

PRIVATE EQUITY FUND THEORY AND PRACTICE

私募股权基金 理论与实务

王苏生 陈玉罡 向静 编著



要想成为私募股权基金的运作高手，应该知道如何去平衡投资者和管理人之间的利益冲突，保证私募股权基金能不断地滚动下去，本书将为您提供宝贵的第一手资料。



清华大学出版社

私募股权基金： 理论与实务

王苏生 陈玉罡 向静 编著

清华大学出版社

北 京

内 容 简 介

私募股权基金与中国的证券投资基金(即美国共同基金)在治理结构、投资策略、估值技巧、交易结构等方面有着明显差异。本书通过对私募股权基金的基本阐述,进一步理清了以往对于私募股权基金的错误认识,深入研究了私募股权基金独特的治理结构与合约设计,分析了私募股权基金独特的投资策略和技巧,并从理论与实证相结合的角度分析了各种退出技巧。

本书结构安排合理,由浅入深地详细介绍了私募股权基金的整个运作机制,并辅以案例分析,对于私募股权投资实业界人士具有重要的参考价值,也可作为高校师生和金融从业者的参考资料。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

私募股权基金:理论与实务/王苏生,陈玉罡,向静 编著.

—北京:清华大学出版社,2010.9

ISBN 978-7-302-22977-3

I. 私… II. ①王… ②陈… ③向… III. 基金—投资 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 105436 号

责任编辑:崔 伟

封面设计:古 手

版式设计:孔祥丰

责任校对:胡雁翎

责任印制:杨 艳

出版发行:清华大学出版社

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

<http://www.tup.com.cn>

邮 编:100084

社 总 机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:清华大学印刷厂

经 销:全国新华书店

开 本:180×250 印 张:18.5 字 数:384 千字

版 次:2010 年 9 月第 1 版 印 次:2010 年 9 月第 1 次印刷

印 数:1~4000

定 价:38.00 元

产品编号:034363-01

序 一

深圳是一块创新的热土，这里吸引着追求梦想的年轻人。正是有着远大理想、甘愿离乡背井的这样一批人，开创了深圳的新时代。在这个充满生机的地方，诞生了两匹黑“马”：一是金融行业创新先锋——招商银行的马蔚华；二是被几亿人熟悉并经常使用的即时聊天工具 QQ 的创始人马化腾。不论是金融创新，还是技术创新，深圳总是走在全国的前沿。深圳是一个移民城市，更是一个创新城市。有人说“深圳没有文化”，而我想告诉大家的是“深圳的文化就是创新文化”！

私募股权基金对大多数人还很陌生，但对深圳来说，这个词早在 2004 年就已经耳熟能详了。2004 年初，《打造特色鲜明的国家级金融中心》的报告中提出的 24 条措施之中就有“大力发展私募股权投融资力度”、“打造全国性的基金管理中心”这两条，这些措施的提出具有先见之明。在私募股权基金的引进上，深圳再次走在了前面。深圳市政府于 2004 年将深圳发展银行的控股权售予了新桥资本，开创了国际私募股权基金在中国的第一起重大案例，也产生了第一家被国际私募股权基金控制的中国商业银行。

深圳并没有停留在引进的水平上。2006 年 1 月，《关于加快深圳金融业改革创新发展的若干意见》中再次提出把深圳建设成“产业金融中心”、“金融创新中心”、“金融信息中心”和“金融配套服务中心”，并提出建设七类新型金融机构，推出一系列金融性业务和新产品的具体要求，其中之一就有发展产业风险基金和证券投资基金。产业金融中心和金融创新中心的建设离不开私募股权基金的发展，因为私募股权基金才是最能满足高新技术产业等民营中小企业创业发展所需资金的一种金融工具。另外，《意见》中加快三板市场的发展也将为私募股权基金的退出提供有效的途径，必将带来私募股权基金在我国的迅速发展。深圳依托高新技术产业的支持，众多国际金融机构的入驻和二板、三板市场的交易平台，完全有能力建成中国的私募股权基金中心。如今，创业板已经推出，这为私募股权基金的发展提供了一个更有利的条件。

