

# 《滴灌通澳交所通用標準》

MCEX Market Accepted Protocol (MAP)



# 《滴灌通澳交所通用標準》

## MCEX Market Accepted Protocol (MAP)

# 目錄

導論.....	5
<b>一、滴灌通澳交所“打樣板”階段的探索及成果.....</b>	<b>7</b>
1. “產品”和“系統” .....	7
2. “打樣板”階段取得的成果 .....	10
<b>二、邁入“百花齊放”階段需要規範的語言體系和市場標準 .....</b>	<b>11</b>
1. 挑戰及對策 .....	11
2. 制訂《通用標準》的基礎 .....	12
3. 制訂《通用標準》的原則 .....	12
<b>三、真誠期待各方充分發表意見 .....</b>	<b>16</b>
《滴灌通澳交所通用標準》 .....	18
滴灌通澳交所現行的產品體系.....	19
<b>第一章 引言 .....</b>	<b>20</b>
<b>第二章 滴灌通澳交所現有的三層轉換產品體系.....</b>	<b>22</b>
1. 每日收入分成合約 DRC.....	23
2. 每日收入分成憑證 DRO .....	24
3. 每日收入分成組合 DRP.....	26
滴灌通澳交所通用標準及應用.....	28
<b>第三章 滴灌通澳交所通用標準 (MAP) .....</b>	<b>29</b>
1. 一張“標準的”DRC：類型、條款和指標 .....	29
2. 怎麼設計標準的 DRC：原則與工具 .....	31
3. DRC 的現金流信息與非現金流信息 .....	37
4. DRC 的信息如何展示？ .....	41
5. 小微企業的融資成本高不高？ .....	42
<b>第四章 投資者怎樣使用 MAP 投資 DRO？ .....</b>	<b>45</b>
1. DRC 現金流怎麼轉化為 DRO 現金流？ .....	45
2. 怎麼衡量 DRO 的風險？ .....	48

3. 怎麼衡量 DRO 的收益？ .....	49
4. DRO 如何估值？.....	52
5. DRO 信息如何展示？ .....	56
<b>第五章 投資者怎樣使用 MAP 投資 DRP .....</b>	<b>59</b>
1. DRP 是怎麼構建的？ .....	60
2. DRP 是怎樣分層評級的？ .....	63
3. 市場綜合投資指數 .....	63
<b>附件 1：滴灌通澳交所 .....</b>	<b>65</b>
<b>一、交易所的規則和法律框架安排.....</b>	<b>66</b>
<b>二、交易所的服務 .....</b>	<b>67</b>
1. 交易所提供的 DRO 產品相關服務 .....	67
2. 交易所提供的 DRP 產品相關服務.....	72
3. 交易所提供的其他服務 .....	75
<b>三、交易所的信息展示 .....</b>	<b>76</b>
<b>四、交易所產品的編碼和標籤.....</b>	<b>78</b>
<b>附件 2：詞彙說明 .....</b>	<b>79</b>

## 如何回應本文件

滴灌通（澳門）金融資產交易所（「滴灌通澳交所，MCEX」）誠邀公眾人士在 2024 年 1 月 16 日後就本文件或就其他可能會影響所討論事宜的相關事項提出書面意見。

如對是次文件有任何查詢，可透過以下郵箱地址或二維碼問詢並提出書面意見：

郵箱地址: [feedback@mcex.mo](mailto:feedback@mcex.mo)

二維碼:



滴灌通澳交所會將本文件發佈後收到的回應意見加以考慮後再決定下一步的適當行動。

## 免責聲明

滴灌通（澳門）金融資產交易所竭力確保本文件所提供的資料準確可靠，但不保證該等資料絕對正確可靠，對於任何因資料不確或遺漏又或因根據或倚賴本文件所載資料所作決定、行動或不行動而引致的損失或損害，滴灌通（澳門）金融資產交易所概不負責(不論是民事侵權行為責任或合約責任或其他)。本文件的任何內容均不構成亦不應被解釋或被依賴為要約、要約招攬或投資建議或進行任何投資交易的推薦。本文件不涉及向中國大陸、澳門、香港或其它地方的居民或企業宣傳和推廣購買/投資任何證券、期貨和衍生品、基金、股權、有限合夥份額、貸款、信托、外匯、數字資產產品。

## 導論

滴灌通澳交所旨在打造一個高效透明的市場，讓國際“大”資本，可以便捷地連接“小”企業。現實挑戰是：小企業千差萬別，國際投資者偏好各異，各方話語體系不同，很難直接對話。滴灌通澳交所作為“轉換器”，核心功能之一，就是制訂一套各方都能遵循的話語體系，提高溝通效率，促進市場健康發展。

此次發佈的《通用標準》，是在交易所第一階段探索的基礎之上，總結出的一些認知，希望傾聽市場參與者的不同聲音，群策群力，共同打造一個規範的市場話語體系。當然《通用標準》不可能一蹴而就，它是一個不斷聽取市場聲音，反覆運算完善的過程。

億萬年前，頁岩油便以細碎分散的形式，存在於頁岩的縫隙之中了。但在當時，並沒有任何價值。直到壓裂技術出現，這些藏在石縫中的點點滴滴，才被人類大規模開發利用，形成了一場能源革命。可見，頁岩油作為一種重要的資源，在自然界中一直存在，但其價值發現，卻與壓裂技術的革新息息相關。

營業收入是企業的信用資源，對其融資有很大的價值。小微企業規模再小，也有營業收入。但小微企業的營業收入太小、太分散；長久以來，既不透明、也不可靠。因此，一直不能被轉化為有價值的信用資源。這便是小微融資難的根本原因。

直到數字化技術出現，小微企業的收入信息精準了，現金收入可控了，小微企業的營業收入，才真正轉化為有價值的信用資源。

從此，小微企業可以用自己的營業收入，作為信用資源，進行融資；大資本也可以通過直接分享小微企業的營業收入，受益於小微經濟的成長。

滴灌通澳交所，正是在數字時代大背景之下，經澳門特區政府批准設立的，專注小微企業收入分成投資產品的國際交易所。滴灌通澳交所的業務受澳門金融管理局監管。

滴灌通澳交所從籌備開始便一直積極與澳門金融管理局溝通，開業至今，積累了一些經驗，形成了一些認知，摸索出了一些有效的做法，但也遇到了很多新挑戰和新想法。借此機會，我們想向市場做一個匯報。

## 一、滴灌通澳交所“打樣板”階段的探索及成果

滴灌通澳交所旨在連接國際“大”資本和中國“小”企業，希望打造一個高效透明的市場，使得小微企業的負擔足夠低，同時對投資者的吸引力足夠高。

這是一項全新的事業，從沒有人幹過。因此我們把交易所發展的第一階段，定位為“打樣板”階段。目的是把產品和系統都跑通，驗證給全世界看：國際“大”資本，是可以投資中國“小”企業的。

### 1. “產品”和“系統”

國際“大”資本一直都在那裡，“小”企業的發展機會和資金需求，也一直都在那裡，為什麼就連不起來呢？最大挑戰是：國際“大”資本和中國“小”企業，是兩個完全不同的世界。**小企業千差萬別，國際投資者偏好各異，各方話語體系不同，很難直接對話。**因此，必須創設一套完善的轉換系統，才能把兩端連接起來。該轉換系統至少包括兩大元件：一、是合適的“產品”；二、是高效的“連接系統”。“產品”要簡單透明、便於操作、易被兩邊接受；“連接系統”要能夠遍佈全國，準確抓取信息和收入現金，並能夠準確派發給投資者。

#### 1.1 每日收入分成投資合約——DRC 和對應的交易所產品 DRO

我們認為，在數字時代，小微企業的營業收入可以作為一種信用資源，進行多種形式的融資。採用股權融資亦可，採用貸款融資方式亦可。實際上，民間合股經營，一直都很活躍；基於小微收入的信貸融資，也有不少嘗試。但股權融資和信貸融資，都有自身的局限性，股權手續繁雜，認定利潤難度大；信貸要求必須定期償還本金和利息，對小微企業的還款壓力較大，難以滿足小微企業巨大的資金需求。我們開發的“每日收入分成合約”DRC 是對股權融資和貸款等的有益補充。



圖表 1-1 類股型 DRC 和類債型 DRC



“每日收入分成合約”，或“Daily Revenue Contract”（以下簡稱“DRC”），是一份不佔有小微企業股權，沒有還本付息要求的、與小微共擔風險的基於每日營業收入的分成合約。合約的核心內容是：投資者投資一筆錢到小微企業，換取小微企業未來一段時間內，事先議定的一定比例的每日營業收入分成。投資者實際回收多少投資，完全取決於合約期內實際取得的收入分成金額：小微企業的收入高，投資者回收的多；小微企業的收入低，投資者回收的少。合約期限結束，即便投資者沒能收回投資本金，也無權再向小微企業追討。

DRC 適用的場景，頻譜很寬。有些場景，非常適合於“類股”的 DRC（以下簡稱“類股型 DRC”）：投資者類似 LP，小微企業類似於 GP，一個出錢，一個幹活。LP 收回投資成本之後，給 GP 一個很大的業績獎勵。合約結束後，LP 權益結束。換句話說，對於類股型 DRC，投資者也有點像“資金加盟商”，出資加盟一家門店，按照事先約定，分享一段時間的收入。合約結束後，並不會像傳統股權投資一樣，享受門店的永續收益。在“打樣板”階段，滴灌通探索的都是“類股”型 DRC。

也有一些場景，可能更適合於“類債”型 DRC（以下簡稱“類債型 DRC”），即投資者對於希望拿到的回報總額，有一個明確的預期，在合約期內，當預估回報達到時，合約將提前結束；若合約期限屆滿，仍未收到預估回報，則投資者將承擔投資損失，而沒有對小微企業的進一步追索權。類債型 DRC 和貸款的根本區別在於：收入分成合約結束，投資者無論收回多少資金，都沒有對小微企業的就其投資本金和預估回報的追索權。目前滴灌通澳交所暫未開展類債型 DRC 的嘗試，希望通過《通用標準》與市場參與各方

共同討論、充分溝通其現實性。為避免歧義，後文所討論的信息及展示都是針對類股型 DRC 而言。

DRC 是在中國境內簽署的一張合約，大多數國際投資者跨境參與起來非常不便。為了解決這個問題，滴灌通澳交所通過設在境內的全資機構與小微企業簽署 DRC，與此同時，滴灌通澳交所為國際投資者發出一張背對背的憑證，叫作“每日收入分成憑證”，或“**Daily Revenue Obligation**”（以下簡稱“DRO”）。投資者持有 DRO，即享有所對應的 DRC 的實際權益。DRO 是滴灌通澳交所的基礎產品。

## 1.2 完整的連接系統

滴灌通澳交所和其他國際交易所一樣，有一套完整的產品登記、掛牌、交易、託管、清算和結算系統。不同的是，DRC/DRO 是基於收入分成的現金流產品，需要每日抓取收入信息和現金分成。目前，一套遍佈全國的 ARM（“Automated Repayment Mechanism”）系統實現了信息和資金抓取。

ARM 通過與門店所使用的數字化管理系統的連通，按聯營協議約定，自動、穩定、及時、準確地抓取聯營門店的經營信息；通過與銀行和支付平台的對接，按聯營協議約定，每日抓取分成現金流。

## 1.3 角色扮演

由於之前從未有人用收入分成的方式，將國際“大”資本，投資到中國的“小”企業。市場上沒有現成的投資者和專業團隊，因此，滴灌通集團只能通過扮演市場上不同參與者的“角色”為市場先行打造一個“樣板房”。

滴灌通集團成立“引領基金”，代表投資者，對投資標的進行篩選、估值等；滴灌通集團成立業務拓展團隊，率先在中國內地推廣滴灌通理念，建立並不斷完善信息和現金抓取系統，篩選並對接合適的投資標的等；滴灌通集團成立交易所團隊，負責滴灌通澳交所的建設和運營。通過“角色扮演”，基本把各方的訴求摸清楚了，同時，平衡各方利益的基本做法也成功認證出來了。

## 2.“打樣板”階段取得的成果

### 2.1 小微端

國際投資者通過交易所，已經投資了超過 10000 家實體門店，分佈在全國 31 個省市自治區及澳門特區，超過 200 個城市，包括餐飲、零售、服務、文體四大行業，涉及超過 120 個細分品類，累計投資金額接近 40 億元人民幣。

實踐證明：

- (1) 中國實體小微企業仍有大量的融資需求，未能得到滿足；
- (2) DRC 逐漸獲得市場關注；
- (3) 通過分散投資，可以為投資者帶來較為穩定的回報，具有可持續性。

### 2.2 資金端

已經有超過 50 個國際機構投資者成為交易所合格投資者（簡稱“會員”），類別有商業銀行、證券公司、資產管理機構、財富管理機構、VC 機構、PE 機構、對沖基金等。這些代表著：

- (1) 滴灌通澳交所已經得到國際主流金融機構的認可；
- (2) DRO 已經被國際主流金融機構接受；
- (3) DRO 組成的產品，已獲得主要評級機構的評級認可，DRO 投資風險可以被國際投資者接受。

## 2.3 交易端

交易所已經平穩運營超過 5 個月。截至 2023 年 12 月 31 日，滴灌通澳交所掛牌發行的累計總出資金額近 40 億元人民幣，發行掛牌的總門店數量超過 10000 家，覆蓋了 270 個城市和 688 個連鎖品牌，累計處理了超過 10000 單 DRO 的掛牌成交，為投資者回收分成收入 10.6 億元人民幣<sup>1</sup>。

實踐證明：通過滴灌通澳交所，使用收入分成的方式，可以高效地把國際“大”資本，源源不斷地引到中國的“小”企業。

## 二、邁入“百花齊放”階段需要規範的語言體系和市場標準

### 1. 挑戰及對策

交易所“打樣板”階段，取得了很大的成績，但要想完成我們的使命，交易所必須邁進第二階段，即“百花齊放”階段。在“百花齊放”階段，滴灌通集團將從“角色扮演”過渡到專注交易所運營，讓不同策略的專業機構投資者，自主進行投資判斷；讓不同的小微企業，自行決定希望取得融資的金額、成本和條件等；讓不同的中介機構，充分發揮所長，為投資者和小微企業提供專業服務。

交易所進入“百花齊放”階段的最大挑戰是，市場參與者對 DRC/DRO 認知有限。因此，都希望能有一套方法論，可以回答以下問題：

(1) 對投資者而言，一張 DRO 未來現金流是多少？風險有多大？

(2) 對小微企業而言，出讓多大比例、多長時間的營業收入，才能籌到所需的資金？

股權投資有自己的評價工具，比如市盈率（P/E）、市淨率（P/B）等；債權投資也有自己的評價工具，比如信用評級等。市場共同認可，並廣泛使用的評價工具，使得不同的投資者可以在同一套方法論上進行討論。

---

<sup>1</sup> 回收金額的期間為 2021 年 12 月（滴灌通澳交所正式營運前）至 2023 年 12 月。

《滴灌通澳交所通用標準》/ MCEX Market Accepted Protocol (MAP)，就是這樣一套類似於股票市場市盈率（P/E）的方法論。目的是與市場充分交流，向廣大市場參與者公佈一套規範的語言，提供市場基準作為參考，根據具體情況進行協商交流。

## 2. 制訂《通用標準》的基礎

通過“打樣板”階段的探索和實踐，我們認識到：

(1) 實體門店的未來收入，雖然個體有很大的不確定性，但就整體而言，卻可以通過其他相關門店的歷史營業額進行推算；

(2) 投資單個門店的風險較高，但可以通過分散投資，用回報較高的 DRO，去彌補虧損的 DRO；

(3) DRC 帶來的預估收入分成，要減掉風險、稅收、費用，才能成為投資者的實際收入。風險、稅收、費用，是 DRC 和 DRO 的轉換過程中，不可避免的中間成本。

## 3. 制訂《通用標準》的原則

由於滴灌通澳交所已經通過前期的試驗，累積了逾萬張 DRC 的設計經驗，基於這些經驗的總結，我們得出了《通用標準》的基本原則。

### 3.1 簡潔性

每一張 DRC 都不相同，行業、地區、規模、分成比例、期限都可能不一樣。因此，風險也各不相同。小微企業根據合約，預估付出的收入分成總額，最終有多少會回到投資者手中，對於每一張 DRC 來說都存在差異。但如果要對每一張合約，都做非常針對性的審慎調查和分析，成本巨大。因此，《通用標準》提供的工具，必須簡潔易懂。

好消息是，特定實體門店在給定商圈，營業額具有較強的可預測性。雖然精準預測單一門店的收入有難度，但就整體而言，通過交叉對比相關門店的歷史營業額，可以對單一門店的收入進行推算。雖不能絕對精準，但遵從大數定律，指導分散化投資的概率測算，已被證實有相當的參考意義。

因此，我們只要將很多 DRC/DRO 放在一起，就可以將它們的表現進行對比。對比出哪些行業、哪個品牌，在哪些地區、用哪些方式做出的收入預測，可以更加準確；對比出怎樣的合約安排，最容易取得最佳的利益平衡。此前，對於不同行業、品牌、地區，只能大概統計出，小微企業預估付出總額，與投資者預估收到總額的對比，但精準度有進一步提升的空間。

我們希望呈現給市場一個非常簡潔的數字，那就是“收付款風險率”（以下簡稱“收付比”Contract Cash Flow Risk），計算方式是用投資者收到的收入分成總額，除以小微企業根據合約預估付出的（繳納了相應稅費後的）收入分成總額。有了“收付比”，投資者可以非常簡單地，依據小微企業預估付出的收入分成總額，做出自己的初步判斷。舉個例子：假如市場可比“收付比”是 0.9，如果小微企業願意分享總共 1350 元的稅費前預估收入分成，進行融資。投資者可以粗略估計，這 1350 元在繳納稅費（這裡假設 100 元）之後，最終預估收到 1125 元（1350 減去 100 元，再乘以“收付比”的 0.9）。“收付比”是對小微企業營業額風險的衡量，也是投資者判斷和博弈的核心。

圖表 1-2 收付款風險率示例

小微企業預估付款（扣減稅費）	收付款風險率	投資者預估收款
1350 元 (-100 元)	0.9	1125 元

接下來的問題是：投資者願意花多少錢買這張合約呢？如果他要求的回報是投資額的 1.125 倍，那麼對應預估收款 1125 元，投資者願意付出的價格就是 1000 元。

