

2016 中国中小企业 融资现状



根据中国国家统计局的统计，2014 年中国中小微企业的数量占中国注册企业总数的 97%，且吸收了 75%以上的就业，对 GDP 贡献超过 65%。¹ 融资是对中小微企业发展中至关重要的要素。² 但是中国 70%的中小企业在访谈中仍将融资列为企业面临的第一大挑战。该报告纵览了中国中小企业最普遍的几种融资方式，包括传统银行借贷，私募债，信托融资，风险投资，私募投资和 IPO（首次公开发行）。它们各自对处于不同行业、不同发展阶段的中小企业都有截然不同的优势和劣势。中小企业要想根据自身发展需要及时把握融资的机遇，必须在思考方式上超越传统借贷，我们建议拥有较高增长潜力的中小企业考虑将中国公司实体直接挂牌海外市场，筹集资本的同时保留在中国挂牌交易的资质。

1. 商业银行贷款

近几年商业银行对中小微企业的贷款量总体来讲呈上升趋势。中国人民银行最近的统计数据显示，截至 2015 年末，人民币中小微企业贷款余额 17.39 万亿元，同比增长 13.9%。然而，商业银行对中小微企业的贷款的比重仍然很小，仅占企业贷款总量的 30.4%。仅比 2014 年增长了 0.8%。³

在中国，银行信用仍是企业融资的最主要渠道，而中小企业贷款难便成为了企业成长最关键的桎梏。由于中小企业通常带有更大风险，因此不能被银行视为受欢迎的客户。中小企业贷款的平均年利率高于 15%，显著高于大型国有企业享有的 3%-4%的年利率。⁴

中国的实体经济和金融系统之间完全失配。这个国家实体经济大部分由农民和中小企业构成，然而金融业却由偏爱大型企业的大银行主导。⁵

--- 林毅夫，世界银行前首席经济师

要弥补银行对中小企业借贷的局限性，多样化融资渠道、更高的灵活性和创新途径至关重要。

2. 中小企业私募债券

¹ [“数”评两会]从“65%”看中小微企业

http://news.xinhuanet.com/2015-03/03/c_1114500326.htm

² Asia SME Finance Monitor 2014, Asia Development Bank

³ 《2015 年金融机构贷款投向统计》，2016 年 1 月 22 日，中国人民银行

<http://www.gov.cn/shuju/2016-01/22/5035391/files/0525c1dba98c4c00bee8d7b56693341f.pdf>

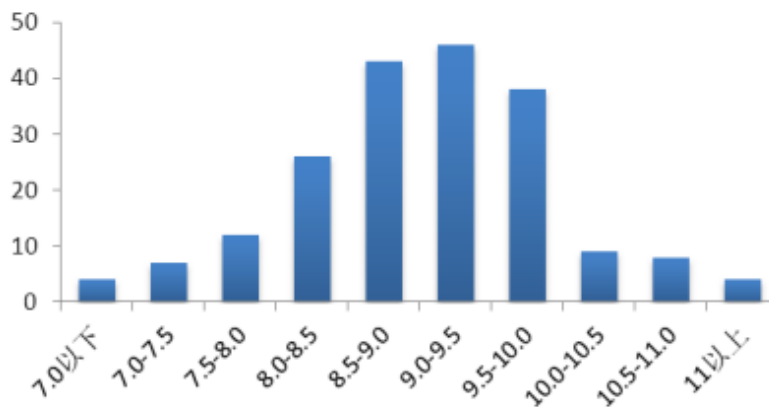
The statistical methodology on SME lending has been changed since 2012 in the PRC. SME loans data were available until 2012, but the MSE loans data have been compiled with new classification criteria since 2012.

