



明星银行的 中小企业融资术

CapitalSource，这家美国专业化中小企业融资银行的成功秘密在于：核心行业的深度挖掘、像投行一样的定制化服务，以及细化的交易结构设计。解剖这个标本，意在更深入探知中资银行将来的重要业务领域——微小贷款的前景和风险

■ 本刊特约研究员 杜丽虹 / 文

行计划在未来5年将中小企业贷款客户数量由目前的5万扩大至14万，贷款余额由1万亿增至2万亿元，建行则将发展中小企业贷款列入了战略发展纲要，招行更提出5年内要将中小企业贷款比例提高到60%……

随着股改的完成和短期融资券的放开，传统银行的贷款业务正面对脱媒威胁，大型企业脱离银行已成为必然趋势。在此背景下，众银行纷纷将目光投向了直接融资渠道尚不畅通的中小企业融资服务，但中小企业贷款风险高、抗周期能力差，中资银行要如何控制风险呢？

美国专业化中小企业融资银行CapitalSource的经营模式给了我们一些启示。

新兴银行的奇迹

CapitalSource，一家2000年才成立的新兴银行，定位于专业化的中小企业融资。主要服务对象是那些年收入在500万—5亿美元之间的中小企业，每笔贷款的规模一般在100万—5000万美元之间。2006年，公司单笔贷款的平均规模为730万美元，单个客户的平均贷款额为1130万美元；贷款规模小，贷款期限一般也不长，在2—5年之间，平均3.23年。

它自成立以来，一直享受着高成长的喜悦。它的净贷款额从2001年末的3.8亿美元上升到2006年末的将近80亿美元，年均增长率81%；而净利润则从2001年的680万美元上升到2006年末的2.8亿美元，年均增长率110%；每股收益在增发稀释后仍从2001年的0.07美元上升到1.68美元，年均增长率89%。目前公司总资产已突破150亿美元，总资产在上市的1000多家本土金融机构中排名第159位，并以47亿美元的市值排名第74位。

高成长为股东带来丰厚的回报。它的净资产回报率从2001年的不到3%上

升到15%左右；公司在2005年申请成为房地产投资信托基金(REITs)后，当年每股分红2.5美元，2006年又每股分红2.02美元，2006年红利及资本收益率总和达到32%，高于标普500平均16%的回报。而自2003年上市以来，公司累计资本收益率已达到50%以上，加上红利收益，股东回报率超过80%。

CapitalSource，奇迹的背后是什么？

“中小企业推动了经济增长，而我们则推动了中小企业增长”

美国中小企业融资是一个竞争激烈

等，并为私人股权投资基金和特殊金融机构提供杠杆并购融资、不良贷款购买融资和破产保护企业流动性贷款及债务重组等特殊需求的成套金融解决方案。

及时、灵活的融资方案虽然能够帮助银行吸引更多中小企业客户，但也通常意味着更高的风险——效率与安全的权衡要求企业更多核心竞争力的积累。而公司的管理层将这一核心竞争力定义为“行业经验”和“交易结构细化的能力”。

核心产业的深度挖掘

CapitalSource的创始人是一家医

“我们通过与客户的直接接触，为他们构造灵活多样的金融解决方案，我们也发起或参与更大型企业的银团贷款。我们的目标是通过定制化的服务来满足特殊行业客户的特殊而复杂的金融需求，从而帮助企业实现成长与增值。”

——摘自《CapitalSource2006年报》

的领域。为了取胜，CapitalSource强调金融服务的及时性、多样化和定制化。它的贷款决策最快只需14天就可以完成，提供的金融产品涵盖了房地产抵押贷款、应收账款融资、存货融资、设备融资、售后租回、次级贷款、超过抵押物价值的延伸贷款、现金流贷款、循环贷款、定额贷款、以股权为质押的可转股贷款

疗企业的投资人。因此，公司从成立之初就走上了行业精专的道路，最初以医疗产业的金融服务为主，然后逐步拓展到安保产业、零售业、度假产业、传媒通讯业、金融业和咨询服务行业，目前医疗产业仍占到公司总贷款和投资额的30%，其次是金融保险领域，占15%。