換個說法，投資者願意用 1000 元的價格，購買小店 1250 元（扣減稅費後）的預估付款。這個表達和股票市場上，投資者願意用多少價格，購買一家企業的盈利已經非常接近了。

為了給市場提供一個更簡潔直觀的工具，參照“市盈率”，我們推出的一個基準指標，叫做“市轉率”（Price-to-Net Contract Payout Ratio）。

$$\text{公式是：市轉率} = \frac{\text{DRO 投資額}}{\text{DRC 預估付款總額 (稅費後)}}$$

圖表 1-3 市轉率示例

小微企業預估付款（扣減稅費）	市轉率	合約價格
1350 元 (-100 元)	0.8	1000 元

根據圖表 1-3 的示例，這張合約計算出的“市轉率”是  $\frac{1000}{1250} = 0.8$ 。如果我們把市場成交的所有合約統計起來，就會得出一個全市場的“市轉率”。全市場“市轉率”可能高過 0.8，或者低於 0.8。當然，也可以按合約期限、按行業、按地區計算不同的“市轉率”。通過對比不同合約期限、行業、地區的“市轉率”，可以看出投資者對不同合約期限、行業、地區的投資意願。

隨著規模擴大，“市轉率”的顆細微性會越分越細，指導性會越來越強。我們希望，當投資者看到一張 DRC 的預估現金流時，就可以輕鬆知悉市場可以接受的平均價格。例如特定行業/地區的“市轉率”是 0.75，如果小店預估付出的扣減稅費後的現金流總額是 1000 元，那麼，市場願意支付的價格將是 750 元。

“市轉率”和“市盈率”一樣，代表了當下的市場共識，為買賣雙方奠定了一個溝通交流的基礎。我們相信，因為 DRC/DRO 數量巨大，且每單規模很小，分散度高。對大資金而言，最終起作用的是大數定律，“市轉率”會發揮越來越重要的指導作用。

### 3.2 巨大的專業延展性

投資 DRC/DRO 回報高低，取決於對小微未來收入的預判，尤其是風險的預判。“市轉率”代表的，是市場的整體認知，並不能精準反映某一張或某一類 DRC/DRO 的具體情況，這就給專業機構，留下了發揮的空間。

回到上面的例子，如果專業投資者預判，來自小店的預估收入分成(稅費後)會大於 1250 元，那麼用 1000 元購買這張合約，回報就會超過 1.125 倍；反之，回報就會低於 1.125 倍，甚至虧損。

圖表 1-4 投資者對小微企業“預估付款金額”的期望值示例

	小微企業預估付款 (扣減稅費)	收付款 風險率	投資者預估 收款	回報	合約價格
基準預估： 合約掛牌條款	1350 元 (-100 元)	0.9	1125 元	1.125	1000 元
預估 1：看高	> 1350 元 (-100 元)	0.9	>1125 元	>1.125	1000 元
預估 2：看低	< 1350 元 (-100 元)	0.9	< 1125 元	<1.125	1000 元

小微行業千差萬別，地區差異巨大。我們相信，在特定行業或地區，一定會崛起一些專業機構，可以為市場提供更加精準的專業意見。一些有獨到眼光的專業投資者，也一定會取得超越市場平均回報的收益。



### 3.3 相信市場的力量

對同一張合約，不同人有不同的價值判斷，是非常正常的事情，這也正是市場的魅力所在。我們相信，隨著市場發展，參與者將會越來越多、也會有更多不同的聲音。市場也會用真金白銀，博弈出一個更精準的“市轉率”。

收入預測是判斷 DRC/DRO 合約的關鍵。將來的《滴灌通澳交所通用標準》（簡稱“《通用標準》”），也會盡可能多地為市場提供一些參考指標。比如，拿行業平均租售比來說：合約租金是客觀資料，不確定的是未來收入，但對於實體門店來說，租金和收入是有很高相關性的。假如可比市場平均租售比是 15%，意味著支付 15 元的租金，平均可以創造 100 元的收入。如果一張 DRC 的租金只有 5 元錢，但預估也要創造 100 元的收入，租售比是 5%，那麼這張合約的收入預估就有可能激進了。

我們相信，將來會有越來越多的專業機構，開發出各具特色的收入預測模型。相互競爭，相互借鑒，一定會形成更加精準的收入預測模型。收入預測越精準，市場承擔的風險越低，投資者要求的風險溢價越低，小微付出的分成比例就越低，融資成本也越低。最終實現我們的使命：讓小微企業的負擔足夠低，同時對投資者的吸引力又足夠高。

## 三、 真誠期待各方充分發表意見

### 1. 期待證券公司和其他專業機構，從市場服務商的角度，對《通用標準》提出意見

過去，中介機構只能通過發股或者發債，為企業提供融資服務。今天，有了滴灌通澳交所，有了《通用標準》，就可以協助及便利中介機構為小微企業發行 DRO 了。

我們相信，每一家中介機構，都有自己的獨立專業判斷。介紹到滴灌通澳交所掛牌的小微企業，表現越好，越受投資者歡迎，將來促成的合約撮合能力就越強。

### 2. 期待資產管理機構，從投資者角度，對《通用標準》提出意見

過去，看好中國大消費領域的投資者，只能通過股權投資分享中國消費市場的增長。今天，可以通過投資 DRO，用有別於股權的形式，分享中國消費市場的增長。

我們相信，每一家資管機構，對中國消費市場的專業判斷，仍然極具價值。對未來有準確判斷的資管機構，可以為投資者取得更好的回報。

### **3. 期待更多品牌商、協會、招商機構等，從融資者角度對《通用標準》提出意見**

過去，小微融資方式有限，今天，可以通過 DRC 進行融資。小微門店表現越好，相同品牌的其他門店融資成本就越低；所在地區、所在行業的小微融資，也就越受歡迎。

我們相信，和所有市場一樣，表現好的地區和行業，融資活動就會更加活躍，融資成本就會更低，小微企業發展的就會更快。

本文下一個部分的第一章、第二章，講述了滴灌通澳交所在澳門金融管理局的監管下，被市場接受、認可的三層轉換產品，已成功將數以萬計小微企業的資金需求，轉換為可被國際大資本認可的投資機會。

從第三章開始，我們希望向市場說明：MAP 如何在 DRC 的設計、執行過程中使用；MAP 如何體現市場整體表現；小微企業如何使用 MAP 預估所需付出的融資成本；投資者如何使用 MAP 預測投資回報；具體合約與市場平均水準相比，表現如何。希望進一步與市場交流，如何用 MAP 來指導大資本和小微企業以更加自助、及更加自主的方式參與到滴灌通澳交所的市場中來。

本文的最後，我們將滴灌通澳交所提供的服務作為附件，供滴灌通澳交所的所有參與者查閱。

## 《滴灌通澳交所通用標準》

## **滴灌通澳交所現行的產品體系**

## 第一章 引言

為了實現連接“大”資本和“小”企業的理想，我們在澳門特別行政區行政長官第 47/2022 號行政命令批准下設立了滴灌通澳門金融資產交易所（簡稱“滴灌通澳交所”），為國際投資者和億萬中國小微企業創造一個全新的投融資市場。在澳門金融管理局的監督管理下，滴灌通澳交所已經平穩運行了 5 個月，迄今為止為上萬家小微企業融資近 40 億元人民幣，受到了市場的廣泛關注與認可。在總結前期經驗的基礎上，我們創造了一套《滴灌通澳交所通用標準》/ MCEX Market Accepted Protocol (MAP)，用以制定和設計 DRC 標準合約、指導小微企業如何融資、投資者如何投資 DRO 和 DRP。

本文試圖說明下面三個內容：

- 介紹交易所現有的 DRC-DRO-DRP 三層轉換產品體系
- MAP 指導小微企業（“小”企業）如何通過這些產品掛牌<sup>2</sup>融資？
- MAP 指導投資者（“大”資本）如何通過這些產品進行投資？

**產品要清晰明瞭。本文第二章**，我們介紹了滴灌通澳交所如何通過“每日收入分成合約（Daily Revenue Contract, DRC）—每日收入分成憑證（Daily Revenue Obligation, DRO）—每日收入分成組合（Daily Revenue Portfolio, DRP）”的三層轉換，將數以萬計的小微企業的資金需求，轉換為可以被國際大資本接納的投資機會。DRC 是 DRO 的底層資產，而 DRO 和 DRP 是滴灌通澳交所的交易產品。

**融資要簡單高效。本文第三章**，我們討論小微企業（及其掛牌服務機構<sup>3</sup>）如何通過 DRC 到滴灌通澳交所融資。取決於不同的應用場景，一張“標準的”DRC 可以有“類債型”的設計，也可以有“類股型”的設計。我們討論小微企業怎樣“對號入座”、“一鍵生成”這些 DRC。結合滴灌通澳交所的前期實踐，在本節中我們也討論現在滴灌通澳交所市場上小微企業的融資成本高低及衡量方法。

**投資要風險回報好。本文第四章和第五章**，我們討論不同的 DRO 和 DRP，在生成之初，可以怎樣互相對比和選擇；在生成之後，可以怎樣不斷監測。DRO 和 DRP 是現金流產

---

<sup>2</sup> 掛牌，指小微企業作為掛牌主體通過滴灌通澳交所向投資者募集用於企業發展資金的過程。

<sup>3</sup> 掛牌服務機構，指協助小微企業在滴灌通澳交所掛牌融資的專業服務機構。

品，對比和監測的工作需要通過披露統一標準的現金流信息來完成。我們進一步討論了如何衡量 DRO 和 DRP 產品的風險調整後的投資回報。滴灌通澳交所的目標，是讓 DRO 與 DRP 的風險容易識別，風險調整後的收益與股票指數的長期收益相當——標普 500 指數在過去一百年大約創造了 10% 的年化收益。

**服務要百花齊放。本文附件 1**，我們介紹了滴灌通澳交所生態裡的兩大類服務。一類是基礎服務，由滴灌通澳交所完成，包含了 ARM 服務和常規服務。ARM 服務包含資金跨境、信息歸集、現金交收、分成對賬和異常情況管理。常規服務包含發行申購、二級轉讓、登記託管、清算結算和帳戶管理。另一類是增值服務，由市場服務機構完成，包含資產發現、評估盡調、分析研究、營業額預估、方案設計、法務盡調和法律文件草擬和 DRO/DRP 質押融資等服務。我們還著重介紹了滴灌通澳交所產品信息展示的相關內容。

MAP 規定了在滴灌通澳交所上，融資端（小微企業）用什麼標準格式出售現金流，投資端用什麼方法衡量和購買現金流。MAP 是滴灌通澳交所的首創，反映了我們當下對小微世界的理解，這些設定的合理性，需要求諸於社會；當然，隨著滴灌通澳交所生態的不斷成熟，我們的認識也會發生變化，滴灌通澳交所也會不斷更新與公佈最新版本的 MAP。

## 第二章 滴灌通澳交所現有的三層轉換產品體系

滴灌通澳交所通過一系列的收入分成產品，來實現其連接“大”資本與“小”企業的使命。收入分成投資，顧名思義，是投資者向目標企業提供資金，從而換取未來一段時間內、分享目標主體收入之權利。

收入分成作為一種商業模式，自古就有，東西皆然。在中國數千年的農業歷史上，長期存在“一方提供土地和耕牛、一方提供勞動，雙方共用農作物豐收”的模式。在宣導風險分擔、權利與責任對等、合同神聖、禁止收取和支付利息的伊斯蘭金融裡，收入分成廣為存在。在今天的商業世界裡，收入分成也更是屢見不鮮。我們每天從手機應用商店裡下載的應用程式，其製作者與蘋果、安卓、華為等應用商店就分享收入。我們每天觀看的各種視頻和音樂，其內容創作者也與播放平台普遍分享收入。

在滴灌通澳交所目前的實踐裡，我們發現，投資者通過收入分成方式與小微企業共擔風險、共用收入，可能是除了入股、借債以外的第三種可行的投資方式。由於成本不透明、缺乏退出通道等原因，傳統股權市場很難服務於小微企業。傳統的銀行信貸也很難滿足所有類型小微企業的資金需求。大量小微企業缺乏信用歷史和抵押品，很難獲得銀行貸款。而來自於存款的銀行貸款，又很難真正做到與小微企業共擔經營風險。

滴灌通澳交所目前的投資實踐，是通過“每日收入分成合約（DRC）— 每日收入分成憑證（DRO）— 每日收入分成組合（DRP）”的三層轉換，將數以萬計的小微企業的資金需求，轉換為可以被國際大資本接納的投資機會。在本章裡，我們將展開闡述 DRC – DRO – DRP 的三層產品轉換設計（圖表 2-1）。

圖表 2-1：滴灌通澳交所的三層產品轉換



## 1. 每日收入分成合約 DRC

**DRC 是風險共擔、收入共用的投資模式。**得益於數字化在中國消費經濟領域的高度普及和深入，我們創造了一款投資產品，叫作“每日收入分成合約 DRC”。DRC 不是傳統的貸款或股權，是投資者和小微企業簽署的一份商業合約，合約的核心內容是：投資者投資一筆錢到小微企業，換取小微企業未來一段時間內，按照事先議定的比例分享每日營業收入。投資者收回多少投資，完全取決於合約期內的營業收入，因此 DRC 投資是承擔小微企業“經營風險”的投資：

- **經營風險：**小微企業的生意有風險，造成經營收入不確定。在聯營期間，DRC 投資者承擔小微企業營業收入的不確定風險。收入高，投資者收回的多；收入低，投資者收回的少；如果小微企業終止經營，則投資者無收回金額。

DRC 對小微企業有價值，首先因為 DRC 不是傳統貸款，沒有強制到期還款要求；其次因為 DRC 提供了“同甘共苦”的中長期資本，卻既不會攤薄老股東權益，也不會永久參與小微企業的收入分成。DRC 對投資者有價值，首先，因為 DRC 不是傳統貸款，投資者可以享有小微企業收入增長的好處；其次，因為 DRC 不是傳統股權，投資 DRC 雖然不能像投資股權一樣永久參與利潤分紅，但卻可以在一段時間內直接從小微企業的每日收入中高度自動化地獲得收入分成，從而有效實現投資退出和風險管控。

**DRC 融資適合誰？**並不是所有的小微企業都適合用 DRC 產品來融資。要使得 DRC 融資可行，小微企業（及其服務銀行）需要具備數字化基礎：第一，小微企業需要具備一套數字化的管控體系（例如目前連鎖店裡普遍使用的 SaaS 系統），使其每日營業額可以被（投資者）觀察到。第二，小微企業的營業現金流，需要可以被自動化地分流，交付到投資者手裡。總結來說，DRC 融資模式的前提條件是：**收入看得見，現金抓得到。**

**DRC 的交易參與方是誰？**DRC 的簽約雙方，分別是小微企業與（經授權代表投資者的）滴灌通澳交所旗下主體。在交易所成立至今，已經有超過 10000 家實體小微企業，通過滴灌通澳交所順利完成了融資。它們分佈在中國內地 31 個省市自治區及澳門特區，超過 200 個城市，包括餐飲、零售、服務、文體四大行業，涉及超過 120 個細分品類，累計投資金額接近 40 億元人民幣。實踐證明：中國小微企業仍有大量的融資需求，未能得到滿足；DRC 作為一種融資產品，廣受小微企業的歡迎。



## 2. 每日收入分成憑證 DRO

**DRO 是與 DRC 一一對應的權益憑證。**DRC 是 DRO 的底層資產，DRO 是滴灌通澳交所的基礎產品。為了解決國際“大”資本，不方便到內地和分散的“小”微企業簽署一張張 DRC 的問題，滴灌通澳交所作為一個轉換器，代表國際投資者，通過其於內地設立的全資機構，和小微企業簽署 DRC；與此同時，滴灌通澳交所為國際投資者發出一張背對背的憑證，即每日收入分成憑證 DRO。投資者持有 DRO，即享有 DRC 的經濟收益權及其他權利。

在滴灌通澳交所完成交易撮合後，就會生成一張與 DRC 對應的收益憑證 DRO。依託憑證掛牌融資這種操作，在現代金融世界裡已經司空見慣。例如中國諸多公司在美國就是採用“美國存托憑證”上市。

特別需要指出的是，雖然 DRO 代表了其底層 DRC 的經濟收益權及其他權利，但 DRC 的現金流（即小微企業交付給滴灌通澳交所的金額），需要扣除政府稅收和機構費用後，才會轉化為 DRO 的現金流（即滴灌通澳交所交付給投資者的金額）。

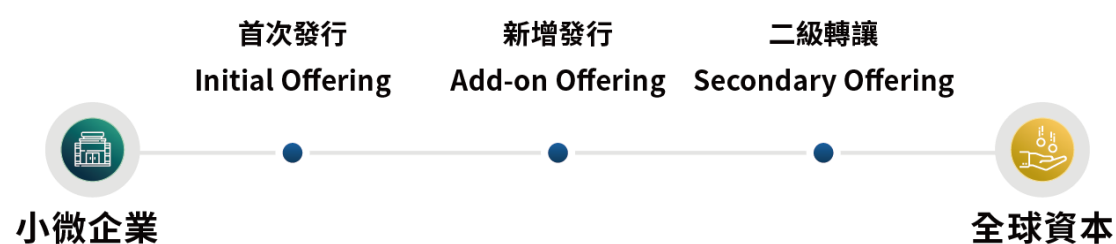
- **政府稅收：**DRC 投資目前大都在中國內地進行，滴灌通澳交所下屬的全資子公司在境內代表全體投資者與小微企業簽署 DRC。根據當前國家的稅法及相關規定，該全資子公司需繳納境內企業所得稅。每張 DRC 付本前的分成金額，無需繳納企業所得稅；付本後的分成金額，按照基準稅率 25% 繳納企業所得稅（部分地區有企業所得稅減免政策，或低至 15%）。此外還需考慮，每張 DRC 在回本後的收入按照約 6.72% 的稅率繳納增值稅以及附加稅。當境內全資子公司向境外公司匯回股息時向中國內地稅務機關繳納 10% 預提所得稅（若符合內地-香港/澳門稅收協定待遇要求，可減至 5%）。這些都屬於 DRO 投資者的稅收負擔，需從 DRC 的回款中做相應扣減後傳遞給投資者。
- **機構費用：**DRO 全生命週期中，需要包括滴灌通澳交所在內的各種市場服務商為其服務。滴灌通澳交所把這些服務主要劃分為兩類：一類是**基礎服務**，由滴灌通澳交所完成；另一類是**增值服務**，由市場服務機構完成；這些服務都會產生相應費用。

