

## 1. 商业模式

## 非股非债 精巧闭环

有家嗨店VR总经理单华江接受了滴灌通三周尽调后,融到了第一批200万元资金。不同于此前零星向银行和小贷公司借款,这笔钱金额大、到款快、融资也没有稀释股权,依靠这笔资金,有家嗨店快速铺开了五家新店。

单华江拿到了资金并不是传统银行金融机构还本付息的债权融资,也不同于VC、PE等一级市场的带有风险投资性质的股权融资,而是一种全新的“中间地带”——根据店面实际营收每日与滴灌通进行收入分成,如果经营失败也不需要归还投资款。由于这种模式可以大幅降低创业者进入的门槛,受到大量品牌商与加盟商的欢迎。

滴灌通白皮书显示,这一模式的关键点为——“每日收入分成合约”(DRC, Daily Revenue Contract),滴灌通以此对实体门店进行投资,每日从门店收益中划走固定比例分成,通过数字化的“门店分账自动回款系统(ARM)”得到每日付息以保证资金流动性。需要注意的是,根据每日收入分成法律义务,被投资门店没有还本付息义务,如果经营失败,滴灌通将承担投资损失。

李小加曾在2022年年底接受记者专访时解释过这一分成模式的逻辑:滴灌通是一种“类股”模式,入股是阶段性的,不是一个永久性压迫的股权,也不是一个马上就有还款压力的债权。“滴灌通的每一笔合同来自小店未来三四年收入分成安排——小店在前期没有收入时,不用给钱;什么时候有收入了就给,一直给到回报完成为止,拿到回报后滴灌通就可以退出,小店如果倒闭了也不用还钱。”

这种模式确实对中小型的连锁加盟行业吸引力较大。单华江告诉记者,以有家嗨店VR体验馆为例,一般和商场签协议都是三年,而滴灌通的投资周期一般也是三到四年,从资金周期、到款速度等方面来看都比较匹配。

在李小加看来,滴灌通的“每日收入分成合约”既可以看作是

“一个门店生意短期现金流的折现融资”,也可以看作是“阶段性递减的股权”。只有这样的投资才能彻底解决小微经济里的融资难、融资贵等难题。

2000年以来,国际范围内出现了10余家基于这类“收入分成”融资模式(Revenue-based financing,简称RBF)的初创公司,融资表现形式包括贷款、债权、商务合约等多种形式组合,向融资者提供资本以换取其未来销售额的5%—20%。

“滴灌通”则是国内第一家大规模专业化运营RBF的机构,投资对象主要集中在商业连锁加盟领域。从金融业务的逻辑看,滴灌通的投资方式与传统公募或私募基金模式完全相反。公、私募基金集中零碎的资金投资一或几个项目,而滴灌通则是反其道而行——投资人和资金相对集中,但要投的目标项目却繁多且个体小。

在上海新金融研究院院长刘晓春看来,滴灌通试图将大额资金用于小规模领域,这种反向思维有对“风险定价”的创新。“以往谈风险定价都是‘未来折现的定价’,而滴灌通是当下就把‘未来的钱’都给分了,从逻辑上看是讲得通的。”他表示。

国内小微门店未来现金流的折现融资,可以视作滴灌通的底层资产。而在资金端,与国外同类机构不同,滴灌通找到了几乎在国内不可能完成的一种路径——通过交易所直接将底层资产进行证券化交易,这也促使它快速成为这种投资模式下的头部机构。

2022年3月,李小加和张高波掌舵的滴灌通澳交所正式开启运营,成为全球首个收入分成产品DRO(Daily Revenue Obligations,每日收入分成凭证)交易所。

在阐述成立滴灌通澳交所的初衷时,滴灌通在接受记者采访时表示:在境内资产端,传统金融的股和债产品很难适用于小微企业。因此我们必须采用适合中国

滴灌通“试验”:  
挑战小微金融  
“不可能三角”

编者按/从“麦克米伦缺口”到“不可能三角”,小微金融一直被视作金融行业最难啃的硬骨头。

2023年11月底的中央金融工作会议强调,要加快建设金融强国,以金融高质量发展助力强国建设,做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇文章。作为普惠金融的重要组成部分,小微金融呼唤着能解决融资难、融资贵的创新路径。而普惠金融与数字金融的化学反应则被业界期待可以破解该领域面临的传统业务难题。

2021年年初,香港交易所(港交所)前行政总裁李小加卸任后,与东英金融创始人张高波共同成立了专门投资中国小微企业的创新金融平台——滴灌通,受到市场和资本广泛关注。官方信息显示,截至2023年11月,滴灌通已经签约投资了12000多家门店,覆盖100多个消费品类赛道。