表(1)是CapitalSource针对不同行

表1: CapitalSource为不同行业企业提供的金融服务项目

		医疗产业	度假产业	安保产业	传媒通讯	零售业	商业地产	住宅地产	汽车金融	消费信贷	抵押贷款金融机构	一般企业
抵押贷款	地产抵押融资	0	0				0	0				
	应收账款抵押融资	0				0			0	0	0	0
	存货抵押融资	0				0						0
	设备抵押融资	0										
	超过抵押物价值的贷款				0	0						
信用贷款	次级抵押贷款	0	0	0	0	0						
	循环贷款和现金流贷款	0		0	0	0						
含股权性质的贷款	一般信用贷款			0	0	0						
	可转股贷款			0	0	0						
特殊贷款	股权质押		0									
	破产保护下企业的流动性贷款	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	破产保护下企业的债务重组	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	不良贷款购买融资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	PE支持的杠杆并购融资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

(备注:0表示提供该项服务,空白表示不提供该项服务。)

业企业提供的金融服务项目。这家银行有明显的行业偏好。在所擅长的领域，它几乎可以为企业提供更全方位的融资服务。但对其他产业，除了一些特殊金融服务（破产保护下企业的融资服务和杠杆并购融资等）外，它一般仅限于优先级抵押贷款和应收款融资等流动性好、安全性高的常规项目。

这种行业上的区别对待帮助公司在核心产业上积累丰富的经验和良好的口碑，同时也控制了对非核心产业、陌生项目的过度贷款风险——核心行业的深度挖掘是 CapitalSource 竞争力的一个重要来源。

以它最擅长的医疗产业为例，CapitalSource 的金融解决方案涵盖了各类医院、急救中心、疗养院、制药企业等，并涉及了医疗产业价值链上几乎所有资产的抵押、质押融资及未来现金流的贴现融资，从而大大提高了医疗企业的资产效率。

它具体的服务内容包括：新建或重建医院的证券化融资服务，医院地产的抵押融资，诊断设备的融资和售后租回，存货融资，应收账款融资，以及无抵押物仅以未来现金流为担保的信用贷款，甚至还包括濒临破产医院的流动性融资和债务重组等特殊金融服务。

融资服务不仅全面，而且细致。针对不同盈利能力和价值特性的资产，它提供了不同的融资模板，通过差异化的

抵押杠杆、贷款规模、贷款额度、利率水平、还款安排、违约惩罚等条款实现了高效的定制化服务。

比如，对成熟资产（经营多年的医院、疗养院等），抵押贷款额的上限一般为抵押物价值的 85% 和 EBITDA（息税及折旧前利润）的 3.5 倍，期限为 1—5 年，贷款最大规模不超过 1 亿美元；但对中小型非成熟资产，由于风险较高，贷款

于成长期的医疗企业一般当前现金流较少，未来逐年增多；而对于政府担保资产，则可不受 1 亿美元的最大贷款规模限制，期限最长也可达到 35 年。即使同为成熟资产，不同的盈利能力也决定了不同的贷款额度，如，对一般性的医疗中心或专科医院，贷款上限为 EBITDA 的 3.5 倍，而高级疗养院和养老院的贷款上限则放宽到 EBITDA 的 6.5 倍。

CapitalSource 也在其他细分行业领域进行深度挖掘。2002 年美国受“9·11”打击陷入了暂时性萧条，零售企业处于周期性低谷，此时，公司成立了一个专门服务于零售行业的金融服务部，由具有 15 年零售业金融经验的管理层领导。为了适应零售行业现金流的周期性和季节性波动，该部门提供“贷款额可暂时超过抵押物价值”的“延伸贷款”、季节性的过桥贷款，以及次级债和可转债贷款等，从而在行业低谷阶段吸引了不少优质客户。

2004 年，它通过并购进入了安保产业的金融服务领域，并逐步将服务对象从报警产品制造商拓展到监视器生产商、安检设备生产商、GPS 定位等更高科技含量的安保产品生产商，并开始为那些提供安保技术咨询和安保系统设计的企业提供融资服务。而提供的金融产品也从传统的循环贷款、定额贷款拓展到股权质押的可转股贷款、次级债等。