**為什麼要將 DRC 轉化為 DRO 呢？** 因為 DRC 是一張商業合同，將其背靠背地轉化為滴灌通澳交所掛牌交易的憑證 DRO，在實現了權益轉換的同時，也使得 DRO 份額的拆分和交易變得可能。舉例而言，一張原始投資金額為 20 萬元人民幣的 DRC，將其轉化為 DRO 後，投資者可以按份額持有部分或者全部的 DRC 權益，並且在投資者之間進行轉讓交易，而無需更換底層 DRC 的合約內容。

**DRC 在滴灌通澳交所是通過怎樣流程轉化為 DRO 呢？** 符合掛牌條件的小微企業，將相應的門店信息和待簽署的 DRC 主要條款（例如融資金額、聯營期限、分成比例等）在滴灌通澳交所上進行掛牌展示，如果獲得投資者的青睞並最終撮合成功，那麼滴灌通澳交所就按照掛牌撮合的信息，安排交易所在境內的全資附屬主體代表投資者與小微企業簽訂 DRC，將合約項下約定的資金劃轉給小微企業，並生成相應 DRO 記入投資者名下。在 DRO 存續期內，滴灌通澳交所對投資者提供向小微企業按合約收款的服務，即導論提到的 ARM 服務，這是與傳統交易所非常不同之處。與傳統的交易所類似，滴灌通澳交所也提供相應的清算、結算、登記託管等服務。

**根據發行階段不同，DRO 發行分為三種類型。** DRO 在滴灌通澳交所存在“首次發行(Initial Offering)、新增發行(Add-on Offering)、二級轉讓(Secondary Offering)”三種情況（圖表 2-2）。首次發行指的是該小微企業作為發行人（即“掛牌主體”，下同），首次在滴灌通澳交所掛牌發行 DRO。新增發行指的是小微企業作為發行人，首次發行後持續在滴灌通澳交所掛牌發行 DRO。二級轉讓指的是 DRO 投資者之間就其所持有的 DRO 份額在滴灌通澳交所進行買賣的交易行為。相比於首次發行，當小微企業進行新增發行時，由於門店的歷史信息（特別是營業額信息）已經比較齊備，發行所需要的信息披露和審核將大為簡化。

圖表 2-2：DRO 的三種交易模式（IO—AO—SO）



**DRO 的交易參與方是誰？** 小微企業到滴灌通澳交所來融資，是 DRO 的發行方，是“賣家”。滴灌通澳交所認證的“DRO 交易商”，通過認購 DRO 來提供資金，是 DRO 的投資者，是“買家”。截至 2023 年 12 月 31 日，滴灌通澳交所掛牌發行的累計總出資金額近 40 億元人民幣，發行掛牌的總門店數量超過 10000 家，覆蓋了 270 個城市和 688 個連鎖品牌，累計處理了超過 10000 單 DRO 的掛牌成交，為投資者回收分成收入 10.6 億元人民幣。在滴灌通澳交所開業之初，我們認證了“滴灌通引領基金”作為“DRO 交易商”，代表投資者來認購 DRO 產品。在滴灌通澳交所開業六個月後，我們正在探討將逐步開放“DRO 交易商”資格，讓更多專業機構參與 DRO 市場投資。從引領基金的實踐來看，通過分散的 DRO 投資，可以為投資者帶來較為穩定的回報，具有可持續性。

### 3. 每日收入分成組合 DRP

DRP 是一籃子的 DRO，是指以 DRO 產品為基礎，按照一定原則和標準進行組合所形成的產品，其發行人為擁有 DRO 產品份額的交易所合資格會員（即“DRP 產品發行人”）。DRP 發行人以其持有的 DRO 為底層資產，進行打包組合，再通過滴灌通澳交所（或全球其他傳統交易所）掛牌發行，就完成了從 DRO 到 DRP 的轉化。DRO 持有人發行 DRP 產品，需要事先獲得滴灌通澳交所的批准。DRP 以底層 DRO 的收入分成權為基礎，DRP 投資者可根據產品約定的現金流安排，享有 DRP 發行人持有 DRO 底層的每日現金流分成權。

DRP 是 DRO 的證券化，使得在底層 DRO 的每日現金流分成權基礎上進行特定主題或結構的差異化產品安排成為可能，大大提高了收入分成產品投資的多元化及便利度。與傳統資本市場上的資產證券化類似，每日收入分成組合可以進行結構化分層，例如“優先級-夾層-劣後級”的分層設計，滿足不同風險偏好的投資者需求（圖表 2-3）。與 DRO 類似，DRP 通過滴灌通澳交所完成首次發行後，DRP 持有者之間就其所持有的 DRP 份額可以在滴灌通澳交所進行二級轉讓。

圖表 2-3：DRP 的分層結構設計



**DRP 的交易參與方是誰？** DRO 的持有者是 DRP 的發行方，是“賣家”。滴灌通澳交所的“合格投資者”通過認購 DRP 份額來提供資金，是“買家”。滴灌通澳交所的“合格投資者”全部都是專業投資者。從成立至今，已經有超過 50 個國際機構投資者成為滴灌通澳交所“合格投資者”，包括商業銀行、證券公司、資產管理機構、財富管理機構、VC 機構、PE 機構、對沖基金等。這意味著：滴灌通澳交所已經逐漸得到國際主流金融機構的認可；DRO/DRP 等收入分成產品已經逐漸被國際主流金融機構接受。隨著 DRP 獲得主要評級機構的評級認可，收入分成產品的風險可以得到更獨立的、權威的評估，從而支持投資者做出更合理的投資決策。

## 滴灌通澳交所通用標準及應用

### 第三章 滴灌通澳交所通用標準 (MAP)

小微企業要通過滴灌通澳交所獲得融資，需要清晰的指引，用什麼樣的合約條件可以得到投資者的青睞？只有當 DRC 的合約設計標準化和規範化，才可以降低買賣雙方溝通和協商的成本，市場才有機會規模化地推廣。同時我們也認識到，小微世界紛繁多樣，很難“一刀切”。因此本章我們先討論一張“標準的”DRC 有哪些類型、條款和指標，再討論小微企業（及其掛牌服務機構）如何自助設計 DRC；對於小微企業關注的融資成本問題，我們也在本章中加以討論。

滴灌通澳交所初期階段的主要任務，是針對小微企業各種具體場景，試驗 DRC 如何設計可以被小微企業接受。隨著初期階段資料和經驗的逐漸累積，目前 DRC 的條款設計可以更加標準化，從而減少合約的人工談判，也方便了投資者識別和對比合約。

除了標準化，DRC 設計還需要社會化。小微市場無比廣大，必須由大量的市場服務機構（而不僅僅是滴灌通澳交所）一起來發現有融資需求的小微企業、設計 DRC、衡量其風險，然後推薦到滴灌通澳交所進行掛牌交易。為了協助這個社會化資產開發過程，MAP 需要給出清晰的指引，幫助市場服務機構來發現資產和設計 DRC。

#### 1. 一張“標準的”DRC：類型、條款和指標

我們把標準的 DRC 分作兩大類：類股型的 DRC 和類債型的 DRC（類債型的 DRC 目前暫未開展，正在探索中）。它們適用於不同的現實場景，主要體現為合約條款設計不同（參見圖表 2-4）。

圖表 2-4: 類股型 DRC 和類債型 DRC



**類股型 DRC 的主要條款。**每張類股型 DRC，有四個關鍵條款：1) 聯營期限；2) 融資金額；3) 付本前分成比例 ( $\lambda_1$ )；和 4) 付本後分成比例 ( $\lambda_2$ )。其中分成比例指的是投資者享有的營業收入的分成比例，付本前（後）指的是小微企業付出的收入分成額達到融資金額前（後）。在這種類型的合約中，融資者（小微企業）與投資者約定的是一個營業收入的百分比，營業收入高，則投資者分成多；營業收入低，則投資者分成少，具有很強的股權性質，所以我們稱之為“類股型 DRC”。類股型 DRC 常見的適用場景，一般是小微企業的利潤率較高、營業額波動較大、聯營期限較短等情形。初期的實踐，基本都是類股型的 DRC，因此本文的後續討論主要圍繞類股型 DRC 展開。

一張類股型 DRC 舉例如下：投資者與小微企業 A 約定，融資金額 10 萬元，付本前小微企業分 10%營業額給投資者，付本後小微企業分 3%營業額給投資者，直到聯營期 3 年結束。

類股型 DRC 在時間上，按付本前後分成兩段，分別對應不同的分成比例 ( $\lambda_1$ 與 $\lambda_2$ )。換言之，我們可以把一張 DRC 看作由兩張合約拼接而成，償付本金前是合約一，償付本金後是合約二。合約一是融資者（小微企業）按照約定與投資者分享一定比例 ( $\lambda_1$ ) 的營業收入，來償付本金。小微企業營業收入高（低），付本時間就快（慢）。合約二是融資者（小微企業）按照約定，與投資者分享一定比例 ( $\lambda_2$ ) 的營業收入，作為投資者的投資收益。這個階段小微企業支付的金額，在其看來就是“融資成本”。

再換一種角度解釋。在類股型 DRC 安排裡，投資者與勞動創業者形成聯營合夥關係，投資者出錢，勞動創業者出力管理，前者好比合夥企業的有限合夥人 (Limited Partner)，後者好比合夥企業的一般合夥人 (General Partner)。普通合夥人努力工作，讓有限合夥人儘快拿回本錢；償付本金之後，資本產生的收入需要在兩者之間按約定分享，普通合夥人得到資本收入“提成”的部分是  $1 - \lambda_2$ ，留給有限合夥人的部分是  $\lambda_2$ 。

**類債型 DRC 的主要條款。**每張類債型的 DRC，也有四個關鍵條款：1) 聯營期限；2) 融資金額；3) 付本前分成比例 ( $\lambda_1$ ) 和 4) 約定資金收益。類債型 DRC 與類股型 DRC 的區別在於對“資金收益”的確定性要求不同。類股型 DRC 給出的“資金收益”體現為營業收入的一個比例  $\lambda_2$ ，而類債型 DRC 給出的“資金收益”相對要明確得多——可以是基於融資額的每日收益率。當預估回報達到時，合約提前結束；若合約期限屆滿，仍未完全收回融資金額，則投資者將承擔投資損失。類債型 DRC 的適用場景，一般是小微企

業的利潤率不高、營業額波動較小、聯營期限較長等情形。它雖然像債，但與貸款存在根本區別：收入分成合約結束，投資者無論收回多少資金，都沒有對小微企業投資本金和預估回報的追索權。目前滴灌通暫未開展類債型 DRC 的嘗試，希望通過《通用標準》與市場參與各方共同討論、充分溝通其現實性。為避免歧義，後文所討論的信息及展示都是針對類股型 DRC 而言。

**DRC 的核心指標是“（千元融資）預估付款  $M_{DRC}$ ”。**無論是類股型 DRC，還是類債型 DRC，核心都是用今天的錢（融資額）交換明天的錢（未來的部分營業收入）。兩類 DRC 的區別在於，投資者需要多大程度上承擔小微企業未來營業收入的不確定性。類股型 DRC 的安排下，對於“明天的錢”，投資者需要承擔較高的不確定性風險；在類債型 DRC 的安排下，對於“明天的錢”，投資者需要承擔的不確定性風險稍低一些。所以兩者的核心指標，都可以統一為“（千元融資）預估付款  $M_{DRC}$ ”，即每千元融資額對應的小微企業預估付出的資金總額：

$$\bullet \quad M_{DRC} = \frac{DRC \text{ 預估付款總額}}{DRC \text{ 融資總額}} \times 1000$$

舉例而言，一張合約的  $M_{DRC}$  是 1500 元，意思是小微企業通過該 DRC 融資 1000 元，預估當合約完成時支付的總金額是 1500 元。如果該合約聯營期為 4 年，那麼“融資成本”就是每年 125 元。兩張合約，如果聯營期相同，那麼  $M_{DRC}$  越大，融資者（小微企業）預估的融資成本就越高。目前逾萬張 DRC 的平均聯營期在三年左右，三年合約的平均  $M_{DRC}$  大約在 1400 元。

## 2. 怎麼設計標準的 DRC：原則與工具

滴灌通澳交所制定了《通用標準》（MAP），用於設計標準的 DRC。在一張標準的 DRC 裡，核心條款的設定，要簡單而智慧，要“一鍵生成”，這才能促進 DRC 的社會化推廣。而滴灌通引領基金在打樣板階段，參與了逾萬張 DRC 的設計、投資及投後資產監控過程，深入探索，將所累積的廣泛經驗予以精煉，得出以下的設計原則，現作為滴灌通澳交所《通用標準》的一部分，供市場各界參考。

- **MAP 通用標準 1（營業額預估合理且可檢驗）**：合約設計的出發點是要有小微企業的營業額預估。未來一段時間的營業額是多少，小微企業最清楚，然而遠在



天邊的投資者卻無從判斷。因此營業額預估，需要有事實基礎，合理且可以被檢驗，設計出的 DRC 才會被市場接受。

什麼叫“有事實基礎、合理且可以被檢驗”呢？如果在交易時，小微企業在滴灌通澳交所有超過 90 天的自身歷史營業額數據（例如處在 AO 階段的小微企業），那麼其自身歷史就可以被用來判斷和檢驗未來估計是否合理。換言之，對小微企業未來營業額的估計，要有據可依。如果交易時，小微企業在滴灌通澳交所歷史營業額數據不足 90 天、甚至沒有自身歷史營業額數據（例如新開張的門店），那小微企業（及其掛牌服務機構）就要提供其他的佐證信息來合理估計其未來的營業額。例如，小微企業需要提供同一品牌下其他門店的歷史營業額（或其他營業額預估的依據）、面積、位址、租約等信息，在具體區域內租金與營業額存在一定對應的關係（“租售比”），從而幫助投資者合理估計小微企業的營業額。

- **MAP 通用標準 2（聯營期限看租約與“半期付本”）**：聯營期以小微企業目前的租約期的剩餘租期為最長界限。在小微企業（或者掛牌服務機構）設計 DRC 時，滴灌通澳交所建議以“半期付本”作為設計目標——從目前實踐來看，付本期不超過三年。
- **MAP 通用標準 3（付本前分成比例 $\lambda_1$ 不超過現金流利潤率<sup>4</sup>的一半）**：為了避免分成金額影響小微企業的現金流，滴灌通澳交所建議付本前分成比例不超過門店現金流利潤率的一半。舉例來說，若小微企業現金流利潤率為 20%，則付本前分成比例 $\lambda_1$ 需控制不超過 10%。滴灌通澳交所會逐步公佈不同行業的現金流利潤率的經驗統計值。
- **MAP 通用標準 4（確定融資金額）**：小微企業融資金額為付本期內的預估營業額總數乘以付本前分成比例。沿用前文例子，該合約聯營期為 4 年、付本期為 2 年， $M_{DRC}$  等於 1500 元。假設付本期內的營業額預估總數為 500 萬，付本前分成比例 $\lambda_1$ 為 10%，那麼可確定融資額度為 50 萬。因此，當確認了營業額預估、付本期（跟聯營期限相關）、付本前分成比例，即可推算出小微企業融資額度。

---

<sup>4</sup> 現金流利潤率，是指小微企業產生的折舊攤銷前淨利潤與銷售額之間的比率。

當小微企業處於營業額和現金流利潤率高度不穩定的階段（例如新店開張），融資金額建議不超過門店總投資額的一半。

- **MAP 通用標準 5（ $M_{DRC}$  決定  $\lambda_2$ ）**： $M_{DRC}$  是每千元融資金額對應的小微企業目標付出的資金總額，超出融資金額的部分，是通過付本後分成比例 $\lambda_2$ 實現的，因此可以推算出 $\lambda_2$ 。承接上例，針對這張  $M_{DRC}$  為 1500 元的合約，後兩年預估支付 25 萬的融資成本。假設後兩年對應的預估營業額為 500 萬元不變，容易得出  $500 \text{ 萬} * \lambda_2 = 25 \text{ 萬}$ ，進而推算出 $\lambda_2$ 等於 5%。
- **MAP 通用標準 6（基於“實際付本時間”自動調節分成比例）**：小微企業在履行 DRC 時，隨著營業額波動，實際付本時間可能長於或短於“半期付本”的設計目標，那麼 DRC 的分成設計裡，還需要嵌入一些根據實際付本時間的自動調節機制，來簡化判斷難度。對於類股型 DRC 而言，自動調節機制需要在合同裡約定——付本越早，分成比例要求會寬鬆一些（體現為針對同樣的  $M_{DRC}$ ，付本後分成比例 $\lambda_2$ 相對較低）；而付本越晚，分成比例要求就會越嚴苛一些（付本後分成比例 $\lambda_2$ 相對較高）。通過合同內嵌的自動風險調節機制，使得融資端（小微企業）不必過於糾結是否賤賣了自己的現金流，而投資者不必過於糾結是否高買了別人的現金流，從而簡化現金流交易。

通用標準 1-6 已經確定了類股型 DRC 的主要條款——聯營期、融資金額、付本前分成比例和付本後分成比例。滴灌通澳交所會向市場服務機構提供標準的 DRC 合同範例，以供參考。

值得一提的是，營業額預估是判斷 DRC 的關鍵。滴灌通澳交所發佈的 MAP，也會盡可能多地為市場提供一些參考指標。比如，拿行業平均租售比來說：合約租金是客觀資料，不確定的是未來收入，但對於實體門店來說，租金和收入是有很高相關性的。假如可比市場平均租售比是 15%，意味著支付 15 元的租金，平均可以創造 100 元的收入。如果一張 DRC 的租金只有 5 元錢，但預估也要創造 100 元的收入，租售比是 5%，那麼這張合約的收入預估就有可能偏激進。我們相信，將來會有越來越多的專業機構，開發出各具特色的收入預測模型。相互競爭，相互借鑒，市場一定會形成更加精準的營業額預估模型。營業額預估越精準，可分配現金流不確定性越小，投資者要求的風險溢價越低。

小微企業的融資成本也越低。最終實現我們的使命，就是讓小微企業的負擔足夠低，同時對投資者的吸引力又足夠高。

凡是根據這六條通用標準設計的合約，它預計的每千元融資額的現金流就會被畫成一條 **DRC 的市場基準線 (DRC Market Baseline)** ——通俗叫法即“每日三毛五線”。為什麼是“每日三毛五”？根據滴灌通集團已投資逾萬張合約的經驗，扣除了稅費和風險損失以後，投資者大約能得到每日一毛的額外投資收益（不含初始出資金額的回收），回報接近標普 500 指數的長期平均收益率。