⁴ Asia SME Finance Monitor 2014, Asia Development Bank

⁵ Justin Yifu Lin, Peking University, August 28, 2014

为拓宽中国中小企业融资渠道，仿照美国的高收益债券，中国证监会在 2012 年 6 月发布了新的金融产品，中小企业私募债券。该产品具有高回报、高风险的特质。大多中小企业私募券的平均收益率达 9%，最高可达 15%，高于普通债券。中小企业私募债券的发行相对具有更少的限制条件和要求，流程更简单，而且不需要评级，但这也意味着这种债券拥有相对更高的不确定性风险。

图表 1. 中小企业私募债券利率分布



数据来源: wind, 课题组整理

中小企业私募债券是特意为需要资本的中小企业设计的。但是在过去几年中，它并未在中国中小企业之间成为流行的募资方式。原因之一是监管层对投资中小企业私募债券的投资人的数量和资质都有严格的规定，如单只债券持有人数量不得超过 200 人；作为机构投资者的基金公司，只有基金专户才能投资于私募债，且受到投资额度 10% 的限制；作为个人投资者，设定了 500 万元的准入标准。这些举措虽然具有一定的合理性，但都限制了投资者进入私募债市场的程度，严重制约了市场流动性，对其变现能力产生消极影响。⁶

再加上其中涉及的高风险，对于投资者而言，平均 9% 的利率水平低于其对“高收益债”的预期，多数机构投资者对这类债券并没有很高的热情。因此整个中小企业私募债券市场的规模非常小，单只债券的发行规模也很小，平均只有 1.4 亿元人民币，一半以上的债券发行规模在 1 亿元人民币以下。相比之下，美国高收益债券的平均发行规模为 2.84 亿美元，合 19 亿元人民币。⁷ 另外，中小企业私募债券的发行成本也相对较高。发行中小企业私募债券的融资成本大约 13%。

⁶ 《中小企业私募债券的风险研究》，中国农业银行，2013 年 8 月
<http://www.abchina.com/cn/PersonalServices/PrivateBanking/treasureview/201408/P020151118695849373144.pdf>

⁷ 《债券 China Bond》2012.8《中小企业私募债专辑》国泰君安固定收益证券部，廖雯雯

3. 信托融资，影子借贷

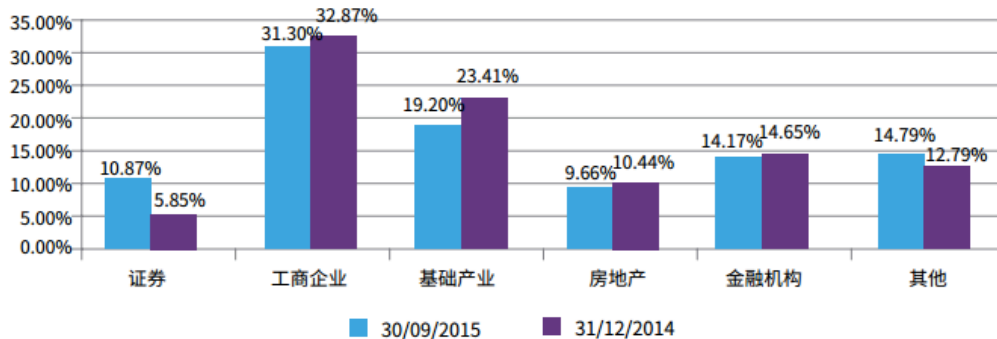
信托公司能够整合运用多种金融工具，通过灵活的交易结构设计，为企业量身定做融资方案。同时信托成为了民间流动资金较为规范的蓄水池，对民间投资起到了重要的引导作用，因此信托在满足民营企业、中小企业融资需求的同时，也在一定程度上有效缓解了“民间资本多、投资难”的问题。2009年初银监会发布了《关于调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》，放宽集合信托贷款比例，以及信托公司对开发商资质、资本金比例等监管要求的规定，大大拓宽了银行-信托合作、房地产信托的发展空间。随着银行和信托公司合作的不断深入，银信合作的大量理财产品以信托公司为平台向银行的客户提供信托贷款，银行以此可以将实际给企业的贷款记在资产负债表中银行同业资产或应收款项类投资下面，或者干脆就是脱离资产负债表的理财产品（WMP），但不记在贷款项。

图表 2. 应收款项投资下信用资产的典型结构



图表 3.

