

2016 年天使投资年度 报告

目录

第一章 2016 年天使投资发展环境分析	1
1.1 2016 年天使投资政策环境分析	1
1.1.1 国家天使投资政策及“双创”政策	1
1.1.2 北京及深圳天使投资政策	4
1.1.3 上海及长三角天使投资政策	6
1.2 中国天使投资经济环境分析	12
1.3 政府投资引导基金	15
1.3.1 各地政府设立政府引导基金支持早期投资	16
1.3.2 引导基金助力地区天使投资发展	17
1.4 海外天使投资发展概况	22
第二章 2016 年天使投资行业现状及分析	31
2.1 2016 年天使投资行业发展概况	31
2.2 天使募资分析	32
2.2.1 天使机构募集数量及规模	32
2.2.2 政府投资引导基金出资成为天使投资机构重要资金来源	36
2.2.3 市场化母基金成为天使投资机构重要 LP	39
2.3 天使投资分析	42
2.3.1 天使投资数量及规模	42
2.3.2 天使投资行业分布	43
2.3.3 天使投资地区分析	46
2.3.4 天使投资领域及重点案例分析	49
2.3.5 天使投资策略分析	52
2.4 天使管理分析	54
2.4.1 投后管理及增值服务	54
2.4.2 风险控制体系	56
2.5 天使退出分析	58
2.5.1 天使投资退出方式分析	58
2.5.2 新三板成天使退出重要途径	61
2.6 天使投资与众创空间及孵化器等	62
2.6.1 国内众创空间及孵化器发展概况	62
2.6.2 众创空间、孵化器与天使投资的相互促进关系	66
第三章 天使投资发展特点及未来发展趋势	69
3.1 政策环境趋势	69
3.2 募资趋势	73
3.3 投资趋势	74
3.4 退出通道趋势	75

第一章 2016 年天使投资发展环境分析

1.1 2016 年天使投资政策环境分析

2015 年是中国天使投资飞速增长的一年,也是中国创业企业数量迅猛增长的一年。2015 年至 2016 年这两年中,中国大力发展创新创业,作为双创的资本输入方,中国天使投资在过去的两年中获得了前所未有的重视及扶持。不仅有政府设立引导基金及优惠政策推动社会化资本早期基金的成立,还有到社会化资本响应政策设立孵化器,深度挖掘优质创业项目,招揽高端创业人才。

中国的天使投资环境一直在不断的优化,整个天使投资在 2012 年和 2013 年呈现了一个热潮,2014 年底李克强总理强调大众创业、万众创新,天使投资的热潮受到了催化,2015 年到 2016 年间国家出台了数十条全国性的、地方性的红利政策,来支持创新创业和天使投资。如 2016 年 8 月 11 日,财政部和国家税务总局颁布了《关于科技企业孵化器税收政策的通知》(财税【2016】89 号);2015 年 12 月 29 日,上海市科学技术委员会、上海市财政局以及上海市发展和改革委员会共同颁布了《上海市天使投资风险补偿管理暂行办法》,对天使投资发展从税收、补偿各个方面提供政策支持。

总体来看,虽然 2016 年上半年中国经济处于资本寒潮和资产配置荒叠加时代,但同时又处于宽松的政策福利时代。国家频发扶持政策,对“双创”的扶持力度逐步增强,密集的扶持政策和利好的税收优惠使得经济引擎效力持续显现,创业热情迅速拉高,创业者接踵而来。

1.1.1 国家天使投资政策及“双创”政策

从 2014 年起,天使投资受到了市场越来越多的关注,在政策层面上,从中央到地方连续打出政策组合拳推动大众创业、万众创新,培育天使投资的发展,对投资机构进行支持。“创业环境”顶层设计的加快预示着中国的创业者们正在迎来属于自己的“黄金时代”,天使投资将会是中国创新升级的助推器。

我国现有天使投资扶持政策主要侧重于三个方面：引导投资、出资参股、财税优惠。中国政府在实行大众创新、万众创业政策初期，为了搭建天使投资与大众创业创新相辅相成的关系，积极出台了多项政策。

国家层面政策汇总

发布单位	时间	政策名称	政策解析
国务院	2016.9.16	《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（国发【2016】53号）	对创业投资和天使投资的概念做了清晰明确的界定和划分，明确指出“创业投资是指向处于创建或重建过程中的未上市成长性创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后，主要通过股权转让获取资本增值收益的投资方式。天使投资是指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”
财政部、国家税务总局	2016.8.11	《关于科技企业孵化器税收政策的通知》（财税【2016】89号）	<ul style="list-style-type: none"> •自 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，对符合条件的孵化器自用以及无偿或通过出租等方式提供给孵化企业使用的房产、土地，免征房产税和城镇土地使用税； •自 2016 年 1 月 1 日至 2016 年 4 月 30 日，对其向孵化企业出租场地、房屋以及提供孵化服务的收入，免征营业税； •在营业税改征增值税试点期间，对其向孵化企业出租场地、房屋以及提供孵化服务的收入，免征增值税
国务院办公厅	2016.5.12	《国务院办公厅关于建设大众创业万众创新示范基地的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> •《意见》指出加快建设一批高水平的双创示范基地，扶持一批双创支撑平台，突破一批阻碍双创发展的政策障碍，形成一批可复制可推广的双创模式和典型经验； •《意见》强调要支持双创示范基地探索创新、先行先试，激发体制活力和内生动力，营造良好的创业创新生态和政策环境； •《意见》确定了首批共 28 个双创示范基地，包括北京市海淀区等 17 个区域示范基地、清华大学等 4 个高校和科研院所示范基地、海尔集团等 7 个企业示范基地； •《意见》明确要以促进创新型初创企业发展为抓手，以构建双创支撑平台为载体，分类推进双创示范基地建设，并提出了各类型示范基地的建设目标和建设重点； •《意见》要求双创示范基地所在地人民政府、各相关部门要高度重视，完善组织体系，出台有针对性的政策措施，保证政策真正落地生根
国务院办公厅	2016.2.18	《国务院办公厅关于加快众创空间发展服务实体经济转型升级的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> •《意见》指出，推进大众创业万众创新是增强发展新动能、促进社会就业、提高发展质量效益的重要途径，是实施创新驱动发展战略的重要支撑； •《意见》提出，为进一步调动各类创新主体的积极性和创造性，充分发挥科技创新的引领和驱动作用，紧密对接实体经济，有效支撑我国经济结构调整和产业转型升级，需要继续推动众创空间向纵深发展； •《意见》强调重点在电子信息、生物技术、现代农业、高端装备制造、新能源、新材料、节能环保、医药卫生、

			文化创意和现代服务业等产业领域加快建设一批众创空间； •《意见》要求要从财政资金支持、税收政策优惠、金融手段创新等方面支持众创空间的专业化发展
国务院	2015.9.26	《国务院关于加强构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》	国务院基于互联网等方式的创新创业蓬勃兴起，众创、众包、众扶、众筹等大众创业万众创新支撑平台快速发展，国务院建议：把握发展机遇，汇聚经济社会发展新动能；创新发展理念，着力打造创业创新新格局；全面推进众创，释放创业创新能量；积极推广众包，激发创业创新活力；立体实施众扶，集聚创业创新合力；稳健发展众筹，拓展创业创新融资；推进放管结合，营造宽松发展空间；完善市场环境，夯实健康发展基础；强化内部治理，塑造自律发展机制
国务院	2015.6.11	《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》	明确了推进大众创业、万众创新要从培育和催生经济社会发展，扩大就业实现富民之道，激发全社会创新潜能和创业活力。其中，不仅明确了优化资本市场，积极研究尚未盈利的互联网和高新技术企业到创业板发行上市制度，推动在上海证券交易所建立战略新兴产业板；还提出了丰富创业融资新模式。支持互联网金融发展，引导和鼓励众筹融资平台规范发展。另外还鼓励各地方政府建立和完善创业投资引导基金，并大力发展创新工场、车库咖啡等新型孵化器，做大做强众创空间，完善创业孵化服务
国务院办公厅	2015.3.11	《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》	明确提出到 2020 年，形成一批有效满足大众创新创业需求、具有较强专业化服务能力的“众创空间”等新型创业服务平台，培育一批天使投资人和创业投资机构，投融资渠道更加畅通。另外，从创业起步前端的创业场地到人才引流，资金注入以及形成创业氛围都进行了全方位的布局，政策支持层面分别有支持创新创业公共服务、加强财政资金引导、完善创业投融资机制、丰富创新创业活动和营造创新创业文化氛围
国务院办公厅	2015.1.15	《设立国家新兴产业创业投资引导基金，助力创业创新和产业升级》	要制定重点服务出口领域指导目录，加强规划指导。结合“营改增”对服务出口实行零税率或免税，引导服务贸易企业运用金融、保险等工具拓展融资渠道，支持企业采用出口收入存放境外等方式提高外汇资金使用效率。要健全法规，完善与服务贸易特点相适应的口岸通关管理模式，提高便利化水平，促进外贸和国内产业升级发展
证监会	2014.12.18	《私募股权众筹融资管理办法（试行）》（意见征求意见稿）	为规范私募股权众筹融资业务，保护投资者合法权益，促进私募股权众筹行业健康发展，防范金融风险，宣布了股权众筹平台应当在证券业协会备案登记，并申请成为证券业协会会员等一系列规定
保监会	2014.12.15	《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》	以基金管理机构为监管着力点，坚持分散投资原则，对投资创业投资基金的基本要求、行为规范、风险管控、监督管理等方面进行了具体规定。合理界定了创业投资基金和创业企业的范围，明确了基金管理机构和基金的标准
证监会	2014.8.21	《私募投资基金监督管理暂行办法》	明确了私募基金管理人登记备案的相关要求，还规定了成为合格投资者的条件、资金募集渠道和方式、投资运作要求、行业自律等

发改委	2014.5.13	《关于进一步做好支持创业投资企业发展的通知》	要求进一步简政放权，加快审核专项用于投资小微企业的创业投资企业发债申请。各省级备案管理部门应加快设立和完善创业投资引导基金，吸引社会资本设立创业投资企业，促进小微企业发展和结构调整。鼓励符合条件的天使投资机构备案为创业投资企业，享受相应扶持政策
中国人民银行、科技部、证监会	2014.1.15	《关于大力推进体制机制创新扎实做好科技金融服务的意见》	支持科技企业上市、再融资和并购重组。推进新股发行体制改革，继续完善和落实促进科技成果转化应用的政策措施，促进科技成果资本化、产业化。适当放宽科技企业的财务准入标准，简化发行条件。建立创业板再融资制度，形成“小额、快速、灵活”的创业板再融资机制，为科技企业提供便捷的再融资渠道

投中研究院整理，2016.09

1.1.2 北京及深圳天使投资政策

除了国家层面以外，随着天使投资行业的快速发展，各省市地区也频频颁布天使投资相关政策，其中，北京和深圳相关天使投资政策如下表：

颁布时间	颁布单位	政策名称	主要内容
2016.8.11	北京市人民政府	《北京市积分落户管理办法（试行）》	<ul style="list-style-type: none"> 申请人在经认定的科技企业孵化器及众创空间中符合一定条件的创业企业投资或就业，且在投资金额、持股比例、工资收入等方面符合一定条件的，投资或就业每满 1 年加 2 分，最高加 6 分； 申请人在经认定的科技企业孵化器及众创空间、技术转移服务机构、专业科技服务机构投资或就业，且在投资金额、持股比例、工资收入等方面符合一定条件的，投资或就业每满 1 年加 1 分，最高加 3 分
2016.3.23	中共深圳市委、深圳市人民政府	《关于促进科技创新的若干措施》（深发【2016】7号）	<ul style="list-style-type: none"> 鼓励龙头骨干企业建设众创空间。支持围绕主营业务方向，优化配置技术、装备、资本、市场等创新资源，实现与创新型中小微企业、高等院校、科研机构和各类创客群体有机结合、形成规模； 鼓励高等院校、科研机构建设众创空间。支持优势专业领域，以科技人员为核心、以成果转移转化为主要内容，提供有效源头技术供给； 鼓励行业组织在重点产业领域建设众创空间。支持围绕我市新兴产业需求和行业共性技术难点，发展低成本、全方位、专业化、开放式的众创空间； 从强化知识产权保护和运用、保障创新型产业用地、支持众创空间建设发展、强化金融对科技创新的服务支持、提升创新文化软实力等方面优化创新生态
2015.10.21	北京市人民政府办公厅	《北京市人民政府关于大力推进大众创业万众创新的实施意见》（京政	<ul style="list-style-type: none"> 到 2017 年，率先建成创新创业要素集聚、服务专业、布局优化的国家级新兴产业“双创”示范基地，在产业核心技术和关键环节涌现出一批创新创业企业，形成一批服务体系完善、发展成效明显的众创空间，初步形成京津冀协同创新、互利共赢的局面，使北京成为全国高端创新创业的核心区与发源地；

		发【2015】49号)	<ul style="list-style-type: none"> •加强海外人才来京创业服务,为符合条件的海外人才创办企业提供启动资金;推动出台外籍高层次人才取得永久居留资格程序便利化试点,完善医疗、住房、税收等相关优惠措施;探索中央在京和市属高等学校、科研院所等事业单位聘用外籍人才的路径,研究制定事业单位招聘外籍人才的认定标准。加大对科技人员创业的支持,鼓励高等学校、科研院所增设科技成果转化岗位,允许拥有科技成果的教师和科技人员在一定期限内离开原岗位专职创办企业,允许教师兼职参与科技成果转化。完善大学生创业服务体系,积极落实大学生创业引领计划;研究在中关村国家自主创新示范区开展大学生创业社保登记试点
2015.8.12	深圳市人民政府	《深圳市人民政府关于加强创业带动就业工作的实施意见》(深府【2015】70号)	自主创业人员可享受六项补贴,分别是创业担保贷款贴息(个人最高可贷20万元)、初创企业补贴(每人一次性5000元)、创业创租补贴(3年租金补贴)、创业带动就业补贴(每雇一人补贴2000元)、社会保险补贴(补贴单位承担部分)、优秀创业项目资助(获奖项目资助5万-20万)等
2015.6.17	深圳市人民政府	《深圳市关于促进创客发展的若干措施(试行)》(深府【2015】46号)	<ul style="list-style-type: none"> •建立完善创客空间,对创客空间的构建、房租、软硬件设施以及用地提供了各种优惠措施; •培育创客人才队伍,对创客团队的发展和推广创客教育给予一定资金支持,同时支持为创客提供公共租赁住房; •强化创客公共服务,支持各类机构与创客在科技领域相互联动,同时给予一定资金支持; •拓宽创客融资渠道,支持金融机构开展创客服务以及信用体系建设、投贷联动、集合债、区域集优债等服务项目,为创客提供综合金融服务
2015.2.15	广东省科技厅、广东省财政厅	《关于科技企业孵化器创业投资及信贷风险补偿资金试行细则》(粤科规财字【2015】21号)	<ul style="list-style-type: none"> •对孵化器内创业投资失败项目,省财政按项目投资损失额的30%给予创业投资机构补偿,当地市财政按其20%给予创业投资机构补偿; •对在孵企业首贷出现的坏账项目,银行按坏账项目贷款本金10%分担损失,省财政和当地市财政信贷风险补偿资金分别按坏账项目贷款本金50%和40%分担损失; •省财政对单个项目的风险补偿或本金损失补偿金额不超过200万元; •自2015年4月1日起施行,有效期3年
2015.2.15	广东省人民政府	《广东省人民政府关于加快科技创新的若干政策意见》	包括12条政策,从企业研发准备金、创新券补助、科技企业孵化器建设用地和财政补助,以及科技成果转化收益机制和人才保障等方面,提出了多个在国内首次探索实施的重大创新政策。建立省科技企业孵化器天使投资引导基金,参股引导科技企业孵化器、民间投资机构等共同组建天使投资基金
2014.9.1	北京中关村科技园区管理委员会	《中关村国家自主创新示范区天使投资和创业投资支持资	<ul style="list-style-type: none"> •天使投资风险补贴资金原则上补贴金额不超过该天使投资机构上一年度投资于中关村示范区企业总投资额的15%,单笔补贴最高不超过45万元人民币,且每年补贴总额不超过150万元人民币。对投资中关村管委会审定的前沿技术项目的天使投资机构,根据其

		金 管 理 办 法》	投资额度，单笔补贴金额不超过 100 万元人民币； • 创业投资风险补贴为创业投资企业以货币形式对中关村示范区企业的实际投资额的 10%，单笔最高补贴 100 万元。一家创业投资企业对同一企业投资申请获得的补贴额累计不超过 100 万元。对一家创业投资企业每年的补贴金额不超过 200 万元
--	--	---------------	--

投中研究院整理，2016.09

1.1.3 上海及长三角天使投资政策

上海及长三角属于创业氛围及天使投资非常活跃的地区，近年来政府出台了多项政策支持当地创业及天使发展，相关政策整理如下：

颁布时间	颁布单位	政策名称	主要内容
2016.11	江苏省人才工作领导小组办公室、江苏省发改委等多部门（苏人才办【2016】11号）	《关于组织申报 2016 年江苏省“双创计划”的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 对入选的双创人才，三年内省级财政给予 50 万元或 100 万元的创新创业资金资助，其中用于补助个人的不得低于 30%，并不得抵扣工资待遇。已获得省“双创博士”或“江苏特聘教授”资助的，在原资助基础上补足至 50 万元或 100 万元； 对入选的双创团队，在已获得各相关主管部门给予 300 万元—3000 万元的项目经费资助基础上，三年内省级财政给予 300 万元—800 万元的人才经费资助，其中用于补助团队成员的不得低于 30%，并不得抵扣工资待遇。如属世界一流水平的双创团队，或属由省政府直接组织建设的省级重大科技创新平台急需引进的团队，采取一事一议、特事特办的方式，给予特别支持
2016.6.7	江苏省科技厅、财政厅	《关于组织开展 2016 年度省天使投资引导资金入库机构资格申报及资金申请的通知》	对江苏省天使投资引导资金项目申报明确申报要求、申报材料及装订顺序，对天使投资机构入库资格明确申报材料及装订顺序，同时详述了申报流程
2016.4.20	宁波海曙区人民政府	《宁波海曙区人民政府关于培育发展众创空间促进大众创新创业的实施意见》	到 2020 年，建成 10 家以上能有效满足大众创新创业需求、具有明确产业导向和较强专业化服务能力的众创空间；吸纳聚集 20 个（家）以上的天使投资自然人、天使投资机构和创业投资机构；培育 500 家以上助推战略性新兴产业发展的创新型初创企业；辅导培育 5000 名以上大学生创业者、大企业高管等。还提供了 18 项扶持政策
2016.2.1	安徽省教育厅	《关于全面推进大众创业万众创新的实施意见》	到 2020 年，基本形成创业主体大众化、创业载体多元化、创业服务专业化、创业活动持续化、创业资源开放化的生态体系，力争全省新增注册企业 70 万家以上，规模以上工业企业突破 30000 家，规模以上工业企业研发机构覆盖率达到 40%，国家级创新平台超过 160 家，高新技术企业达到 5000 家

2015.12.29	上海市科学技术委员会、上海市财政局、上海市发展和改革委员会	《上海市天使投资风险补偿管理暂行办法》	<ul style="list-style-type: none"> •2015 年 1 月 1 日后投资于本市种子期、初创期科技型企业的创业投资机构可以获得风险补偿； •对投资机构投资种子期科技型企业项目所发生的投资损失，可按不超过实际投资损失的 60% 给予补偿； •对投资机构投资初创期科技型企业项目所发生的投资损失，可按不超过实际投资损失的 30% 给予补偿； •每个投资项目的投资损失补偿金额不超过 300 万，单个投资机构每年获得的投资损失补偿金额不超过 600 万元； •周期自 2016 年 2 月 1 日起施行，有效期 2 年
2015.9.30	上海市人力资源和社会保障局、上海市科委、上海市发革委员会和上海市经息委	《关于服务具有全球影响力的科技创新中心建设实施更加开放的国内人才引进政策的实施办法》	<ul style="list-style-type: none"> •获得科技企业孵化器或创业投资机构（须经上海市创业投资行业协会备案，下同）首轮创业投资额 200 万元及以上或累计获得创业投资额 500 万元及以上（须资金到位并持续投资满 1 年）的本市企业中持股比例不低于 5% 的创业人才，在企业连续工作满 1 年的，申办本市常住户口时，持有《上海市居住证》和参加本市职工社会保险的累计年限可以由 7 年缩短为 5 年； •获得科技企业孵化器或创业投资机构首轮创业投资额 500 万元及以上或累计获得创业投资额 1000 万元及以上（须资金到位并持续投资满 1 年）的本市企业中持股比例不低于 5% 的创业人才，在企业连续工作满 1 年的，申办本市常住户口时，持有《上海市居住证》和参加本市职工社会保险的累计年限可以由 7 年缩短为 3 年； •持有《上海市居住证》，在入驻科技企业孵化器（须经上海科技企业孵化协会备案，下同）连续满 6 个月的本市企业中持股比例不低于 5% 的创业人才，企业入驻孵化器期间，积 120 分； •获得科技企业孵化器或创业投资机构首轮创业投资额 1000 万元及以上或者累计获得创业投资额 2000 万元及以上（须资金到位并持续投资满 1 年）的本市企业中持股比例不低于 10% 的创业人才，在企业连续工作满 2 年的，可以直接申办本市常住户口； •本市创业投资机构的合伙人或副总裁及以上的高级管理人才，已经完成在本市投资累计达到 3000 万元的，可以直接申办本市常住户口
2015.9.25	上海	《关于进一步深化人才发展体制机制改革加快推进具有全球影响力的科技创新中心建设的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> •完善居住证积分、居住证转办户籍、直接落户的人才引进政策体系，强化市场发现、市场认可、市场评价的引才机制。重点引进建设“四个中心”和社会主义现代化国际大都市、具有全球影响力的科技创新中心紧缺急需人才，优先引进重大科学工程、重要科研公共平台、大科学研究中心、重大科技基础设施建设等领域高层次人才； •完善居住证积分政策。对经由市场主体评价并获得市场认可的创业人才及其核心团队、企业科技和技能人才、创新创业中介服务人才及其核心团队等，直接赋予居住证积分标准分值；

			<ul style="list-style-type: none"> •完善居住证转办户籍政策。对经由市场主体评价且符合一定条件的创业人才及其核心团队、企业科技和技能人才、创新创业中介服务人才及其核心团队，居住证转办户籍年限可由 7 年缩短为 3 至 5 年；对经由市场主体评价且符合一定条件的创业投资管理运营人才，居住证转办户籍年限可由 7 年缩短为 2 至 5 年； •优化人才户籍直接引进政策。对获得一定规模风险投资的创业人才及其核心团队、在本市管理运营的风险投资资金达到一定规模且取得经过市场检验的显著业绩的创业投资管理运营人才及其核心团队、市场价值达到一定水平的企业科技和技能人才、取得显著经营业绩的企业家人才、在本市取得经过市场检验的显著业绩的创新创业中介服务人才及其核心团队，予以直接落户引进
2015.9.17	杭州人民政府办公厅	《关于发展众创空间推进大众创新创业的实施意见》（杭政办函【2015】136号）	<ul style="list-style-type: none"> •2015-2017 年期间，每年分别给予国家、省、市级各众创空间 30 万元、25 万元、20 万元的资助，专项用于房租、宽带等企业运行费用的补贴； •凡符合《关于印发<杭州市蒲公英天使投资引导基金管理办法（试行）>的通知》要求的国家、省、市级众创空间，蒲公英天使投资引导基金参股比例最高不超过 30%，具体按照蒲公英天使投资引导基金管理办法执行； •众创空间内的企业（项目）获得融资或被非控股母公司收购的，对所在的众创空间按照不超过企业（项目）前两轮融资（天使轮和 A 轮）总额的 2% 进行资助（具体比例根据申报资助总额和财政预算确定）；企业（项目）完成融资后在杭州市注册的，原则上对所在的众创空间按照每个企业（项目）不超过 30 万元的额度进行资助，单个众创空间每年资助总额不超过 200 万元； •积极鼓励创客企业申请在新三板挂牌，对在场外交易市场成功挂牌的企业给予 30 万元的一次性资助。支持企业在浙江股权交易中心成长板挂牌，对挂牌企业给予 20 万元的一次性补助
2015.8.20	宁波市人民政府办公厅	《宁波市人民政府办公厅关于培育发展众创空间促进大众创新创业的实施意见（试行）》	到 2020 年，宁波力争建成 100 家众创空间和创客服务中心，吸纳集聚 1000 名（家）天使投资自然人、天使投资机构和创业投资机构，注册孵化 10000 家创新型小微企业。鼓励创投引导基金等财政资金投向众创空间的创客企业
2015.8.3	浙江省财政厅	《关于印发浙江省天使梦想基金操作管理的通知》	<ul style="list-style-type: none"> •天使梦想基金由省政府主导设立，重点扶持梦想小镇有创业梦想和创业精神的大学生创业团队； •天使梦想基金初期规模为 5000 万元，实行专户管理，独立核算，循环使用； •天使梦想基金采取“资助+期权+激励”相结合的运作模式； •退出变现的股权溢价税后收益，其中 70% 部分一次性奖励给创业团队，其余股权溢价税后收益和 20 万元股本金转入“浙江省天使梦想基金”专户