這條基準線向投資者傳遞兩個重要參照信息：付本期和每千元融資付出的現金流總額。一旦確定 DRC 聯營期限，就能生成 DRC 的市場基準線。舉例來說，當聯營期限確認為 1000 天，那麼基準付本期便確認為 500 天（半期回本），付出現金流總額確認為  $1000+1000*0.35=1350$  元（每日三毛五）。當聯營時間進行到 500 天時，完成付本（1000 元），當聯營時間進行到 1000 天時，聯營結束，按照基準預估付出現金流 1350 元。

設定 DRC 的市場基準線，給出了比較直觀的，在一定合約長度下的現金流狀態。然而在現實世界裡，每張 DRC 實現的現金流，並不總是與市場基準吻合。造成偏離的原因大致有兩類：

- 第一類是由 DRC 條款差異造成。每個小微企業的 DRC 談判情況不同，造成每張 DRO 掛牌的條款，都有可能偏離標準設計，從而造成現金流偏離市場基準線。
- 第二類是門店經營情況差異造成。每個小微企業的經營情況不同，風險不同，造成即便是按照標準條款簽訂的 DRC，其現實現金流也會偏離市場基準線。

但正是因為這些偏離的存在，市場基準線才更凸顯其意義。投資者可以把它當作一把通用的尺子，來衡量對比 1) 在合約掛牌時，不同合約的條款優劣；2) 在合約執行過程中，不同現金流與基準線的差異——超過市場基準線的現金流相對“好”，不足市場基準線的現金流相對“差”。我們也發現在有些情況下，DRC 在開始聯營時的預估現金流在市場基準線下，代表投資者對小微企業的風險預期更小，預期投資回報更低。

**如果合約“不標準”可以掛牌嗎？**行文至此，自然引發兩個問題。問題一：如果某個小微企業因為其營業收入遠超同行、或者風險水準遠低於同行，是不是有機會用更低的（千元融資）預估付款  $M_{DRC}$ 、或者更長的付本期假設，來滴灌通澳交所融資呢？問題二：如果某個小微企業想設計一個偏離標準原則的付本期、分成比例的合約，是否可以到滴灌通澳交所融資呢？

對於以上兩個問題的答案都是：可以。對於前者，如果該小微企業是第一次到滴灌通澳交所融資，它對於投資者是個“陌生人”。很難要求投資者在不做深入盡職調查的前提下，向“陌生人”給出異於市場平均的認可。為了避免發行失敗“誤殺”，這時我們有兩個建議的解決方案。兩個方案可以擇一、可以並行，都是目前滴灌通澳交所的實踐。

- 方案一：該小微企業可以在掛牌融資時，通過其掛牌服務機構組織投資者進行更深入的溝通走訪，識別其與眾不同之處，讓投資者成為類似於傳統 IPO 市場的“基石投資者”<sup>5</sup>角色，達到發行成功的目的。
- 方案二：該小微企業可以先小金額的首次發行（IO），通過最短至 90 天的業績展示再進行增量發行（AO），我們稱之為“先滴後灌”。由於滴灌通澳交所會公佈門店在 IO 期間的表現，其現金流的與眾不同之處自然得到體現，後續增量發行時就可以依照其歷史表現來設計合約。**方案二充分體現了滴灌通澳交所的優勢：一個小微企業可以高頻次、低成本掛牌，每次掛牌賣斷的現金流在時間和數量上都可以自主選擇。**

對於第二個問題，雖然我們並不推薦非標準型的 DRC 設計和掛牌融資，但我們深知小微世界五花八門，現實中可能也存在這樣的需要。對於這類合約，在其他條件一樣的情況下，發行成功的機率要低於標準合約。要提高發行成功的概率，還是要回到前面的兩個解決方案。無論合約設計是否標準，我們都會把標準合約所體現的 DRC 市場基準線（“每日三毛五線”）展示在該 DRC 頁面，方便投資者對照。

---

<sup>5</sup> 基石投資者，在傳統資本市場往往指新股上市時引入的戰略投資者，他們對特定資產的盡職調查和專業判斷，可以為一般市場參與者提供類似“風向標”功能。

**自動化的合約設計工具。**除了明確通用標準和提供樣本範例外，我們還要靠“聰明的”工具來“一鍵生成”合約。聰明的工具指的是，我們通過累積的大數據和智能算法，開放合約設計的平台，讓社會各界都能在幾秒鐘內“一鍵生成”合約主要條款，然後決定是否參與滴灌通澳交所這個市場。滴灌通澳交所已經在開發這個工具，並會公諸於社會。

**圖表 2-5：DRC 標準化合約設計工具示意圖**

**融资测算**

选择行业

餐饮  零售  服务  文体

月营业额(元)

10 万

3万

合作期限

1年

回本前分成比例

10 %

**预计测算结果**

此处为示意性方案，具体方案将由所处行业和门店实际表现决定

融资额度(元)

**180,000.00** 起

回本后分成比例

[15 - 16]月	[17 - 18]月	[19 - 20]月
3.60%	4.50%	5.63%

请使用电脑端打开滴灌联营通，查看更准确的融资方案：  
<https://lianyingtong.microconnect.cn>

在這個智慧工具裡，小微企業（及其掛牌服務機構）只要輸入門店的資金場景用途和一些簡單信息（行業、地址、租約期、租金等），智慧工具就能按照上述的 MAP 原則，自動設計出一張標準的 DRC。

### 3. DRC 的現金流信息與非現金流信息

現金流是判斷和監測 DRC 的關鍵信息，最核心的幾個指標包括：小微企業通過這張 DRC 向投資者，1) 當天付了多少錢？2) 歷史累計付了多少錢？3) 未來預計總共付多少錢？對這幾個現金流，我們分別定義如下：

- **DRC 當日現金流 DCF (Daily Cash Flow)**：小微企業在當天支付的現金（通俗稱為“當日付款”）。
- **DRC 歷史現金流 ACF (Actual Cash Flow)**：小微企業從聯營期起始日至當日（含當日）每天支付的現金，通俗地稱為 DRC 的歷史現金流 ACF。把歷史現金流 ACF 進行簡單加總，就得到“累計付款”。
- **DRC 未來現金流 PCF (Projected Cash Flow)**：小微企業從當日（不含當日）到聯營期結束日，預估每天支付的現金，通俗地稱為 DRC 的未來現金流 PCF。把未來現金流 PCF 進行簡單加總，就得到“預估剩餘付款”。

**DRC 的當日付款和累計付款。** 當日付款只描述當天的小微企業支付額，而累計付款描述的是從聯營期起始日至當日的累計支付額。它們是在過去歷史上，小微企業分派給投資者的現金額。為了將不同融資金額和不同聯營進度的當日現金流 DCF 放在一起展示和比較，我們可以將它們標準化為以“每千元融資金額”、“每個聯營日”為單位的一個指標叫做“滴灌額”MCY (Micro Connect Cash Yield)。當日滴灌額指的是，對於某張 DRC，每千元融資金額，小微企業**在當日**支付的金額。累計平均滴灌額指的是，對於某張 DRC，每千元融資金額，小微企業**平均每個聯營日**支付的金額。

- (當日) 滴灌額  $MCY = \frac{DRC \text{ 當日付款}}{DRC \text{ 融資金額}} * 1000$

- (累計平均) 滴灌額  $MCY = \frac{\text{每千元融資金額累計付款}}{\text{累計聯營天數}}$

在小微企業付本前，滴灌額是一個付本速度的指標。如果一張 DRC 的（累計平均）滴灌額是 1 元，大致對應 1000 天的付本期（對應千元融資額）。如果一張 DRC 的（累計平均）滴灌額是 2 元，大致對應 500 天的付本期。其他條件一樣的情況下，（累計平均）滴灌額越大，付本期越短，該 DRC 的融資（對投資者而言）就越安全。在付本後，滴灌額的含義發生了變化，它代表了小微企業的融資成本。在其他條件一樣的情況下，付本後滴灌額越大，同樣剩餘期限的 DRC 融資成本（投資回報）就越高。為了區分兩者，我們把付本前的千元日付款繼續稱作“滴灌額”，而把付本後的千元日付款稱作“回收額”。

但是不是滴灌額大，就一定更好呢？不一定。它還取決於合約的“其他條件”，例如 DRC 的合約長度。一張累計平均滴灌額為 5 元的 DRC，大致對應 200 天的付本期，但如果它的合約長度僅僅是 100 天，那意味著這張 DRC 在聯營合約期內不能付本。相反，一張累計平均滴灌額為 2 元的 DRC，大致對應 500 天的付本期，但如果它的合約長度是 1000 天，那意味著這張 DRC 在合約期內不僅能付本，還有不菲收益。同一張 DRC，不同時間的滴灌額不可比；只有相同或類似聯營長度的合約之間，其滴灌額才互相可比。為了反映市場行情，我們構建了滴灌額指數系列。

- **DRC 千元融資日付款（滴灌額）指數：**這個指數衡量的是，對於一籃子的 DRC，每一千元融資在任何一天小微企業支付的現金流。圖表 2-6 展示了一個例子。針對全市場的 DRC，小微企業每一千元融資，在 2022 年 10 月 4 日當日支付了 1.87 元（過去 30 日平均 1.59 元）。除了全市場，DRC 可以按省份、按月份、按行業、按城市或者用戶自身偏好等進行構建。

圖表 2-6：DRC 千元融資日付款(滴灌額)指數 (示例)



滴灌通澳交所有計劃把當日付款與累計付款的信息，通過技術手段（例如區塊鏈），永久地、不可逆地記錄下來，進行公佈。這實際上是為恒河沙數般的小微企業建立一套金融帳簿和信用歷史，其本身就是一件巨大的社會工程。

**DRC 預估剩餘付款。** 相對於歷史現金流，未來現金流則更加複雜一些，因為它描述的是尚未發生的、帶有主觀預測色彩的數字。它完全取決於預測者是誰、用什麼方法預測，不可能有放之四海皆準的方法和結果。因此滴灌通澳交所鼓勵市場參與者們八仙過海各顯神通，不斷地貢獻各種各樣的預測方法，這些方法經過交易所認證接納後，就會公佈出來，供投資者選擇使用。



我們先描述一個最簡單的 PCF 預測模型（以下簡稱為“簡易模型”）作為基準，即用**歷史平均營業額預測未來營業額**。對於在滴灌通澳交所上存續了一段時間的 DRO，我們觀測到某小微企業的日均營業額是 1 萬元，根據簡易模型，該小微企業未來的日均營業額被預測為 1 萬元。有了門店未來的收入預測，疊加上合約的分成條款，簡易模型就可以給出 DRC 的 PCF。隨著每天都有新的營業額觀察，因此根據簡易模型推算的 PCF，也是每天更新的。簡易模型用歷史營業額的均值平推未來，我們目前採用的歷史時長是“最短 90 天，最長不超過 365 天”。我們的經驗認為，用小店 90-365 天的營業額來推導未來的營業額，具備一定可信度。但如果小店沒有 90 天的歷史營業額，我們認為歷史參考性是不足的，仍會沿用掛牌交易時的預估營業額，直到 90 天觀察期後再做調整。

**複雜模型需要更勝一籌。**聰明的投資者，將必然不滿足於簡易模型。他們中的一部分人，願意投入更多的時間研究，選用更加複雜的模型，期望能夠提高對未來預測的精度，從而獲得市場競爭優勢。因此簡易模型作為最原始粗糙的預測模型，也成為一個基準——當滴灌通澳交所考核認證未來任何一個更複雜的預測模型時，其預測效果，都一定要比簡易模型在一定領域有更勝一籌的表現時，才有被分享的價值。滴灌通澳交所作為一個開放的平台，有責任鼓勵這個市場的參與者分享各種“付費使用”或“免費使用”的預測模型，從而豐富這個平台的多樣性。

除了現金流信息，每張 DRC 在發行與存續期間，其他相關的非現金流信息（包括門店信息和合約信息）都會被展示在滴灌通澳交所的相關介面上。

- **門店信息：**門店信息是小微企業按照滴灌通澳交所的既定要求與規則提交，包括但不限於門店從事何種經營活動，所在哪個省、市、商圈等位置信息。滴灌通澳交所根據門店提交的基本信息進行覆核，並按照以下示例中的信息類別進行標準化和歸類。主要包括：行業（例如零售、餐飲、服務、文體）；業態（例如休閒飲品、綜合零售、醫療健康、文化娛樂）；品類（例如現制茶飲、便利店、齒科門診、電影院）；品牌；所在省份；所在城市；所在商圈及其他位置信息；門店開業（或預期開業）時間；門店面積、租約等等。滴灌通澳交所通過對門店基礎信息進行標準化，也是將門店信息轉化為投資者能夠理解的標籤化信息，便於查詢。

- **合約編碼與標籤**：我們需要創建一套 DRC/DRO 編碼與標籤體系，方便歸類與檢索。合約**編碼**類似於合約姓名，具有唯一性和（絕大部分情況）不可更改性，因此包含的主要是門店不會變更或極少變更的客觀信息，例如小微企業的行業和位置。合約**標籤**類似於合約特徵，它是有可能隨時間變化而發生變化的、或者是主觀判定的信息，例如小微企業的雇員人數、ESG 等主題標籤、風險等級標籤等等。具體請見附件 1。
- **合約信息**：DRC 的主要條款包括：融資金額、掛牌撮合日、聯營期限、出資安排（例如是否存在分批出資）、聯營期內分成比例安排。門店信息和合約信息，將按照不同信息使用者進行分級展示。

#### 4. DRC 的信息如何展示？

圖表 2-7 展示了一張 DRC 在滴灌通澳交所的終端 M-Terminal 上的展示情況。下圖顯示，這張 DRC 的基本情況是江蘇泰州的一家便利店，融資額是 14.65 萬元。聯營期為 1060 天（約 3 年），站在 2023 年 12 月 25 日當天看，已聯營天數 550 天，還剩下 510 天。

圖表 2-7：DRC 的信息展示



這張 DRC 設計， $M_{DRC}$  是 1282 元——即每 1000 元的融資金額，小微企業預估在整個聯營期支付 1282 元。每千元融資的預計“融資成本” 282 元，折合到聯營天數，是每日 0.27 元。每日收益二毛七低於每日三毛五線，體現了合約簽署時，投資者對小微企業的風險溢價要求低於市場平均水準，即可能是因為小微企業及品牌的經營能力強、經營現金流穩健，投資者要求的投資回報較低。

那麼這張 DRC 到目前表現如何？針對每千元融資額，在 2023 年 12 月 25 日當天，門店支付了 1.77 元。截至當日，門店已經累計支付了 990 元，在未來剩下的聯營日裡，“簡易模型”預測還有 357 元需要支付。從圖中可以看出該支付額低於作為市場基準的“每日三毛五線”，但距離預估的“半期回本”偏離較小。最終投資者能否實現“每日一毛”的收益，將在下一章繼續分析。

## 5. 小微企業的融資成本高不高？

這是社會和小微企業普遍關心的問題。它既是一個金融成本問題，也是一個社會價值問題。其實通過（千元融資）預估付款  $M_{DRC}$ ，我們已經展示了小微企業預估的融資成本。由於行業不同、地域不同、期限不同、經營情況不同，小微企業最終的融資成本並不相同，很難一概而論，但我們還是希望通過一些過往實踐的數字，給參與者提供一些參考（圖表 2-8）。

圖表 2-8：DRC（千元融資）預估付款  $M_{DRC}$ （截至 2023 年 12 月底）

DRC 聯營期	（千元融資）預估付款 $M_{DRC}$ （市場中位數）
<1 年	1120 元
1-2 年	1250 元
2-3 年	1400 元
3-4 年	1520 元
4-5 年	1660 元
5-6 年 <sup>6</sup>	1800 元

由上圖表可見，小微企業每（千元融資）預估付款  $M_{DRC}$  為 1120 元（一年）至 1800 元（六年），即預估的“融資成本”在 120 元（一年）至 800 元（六年）。分攤到每年，在 120 元至 150 元區間。分攤到每日，基本吻合每日 0.35 元。**以目前的市場經驗來看，小微企業每千元融資額的預計“融資成本”大約是每日 0.35 元。**

需要指出的是， $M_{DRC}$  僅僅是代表“**在小微企業（及其掛牌服務機構）預估未來的營業收入水準下**，按照合約的聯營期及分成比例，小微企業預估支付的金額”。如果小微企業收入水準不及預期，甚至是疫情封城閉店，那麼小微企業按分成比例支付的金額將遠遠低於估計值，真實的融資成本就遠低於預估值。反之，如果小微企業收入水準遠高於估計，那麼真實的融資成本可能遠高於預估值。以上種種，體現了類股型 DRC 的特徵——融資成本是隨著收入而變化的。討論類股型 DRC 的融資成本，可以有金融成本的描述，但很難有純粹的社會價值判斷。

<sup>6</sup> 目前市場上的 DRC 聯營期普遍不超過六年，因此超 6 年的統計暫缺。

真正有社會價值的判斷是，從小微企業的 DRC 融資成本到硬幣的另外一面——投資者的 DRO 投資收益，是不是得到了有效而充分的傳導？我們前面討論過，兩者之間的區別在於政府稅收、機構費用和小微企業的經營風險。小微企業如果付出了 500 元的 DRC“融資成本”，而投資者只得到了 300 元的 DRO“投資收益”，說明政府稅收、機構費用和經營風險消耗了其中的 200 元。我們說，小微企業融資貴，其實說的主要是兩種可能：1) 小微市場的投資者還不夠多，競爭不充分，因此投資者要求的“投資收益”還比較高；2) 中間稅費環節和風險的消耗大、摩擦大。關於這兩點我們在第四章第 3 節再展開討論。

## 第四章 投資者怎樣使用 MAP 投資 DRO?

投資 DRO，就是購買小微企業一段時間內營業收入的一部分，也就是買賣了一段現金流。正如同 DRC，任何時點的 DRO 現金流信息也都可以被分作：DRO 歷史現金流 ACF，DRO 當日現金流 DCF 和 DRO 未來現金流 PCF。對這幾個現金流，我們分別定義如下：