信托行业新增信托资产投向行业占比分布

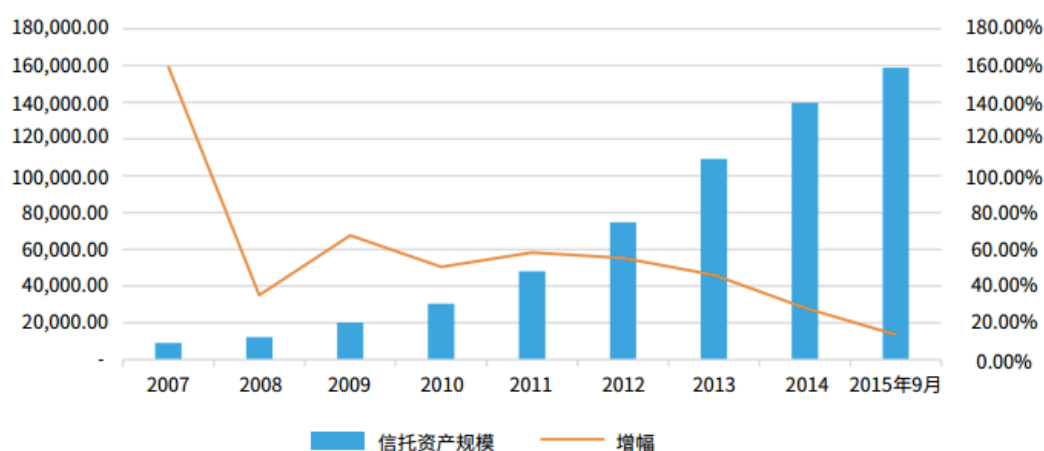


资料来源:中国信托业协会

这样一来银行可以 1) 绕开央行给予的贷款额度，将贷款额度用在其他收益更高的贷款上；2) 继续支持那些现有监管规则限制银行提供贷款的企业客户，包括地方政府融资平台、PPP 计划、房地产开发商和处于过剩产能行业的公司；3) 隐藏不良贷款或逾期贷款，一些小型未上市银行将过剩产能行业的企业贷款，甚至是不良贷款打包进这些 SPV 里。此类理财产品经历了一个迅猛的高增长阶段。投入到该类产品中的资金在过去一年内增长了 70% 高达 18.8 万亿元，远远高于信托资产 17% 的增长率。⁸

图表 4.

2007-2015信托行业信托资产规模及增长情况(单位:人民币亿元)



资料来源:Wind资讯

投资人和监管机构都已意识到影子借贷中的风险和问题。银监会 2013 年出台了《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(8 号文)，2016 年 4 月又下发了针对影子银行监管的《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》(82 号文)。⁹我们预计还会有进一步监管措施出台，遏制与影子银行扩张相关的风险，今后信托贷款和非正式借贷会受到影响。

4. 风投 (VC) 和私募 (PE) 融资

中国的风投市场自 2014 年以来经历了急剧的增长，为许多初创企业和年轻企业提供了迫切需要的成长资金。2015 年一年中中国的 VC 投资几乎翻了三倍，从 2014 年的 173 亿美元 (约合 1159 亿元人民币) 增长到 489 亿美元 (约合 3276 亿元人民币)。同时期交易量增长近 50%，平均每单交易额翻一番。另外，2015 年中国政府也在 VC 中扮演了重要角色。据咨询公司 Zero2IPO Group 和 Preqin Ltd 整理的数

⁸ China's Shadow Banking Evolves to Dodge Crackdown, February 24, 2016, Bloomberg <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-24/china-shadow-banking-dodges-crackdown-as-funds-take-trusts-role>