			循环使用
2015.5.19	江苏省苏州市人民政府	《苏州市实施“创客天堂”行动发展众创空间若干政策意见》(苏府【2015】81号)	<ul style="list-style-type: none"> 对市级认定的众创空间给予最高 50 万元的奖补,对获得省级、国家级认定的众创空间等新型孵化机构给予最高 50 万元奖励; 姑苏科技创业天使计划优先支持众创空间推荐的创业团队、项目,符合条件的给予 5 万-10 万元创业补助和 20 万-50 万元项目资助; 集聚创新创业主体层面,将新增市级创业贷款担保基金 8000 万元,扩大市级创业担保贷款规模和小额担保贷款贴息额度,为创业者提供最高 30 万元贷款额度,并给予贴息; 对众创空间推荐企业优先给予最高 500 万元的信贷风险补偿专项资金贷款、30 万元的科技保险费补贴和 50 万元的贴息资助; 对年应纳税所得额低于 20 万元(含)的小型微利企业,其所得减按 50% 计入应纳税所得额,按 20% 的税率缴纳企业所得税
2015.4.9	苏州市人民政府	《关于实施姑苏科技创业天使计划的意见》	提升科技企业孵化器建设水平。积极鼓励各类孵化器承接、培育、推荐申报创业团队及项目。完善“创业苗圃+孵化器+加速器”的创业孵化全链条服务,引导孵化器向专业化、特色化发展。推广“孵化+创投”等孵化模式,鼓励社会各类主体和社会资本参与孵化器建设
2015.4.7	南京市科学技术委员会	《关于大力实施创新驱动发展战略当好苏南国家自主创新示范区建设排头兵的意见》(宁发委【2015】20号)	<ul style="list-style-type: none"> 着力推行高新技术企业转化科技成果,以股份或出资比例等股权形式给予本企业相关技术人员的奖励,技术人员可分期缴纳个人所得税,但最长不超过 5 年; 有限合伙制创业投资企业采取股权投资方式投资于未上市的中小高新技术企业 2 年以上的,该有限合伙制创业投资企业的法人合伙人可按照其投资额的 70%,在股权持有满 2 年的当年抵扣该法人合伙人从该有限合伙创业投资企业分得的应纳税所得额,当年不足抵扣的可结转抵扣; 5 年以上非独占许可使用权转让,在一个纳税年度内转让所得不超过 500 万元的部分免征企业所得税,超过 500 万元的部门减半征收企业所得税; 允许高新技术企业以未分配利润、盈余公积、资本公积向个人股东转增股本的个人所得税 5 年内分期缴纳
2015.1.1	合肥市财政局	《合肥天使投资基金管理办法》	<ul style="list-style-type: none"> 在基金管理公司与被投资企业签署的投资协议中,可以约定采取以下方式对被投资企业实行激励: 1.上市股权、债权激励; 2.达到规模奖励; 3.其他事先约定的奖励方式; 各类引进高层次科技人才团队,基金投资不超过 1000 万元,基金对单个企业股权(债权)投资额度原则上不超过 500 万元,特别优秀的项目经管委会审定可提高投资额。天使基金用于 200 万元以下扶持额度的项目投资资金占比,可达到天使基金总额的 30% 左右,100 万元以下的投资项目,由基金管理公司报基金办备案后投资。股权投资,累计持股比例最高不超过 35%,持股期限原则上不超过 5

			年, 最长不超过 7 年。债权投资, 期限原则上不超过 3 年, 最长不超过 5 年, 债权投资根据协议约定, 3 年内给予免息, 3 年期满评估确定是否展期到 5 年或转为股权投资
2014.12.16	上海市发展和改革委员会	《上海市天使投资引导基金管理实施细则》	包含天使引导基金的规模和资金来源、天使引导基金的支持对象和方式, 天使引导基金的运作原则和程序, 天使引导基金的决策, 天使引导基金的退出, 天使引导基金的风险控制, 天使引导基金的监督和绩效考核等内容
2014.11.4	苏州市科学技术局、苏州市财政局	《苏州市天使投资引导资金实施办法》	天使投资机构资格备案工作实行属地化管理; 规定了天使投资机构发起人发起设立新的天使投资机构时, 可是申请阶段参股。天使投资机构在选定拟投资的苏州市初期科技型中小企业后, 可以申请跟进投资。天使投资机构在实际发生损失后, 可申请风险补偿等方面
2014.7.17	上海市政府	《关于加快上海创业投资发展的若干意见》	加快推动天使投资发展。鼓励社会各类资金参与天使投资, 通过设立上海市天使投资引导基金, 引导社会资本共同设立机构化天使投资企业
2014.3.13	杭州市科学技术委员会、杭州市财政局	《杭州市蒲公英天使投资引导基金管理办法(试行)》	杭州市蒲公英天使投资引导基金是由市政府设立的不以营利为目的的政策性基金, 其宗旨是发挥财政资金的杠杆效应和引导作用, 通过引导基金的引导投资, 鼓励天使投资机构(人)对初期企业实施投资、提供高水平创业指导及配套服务, 助推创新型初期企业快速成长。2014 年 6 月 1 日起实施, 项目安排有效期至 2016 年 12 月 31 日
2013.3.11	宁波市科技局	《宁波市天使投资备案管理实施细则(暂行)》	天使投资人备案应具有人民币 100 万元以上的投资资本(银行存款)。天使投资机构备案应满足机构或其委托的其他创业投资企业、创业投资管理顾问企业有至少 3 名具备 2 年以上创业投资或相关业务经验的人员承担投资管理责任
2012.8.10	江苏省科技厅、财政厅	《江苏省关于鼓励和引导天使投资支持科技型中小企业发展的意见》	切实加大对天使投资发展的政策引导和扶持力度, 包括设立政策性天使投资引导资金、建立天使投资发展保障机制强化对天使投资发展的税收扶持等
2010.10.15	上海市发展和改革委员会、上海市财政局	《上海市创业投资引导基金管理暂行办法》	为规范设立和运作上海市创业投资引导基金, 促进上海创业投资健康快速发展, 大力推进自主创新和高新技术产业, 加快培育和发展战略性新兴产业, 制定了该办法。内容包含引导基金的规模和资金来源、运作原则与方式、扶持对象、决策与管理、风险控制、监督和绩效考核等六个方面

投中研究院整理, 2016.09

综合 1.1.2 和 1.1.3 所整理的各地方天使投资政策, 投中研究院认为天使投资政策主要分为三种类型: 天使投资补偿型政策、天使投资税收优惠政策以及天使投资备案政策。

(一) 天使投资补偿型政策

各地政府为了大力发展天使投资给予了其很多政策上的支持，北京、上海、深圳、杭州和宁波等天使投资活跃地区均出台相关鼓励政策，尤其是上海及长三角地区。2015 年 12 月 29 日，上海市科学技术委员会、上海市财政局、上海市发展和改革委员会发布《上海市天使投资风险补偿管理暂行办法》，《办法》明确指出为加快上海建设成为全球最有影响力的科技创新中心，促进“大众创业、万众创新”，引导社会资本加大对种子期、初创期科技型企业投入力度，单个投资机构每年最高可获得风险补偿金不超过 600 万元，相较于其他省市的补贴力度，上海尤为突出。2013 年 1 月 28 日，江苏省财政部发布《江苏省天使投资引导资金管理暂行办法（苏财规【2013】1 号）》，其中指出“经审查符合条件的天使投资机构在向规定范围内的科技型小微企业完成实际投资后，可申请省天使引导资金；省天使引导资金按照最高不超过天使投资机构首轮投资种子期或初创期科技型小微企业实际投资额的 30% 给予风险准备金，最高不超过 300 万元；天使投资机构所在市、县（市）、国家高新区按照上述天使投资机构首轮投资种子期或初创期科技型小微企业实际投资额的 20% 予以配套”，“天使投资机构在实际完成投资三年内未形成投资损失的，全额返还省天使引导资金和地方配套资金；若发生损失，按照首轮投资实际发生损失额的 50% 从给予的风险准备金中补偿，其中 30% 由省天使引导资金承担，20% 由地方配套资金承担，补偿损失后剩余资金全部返还”。

（二）天使投资税收优惠政策

2015 年 4 月 7 日南京市科学技术委员会颁布了《关于大力实施创新驱动发展战略当好苏南国家自主创新示范区建设排头兵的意见》，2012 年 8 月 10 日江苏省科技厅、财政厅颁布了《江苏省关于鼓励和引导天使投资支持科技型中小企业发展的意见》，其中江苏省颁发的《意见》里有关税收扶持政策如下：（1）符合创业投资企业条件的天使投资机构采取股权投资方式投资于未上市的中小高新技术企业 2 年以上的，根据现行税法规定，可以按照其投资额的 70% 在股权持有满 2 年的当年抵扣该创业投资企业的应纳税所得额；当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。（2）采取合伙制形式设立并符合条件的天使投资机构，投资初创期科技型中小企业，不作为所得税纳税主体，采取“先分后税”方式，由合伙人分别缴纳个人所得税或企业所得税。（3）采取合伙制形式设立并符合条件的天使投资机构，从被投资企业获得的股息、红利等投资性收益，可按照合伙协议约定直接分配给法人合伙人，

其企业所得税按有关政策执行；符合税法有关规定的，对股权转让免征营业税。（4）地方政府给予符合条件的天使投资机构或委托管理机构高层次人才的奖励，符合税法有关规定的，免征个人所得税。

（三）天使投资备案政策

截止到 2016 年，国内仅深圳和宁波两地出台了天使投资备案文件，早在 2009 年 6 月，深圳市科技和信息局印发《深圳市科技和信息局天使投资人备案登记非行政许可审批和登记实施办法》，成为国内首个天使投资人备案文件。其中对需备案的天使投资人规定，个人资产超过 500 万元，机构注册资本金不低于 3000 万元，且都要求有较强的风险承受能力和相关单位推荐等。2013 年 3 月，宁波科技局出台《宁波市天使投资备案管理实施细则（暂行）》，规定个人需有 100 万元以上的投资资本（银行存款）等，机构要有至少 3 名具备 2 年以上创业投资或相关业务经验的人员承担投资管理责任等。

1.2 中国天使投资经济环境分析

（一）2015 年国内经济总体环境

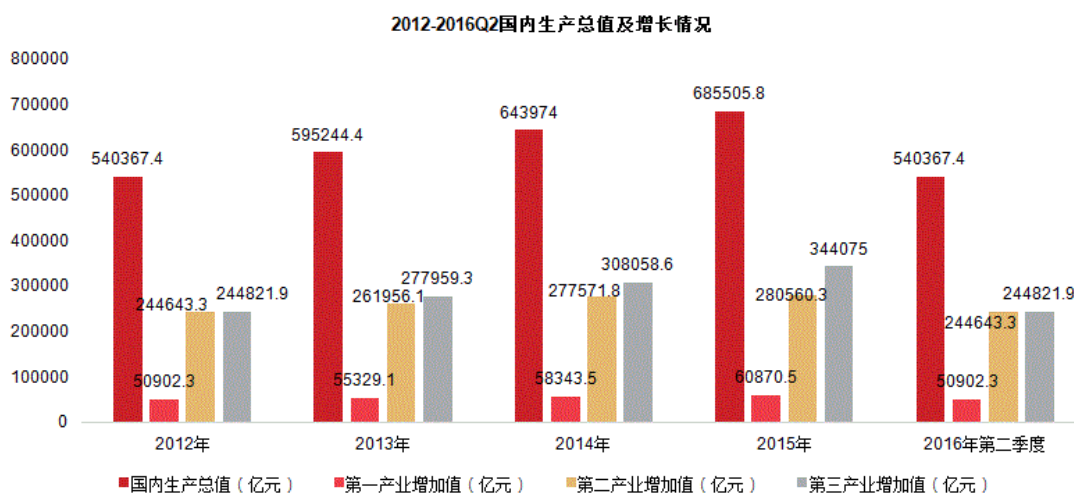
根据 2016 年 3 月 5 日《政府工作报告》所述，2015 年国内生产总值达到 68.6 万亿元，增长 6.4%，在世界主要经济体中位居前列。2016 年国家统计局数据显示，截止到 2016 年第二季度，国内生产总值已达到 34 万亿左右。粮食产量实现实现“十二连增”，居民消费价格涨幅保持较低水平。特别是就业形势总体稳定，城镇新增就业 1312 万人，超过全年预期目标，成为经济运行的一大亮点。

服务业在国内生产总值中的比重上升到 50.5%，首次占据“半壁江山”。消费对经济增长的贡献率达到 66.4%。高技术产业和装备制造业增速快于一般工业。单位国内生产总值能耗下降 5.6%，结构调整取得积极进展。

创新驱动发展战略持续推进，互联网与各行业加速融合，新兴产业快速增长。大众创业、万众重新蓬勃发展，全年新登记注册企业增长 21.6%，平均每天新增加 1.2 万户。新动能对稳就业、促升级发挥了突出作用，正在推动经济社会发生深刻改变。

全国居民人均可支配收入实际增长 7.4%，快于经济增速。去年末居民储蓄存款余额增

长 8.5%，新增 4 万多亿元。



数据来源：国家统计局

图 1.2.1: 2012-2016Q2 国内生产总值及增长情况

（二）“十三五”时期主要目标任务和重大举措

2015 年是“十二五”收官之年，2016 年是“十三五”开局之年，2016 年 3 月 5 日《政府工作报告》指出，根据国务院编制的《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要(草案)》，明确了今后五年经济社会发展的主要目标任务，提出了一系列支撑发展的重大政策、重大工程和重大项目，主要有以下六个方面：

1. 保持经济中高速增长，推动产业迈向中高端水平

实现全面建成小康社会目标，到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番，“十三五”时期经济年均增长保持在 6.5% 以上。到 2020 年，先进制造业、现代服务业、战略性新兴产业比重大幅提升，全民劳动生产率从人均 8.7 万元提高到 12 万元以上。

2. 强化创新引领作用，为发展注入强大动力

启动一批新的国家重大科技项目，建设一批高水平的国家科学中心和技术创新中心，培育壮大一批有国际竞争力的创新型领军企业，建设一批全面改革创新试验区。持续推动大众

创业、万众创新。促进大数据、云计算、物联网广泛应用。到 2020 年，力争在基础研究、应用研究和战略前沿领域取得重大突破，全社会研发经费投入强度达到 2.5%，科技进步对经济增长的贡献率达到 60%，迈进创新型国家和人才强国行列。

3. 推进新型城镇化和农业现代化，促进城乡区域协调发展

推进以人为核心的新型城镇化，实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户，完成约 1 亿人居住的棚户区和城中村改造，引导约 1 亿人在中西部地区就近城镇化。到 2020 年，常住人口城镇化率达到 60%、户籍人口城镇化率达到 45%。实施一批水利、农机、现代种业等工程，推动农业适度规模经营和区域化布局、标准化生产、社会化服务。

4. 推动形成绿色生产生活方式，加快改善生态环境

深入实施大气、水、土壤污染防治行动计划，划定生态空间保护红线，推进山水林田湖生态工程，加强生态保护和修复。今后五年，单位国内生产总值用水量、能耗、二氧化碳排放量分别下降 23%、15%、18%，森林覆盖率达到 23.04%，能源资源开发利用效率大幅提高，生态环境质量总体改善。

5. 深化改革开发，构建发展新体制

全面深化改革，坚持和完善基本经济制度，建立现代产权制度。使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用，加快形成引领经济发展新常态的体制机制和发展方式。全面实行准入前国民待遇加负面清单管理制度，逐步构建高标准自由贸易区网络，基本形成开放型经济新体制新格局。

6. 持续增进民生福祉，使全体人民共享发展成果

在现行标准下的农村贫困人口实现脱贫，解决区域性整体贫困。建立国家基本公共服务项目清单。建立健全更加公平更可持续的社会保障制度。实施义务教育学校标准化、普及高中阶段教育、建设世界一流大学和一流学科等工程，劳动年龄人口平均受教育年限从 10.23 年提高到 10.8 年。实现城镇新增就业 5000 万人以上。完善收入分配制度、缩小收入差距，提高中等收入人口比重。完善住房保障体系，城镇棚户区住房改造 2000 万套。

（三）中国宏观经济展望及预测

1. 中国仍具备保持中高速增长的条件

经过 30 多年的发展，中国物质技术基础日益增强，产业体系逐渐完整，国民储蓄率即便逐年小幅回落，仍显著高于世界上大多数国家水平，人力资本和科技创新对经济增长的贡献逐步提高，具有资金、劳动、科技等生产要素组合的综合优势。同时，中国也有条件通过存量资产的重置，发掘经济增长潜力。据中国社会科学院的研究，中国的国家净资产有近 400 万亿元人民币，其中政府净资产占 30% 左右，居民占 45% 左右。而很多发达国家政府的净资产基本为零甚至是净负债，居民净资产则占 80% 左右。

2. 改革开放的深入推进，将极大调动和激发经济社会发展的动力和活力

实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带发展战略和《中国农村扶贫开发纲要（2011 年~2020 年）》，通过引导生产要素合理流动，使得城市和沿海地区一些失去比较优势的产业在农村和内陆获得新的优势，这种跨区域的产业梯度转移和推进效应在中国会产生新的生产力。

3. 国内市场规模巨大，扩大内需潜力并加快释放

近年来国家一直高度重视保障和改善民生，居民收入保持较快增长，覆盖城乡的社会保障体系基本建立，为扩大国内消费需求奠定了基础。今后会加快破除户籍、土地、教育等方面制约城镇化发展的制度性障碍，积极稳妥推进城镇化，创造新的消费和投资需求。

4. 宏观调控水平不断提高，宏观政策仍有运用空间

中国在调控方向、力度和时机的把握上，在调控手段和工具的运用上，积累了丰富经验。同时宏观政策仍具备较大空间，财政赤字和政府债务余额均处于安全线内，并远低于美、欧、日等主要发达经济体。银行基准利率和存转准备金率较高，有足够多调节流动性的手段和工具。

1.3 政府投资引导基金

在经济下行压力不断加大的情况下，稳增长成为当前政府的首要任务，政府通过引导基金来撬动民营资本，扩大财政资金的杠杆效应显得尤为重要。2015 年以来，我国政府引导

基金的数量和规模呈现爆发式增长，主要原因在于当前财政资金的使用方式发生了改变，以前政府支持产业的发展，主要是通过直接给予项目和企业补贴的方式，但是效果并不理想。现在，通过采取市场化的引导基金的运作方式，财政资金回收后可以滚动使用，提高了资金的使用效率。

从国家层面来看，国务院总理李克强在 2015 年 1 月 14 日的国务院常务会议上决定设立 400 亿元的国家新兴产业创业投资引导基金，助力创业创新和产业升级；并在 9 月 1 日的国务院常务会议上决定中央财政将整合资金出资 150 亿元，吸引民营和国有企业、金融机构、地方政府等共同参与设立 600 亿元的国家中小企业发展基金。国家中小企业发展基金重点投资科技型、创新型、成长型中小企业。对于创业企业来说，由于缺少抵押品等，在创业初期仅靠传统的银行信贷融资等难以满足其投资需求。国家中小企业发展基金的成立体现了在“大众创业、万众创新”新形势下，党中央、国务院对中小企业支持方式的重大改革和创新。

从地方政府层面来看，随着大型国家级引导基金的推出，中央鼓励政府引导基金的发展态势明确，各地方政府纷纷积极主导设立政府引导基金，设立主体也由省级单位逐渐延伸至市级甚至是区县级单位，引导基金的数量和规模都呈现爆发式增长。根据投中数据终端 CVSource 统计显示，截至 2016 年 8 月底，国内共成立 512 支政府引导基金，目标设立规模达 13884 亿元，平均单支基金目标规模为 27 亿元。

1.3.1 各地政府设立政府引导基金支持早期投资

截至 2016 年 8 月底全国政府引导基金地域分布

地区	引导基金数量	披露基金规模（亿元）	2016 年新增引导基金数量	2016 年新增基金规模（亿元）
华东	147	1499.1	16	587.6
华北	165	6526.4	9	101.0
西南	41	552.7	8	74.0
华南	71	1201.9	13	258.5
华中	37	2392.9	3	6.0
其他（西北、东北）	51	1711.0	6	50.0
合计	512	13884.0	55	1077.1

投中研究院整理，2016.09

根据投中信息数据统计可知，截止到 2016 年 8 月底，我国新成立引导基金 55 支，规模为 1077.1 亿元。从国内成立的引导基金分布来看，华北地区累计成立 165 支引导基金，目标设立规模高达 6526.4 亿元，无论是数量还是目标规模，华北地区均跃居各地区之首；其次，华东地区和华南地区引导基金的设立也较为积极活跃，基金数量分别为 147 支和 71 支，基金规模分别为 1499.1 亿元和 1201.9 亿元。

从政府引导基金的设立情况来看，各地区都在如火如荼地设立引导基金。2016 年新增引导基金数量最多的为华东地区，新增 16 支引导基金；华南地区以新增 13 支引导基金的数量位列第二。作为政府引导基金起步较晚的中西部地区，近年来也发展迅猛，不断出现较大规模的引导基金，希望撬动更多的社会资本涌入当地，带动本地区的经济发展。

下表列出 2015 年成立的部分引导基金的情况：

2015 年全国政府引导基金成立情况（部分）

地区	基金中文全称	目标规模（亿元）	设立时间
华东	上海闵行区创业投资引导基金	10	2015/11/2
	浙江嘉兴信息经济投资基金	10	2015/1/27
华北	国家新兴产业创业投资引导基金	400	2015/1/14
	中关村创投亦庄引导基金	1	2015/1/1
西南	四川省创新创业投资引导基金	20	2015/5/12
	重庆市风险投资引导基金	10	2015/12/11
华南	广东省重大科技专项创业投资引导基金	30.1	2015/6/27
	佛山市互联网创新创业产业引导基金	100	2015/12/2
华中	湖北省省级股权投资引导基金	50	2015/6/23
	武汉天使投资引导基金	1	2015/4/1
其他（西北、东北）	甘肃省产业引导股权投资基金	5	2015/6/22
	哈尔滨创业投资引导基金	10	2015/12/31

投中研究院整理，2016.09

1.3.2 引导基金助力地区天使投资发展

在过去中国政府扶持经济时更多采用的是直接补贴的传统方式，十八大以来，提出政府要转换职能，采用市场化的运行机制来决定资源配置，在这样的环境背景下，政府引导基金由此诞生。2015 年以来，随着社会对政府引导基金认识的不断加强，政府引导基金出现了井喷式的发展势头。

引导基金助力地区天使发展主要表现在以下几个方面：

一、国家出台政策助力天使投资的发展

2015 年 11 月 12 日，财政部发布关于印发《政府投资基金暂行管理办法》的通知，其中指出政府引导基金的投资方向和领域应主要包括支持创新创业、中小企业发展、产业转型升级和发展、基础设施和公共服务领域发展等四个方面。另外《办法》还提出，各级财政部门应当控制政府投资基金的设立数量，不得在同一行业或领域重复设立基金。为提高财政资金的使用效率提出了方向。规范了政府投资基金的管理，促进了政府投资基金持续健康运行。