读者读完了本书，就能深刻地理解金融创新与技术创新之间的关系，就会知道技术创新要获得长远的发展，一定需要金融创新的支持，一定需要私募股权基金的支持。而私募股权基金的运作机制到底是怎样的，如何协调各利益主体之间的关系，如何让资本和技术获得双赢，就是本书的核心内容。

随着创业板的推出，私募股权基金会如雨后春笋般发展。希望有志于此的人士加入私募股权基金的队伍，为推动中国技术创新的发展贡献新的力量！

唐杰

深圳市人民政府副市长
南开大学教授、博士生导师



序 二

私募股权基金，这个对大众原本很陌生的东西在近两年逐渐走入大家的视野。然而，由于私募股权基金的门槛较高，大家对私募股权基金的了解仅仅处于萌芽阶段，而且还停留在“私人”的范围内。

也许，一提到“私募股权基金”，你就会将它与私募基金相联系。你会想到，2007 年的那一轮牛市中，曾经在公募基金行业叱咤风云的明星经理带着光环离开了令大多数人向往的职位，转身投奔到了私募这个行列。但私募股权基金却不是你所想到的私募基金。

正如本书所提到的，私募股权基金指的投资标的是私人股权，而非募资来源。被简称为 PE 的私募股权基金通常是在上市前收购企业的股权，由于这类股权还没有上市，不具有公众股的性质，因此将收购这类未上市的企业股权的基金称为私募股权基金。

毫无疑问，私募股权基金与其他基金一样是具有逐利性的，它需要保证基金的投资者获得一定的回报，而这个回报比公募基金应该更高，因为私募股权基金承担的风险更高。

在这样一个高风险高回报的行业，究竟用什么样的机制来规范所有利益相关者的行为，以保证这样一个基金能持续运作下去呢？这个行业没有公募基金那样的外部法律监督机制，只有基金投资者与基金管理人之间的契约和基金管理人 与所投资的企业管理者之间的契约。这些契约如何平衡三方的利益？如何在激励的同时又有约束存在？

经历过 2008 年的金融危机后，私募股权基金也进入一个低迷时期。但在经济出现复苏之际，私募股权基金又在到处寻觅价值被低估的企业股权。他们是怎么对非上市公司的股权进行定价的？在操作中，如何挑选到好的公司？又如何将这些公司带到上市以获取丰厚的回报？

王苏生教授不但有着傲人的学历，还有着丰富的证券从业经验，对私募股权基金颇有研究。这本著作内容丰富，不仅讲解了私募股权基金的发展，纠正了很多错误的观念，还详细分析了私募股权基金的运作机制，实操性非常强。对于拟投身这个行业的精英人士来说是一本难得的好书！

薛荣年

平安证券有限责任公司总裁

序 三

百亿级的交易纷至沓来，有成功的投资机构获利退出，有更加重量级的投资者进入，私募股权的大戏在 2009 年频繁上演……

私募股权基金在上个世纪末的时候渐渐根植于中国的土壤，经过十数年的厚积薄发，如今多路人马在中国经济的主战场奋勇争先。经过 2008 年全球金融危机的洗礼，股票 IPO 的暂停，银行信贷的紧缩，让许多有着无限成长潜力的企业因为资金的瓶颈无奈地退出市场。在金融风暴下，众多的创业者和公司经营者深感传统融资方式的诸多限制和掣肘，银行及其他金融机构难以提供借贷和投资保障，此时私募股权基金创造了崭新的融资渠道。