⁹ 一文读懂中国的影子银行，2016 年 5 月 23 日，华尔街见闻 <http://wallstreetcn.com/node/245337>

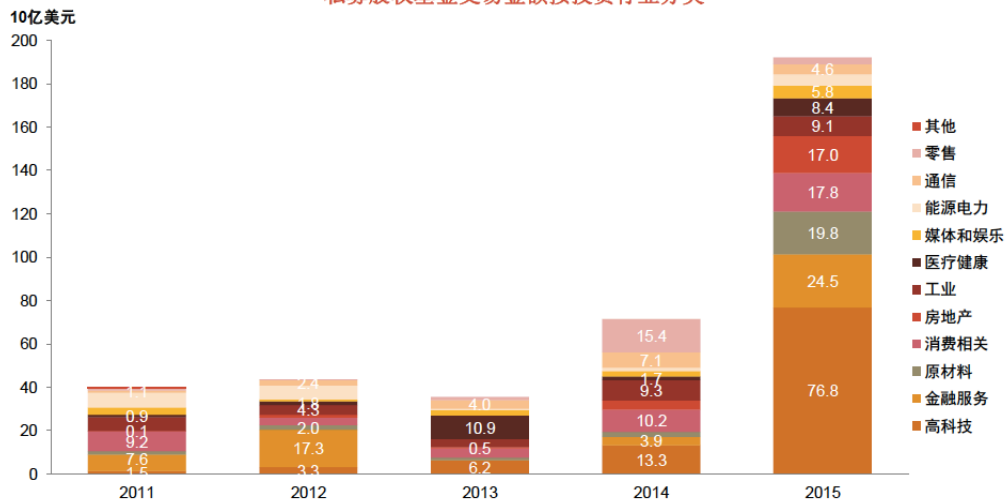
政府支持的风投基金在2015年一年融资1.5万亿元人民币，管理资产增长三倍，达到2.2万亿元，是世界范围内最大规模的为初创公司设立的资金池，金额几乎为全世界所有其他风投公司融资总数的5倍。这是李克强总理在中国经济增长放缓之际做出的经济刺激计划中的一部分努力，希望“创新”成为经济发展的新动力，减少对重工业的依赖。投资额的增长和向早期阶段投资的趋势使更多年轻创业者在创业初期拥有了更多的资源选择，实现快速的发展。

一个显著现象是，中国 VC 和 PE 资金高度集中在科学技术和消费者服务领域。2011 年至 2015 年期间中国 VC 资金去向最为集中的几个行业为高科技（768 亿美元，约合 5146 亿元人民币），金融服务（245 亿美元，约合 1642 亿元人民币），原材料（198 亿美元，约合 1327 亿元人民币），消费者服务（178 亿美元，约合 1193 亿元人民币），房地产（170 亿美元，1139 亿元人民币），医疗（84 亿美元，563 亿元人民币），媒体和娱乐（58 亿美元，389 亿元人民币）。值得注意的是，2015 年每 10 个 VC 投资项目中就有 9 个是和消费者服务相关的公司。¹⁰

据普华永道的报告，同样的两个领域——高科技和消费者服务也是对于 PE 最具有吸引力的领域。2015 年 PE 投资项目中，有 40% 都投向了高科技公司。这意味着对于那些不在 VC 和 PE 偏好行业的公司，从 VC 或 PE 得到募资是很困难的，那些更为成熟的、需要后期投资的公司也不易获得 VC 和 PE 资金的青睐，因为他们钟情早期投资。

图表 5.