总之，在细分领域的服务优势为它

图 1：CapitalSource 的净资产回报率

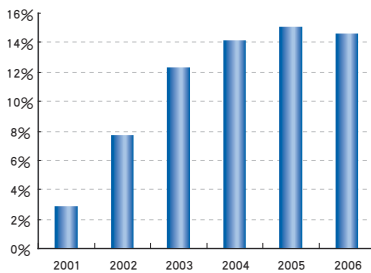
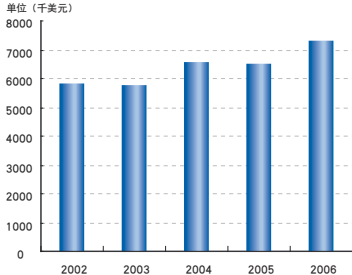
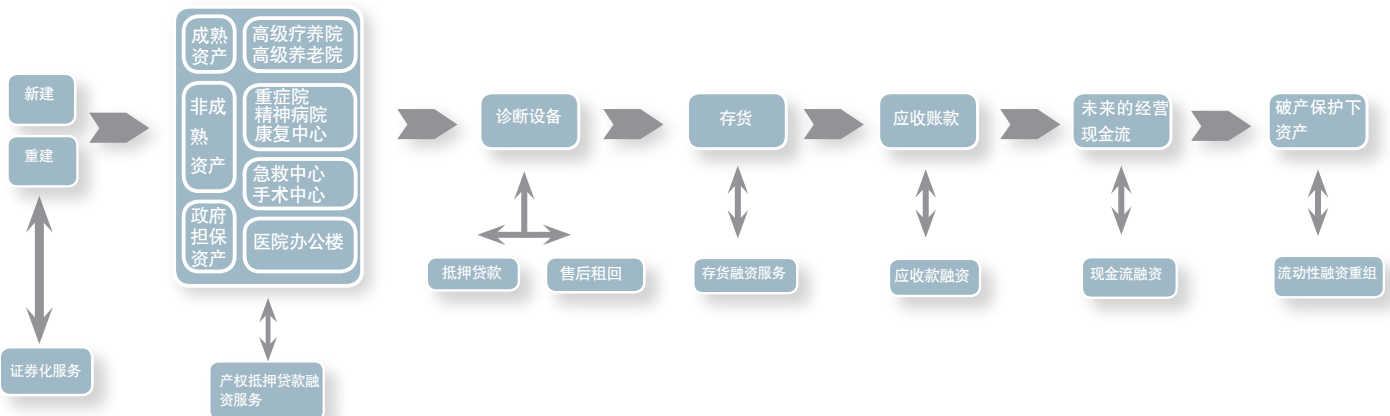


图 2：CapitalSource 的平均贷款余额



额一般不超过抵押物价值的 75%（固定利率贷款可放宽到 80%），不过经营现金流约束可以适当放宽至 EBITDA 的 5—6 倍（固定利率贷款可放宽到 6.5 倍）——处

图 4：CapitalSource 对医疗产业的全价值链服务



争取了大量优质的中小企业客户。

像投行一样服务

对重点行业的深度挖掘为企业积累了行业品牌与经验，在此基础上，CapitalSource 将它的服务从传统的贷款延伸到更具创新性的领域，像投行一样为中小企业、PE 和其他金融机构客户提供特殊融资服务。

CapitalSource 将它的贷款业务分为三个部门，分别是针对地产和金融行业的结构融资部，为医疗和一般性行业企业提供融资服务的医疗及专业化融资部，以及为杠杆收购、MBO 等特殊交易提供融资服务的公司金融部。

其中，公司金融部专门为市值规模在 1500 万到 1 亿美元之间的中小企业提供杠杆收购、私有化和资产重组等交易的金融服务。这类交易一般由 PE 发起，交易结构比较复杂，风险性也相对较高。为此，CapitalSource 通常将一次并购融资分拆为几笔贷款，按不同结构条款、以不同抵押物授予客户。