今年是中国改革开放的 32 周年，深圳金融行业始终屹立于改革的潮头。许多金融创新和金融服务都是从这里起步，从无到有，从稚嫩到成熟。据深圳金融顾问协会的统计，截至 2008 年底，深圳拥有私募股权基金 300 多家，管理额高达 3200 亿元，深圳是中国私募股权基金行业内名副其实的“领头羊”。

当我们为私募股权投资的大手笔雀跃，为私募股权基金行业的高人气叫好时，不要仅仅关注于为何在全球金融危机的背景下私募股权基金能有如此活跃的表现？为何前两年在中国还踟蹰不前的私募股权投资能在灾难中升级？为何在世界金融仍晦暗不明的时候私募股权投资在中国迎来了发展的良机？更要为私募股权基金行业的未来发展保持冷静和理性。私募股权基金行业的未来不能因为无知而变得无所畏惧，无知只能集聚泡沫和风险，因此《私募股权基金：理论与实务》一书的出版非常及时也十分必要。

这本《私募股权基金：理论与实务》也许不能解释所有的困惑，但至少会给予你扎实和严谨的求索体系。详实的内容能让我们更多地了解私募股权基金的组织形式、合约设计和募集方法；明确投资对象、交易策略和退出形式。书中的专业知识会让喜爱这一行业的读者洞悉繁荣表象背后的实质。希望私募股权基金行业未来能更加扎实地前行和发展。

祝九胜

中国建设银行深圳分行副行长

前言

百年一遇的金融危机威力之强大，让身处华尔街的金领们唏嘘不已。想当年，翻云覆雨，叱咤风云，看今朝，凄凄惨惨，如暮残年。半年之内，美国排名前三的三大投行先后倒下，继贝尔斯登被摩根收购、美林被美国银行收购后，即便是有着158年基业的雷曼兄弟在这次危机中都无法安然度过。

不过，从目前来看，中国的金融行业在这一次危机中，并没有受到非常严重的冲击。金融行业中一些尚未被人熟悉的领域在悄悄地被播种着，期待未来能结出金灿灿的果实。其中之一就是私募股权基金。

2008年，根据清科的数据显示，针对亚洲投资的私募股权(后期)基金达到51个，总筹资额达到610亿美元，同比增长了71.9%，从中国的经济发展来看，这些新募集的资金大部分可能会投资于中国。

私募股权基金对于中国来说是一个非常新鲜的事物，很多人将其误解为私募基金。而实际上私募基金与私募股权基金有着本质上的差异。

本书将从私募股权基金和私募基金的差异开始，为您展现一个真实的私募股权基金是如何运作的。要成为一个私募股权基金的运作高手，您需要知道如何去平衡投资者和管理人之间的利益冲突，您需要知道用什么样的机制保证私募股权基金能不断地滚动下去，您更需要知道私募股权基金是如何选择投资对象的，更重要的是要知道在交易过程中如何设计复杂的交易结构。以上这些内容，对于一个想从事私募股权基金行业的人来说，无疑是最宝贵的第一手资料。

本书有三大特色：

前瞻性。本书以丰富的数据、直观的图表展现了私募股权基金的发展趋势，从而让您迅速掌握私募股权基金的前沿问题。

实用性。私募股权基金目前在国内还处于发展初期，其间的运作技巧尚未被大家熟悉，而此刻，谁掌握了最实用的技巧，谁就能在这个行业中优先胜出。本书的大量技巧都是实战中所用到的，具有很强的实用性。

专业性。私募股权基金不是一个人人都可进入的行业，有着非常强的专业门槛。本书中所讲到的合约设计、融资稀释、对象选择、交易结构，每一个都非常专业，而在运作中，这些专业的技巧和知识将对您有莫大的帮助！

全书共分9章，各章内容如下：

第1章“私募股权基金导论”。本章阐述私募股权基金的概念、特征、历史以及最新趋势，特别是私募股权基金在我国的发展。

第2章“私募股权市场”。本章介绍私募股权市场的主要参与者，包括发行人、中介机构、投资者、代理与顾问。

第3章“私募股权基金的合约设计与治理结构”。本章深入研究私募股权基金独特的治理结构，包括基金契约限制性条款、基金管理人报酬、基金管理人与企业家之间的治理以及公司内部私募股权基金的治理机制。

