机构的专业眼光和风险控制能力，而主要是凭借概念炒作忽悠地方政府，其投资早期企业的比例反而低于由品牌创业投资基金管理机构管理的创业投资基金。

三是以“投资早期企业”这种非本质特点来界定所谓“天使投资”，导致创业投资市场被割裂为“天使投资”和创业投资，既人为压缩了天使投资人的投资空间，影响其也可按照自身偏好自主投资中后期企业，又限制了创业投资基金等创业投资机构同样作为早期创业投资重要主体的作用发挥，特别是不利于发挥种子基金这种专门投资种子期企业的创业投资基金的早期投资积极性。

四是由于导致概念体系混乱，干扰了国家政策法律体系建设的顺利推进。本来，经过近年来的正本清源，

有关部门逐步认识到政策扶持重在引导各类创业投资主体投资早期企业。但是，由于一些人坚持从本质属于“创业投资基金”的范畴中，再分出所谓“天使投资基金”，使得相关政策长期陷入如何区分“创业投资基金”和所谓“天使投资基金”的困境。由于创业投资基金(即基金化创业投资)和天使投资(即天使式创业投资)只宜按投资目的、运作方式，而无法按投资阶段区分，有关争论只是徒然耗费时间，延误了完善政策法律体系的时机。

八、发展天使投资重在求其实，而不是将本质属于创业投资基金范畴的概念炒作成“天使投资基金”；有关政策应着眼全球普遍规律的客观要求和我国天使投资持续健康发展的长远需要，不宜简单迁就当前一些不正确做法

对天使投资的第八大误解，是认为我国当前“天使投资基金”概念已经较为广泛地流行，这是我国区别于国外的现实国情，需要予以正视。

笔者非常赞同发展天使投资要正视国情，甚至“天使投资”称谓都可结合中国人多信佛的国情，不一定非要称为“天使投资”，而是可以称为“菩萨投资”。但问题是：国内将本质属于“创业投资基金”范畴的概念称为“天使投资基金”已不只是概念问题，而是关系到能否培育出真正意义上的天使投资事业的实质。不花大气力培育天使投资人群体，而只是将本质属于创业投资基金范畴的概念炒作成“天使投资基金”，则正如前面所分析的，既无法培育出真正意义上的天使投资事业，还不可避免地给各类早期创业投资事业的理论、实践和政策立法带来多方面困惑。因此，有必要在对国内“天使投资”概念正本清源的基础上，构建起既符合全球普遍规律的客观要求，又能适应我国天使投资持续健康发展长远需要的政策体系。正是基于这一理念，“创投国十条”从整个创业投资体制建设的宏观高度，提出了促进天使投资持续健康发展的行动纲领。

首先，准确区分天使式创业投资、机构化(含基金化)创业投资，有针对性地培育包括天使投资人在内的多元创业投资主体。“创投国十条”在第二条分别从机构和个人两个不同层面，明确了相关政策原则：一是“加快培育形成各具特色、充满活力的创业投资机构体系。

……鼓励行业骨干企业、创业孵化器、产业(技术)创新中心、创业服务中心、保险资产管理机构等创业创新资源丰富的相关机构参与创业投资。鼓励具有资本实力和管理经验的个人通过设立一人公司从事创业投资活动”。可见, 只要是以机构形式参与, 就归类为机构化创业投资。二是“积极鼓励包括天使投资人在内的各类个人从事创业投资活动”。可见, 天使投资人作为个人创业投资主体, 在“创投国十条”中得到了特别的重视。

第二, 适应天使投资特点, 培育和壮大天使投资人群体。“创投国十条”提出: “鼓励成立公益性天使投资人联盟等各类平台组织, 培育和壮大天使投资人群体, 促进天使投资人与创业企业及创业投资企业的信息交流和合作, 营造天使投资氛围, 推动天使投资事业发展”。这主要是考虑到真正的天使投资多少带有一点公益性质, 故与其将之作为产业来发展, 还不如作为事业来培育。在具体做法中, 与其花数十亿财政资金支持少数几家所谓“天使投资机构或基金”, 还不如在财力范围内多支持几个天使投资人联盟等平台组织, 通过这类平台组织培育更多的天使投资人群体。为引导平台组织专注于促进天使投资人与创业企业及创业投资企业的信息交流与合作, 营造天使投资氛围, 相关财税政策宜考虑鼓励平台组织以公益机构形式运作。在具体支持时, 要特别引导平台组织尊重天使投资人的随性自主决策, 而非越俎代庖以类似基金管理机构的的名义, 直接行使投资决策权或劝诱天使投资人决策。如商业性平台组织涉及设立创业投资企业(或基金), 则纳入创业投资企业(基金)范畴享受优惠政策。对通过财政资金直接支持天使投资人, 宜适应天使投资人的特点, 更多采取跟进投资的方式(对天使投资人的支持也不适合“参股”方式)。对通过财政资金参股支持设立基金的, 因基金本质上就

是创业投资基金, 故按2008年国务院办公厅发布的《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》运作即可。

第三, 在信息经济和互联网金融发展的新形势下, 为个人通过互联网金融平台从事天使投资创造条件。“创投国十条”之所以提出“规范发展互联网股权融资平台, 为各类个人直接投资创业企业提供信息和技术服务”, 即是为了通过规范发展包括众筹、互联网非公开股权融资平台在内的各类互联网股权融资平台, 来更好地促进包括天使投资人在内的各类个人直接投资创业企业。

第四, 在进一步完善创业投资企业(含基金)投资抵扣税收政策同时, 研究开展天使投资人个人所得税政策试点工作。长期以来, 为避免加剧贫富分化, 国家对个人直接实行税收优惠一直颇为谨慎。但是, 为培育天使投资人群, “创投国十条”最终对研究开展天使投资人个人所得税政策试点提出了要求, 基本原则是“按照税收中性、税收公平原则和税制改革方向与要求, 统筹研究鼓励创业投资企业和天使投资人投资种子期、初创期等科技型企业的税收支持政策”。关于可享受个人所得税政策的“天使投资人”范围, 由于对各类个人创业投资者和天使式个人创业投资者进行准确区分并非易事, 操作中宜按照“创投国十条”对天使投资的定义, 对“除被投资企业职员及其家庭成员和直系亲属以外的个人”, 只要是以自有资金直接开展创业投资活动即可纳入。考虑到有些天使投资人虽然成立天使投资工作室, 将投资协议签订、投后管理服务等辅助性工作交由工作室运作, 但投资决策仍由本人做出并直接对被投资企业行使权益, 因此仍可作为天使投资人享受税收优惠。 ■

注释

1. 参见Scott A.Shane: Fool's Gold? --The Truth Behind Angel Investing in America, Oxford University Press, 2009.
2. 参见Scott A.Shane: Fool's Gold? --The Truth Behind Angel Investing in America, Oxford University Press, 2009.
3. 美国小企业管理局2008年工作报告: The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Venture.
4. 参见Fiet J O. Risk Avoidnce Strategies In Venture Capital Markets[J]. Journal of Management Studies,1995,32(4): 551-574.

5. 参见Gordon B. Baty, 1990, “Entrepreneurship for the Nineties”, Prentice-Hall, Inc, p.52.
6. 参见<http://startups.co.uk/the-super-angel-investment-phenomenon>.
7. 同上。
8. 参见Hans Landstrom: Handbook of Research on Venture Capital. Institute of Economic Research, Lund University, Sweden, 2007.