- **DRO 當日現金流 DCF**：DRO 持有者在當天收到的現金（“當日收款”）。
- **DRO 歷史現金流 ACF**：DRO 持有者從聯營起始日至當日（含當日）每天收到的現金，通俗地稱為 DRO 的歷史現金流 ACF。把 DRO 歷史現金流 ACF 進行簡單加總，就得到“累計收款”。
- **DRO 未來現金流 PCF**：DRO 持有者從當日（不含當日）到 DRO 聯營結束日，每天預估收到的現金，通俗地稱為 DRO 的未來現金流 PCF。把 DRO 未來現金流 PCF 進行簡單加總，就得到“預估剩餘收款”。

### 1. DRC 現金流怎麼轉化為 DRO 現金流？

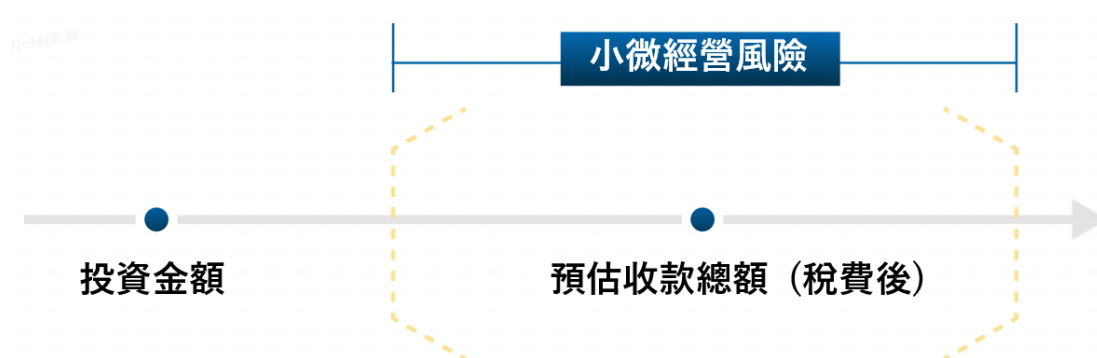
我們在前面一章討論了 DRC 現金流，它與 DRO 現金流有什麼關係？兩者是一個硬幣的兩面，DRC 現金流描述了小微企業“付出”多少錢，超出融資金額的部分，對小微企業而言是融資成本。DRO 現金流描述了投資者“獲得”多少錢，超出投資金額的部分，對投資者而言是投資收益。兩者之間的差異體現為稅費和風險，這是 DRC 和 DRO 的轉換過程中不可避免的中間成本。

**政府稅收和機構費用。**DRC 現金流由小微企業支付，投資者需在此基礎上繳納政府稅收、機構費用。稅率結構和費用結構是基本確定的，因此稅費計算是基本明確的。

**小微經營風險。**風險都是針對未來而言的。對於 DRC 的歷史現金流，不存在不確定性；但對於 DRC 的未來現金流，風險因素尚存。小微企業未來營業額可高可低，也可能會終止營業，因此小微企業通過收入分成分派出去的未來現金流存在不確定性。圖表 2-9 展示了這種經營風險造成的未來現金流偏差。圖表右側的圓點，是扣減稅費後

的投資者的預估收款總額。由於小微企業經營風險的存在，最終投資者的收款總額可能高於預估，也可能低預估。

圖表 2-9 經營風險的存在可能導致投資者實際收款偏離預估



對於 DRC 的未來現金流，投資者需要一個“風險折扣”，來計算風險調整後的 DRO 的未來現金流。我們把這個“風險折扣”叫做“收付款風險率”（Contract Cash Flow Risk, 簡稱“收付比”）：

- $$\text{收付款風險率} = \frac{\text{DRO 收款總額}}{\text{DRC 預估付款總額 (稅費後)}} \times 100\%$$

針對任何一張 DRO，收付款風險率衡量的是投資者收款總額不符預期的風險。如果投資者的收款總額低於預估，收付比小於 1；如果投資者收款總額高於預估，收付比大於 1。把市場上合約的收付款風險率加權平均，就得到市場平均的收付比，代表了當前市場整體的小微企業的經營風險水準。如果某合約的收付款風險率高於市場平均，其風險表現優於市場平均，反之亦然。當投資者缺乏對個體小微企業經營風險的具體判斷時，可以用市場平均的收付比加以估計。

圖表 2-10: DRC 現金流與 DRO 現金流的關係



根據圖表 2-10，DRC 的未來現金流在扣減政府稅收、機構費用後，乘以收付款風險率（即“收付比”），就可以得到 DRO 的未來現金流。由此可以看出，稅費越低、收付比越高，小微企業的付款就能越充分地轉化為投資者的收款。說明現金流從 DRC 到 DRO 從小微企業賬上到投資者手裡的“中間損耗”越小。

**如何提高 DRC 現金流到 DRO 現金流的轉化效率？**從小微企業到投資者的現金流轉化過程中的“中間損耗”或者“摩擦成本”，反映了社會環境對小微投資的友好程度。在小微友好型的環境裡，投資者面臨的稅率較低、機構服務費用較低、小微經營風險相對小，中間損耗就小，反之亦然。

政府越支持小微企業投資創業，稅就越低；小微企業的掛牌服務機構越多、規模越大、機構費用就越低；總體社會環境對小微企業越友好，經營風險就越小。滴灌通澳交所矢志不渝的努力方向，就是在投資者和小微企業之間，做一個高效的“轉化器”。通過與社會各界的通力合作，不斷提升“轉化器”的效率——讓全市場的 DRC 現金流充分轉化為 DRO 現金流，才是可持續發展的方向。顯然，有四個方面的工作可以通往這個方向：

- **政府減稅**：政府對小微企業投資和創業發佈更加優惠的稅收政策。例如對符合條件的合格投資者暫免或減少相應稅收。
- **機構降費**：滴灌通澳交所成立初期在試驗階段，很多服務功能都是自己探索。從 2024 年起，滴灌通澳交所正在探討將逐步開放，鼓勵更廣泛的掛牌服務機構共同參與，通過競爭提高服務品質和降低費率。滴灌通澳交所作為服務機構之一，我們將在 2024 年實現首次降費。具體機構費用請看附件一。



- **降低小微經營風險**：投資者在合同數量龐大、單一合同金額小的 DRO 市場上，很難逐一識別風險，這樣做也不經濟。因此投資者別無選擇，只能通過觀察到的歷史資料，根據“收付款風險率”假設一個市場平均風險。為了降低投資者預估的“風險溢價”，我們將採取如下四方面舉措：1) 與優秀的掛牌服務機構一起努力，讓更加優質的小微企業掛牌，把經營風險過高的小微企業排除在市場之外，從而降低 DRO 市場整體的風險；2) 通過“先滴後灌”方式，降低“首次發行”（IO）融資比例，鼓勵小微企業更多通過“增量發行”（AO）的方式融資。一方面充分的經營數據能協助投資者判別風險，另一方面也能協助經營良好的小微企業降低融資成本；3) 鼓勵小微企業及品牌方的“基石投資者”參與，通過他們的領投行為來幫助投資者識別風險；4) 通過培育掛牌服務機構，提升營業額預估的準確性。以前期滴灌通自身的經驗來看，隨著服務的小微企業數量增加和經驗累積，對小微企業營業額預估的準確性可以得到顯著提升。如此，小微企業的融資成本有望逐步下降。
- **提高滴灌通澳交所的運營效率**：滴灌通澳交所生態建設的一個重要課題是，如何通過參與者（包括投資者、小微企業、專業服務機構和監管機構）的同心戮力，共同建設，利用數字化時代的紅利，把這個交易所真正做成透明、高效、可靠、廣受信賴的平台。我們希望通過不斷提升投資者對滴灌通澳交所在法律、政策、技術、信譽等方面的信心，降低投資者由此要求的風險溢價。

滴灌通澳交所作為“轉化器”的效率高低，是由小微企業所處的歷史環境決定的。在政府大力推進共同富裕、萬眾創業的當下，我們認為正是中國小微企業投融資市場蓬勃發展之良機。如果滴灌通澳交所生態裡的所有參與主體（包括政府和各種服務機構）都能戮力參與，這個“摩擦力”便會越來越小，中國“小企業”與國際“大資本”的距離將被不斷拉近。我們相信未來的中國小微金融市場將會譜寫出新的篇章。

## 2. 怎麼衡量 DRO 的風險？

每一張 DRO 都不相同，行業、地區、規模、分成比例、期限都可能不一樣。因此，風險也各不相同。小微企業根據合約，預估付出的收入分成總額，最終有多少會到投資者手中，對於每一張 DRO 來說都存在差異。但如果要對每一張合約，都做非常針對性的

審慎調查和分析，成本巨大。因此，我們找到簡單易行的方式，讓投資者可以方便地評判 DRO 的風險。

有了前述的收付比，我們就有了一個統一而簡單的尺度來衡量每張合約的綜合風險。每張 DRO 的存續期間，該比率每天隨著現金流情況不斷變化；直到 DRO 結束，其收付比才確定下來。收付比高的合約綜合風險小，收付比低的合約綜合風險大。我們把很多 DRO 放在一起，就可以統計出平均的收付比，作為一個平均的風險水準。這個平均可以是全市場平均、也可以是部分市場平均。收付比高於市場均值的合約相對風險小，收付比低於市場均值的合約相對風險大。**DRO 合約的買賣博弈，一定程度上會變成對合約收付比的預判分歧上。**

那怎麼預判 DRO 的收付比呢？最直觀的方法是相似 DRO 合約的平均數——即市場平均的收付比。借用可比均值，投資者可以非常簡單地，對小微企業預估付出的收入分成總額，做出自己的初步判斷。舉個例子：假如市場平均的“收付比”均值是 0.9，如果小微企業願意分享總共 1350 元的未來收入分成，進行融資。投資者可以粗略估計，這 1350 元扣減相應的政府稅收和機構費用（例如 100 元）後，最終可能收到  $(1350 \text{ 元} - 100 \text{ 元}) \times 0.9 = 1125 \text{ 元}$ 。隨著 DRO 市場的發展，合約統計樣本逐步增加，市場平均的收付比就更有參照性。即便如此，市場平均收付比也不能精準地反映某一張 DRO 的實際風險情況，這就給投資者留下了博弈的空間。

### 3. 怎麼衡量 DRO 的收益？

在討論了 DRO 的風險後，我們怎麼衡量 DRO 的收益呢？在 DRC 的現金流轉化為 DRO 現金流之後，我們怎麼直觀地判斷和對比不同 DRO 現金流的好壞呢？這裡我們考慮“一個指標、一把尺子”。

**一個指標：DRO 的（千元投資）預估收款  $M_{DRO}$** 。我們首先要創造一個衡量“投資收益率”的指標。與 DRC 的（千元融資）預估付款  $M_{DRC}$  相對應地，我們定義（千元投資）預估收款  $M_{DRO}$  如下：

$$\bullet \quad M_{DRO} = \frac{\text{DRO 收款總額}}{\text{DRO 投資總額}} \times 1000 = \frac{\text{DRO 累計收款} + \text{DRO 預估剩餘收款}}{\text{DRO 投資總額}} \times 1000$$

(千元融資) 預估付款  $M_{DRC}$  是面對小微企業的, (千元投資) 預估收款  $M_{DRO}$  是面對投資者的。舉例而言, 一張  $M_{DRO}=1125$  元的 DRO, 意思是投資者通過投資 1000 元給小微企業, 當 DRO 完成時預估收到的總金額是 1125 元。如果該合約聯營期為 1000 天, 那麼平均每日的“投資收益”就是 0.125 元。

圖表 2-11 展示了 DRO 投資額到現金流的轉化。因此我們可以得知：

圖表 2-11：  $M_{DRO}$  是投資回報（倍數）的衡量指標



在 DRO 的存續期間,  $M_{DRO}$  是不斷變化的。在 DRO 的存續過程中, 隨著累計收款逐日實現, 預估剩餘收款也逐日更新,  $M_{DRO}$  也就逐日變化,  $M_{DRO}$  是**預估**的該 DRO 全生命週期的千元投資收款。等到 DRO 聯營結束,  $M_{DRO}$  是**已實現**的該 DRO 全生命週期的千元投資收款。

把圖表 2-10 (DRC 現金流與 DRO 現金流的關係) 和圖表 2-11 結合來看, 我們可以得知：

- $M_{DRO} = (M_{DRC} - DRC \text{ 千元融資稅費}) \times \text{收付款風險率}$

滴灌通澳交所通過前期實踐, 累積了逾萬張 DRO 的實際投資經驗, 圖表 2-12 統計了以不同 DRO 的聯營期為分組, 處於組內市場中位數合同的 (千元投資) 預估收款  $M_{DRO}$ 。從圖表 2-12 中可以看出, 每千元 DRO 投資, 投資者可以每年獲得投資收益在 20-50 元。

圖表 2-12:  $M_{DRO}$  市場中位數統計 (截至 2023 年 12 月底)

DRO 聯營期	DRO 千元投資收款 $M_{DRO}$ (市場中位數)
<1 年	1020 元
1-2 年	1050 元
2-3 年	1100 元
3-4 年	1140 元
4-5 年	1190 元
5-6 年 <sup>7</sup>	1240 元

有了“投資收款”的計算，我們就可以討論投資者的收益率水準了。傳統金融通常用投資回報率 (ROI, Return on Investment) 和內部回報率 (IRR, Internal Rate of Return) 來衡量投資收益水準。投資回報率 ROI 是把投資收款除以投資成本。承接上例，一張三年期 DRO 的  $M_{DRO}$  為 1100 元，意味著投資收率為 10%，平均每年約 3.3%。內部回報率 IRR 是使得投資淨現值為零的折現率，相比投資回報率，內部回報率則更多地考慮了時間因素。上例裡的 DRO，年化投資回報率為 3.3%，內部回報率可以很高（如果快速收回投資收益並循環投資）；也可以是 3.3%（如果在最後一天實現投資收益）。

DRO 投資者應該既關心投資回報率 ROI，也關心內部回報率 IRR。由於小微企業付款在時間軸上不確定，投資回報率相對容易計算，內部回報率相對難以計算。除此以外，最大的區別在於再投資——由於每日分成機制的存在，如果投資者對每日回款進行再投資，那麼他的投資收益率就比較靠近內部回報率 IRR。這正是 DRO 投資的優勢：通過每日回款循環投資，從較低的投資回報率 ROI 轉換為較高的內部回報率 IRR。

<sup>7</sup> 目前市場上的 DRO 聯營期普遍不超過六年，因此超 6 年的統計暫缺。

**一把尺子：DRO 市場基準線。**由於投資者的收益率與是否循環投資、投資期限等因素有關，並非那麼直觀，為了便於比較，我們設置了一條 DRO 市場基準線（DRO Market Baseline），作為一把“尺子”來衡量對比 DRO 的收益表現，其設置規則是：

- **DRO 市場基準線：**按照“三分之二時間回本，每日一毛”的人為設定，描繪出一張千元投資額的 DRO 現金流。這條基準線代表了風險調整後投資者能夠收到的現金流。

這條基準線向投資者傳遞兩個重要參照信息：回本期和每千元投資收到的現金流總額。一旦確定 DRO 聯營期限，就能生成 DRO 的市場基準線。舉例來說，當聯營期限確認為 1000 天，那麼基準回本期為 667 天（三分之二時間回本），收到現金流總額確認為  $1000+1000*0.1=1100$  元（每日一毛）。當聯營時間進行到 667 天時，完成回本（1000 元），當聯營時間進行到 1000 天時，聯營結束，按照基準預估收到現金流 1100 元。

DRO 市場基準線是人為設定的，它的作用是告訴投資者，如果一張投資額為一千元 DRO，累計實現的現金流在這條基準線之上，就可以預期這張 DRO（在循環投資情形下）能實現風險調整後約 10% 的年化收益，回報接近標普 500 指數的長期平均收益率，因此我們也通俗地稱 DRO 市場基準線為“**標普線**”。有了這把“尺子”，我們就可以通過比較 DRO 的現金流與市場基準線的偏差，從而得出好壞判斷。

**DRO 市場基準線雖然是一個主觀設定，但似乎吻合滴灌通澳交所目前有限的實踐經驗。**截至 2023 年 12 月底，統計一萬多張掛牌交易的 DRO，已經實現的收益率，稍稍高於 DRO 市場基準線。值得一提的是，部分實踐發生在 2022 年-2023 年初新冠疫情的特殊歷史期間，此間諸多小微企業因為防疫需要而暫停營業，影響了 DRC 累計付款和 DRO 累計收款。如果剔除疫情影響，目前 DRO 市場的收款情況會表現更好，說明小微投資是可以為投資者提供合理回報的。

#### 4. DRO 如何估值？

有了一張 DRO 風險和收益的衡量工具，我們接下來簡單闡述它的估值——即投資者可以用什麼樣的“價格”來買賣這張 DRO。買賣 DRO，意味著買賣這張 DRO 剩餘的未來

現金流。假設剩餘的未來現金流為 357 元（見圖表 2-7），那麼它“值”多少錢——市場價格應該是多少？

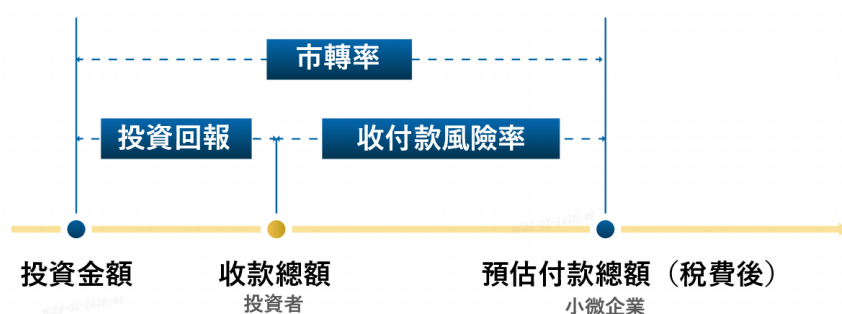
為了給市場提供一個簡潔直觀的工具，參照“市盈率”，我們推出的一個基準指標，叫做“市轉率”（Price-to-Net Contract Payout Ratio）。**市轉率是一個綜合價格指標**，計算公式如下：

$$\bullet \quad \text{市轉率} = \frac{\text{DRO 投資額}}{\text{DRC 預估付款總額 (稅費後)}} = \frac{1000}{M_{\text{DRO}}} \times \text{收付款風險率}$$