伴随着“大众创业、万众创新”的热潮，2016 年 8 月 11 日，财政部、国家税务总局联合发布《关于科技企业孵化器税收政策的通知》，指出自 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，对符合条件的孵化器自用以及无偿或通过出租等方式提供给孵化企业使用的房产、土地，免征房产税和城镇土地使用税；自 2016 年 1 月 1 日至 2016 年 4 月 30 日，对其向孵化企业出租场地、房屋以及提供孵化服务的收入，免征营业税；在营业税改征增值税试点期间，对其向孵化企业出租场地、房屋以及提供孵化服务的收入，免征增值税。从税收等方面对我们初创企业提供支持，促进了我国的天使投资发展。

国务院总理李克强在 2016 年 9 月 1 日主持召开国务院常务会议，确定促进创业投资发展的政策措施，释放社会投资潜力助力实体经济。会议确定丰富创投主体和模式，支持行业骨干企业、创业孵化器、产业（技术）创新中心、保险公司等机构投资者参与创业投资，培育合格个人投资者，壮大面向种子期、初创期中小企业的天使投资。鼓励有条件的地方设立创投引导基金。表现出国家扩大天使投资人队伍，支持天使投资发展的决心。

2016 年 9 月 20 日，国务院发布《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，《意见》首先明确了天使投资的概念，即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。“天使投资”早期指高净值个人出资协助种子期或早期的小型初创企业，而近年来天使投资机构化现象越来越明显，天使投资机构纷纷成立基金，此次政策的出台明确了天使投资为个人投资行为，对国内逐渐庞大的创投市场提供了明确的发展方向。其中《意见》还指出完善创业投资税收政策。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

科技型企业的税收支持政策，进一步完善创业投资企业投资抵扣税收优惠政策，研究开展天使投资人个人所得税政策试点工作。（国家发展改革委、科技部、财政部、商务部、税务总局、证监会按职责分工负责）。在当前我国处于经济环境转型的攻坚时刻，《意见》对我国的创投基金行业提出了指引和支持，反映了国家对创投基金行业的高度认可，从财政税收等方面积极支持我国天使投资的发展。

二、各省市纷纷出台政策助力天使投资发展

为积极响应国家号召，各地政府纷纷出台政策，支持天使投资的发展。下面列示三个市政府的政策进行说明。

（一）上海市

为加快上海建设具有全球影响力的科技创新中心，促进“大众创业、万众创新”，引导社会资本加大对种子期、初创期科技型企业投入力度，上海市委会同市财政局、市发展改革委制定了《上海市天使投资风险补偿管理暂行办法》（下称《办法》）。《办法》中所提到的风险补偿的适用范围为 2015 年 1 月 1 日后投资于上海市种子期、初创期科技型企业的创业投资机构。办法中所称的种子期企业，是指成立时间不超过 3 年、职工人数不超过 50 人，且资产总额不超过 500 万元人民币、年销售额或营业额不超过 500 万元人民币的企业。办法中所称的初创期企业，是指职工人数不超过 200 人，且资产总额不超过 2000 万元人民币、年销售额或营业额不超过 2000 万元人民币的企业。投资机构申请风险补偿时，须在每年的第一季度或第三季度报送风险补偿申请表，并附机构备案登记、项目投资情况以及经会计师事务所审计核实的退出或清算情况等材料。风险补偿的申请时效原则上在创业投资机构存续期内，且最高不超过投资行为发生后的 10 年。

其中对投资机构风险补偿的标准是：对投资机构投资种子期科技型企业项目所发生的投资损失，可按不超过实际投资损失的 60% 给予补偿。对投资机构投资初创期科技型企业项目所发生的投资损失，可按不超过实际投资损失的 30% 给予补偿。每个投资项目的投资损失补偿金额不超过 300 万，单个投资机构每年度获得的投资损失补偿金额不超过 600 万元。

（二）北京市

北京中关村科技园区管理委员会在 2014 年 9 月 1 日发布《中关村国家自主创新示范区

天使投资和创业投资支持资金管理办法》，其中指出补偿对象为投资机构和委托管理的补贴管理公司。具体来说：天使投资风险补贴资金原则上补贴金额不超过该天使投资机构上一年度投资于中关村示范区企业总投资额的 15%，单笔补贴最高不超过 45 万元人民币，且每年补贴总额不超过 150 万元人民币。对投资中关村管委会审定的前沿技术项目的天使投资机构，根据其投资额度，单笔补贴金额不超过 100 万元人民币。

其中中关村补偿的企业阶段是所投资企业为中关村示范区企业，且从企业设立之日起到企业与天使投资机构签订投资协议之日止，不超过 3 年；所投资企业属于生物医药领域的，从企业设立之日起到企业与天使投资机构签订投资协议之日止，不超过 5 年。

（三）重庆市

2015 年 6 月 18 日，重庆市财政局发布《重庆市深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略行动计划（2015—2020 年）》，提出用好政府产业投资股权引导基金，加大投入力度，确保现有产业投资引导基金按 1：3 或 1：4 比例带动社会资本，专项用于重庆市工业、农业、科技、知识产权、现代服务业、文化旅游等产业和领域的技改、技术进步、产业化和资本化。做大科技创业风险投资引导基金：依托现有引导基金，通过市场化运作，有效吸引社会资金，充分发挥引导和放大作用，切实扩大基金规模。通过引导基金带动社会风险投资，重点扶持高成长性的科技型企业发展。积极设立天使投资引导基金：吸引社会资本参与天使投资。“打造 1000 个以上众创空间：以各类企业、投资机构、行业组织等社会力量为主构建市场化的众创空间，支持众创空间申请市场主体登记。构建开放创新创业平台，有效集成创新创业服务资源，促进创新创意与市场需求和社会资本有效对接，建立‘平台+服务+资本’的创新创业模式”、“培育 1000 家以上科技型“小巨人企业”、“构建 1000 家以上创新服务机构”。

三、各地政府先后设立天使引导基金

各地方政府积极响应国家号召，从 2014 起，关于天使投资的鼓励型政策频出。天使投资在中国受到了前所未有的关注。

为促进天使投资的进一步发展，建立健全的投融资体系，各省市地区先后设立天使投资引导基金，包括：上海市天使投资引导基金、重庆市天使投资引导基金和宁波市天使投资引

导基金等。

（一）上海市天使投资引导基金

上海市天使投资引导基金成立于 2014 年 12 月 17 日，由上海市财政出资，上海创业接力科技金融集团负责天使引导基金日常管理运作。基金主要资金来源包括上海市创业投资引导基金；天使引导基金运行的各项收益；个人、企业或社会机构无偿捐赠的资金及其他各类资金。据上海市天使投资引导基金申报指南（2015 年度）显示，基金的支持的行业以节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车等七大战略性新兴产业，以及文化创意、高技术服务业等上海市重点发展的产业领域为主。

上海市天使引导基金首期规模 10 亿。现已成功投资了几十家天使及早期创投基金。

（二）重庆市天使投资引导基金

2015 年 6 月 19 日，重庆市成立天使投资引导基金，基金规模为 3 亿元，基金吸引社会资本参与天使投资，也鼓励科研院所、高校、区县及产业园区利用自有资金与社会资本合作组建天使基金，为企业发展提供资金支持，重点扶持培育科技型“小巨人”企业。

据重庆市金融发展服务中心披露的数据显示，重庆市天使投资引导基金从成立到 2016 年上半年期间，吸引包括软银中国、德同资本、汉能投资等国内知名基金参股组建了 10 多支创投基金，规模达 81 亿元。不仅为重庆市引入大量资金，也提高了重庆市股权投资人才队伍的专业化，助推了重庆市科技创新创业的发展。2016 年上半年以来，重庆天使引导基金又发起组建 6 支创投基金，参股基金总规模 45 亿元，为重庆引入清研资本、峰瑞资本等在先进制造、互联网+等领域内比较优秀的基金管理团队，至此，重庆天使引导基金累计参股组建的创投基金为 21 支，总规模达 126 亿元。极大的促进了重庆市地区的天使发展。

（三）宁波市天使投资引导基金

2013 年 2 月，宁波市天使投资引导基金正式成立，规模为 5 年内总投资 5 亿元，成为国内首家政府设立的天使投资引导基金。据公开数据显示，宁波天使投资引导基金自设立到 2015 年底，跟进投资项目 100 个，累计投资 8857 万元，吸引各类社会资本投资 98050 万元，杠杆放大 11 倍。同时，有 9 个项目成功退出，投资收益率 16.92%。

综合来说，引导基金助力天使发展表现在：

1. 撬动社会资本

政府引导基金的设立，增加了天使投资机构的 LP 类型，在一定程度上解决了天使投资基金的募资困难的问题。天使投资引导基金是由各级政府设立的不以营利为目的的政策性基金，可以发挥政府的引导作用，利用政府的信用做背书，撬动社会各类资金投入到天使投资行业，解决创业者融资难的问题。发挥政府引导基金的市场化运作、杠杆效应和扶持作用，促进初创期、种子期企业的发展，也推动天使投资事业的发展。

2. 完善税收制度

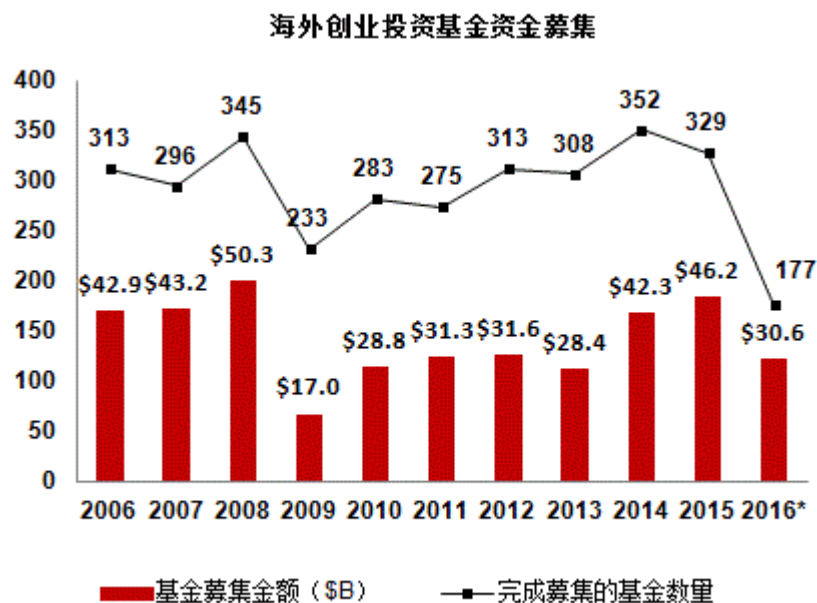
目前我国的 angel 投资处于刚起步的阶段，尚不具备相应完善的税收政策。由于 angel 投资的具有高风险和较长的投资回报周期，因此需要政府完善相应的税收政策来支持 angel 投资的发展。当前各个地区积极成立政府引导基金，利用税收优惠等吸引创业机构。未来随着政府引导基金的运作机制和税收越来越成熟，会更加带动 angel 投资的发展。

3. 资源优势

政府 angel 投资引导基金不以营利为目的，能够通过政府的平台，搭建涵盖各部门、各金融机构、各中介服务机构和高校等投融资综合服务平台，促进 angel 投资的发展。

1.4 海外天使投资发展概况

一、海外创业投资基金资金募集情况



数据来源：Pitchbook

图 1.4-1：海外创业投资基金资金募集情况

2016*指截止到 2016.6.30

根据 PitchBook 的数据，创业投资基金的资金募集情况统计的数据区域包括北美和欧洲。截止到 2016 年上半年，北美和欧洲地区已经募集完成的基金数量为 177 支，募集完成金额为 30.6 亿美元，分别超过 2010 和 2013 全年的募集金额。2013 年以来，资金募集金额呈现出逐年上升的趋势，按照目前的发展速度，2016 年全年的基金募集量有望创造历史最高。

二、海外创业投资基金投资情况

（一）海外投资总体概况

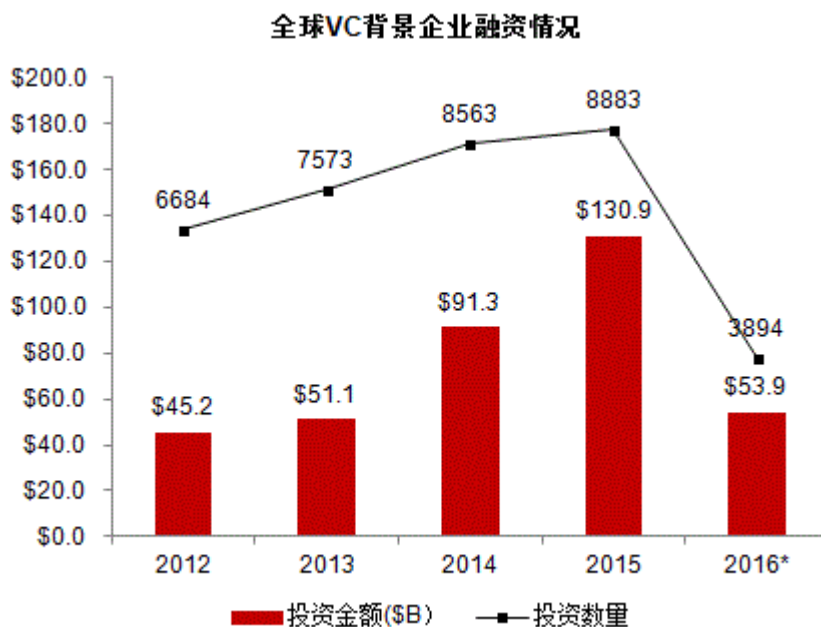


图 1.4-2: 全球 VC 背景企业融资情况

数据来源: Venture Pulse, Q2'16, Global Analysis of Venture Funding, KPMG International and CB Insights (数据由 CB Insights 提供) 2016.7.19

2016*指截止到 2016.7.19

根据 CB Insights 的统计数据显示, 2015 年全球接受 VC 机构投资的企业数量和投资金额均达到历史最高水平, 融资案例数为 8883, 融资金额为 1309 亿美元, 但 2016 年以来 VC 机构的投资活动明显下降, 按照目前的发展趋势, 2016 年全年的融资金额接近 2014 年全年的投资水平。

2016 年以来的投资节奏放缓, 主要是机构在投资过程中趋于理性的结果, 很多机构认为这期间一些被低估的项目可能蕴含巨大的投资机会。

(二) 单笔投资规模分析

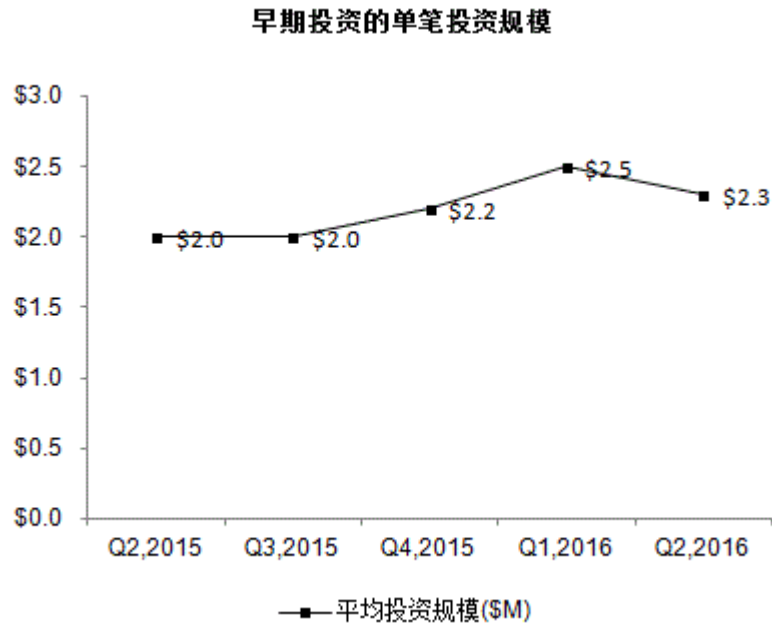


图 1.4-3: 早期投资的单笔投资规模

数据来源: CB Insights

根据 CB Insights 的数据统计显示, 从全球范围来看, 对于早期阶段的投资项目来说, 在 2016 年第一季度, 大多数机构的早期投资项目的单笔投资金额出现较明显的上升, 平均单笔投资规模为 250 万美元, 2016 年第二季度单笔项目投资金额出现微弱的下降, 下降到 230 万美元, 但仍然比 2015 年的单笔项目投资规模大。另外根据 Halo Report 2015 年的统计数据可知, 海外平均单个项目的投资规模也在逐年的上升, 2012 年平均单个项目的投资金额为 170 万美元, 2013 年平均单个项目的投资金额为 183 万美元, 2014 年平均单个项目的投资金额为 191 万美元, 2015 年平均单个项目的投资金额为 200 万美元。

(三) 投资阶段分析

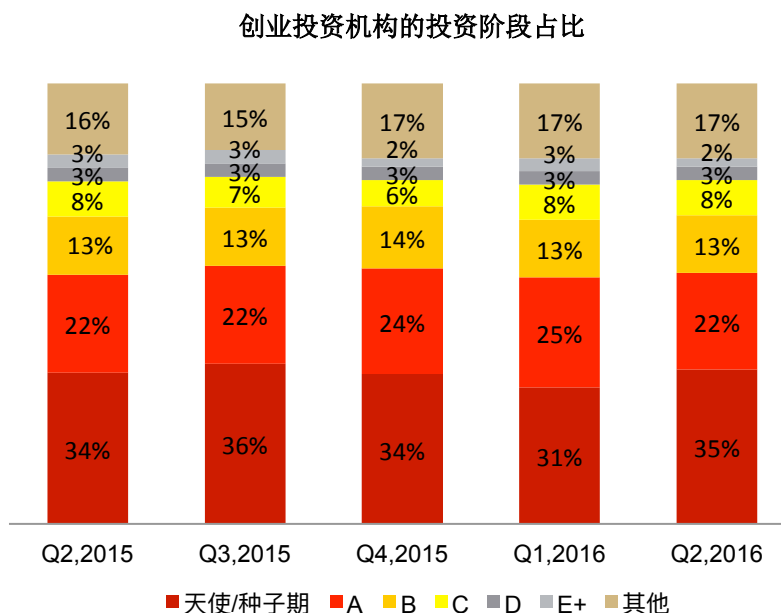


图1.4-4: 创业投资机构的投资阶段占比

数据来源: CB Insights

根据 CB Insights 的数据统计显示, 从全球范围来看, 2015 年第二季度以来, 创业投资机构对天使期和种子期阶段的项目投资, 总体表现的较平稳, 仅在 2016 年第一季度出现较明显的下滑, 但随后在 2016 年第二季度就有回升的趋势。

海外的创业投资机构更倾向于投资天使期和种子期项目, 并且投资于这部分项目的占比绝对领先于投资其他阶段的项目。海外的天使投资市场之所以发达, 与海外拥有众多的天使投资人以及崇尚创业的理念有极大的相关, 同时也离不开国家的政策鼓励和扶持。

(四) 投资行业分析

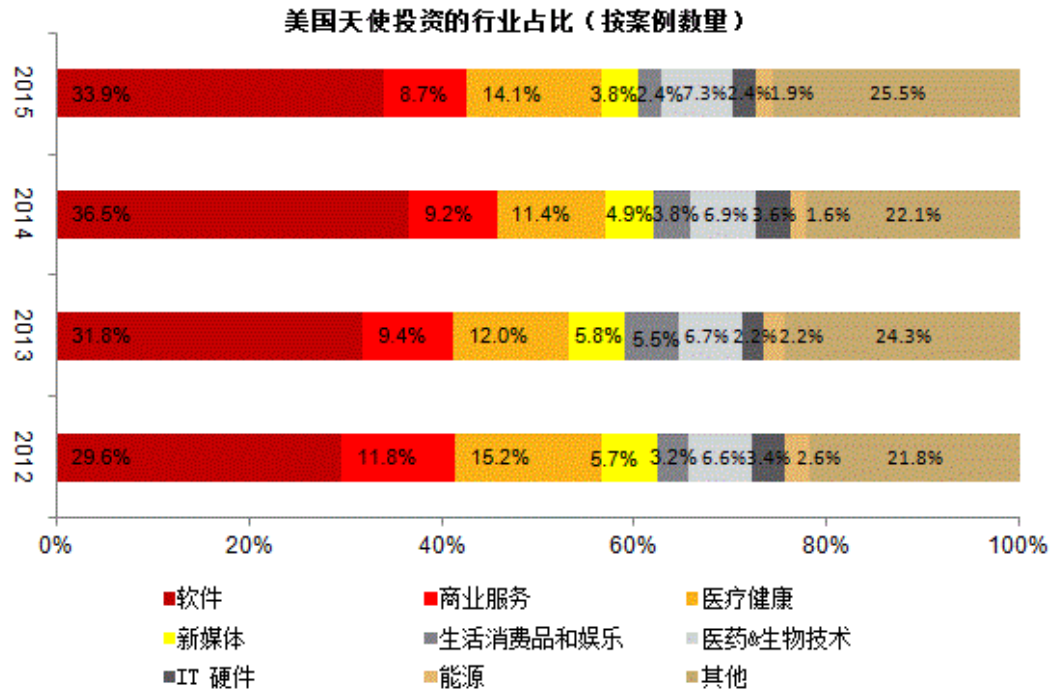


图 1.4-5: 美国天使投资的行业占比（按投资数量）

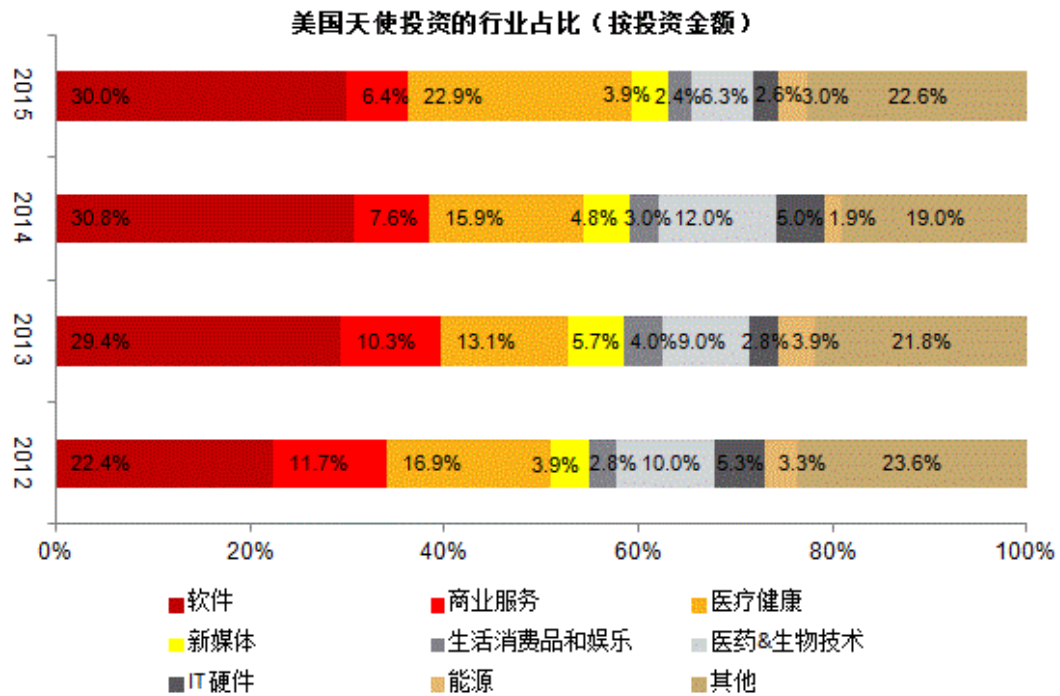


图 1.4-6: 美国天使投资的行业占比（按投资金额）

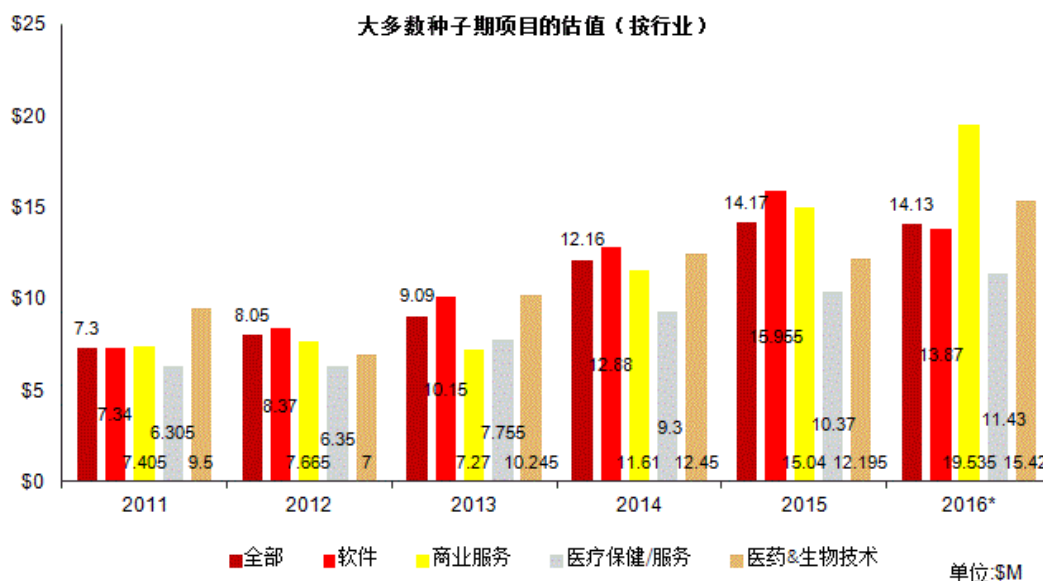
数据来源：Halo Report

Halo Report 由 Willamette 大学的天使研究院（Angel Research Institute，简称 ARI）和 Pitchbook 共同发布。