创新往往伴随争议。2023年10月底,加华资本创始人宋向前在发微博的“开炮”将滴灌通送上风口浪尖。在发文中,宋向前对滴灌通非股非债的业务本质、资金成本以及多地跨境业务结构提出尖锐质疑,引发行业热议。

“事实上,金融创新领域很久没有引发如此关注度的话题,滴灌通确实是近年来一个值得解剖的商业案例,也是普惠金融解决方案中值得探讨的一条试验路径。”一位受访资深银行从业人士直言。

同时实现风险(可控)、成本(可控)、规模(发展)三个目标历来被认为是发展小微金融业务的“不可能三角”。滴灌通以全新的“每日收入合约”形式,在股权与债权之间寻找到第三种路径,一定程度上实现了小微金融资产端到资金端的最短链路。在初期即扛过新冠疫情考验迅速实现规模扩大,可视为滴灌通商业模式的初步跑通。

但在其规模化和不断成熟的过程中,仍需要围绕模式可持续及合规安全发展面对更多问题——是否以合理的资金水平帮助了小微企业发展?如何评价其风控能力和远期商业价值?滴灌通(澳门)金融资产交易所MCEX(以下简称“滴灌通澳交所”)精心构筑创新融资闭环又可能面临哪些市场和监管挑战?本期商业案例,《中国经济报》记者和你一起走近滴灌通,并探讨滴灌通的商业模式与围绕此引发的争议的话题。

小微企业的商业合同类产品作为融资载体。在境外资金端,因为国际投资者只熟悉传统的股、债或基金产品,我们必须将境内的商业合同产品转换成具备规模的、类似传统金融的股、债或基金产品供投资者持有和交易。

在2022年8月发布的网志中,李小加形象地打了个比喻:DRC是境内的商业合同,好比“直流电”;DRP(每日收入投资组合)是境外金融产品,好比“交流电”;DRO是交

易所转换产品,好比“变压器”。

但需要看到的是,以小微企业未来的现金流折现作为底层资产,其标准化程度和风险与“沪港通”这样高度标准化的证券交易并不相同。

滴灌通方面向记者表示:对于“每日收入分成”这一新资产类别国际投资者需要时间去熟悉、认识和参与。在价格发现、市场运营和风控监管等诸多方面仍须时间打磨和优化。

## 3. 风险挑战

## 模式悖论和监管合规

一个必须承认的现实是,国际国内市场之间、传统金融与小微金融之间存在巨大的结构性差异与断裂。滴灌通方面在接受记者采访时也表示:双方“通”起来存在非常大的挑战,要完成这个挑战,必须理解这种差异并创造性地、系统性找到可兼容的互联互通机制。

从模式上看,滴灌通是一款典型的收入分成融资模式(RBF)产品,其典型特征就是投资者向被投资企业投资固定金额,以期获得被投资企业的部分营业收入作为投资的回报。

上述模式在国内的兴起也有其特殊的市场背景。有国内连锁行业人士向记者直言:中国连锁品牌的市占率更迭太快,很难出现肯德基、星巴克一类大体量品牌,近年来风投的股权退出困难,因此一些机构开始关注RBF模式,毕竟其回本周快、退出更便利。

不过RBF的投资模式并非适合所有企业。根据北京清律律师事务所律师所分析,RBF模式适用于的商业类型包括:企业有成熟的产品服务,处于稳定的增长道路,可能无法在相对较短的时间内提供股权投资机构所期望的退出机会;短期内有大量的订单,但订单不长久,通常无法满足传统股权投资机构的要求以及淡旺季明显的企业。

宋向前在发文中就“以其多年投资消费品连锁业的专业经验”表示:“中国没有一个连锁业态可以承受如此高的资金成本。绝大多数连锁业态的净利润水平分布在2%—10%以内,还有30%的自然死亡率,利微且极易亏本。”

滴灌通所投资行业的风险不确定性同样是金融行业人士的顾虑之一。在翟少峰看来,加盟商的流动资金被品牌商统管后的挪用风险,在利益一致的前提下品牌商与加盟商也会联合一致“欺骗”滴灌通,这是一个极大的挑战。

此外规模和风险之间或许也存在某种悖论。刘晓春认为,“加盟连锁”模式是一个不断探索的过程,适用性取决于企业类型和运营策略,需要在空间扩展和客户范围之间做出权衡。

模式上的监管可能为该类机构开展业务带来一定的不确定

性。目前在中国,类似模式的赛道尚未形成规模,也并未受到监管关注。事实上,中国内地司法目前几乎没有RBF的公开判例,更没有这方面的专门立法。

具体到滴灌通澳交所,情况就更为特殊。滴灌通目前涉及4个司法地区的监管,包括中国内地、中国香港、中国澳门以及其他海外国家和地区。在中国内地,滴灌通的收入分成合同受中国《民法典》合同法项下的联合经营法约束。