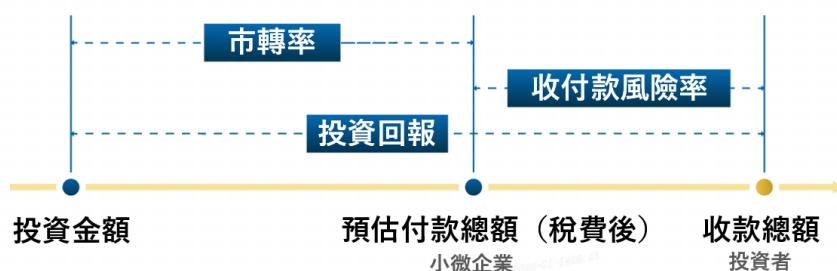
根據這個公式，市轉率由兩個部分構成，第一部分是投資者投資回報（倍數）的倒數，等於 1000 除以  $M_{\text{DRO}}$ 。第二部分是收付款風險率，等於 DRO 收款總額除以 DRC 預估付款總額（稅費後）。前者是收益，後者是風險。所以市轉率是一個綜合了風險和收益的價格指標——在市場交易形成市轉率後，當風險比較高（收付比低），投資回報倍數就低；反之亦然。

圖表 2-13（1）和圖表 2-13（2）展示了市轉率與投資回報和小微企業經營風險之間的關係。市轉率是投資者投資額（DRO 價格）與交易時小微企業預估付款總額（稅費後）之間的比率。由於小微經營風險的存在，最終投資者的收款總額可能高於小微企業預估付款總額（稅費後），也可能低於。圖表 2-13（1）顯示收款總額低於預估的情況，而圖表 2-13（2）顯示收款總額高於預估的情況。收付比揭示了收款總額與預估付款總額的差別，是風險衡量。收款總額與投資金額之比，則是投資回報（倍數）。

圖表 2-13（1） 市轉率是考慮了風險與回報的綜合指標（收款低於預估）



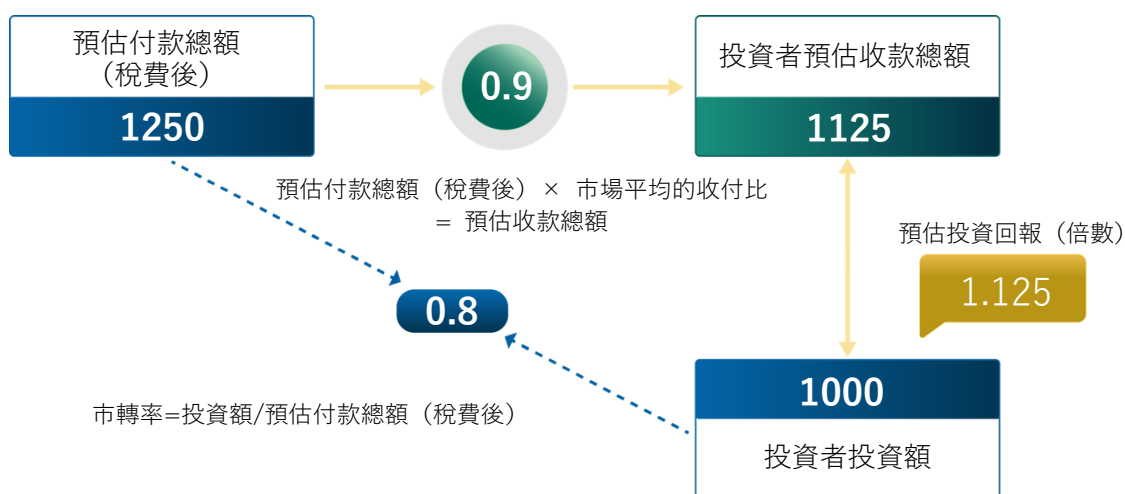
圖表 2-13 (2) 市轉率是考慮了風險與回報的綜合指標 (收款高於預估)



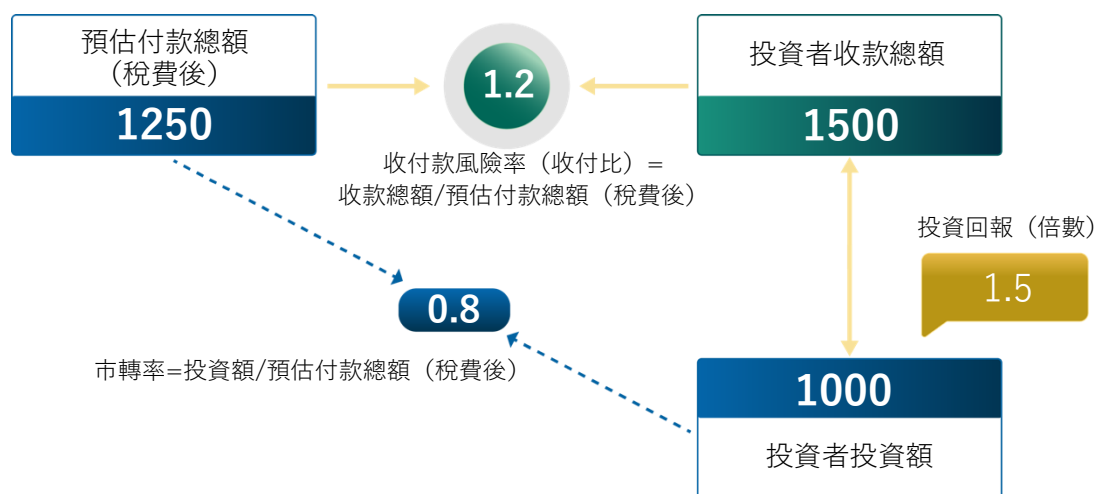
通過市轉率，我們希望呈現給市場一個非常簡潔的方式，來衡量 DRO 價格與 DRC 預估付款的關係。圖表 2-14 (1) 和圖表 2-14 (2) 展示了一張 DRO 的例子。

圖表 2-14 (1) 顯示，某小微企業希望融到 1000 元，聯營期為 1000 天，預估付出的收入分成總金額，大約是 1350 元(含稅費 100 元)。換個說法，即這張掛牌合約的價格是 1000 元，買到的是小微企業願意付出的 1350 元(含 100 元稅費) 預估付款。我們把這種轉換關係，比照“市盈率”，叫做“市轉率”。根據這張合約計算出的“市轉率”是  $1000 / (1350 - 100) = 0.8$ ，是說投資者願意付 0.8 元，交換小微企業未來 1 元的(稅費後) 營業收入分成(預估付款)。假設這時市場平均的收付比是 0.9，意味著對於與 1250 元的預估付款，根據市場平均經驗，扣除風險後投資者可以得到  $1250 \times 0.9 = 1125$  元的預估收款，是投資額(1000 元)的 1.125 倍。

圖表 2-14(1) 市轉率示例 (DRO 掛牌融資時)



圖表 2-14(2) 市轉率示例 (DRO 結束聯營時)



圖表 2-14 (2) 顯示了該 DRO 完成聯營時可能出現的一種情形。該小微企業在聯營期的生意優於預期，導致投資者最終的收款總額達到 1500 元。根據這個收款總額，該 DRO 的“實際”收付比是  $1500/1250=1.2$  (大於 DRO 掛牌時的市場平均收付比 0.9)，投資者的投資回報 (倍數) 達到 1.5 倍 (大於 DRO 掛牌時的預估投資回報倍數 1.125 倍)。

由圖表 2-14 (1) 和圖表 2-14 (2) 的例子可以看出，投資者是否購買這張 DRO 最終歸集為對經營風險 (收付比) 的判斷上。當合約掛牌融資時，如果投資者預判，來自小店的預估收入分成 (稅費後) 會大於 1250 元 (收付比大於 1)，那麼用 1000 元購買這張合約，回報就會超過 1.125 倍；反之，回報就會低於 1.125 倍，甚至虧損。

當然，市轉率與合約期限有關。一張為期三年的 DRO 與一張為期一年的 DRO 之間，市轉率很難直接比較。同樣一張 DRO，隨著時間流逝，合約 (剩餘) 期限的不同，市轉率也會不同。因此在實際計算中，我們把市轉率的計算精確到日，結合合約 (剩餘) 期限，我們就可以得出一個與合約期限掛鉤的、同等時長的市轉率。

我們把市場成交的合約統計起來，就會得出一個市場平均的“市轉率”。當然，也可以按聯營期限、行業、按地區計算不同的“市轉率”。對比不同聯營期限、行業、地區的“市轉率”，可以看出投資者對不同聯營期限、行業、地區的投資意願。隨著規模擴大，“市轉率”的顆細微性會越分越細，指導性會越來越強。“市轉率”和“市盈率”一樣，代表了當下的市場共識，為買賣雙方奠定了一個溝通交流的基礎。我們相信，DRC/DRO 合約的數



量巨大、每單規模很小、分散度高，對大資金而言，最終起作用的是大數定律，“市轉率”會發揮越來越重要的指導作用。

按照傳統估值邏輯，如果要得到精確的估值，我們也可以用“現金流折現法”。在該法下，DRO 的估值是由經過風險調整和稅費扣減後的 DRO 未來現金流，進行折現得到未來現金流的淨現值。總共包括兩個步驟：1) 風險調整、稅費扣減後的 DRO 未來現金流預測；2) 將 DRO 的未來現金流預測按照一定折現率進行折現。淨現值就是 DRO 當日的合理估值。投資者根據自身情況（例如資金成本）和對 DRO 市場的理解，選擇折現率。至於“現金流折現法”的細節，我們將在未來與市場進行進一步探討。

## **5. DRO 信息如何展示？**

在討論了 DRC 到 DRO 的現金流轉化，風險、收益和估值方法之後，我們再來看這些信息是怎樣在我們的終端設備（M-Terminal）上進行展示的。圖表 2-15 顯示了一張 M-Terminal 的截圖。

圖表 2-15：DRO 的信息展示



截圖裡示例了一張編號為 RT—CN3212—JSMH0443-I 的 DRO，該小微企業是一家位於江蘇泰州的便利店。這張合約掛牌時，其  $M_{DRC}$  是 1282 元，總融資金額 14.65 萬元。聯營期為 1060 天，站在 2023 年 12 月 25 日當天看，已聯營 550 天，還剩下 510 天。

這張 DRO 現金流是如何從 DRC 現金流轉化而來的？在 2023 年 12 月 25 日當天，小微企業每千元融資支付 1.77 元，扣減相應稅費後，投資者收到 1.73 元。回看歷史，小微企業每千元融資已經支付了 990 元，扣減相應稅費後，投資者收到 970 元。展望未來，該門店在未來剩下的聯營期內，按照營業額“簡易模型”預估，還有 357 元的預估剩餘付款，扣減 72 元的預估稅費後，乘以 0.94 的收付款風險率（根據同期市場平均水準推算），投資者可以預估獲得 268 元收款。

這張 DRO 到目前表現如何？首先我們看收益。該 DRO 的當前  $M_{DRO}$  為 1238 元（DRO 累計收款 970 元加 DRO 預估剩餘收款 268 元），意味著預計的投資收益為 238 元（三年累計 ROI 23.8%）。從圖表中可見，投資者累計收款高於對應同期累計的 DRO 市場基準線。

其次看風險。掛牌交易時，投資者預計該小微企業風險較小，因此合約市轉率 0.83 優於掛牌日市場平均市轉率 0.75。時至今日，DRO 合約（千元投資）預估收款 1238 元（DRO 累計收款 970 元加 DRO 預估剩餘收款 268 元），超過 DRC（千元融資）預估付款 1200 元（預估付款總額 1282 元減去預估總稅費 82 元），即合約的收付款風險率為 1.03（DRO 預估收款 1238 元除以 DRC 預估付款 1200 元），超過同期市場平均水準 0.94，代表該合約的風險低於市場平均水準。合約的收付款風險率之所以大於 1，是因為小微企業營業收入超過了投資者的預期，這也驗證了簽約時投資者關於企業經營能力強、現金流穩定的判斷是正確的。

## 第五章 投資者怎樣使用 MAP 投資 DRP

對於多數投資者而言，投資單張 DRO 並不容易。原因顯而易見：首先，單張 DRO 的投資金額受限——小微企業在聯營期內的營業額規模較小，所能負擔的起的融資額也較小。在初期實踐中，單張 DRO 的投資總額平均不到 30 萬元人民幣。其次，單張 DRO 面臨著“個體異質性風險”（Idiosyncratic Risk）——小微企業的生意可以因為門前修路、停水斷電、店長生病、廚師吵架等個體的、異質性的原因而受到顯著衝擊，從而影響 DRO 投資者的收入分成。把這兩個原因加起來，造成了傳統上投資者對小微企業的投資望之卻步——投資額如此之小，風險如此特異而難以識別，以至於投資者需要投入大量精力判斷風險，又難以達到一定的投資規模。

雖然數字化的普及，幫助我們“看見了”小微企業的營業額，”抓到了”小微企業的現金流，使得 DRC/DRO 的投資變得可行；但並沒有改變 DRC/DRO 投資的上述兩個特徵：單體投資規模小、個體風險難以判斷。為此，我們需要在 DRO 的基礎上更進一步，把一組 DRO（例如一千張花店的 DRO，一千張咖啡店的 DRO，一千張的書店的 DRO，一千張珠三角的 DRO 等等）“打包”在一起，構成 DRP。DRP 由一組 DRO 份額構成，就打開了投資額的限制；同時只要組合裡的 DRO 足夠分散，那麼個體的異質性就會大幅降低——對於 1000 個麵包店的 DRO 組合而言，整體組合就幾乎不存在門前修路的風險。這樣，DRP 的風險就容易判斷，又能容納大額投資，成為多數投資者可以接受的投資產品。

由於 DRP 容量夠大，DRP 的設計者和出售者，就可以把 DRP 的現金流（由組合裡 DRO 的現金流彙聚而成）權益進行優先劣後之順序安排，交付給不同的投資者，來滿足他們不同的風險偏好。這就是 DRP 分層與結構化的安排。

由於 DRP 可以足夠分散，而讓 DRO 的個體異質性風險消弭於無形。這樣傳統的信用評級機構就可以介入分析評價 DRP，特別是結構化的 DRP，對不同層級的 DRP 給出相應的信用評級，使它們風險揭示變得直觀、可以與傳統固定收益市場的評級直接對比。這樣就大幅降低了投資者參與的難度。

結構化的 DRP 類似我們傳統資本市場的“資產證券化”。類比來說，DRO 就像一套套房屋資產——投資者需要瞭解房屋狀況、位置信息、裝修水電等等個體特異的信息才能購買；而 DRP 就像一個城市裡打包的成千上萬套房屋——這時個體房屋異質性的風險下降，投資者更關心的是整個城市房地產市場的前景、以及這個資產包的結構設計、租金水準和法律權利保障等等。

## 1. DRP 是怎麼構建的？

DRP 是一籃子 DRO 的組合，可以在滴灌通澳交所市場上活躍交易。我們以滴灌通澳交所為例，說明 DRP 的構建步驟如下：

- **DRP 發行階段：**DRO 投資者在累積了一定數量的 DRO 份額後，按照一定的規則將 DRO 份額進行打包，交給滴灌通澳交所，申請發行 DRP。滴灌通澳交所審議批復 DRP 後，DRP 份額就可以面向交易所合格投資者發行。
- **DRP 存續階段：**DRP 發行後，其對應的 DRO 份額由滴灌通澳交所登記託管，並根據收到的現金流向 DRP 份額持有者進行定期分配。滴灌通澳交所還支持 DRP 份額的二級轉讓。

**DRP 的組合構成。**DRP 由一籃子的 DRO 構成，投資者必然關心其組合構成：組合是不是足夠分散？組合裡有多少張 DRO，其份額是多少？在不同的品牌、行業、城市是如何分佈的？圖表 2-16 展示了 M-Terminal 裡展示的 DRP 組合構成的信息。

圖表 2-16：DRP 組合構成



截至目前為止，滴灌通澳交所共審批了 5 個 DRP 產品的發行。根據滴灌通澳交所前期的實踐，還不足以確切地回答：“一個 DRP 應該納入多少品牌多少門店才算足夠分散？”我們希望社會各界參與者與我們一起探索這個問題。我們目前的經驗是，一個品牌過百門店數千的 DRP 分散度是比較好的，個體特異性風險不再明顯。

一個 DRP 的組合構成，會隨著時間流逝而變化。由於每張納入組合的 DRO 聯營期不同，組合裡的 DRO 數量會隨時間流逝不斷減少（憑證結束）；部分 DRP 隨著時間流逝在未來還可能有新的 DRO 加入組合（新增憑證）。

- 一個 DRP 如果在發行文件裡規定，在其存續期內不存在新增憑證的情況，我們稱之為“靜態包”（即 DRP 包裡的 DRO 不會新增，只會因憑證結束而減少）。投資者如果投資了“靜態包”，他可以預估每日收到現金分配。這類資產包每日收到“收入分成”的現金分配，不存在循環投資。
- 一個 DRP 如果在發行文件裡規定，在其存續期內按照某種規則（通常是滿足該 DRP 的普遍性特徵要求）由某個特定機構（通常是發行人自己）購買新增憑證納入組合，達到循環投資的目的，我們稱之為“動態包”（即 DRP 包裡的 DRO 會不斷新增）。這類資產包，把 DRP 每日回收的現金用於購買新的 DRO 資產，從而實現了循環購買，投資者的收益因而得到了提升。目前滴灌通澳交所的市場上還未有發行“動態包”，未來我們將與市場及監管充分溝通後，實踐相關的發行。

**DRP 的現金流。** DRP 作為一個組合，也就是一組細小現金流匯合成的大現金流，可以被看作是一張大的 DRO。舉例說，一個覆蓋多行業的 DRP，就好像一張綜合度假村的 DRO，其現金流來源於“吃喝玩樂”、購物、餐飲等各種門店。

DRP 的現金流是底層 DRO 現金流的加總，因此也有相應的當日現金流、歷史現金流、和未來現金流。目前，滴灌通澳交所上掛牌交易的 DRP 的未來現金流，都是由簡易模型推測的。這些現金流信息的展示，與 DRO 並無二致。

- **DRP 聯營期：**DRP 起始日是 DRP 的發行日，結束日則由 DRP 中聯營到期日最遠的那張 DRO 決定。每個 DRP 有明確的生成日期（即 DRP 發行日）和結束日期（由 DRP 裡聯營到期日最遠的那張 DRO 決定）。