对于天使投资的行业分布来说，2015 年美国天使投资和前几年相同，投资领域仍然集中在软件、商业服务、医疗健康领域。2014 年医疗健康领域的投资百分比为 11.4%，2015 年医疗健康领域的投资百分比为 14.1%。可以看出医疗健康领域的投资案例数量总体在不断增长，这主要是由于在目前宏观经济及资本市场表现疲软的形势下，医疗健康行业因其较强的抗周期性显现出较高的投资价值，成为持续性投资热点。

（四）估值分析

图 1.4-7：大多数种子期项目的估值



数据来源：Pitchbook

2016*指截止到 2016.8.1

根据 Pitchbook 的报告数据显示，2016 年以来全球种子期项目的投资数量大幅降低，投资者在多年的活跃投资后收紧了投资进度，然而缓慢的投资速度并没有对估值造成太大的影响，大多数行业的种子期阶段项目估值呈现上升的变化，目前种子期阶段的投资总体竞争比较激烈，这主要是因为机构投资者和基金的构成数量上升的结果。总体来说，2011 年以来天使投资项目的估值处于不断上升的过程，截止到 2016 年上半年，估值比 2012 年上升

75%，和 2015 年基本持平。

(五) 地域分析

2015 年美国天使投资地理分布（按投资案例数）

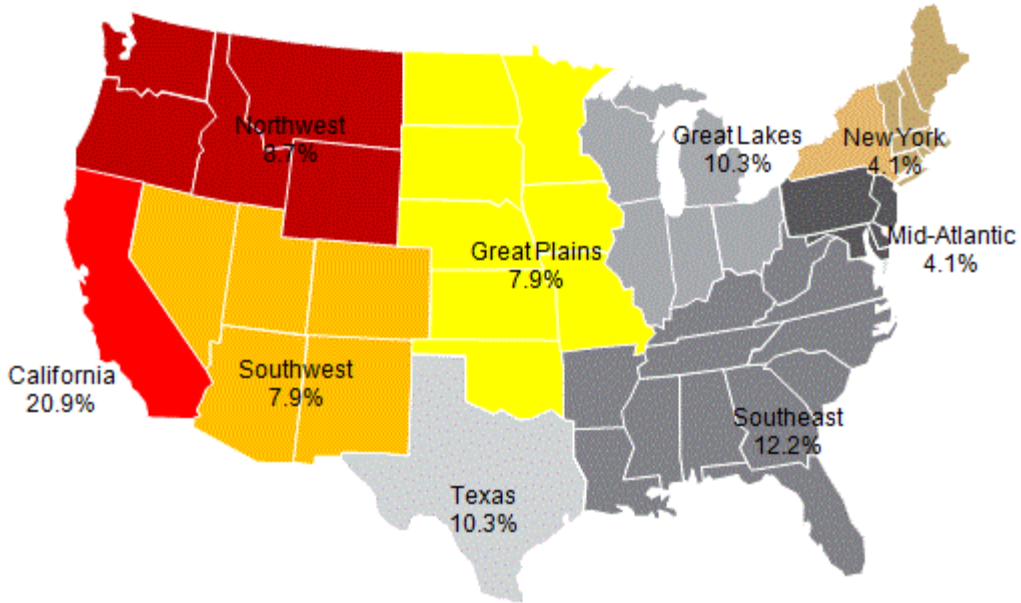


图 1.4-8: 2015 年美国天使投资地理分布（按投资案例数）

2015 年美国天使投资地理分布（按投资金额）

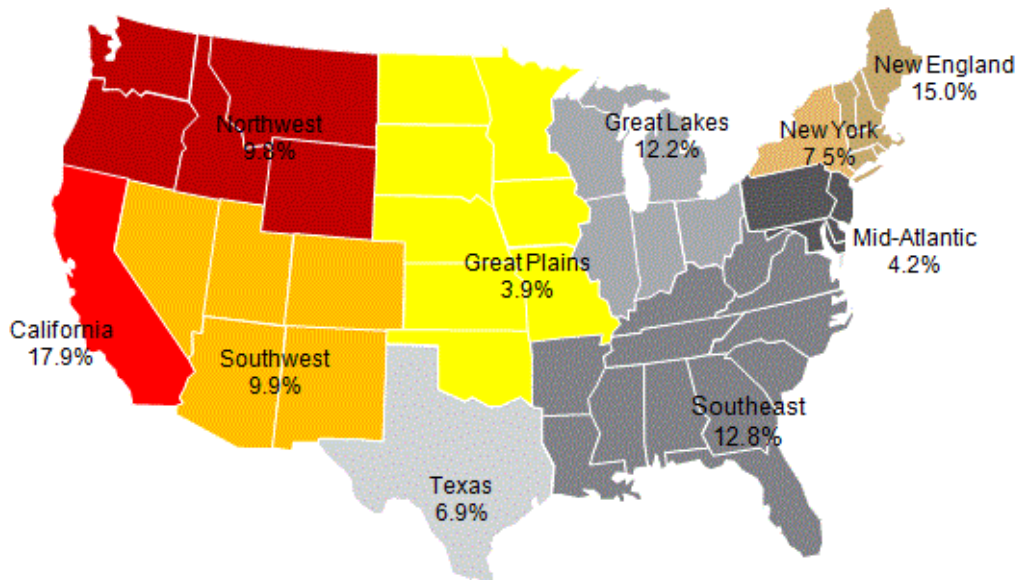


图 1.4-9: 2015 年美国天使投资地理分布 (按投资金额)

数据来源: Pitchbook, Halo Report 2015

根据 Halo Report 2015 的报告统计数据显示, 在美国天使投资的地理分布上, 加利福尼亚、美国东南部、新英格兰、德克萨斯和五大湖的投资案例数量最多, 是美国天使投资最为活跃的地区。另一方面从美国天使投资的投资金额角度分析其地理分布, 投资金额最多的区域则为加利福尼亚、美国东南部、新英格兰和五大湖。

(六) 机构分析

2015 年全球最活跃的种子期/天使期投资机构/个人投资者

序号	投资机构/ 个人投资者	投资案例数
1	500 Startups	84
2	Social Starts	47
3	Víctor Fernández Massó	39
4	Techstars	33
5	Slow Ventures	29
6	Paul Holliman	29
7	Great Oaks Venture Capital	29
8	Kima Ventures	27
9	Y Combinator	27
10	Plug and Play Ventures	24

数据来源: Pitchbook

第二章 2016 年天使投资行业现状及分析

2.1 2016 年天使投资行业发展概况

天使投资是企业创业过程中的第一批投资，指天使投资人或机构直接对有发展前途的创业初期小企业进行早期直接权益性资本投资的一种投资方式，投资人可在体验创业乐趣的同时获得投资增值。

20 世纪 80 年代，中国天使投资以政府天使作为起步，“863 计划”、“火炬计划”是两个由政府主导的投资于企业种子期的天使投资计划。中国政府因致力支持科技创新而成为了中国最早的天使，开始了对高风险创业投融资的早期形态、天使投资的探索。为了促进科技成果转化和技术型企业的创立与发展，1986 年中共中央发布《中共中央关于科技体制改革的决定》（中发【1985】6 号），其中明确指出，“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给予支持”。随后中国境内第一家创业投资公司中国新技术创业投资公司于 1986 年成立，股东为国家科委和财政部。20 世纪 90 年代，得益于互联网、高新技术企业的兴起和国外创业投资机构的进入，中国天使投资真正诞生。1996 年，留学归国的张朝阳创办爱特信获得了其在美国麻省理工学院老师 22.5 万美元的天使投资，为以后的搜狐公司的成长发展奠定了生存基础，这是目前公认的我国第一次天使投资。

随着互联网、高新科技企业的兴起以及一些国外创业投资机构的进入，我国的天使投资得以发展起来。进入 21 世纪之后，中国的天使投资开始发生了一些变化：首先是一些国内的高净值个人开始加入天使投资人的行列，特别是在浙江、江苏和广东等省份，富有民营企业家和部分创业者成为天使投资人，李开复、雷军、周鸿祎、蔡文胜、徐小平……这些活跃天使投资人已成为创业生态中重要的组成部分。除此之外，机构型“天使”也表现活跃。

2014 年被业内人士称为天使投资的元年，中国的天使投资在募资和投资端都相比之前达到了空前的活跃，自 2013 年起各地政府相继出台利好创新创业的政策，同时伴随着一系列明星天使投资案例的成功退出，天使投资的较高回报率刺激了越来越多的投资人加入到天使投资行列。2015 年以来，随着国内多层次资本市场的日益丰富及完善、行业监管政策的

逐步落定及成熟、“十三五”规划的出台、“双创”政策的提出以及众多政府引导基金的成立等，我国的天使投资得到快速发展，越来越多各行各业的成功人士开始跨界加入天使投资行业，尤其是互联网创业成长起来的创业者们，PE/VC 机构开始将投资阶段前移，参与到早期投资。天使投资行业由于较低的进入门槛受到越来越多投资者的青睐。2015 年在全民天使的热潮下，众多的创业公司获得了融资。但是随着 2015 年下半年经历的股市跌宕和政府暂停 IPO 等，一级市场受二级市场影响也迎来了资本的寒冬。且 2015 年下半年以来，大批创业项目失败，投资人在投资中也转向谨慎稳重。一方面，火热的天使投资热潮下，后续 VC/PE 的资金供给显得较为吃紧。另一方面，很多天使投资、天使基金的成功与投资者个人的积累、理解，进入市场的时机等有关，没有可以成功复制的经验。由此当前随着市场环境的变化，目前很多机构也在调整自己的投资策略，在资本寒冬的影响下，放慢了投资节奏，慢慢的扩大了资金规模，后移了投资阶段。

经过资本寒冬的洗涤，创业者和投资者们逐渐变得冷静，更加注重投资项目业务模式的本质价值和自我造血能力，估值预期也更加理性。基金的投向也越来越专注。在 2015 年天使投资白热化竞争时期，很多项目很容易就能拿到融资，市场上项目的估值也较高，在资本寒冬时期，创业资本遭遇泡沫，很多投资者在投资方面变得理性。另外，资本寒冬时期，很多机构募资所需花费时间有所增加，机构调整策略注重管理现金流，控制资本损耗。

2.2 天使募资分析

2.2.1 天使机构募集数量及规模

2016 年上半年我国经济虽然遭遇资本寒冬，但是在政策上获得了更加充分的支持。根据投中研究院的年度天使投资人调研问卷统计可知，其中的 15 家天使投资机构，在 2015 年内共成立 22 支天使投资基金，目标设立规模 26 亿元。截止到 2016 年 10 月底，共成立 24 支天使投资基金，目标设立规模 54 亿元。总体来说，基金的募资数量有所上升，单个基金的募资规模增大。在这些成立的基金中，5000 万元以下的有 6 支，总体目标设立规模 1.632 亿元；5000 万元-1 亿元区间的基金共 13 支，总体目标设立规模 7.104 亿元；1 亿元-2 亿元区间的基金共 12 支，总体目标设立规模 14.365 亿元；2 亿元-3 亿元区间的基金共 7 支，总体目标设立规模为 18 亿元；3 亿元以上的基金共 5 支，总体目标设立规模为 39 亿元；

其余 3 支基金未披露金额。

下面列举部分 2015 年以来我国成立的天使基金。

规模	机构名称	数量
5000 万元以下	启迪之星、长石资本、易一天使等	6
5000 万元-1 亿元	西科天使、启迪之星、钟鼎创投等	13
1 亿元-2 亿元	英诺天使、麦腾创投、青山资本等	12
2 亿元-3 亿元	海泉基金、明势资本、长石资本等	7
3 亿元以上	原子创投、丰厚资本、黑马基金等	5

投中研究院整理，2016.09

鉴于互联网金融领域多个 P2P 平台倒闭跑路，以及防止投资类公司进行非法集资等原因，北京、深圳和上海等一线城市的投资类公司的工商注册进一步收紧，甚至暂缓办理，仅对极个别符合特定条件的公司放开（如国企背景 PE 机构，引导基金参股的子基金等）。这对整个私募基金行业造成了一定的影响。有助于对私募基金行业乃至天使投资行业的正本清源。这种整顿在源头上对天使投资行业的募资有重要的规范作用。

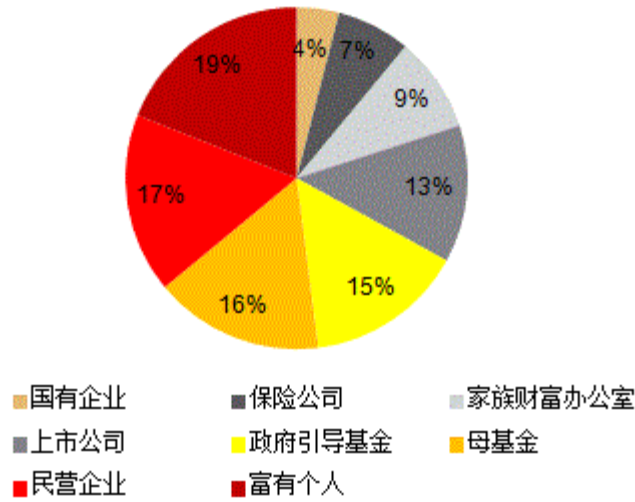
2016 年 1 月 9 日，北京工商局发布《关于在全市范围内暂停投资类企业登记的通知》，其中规定：1、暂停核准包含“投资”、“资产”、“资本”、“控股”、“基金”、“财富管理”、“融资租赁”、“非融资性担保”等字样的企业和个体户名称；2、暂停登记“项目投资”、“股权投资”、“投资管理”、“投资咨询”、“投资顾问”、“资本管理”、“资产管理”、“融资租赁”、“非融资性担保”等投资类经营项目；3、名称或经营范围中有上述表述的企业申请迁入北京市的，暂停办理登记。2016 年 1 月，深圳市金融办发布《市金融办关于暂停全市互联网金融企业商事登记注册的函》，其中规定：自 2016 年 1 月 1 日起，暂停深圳市新增互联网金融企业名称及经营范围的商事登记注册。2016 年 4 月，上海市政府发布《上海市进一步做好防范和处置非法集资工作的实施意见》，其中指出：工商部门要切实加强对非法集资风险高发行业的登记管理，严格把握准入标准，重点关注企业股东背景、信用状况、经营团队、运营方案、风控措施等，做好风险评估。各区（县）政府要密切关注投资理财、网络借贷等风险高发重点领域，辖区主要商务楼宇、科技园区、招商中心等要明确“谁引进、谁负责”的招商原则，落实源头防控。2016 年 10 月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》，指出：非金融机构、不从事金融活动的企

业，在注册名称和经营范围中原则上不得使用“交易所”、“交易中心”、“金融”、“资产管理”、“理财”、“基金”、“基金管理”、“投资管理”、“财富管理”、“股权投资基金”、“网贷”、“网络借贷”、“P2P”、“股权众筹”、“互联网保险”、“支付”等字样。

根据投中调研发现，虽然市场上对于资本寒冬的言论不绝于耳，但是对于比较优秀的天使投资机构来说，其在资金募集方面受到资本寒冬的影响较少，募资难度与往年无异，但资本寒冬对于较小的机构或者对于业绩一般的机构则影响较大，这主要是由于二级市场的动荡向一级市场穿透，引起资金收紧导致投资机构募资困难。

另外，根据投中年度 GP 调研发现，对于人民币基金来说，管理机构倾向于选择最多的 LP 类型是民营企业和高净值个人，紧跟其后的是母基金、上市公司和政府引导基金。根据投中旗下数据终端 CV Source 的统计数据显示，截止到 2016 年 10 月，我国现有包括企业投资者、公共养老金、家族基金、大学及基金会、FOF、引导基金、政府机构、资产管理公司及银行保险信托在内的 LP 共 9879 个，其中资金来源为中资的 LP 为 8117 个，资金来源为外资的 LP 为 1662 个，资金来源为中外合资的 LP 为 100 个。LP 类型为企业投资者的个数是 5931。可以看出包括企业、政府机构等在内的机构型投资者的数量已近半数。越来越多的 LP 类型开始进入股权投资市场，除了原有的高净值个人外，我国天使投资的机构化趋势明显，社保基金、保险公司、政府引导基金、家族基金办公室、上市公司和母基金等机构投资者在其中扮演着越来越重要的角色，我国天使股权投资的 LP 市场格局日趋多元化，变得越来越理性和成熟。相对于高净值个人而言，机构化 LP 在投资时较为专业。

国内天使投资机构倾向的LP类型



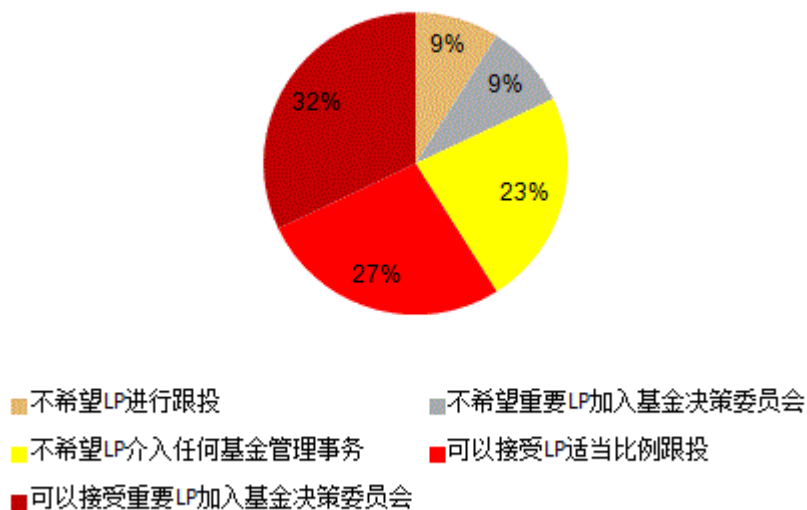
数据来源：投中年度GPI调研

投中研究院整理，2016.09

图 2.2.1-1：国内天使投资倾向的 LP 类型

与此同时，关于 LP 在基金管理中的角色，有 32%的管理机构可以接受重要 LP 加入基金决策委员会，有 27%的管理机构可以接受 LP 适当比例跟投，有 23%的管理机构不希望 LP 介入任何基金管理事务，剩余的则是不希望 LP 跟投或进入决策委员会。

天使投资机构对LP在基金管理中的角色看法



数据来源：投中年度GPI调研

投中研究院整理，2016.09

图 2.2.1-2: 天使投资机构对 LP 在基金管理中的角色看法

2.2.2 政府投资引导基金出资成为天使投资机构重要资金来源

当前采用政府投资引导基金的方式吸引社会闲置资本出资和引导股权投资的方向,是财政治理理念和资金管理方式的深刻变革,体现了政府对财政资金管理投入的创新,同时也是政府对重点项目、重大产业和实体经济发展的的重要支持方式。

从广义上来说,引导基金是由政府设立的政策性基金,政府产业引导基金、创业投资引导基金以及科技型中小企业创新基金等都属于引导基金。狭义上的引导基金主要是指政府创业投资引导基金。引导基金应具备以下三个特点:第一,非营利性。引导基金是不以营利为目的的政策性基金,并非商业性基金;第二,不直接参与创业投资。第三,市场化、有偿方式运作。引导基金应按照市场化的有偿方式运作,而不是通过政府拨款、贴息等无偿方式运作。

此外,引导基金作为 LP 出资天使机构还主要表现出以下特点:

第一,政府引导基金出资具有明显的财政杠杆作用,引导基金的宗旨是发挥财政资金的杠杆放大效应,增加创业投资资本的供给,克服单纯通过市场配置创业投资资本的市场失灵问题。在实践中,引导基金通常要求子基金规模的一定比例或以政府出资额的 1:1 或 1:2 的比例投资于当地,这具有明显的规模放大效应,对于早期项目来说,单笔投资金额较后期项目较少,可以扩大被投企业的数量。第二,引导基金由于“地方财政”的性质,一般会要求子基金投资注册地在当地,或子基金应优先投资于当地范围内的企业,这些特点使得政府引导基金具有明显的行政色彩,可能会降低优质项目源,降低子基金的投资效率。另外,少部分政府引导基金会参股子基金管理公司,这种情况下由于政府有一定的决策流程,可能会由于政府的流程决策较慢而造成子基金的投资决策效率低。第三,在退出渠道方面,由于基金的退出一旦牵扯到国资委较麻烦,因此,可能会面临退出渠道不畅的问题。第四,政府比较关心财政资金的安全,因此政府引导基金在挑选 GP 时较为谨慎,比较关心机构的投资业绩和团队能力,这可能会客观的帮助梳理天使投资机构。并且,由于政府具有较持续的出资能力,因此可以实现真正的价值投资。

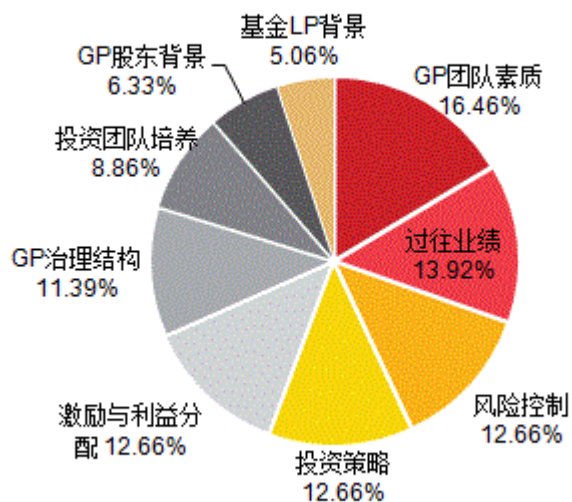
2015 年,国家出台了一系列利好的政策,我国的政府引导基金也从之前的缓慢增长开

始呈现出全国遍地开花的井喷之势。具体来说：2015 年 3 月 11 日，国务院办公厅发布《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》，2015 年 6 月 11 日，国务院发布《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，2015 年 9 月 26 日，国务院发布《国务院关于印发加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》。虽然 2015 年下半年以来股市的持续跌宕引发股权投资市场的资本寒冬，但政策红利下我国的创业投资仍得到了国家的高度支持，各地政府纷纷出台管理办法设立引导基金。

根据投中信息 2015 年政府引导基金调研情况显示，在投资前期，引导基金评估子基金是否能成为其投资标的时，主要聚焦于子基金的 GP 团队情况、风险控制、投资策略、GP 治理结构、GP 股东背景、基金 LP 背景等几个方面。其中对于 GP 团队情况的考察是政府引导基金关注的重中之重，这在投中信息协助政府引导基金做子基金尽职调查的过程中也得到验证。

团队的稳定性、团队整体的激励机制与利益分配、成员的精力分配、团队的核心素质、过往业绩、团队成员之间是否具备在一个完整的投资周期内管理基金的经历等都是政府引导基金在评估子基金时对于 GP 团队情况考察的重要关注点，这些也都是 GP 团队能成功运作一支基金的基础。同时，政府引导基金在评估子基金时，对于子基金的风险控制以及投资策略也较为关注，虽然政府引导基金并不以营利为目的，但需要保证所投资金的安全性；而且政府引导基金关注子基金的投资地域以及投资行业，从而确保政府引导基金可以起到撬动社会资本，带动当地经济的效果。政府引导基金对于 GP 的治理结构、GP 股东背景以及基金 LP 的背景在评估过程中也会有所关注。