针对部分中小企业缺乏抵押物的情况，CapitalSource 引入了可转股贷款，公司一般将它授予那些重点行业（如医疗、安保等行业）的企业或有私人股权投资基金参与的企业。这一贷款模式相当于贷款企业以公司股权质押（或在企业获取贷款的同时向 CapitalSource 发送一定数量的认股权证）。这样，当公司不能如期还款时，CapitalSource 就有权将手中债权转股，从而以大股东身份直接控制公司财产，省去了向法院申请破产执行的时间和法律成本，增加了违约情况下的财务保障。

除杠杆并购融资外，CapitalSource 还为一些处于破产保护中的企业提供流动性贷款、再融资和债务重组等金融服务，这类贷款一般以破产企业的应收款或存货为抵押，但具体贷款额可以超过抵押物价值，贷款形式可以是循环贷款也可以是定额贷款。



中国中小企业数量占到注册企业总数的 90% 以上，贡献了 50% 以上的 GDP、76.6% 的工业新增产值、40% 以上的税收、60% 以上的出口额以及 75% 以上的城镇就业岗位。但是，中小企业贷款在主要金融机构的放款额中只占 15% 左右，由于中小企业借助股市和债市直接融资的通道仍不畅通，因此，未来中小企业借助银行渠道间接融资的空间仍很大。

目前中国中小企业的资金结构上 30% 来自于企业主的股权性资本，26% 来自于企业的留存收益，仍有 40%—50% 的资金有赖于外部融资，主要是银行贷款和民间信贷。

最后，CapitalSource 还有一个小组，专门服务于不良资产的购买者，为其提供不超过购买成本 85% 的抵押融资。

随着美国风险投资体系和 NASDAQ 的发展、垃圾债市场的兴起，以中小企业为标的的杠杆并购交易及不良债权的处置交易越来越多。传统上，这是一个投行大显身手的领域，而银行仅提供钱、获取利息收益；但 CapitalSource 从一个“钱袋子”变身成为一个真正的“金融服务商”，并成为这一领域最活跃的金融机构之一。目前，其公司金融部的贷款规

模已与其他两个部门相当，占到总贷款额的 30% 左右。

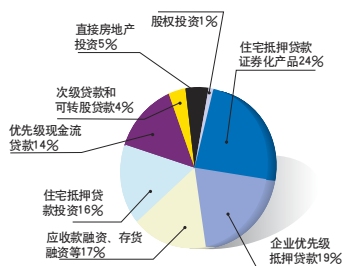
细化的交易结构

中小企业本身更容易受到周期性波动的影响，同时，公司参与的杠杆并购、不良资产处置和破产企业的再融资等交易本身的风险也较高：2006 年末 CapitalSource 的不良贷款率 4.11%，占总商业资产的 3.76%，略高于美国大型商业银行的不良贷款水平，但在中小企业贷款中尚属正常，只是不良贷款率的上升趋势让投资人略有担忧。当然，这种上升趋势一方面与银行历史较短、坏账显现需要时间相关，另一方面也确实反映了隐含风险的上升。

该如何控制这种风险呢？除了对行业的深入把握外，CapitalSource 的主要手段就是更精致化的交易结构设计，包括银团贷款、多层次的债务结构安排：

1) 银团贷款。对于有时遇到的融资规

图 3：CapitalSource 金融服务产品及直接投资产品的分布



模较大的企业，CapitalSource 通过组织银团贷款来降低自身风险寸头的暴露。银团贷款也提升了银行作为资金供给方的谈判地位，从而可以设定更多的保障条款。

2) 细化交易结构。实际上，降低单笔贷款额是它风险控制的核心思想，CapitalSource 也通过多层次的债务结构安排将每家企业的融资需求分拆。表面看，这种融资需求分解增加了贷款交易的复杂程度。但现实中，它降低了单笔贷款的规模，并通过细化每笔贷款的抵押物产权，更加清晰地界定了风险。

表(2)可见，总体上，CapitalSource 在同一时间段内平均为每位客户安排 1.5 笔贷款交易；对于抵押物相对充分的结构融资部，交易结构相对简单，平均每位客