中国法学会商法学研究会副会长、北京大学法学院教授刘凯湘认为,滴灌通所采用的合同经营模式具有合法性基础。双方通过签订不要求小微门店提供保证金或抵押担保等作为入门门槛、不要求还本付息、不形成新的组织体的合作合同所形成的新型商业运营模式,不存在法律或政策上的实质风险。

但对滴灌通的性质认定,市场上也有不同观点。翟少峰认为:从“滴灌通”资产组织到交易所凭证融资,整个金融属性非常明确。但他也提出了疑问:在全部流程中,似乎缺乏一个为资产标准化、安全性、合法性等背书、识别、定价、交易风险的金融机构在其中,仅依靠一个没有资本金约束、不接受金融监管的主体在其中发挥统领是有可能出现问题的。

针对市场种种不同看法,滴灌通方面向记者表示:滴灌通在市场上目前没有对标机构,它是一个交易所模式。随着市场的形成和丰富,会有更多的参与者融入这个市场当中。无论是境外还是境内,参与者肯定都要符合当地的管理政策和相关规定。

当前,尚无明确信号显示中国内地监管机构对于该类模式的监管态度。上海交通大学高级金融学院会计学教授、博士生导师陈欣撰文建议:未来中国也可参考国外对RBF和伊斯兰银行类似业务的监管思路,基于我国制度特色出台监管政策;可考虑将类似模式企业定性为另类金融机构,明确境内监管部门,并要求该类企业进行关于收入分成合同细节条款的强制性信息披露。此外,建议监管部门对其定性,最高人民法院增加对“联营合同”的司法解释。

## 2. 核心风控

## 数字技术+顺藤摸瓜

上述一手资金一手资产的交易模式也推动了滴灌通两年来的快速发展。

从经营情况看,截至2023年11月底,滴灌通已经签约投资了12000多家门店,覆盖100多个消费品类赛道。但上述模式的成立也有一个刚性的前提——行业的数字化水平、复杂分账网络构建及投资群体的选择与风险控制。此外,李小加本人的背书也成为滴灌通商业模式成立不可忽略的因素。

首先,与国外RBF类机构相比,滴灌通选择的投资群体集中在连锁中小微企业,这一群体虽然活力充沛,但风险系数较高。公开数据显示,从存活周期看,中国小微企业平均寿命3—5年左右,非小微企业多在10年以上。

因此,在模式的持续性和风控把握上,需要对所投小店进行比较精确的画像。记者获得的一份滴灌通收入分成模式简介PPT显示,滴灌通投资的目标小店需要满足如下条件:至少经营2年以上,至少拥有10家以上连锁门店,越来越好;有过融资历史优先。单店投资理想区间20万—200万元,具体据测算确定:滴灌通出资占比≤50%;回本周小于门店租期一个月。

此外,滴灌通也有明确的“四不投”底线:数据造假的不投,对加盟门店缺乏约束的不投,纠纷/法律风险不清的不投,不符合测算模型的不投。

李小加在接受记者专访时曾解释了为什么选择投资连锁品牌店。在他看来,“瓜”如果有藤肯定更安全,街边独立小店很难经得起风险。一个连锁店要做成,一定具

备几个条件:品牌、供应链和经营管理体系都已经比较成熟。这类标的也有一定的集体议价权,能在地段选址,有足够的经验选择合适的店长。

“传统的VC/PE是猎人思路,是寻找‘诸葛亮’级别的明星企业。滴灌通的思路是寻找‘臭皮匠’。传统VC/PE希望对节点企业10年后的状况做出判断,但滴灌通的投资标的是门店,每天收钱,两年收回投资再多分两年钱就是很好的回报,此外大部分小微企业只有三五年生命周期,不需要对太长周期做过细判断。”李小加表示。

在投资逻辑上,滴灌通遵循大数据法则(一般指大多数定律,是一种描述当试验次数很大时所呈现的概率性质的定律),更注重配置组合的有效性而非仅仅投资个体的成功。李小加曾表示:我们不是投一个店,等它慢慢长大,而要投很多店,和节点企业的合作店数,至少三五家起步。从谈判策略上,知道回本期和预估营业额,就能大体得出分成比例的基准线。

在拓展环节,通过自建智能商圈系统,滴灌通将全国300多个城市区域进行了划分,在了解当地人、特点、人口画像等基础上去选择行业和品牌。通过同一商圈不同门店的收入交叉对比,再用平台门店收入数字进行矫正,最终实现对单一门店在特定商圈营业额的精准预估——这也被滴灌通认为是业务的重要护城河。