政府引导基金评估子基金主要指标



数据来源：投中年度GP调研

投中研究院整理，2016.09

图 2.2.2-1：政府引导基金评估子基金主要指标

在投资领域方面，我国政府引导基金对 TMT、医疗健康和消费品及服务的关注度最高，占比例分别为 36.92%、23.08%和 12.31%。

在我国经济结构转型升级的大背景下，TMT 行业作为战略新兴产业的重要组成部分受到国家的大力支持，成为政府引导基金的投资重点，云服务、大数据等新兴科技产业也成为 TMT 行业中的投资热点。还有，由于健康越来越受到国人的关注和重视，健康产业极具有投资潜力，已成为我国经济产业中一大“朝阳产业”，且医疗健康领域存在着一定的技术壁垒，投资回报率较高，所以其也受到了政府引导基金的追捧。除此之外，随着我国经济下行压力的不断加大，稳增长成为我国政府的首要任务，消费品及服务作为稳定经济增长速度、拉动内需的新引擎，也是政府引导基金较为关注的领域。

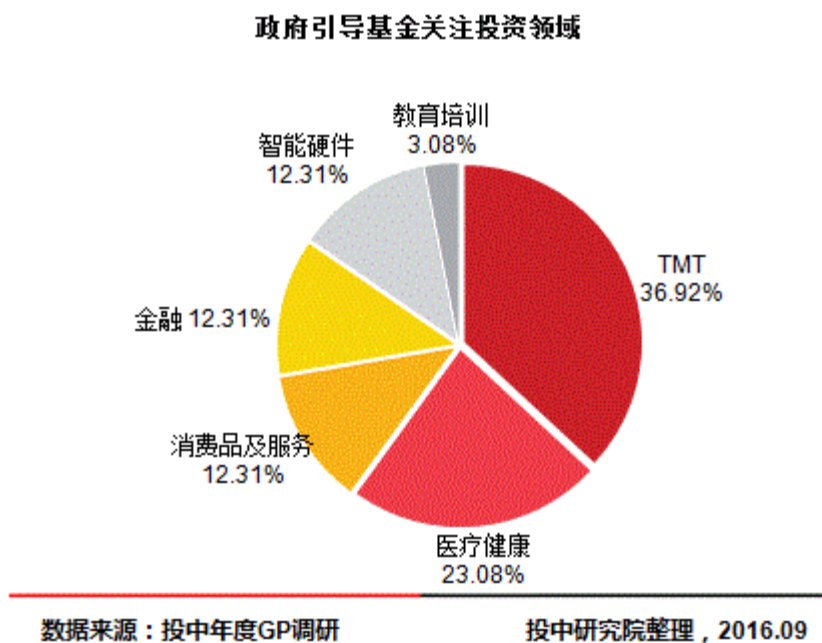


图 2.2.2-2：政府引导基金关注投资领域

2.2.3 市场化母基金成为天使投资机构重要 LP

母基金（Fund of Funds，简称 FOFs）指投资于基金组合的基金，与一般基金最大的区别在于 FOFs 是以“子基金”作为投资对象，即通过对子基金进行投资从而对子基金投资的项目公司进行间接投资的基金。目前我国母基金发展的动力主要有四个方面，第一，市场上基金管理团队人员不断壮大、水平更具专业性。第二，国家的政策红利支持及政府大力推动财政资金的市场化运用。第三，金融机构的无风险收益下降，市场上闲置资金增多，为私募股权提供了资金来源。第四，创新创业的热潮及产业的转型升级。当前，市场化母基金成为天使投资机构的重要 LP，宜信财富私募股权投资母基金是真格基金的 LP，就是其中的重要体现之一。

母基金对于推动私募股权基金行业发展有着积极作用。LP-GP 关系是有限合伙制的核心，优质的 GP 和 LP 关系为 GP 提供长期稳定的资金来源，使得 GP 能够将主要精力放在项目的投资和管理上。

特点	介绍
LP-GP 关系	<p>第一，在基金条款的设置中，基金收益分配设计和管理费用结构等关键条款影响着 GP 的积极性，是保证 GP 和 LP 利益一致性的关键因素。FOF 作为专注于私募股权行业的专业投资人，长期的投资经验有利于 FOF 在关键条款的谈判中发挥积极作用，平衡 LP-GP 之间的利益关系；</p> <p>第二，GP 在运营过程中需要建立透明、及时的沟通制度，及时有效的向 LP 披露基金运营信息。优秀的 FOF 一方面自身拥有比较成熟的 LP 沟通机制，另一方面由于自身投资众多优秀的子基金，还可以借鉴行业的最优做法，为子基金建立沟通制度，提供有效的建议；</p> <p>第三，LP 的专业度；由于私募行业的长期性且非流动性，宏观经济短期波动等外部因素会在短期内对基金账面回报率产生不利影响，由于 FOF 的专业度，能够对不利的变动有客观的评估，给予 GP 充分的理解和支持；</p> <p>综上：FOF 在以上所有方面均能够为子基金提供有力的增值服务，扮演了 GP（相对于 FOF 的投资人来说）和 LP（相对于子基金来说）的双重角色，更能全面理解 LP-GP 关系，为子基金 LP-GP 之间的良性互动奠定良好的基础</p>
基金募集	<p>第一，FOF 是长期稳定的资金来源。子基金更愿意选择能够持续稳定出资的 LP，建立长期合作关系。FOF 通常能够为业绩优秀的子基金团队长期注资，而不受到私募股权市场资产配置比例的限制；</p> <p>第二，FOF 能够为子基金构筑更优化的 LP 结构，保证长期稳定的资金渠道。不同地区、不同类型的 LP，会根据政策环境和市场的变化调整其在 PE 市场的资产配置，因此过分单一的 LP 构成是基金的资金来源稳定性的潜在隐患。歌斐等 FOF 自身优化的 LP 构成能够多样化子基金的 LP 构成；</p> <p>第三，FOF 的加入通常能够缩短子基金募集周期。FOF 作为专业投资人，在尽职调查方面和基金条款的谈判，以及后续 GP 表现的长期跟踪上都具有很强的专业度，因此 FOF 在基金募集早期加入，或者作为基金的领投人对于基金的潜在 LP 是一个积极的信号，可以推进基金的成功募集，缩短募集周期</p>
投资战略	<p>FOF 作为 LP，在子基金投资建议委员会中占有席位，对于子基金投资战略积极作用体现在两个方面：在宏观层面上，FOF 为子基金投资战略方向提供专业的建议；在微观层面上，为子基金提供行业人脉和资源；</p> <p>总之，FOF 作为私募股权行业的重要投资者，能够在资金以外为子基金提供更多的增值服务，很好地发挥出作为 LP 的优势</p>

资料来源：公开资料

投中研究院整理，2016.09

我国 FOFs 自上世纪 90 年代探索起步，后来经历快速发展阶段。如今，伴随着私募股权基金的快速发展，我国 FOFs 产业链也日益完善，行业参与者明显增多，已经步入规范运作的阶段。

市场化母基金主要相对于政府背景母基金而言。对于政府背景的母基金来说，在国家政策红利的带动下，各地政府都希望借助母基金引导来撬动社会资本，发挥财政杠杆作用，带动当地经济的发展。但同时政府背景母基金会对投资的子基金附加限制条件，尤其是投资区域上，一般会要求所投子基金规模的一定比例，或者以政府出资额的 1:1 或 1:2 等的比例投资于当地。

政府引导母基金具有限制条件多、市场化运作能力不强和管理团队股权投资的专业能力较弱等问题。相对来说，市场化母基金更偏重市场化的原则，在投资时具有投资决策市场化

的特点,基于收益和风险等投资要素做评估,而不用考虑较多的限制条件。在资金募集方面,市场化母基金通常基于市场化的原则,在资本市场上寻找风险、收益、期限及流动性等相匹配的资金。此外,由于政府引导母基金的国资背景,激励制度常带有一定的限制,并且基金的退出一旦牵扯到国资可能会较麻烦,但市场化母基金相对来说具有激励制度市场化和退出机制市场化等特点。

对于市场化母基金来说,募资是其面临的一个较大的挑战,市场化母基金不同于政府背景母基金有财政资金的参与、有国企企业的参与和主导,它的资金来源更加的市场化,因此面临较大的挑战。

对于市场上比较关注的母基金双重收费问题。事实上,按母基金通常的收益分配次序,除非母基金年化收益率非常低,或者管理费不会成为投资者的真正负担。并且母基金还具有风险二次分散的功能。在股权投资市场中,中小投资者由于资金规模较小,一般一次只能投资几个甚至一个基金,而股权投资具有较高的失败风险,母基金则能够通过资产再组合,选择不同的子基金管理公司和项目以覆盖不同的行业、地域和投资团队,可以达到有效分散股权投资风险的目的。

部分市场化私募股权母基金的管理机构名单如下:

序号	机构简称	机构全称
1	歌斐资产	歌斐资产管理有限公司
2	元禾控股	苏州元禾控股股份有限公司
3	宜信财富	宜信财富私募股权投资母基金
4	金晟资产	深圳金晟硕业资产管理股份有限公司
5	国开开元	国开开元股权投资基金管理有限公司
6	尚心投资	尚心华滋(北京)投资管理有限公司
7	碧桂园家族母基金	碧桂园家族母基金
8	盛世投资	北京盛世宏明投资基金管理有限公司
9	汉景母基金	上海汉心景红投资管理有限公司
10	盛景嘉成	北京盛景嘉成投资管理有限公司
11	悦达善达	江苏悦达善达股权投资基金管理有限公司
12	小村母基金	上海小村资产管理有限公司
13	步长家族母基金	北京大得宏涛资产管理有限公司
14	君紫资本	北京君紫投资管理有限公司
15	雅登投资	雅登投资管理有限公司
16	复兴昆仲	上海复星昆仲股权投资管理有限公司

17	紫马基金	北京紫马投资基金管理有限公司
18	银信科创	成都银科创业投资有限公司
19	信达资本	信达资本管理有限公司
20	紫荆资本	北京紫荆华融资本管理有限公司
21	Habour Vest	Habourvest Partners,LLC
22	鲲行投资	鲲行资本管理公司
23	熠美投资	上海熠美股权投资管理合伙企业（有限合伙）
24	FLAG Squadron Asia	FLAG Squadron Asia Limited
25	LGT 资本中国	LGT Capital Partners
26	国创开元母基金	国创开元股权投资基金（有限合伙）
27	行健资本	行健资本管理集团有限公司
28	合众集团	瑞士合众集团（Partners Group）
29	中科招商	中科招商投资管理集团股份有限公司
30	尚高资本	Siguler Guff&Company,LP
31	雅丹投资	ADAMS STREET PARTNERS
32	亦庄国投	北京亦庄国际投资发展有限公司
33	盈富泰克	盈富泰克创业投资有限公司

来源：中国母基金联盟
2016.09

投中研究院整理，

2.3 天使投资分析

2.3.1 天使投资数量及规模

2016 年上半年我国深化经济结构调整，资本市场步入低迷，但同时又处于政策环境相对较为宽松的时期。根据投中研究院统计，2015 年 8 月至 2016 年 8 月以来，我国共发生 2293 起天使投资案例，涉及投资金额 109.22 亿元，平均单笔投资规模为 476 万元。其中，2015 年第四季度投资 582 案例，涉及投资金额 26.88 亿元，2016 年第一季度投资 449 案例，涉及投资金额 20.80 亿元，2016 年第二季度投资 489 案例，涉及投资金额 25.60 亿元。可以看出 2016 年第一季度以来，我国的天使投资在资本寒冬的影响下较 2015 年有所下降，虽然第二季度有反弹的趋势，但也没并没有超过 2015 年第四季度的投资金额和投资数量，截至到 2016 年 8 月底，2016 年 7、8 月份的投资金额和投资案例数也均低于 2016 年第二季度的 2/3。

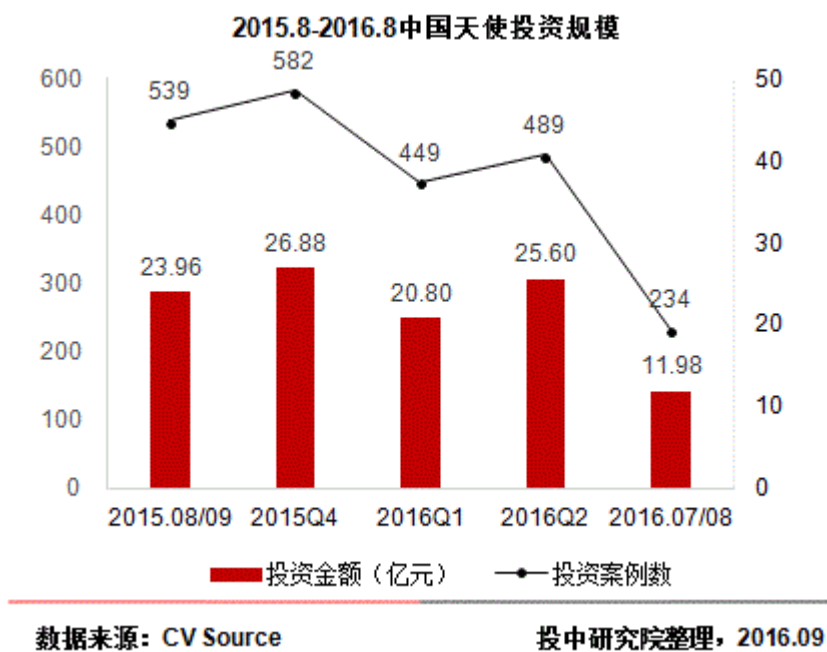
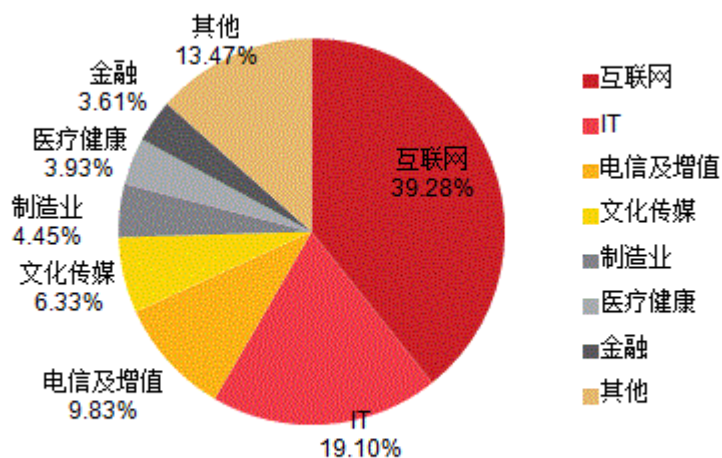


图 2.3.1: 2015.8-2016.8 中国天使投资规模

2.3.2 天使投资行业分布

2015 年 8 月到 2016 年 8 月之间, 我国天使投资的行业主要分布在互联网、IT 和电信及移动增值。投资金额方面占比分别为 39.28%、19.10%和 9.83%。在投资案例数量方面, 占比分别为 39.44%、18.54%和 9.68%, 此外, 制造业、医疗健康及金融等行业也受到了天使投资人的广泛关注。而在这个大的框架下, 细分行业逐渐多元化, 例如 2015 年开始升温的智能硬件、企业服务、消费升级、大数据和产业升级等都受到投资者的重点关注。

2015.8-2016.8中国天使投资行业分布（按投资金额）

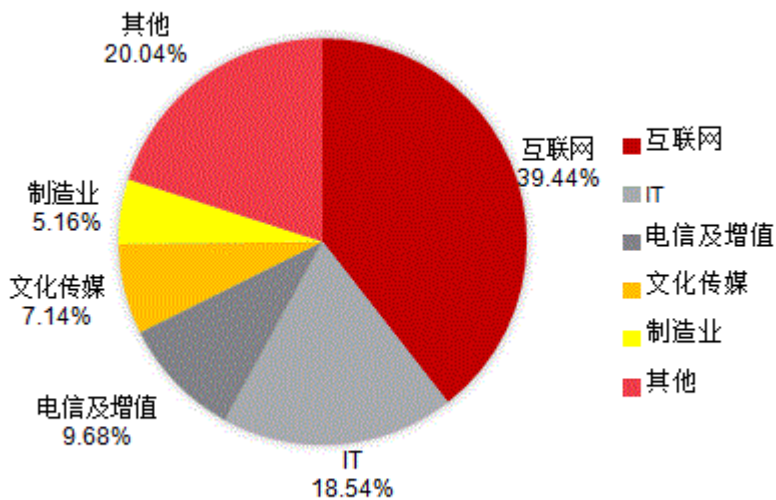


数据来源: CV Source

投中研究院整理, 2016.09

图 2.3.2-1: 2015.8-2016.8 中国天使投资行业分布（按投资金额）

2015.8-2016.8中国天使投资行业分布（按数量）



数据来源: CV Source

投中研究院整理, 2016.09

图 2.3.2-2: 2015.8-2016.8 中国天使投资行业分布（按数量）

行业分布方面，中国天使投资行业分布较为集中，在“互联网+”的大背景下，与互联

网相关的项目都会吸引绝大多数投资者的眼球。投中研究院认为，一方面，互联网行业属于轻资产行业，企业创业门槛相对较低，所需资金规模较小，具有高成长性、未来发展空间较大；另一方面，“互联网+”概念的兴起，是由于其具有对传统行业极强的改造能力，很多传统企业已经开始尝试营销的互联网化，借助 B2B、B2C 等电商平台来实现网络渠道的扩建。

2016 年 3 月 5 日，李克强在十二届全国人大四次会议上作《政府工作报告》，突出抓好三个方面，其中之一就是促进制造业的升级，深入推进“中国制造+互联网”，建设若干国家级制造业创新平台，实施一批智能制造示范项目，启动工业强基、绿色制造、高端装备等重大工程，组织实施重大技术改造升级工程，互联网行业成为拉动中国经济再上新台阶的新措施。同时伴随着《中国制造 2025》出台，人工智能、智能硬件持续成为关注的重点。

2016 年的《政府工作报告》中指出在全国开展消费金融公司试点，鼓励金融机构创新消费信贷产品。互联网消费金融具有小额分散的特点，风险相对可控。另外随着人们生活水平的提高，和人们生活相关的保险和支付等金融行业衍生较大的投资机会。

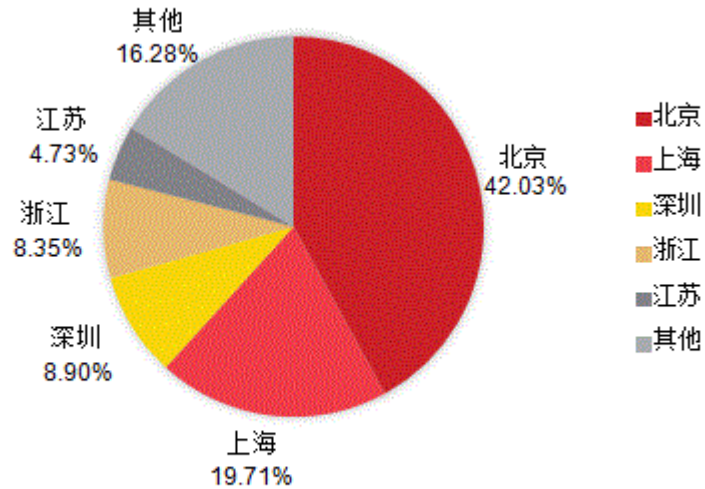
企业服务更多指的是用 IT 手段改造企业流程，移动互联网时代，信息流通方式发生改变，互联网对传统资源进行重新配置，随着人工成本的增加，中国经济高速增长带来的红利可能会消失。在这情况下，企业需要改变他们的运营方式。差异化竞争成为企业下一阶段重点关注的方向，由此诞生了很多企业服务领域内的投资机会。钉钉和企业微信就是企业服务领域比较成功的公司。

目前，我国已经进入了一个快速消费升级的阶段，人们的生活和衣食住行息息相关。最近的五年，我国的经济已经从稀缺经济转成了过剩经济，人们不再关心吃饱穿暖，而重要关注在物品的高质量和差异化。在我国，和互联网结合产生的新的内需都离不开消费升级，由此诞生了很多消费升级领域内的机会。举例来说体育产业就是典型的消费升级行业，当人们的收入和消费能力达到一定阶段，开始关注于自身的健康和身体，对于新一代的年轻人，体育会成为他们主要的消费。其次，近两年爆发的海淘也被视为典型消费升级的产物。

2.3.3 天使投资地区分析

以近一年间获得天使投资企业的地区分布来看，在投资金额方面，北京、上海、深圳位列前三位，占比分别为 42.03%、19.71%和 8.90%，江浙地区紧随其后。在投资案例数量方面，北京、上海、深圳也位列前三位，占比分别为 43.74%、18.80%和 9.29%，此外，浙江和广东（除深圳外）地区的天使投资也非常活跃。总体来说，创业投资依然以北上广及江浙地区为主，地区差异仍十分明显。

2015.8-2016.8中国天使投资地区分布（按投资金额）

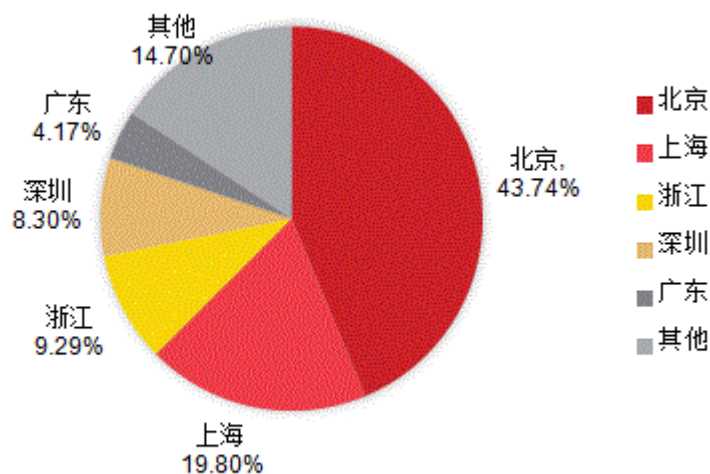


数据来源：CV Source

投中研究院整理，2016.09

图 2.3.3-1：2015.8-2016.8 中国天使投资地区分布（按投资金额）

2015.8-2016.8中国天使投资地区分布（按数量）



数据来源：CV Source

投中研究院整理，2016.09

图 2.3.3-2：2015.8-2016.8 中国天使投资地区分布（按数量）

北京地区的天使投资无论在投资案例数量还是投资金额方面均居各地区之首。主要是由于北京具有极强的创业基础及各类特色人才，所以，吸引绝大多数投资机构将总部落地北京，因此北京市的天使投资市场基本可以作为我国天使投资市场的晴雨表。根据北京市科委联合北京创业孵育协会、北京众创空间联盟以及社会研究机构共同发布的《2015 年北京市众创空间发展报告》和《北京市众创空间蓝皮书 2015》显示，2015 年北京市新创办科技型企业突破 4 万家、国家高新技术企业 1.2 万家，数量居全国首位。截止 2016 上半年，北京市共有众创空间 200 多家，孵化器、大学科技园 150 多家，服务企业超过 2 万家。北京创业环境吸引了全国大多数的天使投资人和天使投资机构，根据投中旗下数据终端 CV Source 显示，截至 2016 年 10 月，总部位于北京市或在北京设有办公室的投资机构共有 2128 家，管理资金总额超过 19600 亿美元。一方面国内创投机构的集聚效应比较凸显，另一方面，尤其在国内外创业氛围不断活跃，2015 年初“众创空间”被写入政府工作报告，2015 年 5 月李克强总理走访中关村创业大街等政策持续推动、创业环境优化、产业结构调整等诸多因素影响下，北京市的投资潜力不断凸显；预计未来一段时间内北京市在全国的天使投资市场的地位将持续稳定在第一梯队，其他城市很难超越。