第4章“私募股权基金融资过程与股权稀释”。本章深入研究私募股权基金的融资过程以及遇到的股权稀释问题、期权对融资的影响。

第5章“私募股权基金投资管理”。本章分析私募股权基金独特的投资策略和技巧，包括证券选择、分阶段投资结构、联合投资及对目标公司的监控。

第6章“私募股权投资交易结构设计”。私募股权基金针对不同的交易类型设计不同的交易结构。本章主要探讨这些交易技巧。

第7章“私募股权基金对投资对象的选择”。包括对企业家团队、商业计划的选择以及对公司所需增长资金的测算。

第8章“私募股权投资估值”。对私募股权投资估值的难度远大于对上市股权的估值。本章在严谨的资产定价理论上深刻分析对私募股权投资估值的独特方法和实用技巧，包括APT、WACC、EDCF等。

第9章“退出管理”。本章从理论与实证相结合的角度分析各种退出技巧。

最后，本书在完稿之际要感谢私募股权基金研究前辈们所提出的真知灼见。可以说，本书是站在巨人的肩膀之上，把大师们在不同阶段开创性的思维汇聚一堂，奉献给读者一席私募股权资本知识的盛宴。读者们在本书中既可领略大师和高人们关于私募股权基金理论的高深见地，又可以结合全球范围内生动的案例品尝私募股权基金理论与实务相结合的大餐。

编 者

2010年6月



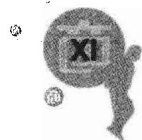
目 录

第 1 章 私募股权基金导论	1
1.1 私募股权基金概述	1
1.1.1 私募股权概念辨析	1
1.1.2 私募股权投资的价值	2
1.1.3 私募股权投资发展趋势	3
1.2 美国私募股权基金	4
1.2.1 早期阶段(1946—1969 年)	4
1.2.2 准备阶段(1970—1980 年)	6
1.2.3 快速发展阶段(1981—2000 年)	7
1.2.4 休整阶段(2001 年至今)	9
1.3 欧洲私募股权基金	12
1.3.1 欧洲私募股权投资基金概述	12
1.3.2 欧洲私募股权基金的运作过程	15
1.4 发展中国家私募股权基金	19
1.4.1 发展中国家私募股权基金概述	19
1.4.2 私募股权基金投资发展中国家的原因	20
1.4.3 发展中国家的私募股权基金循环过程	21
1.5 私募股权基金在中国	25
1.5.1 风险投资在我国的发展历程	25
1.5.2 风险投资的现状	27
1.5.3 国际收购基金进军中国	29
【附录】 私募股权投资信息来源	35
第 2 章 私募股权市场	39
2.1 私募股权市场发行人	40
2.1.1 早期阶段新公司	42
2.1.2 后期阶段新公司	42
2.1.3 处于市场中期阶段的公司	43
2.1.4 处于财务困难时期的公司	44

2.1.5	公开收购	44
2.1.6	有特殊需要的公众公司	45
2.2	私募股权市场中介机构	45
2.2.1	竞争优势削弱	46
2.2.2	业务模式发展趋势	47
2.2.3	对公司的启示与影响	48
2.3	私募股权市场投资者	48
2.3.1	公司退休基金	49
2.3.2	公共退休基金	50
2.3.3	捐赠基金	50
2.3.4	银行控股公司	51
2.3.5	保险公司	51
2.3.6	富裕家庭与个人	52
2.3.7	投资银行	52
2.3.8	非金融公司	52
2.4	代理与顾问	53
2.4.1	为风险企业服务的代理人	54
2.4.2	有限合伙制的代理人	56
2.4.3	机构投资者的顾问	56
第3章	私募股权基金的合约设计与治理结构	58
3.1	私募股权基金结构	58
3.1.1	基金结构	58
3.1.2	私募股权基金合约限制性条款	60
3.1.3	对基金投资管理的限制	64
3.1.4	对普通合伙人活动的限制	65
3.1.5	对投资类型的限制	67
3.1.6	实证研究的支持	67
3.2	私募股权基金管理人报酬	68
3.2.1	基金管理人报酬	68
3.2.2	学习模型	70
3.2.3	信号模型	71
3.2.4	报酬形式	73
3.2.5	事前报酬和事后业绩	74
3.3	基金管理人与企业家之间的治理	74