特定的投资区域、群体之外,数字技术的发展成为滴灌通模式成立的另一个前提。通过数字支付保证被投连锁行业的数据真实同频,实

现了对加盟商现金流的管控。

按照上述PPT文件显示,被投连锁店的经营系统必须可以管控100%的收入数据,必须有明确确认收入规则、制度及数据,系统可以直接导出。

在资金通道上,已有一些传统金融机构完成与滴灌通的合作。

但与其他企业相比,小微门店的生存周期短暂,市场的复杂性反契约概率远高于资本市场。因此除了对被投小店的收入数据严格把控,也必须有相应的回报率设计进行风险拦截。

记者采访了解到,滴灌通与每个加盟小店的合约基本上约定了四点:投资的金额,约定回本期限,确定的分成比例,以及“阶梯性”的回本周——在回本后会按比例降低收入分成的比例。

单华江告诉记者:按照当时嗨店每家门店15万元的收入估算,滴灌通约定了18个月的回收周期,第一期其分成比例在18%左右,回本后,剩下的周期内,滴灌通分成比例降至8%—9%。

但并不是每家投资对象的回款实践和条款都一样,其主要按照不同门店的实际运行而定。但整体来看,回本速度越快降幅越大。根据李小加前述2023年10月底线上交流会上的表述:上述滴灌通和小店的分成比例因店而异,会根据数据去测算,且要保证小微企业主留下来的自由现金流一定高于滴灌通模式下的分成。

但这种收入回本周设计之下,小微企业承担的实际资金成本确实要高于传统银行借贷(4%—7%)。这也是宋向前此前的质疑之

一。

“投资收益≠利息利率。投资收益率和贷款的利息利率是不同性质的概念,由于滴灌通模式是投资,不是贷款,因此不适用利率、利息的问题,和贷款有本质区别。”滴灌通方面向记者表示。

单华江告诉记者:算下来滴灌通提供的资金成本在20%左右。“因为它是按照天去回款,综合年化利率的话,确实可能会更高。”但他也直言:“滴灌通的分账来自每天流水的一部分,不会突然有一大笔钱的还款压力,对现金流比较友好。比如疫情期间我们收入下滑时,它分成也少。”

小微信贷专家翟少峰也倾向认为:用高利贷来形容“滴灌通”不合适。“它本质不是贷款,这种投资符合高风险必须由高收益支撑的原理。当然,也应该思考这种高风险、高回报的合作如何能避免互相伤害、如何能长期持续。”他补充道。

同时需要看到,类似嗨店规模的小连锁并不容易找到股权投资,单华江向记者透露:“这几年VC手上也没钱,入股也需要对赌,而银行很难一下子放几百万给我们,周期也给了三年,权衡下来,滴灌通的模式比较适合我们当前的需求。”

不过也因为这类非股非债合同的法律关系复杂,带来的明显副作用之一是追索权的弱化。翟少峰认为,滴灌通的商业模式便于拓展客户,但从风险的本质讲是加盟店主个人风险和品牌商风险的双重叠加,再加上非股非债带来的法律约束力下降,一旦出现违约,滴灌通通过法律手段来保护自己时可能面临困难。



视觉中国/图

## 观察

## 李小加的“破局”之战

1931年,英国政治家麦克米伦第一次系统性地提出了关于小微企业融资困难的理论——“麦克米伦缺口”,即金融机构不愿意按照中小企业的融资条件对其提供资金供给,致使中小企业普遍存在融资约束和融资缺口。这一问题迄今在全球范围内仍未得到完善解决。

在中国,中小微企业(含个体工商户)占全部市场主体的比重超过90%,贡献了全国80%以上的就业,70%以上的发明专利,60%以上的GDP和50%以上的税收,对推动国民经济发展至关重要,但其得到的金融支持较之大型企业仍很匮乏。

中小微企业融资难,以及近年来金融模式创新的艰难,成为滴灌通出现的时代背景。

李小加曾说:“传统金融模式的基础逻辑,跟底层几乎已经没关系了,而是顶层的钱互相怎么看。实际是一群教育很好的人在做大妈的事”,互相跟风。需要一种新的DNA,来打破这个金融死局。”

而通过“每日收入合约”模式到交易所的链条,滴灌通实现了小微金融资产端到资金端的最短链路,减少了小微企业融资的路径成本与交易成本。这也使得虽然其仍面临重重争议,但市场大多肯定这是一类值得鼓励的创新。

当前,滴灌通面临着宏观经济、风险把控、市场教育、信息披露、机制建立等一系列挑战。在资产端,其需要在国内复杂的经济大环境下选择行业和赛道,并不断夯实高风险业务的风控手段,并关注可能变化的监管预期;在资金端,作为交易所,其需要在丰富资产的基础上,不断建立透明公正的信息披露机制,做出资产交割和风险控制有关的一套制度安排,使“国际传统金融和中国小微经济这两个非常难以兼容的运营体系实现互联互通,创新地解决了小微企业创业融资难的问题”,可视为滴灌通的企业宏愿。这一征途刚刚起步,也值得行业去持续追踪观察。

本版文章均由本报记者李晖采访