上海大力发展天使投资市场，出台一系列政策扶持天使投资，使其成为国内领先的天使投资市场新高地。2015 年 5 月，上海市委、上海市人民政府出台了《关于加快建设具有全球影响力的科技创新中心的意见》，对加快建设具有全球影响力的科技创新中心提出了意见。其中提出要“扩大政府天使投资引导基金规模，强化对创新成果在种子期、初创期的投入，引导社会资本加大投入力度，对引导基金参股天使投资形成的股权，5 年内可原值向天使投资其他股东转让”。2015 年 9 月，上海市政府办公厅印发《关于进一步加大财政支持力度加快建设具有全球影响力的科技创新中心的若干配套政策》，进一步提出要“建立对天使投资的风险补偿机制”。2015 年 9 月，上海市市人力资源社会保障局等发布《关于服务具有全球影响力的科技创新中心建设实施更加开放的国内人才引进政策的实施办法》，指出符合一定的条件的创业管理人才持《上海市居住证》办理常住户口时可缩短年限。另外符合一定条件的还可直接办理常住户口，如“获得科技企业孵化器或创业投资机构首轮创业投资额 1000 万元及以上或者累计获得创业投资额 2000 万元及以上（须资金到位并持续投资满 1 年）的上海市企业中持股比例不低于 10% 的创业人才，在企业连续工作满 2 年的，可以直接申办本市常住户口”。2014 年上海市设立了天使投资引导母基金，通过参股的形式，引导社会资本成立天使投资基金，扩大上海市天使投资基金规模。此外，考虑到早期的科技企业风险较高，不确定因素多，成功率较低，上海市于 2016 年初出台了《上海市天使投资风险补偿管理暂行办法》作为配套政策，通过部分补偿投资损失的方式，鼓励天使投资基金投向初创期、早中期的科技企业，帮助和促进科技企业快速成长。进一步优化和完善了上海市的天使投资环境。根据投中信息数据库资料显示，截至 2016 年 10 月，总部位于上海市或在上海设有办公室的投资机构共有 2223 家，管理资金总额超过 17547 亿美元。

对于深圳来说，同样依托着众创空间和双创等利好政策，成为国内领先的天使投资市场新高地。根据投中信息数据库资料显示，截至 2016 年 10 月，总部位于深圳市或在深圳办公室的投资机构共有 1349 家，管理资金总额超过 1550 亿美元。深圳的创业活力也决定了其城市的经济发展。《财富》中文版发布的 2015 年上市公司中国 500 强排行榜中包含了不少在深圳创业起家的高科技企业如华为、腾讯、比亚迪、中兴通讯等。深圳得天独厚的环境，让企业在深圳能够快速健康发展。根据国家工商总局数据，截止 2014 年底，深圳包括企业和个体户在内的市场主体总量和重庆并列第一，均为 171.9 万户。此外，2016 年第二届双

创周的主会场花落深圳，在双创周活动方面，北有中关村，南有深圳湾。在深圳湾创业广场中，“产业用房租售执行政府指导价，明显低于周边市场化项目的租售价格，对于符合入驻条件的企业，可享受国家和地方给予高新技术企业的税收优惠等政策，还可申请租金减免”。总体来说深圳浓厚的创业氛围、良好的创新环境、多样的创新载体都促成了其活跃的天使投资市场。

2.3.4 天使投资领域分析

（一）新国货

国货通常是指中国自己制造的工业品。长久以来，“MADE IN CHINA”的标注让“中国货”成为一个在全球范围内广为人知的符号。但同时，市场上充斥着关于中国货等于“山寨”、“劣质”的认知，随着时代的发展，出现了一批在逆势回潮中崛起的国货们，他们以高性价比、高技术含量等重新定义“中国制造”，被称为新国货。

我国是一个制造大国，经济总量排名全球第二，但我国不是一个制造强国，改革开放的前 20 年，中国是稀缺经济，发展到最近的五到十年，我国的经济开始转型，从稀缺经济转成了过剩经济，出现产品积压和销售压力，随着销售渠道的日益完善，竞争达到白热化的状态，人们开始更加关注产品的品质问题，由此聚焦新国货。

2015 年我国境外消费高达 12000 亿，本质原因在于国内供给的产品质量不够好或是价格较高。2010 年 4 月，雷军与 Google 中国工程研究院原副院长林斌、摩托罗拉北京研发中心原总工程师周光平、北京科技大学工业设计系原主任刘德、金山公司原设计总监兼金山词霸总经理黎万强、微软中国工程院原开发总监黄江吉和 Google 中国原高级产品经理洪峰一起联合创办了小米科技。5 年内小米公司的估值增长 180 倍，成为中国乃至全球成长较快的企业，目前估值已经高达 460 亿美金，一度成为全球估值较高的初创企业。小米创造了手机销售的新模式，通过高性价比倒逼了整个手机行业的升级与进步，成为新国货的典型代表。

华为、格力等“新国货”品牌也在国外市场一路高歌，主要原因在于他们的技术创新，根据 Interbrand 最近发布的《2016 年全球最佳品牌报告》最新排名显示，华为名列 72 位，

较 2015 年上升了 16 位。2014 年华为成为首个进入榜单的中国大陆品牌，如今已连续两年实现排名跃升。Interbrand 表示：“2016 年华为再次成为 Interbrand 最佳全球品牌排行榜上的一个焦点，品牌价值约 58.35 亿美金，同比增长 18%，名次由 88 位迅速上升至 72 位，是科技领域排名上升最快的品牌之一。华为的品牌价值的持续提升源于其成就客户的信念，以及持续为客户创造价值的执着，通过提供创新的 ICT 产品、服务和解决方案，构筑全联接世界。从区域方面看，华为的品牌认知度在欧洲得到了提升，除了运营商业和企业业务外，其积极创新的形象逐渐在消费者中建立认知。与此同时，今年华为发布的一系列的优秀产品也大大的提升了在中国的品牌影响力，持续保持其领导地位。” 华为坚持每年将收入的 10% 以上投资于研发，在全球设立了 16 个研发中心。在德国韦茨拉尔，华为最新设立了麦克斯·别雷克创新实验室，与徕卡开展联合研究，共同开发提升移动设备影像的创新技术。此外，华为在中国、欧洲和其他地区还设有十几个开放实验室同时，华为还设立了 10 亿美元的“开发者启动项目”，为合作伙伴和应用开发者提供强有力的支持。

2016 年 3 月 5 日，国务院总理李克强做政府工作报告，提到改善产品和服务供给，要突出抓好提升消费品品质、促进制造业升级、加快现代服务业发展 3 个方面。首次提出工匠精神，“鼓励企业开展个性化定制、柔性化生产，培育精益求精的工匠精神，增品种、提品质、创品牌”。这些都表明国货问题引起了国家的高度重视。

进入 2016 年之后，“新国货”一词开始成为中国品牌追逐的方向。随着消费升级的时代到来，消费者开始更加注重产品的品质，更愿意为高性价比的产品买单。对于消费者而言，极具性价比的国货精品越来越具有吸引力。

（二）移动出海

根据艾瑞咨询与白鲸研究院联合发布的《中国出海移动应用发展盘点报告 2016》显示，截止 2015 年底，我国的手机网民占全部网民的比例已超 90%，超全球平均水平约 20%。随着易转化人群的比例减少，我国国内的手机网民规模增速放缓。根据艾瑞整理 eMarketer 数据显示，截止 2015 年全球智能手机用户已达 18.6 亿，在手机用户中占比 43.7%。预计 2017 年，仍会保持每年 10% 以上的速度增长。

我国已经成为移动互联网行业的领军国家之一。目前对于国内的互联网行业来所，BAT 及其相关公司占据了市场的 80%，相对来说，海外市场起步较晚，海外新兴市场，如印度、

巴西、印尼等呈现出移动应用市场高速发展的态势。伴随着智能手机和移动网络的的高渗透率，海外移动互联网的环境不断的完善，呈现出较大的发展空间，为我国的移动应用出海创造了机会。总体来说，移动出海的原因主要有两方面，一是可以避免国内的竞争红海，目前我国移动互联网市场已经充分竞争，随着竞争环境的日益激烈，人口红利消失。另一方面，海外市场的需求和资本的全球化也促进了移动出海的发生。

从移动互联网的发展来看，国内市场的激烈竞争使得我国的互联网企业在技术和产品方面较领先，我国有着强大的互联网开发群体，他们的竞争意识和服务意识较强。根据世界著名的编程竞赛组织 HackerRank 近期发布的报告显示：根据各国程序员在算法、数据结构、分布式系统、编程语言等几个领域竞赛总得分来看，中国获得了第一名。这反映我国互联网公司在移动互联网全球化竞争上的整体技术优势。从移动出海的价值来说，目前出现了越来越多主打海外市场的 App 产品，如长期在 Google play 排行榜上占据热门的猎豹清理大师、相机 360 等应用，这些预示着我国 App 出海策略的成功。随着新兴国家的手机覆盖率的快速上升，应用下载的数量也在明显增多，这和几年前的我国市场如出一辙。总体来看整个海外新兴的移动互联网市场为国内移动应用出海创造了机会。目前我国的移动互联网市场已经属于充分竞争的成熟市场，在面向新兴市场时，只要产品能够匹配当地的硬件和经济水平，就有爆发性发展的机会。

中国互联网企业正处在出海浪潮中。目前移动出海的投资机会也吸引了越来越多投资者的关注。众多机构已经开始布局移动出海领域。例如梅花天使的创始人吴世春和 Solo 系统创始人刘春河在 2016 年同发起成立了一支专注移动出海领域的早期投资基金——大航海基金。

（三）新媒体

每一个媒体的兴起都会造就一个时代，从语言、文字、印刷、广播电视到网络，目前我们正在进入一个新的媒体时代。新媒体时代相对于传统媒体主要有互动性、快速性、大众性、开放性和多元性等几大特征。在新媒体环境下，信息的传输是双向的，甚至是多向的。同时，以微博、微信等为代表的新媒体技术，也从根本上改变了用户的受众角色，公众既可以是信息的接收者也可以是信息的发送者；既可以是信息的制作者，也可以是信息的传播者。最大限度的发挥出了用户的参与性和主动性，满足了用户对掌握话语权的需求，实现了双向互动

信息交流平台。此外，新媒体信息传播的速度非常快，表现出明显的即时性特征，不受时间和地域的限制。

以前，新媒体创业者们将广告作为比较重要的变现渠道，如今，随着互联网的兴起，新媒体创业者们的商业模式也发生了改变，他们已经从追逐广告盈利转向追逐资本。近年来，以微信公众号为代表的新媒体项目投融资异常火爆，其所带来的“注意力经济”越来越受到关注。

目前新媒体行业投资异常火爆，主要原因有：虽然自 2015 年下半年以来，资本市场遭遇寒冬，投资遇冷，但新媒体领域是投资市场为数不多的暖流。此外，当前新媒体创业市场竞争激烈，留下来的新媒体创业公司目前经过市场的洗涤已经逐渐成熟和专业化。

2014 年 4 月，“一条视频”获得千万元级别的天使投资，同年 11 月，“一条视频”获得挚信资本数百万美金 A 轮投资。2015 年 9 月，上海看榜信息科技有限公司获得阿米巴基金 2020 万元人民币 A 轮投资，估值 2.02 亿元人民币。看榜凭借其在新媒体业界的领先影响力，成为微博、网易新闻客户端、知乎、今日头条和 QQ 公众平台等签约合作伙伴，是中国唯一的移动端新媒体全平台数据机构。2016 年 8 月，“30 秒懂车”获得 1500 万元 Pre-A 轮融资，由汽车之家领投，华映资本、松栢资本跟投。在资本寒冬时期，新媒体的持续融资成为“寒冬”中的一股暖流。

对于众多新媒体创业者而言，视频类自媒体被视作下一个“风口”。网络视频的形式比文字、图片等更具有感染力。目前，视频类新媒体内容，已经覆盖了生活、美食、情感等各个领域。2011 年 8 月成立的一下科技，旗下拥有“秒拍”、“小咖秀”、“一直播”等知名视频应用产品。一下科技先后获得晨兴创投的天使投资；红点创投领投的数百万美元 A 轮投资；B 轮融资由新浪领投，红点创投、晨兴创投跟投，规模约千万美元；C 轮融资由凯鹏华盈领投，新浪、红点创投、StarVC 跟投，投资金额共计 5000 万美元。

2.3.5 天使投资策略分析

目前我国的 angel 投资发展与国外尚存在一定的差距，尽管当前我国 angel 投资市场遇冷，但同时也是我国 angel 投资发展政策相对宽松的时期，各家机构顺应资本市场的变化调整自己

的策略，在投资方向上趋于专注，同时降低了投资节奏，在募集遇冷时把控好资本损耗。投中研究院通过调研访谈发现，当前很多投资机构在资本寒冬时后移了投资阶段，降低了投资节奏。

通过投中研究院对天使投资人的调研问卷整理可知，目前天使投资人在投资细分领域上关注最多的是 TMT，紧随其后比较热门的细分领域有消费品及服务、高端制造和医疗健康。

天使投资人在项目来源方面，依赖最多的是业内人士的推荐，排名第二第三的项目来源是创业者自荐和自行挖掘。

另外，对于拟投天使项目的评估标准，按重要性从大到小依次是：优秀的企业管理团队，产品、技术或商业模式的创新性，业绩的高成长，监管政策带来的机会与风险以及当前较高的收入与利润。

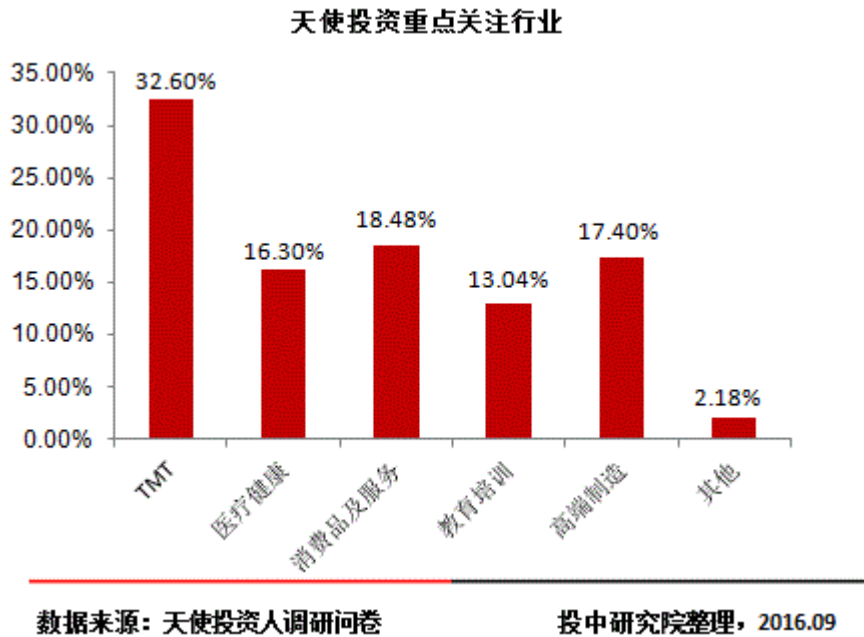


图 2.3.5-1：天使投资重点关注行业

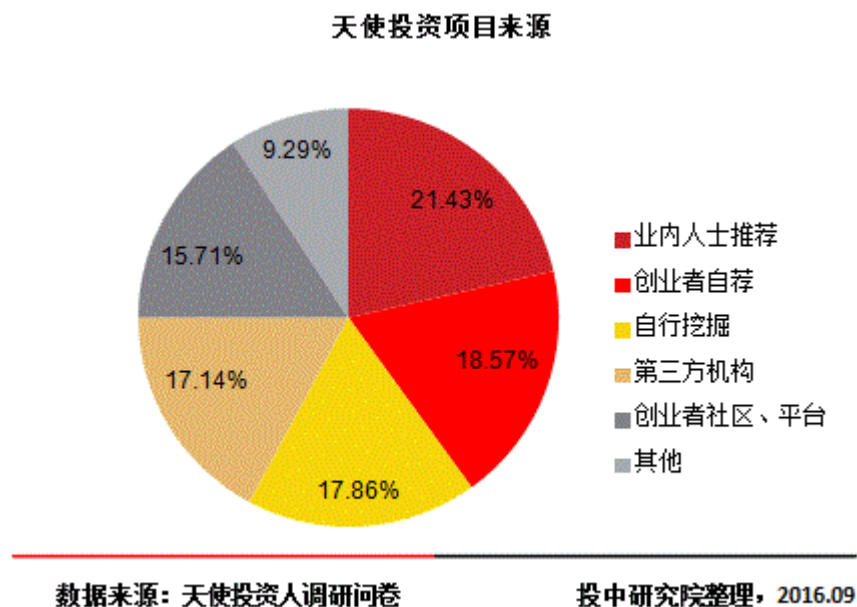


图 2.3.5-2：天使投资项目来源

2.4 天使管理分析

2.4.1 投后管理及增值服务

投后管理是项目投资周期中重要组成部分，也是投资基金“募、投、管、退”四环节之一。在完成项目尽调并实施投资后直到项目退出之前都是投后管理。由于企业面临的经营环境在不断变化，公司的经营发展会受到各种因素影响，从而增加了项目投资的不确定性和风险（如市场风险、政策风险、技术风险、管理风险、法律诉讼风险等），积极的投后管理可以降低项目的投资风险。投后管理关系到投资项目的发展与退出，良好的投后管理可以主动减少或消除潜在的投资风险，实现投资的保值增值，因此做好投后管理非常重要。

对于投后管理来说，创投最前端的天使投资和最后端的 PE 投资具有较大的差别，一般而言，PE 机构投资的项目具有成熟的商业模式和组织架构，另有各种财报信息等可以支持机构进行投后管理，但是对于早期天使投资机构而言，投后管理就显得非常重要和困难，大多数种子期、天使期项目都面临商业模式不清楚、团队架构不成熟等问题，投后管理对这些企业来说大有可为。具体来说，投后管理有三方面的作用：第一，可以提高企业的竞争力实

现投资的保值增值。第二，可以在投资管理过程中识别风险、把控风险。投后管理能把控被投企业的市场环境和趋势的不确定性，对投资行为进行修订，降低基金的运营风险。第三，反哺投前。投资管理团队在对被投项目的跟踪随访过程中，能够了解项目投资后的具体情况，检验当初投资时的投资逻辑，通过投前投后的相互印证，降低了投资风险。

一般来说对于天使投资机构的投后管理及增值服务，主要包括：

第一，帮助被投企业进行战略规划

天使投资是企业创业过程中的第一批投资者，指天使投资人或机构直接对有发展前途的创业初期小企业进行直接权益性资本投资的一种投资方式，天使阶段所投企业往往处于摸索阶段，还未有成型的产品和业务条线，因此机构进入初期往往积极参与被投企业战略决策和战略设计，帮助被投企业梳理发展方向、战略以及业务计划等。

天使项目的很多创业者都是第一次创业，难免会犯一些错误。因此需要机构在投后对被投企业做一些指引，避免企业出现重大的决策失误。投资机构可以利用其较丰富的经验在天使阶段帮助企业探讨更合理更差异化的商业模式，减少企业的失败成本。

第二，帮助被投企业再融资

天使阶段的企业大多是刚刚起步，需要一定的投入成本，在发展初期甚至一点收入都没有，难以保持盈亏平衡，需要投资机构或天使投资人帮助其对接融资。融资能够保持企业的资金链稳定，让企业持续发展下去，也可以支撑企业开拓新业务。因此投后管理的一项重要工作就是为企业对接融资资源，避免资金链条断裂，保证企业正常运营。

在融资过程中，由于很多创业者对融资金额和估值等没有较大的概念，因此比较随意，这时投资机构或天使投资人可以依赖其丰富的经验，分析企业成长的成熟度和商业模式的未来发展空间等，帮助企业合理估值和对接融资。有些天使机构为企业对接下轮融资方时，会考虑次轮融资方能够带给被投企业的资源等。总之，投资机构一方面是帮助企业梳理融资规划。另一方面则协助企业确定投后估值和融资节奏。

第三，帮助被投企业招聘人才

对于天使阶段的企业来说，由于其还未有成型的产品和业务条线，也没有财务报表等可

以佐证业绩，因此投资机构在筛选此类项目时往往看中的是核心创始人团队。而种子期、天使轮的初创企业，在团队配置往往存在一定的问题。所以在这个阶段的投后管理，需要弥补创业团队的不足，尽快组建一个高效的创业团队；另外随着初创企业的发展壮大，也需要扩大团队成员。这时投资机构或天使投资人可以利用其深厚的人脉资源优势为被投资企业引荐人才。有的投资机构还会从各种岗位帮助被投资企业进行面试、判断候选人是否适合相应工作甚至帮助被投资企业和候选人谈薪酬等。

初创企业往往还面临股权架构、公司制度等方面的问题，投资机构或天使投资人也可以在股权占比方面针对团队的情况给出合理的建议，避免日后项目壮大后出现团队股权分配的问题。在法务与公司制度建立完善方面，天使轮企业也往往需要投资方的服务支持。

第四，孵化器或众创空间等增值服务

目前很多机构开始布局投资生态圈，打造以创业者为中心的创业服务平台，如成立众创空间或孵化器。众创空间为创业者提供低成本的工作空间、网络空间、社交空间和资源共享空间，与科技企业孵化器、加速器、产业园区等共同组成创业孵化链条。

当前，全球已进入全民创业时代，对于初创企业来说，众创空间或者孵化器不仅能够为创业者提供一个廉价的办公场地，降低创业成本，它们更大的作用在于产生集聚效应。开放式办公环境，能够让更多团队和资源在一个时空环境下集中，从而实现跨界合作，创造更多的连接机会，诸如孵化器内创业项目的互补性，相互之间的业务合作的可能性，以及同一个领域上下游服务机会的增多。此外，众创空间和孵化器还会配备很多有经验的专业人士，提供相应的创业辅导，除了投资人方面的投后辅导外，还会有业务层面的具体指导和服务。最后，孵化器等还可以为企业诊断问题、规划财务、介绍可靠的早期投资机构。

天使投资机构还可以凭借自己丰富的行业资源，可以帮助企业对接行业上下游资源，扩充市场容量。部分天使投资人还会充分利用自身的经验与自己的 GP、LP 资源，根据企业的具体需求，为企业提供财务、法律事务、人才招聘、业务拓展等各方面的帮助。

2.4.2 风险控制体系

天使投资位于创业投资产业链的最前端，投资的对象是处于种子期的项目或企业，是初

创企业接受的第一笔融资，因为团队刚起步，没有数据参考可以判断团队的能力以及创业方向的准确性，也没有一个合理评估和计算估值的方法，往往是依据投资人的经验。所以天使投资的“理性决策”没有数据支撑，“投入”也往往只是在很短的时间内决定投资。因此天使投资具有较大的不确定性，面临较高的失败率和风险。往往一个高回报倍数的成功案例需要面对着几十个失败案例，天使投资者在接受一定失败率的基础上，往往是用少部分高回报的项目赚取其余大部分所投失败项目的钱。

在天使投资逻辑中非常重要的一点是风险控制，天使投资往往面临创业者方面的道德风险。主要有：第一，转移企业资产。第二，融资稀释。当天使投资者以股权入股后，随着企业发展的需要增资扩股，如若限制天使投资者的优先购买权，可能导致其股权被稀释，影响在企业的控制权。第三，竞业禁止。天使投资者在初期进行项目选择时，很大一部分原因是看中创业者及其团队的能力，故创业者离职或者为所投资项目相竞争的其他企业服务则会对投资机构造成重创。

除了道德风险，创业成功率本身就很低，因此天使投资往往面临更多的风险。但天使投资仍可采取一些措施来降低投资风险。

在投前可通过完善的尽职调查降低项目的失败率，一般天使投资在进行投资时会对企业进行财务、法务和业务三方面的尽职调查。由于种子期/天使期的企业财务、法务构成较简单，一般投资机构内部人员进行尽调即可满足，对于少数早期被投企业，投资机构会委托第三方财务和法务去做，这可能会涉及一些费用。尽职调查中最重要的是业务尽调，因为早期投资看团队，投资者根据自己在实践中不断积累的经验对项目进行判断。在此过程中，机构也会给创业者发问题清单。通过尽职调查，投资者会对被投企业有全面的了解，这样基于详尽的尽职调查作出的投资判断可以降低项目的失败率。

在投资过程中，天使投资者为保障自己的合法权益，往往在投资协议中签定一些保护性条款。如一般会约定：

1. 反稀释条款。

反稀释条款是投资者保护自身利益的重要条款之一，又称为反股权摊薄协议，是指被投资公司在后期的项目融资与定向增发的过程中，投资者为避免自己的股份贬值及份额被过分

的稀释而采取的措施。反稀释条款有助于保护投资机构。随着公司不断强大，持股比例决定了在公司的话语权与控制权。投资者只有避免股权被稀释，才有可能后续融资与退出中保有主动性与控制性。