私募股权基金交易金额按投资行业分类



资料来源：汤森路透、投资中国及普华永道分析

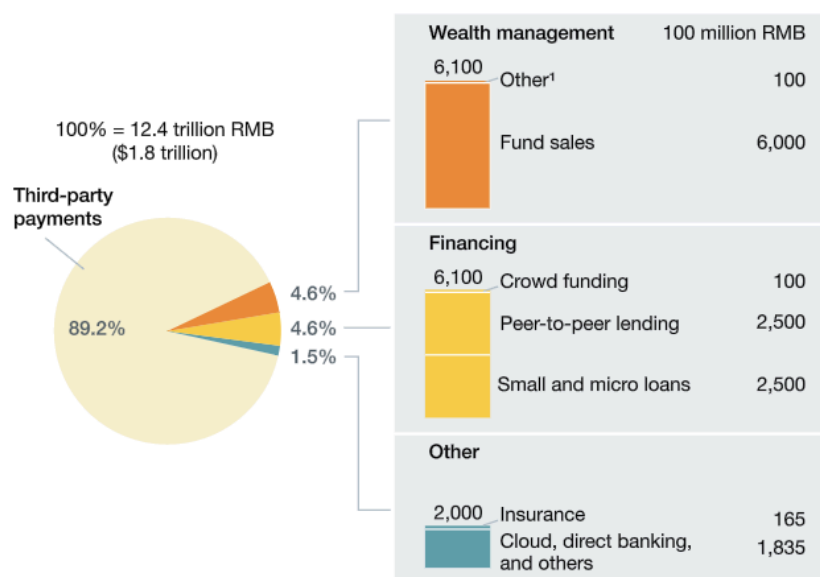
¹⁰ Back to Reality, EY global venture capital trends 2015
<http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-venture-capital-trends-2015/%24FILE/ey-global-venture-capital-trends-2015.pdf>

与此同时，我们也注意到某些领域由于过度注资已估值过高。¹¹ 再加上股票市场的波动性和人民币示弱，以及近期市场对估值、资金消耗率和过度筹资的担忧，我们预期 VC 和 PE 在中小企业的投资在今后会更加理性、有所放缓。除此以外，PE 还面临着一个令其头疼的问题——待退出项目积压。2015 年退出项目数量和 2014 年的数量持平，但新投资项目数量却是 2014 年的两倍。¹² 这一现象势必进一步阻碍 VC、PE 融资的增长。事实上，已有各种迹象表明投资者已经开始刹车。2015 年在经过前三个季度的强劲表现之后，第四季度的投资势头已经有所减缓。

5. 互联网融资

过去几年中，互联网金融在全球上演了一出盛宴，数不胜数的金融科技初创公司和创新解决方案喷薄而出。在中国，这场盛宴尤为引人注目。截至 2015 年底，中国互联网金融的市场总额达到 12.4 万亿元人民币（将近 GDP 的 20%），用户数量达 5 亿，排名世界第一。¹³ 但是，绝大多数的互联网金融交易是第三方支付和理财，融资仅占互联网金融市场 4.6%。当前互联网融资的主要模式有供应链金融，消费金融，P2P 借贷和众筹。

图表 6. 截至 2015 年底中国互联网金融市场规模



¹Other wealth management products—eg, trusts and private equity.

McKinsey&Company | Source: CNNIC; iResearch; McKinsey analysis

¹¹ MSME Finance Report

¹² PWC, 中国私募股权/风险投资基金 2015 年回顾与 2016 年展望, 2016 年 3 月 3 日

¹³ Disruption and Connection - cracking the myths of China Internet finance innovation. McKinsey & Company. July 2016

网络银行看来要成为中国最大的两个互联网公司阿里巴巴和腾讯的下一个主战场。¹⁴ 阿里巴巴创始人马云说，银行信用紧缩迫使开发商和创业者寻求非常规方式融资后，金融业需要一个局外人来“搅局”。¹⁵ 阿里巴巴拥有从事线上借贷的天然优势，因为它掌握有大量消费者数据以及消费者的线上消费数据。这为阿里巴巴提供了至关重要的金融和交易信息，使其能够基于该信息为贷款申请做信用风险评估。然而，并不是所有从事网上借贷的公司都拥有这类信息，且网上借贷涉及了更多隐藏风险和不确定性，包括个人非理性、欺诈、设计缺陷、监管介入等。