- **DRP 的當日現金流 DCF**：DRP 份額持有人當日收到的現金。
- **DRP 的歷史現金流 ACF**：從發行日到當日（含），DRP 份額持有人每日收到的現金。
- **DRP 的未來現金流 PCF**：從當日到 DRP 聯營結束日，DRP 份額持有人預估每日收到的現金。由組合裡 DRO 的 PCF 加總而得。
- **DRP 的市場基準線**：在 DRP 聯營期內，對 DRP 裡每張 DRO 的市場基準線（DRO 市場基準線）進行聚合。我們只要在 DRP 發行日，把包含的每張 DRO（剩餘的）市場基準線對應之現金流進行聚合，就可以得到 DRP 的市場基準線了。
- **DRP 的（千元融資）預估付款**：DRP 發行者每一千元發行額，在 DRP 發行文件裡預估的剩餘未來現金流總額（即 DRP 發行者預估支付總額）。
- **DRP 的（千元投資）預估收款**：DRP 投資者每一千元投資額，預估收到的總金額。
- **DRP 的收付款風險率**：DRP 的（千元投資）預估收款與扣減 DRP 稅費後的（千元融資）預估付款的比例。它反映了 DRP 存續期實現的現金流與發行時預估的差別。

值得注意的是，DRP 是一籃子 DRO 的組合，所以 DRP 投資者關心的是：DRP 存續期每天現金流的情況與發行時的預估有何異同？發行文件裡的預估現金流，是 DRP 投資者判斷買賣的依據。如果存續期的現金流，超過了發行文件裡的預估現金流，那麼該 DRP 的表現“超預期”，反之亦然。所以在 DRO 部分，我們對比的是 DRC 的“小微企業預估付款”與 DRO 的“投資者收款”；在 DRP 部分，我們對比的是 DRP 發行時的“發行者預估付款”與 DRP 存續期的“投資者收款”。

## 2. DRP 是怎樣分層評級的？

DRP 組合作為一個現金流的資產包，類似於傳統意義上的合約應收款資產包，其現金流回款可以被分層切割，按照事先約定的優先次序交付到不同的 DRP 投資者手裡。投資於“優先級”的 DRP 投資者，對於 DRP 回收現金流有優先分配的權利，因此風險較低，收益率也較低。反之，投資於“劣後級”的 DRP 投資者，對於 DRP 回收的現金流，只有劣後分配的權利，因此風險相對高，收益率也相對高。除了現金流的先後安排外，證券化的資產包通常還要求在法律安排上實現資產隔離，來保障投資者的權益。

基於 DRP 的現金流回收分配情況，信用評級機構可以對不同層級的 DRP，進行信用評級，使之可以與傳統固定收益資產的風險對照。在 2023 年 12 月，首個信用評級機構——中證鵬元國際——已經對一個 DRP 做出了信用評級。隨著更多評級機構更深度地參與，將進一步方便 DRP 投資者進行風險收益判斷。

DRP 的估值與 DRO 有類似，也有不同。類似之處在於，當我們把 DRP 當作一張大的 DRO 來看，整個資產包也有一條經過風險調整後的未來現金流 PCF，將其進行折現，也能得到其淨現值。不同之處在於，DRP 現金流由大量分散的 DRO 現金流匯總而成，往往會被進行結構化分層設計，優先層級的 DRP 可能會有信用評級。而信用評級是可以跨資產比較的，因此不同信用評級的產品，存在市場公允價格。因此，有信用評級的 DRP（往往是優先層級）用市場公允價格定價估值更加簡單直接。對於沒有信用評級的 DRP（劣後層級），則可以用未來現金流折現方法來估值。

## 3. 市場綜合投資指數

在歷史上，哪些行業、哪些地區、哪些特色的小微企業表現優良、勢頭強勁？哪些表現不佳、勢頭低迷？為了協助投資者分析市場的收益與風險行情，我們用不同行業/地區/主題的 DRO，構建並公佈了各種指數組合，以模擬展示這些 DRO 組成 DRP 的收益。此外，我們還在持續發展 DRO 的自建組合工具，允許投資者自行構建他感興趣的 DRO 組合，來瞭解市場脈動。



為了反映市場行情，我們構建了滴灌通綜合投資指數來反映特定行業/地區/主題的一籃子的 DRO（即模擬 DRP）的投資收益。

- **滴灌通綜合投資指數（Micro Connect Composite Index）**：這個指數衡量的是，對於一籃子的 DRO，每一千元投資在任何一天投資者的損益。投資者損益，既要考慮他的現金回款，也要考慮他持有的 DRO 估值，牽涉相對複雜的計算，在此我們不深入討論計算細節，而側重討論含義。圖表 2-17 展示了一個例子。針對大灣區的 DRO 籃子，投資者每一千元投資，從 2022 年 1 月 25 日到 2023 年 1 月 24 日，累計獲利 34.4%。相比之下，大灣區的 DRO 收益要顯著高於長三角。

圖表 2-17：滴灌通綜合投資指數（示例）



隨著越來越多的 DRO 在滴灌通澳交所掛牌交易，會有更豐富的 DRP 組合在交易所發行。至於 DRP 的信息展示、如何採用“未來現金流折現方法”來估值等細節，我們將在未來與市場進行進一步探討。

## 附件 1：滴灌通澳交所

作為全球首家 DRO 資產的持牌交易所，滴灌通澳交所是每日收入分成憑證產品（即 DRO 產品）、每日收入分成組合產品（即 DRP 產品）及獲得相關批准的其他產品的合法掛牌、交易、登記、託管、清算、結算、信息披露及增值服務平台。目前，滴灌通澳交所已經初具規模，作為一個“轉換器”的功能正在快速完善。

滴灌通澳交所於 2023 年 8 月 3 日正式投入運營。截至 2023 年 12 月 31 日，滴灌通澳交所掛牌發行的累計總出資金額近 40 億元人民幣，發行掛牌的總門店數量超過 10000 家，覆蓋了 270 個城市和 688 個連鎖品牌，累計處理了超過 10000 單 DRO 的掛牌成交，為投資者回收分成收入 10.6 億元人民幣。滴灌通澳交所已歡迎了來自香港、澳門、新加坡等地的首批 53 個交易所合格投資者，包括商業銀行、證券公司、資產管理機構、財富管理機構、VC 機構、PE 機構、對沖基金等機構。

滴灌通澳交所是一個完整的生態系統，基於每日收入分成產品這一創新資產類別的獨有的現金流特點，並充分結合傳統金融市場和專業投資者在參與投資中就風險偏好、資產配置等方面的多元化、多層次的需求建立了一套基於 DRO 和 DRP 兩個市場的相對完善的產品體系，分別提供相應的兩大類的服務。一類是基礎服務，主要由滴灌通澳交所提供，其核心是 ARM 系統相關的資金跨境、信息歸集、現金交收、分成對賬等服務，並同時提供發行申購、二級轉讓、登記託管、清算結算、帳戶管理等常規服務項目。

另一類是增值服務，例如資產發現、評估盡調、分析研究、營業額預估、方案設計等。滴灌通澳交所的發展，需要大量的市場服務機構——例如資產發現機構、評估機構、評級機構、估值機構、研究機構等等——來共同參與。在滴灌通澳交所的發展初期，滴灌通集團為了開拓全新的資產類別市場，作為市場服務機構的一員，代行了部分增值服務。為了向廣大的市場第三方機構提供參與機會，以及進一步提升市場的深度和廣度，滴灌通澳交所未來考慮將一些增值服務，可以由第三方中介機構協助提供。這個構想將須與有關監管機構溝通，倘若經分析研究後獲准同意推行，滴灌通澳交所希望第三方中介機構參與提供有關增值服務。

我們首先介紹滴灌通澳交所的規則架構和對應的法律框架安排，然後分別按照 DRO、DRP 兩個產品的相關服務，以及其他滴灌通澳交所服務專題來介紹滴灌通澳交所提供的服務科目、服務對象、計費基礎和具體服務內容的描述。

## 一、交易所的規則和法律框架安排

滴灌通澳交所規則分為一級規則、二級規則和三級規則。

一級規則即《滴灌通（澳門）金融資產交易所總規則》，是關於滴灌通澳交所的法律定位和主要運營職能的綱領性規定。

二級規則的作用是對滴灌通澳交所的整個運營流程進行一般性規定，包括產品掛牌、產品交易、產品登記託管、產品清算結算的全流程運營規則以及運營過程中至關重要的信息披露與會員管理事項，是對一級規則的細化。二級規則包括《滴灌通（澳門）金融資產交易所產品掛牌規則》、《滴灌通（澳門）金融資產交易所產品交易規則》、《滴灌通（澳門）金融資產交易所登記託管規則》、《滴灌通（澳門）金融資產交易所清算結算規則》、《滴灌通（澳門）金融資產交易所信息披露規則》和《滴灌通（澳門）金融資產交易所會員管理規則》。

三級規則的作用是針對不同類型產品制定適用於該產品的、更為具體的全流程運營規則，其內容覆蓋了該類型產品的掛牌、交易、登記託管、清算結算、信息披露和費用等方面，是對二級規則的進一步細化。三級規則目前包括《每日收入分成憑證（DRO）產品業務細則》和《每日收入分成組合（DRP）產品業務細則》。

在法律關係上，投資者與滴灌通澳交所簽訂會員服務協定，繳交會員費用並享受滴灌通澳交所及其附屬公司提供的產品申購、交易撮合、資金交收、信息披露、資料分析、清算結算、登記託管等一系列服務。如果投資者申購或者發行 DRP 產品，還會受到相關的產品文件和交易所規則的規管。滴灌通澳交所受澳門金融管理局依法監管，並依據澳門金融管理局發佈的各項金融監管指引、通告和指令等規範性文件依法運行。未來，在澳門金融管理局的監管下，滴灌通澳交所會根據業務需要、市場回饋等因素，持續優化和補充交易所規則，例如針對新推出的交易所產品制定產品細則，以及針對增值服務的具體內容制定業務細則等。

## 二、交易所的服務

### 1. 交易所提供的 DRO 產品相關服務

收費科目	服務對象	計費基礎	服務描述
<b>I. 基礎服務</b>			
<b>ARM 服務</b>			
1. 資金跨境	DRO 持有者	每日收入分成金額*	通過跨境投資資金通道向投資者提供市場接入服務
2. 信息歸集	DRO 持有者	每日收入分成金額*	每日歸集 DRO 約定的收入分成信息
3. 現金交收	DRO 持有者	每日收入分成金額*	每日交收 DRO 約定的收入分成現金
4. 分成對賬	DRO 持有者	每日收入分成金額*	每日對賬 DRO 約定的收入分成現金與信息並進行確權
5. 異常情況管理	DRO 持有者	每日收入分成金額*	交易所作為被授權人代表 DRO 持有者維護投資者權益
<b>常規服務</b>			
6. 發行申購	DRO 申購人	認購金額	DRO 產品一級發行申購撮合服務
7. 二級轉讓	DRO 買賣方	交易金額	DRO 產品二級轉讓交易撮合服務
8. 登記託管	DRO 持有者	每日收入分成金額*	DRO 產品的登記託管服務
9. 清算結算	DRO 持有者	每日收入分成金額*	DRO 產品的清算結算服務
10. 帳戶管理	DRO 持有者	每日收入分成金額*	DRO 產品的投資者帳戶管理等行政服務
<b>II. 增值服務</b>			
<b>投前服務</b>			
1. 資產發現	DRO 申購人	認購金額	發現資產、資產初篩

2.評估盡調	DRO 申請人	認購金額	資料收集、盡調報告出具、資產評級
3.分析研究	DRO 申請人	認購金額	資產所屬行業、品類、地域、週期評估；研究報告服務
4.營業額預估	DRO 申請人	認購金額	營業額預估
5.方案設計	DRO 申請人	認購金額	設計分成方案及出資方案
6.法務盡調及法律文件草擬	DRO 申請人	認購金額	法務盡調、法律條款草擬及諮詢
<b>投後增值服務</b>			
7.DRO 質押融資額外服務	持有 DRO 的融資方	另行報價	投資者進行 DRO 質押融資時需要交易所提供的額外服務，包括但不限於出具服務報告 / 證明文件等

\*注：每日實際稅前收入分成金額

## 1.1 DRO 基礎服務

### 1.1.1 ARM 服務

ARM 是滴灌通澳交所基於小微企業數字化能力，為投資小微企業專門研發的自動化營業額信息採集和資金自動劃扣系統，並構成了滴灌通澳交所交收基礎設施的核心。滴灌通澳交所 ARM 服務由資金跨境、信息歸集、現金交收、分成對賬及異常情況管理組成，為投資者提供全方位的 DRO 投資解決方案。DRO 投資者需就交易所向其提供的 ARM 服務，以每日實際收入分成為計費基礎支付的服務費用。具體服務描述如下：

#### (1) 資金跨境

滴灌通澳交所通過符合法律規範和要求的跨境投資資金通道，向投資者提供市場接入服務；具體資金鏈路由交易所的境內外主體通過現有法律法規的一系列安排所實現，並由交易所管理和保障運營。

在境外投資款項入境鏈路上，交易所代收的投資者資金由交易所及其境外全資子公司（境外 SPV）匯入境內外商獨資企業（WFOE）或境內投資主體（境內 SPV），並通過境內 SPV 實現對 DRO 掛牌主體的聯營出資。

在境內分成款項出境鏈路上，交易所代收的每日收入分成資金由境內 SPV 收取，並匯出(或通過 WFOE 匯出)至交易所的境外 SPV，實現對 DRO 每日收入分成的投資者分配。

## **(2) 信息歸集**

ARM 信息系統作為滴灌通澳交所實現信息有效歸集的基礎設施，通過與為掛牌主體提供數字化服務(如銷售訂單管理系統)的 SaaS 供應商的接入連通(以標準化介面和 API 直聯等方式)，按照聯營協定約定，實現對 DRO 掛牌主體每日經營收入信息流的自動抓取。信息系統前置接入外部門店的訂單管理系統，可以及時獲取門店營業和收入資料。

## **(3) 現金交收**

ARM 資金系統作為滴灌通澳交所實現安全回款保障的基礎設施，通過與包括主要銀行和主要支付公司在內的各持牌合規金融機構直接合作並完成系統對接，由持牌金融機構按照聯合經營業務場景需求，提供該場景下對小微企業授權同意的帳戶執行資金自動劃款等分賬安排，從而實現 ARM 系統對 DRO 掛牌主體可以按照聯營協議約定，基於營業收入或現金流完成每日分成回款分賬。

## **(4) 分成對賬**

ARM 對賬系統通過上述信息系統和資金系統，對每個掛牌主體的每日收入分成資料進行集成、分析和核對，為投資者確認其應獲得的每日投資分成金額。每一筆資料細化到每一個 DRC 每一天的營業額記錄及應分成金額，並與持牌合規收款金融機構自動劃款完成的入帳資金進行逐筆核對，確保每筆應分成金額完成現金交收，基於此結合投資者持有的相應份額為投資者確認每日投資分成金額。

## **(5) 異常情況管理**

如 DRO 底層資產存在分成合同規定的異常情況(包括但不限於針對 DRO 底層資產在合約期間未能正常營運的情況)，交易所作為被授權人將代表 DRO 持有者維護投資者權益，包括但不限於依據收入分成合同條款，針對異常情況追索賠償或提起仲裁等。DRO 持有者需要就交易所提供的異常情況管理服務，基於每日實際收入分成金額，支付相關服務費。

### **1.1.2 常規服務**

DRO 常規服務包括發行申購、二級轉讓、登記託管、清算結算及帳戶管理服務。具體 DRO 常規服務描述如下：

## **(6) 發行申購**

投資者通過成為滴灌通澳交所會員從而參與申購新發行的 DRO 產品。DRO 產品一級市場發行時，成功完成 DRO 申購的會員需要就交易所向其提供的申購及撮合服務，基於 DRO 認購金額，支付發行申購服務費。

## **(7) 二級轉讓**

交易所採用集中撮合方式提供二級市場交易服務。每工作日交易所以價格優先、時間優先原則撮合會員提交的買賣交易。投資者通過交易所進行的 DRO 產品二級轉讓，買賣雙方需就交易所向其提供的相關服務，基於實際成交金額，支付相關費用。

## **(8) 登記託管**

交易所的登記服務包括產品初始登記、交易過戶登記等服務，而交易所的託管服務是指交易所對投資者通過交易帳戶持有的產品進行集中保管，並對其持有的產品相關利益進行管理和維護的行為。DRO 產品持有者需要就交易所提供的登記託管服務，基於每日實際收入分成金額，支付相關服務費。

## **(9) 清算結算**

DRO 產品持有者需要就交易所提供的各類清算結算服務，基於每日實際收入分成金額支付相關服務費。交易所的清算結算服務包括產品清算結算與交易清算結算。

產品清算結算：交易所將依據交易所相關規則及產品發行文件的規定，計算會員持有產品所對應的收入以及相關稅費以形成產品收入清算結果，並根據產品收入清算結果相應進行資金結算。

交易清算結算：每個交易日交易所將依據當日產品交易的成交結果及費用等相關資料，計算會員交易帳戶下相關產品應收或者應付的產品份額、資金帳戶應收或應付的金額，以及掛牌申請人應收或應付的金額，形成當日的交易清算結果。根據交易清算結果，交易所將安排會員的應付產品或者應收產品從相應交易帳戶劃出或劃入，以及應付資金或者應收資金從相應資金帳戶劃出或劃入，並向持有該產品的會員提供途徑查閱該產品相應的產品憑證（如適用）。

## **(10) 帳戶管理**

帳戶指交易所為投資者開立並登記在其名下的交易帳戶及資金帳戶，用於記載其所持有的產品和資金種類、數量、登記託管情況及其變動情況的簿記帳戶，並提供母子帳戶管

理和支援業務（如適用）。DRO 產品持有者需要就交易所提供的帳戶管理服務，基於每日實際收入分成金額，支付相關服務費。

## **1.2 DRO 增值服務**

滴灌通澳交所未來考慮將一些增值服務，可以由第三方中介機構協助提供。這個構想將須與有關監管機構溝通，倘若經分析研究後獲准同意推行，滴灌通澳交所希望第三方中介機構參與提供有關增值服務。

### **1.2.1 投前增值服務**

DRO 投前增值服務主要包括資產發現、評估盡調、分析研究、營業額預估、方案設計和法務盡調、法律文件草擬等，可以由（1）滴灌通集團旗下的業務拓展團隊或（2）第三方中介及服務機構來提供。DRO 產品一級市場發行時，成功完成 DRO 申購的會員需要就交易所向其提供的增值服務，基於 DRO 認購金額，支付上述的相關服務費。具體 DRO 投前增值服務描述如下：