2. 优先购买权条款。

优先购买权又称为先买权，是指特定人依照法律规定或合同约定，在出卖人出卖标的物于第三人时，享有的在同等条件优先于第三人购买的权利。优先购买权，有助于投资者保持一定的持股比例，保证在公司的话语权及控制权。它与反稀释条款一样，最终都是为了保证投资者在公司的地位。

此外天使投资机构往往还会要求在被投企业中派驻董事或监事等。虽然天使投资一般不参与企业的经营管理，但为了保持在被投企业的话语权，往往可以派驻董事会席位人数来影响董事会的决策。

在投后，可通过投后管理降低风险，投后管理发生在完成项目尽调并实施投资后直到项目退出之前的所有期间。在投前部门短期内完成企业投资后，投后人员通过长期的跟进回访，可以及时发现企业在运营过程中出现的问题，有利于投资机构或天使投资人及时采取应对措施，降低风险。另外，投后管理可以通过提供各种增值服务对被投企业进行培育，提高项目的成功率。因此投后管理也是风险控制的一个重要环节。

2.5 天使退出分析

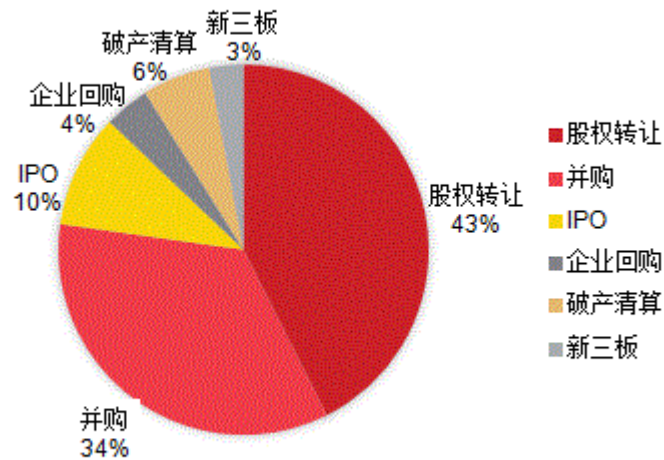
2.5.1 天使投资退出方式分析

天使投资是风险投资的一种特殊形式，通常投资于具有高风险、高收益，具有巨大增长潜力特征的项目的早期，是一种提供价值最佳、参与性强、投资时间较长的权益资本投资形式。天使投资的主要特征是：高收益伴随着高风险，往往一个高回报倍数的成功案例需要面对着几十个失败案例，天使投资者在接受一定失败率的基础上，往往是用少部分高回报的项目赚取其余大部分所投失败项目的钱；投资周期长，天使投资往往比其他投资具有更长的投资周期，我国的天使投资在近两年才得到了快速的发展，因此市场上所投的大部分项目都还未实现退出；天使投资不仅投入资金，而且还向被投资企业提供管理等方面的咨询或者帮助。

2015 年上半年 IPO 审批加速，暴风科技、迅游、中文在线等多家互联网企业成功登陆创业板，为多位天使投资个人及机构带来了高额回报。下半年以来我国经济遭遇“资本寒冬”，投资节奏放缓。投资者在选项目的时候更挑剔，对估值也更加敏感。很多之前 2014 年或 2015 年投资的项目因为当初投资时较高的估值而很难进行后续融资。并且天使投资具有较长的周期性，我国的天使投资在近两年才得到了快速的发展，因此天使投资机构每年的退出案例较少。

根据投中研究院对 2016 年活跃天使投资人的调研数据显示，大部分天使投资人选择股权转让的方式进行退出，占比约 43%，34% 的投资人选择并购退出，10% 选择 IPO 退出，选择企业回购、破产清算和新三板挂牌的合计约有 13%。

天使投资退出方式



数据来源：投中天使投资个人调研问卷

投中研究院整理，2016.09

一般来说，天使投资有以下几种退出路径：

1. IPO 上市退出。首次公开募股（IPO），是指企业透过证券交易所首次公开向投资者发行股票，以期募集用于企业发展资金的过程，IPO 具有高收益的特性。目前，我国资本市场主要有三块构成：主板市场—深圳证券交易所和上海证券交易所。中小企业板市场—深圳证券交易所。创业板市场—深圳证券交易所。除了国内资本市场，企业还可以选择海外上市。通过 IPO 上市退出比较成功的投资案例如：徐小平最初向聚美优品提供了一笔天使投资，

后来聚美优品在纽约证券交易所（NYSE）上市为他带来数千倍的回报。通过 IPO 上市具有较高的收益性。但同时通过 IPO 上市实现退出需要较长的时间，正常的实业公司从成立到 IPO 大概需要 8、9 年时间，尽管互联网企业比较特殊，具有增值较快的特征，但也基本不可能在 2、3 年内实现上市，并且目前我国 IPO 排队企业较多，审核有所收紧，天使投资未必守要到 IPO 才退出。

2. 并购退出。并购指一个企业或企业集团通过购买其他企业的全部或部分股权或资产，从而影响、控制其他企业的经营管理，并购退出即是投资机构将被投资企业整体出售给第三方。天使投资所投资的企业因为自身发展态势良好，或其业务形态对一些大型企业业务链具备有效补充作用，因此被大型企业以高于投资金额数倍或数十倍的价格并购，这也是天使投资退出的一个很好选择。IPO 上市具有审核速度放缓、需要花费一定的时间成本、具有一系列严格的监管程序等问题，相对来说，并购退出的方式更加灵活，并且在操作得当的情况下也能保证可观的收益。目前在发达国家，并购是创投机构的主要退出方式，在美国的占比可以达到 60%-70%。

目前我国经济面临严峻转型时期，亟需通过并购方式进行转型整合，有效的形成社会资源的优化配置。随着我国经济战略转型的推进、行业的整合、重组和经济外延式的增长，国内的并购交易市场也呈现出强劲的增长态势。根据 CV Source 终端数据显示，2014 年国内通过并购退出的案例为 463 起，2015 年国内通过并购退出的案例达 546 起，较 2014 年的并购交易总量上升 17.93%。在国企改革、促进企业兼并重组等政策的刺激推动下，借助于政策导向和产业升级的要求，并购市场将持续火爆。这点从目前并购基金的火爆也可以看出。

3. 新三板退出

新三板较主板市场具有低门槛、审批快的优势。因此，许多中小企业会倾向于先登录新三板。通过新三板上市可以提高企业的规范度，并扩大企业的知名度。除了被投资企业之外，天使投资机构也有数家成功登陆新三板，包括隆领投资、原子创投等，通过挂牌新三板为机构扩大了募资渠道。但同时新三板面临流动性不足的问题。

4. 股权转让退出。股权转让是指公司股东依法将自己的股份让渡给他人，使他人成为公司股东的行为。即投资人将持有的股份转让给第三方投资者。也是天使投资退出的次优选择

方式。一般包括股权回购和第三方收购两种方式。股权回购是指投资期满，创业股东从投资处回购其所持有股权。一般发生在目标公司出现重大问题的情况下，例如创业股东严重违反投资协议的约定或是目标公司业绩严重不达标等。另外该种方式可能还面临法律障碍等。这种情况一般在投资协议中约定有回购条款等。按照投资协议约定或者双方商定，将持有的股权溢价转让给创始团队、管理层。第三方收购通常包括同行业的其他企业或是其他私募投资者。

其余还可通过清算或分红等实现退出。如果被投资企业缺乏发展前景，或者成长太慢、负债过多，可能会被清算。清算有三种可能的原因：一，被投资企业股东会决议解散。二，投资者强行要求解散清算。三，债权人提出破产清算。这种情况一般在投资协议中约定有优先清算权等。由于天使投资高风险的特点，破产清算是一种比较常态、但也是天使投资最不愿意接受的退出方式。即投资失败，通过对所投资企业的破产清算收回部分投资。一旦选择破产清算，天使投资机构和创业者都将承受较大的损失，甚至收不回成本。对于分红退出，一方面是被投资企业不断向投资人分红，使投资人获得的分红超过了投资本金。另一方面则是被投资企业在经过一段时间的运营后，发展态势仍不明朗，部分天使投资机构会选择通过长期持有被投资企业的股权分享企业经营利润的方式来收回成本，但这种情况下可能面临投资企业万一破产而带来的较大损失的风险。

在实践中，多数天使投资机构会倾向于采取风险和利益折中的方式。有合适的退出机会，会在 B 轮之前先退出一部分收回投资成本，其余部分继续持有以期最后实现 IPO 时退出。此外，天使基金还会出于资金流动性或对创业企业前景担心的考虑，选择“隔轮退出”的方式。当然对于特别看好的项目，天使投资基金还会进行后轮跟投，满足企业发展过程中的资金需求。

2.5.2 新三板成天使退出重要途径

新三板全称为“全国中小企业股份转让系统”，是我国多层次资本市场的一个重要组成部分和补充，是继上海证券交易所、深圳证券交易所之后第三个全国性证券交易场所。目前，新三板有做市转让和协议转让两种转让方式。协议转让是指在股转系统主持下，买卖双方通过洽谈协商，达成股权交易；而做市转让则是在买卖双方之间再添加一个居间者“做市商”。

根据全国中小企业股份转让系统统计的数据，2015 年全年，新三板新增挂牌企业 3557 家，市场总容量达到 5192 家，超越了目前沪深市场上市公司总和，2014 年末新三板挂牌企业家数仅为 1572 家，新三板挂牌企业数量呈现快速增长的态势。2016 年 6 月 24 日，全国中小企业股份转让系统发布关于创新层挂牌公司的公告，确认 953 家公司进入创新层。与此同时，自 2016 年 6 月 27 日起，全国股转公司正式对挂牌公司实施分层管理，并分别对创新层和基础层挂牌公司的证券转让信息进行披露。截止到 2016 年 7 月 1 日，新三板挂牌企业的数量达到 7692 家，其中基础层的公司有 6739 家，处于创新层的企业有 953 家。

与 IPO 上市相比，新三板对企业盈利的财务指标和信息披露要求相对来说没有那么严格。IPO 对企业规模、财务指标、管理规范等都有一定的严格标准，比较适合成熟期的企业，而新三板更适合早期创业的公司，这些公司也是创业投资和天使投资的热点。新三板还具有退出周期短的优势，由于投资于初创型公司的退出周期相对来说较成熟期企业长，因此，在创业投资和天使投资机构面临较大的退出压力时，通过投资新三板挂牌企业实现退出在一定程度上可以缓解投资机构的资金压力。随着新三板分层制度的确认实施，新三板的监管制度将逐渐的完善，一方面，明确创新层的准入标准，可以满足盈利能力较强、具有高速增长发展潜力的中小初创型企业的分层需求，这些将会提高新三板的运行效率，也为未来可能进入创新层的公司创造了较大的潜在投资价值。另一方面，新三板的分层将有望提高企业的流动性、改变企业的估值水平。

此外，新三板市场的融资还可能为被投资企业带来并购预期、广告效应，加之政府政策的大力支持，新三板退出目前成为中小企业一个比较好的融资选择；对投资机构来说，新三板进入的门槛更低、协议转让方式灵活、具有做市转让制度，能够使机构更快实现退出。由此可见，新三板作为退出渠道将会越来越受到创业投资及天使投资机构的青睐。

2.6 天使投资与众创空间及孵化器

2.6.1 国内众创空间及孵化器发展概况

（一）国内众创空间、孵化器发展阶段介绍

“众创空间”一词是在 2015 年 1 月国务院常务会议上中央第一次提起，在这之前，市

场上自发成立起的是各种类型的孵化器。总体来看，以 1 月份国务院常务会议中央第一次提出众创空间为标志，目前中国众创空间的发展可以划分为两个阶段：市场自发成立阶段和政府、市场合力推动阶段。

1. 众创空间的自发成立阶段（萌芽期—2015 年 1 月）

这个阶段指的是 2015 年 1 月份国务院常务会议中央第一次提出众创空间之前的阶段。众创空间的成立和发展主要是由市场自发推动，众创空间的成立或者是出于创始人的兴趣、或者是出于产业资本资源整合的需要、或者是出于投资机构对于早期项目的孵育和筛选等。在这一阶段的过程中，政府虽然会给予一定的扶持，但是扶持的范围和力度有限，所起的扶持作用也是相对有限的。

成立较早的众创空间包括北京的联想之星、车库咖啡、创业家黑马大赛等。其中，联想之星的前身是联想之星创业 CEO 特训班，由联想控股和中科院在 2008 年成立，致力于如何把科学家转变为企业家，由联想集团的柳传志带领高管作为导师，教授如何做企业管理；车库咖啡，成立于 2011 年 4 月 7 日，是一家以创业为主题的咖啡厅。车库咖啡的目标非常明确，就是降低早期创业团队的创业成本，给所有想创业的人一种得到服务的机会；创业家黑马大赛于 2011 年 6 月举办第一季。黑马大赛是创新型成长企业投融资选拔大赛，由知名企业担任导师，分享自己的创业经历；投资人担任评委，分享投资经验；大赛选拔出优秀企业，帮助有股权融资需求的成长型企业对接风险投资，帮助他们对接资源。

除北京以外，在上海、深圳、杭州、南京、武汉、苏州、成都等创新创业氛围较为活跃的地区，也都逐渐涌现了一批各具特色的众创空间。比如上海的新车间，深圳的柴火创客空间，杭州的洋葱胶囊，南京创客空间等。其中，上海新车间成立于 2010 年，是中国第一个创客空间。上海新车间为非盈利组织，为硬件高手、电子艺术家、设计师、DIY 爱好者提供了一个开放式社区和实验空间，上海新车间实行会员制，会员可以随意使用这个空间里的机械、电子工具和网络，免费参与新车间举办的兴趣小组、活动、会谈和讨论。

2. 政府、市场合力推动阶段（2015 年 1 月—现在）

这个阶段指的是今年 1 月份国务院常务会议中央第一次提出众创空间之后的阶段。主要特征有两个：一是政府对于发展众创空间的积极支持；二是市场各类主体也在政府的促进下

掀起设立、发展众创空间的热潮。

从政府关于发展众创空间的角度看，首先是国务院颁布多项政策和税收政策对于大众创新、万众创业以及发展众创空间、孵化器予以支持。如：2016 年 8 月 11 日财政部和国家税务总局共同颁布了《关于科技企业孵化器税收政策的通知》，明确规定了三点：1) 自 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，对符合条件的孵化器自用以及无偿或通过出租等方式提供给孵化企业使用的房产、土地，免征房产税和城镇土地使用税；2) 自 2016 年 1 月 1 日至 2016 年 4 月 30 日，对其向孵化企业出租场地、房屋以及提供孵化服务的收入，免征营业税；3) 在营业税改征增值税试点期间，对其向孵化企业出租场地、房屋以及提供孵化服务的收入，免征增值税。2016 年 5 月颁布了《国务院办公厅关于建设大众创业万众创新示范基地的实施意见》，2016 年 2 月颁布了《国务院办公厅关于加快众创空间发展服务实体经济转型升级的指导意见》，2015 年 9 月份颁布《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》以及科技部发布的《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》，2015 年 8 月份颁布了《推进大众创业万众创新部际联席会议制度》，2015 年 6 月份颁布了《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，2015 年 3 月份颁布了《国务院关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》、《国务院办公厅关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》。

其次，各地政府积极响应国务院的号召和指导，发布各项政策对于发展众创空间予以落实。如 2016 年 2 月，安徽省发布《关于全面推进大众创业万众创新的实施意见》，要求进一步加大简政放权力度，创新体制机制，优化创新创业环境，积极构建四众（众创、众包、众扶、众筹）等支撑平台，深入实施“创业江淮”行动计划；2015 年 9 月杭州发布《关于全面推进大众创业万众创新的实施意见》，要求将创新与创业相结合、孵化与投资相结合，强化开放共享，创新服务模式，加快推进众创空间建设，构建一批低成本、便利化、全要素、开放式的新型创业服务平台；2015 年 8 月上海市发布《关于本市发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》，要求大力发展市场化、专业化、集成化、网络化的众创空间，鼓励社会力量建设众创空间，盘活存量资源建立形式多样、主题鲜明的众创空间。

从市场对于政府支持的积极响应角度看，一是其市场对于发起、建立众创空间的热情高涨，众创空间的数量快速上升，孵化方式、关注主题也异彩纷呈。其中，2015 年 4 月

原万科集团高级副总裁、北京万科总经理毛大庆离职创办优客工场，更是引发了市场对于众创空间的极大关注。随后，原 SOHO 中国副总裁王胜江宣布与洪泰基金联手打造洪泰创新空间。其他新发起的众创空间包括京东 JD+众创空间、太库北京、瀚海 Plug and Play、苏河汇、V 创空间、领创空间等。二是各地众创空间联盟纷纷建立，引导众创空间行业发展，打通各项资源。2015 年 3 月 29 日，全国首个区域性众创空间联盟——上海众创空间联盟成立。上海众创空间联盟是从事创新创业孵化培育、投资、培训，以创业者、创客、极客为对象的众创空间服务机构、组织或个人自愿组成的集民间性、互助性、公益性于一体的行业性组织，旨在提升创业者、创客、极客的创业能力和技术产品开发、市场竞争力，为打造具有全球影响力创新中心的上海作出贡献。5 月 7 日，北京众创空间联盟成立，标志着在北京市科委的指导下，北京地区搭建起了众创空间资源共享平台和行业自律组织。此外，大连众创空间联盟、山东省众创空间联盟、杭州众创空间联盟也先后成立，整合当地众创空间行业资源，积极推动创新创业健康快速发展。

（二）国内众创空间、孵化器发展面临的问题

由于众创空间及孵化器数量爆发式增长，中国的众创空间及孵化器也面临着种种矛盾和难题，如管理人员素质和服务水平参差不齐，职业化队伍建设有待加强；专业孵化器数量仍显不足；众创空间及孵化器链接与整合社会资源能力需要提升；众创空间及孵化器利益机制、约束机制和激励机制尚不健全等。

虽然有上述种种问题存在，但是中国也涌现了一大批孵化能力突出的优质孵化器，为孵化器行业发展探索了新路径。中国较大的天使投资平台“天使汇”孵化出了滴滴出行、微店、黄太吉等一大批估值成长百倍以上的项目。阿里巴巴一方面打造以“科技孵化”为主的科创服务平台，另一方面打造开放、透明、协同的商业基础设施平台，形成“双生态驱动”。海尔通过开放用户资源和产业资源，积极发展众创、众包、众筹、众扶等创业创新模式，聚集全球一流资源为创客提供孵化加速平台。在众创上，搭建创客海创汇平台；在众包上，通过 Hope 开放创新平台整合上下游产业资源，通过模块商资源网打通线上线下渠道；在众筹上，拥有海尔创客金融；在众扶上，有创客学院、创客实验室、创客工厂、创客市场等。洪泰创新空间是中国第一家创业服务连锁生产平台，拥有系统化的空间运营体系和人员配置标准，以及标准化的增值服务体系。在内容建设上，构建了孵化运营、创业活动、课程体系、

资金投资、项目融资、创业媒体等六大事业群；在空间运营方面，建立了含投融资对接、基础服务对接、创业辅导、市场推广、经济灵活的办公空间、免费自助会议室等运营体系。

2.6.2 众创空间、孵化器与天使投资的相互促进关系

（一）众创空间、孵化器与天使投资的共同点

天使投资与孵化器、众创空间息息相关，作为两种商业模式，两者有共同之处。

1. 投资目的一致

二者的投资目的不是获得企业的所有权，而是通过投资和服务把企业做大，然后通过适当的退出方式在产权流动中实现投资回报。

2. 关注的方向相同

二者具有一致的关注方向：初创企业。天使投资的主要目的是培育种子期的风险企业，从企业的成长中获利。而众创空间及孵化器的核心是为入孵的种子提供孵化服务直到其长大。

3. 运行模式相同

二者的投资对象都是一般的投资者不愿意提供资金的科技含量高、成长快的风险企业。通过提供增值服务间接扶持初创企业发展，目的是获利而不是企业担心的控股权，因此，天使投资和众创空间、孵化器都是理想的创新型运行模式。

4. 与创业企业的关系相同

二者的产品同为处于种子期或创建期的企业，要承担高度的技术、财务、市场、管理等各种风险。它们与企业之间是一种“一荣俱荣、一损俱损”的互动关系。

5. 退出方式基本相同

不论以何种形式入股，二者为了收回投资和实现投资收益，一般都要退出。其退出方式主要为公开上市、收购兼并、企业回购股权等。

（二）众创空间、孵化器与天使投资的区别

虽然二者具有某些共同点，但它们是具有明显差异的两种商业模式，两者之间无法相互替代。其区别如下表所示：

	天使投资	众创空间、孵化器
主体性质	个人投资行为，不受场地约束，无需相关部门认可，具有隐私性。	社会经济组织，有共享空间，享有优惠政策，须在相关部门注册，受社会监督
主要功能	主要为投资功能，对创业企业提供的“服务”为辅助性的	主要为孵化功能，还包括投资服务、企业培训、咨询、市场开拓等
追求价值	资本的提升	空间价值的提升，营造集聚效应
营利性	强烈的盈利要求	盈利性和非盈利性（受政府推崇）
关注的阶段	投资收益决定关注阶段，一般从种子期开始，具有阶段性	从创建到毕业及毕业后的跟踪，企业孵化的全程

（三）天使投资与众创空间、孵化器的融合发展

天使投资与众创空间、孵化器虽然是两种截然不同的事物，但是两者具有某些共同特征，具有协同发展的可能性。

1. 融合发展可加速企业的孵化

众创空间、孵化器是进行科技创业的专门服务机构。科技人员在众创空间、孵化器中的创业过程主要包括科技企业的种子期、初创期、发展期和扩张期，而天使投资正是选择这几个阶段参与科技人员的创业过程。天使投资的“收获季节”正好是大多数科技企业即将从众创空间、孵化器中孵化毕业的扩张期。因此天使投资过程完全覆盖孵化企业的全过程。在资金规模有限的条件下，众创空间、孵化器自身的投资项目如果不能满足入孵企业对创业资金的需求，即可借助天使，使得科技企业能够更为健康、迅速地发展。

2. 融合发展可减少投资成本

众创空间、孵化器凭借其规模效应，吸引了大批的创业企业入孵，形成了一定的聚集密度。天使投资家走进众创空间、孵化器，一方面可以随意挑选，货比三家，直到挑选到自己最满意的，这样可以从客观上减少天使投资人寻找投资项目的时间和成本，提高天使投资市场的效率。另一方面，众多的天使投资人聚集在众创空间、孵化器中，能够形成规模效应，加强彼此之间的交流。除此以外，通过众创空间、孵化器进行天使投资，可以在一定程度上将“远程投资”转变为“近程投资”。那些对本地情况十分了解，而且又具备一定的天使投

资经验的众创空间、孵化器经理，可以成为天使投资人的良好合作伙伴和得力助手，而众创空间、孵化器亦可利用自己的专业优势和资源更好地为天使投资人服务。

3. 融合发展可以降低天使投资的风险

天使投资的过程中除了技术和市场风险等多种风险外，比较引人关注的就是创业企业的管理风险。如果天使投资能够进入众创空间及孵化器，与之协同发展，那么众创空间、孵化器就可以帮助天使投资人降低其管理风险。因为众创空间、孵化器不仅在企业进入之前对其进行了多方的考核，而且在孵化过程中也对那些接受创业资金和担保资金支持的企业进行了了解，其考核过程与天使投资的前期考核极为相似。而且，众创空间、孵化器通过提供服务来提高企业家的素质、企业的管理水平，在一定程度上担负了部分管理职能，降低了创业企业的管理风险。因此，天使投资和众创空间、孵化器的协同发展可以降低天使投资风险，增强众创空间、孵化器的孵化投资功能。

第三章 天使投资发展特点及未来发展趋势

3.1 政策环境趋势

（一）天使发展中遇到的问题

1. 政府的税收政策、财政补贴支持不足

虽然国家出台了多项政策助力天使发展，但是针对创业投资的税收政策仍存在税率过高、双重征税、普惠范围有限等情况，如公司制天使基金就存在双重征税现象：在公司层面，需按照《中华人民共和国企业所得税法》以 25% 税率缴纳企业所得税；在股东层面，股东需在分红时按照《中华人民共和国个人所得税法》以 20% 税率缴纳个人所得税。