中国互联网金融的监管没能跟互联网金融本身的发展同步。2015 年之前，该领域一直处于法律真空的状态，直到 2015 年 7 月 18 日中国人民银行等十部委发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，之后监管方也陆续出台了更详细的监管措施。¹⁶ 《指导意见》肯定了“拓展普惠金融的广度和深度”为互联网企业从事金融业务的核心目标之一，让传统条件下接触不到金融服务的群体和资金相对稀缺的企业能够获得更便利的金融服务。2016 年 8 月颁发的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》对 P2P 个人和企业借贷做出了多方面的限制，禁止以打包资产、证券化资产、信托资产、基金份额等形式的债权转让行为，目的为控制影子银行风险。另外，《办法》也规定了个人和企业在网络信贷平台的借款限额，个人在同一网络借贷信息中介平台的借款不得超过人民币 20 万元，在不同网络借贷信息中介机构借款总额不得超过人民币 100 万。企业借款的限额是以上金额的 5 倍，分别为 100 万和 500 万。¹⁷ 显然，对于多数嗷嗷待哺的中小企业而言，500 万人民币远远不能满足其融资需求。我们认为未来互联网金融领域还将迎来更多规章制度，将对该领域产生重大深远的影响，很多中小企业亦无法将互联网融资作为募资的主要渠道。

6. 中国 IPO 市场

如果比较“十一五”期间（2006年—2010年）和“十二五”期间（2011年—2015年）的IPO（首次公开发行）活动，我们可以看到后者平均每单的规模远远低于前者。也就是说，前些年由大公司主导资本市场IPO的趋势已转变为当前更多中小企业把IPO作为募资的重要途径。¹⁸ 长期融资的需求在成长型中小企业当中不断增长，因此资本市场的发展也需要适应该趋势，特别解决中小企业的融资需求。

¹⁴ Next Battleground for Alibaba, Tencent: Financial Services

<http://www.wsj.com/articles/alibaba-affiliate-launches-online-bank-despite-regulatory-hurdles-1435230003>

¹⁵ Billionaire Ma's Alibaba Gets Nod to Stir Up Loans: China Credit, July 14, 2013

<http://www.bloomberg.com/news/2013-07-14/billionaire-ma-s-alibabagets-nod-to-stir-up-loans-china-credit.html>

¹⁶ Disruption and Connection – cracking the myths of China Internet finance innovation. McKinsey & Company, July 2016

¹⁷ China Imposes Caps on P2P Loans to Curb Shadow-Banking Risks, August 24, 2016

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-08-24/china-imposes-caps-on-p2p-lending-to-curb-shadow-banking-risk>

¹⁸ KPMG China IPO Markets Update 2015

中国资本市场不断努力发展多层次资本市场体系，更好地将中小企业容纳入资本市场，为中小企业提供募集成长资金的多种机会。全国中小企业股份转让系统，也就是俗称的“新三板”，在 2014 年进入全面运行。新三板是柜台交易（OTC）市场，受证监会监管。新三板的挂牌要求很低，通常对净利润和经营性净现金流不做要求。新三板挂牌公司数量自 2014 年以来猛烈增长。截至 2016 年 8 月，新三板挂牌公司数量多达 8700 家。然而，融资的供需天平仍然不平衡。这 8700 家挂牌企业必须从有限的 5 万个合格投资人手中争夺有限的资金。据统计，5190 家新三板挂牌公司自挂牌之日起零交易量。¹⁹

很多个人投资者想要投资新三板市场，却达不到“合格投资人”的标准，即每人必须有至少 500 万元人民币可投资资金。²⁰ 由于公众资金无法进入，投资人数量没有蓬勃增长。很多新三板挂牌公司有几个星期甚至几个月没有交易，也有很多公司没有募集到任何资金，都反映了市场的流通性差。

2016 年 5 月 27 日新三板正式引入了分层制，旨在改善挂牌企业的流通性和管理水平。符合标准的高质量的企业可进入新三板的“创新层”。

进入新三板创新层的准入条件：

标准一

- (1) 连续盈利，年平均利润不少于 2000 万元；
- (2) 申请挂牌同时发行股票，融资额不低于 1000 万元。

标准二

- (1) 营收连续增长，年复合增长率不低于 50%；
- (2) 最近两年营业收入平均不低于 4000 万；
- (3) 挂牌股本不少于 2000 万。

标准三

- (1) 做市商不少于 6 家，申请挂牌同时发行补票，发行对象中，应当包括不少于 6 家做市商；
- (2) 发行市值不少于 6 亿元，且融资额度不低于 1000 万；
- (3) 最近一期期末股东权益不少于 5000 万。