#### **(1) 資產發現**

滴灌通集團旗下的業務拓展團隊或第三方中介機構，通過自身資源整合及價值發現能力，通過自有管道或合作推薦，引入有融資需求的優質掛牌主體供 DRO 申購人投資。具體服務包括完成對品牌和掛牌主體的發現、溝通和引薦，並完成針對滴灌通澳交所產品掛牌規則要求的初步評估（相關標準包括品牌的存續時間、規模、經營的穩定要求、數字化能力、法律合規要求等）。

#### **(2) 評估盡調**

滴灌通集團旗下的業務拓展團隊或第三方中介機構，負責與小微企業進行營收資料、資質材料的收集整理和針對經營、系統和輿情等維度的詳盡風險核查，並按相關資料出具符合掛牌規則和市場標準的盡調報告。

#### **(3) 分析研究**

滴灌通集團旗下的業務拓展團隊或第三方中介機構，向 DRO 申購人提供每張 DRO 資產所屬的行業、品類、地域及其生命週期等評估，並同時提供針對不同 DRO 定制的分析研究服務。增值服務提供方提供的分析研究服務目標是讓 DRO 申購人根據專業市場訊息與研究報告做出適當的投資決策。



#### (4) 營業額預估

DRO 的營業額預估涉及如何對小微企業未來的營業額進行預估、如何進行風險調整、採用什麼樣的模型進行評估等主要的環節。滴灌通集團旗下的業務拓展團隊或第三方中介機構，可以根據特定的 DRO 歷史現金流、自身的市場經驗（例如存量聯營的上萬家門店資料）、各種風險調整等，向投資者輸出營業額預估模型。

#### (5) 方案設計

滴灌通集團旗下的業務拓展團隊或第三方中介機構，可協助對每一個擬掛牌主體設計一套合適的投資分成方案。在掛牌主體和投資者均能接受的基礎上，方案的設計將考慮行業特性、小微企業營業額、盈利能力、風險回報等多個維度，以確保分成方案符合掛牌主體的可持續發展以及市場的實際情況。

#### (6) 法務盡調及法律文件草擬

滴灌通集團旗下的業務拓展團隊或第三方中介機構，通過自身的專業法律團隊或外聘法律顧問，可代表 DRO 投資者（1）進行法務盡調，包括工商及司法風險核查和（2）草擬和談判聯營協定，從而保障 DRO 申購人的法律權益與保障。

### 1.2.2 投後增值服務

#### (1) DRO 質押融資額外服務

以 DRO 作質押融資時，投資者需要就交易所向其提供的質押融資額外服務，支付相關服務費。為擔保債務的履行，DRO 產品持有人根據相關法律法規、監管規定及本交易所相關規則將其所持有的 DRO 產品出質給債權人的，DRO 產品持有人、債權人或其委託代理人可向本交易所申請辦理 DRO 產品質押登記，並出具相關服務報告、證明文件等。

## 2. 交易所提供的 DRP 產品相關服務

收費科目	服務對象	計費基礎	服務描述
<b>I. 基礎服務</b>			
1.掛牌	DRP 發行人	絕對金額	DRP 產品一級發行掛牌服務
2.發行申購	DRP 申購人	認購金額	DRP 產品一級發行申購撮合服務
3.二級轉讓	DRP 買賣方	交易金額	DRP 產品二級轉讓交易撮合服務
4.登記託管	DRP 持有者	每日收入分成金額*	DRP 產品的登記託管服務

5.清算結算	DRP 持有者	每日收入分成金額*	DRP 產品的清算結算服務
6.帳戶管理	DRP 持有者	每日收入分成金額*	DRP 產品投資者帳戶管理等行政服務
<b>II. 增值服務</b>			
1.DRP 質押融資額外服務	持有 DRP 的融資方	另行報價	投資者進行 DRP 質押融資時需要交易所提供的額外服務，包括但不限於出具服務報告 / 證明文件等

\*注：每日實際稅前收入分成金額

## 2.1 DRP 基礎服務

DRP 基礎服務包括產品掛牌、發行申購、二級轉讓、登記託管、清算結算及帳戶管理服務。具體 DRP 基礎服務描述如下：

### (1) 產品掛牌

DRP 產品一級市場發行時，DRP 發行人需要在提交掛牌申請時就交易所向其提供的相關服務，支付掛牌服務費。掛牌申請人就擬發行的 DRP 產品申請在本交易所掛牌，需要滿足一系列前提條件，並向交易所提交掛牌申請材料。交易所會基於《每日收入分成組合（DRP）產品業務細則》評估相關產品是否符合相關規則，並向掛牌申請人正式發出審批結果，並提供一級市場發行解決方案予發行人。

### (2) 發行申購

投資者通過成為滴灌通澳交所合格投資者從而參與申購新發行的 DRP 產品。DRP 產品一級市場發行時，成功完成 DRP 申購的合格投資者需要就交易所向其提供的申購及撮合服務，基於 DRP 認購金額，支付發行申購服務費。

### (3) 二級轉讓

交易所採用集中撮合方式交易。每工作日交易所以價格優先、時間優先原則撮合會員提交的買賣交易。投資者通過交易所進行的 DRP 產品二級轉讓，買賣雙方均需就交易所向其提供的服務，基於實際成交金額，支付相關費用。

### (4) 登記託管

交易所的登記服務包括產品初始登記、交易過戶登記等服務，而交易所的託管服務是指交易所對投資者通過交易帳戶持有的產品進行集中保管，並對其持有的產品相關利益進

行管理和維護的行為。DRP 產品持有者需要就交易所提供的登記託管服務，基於每日實際收入分成金額，支付相關服務費。

## **(5) 清算結算**

DRP 產品持有者需要就交易所提供的各類清算結算服務，基於每日實際收入分成金額支付相關服務費。交易所的清算結算服務包括產品清算結算與交易清算結算。

產品清算結算：交易所將依據交易所相關規則及產品發行文件的規定，計算會員持有產品所對應的收入以及相關稅費以形成產品收入清算結果，並根據產品收入清算結果相應進行資金結算。

交易清算結算：每個交易日交易所將依據當日產品交易的成交結果及費用等相關資料，計算會員交易帳戶下相關產品應收或者應付的產品份額、資金帳戶應收或應付的金額，以及掛牌申請人應收或應付的金額，形成當日的交易清算結果。根據交易清算結果，交易所將安排會員的應付產品或者應收產品從相應交易帳戶劃出或劃入，以及應付資金或者應收資金從相應資金帳戶劃出或劃入，並向持有該產品的會員提供途徑查閱該產品相應的產品憑證（如適用）。

## **(6) 帳戶管理**

帳戶指交易所為投資者開立並登記在其名下的交易帳戶及資金帳戶，用於記載其所持有的產品和資金種類、數量、登記託管情況及其變動情況的簿記帳戶，並提供母子帳戶管理和支援業務（如適用）。DRP 產品持有者需要就交易所提供的帳戶管理服務，基於每日實際收入分成金額，支付相關服務費。

## **2.2 DRP 增值服務**

### **(1) DRP 質押融資額外服務**

以 DRP 作質押融資時，投資者需要就交易所向其提供的質押融資額外服務，支付相關服務費。為擔保債務的履行，DRP 產品持有人根據相關法律法規、監管規定及本交易所相關規則將其所持有的 DRP 產品出質給債權人的，DRP 產品持有人、債權人或其委託代理人可向本交易所申請辦理 DRP 產品質押登記，並出具相關服務報告、證明文件等。

### **3. 交易所提供的其他服務**

#### **3.1 資金提現服務**

投資者從交易所資金帳戶進行提現時，需要基於平均水準銀行手續費，按每次指令支付銀行手續費（由交易所代收，從提款金額中扣除）。

### 三、交易所的信息展示

滴灌通澳交所需要通過一套信息披露和展示系統，來描述億萬小微企業。一個小微企業如同一個人，萬千筆觸亦不足描摹全貌——既要展示其歷史和現狀，也要講述其未來發展。交易所作為一個市場，使命是協助交易達成，對歷史和現狀信息（例如門店所屬的行業、地址、合約條款、和歷史回款）力求客觀無誤，對未來信息（例如對門店未來現金流的判斷）則力求見仁見智。與世界上其他交易所一樣，滴灌通澳交所通過信息披露起到保護投資者的目的，主要內容包括兩類：現金流信息和非現金流信息。

收入分成產品（DRO/DRP）是現金流投資產品，所以**現金流信息是最核心的信息**。滴灌通澳交所總體追求的目標是，**讓投資者看得見現金流，也看得懂現金流**。對於現金流投資產品，現金流信息就類似於傳統資本市場上的企業財務信息。我們需要有一套標準的語言與指標體系，來表述現金流。傳統上市企業的財報，由專業人員（例如會計師和審計師）按照公認的一定準則（例如國際通用會計準則 GAAP）精心編制而成。國際通用會計準則，歷經百年沉澱而成，非經長期訓練的專業財會人員不能勝任。企業財報製作，由於其高度的專業性和複雜性，製作成本不菲，即便是上市企業，也只能一年一報或一年數報。這些都不能直接套用在小微企業的財務報表場景——小微企業數以億計，每日收入分成合約每日都有更新財報數據需求，從工作量、製作成本和製作效率上看，都無法直接沿用傳統資本市場上的財務指標與報告。因此，我們的努力方向是清晰無誤簡潔明瞭、成本低廉地把 DRC、DRO、DRP 的現金流信息展示出來。舉例而言，本文正文裡討論的 DRC、DRO、DRP 的市場基準線，就是努力的體現之一。

非現金流信息，在 DRO 層面包括：1) 門店信息 2) 合約信息 和 3) 市場訊息。門店信息和合約信息提供的是小微企業是誰、以及合約如何約定收入分成，這些屬於底層資產的基本情況描述，一般而言穩定不變。市場訊息則是提供市場上 DRO 的綜合統計信息，滴灌通澳交所會按照一定的時間頻率提供更新的信息。在 DRP 層面的非現金流信息包括：1) 組合構成信息和 2) 信用評級信息。披露和展示這些信息，是為了說明投資者判斷一張或者一組合約的收益和風險。

正因為小微世界的紛繁複雜，滴灌通澳交所試圖打造一個信息透明而高效的市場。如同任何市場，透明與高效並非永遠一致——對於不同的信息使用者和信息使用目的，過少和過多信息都不是最理想的。因此我們需要把信息等級進行一定分檔：目前我們把信息展示分為 L1 到 L3 三檔，來滿足不同類型的市場參與者(圖表 3-1)。

在滴灌通澳交所的生態裡，參與者多種多樣。市場參與者不僅包括投資者和小微企業，還包括監管部門和專業服務商等等。投資者裡包括能夠參與 DRP 市場的合格投資者和能夠參與 DRO 市場的合格投資者。專業服務商則包括了專業研究機構、評級機構、財務機構等等。這些參與者都是信息使用者。下表列示了滴灌通澳交所信息展示的層級。

圖表 3-1：滴灌通澳交所信息展示的層級

類別	信息內容	L1 級	L2 級	L3 級
DRC/DRO 信息	門店信息	簡單	充分	詳盡
	合約信息	簡單	充分	詳盡
	現金流—市場基準	有	有	有
	當日與歷史現金流	有	有	有
	未來現金流—簡易模型	有	有	有
	未來現金流—複雜模型			有
	市場指數與風險統計	簡單	充分	詳盡
DRP 信息	組合信息	有	有	有
	現金流——市場基準	有	有	有
	當日與歷史現金流	有	有	有
	未來現金流—簡易模型	有	有	有
	未來現金流—複雜模型			有

#### 四、交易所產品的編碼和標籤

一張 DRC/DRO 合約編碼由最長 19 位的數字或字母構成，具體拆分是：

- 行業：2 個字母表示，餐飲（FB）零售（RT）服務（SV）文體（CS）。
- 國家（地區）：由 2 個字母構成，例如 CN 代表中國大陸；HK 代表香港；MO 代表澳門；其他國家用 ISIN 同套國家代碼
- 省份：由 2 個數字表示。
- 城市：由 2-3 個數字表示。
- 品牌及門店代碼：由 4 個英文字母+5 個數字構成。除 IO（首次發行）階段的部分品牌特殊約定外，滴灌通澳交所會向 DRO 交易商公佈編碼對應的品牌。AO（增量發行）階段的品牌，A01 代表該門店第一次掛牌。
- 掛牌類型：1 個字母表示，I 代表 IO（首次發行）；A 代表 AO（增量發行）

與合約編碼不同，合約標籤則可以不斷增減和變化，其中比較受投資者關注的標籤包括：

- 業態：滴灌通澳交所會公佈行業下的業態標籤，業態分類有一定主觀性，也可能不時有所調整。
- 品類：滴灌通澳交所會公佈行業下的品類標籤，品類分類有一定主觀性，也可能不時有所調整。
- 主題標籤：由服務顧問收集的與主題相關的信息綜合而成的標籤，例如性別及弱勢群體友好、低碳環保、可持續發展、符合伊斯蘭金融等等。
- 服務顧問：由哪個服務機構發現、引薦、評估該小微企業，生成相應 DRO 合約，這種機構在滴灌通澳交所統稱為“服務顧問”。滴灌通澳交所會公佈服務顧問。

## 附件 2：詞彙說明

全稱	縮寫	釋義
歷史現金流 (Actual Cash Flow)	ACF	小微企業從聯營起始日至當日（含當日）每天支付的現金，或 DRO 持有者從聯營起始日至當日（含當日）每天收到的現金，或 DRP 份額持有者從發行日至當日（含當日）每日收到的現金。把現金流 ACF 進行簡單加總，就得到“累計付（收）款”
新增發行 (Add-on Offering)	AO	指 DRO 產品掛牌主體繼產品首次發行後進行的 DRO 產品的後續發行
確錢/確權抓手 (Automated Repayment Mechanism)	ARM	ARM 是滴灌通澳交所基於節點企業數字化能力，專門研發的小微企業投資自動化信息採集和現金抓取系統，並構成了滴灌通澳交所交收基礎設施的核心。滴灌通澳交所 ARM 服務由資金跨境、現金交收、信息歸集、分成對賬及異常情況管理組成，為投資者提供全方位的 DRO 投資解決方案
收付款風險率 (Contract Cash Flow Risk)		DRO 收款總額與 DRC 預估付款總額（稅費後）之間的比率，簡稱為“收付比”
聯營期 (Contract Period)	CP	合同約定的收入分成起始日期至收入分成結束日期的時間長度
基石投資者 (Cornerstone Investors)		在傳統資本市場往往指新股上市時引入的戰略投資者，他們對特定資產的盡職調查和專業判斷，可以為一般市場參與者提供類似“風向標”功能
當日現金流 (Daily Cash Flow)	DCF	小微企業在當天支付的現金（通俗稱為“當日付款”），或 DRO 持有者在當天收到的現金（“當日收款”），或 DRP 份額持有者當日收到的現金總額
每日收入分成合約 (Daily Revenue Contract)	DRC	指滴灌通澳交所的附屬公司與 DRO 產品掛牌主體簽署的每日收入分成合約



每日收入分成憑證 (Daily Revenue Obligation)	DRO	DRO 產品為依據滴灌通澳交所規則掛牌、登記和交易的每日收入分成憑證產品，其掛牌申請人為中國及其他區域的小微企業
每日收入分成組合 (Daily Revenue Portfolio)	DRP	DRP 產品發行人根據其持有的符合一定條件的底層 DRO 基礎產品，按照一定的原則和標準進行結構化組合，並通過滴灌通澳交所掛牌發行的收入分成權益憑證產品
DRC 市場基準線 (DRC Market Baseline)		按照“半期付本，每日三毛五”的人為設定，描繪出的一張千元融資額的 DRC 現金流。通俗叫法為“每日三毛五線”
DRO 市場基準線 (DRO Market Baseline)		按照“三分之二時間回本，每日一毛”的人為設定，描繪出的一張千元投資額的 DRO 的現金流。通俗叫法為“標普線”
DRP 市場基準線 (DRP Market Baseline)		DRP 裡每張 DRO 的市場基準線的聚合
首次發行 (Initial Offering)	IO	指 DRO 產品掛牌主體通過滴灌通澳交所首次進行的 DRO 產品發行
掛牌 (Listing)		指小微企業作為掛牌主體通過滴灌通澳交所向投資者募集用於企業發展資金的過程
掛牌服務機構 (Listing Service Intermediaries)		指協助小微企業在滴灌通澳交所掛牌融資的專業服務機構
滴灌通綜合投資指數 (Micro Connect Composite Index)		對於特定行業/地區/主題的一籃子的 DRO，用以衡量投資者每一千元投資在任何一天的累計損益的指標
DRC 千元融資日付款（滴灌額）指數		對於（一籃子的）DRC，用以衡量小微企業每一千元融資支付的當日現金總額的指標

(Micro Connect Cash Yield Index)		
(千元融資) 預估付款 (Micro Connect DRC Estimated Payment)	$M_{DRC}$	每千元融資額對應的小微企業預估付出的資金總額
(千元投資) 預估收款 (Micro Connect DRO Estimated Collection)	$M_{DRO}$	每千元投資額對應的投資者預估收到的資金總額
滴灌通澳交所終端 (M-Terminal)		滴灌通澳交所用於展示交易產品信息的終端系統
現金流利潤率 (Operating Cash Flow Margin)		是指小微企業產生的折舊攤銷前淨利潤與銷售額之間的比率
付本期 (Payback Period)	PP	小微企業付出的收入分成額達到融資金額所用的時間
市轉率 (Price-to-Net Contract Payout Ratio)		DRO 投資額與 DRC 預估付款總額 (稅費後) 之間的比率
未來現金流 (Projected Cash Flow)	PCF	小微企業從當日 (不含當日) 到聯營結束日, 預估每天支付的現金, 或 DRO 持有者從當日 (不含當日) 到 DRO 聯營結束日, 預估每天收到的現金, 或 DRP 份額持有者從當日到 DRP 聯營結束日, 預估每天收到的現金。把未來現金流 PCF 進行簡單加總, 就得到“預估剩餘付 (收) 款”
二級轉讓 (Secondary Offering)	SO	指合格投資者之間就其所持有的 DRO 產品根據滴灌通澳交所不時發佈的規則進行買賣的交易行為

## 滴灌通（澳門）金融資產交易所股份有限公司

---

澳門蘇亞利斯博士大馬路  
澳門財富中心  
16樓A,J及K座

滴灌通集團網站：[www.microconnect.com](http://www.microconnect.com)

滴灌通澳交所網站：[www.mcex.mo](http://www.mcex.mo)

[info@mcex.mo](mailto:info@mcex.mo)

電話: 853-2883-2388

傳真: 853-2828-0388