在其他国家，天使税收减免力度以及促进纳税人加入早期投资方面都比中国做得更靠前，优惠力度更大，如下表：

国家	天使相关政策名/项目名	税收优惠额度/比例	具体
以色列	天使法	最大减免额约 140 万美元	符合资格的投资者，如果投资于以色列高科技私营企业，就能够从所有渠道的应纳税所得中减去他们的投资数额
法国	Madelin	初始比例 25%，后被减少至 18%	由财政部于 2006 年推出，近几年，只要超过基金的 70% 资本投向早期阶段，就可以享受税收优惠政策
	TEPA	对财产税给予 50% 的减免，上限为 5 万欧元（百分比已经提高到 75%，上限下降至 45000 欧元）	给予更大的投资上限，这项政策被证实比 Madelin 更有效，但只适用于缴纳财产税的个人（天使大约占 60%）
英国	政府企业投资计划（EIS）	对特定投资者减税 30%	已经运行了近 30 年，对特定投资者予以减税（从 2012 年前的 20% 增至目前为 30%），此类投资者需对为取得上市资格但在英国拥有重大交易基地的企业进行投资；不仅对交易提供税收减免，还对随后收益提供资本收益税延缓，以及随后再投资收益税延缓
	种子企业投资计划（SEIS）	针对种子期公司的投资提供 50% 的减税	这一计划使投资者每年在种子企业累计投资达到 10 万英镑，同时提供同样的资本收益税延缓
比利时	——	最高减免 45%	从股份中获得的资本收益通常免税；2015 年 6 月，政府为鼓励投资创业企业，实施新的税收激励政策，新政策向投资微型创业企业产生的个人所得税提供 45% 的减免；投资中小企业产生的个人所得税提供 30%

			的减免，要求投资人持股四年
葡萄牙	葡萄牙法令	个人所得税的 15%或投资价值的 20%	天使可以在纳税过程中扣除个人所得税的 15%或投资价值的 20%这两个数值中的较小者（无论是作为个体，还是投资组织的一部分）。每年扣除的总限额在政府的年度预算中确定

投中研究院整理，2016.09

资料来源：刘曼红《天使投资：创业与资本无国界》

除了上述一些国家关于天使投资税收优惠政策以外，还有美国对于天使投资税收优惠主要集中在：1) 比普通所得税更低税率的资产所得税；2) 回收一些投资损失的能力，即天使投资人可以针对交易投资中的资金损失来加大税务减免；3) 对成功投资的减税政策，针对资本退出小企业时所获得的收益，投资者可以要求 50%以上的税收减免。日本政府在 1997 年的税收激励政策中规定只对天使投资人交易时产生的 25%的资本利润额征税；同年 4 月还颁布了“天使税收待遇”条例，规定在企业注册登记之前投资于该企业的资本，可以延迟三年报税。

2. 扶持天使投资创新和发展的政策有待进一步放松或论证

目前很多地方政府颁布的天使投资引导基金管理办法要求子基金注册必须有注册资金、人员资质等方面的硬性规定，如 2015 年 10 月颁布的《重庆市天使投资引导基金管理办法》要求“天使投资机构原则上在重庆注册，且注册资本不低于 1000 万元，管理团队既有投资经验也有管理经验，有 3 名具备 3 年以上创投或相关工作经验的专职人员”；2014 年 3 月颁布的《杭州市蒲公英天使投资引导基金管理办法》要求“天使投资机构实收资本在 1000 万元以上，有明确的投资领域，有至少 3 名具备 5 年以上天使投资或相关业务经验的专职高级管理人员”等，诸如上述政策对天使投资的发展具有一定限制性。

（二）天使政策环境趋势

2016 年 9 月 16 日国务院发布《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（国发【2016】53 号）（以下简称“意见”）对创业投资和天使投资的概念做了清晰明确的界定和划分，明确指出“创业投资是指向处于创建或重建过程中的未上市成长性创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后，主要通过股权转让获取资本增值收益的投资方式。天使投资是指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”。

《意见》强调，创业投资发展要坚持服务实体、专业运作、信用为本、社会责任等基本原则，进一步深化简政放权、放管结合、优化服务改革，不断完善体制机制，加快形成有利于企业投资发展的良好氛围和“创业、创新+创投”的协同互动发展格局，进一步扩大创业投资规模，促进创业投资做大做强做优，培育一批具有国际影响力和竞争力的中国创业投资品牌，推动我国创业投资行业跻身世界先进行列。

《意见》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与合伙，营造良好的天使投资氛围，推动天使投资事业发展。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。

该《意见》的颁布，预示着未来政策会向天使投资人有一定倾斜性，大大促进天使投资的发展。此外各地相继出台股权投资税收优惠政策，对天使投资发展也是重大利好，如下表：

地区	法律依据	主要条款内容
北京	《关于促进股权投资基金业发展的意见》 (京金融办【2009】5号)	<ul style="list-style-type: none"> • 合伙制股权基金和合伙制管理企业不作为所得税纳税主体，采取“先分后税”方式，由合伙人分别缴纳个人所得税或企业所得税。合伙制股权基金和合伙制管理企业的合伙人应缴纳的个人所得税，由合伙制股权基金和合伙制管理企业代扣代缴。其中通过法人单位分得的个人所得，由该单位负责代扣代缴个人所得税； • 合伙制股权基金中个人合伙人取得的收益，按照“利息、股息、红利所得”或者“财产转让所得”项目征收个人所得税，税率为20%； • 合伙制股权基金从被投资企业获得的股息、红利等投资性收益，属于已缴纳企业所得税的税后收益，该收益可按照合伙协议约定直接分配给法人合伙人，其企业所得税按有关政策执行。合伙制股权基金的普通合伙人，其行为符合下列条件之一的，不征收营业税：以无形资产、不动产投资入股，参与接受投资方利润分配，共同承担投资风险；股权转让
天津	《促进股权投资基金业发展办法》(津政发【2009】45号)	<ul style="list-style-type: none"> • 合伙制股权投资基金和合伙制股权投资基金管理企业，可采取“先分后税”的方式，由合伙人分别缴纳个人所得税或企业所得税； • 以有限合伙制设立的合伙制股权投资基金中，自然人有限合伙人，依据国家有关规定，按照“利息、股息、红利所得”或“财产转让所得”项目征收个人所得税，税率适用20%；自然人普通合伙人，既执行合伙业务又为基金的出资人的，取得的所得能划分清楚时，对其中的投资收益或股权转让收益部分，税率适用20%；合伙人是法人和其他组织的，按有关政策规定缴纳企业所得税
深圳	《深圳市人民政府印发关于促进股权投资基金业务发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> • 停止执行深府[2010]103号文第三条第二款有关合伙制股权投资基金和股权投资基金管理企业的个人所得税规定。停止执行深府[2010]103号文第三条第三款有关合伙制股权投资基金从被投资企业获得的股息、红利等投资性收益的企业所得税规定。对自然人合

	<p>的若干规定的通知》(深府【2010】103号)</p> <p>《关于合伙制股权投资基金企业停止执行地方性所得税优惠政策的温馨提示》(2015)</p>	<p>伙人取得的生产经营所得,严格执行(财税字[2000]91号)、(财税[2008]159号);</p> <ul style="list-style-type: none"> •相关的财政奖励政策继续保留,例如,对于公司制的创投基金,注册资本达5亿元的,奖励500万元;注册资本达15亿元的,奖励1000万元;注册资本达30亿元的,奖励1500万元。对于有限合伙制的创投基金,根据合伙企业当年实际募集资金的规模,给予受委托的股权投资基金管理企业一次性落户奖励:募集资金达到10亿元的,奖励500万元;达到30亿元的,奖励1000万元;达到50亿元的,奖励1500万元。按购房价格的1.5%给予一次性补贴,但最高补贴金额不超过500万元。享受补贴的办公用房10年内不得对外租售。按其退出后形成地方财力的30%给予一次性奖励,但单笔奖励最高不超过300万元
广东	<p>《珠海市横琴新区鼓励股权投资基金企业及股权投资基金管理企业发展的试行办法》(珠海新管【2012】21号)</p> <p>《横琴新区促进股权投资基金企业发展的实施意见》(珠横新管【2012】22号)</p>	<ul style="list-style-type: none"> •以有限合伙制设立的合伙制股权投资基金企业中,自然人有限合伙人,按照“利息、股息、红利所得”或“财产转让所得”项目征收个人所得税,税率适用20%;自然人普通合伙人,税率适用20%;其他营业收入按照5-35%征收;合伙人是法人和其他组织的,按有关国家政策规定缴纳企业所得税; •自其完成工商注册之日起,前两年按营业收入所缴纳营业税横琴新区留存部分的100%给予补贴,后三年按照营业收入所缴纳营业税横琴新区留存部分的60%给予补贴。在横琴新区新设立的股权投资基金管理企业自其获利年度起,前两年按其利润所缴纳企业所得税横琴新区留存部分的100%给予补贴,后三年按照其利润所缴纳企业所得税横琴新区留存部分的60%给予补贴; •对股权投资基金企业及股权投资基金管理企业的高级管理人员,按照其当年所得形成个人所得税横琴新区留存部分的80%给予奖励,用于鼓励和支持其深造培训、购买自用住房等
重庆	<p>《重庆市人民政府办公厅关于印发重庆市进一步促进股权投资类企业发展实施办法的通知》(渝办发【2012】307号)</p>	<ul style="list-style-type: none"> •自然人有限合伙人,其从有限合伙企业中取得的股权投资收益,按照《中华人民共和国个人所得税法》及其实施条例的规定,按“利息、股息、红利所得”应税项目,适用20%的税率计算缴纳个人所得税。合伙制股权投资类企业从被投资企业获得的股息、红利等投资性收益,属于被投资企业已缴纳企业所得税的税后收益,该收益可按照合伙协议约定直接分配给法人合伙人,其企业所得税按有关政策执行; •公司制股权投资类企业符合西部大开发政策的,按规定执行15%的企业所得税税率。3.股权投资类企业取得的非上市公司的权益性投资收益和权益转让收益,以及合伙人转让非上市公司股权的,不征收营业税
西藏	<p>《西藏自治区人民政府关于印发西藏自治区企业所得税政策实施办法的通知》(藏政发【2014】51号)</p> <p>《西藏自治区人民政府关于印发西藏自治区招商引资若干规定的通知》(藏政发【2014】103号)</p>	<ul style="list-style-type: none"> •为鼓励创业投资企业发展,推动我区产业结构调整和升级,对采取股权投资方式投资于我区旅游业、能源产业、特色农林畜产品加工业、藏医药业、民族手工业等特色优势产业的未上市企业满2年以上的,可以按照其投资额的70%在股权持有满2年的当年抵扣该创业投资企业的应纳税额,当年不足抵扣的,可以在以后年度结转抵扣; •西藏自治区企业所得税税率为15%。自2015年1月1日起至2017年12月31日止,暂免征收我区企业应缴纳的企业所得税中属于地方分享的部分

拉萨经济开发区（西藏）	《西藏拉萨经济技术开发区优惠政策》	<ul style="list-style-type: none"> • 开发区内各类企业按 10% 的税率征收企业所得税； • 内资企业（不含高新技术企业）：开发区内新办工业企业，从获利年起，前 2 年免征企业所得税，后 3 年减半征收。开发区内注册、异地经营的企业或经营场所迁入开发区的企业，自经营之日起，减半征收企业所得税 5 年； • 开发区内企业将取得的利润进行再投资，以增加注册资本或在开发区兴办其他企业，经营期限不少于 3 年的，经申请批准，自生产经营之日起，返还所缴纳的增加投资部分的企业所得税。对该企业决策者，以个人所得的 50% 为基数征收个人所得税； • 企业在开发区年缴纳所得税可享受政策扶持，具体比率是：100 万元以下（含 100 万元），扶持比率为 30%；100 万元至 200 万元（含 200 万元）扶持比率为 35%；200 万元至 400 万元（含 400 万元），扶持比率为 40%；400 万元以上，扶持比率为 45%。（享受了其他所得税减免的企业不适用本条）
新疆	《新疆维吾尔自治区促进股权投资类企业发展暂行办法》（新政办发【2010】187号）	<ul style="list-style-type: none"> • 公司制的股权投资类企业，纳入自治区支持中小企业服务体系，依法享受国家西部大开发各项优惠政策，执行 15% 的所得税率，自治区地方分享部分减半征收。未能纳入该体系享受西部大开发政策的，减免企业所得税自治区地方分享部分的 70%； • 公司制企业将税后利润向股东分红时，股东是自然人的，应缴纳的个人所得税由该企业代扣代缴。股东缴纳所得税后，自治区按其地方财政贡献的 50% 予以奖励，奖励资金由纳税所在地财政部门拨付； • 合伙制的股权投资类企业的合伙人，按照“先分后税”缴纳所得税后，自治区按其地方财政贡献的 50% 予以奖励，奖励资金由纳税所在地财政部门拨付； • 股权投资类企业因提供投融资管理或咨询服务等取得收入而缴纳营业税后，自治区按其地方财政贡献的 50% 予以奖励，奖励资金由纳税所在地财政部门拨付。股权投资类企业取得的权益性投资收益和权益转让收益，以及合伙人转让股权的，依法不征收营业税。 • 各开发区可以制定其他办法，根据股权投资类企业及相关人员所作的贡献给予一定比例的奖励。奖励方式由各开发区与相关企业和个人协议约定

投中研究院整理，2016.09

综上所述，中国对天使投资的扶持虽然有了明显改善，但是与发达国家相比还是有一定调整空间。如税收方面可以对天使投资试行资本利得税抵免或刺激二次投资的政策，以刺激天使投资人密切关注创业市场，持续性支持创业者。对投资失败的天使投资人将部分亏损金额转抵个人所得税等。环境方面可以考虑充分发挥天使投资联盟对创业企业、创业者的引领作用，鼓励和推动天使投资联盟的发展壮大。通过公益天使培训，对天使机构从业人员从理论和实践两个层面进行专业化培训，构建良好的天使投资生态系统，推动天使机构成长。

3.2 募资趋势

2016 年 9 月 16 日国务院发布《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（国

发【2016】53 号）（以下简称“意见”）重新定义了“天使投资”是指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。所以该趋势主要是描述《意见》里定义为早期创业投资机构的募资趋势。

（一）天使募资中出现的问题

国内天使投资人数量仍然不足，与发达国家存在着较大差距。有统计数据表明，2014 年美国活跃的天使投资人已达到 31.66 万人，每年保持着稳定增长。日本的个人天使活动也高于中国。而中国个人天使数量不足一万，发展空间巨大。另外北上广及长三角地区是创业及扶持政策更为集中的地方，其他二三线城市相对差很多。

（二）天使募资发展趋势

通过普及天使投资知识，培育天使投资氛围，激发更多高净值个人参与到天使投资中，让更多人了解天使投资是什么，如何进行天使投资等，可以使天使投资人的风险意识增强，投资意愿上升。另外，随着母基金作为 LP 加入，天使投资行业的募资渠道进一步拓宽。

3.3 投资趋势

（一）天使投资中出现的问题

1. 现有政府引导基金政策有待完善，以适应天使投资发展的需求

一些政府引导基金的门槛较高，要求大部分投资项目在当地，如 2016 年 6 月颁布的《闵行区天使投资引导基金管理暂行办法》要求“子基金应优先投资于闵行区内企业，投资于区内企业的资金比例不低于天使投资引导基金投资子基金金额的 1.3 倍”；2014 年 9 月颁布的《成都市科技创业天使投资引导资金管理暂行办法》要求“引导性参股设立的天使投资基金投资于成都市初创期、种子期的科技型企业的资金规模不低于天使投资引导资金出资额的 2 倍”；2014 年 6 月颁布的《合肥市天使投资基金管理办法（试行）》要求“天使投资引导基金参股的天使基金，应全部投入在合肥市登记注册的企业”等。对于天使投资来说具有一定限制和阻碍性。

2. 天使投资机构从业人员专业经验不足所带来的增值服务有限

国外的很多天使投资人多是集中在 46 岁-55 岁，并且拥有高学历以及超过 5 年的私有公司投资经验。而中国的天使机构大多是由一些 30 岁-40 岁的人管控，甚至有些机构还有不到 30 岁的合伙人。很多被投企业不仅仅是需要资金，还需要各种投后服务，如协助制定公司发展战略、完善公司治理、优化产品定位和商业模式、人力资源支持、财务/法务辅导等，国内很多天使投资机构投后增值服务都很有限，主要原因是天使机构从业人员创业投资经验不足。

（二）天使投资发展趋势

我国正处于产业升级阶段，战略新兴产业对经济社会全局和长远发展具有重大引领带动作用。战略性新兴产业是建立在重大前沿科技突破基础上，代表未来科技和产业发展新方向，可以帮助中国经济在更长时期内全面协调可持续发展，尽快走上创新驱动、内生增长的轨道，主要包括节能环保产业、新一代信息技术、生物产业、高端装备制造业、新能源产业等，天使投资对于发展战略新兴产业具有很强的助力推动作用，不仅是提供资金上的支持，还可以加速新兴产业技术升级、培养和吸引人才、为新兴产业争取更多政策倾斜、为创业者保驾护航，增加创业成功率等。因此政府可以适当通过一些引导政策鼓励天使投向这些领域。

提高天使投资机构的人员素质和投资效率，降低投资风险，是提高天使投资成功率的一个必须要解决的问题。提高天使投资人员素质方面，可以加强培训、辅导、弘扬正确的天使投资理念，规范投资行为，如天使成长营、天使茶馆、黑马会等都是针对天使投资人提供培训、经验交流的平台。提高天使投资效率方面，合投未来是会受到更多天使投资人的青睐，首先可以分散投资风险；其次能够更好的帮助创业者，因为创业者需要的不仅仅是资金，还需要智力和资源，合投可以聚集不同的资源为创业者提供帮助；然后可以形成多维度的判断，避免投资人进入思维误区，增强信息对称性，降低投资风险，提高投资成功率；最后可以形成学习和互助氛围，营造和谐的生态圈。

3.4 退出通道趋势

（一）天使投资天使退出途径

中国天使投资退出主要途径有以下四种：

1) 企业并购：是企业之间的兼并与收购行为，是企业法人在平等自愿、等价有偿基础，以一定的经济方式取得其他法人产权的行为。并购对于天使投资人而言，并非是收益率最大的退出方式，而且我国目前也未设立全国统一的，供创业企业（或非上市企业）进行并购活动的专门交易场所，都是在各地的产权交易所进行。我国产权交易的规制也不是很完善，并不具备足够符合资质要求的产权交易所。

2) 企业回购：是创业企业经过一段时间的发展，其自身购回天使投资人手中股份的过程。在我国司法中，并未明确普通意义上回购和创业企业回购风险投资人手中股份之间的区别，而是加以统一限制，即“除减资、合并、少量奖励员工、与股东就合并分立等事项产生意见分歧后回购之外，公司不得收购本公司股份”。这一笼统规定直接限制了天使投资人的退出过程。若依据公司法规定，则公司回购股份的前提条件是公司减资或被合并，这与创业企业的发展轨迹不符。

3) 股权上市变现（IPO）：IPO 退出具有高收益的特性。国内 IPO 主要有三种渠道，列表如下：

类别	证券交易所名称	上市条件	特点
主板市场	深圳证券交易所和上海证券交易所	<ul style="list-style-type: none"> • 依法设立且合法存续的股份有限公司； • 持续经营 3 年以上，最近 3 个会计年度净利润均达为正数且累计超过人民币 3000 万元； • 最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5000 万元；或者 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元； • 发行前股本总额不少于人民币 3000 万元； • 最近一期末无形资产占净资产的比例不高于 20%； • 最近一期末不存在弥补亏损 	面向符合上市标准的各类大型公司，准入要求较高，市场融资量较大
中小企业板市场	深圳证券交易所	与主板相同	面向已符合现有上市标准、成长性好、科技含量较高、行业覆盖面较广的各类公司
创业板市场	深圳证券交易所	<ul style="list-style-type: none"> • 发行人是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司； • 最近两年盈利，最近两年净利润累计不少于 1000 万元，且持续增长；或者最近一年盈利，且净利润不少于 500 万元； • 最近一年营业收入不少于 5000 万元，最近两年营业收入增长率不低于百分之三十； • 最近一期末净资产不少于 2000 万元，且不存在未弥补亏损； • 发行后股本总额不少于 3000 万元 	面向符合新规定的发行条件但尚未达到现有上市标准的成长型、科技型以及创新型企业，以促进自主创新企业及其他成长型创业企业的发展

投中研究院整理，2016.09

对于创业企业来讲，A股市场准入条件太高，难以望其项背；中小企业板依附于主板市场存在，执行与主板市场相同的准入标准，对于创业来讲也是望洋兴叹。而创业板作为上市准入标准最低的资本市场，其设立初衷是针对创业企业，但其财务指标仍然太高，令具有发展潜力、短期盈利不明显的创业企业难以通过其上市。

4) 新三板

2015年9月22日，《全国中小企业股份转让系统优先股业务指引（试行）》发布，其中规定优先股的发行备案或挂牌，应由在全国股转系统从事推荐业务的主办券商推荐。随着做市商制度、优先股发行备案或挂牌等配套制度的出台和逐步完善，新三板市场规模不断扩大，股权流动性有所提高，为更多的创业企业提供了丰富的融资平台。截止2016年8月底，新三板挂牌企业数量达8895家，其中进入创新层的企业数量达953家，进入基础层的企业数量达7942家。

（二）天使投资退出发展趋势

根据投中调研发现，57.23%受访机构认为天使投资未来1年退出回报存在不确定性，需要根据形势再作判断，相较于去年65%受访机构预期2016年回报水平将超过2015年，2016年天使机构的态度多了几分不确定性。

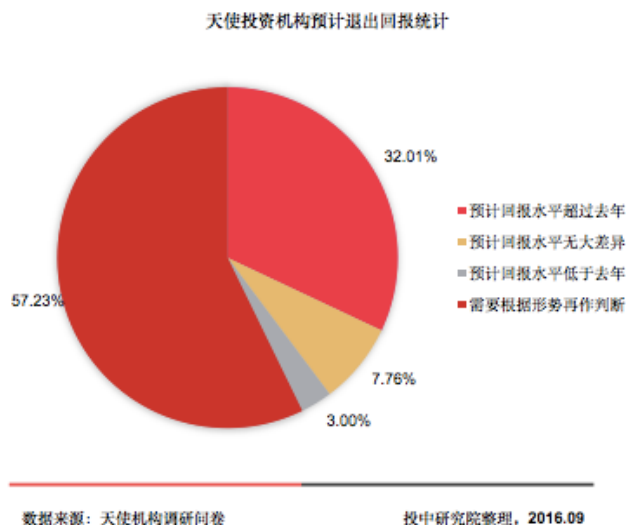


图 3.4：天使投资机构预计退出回报统计

虽然超过半数的天使机构对退出回报存在不确定性，但随着 2016 年新三板政策频出，如全国中小企业股份转让系统有限责任公司 2016 年 9 月 30 日发布《全国中小企业股份转让系统挂牌业务问答—关于内核工作指引实施若干问题的解答》，2016 年 8 月 15 日发布《关于保险公司在全国中小企业股份转让系统挂牌有关事项的通知》，2016 年 8 月 8 日发布《挂牌公司股票发行常见问题解答（三）募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资》，2016 年 8 月 8 日发布《全国股转系统为非公开发行优先股提供转让服务》等，显示出了监管部门对于新三板市场制度建设的重视，对天使投资退出通道选择带来很多利好。

新三板挂牌条件较为宽松，便于进行股权转让，对于天使投资人而言，是比较合理的方式，根据投中信息的调研发现，现在新三板挂牌成为重要的退出渠道之一，在未来相当长一段时间内还将占有重要地位，但是很多天使投资人对于“新三板”等资本市场业务操作、流程和政策不够了解，对“新三板”企业各地的补贴政策也不太熟悉，并且由于新三板存在流动性不足的问题，因此未来降低投资者准入门槛已成为必然趋势，此外，可配合在适当的时间推出竞价交易制度，与做市商制度相互补充。也可完善新三板做市商优胜劣汰制度。