户仅安排 1.2 笔贷款，也就是说多数客户仅通过一笔贷款就能满足全部融资需求；但对于性质相对复杂的医疗及专业化融资部，公司平均为每位客户安排 1.5 笔贷款，近 50% 的客户需要将一笔融资需求分拆成两笔甚至两笔以上的交易；而对于交易结构更为复杂的公司金融部，公司平

均为每个客户安排 2.2 笔贷款，多数客户需要两笔以上的贷款才能满足一次融资需求——通过复杂交易结构的设计，公司将单笔贷款额压缩到 600 万美元左右，低于其他两个部门，并清晰界定每笔贷款抵押物、质押物及相应的追索权力，从而在一定程度上减小了并购融资的风险。

表 2: CapitalSource 三大部门的贷款和交易结构比较

	贷款数量	客户数量	平均单笔贷款额 (千美元)	平均客户贷款额 (千美元)	总贷款额 (千美元)	占贷款总额比例	平均每客户贷款笔数
医疗及专业化融资部 (一般)	445	304	6,238	9,131	2,775,748	35%	1.5
结构融资部 (地产金融)	255	216	11,136	13,147	2,839,716	36%	1.2
公司金融部 (并购重组)	372	172	6,007	12,993	2,234,734	29%	2.2
总体	1072	692	7,323	11,344	7,850,198	100%	1.5

中资银行微小贷款择路

2005 年 7 月，银监会出台《银行开展小企业贷款指导意见》，2006 年又先后出台《商业银行小企业授信工作政策指引》、《进一步做好小企业贷款通知》、《进一步做好小企业金融服务的通知》、《小企业违约信息通报机制的指导意见》、《商业银行加强高新技术企业金融服务的指导意见》等文件，为中小企业贷款提供了政策支持。

随着股市、公司债市场、信托市场的发展，特别是 2005 年 5 月短期融资券市场的放开，传统银行业以大企业为主的贷款业务正面临着资本市场的替代威胁——在整个金融体系的资金供给中，银行所占的比重已由 2002 年末的 90% 以上下降到 70% 的水平。

以短券为例，2006 年新发短券接近 3000 亿元，比上年翻了一番；该年共有 185 家企业发行 241 期短券，平均单只融资规模 12 亿元。以待偿债券不超过企业

净资产 40% 的发行门槛计，发行企业的平均规模在 30 亿元以上。即使是已发行的规模较小的短券金额也在 5 亿元以上，相应地，企业规模至少应达 12.5 亿元，规模的隐形门槛实际上已将众多小企业排除短券市场之外。

在此背景下，众银行纷纷将目光投向中小企业融资服务领域。产品方面，工行的“小康通”“营运通”、建行的“速贷通”、中行的“好融通”、交行的“展业通”、光大银行的“阳光呵护计划”、华夏银行的“小企业助长产品服务方案”、深发展的“创业宝”、民生银行的“易保通”、“易押通”、“易票通”、浦发银行的“成长型企业金融服务方案”、招商银行的“点金成长计划”、“助又全”、兴业银行的“金芝麻”都是面向中小企业的融资服务。

在上述战略推动下，2006 年，全国银行业的小企业贷款余额达到了 53467.7

亿元，同比增 15.8%。

风险也在积聚。2003 年，中国主要商业银行对中小企业贷款的不良率高达 32%，比同期商业银行平均不良贷款率高出近一倍；到 2005 年末，这一贷款的不良率仍高达 24.4%，2006 年末降至 19.3%，显著高于全国主要金融机构平均的不良贷款率 7.51%，高于商业银行不良贷款率 7.09%；即使在一些经济发达地区，虽然中小企业贷款风险低于全国平均水平，但仍显著高于当地大型企业水平。

2006 年末上海银行业金融机构的中小企业贷款不良率为 7.23%，但上海市平均的不良贷款率仅为 2.51%，高出近两倍。

当前经济高速发展，小企业的不良贷款率还是比较低的，一旦中国经济开始放缓，风险就将集中爆发。在韩国等新兴市场已开始出现中小企业不良贷款率的节节攀升。