¹⁹ NEEQ listings up, but woes persist, China Daily, August 15, 2016
http://usa.chinadaily.com.cn/epaper/2016-08/15/content_26479259.htm

²⁰ 《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则》

事实上，创新层的实施没有带来大家期待的效果。“我以为分层后至少能火几个月的，但没想到连一个月都没有。”洪泰新三板基金 CEO 冯志认为新三板分层已经失败了。²¹

波动性是 A 股 IPO 的另一特质，且对中小企业融资长期起负面作用。中国的 IPO 市场在历史上 9 次被叫停，而且长期有大量 IPO 申请积压。2015 年 7 月中国暂停了 IPO 来缓解股灾压力，虽然 11 月已恢复了 IPO，IPO 活动依然处于抑制状态。证监会担心突然涌入大量新股会对最近刚刚稳定下来的市场造成冲击。证监会的数据显示，截至 2016 年 9 月 29 日，有 92 家公司的 IPO 申请获得批准，仍有 694 家企业的 IPO 申请在等待。²² 在美国，企业通常可在递交 IPO 文件后的三个月内挂牌开始交易。在中国，这一时间可长达 2.5 年，很多时候甚至更长。因此很多中国企业选择在美国的证券交易所挂牌，尽早募集到资金。²³

7. 海外 IPO

证监会近年针对海外 IPO 和挂牌采取了一系列的改革。证监会明确表示尊重企业对 IPO 和挂牌地点和方式的选择，但是政策导向更鼓励企业选择直接的方式在海外挂牌。²⁴ “直接挂牌”是指在公司注册的公司直接在海外挂牌、发行和融资，和“间接挂牌”相对立。间接挂牌指在海外设立对中国公司控股的公司，并用海外公司作为挂牌的实体。间接挂牌最典型、最普遍的方式即我们常说的“VIE 架构（可变利益实体）”。中国官方已表明了对 VIE 架构的不满，因为其处于法律灰色地带，逃避了中国对某些行业的外国投资的监管。

2015 年 1 月，中国商务部公布了《中华人民共和国外国投资法(草案征求意见稿)》，意图将 VIE 纳入监管。²⁵ 该提议更清晰简明地区分了外国投资可获得国民待遇的领域和受限制的负面清单，受限制领域仅由中国公民控制的公司可投资运行，即使公司使用了 VIE 架构。²⁶ 另一方面，海外投资人对 VIE 的担忧早已积攒多年，因为在 VIE 中投资、拥有 VIE 公司的股份并不能让其控制公司的实际资产，实际资产仍受中国公司实体和所有人的控制。“美国股东承担这种架构的复杂性和目的中存在的风险，”美中经济安全审查委员会的报告称。该机构是美国国会设立的，

²¹ 新三板多方进场意愿不强 分层后市场表现低于预期, 2016 年 08 月 21 日
<http://finance.china.com.cn/stock/xsb/sc/20160821/3868941.shtml>

²² 证监会：受理首发企业 841 家 已过会 92 家，中国证券网，2016 年 9 月 30 日
http://news.cnstock.com/news/sns_bwkx/201609/3914279.htm

²³ Chinese Companies Are Trapped in IPO Logjam,
<http://www.wsj.com/articles/chinese-companies-are-trapped-in-ipo-logjam-1449530154>

²⁴ 证监会鼓励境外直接上市 全流通问题有解决方案
<http://finance.people.com.cn/stock/n/2014/0625/c67815-25195980.html>

²⁵ 商务部就《中华人民共和国外国投资法（草案征求意见稿）》公开征求意见
<http://tfs.mofcom.gov.cn/article/as/201501/20150100871010.shtml>

²⁶ Foreign Companies at Risk From Proposed Chinese Law,
<http://www.wsj.com/articles/foreign-companies-at-risk-from-proposed-chinese-law-1429474352>

在过去发表了数篇对中国的批评性报告。²⁷ 对上市企业来讲，用 VIE 架构在海外上市就意味着中国公司实体变成了外国公司的子公司，也就自动放弃了在中国挂牌交易的资质，舍弃了中国资本市场自身的优势，因为中国目前不允许外国公司在中国股票交易市场挂牌。

与针对 VIE 的收紧政策相比，中国官方对海外直接挂牌的政策放宽了许多。取消了早期对中国公司财务状况的要求（4 亿元净资产，5000 万元融资额，6000 万元净利润，即所谓的“四五六”），不再要求企业提交财务报表与审计报告，也不再出具财务会计方面的反馈意见。²⁸ 取得“批准”的过程也大大加快，从公司提交申请之日起至公司从拿到证监会的批准，整个过程在 20 个工作日内完成。²⁹ 在境外募集的资本也不要求投入在境内。

利用有利的政策，为了解决中国中小企业的融资难题，美中投资集团和大成律师事务所合作设计了一个创新的项目，帮助中小企业战略性地从海外和中国资本市场获得资金。中小企业 IPO 项目使用的 IPO 结构可让中国企业进入美国的资本市场，获得流通性，同时也可以申请在中国挂牌。在美国挂牌，公司股票可收到更多积极投资人的关注、更活跃的交易活动，最终给股东带来流通性，提高公司的估值。与此同时，他们不必放弃中国的资本市场，而在中国的股市中，上市企业通常获得更高的市盈率，也吸引了很多已在海外上市的公司花大成本在海外摘牌，拆解 VIE 架构，回到中国挂牌。如果不用 VIE，采取直接挂牌，那么企业不需要在中美股市两者中间二选一，反而可以享受两个市场的所有优势。如果企业扩大全球运营，拥有流通性的股票在跨国兼并和收购中可直接作对价支付，等同于现金。另外，有流通性的股票也可用于吸引和激励两国的高绩效员工。在美国交易所建立的声誉和信用也可让公司在长期的发展中受益，当中国的挂牌申请获批后，也会刺激中国股票价格的增涨。

还有值得指出的是，该项目不仅仅只协助企业挂牌，更重要和难得的是，作为在中美投资拥有三十多载经验的投资管理公司，美中投资集团也在挂牌前和挂牌后协助公司在美国进行融资，在美国寻找和联系战略合作伙伴，管理投资者关系活动，积极向投资人推销股票。

²⁷ U.S. Report Casts Doubt on Legal Structure of Alibaba, Other Chinese Firms,
<http://www.wsj.com/articles/u-s-report-casts-doubt-on-chinese-e-commerce-legal-structure-1403257238>

²⁸ 【行政许可事项】 股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审批, 2014 年 12 月，中国证监会

http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306214/200804/t20080430_23384.htm

²⁹ 中国证监会大力改革境外发行上市制度并公开审核要点和审核进度, 2015 年 5 月，中国证监会
http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201505/t20150522_277657.html

关于美中投资集团（USACHINA Investment Group）

关于美中投资集团（USACHINA Investments Group)美中投资集团有限公司及其附属公司（USCI）是全球商人银行和投资管理公司，在中美跨境对外投资方面是全球领军，公司利用其专利金融技术和关键的合营合作关系为客户企业加快寻找和匹配跨境合作伙伴的过程，提供其成功和盈利的可能性。美中投资集团的金融产品和服务以及全球贸易与投资中心帮助实现客户企业至关重要的交易需求，每年支持上百家中国企业在美国实现成功扩张。全球贸易与投资中心为中国中小企业提供成长资本和量身定制的服务，包括对外直接投资服务，成长资本，在美国挂牌，业务拓展，战略伙伴社交支持，高校级别高管培训，专业服务和行政管理服务。