3.3.1	基金管理人与企业家之间的治理机制	74
3.3.2	积极的顾问	75
3.3.3	保持投资的可回收性	75
3.3.4	私募股权基金投资人—基金管理人的关系与基金管理人—企业家的关系的比较	78
3.4	公司内部私募股权基金及治理机制	78
3.4.1	公司风险投资历史与概况	79
3.4.2	公司风险投资的挑战	80
3.4.3	风险投资基金组织结构的重要性	83
	【案例分析】 PAG 杠杆收购好孩子集团的合约设计与治理结构	83
第 4 章	私募股权基金融资过程与股权稀释	87
4.1	私募股权基金的融资过程	87
4.1.1	参与者	87
4.1.2	首次融资基金	89
4.1.3	融资活动总体水平的决定因素	90
4.2	股权稀释问题	90
4.3	期权对融资的影响	92
	【案例分析】 某公司即将发行的 E 类优先股的融资条款摘要	94
	【附录一】 近年来私募股权投资案例中的股权安排	101
	【附录二】 部分带有股权附加条件的私募股权投资案例	103
第 5 章	私募股权基金投资管理	104
5.1	私募股权投资概述	104
5.2	私募股权投资证券	106
5.2.1	优先股	107
5.2.2	股权分期到位	110
5.2.3	契约	111
5.3	分阶段投资结构	112
5.3.1	行业和阶段分布	114
5.3.2	融资轮次的间隔期和规模	115
5.3.3	总融资额和融资轮数	117
5.4	联合投资	118
5.5	投资项目监控	121
5.5.1	董事会构成的决定因素	121
5.5.2	董事会成员和 CEO 更换	121



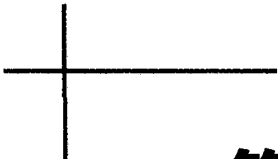
5.5.3	董事会成员和地理邻近	122
	【案例分析】 凯雷收购徐工的分阶段投资管理分析	123
第 6 章	私募股权投资交易结构设计	126
6.1	对早期阶段企业投资	126
6.1.1	C 型公司	126
6.1.2	S 型公司	128
6.1.3	合伙制公司	129
6.1.4	有限责任公司	130
6.2	对后期阶段企业投资	130
6.2.1	后期阶段企业投资基本思路	130
6.2.2	后期阶段公司投资存在的主要问题	133
6.3	对公司收购投资	134
6.3.1	对大公司附属机构收购投资	134
6.3.2	私人公司收购	139
6.3.3	公众公司收购	139
6.4	行业整合投资	141
6.4.1	公司型持股公司加公司型子公司	141
6.4.2	合伙制或有限责任公司型持股公司加公司型子公司	142
6.4.3	合伙制或有限责任公司型持股公司加合伙制或有限责任公司型子公司	143
6.4.4	单一公司	144
6.4.5	单一合伙制或有限责任公司	144
6.4.6	非持股公司：直接以股东身份投资于 C 型公司	145
6.4.7	非控股公司：直接以所有者身份投资于合伙制公司或有限责任公司	145
6.5	对财务困难公司投资	145
	【案例分析】 中联重科携手 PE 收购 CIFA 的交易结构分析	147
第 7 章	私募股权基金对投资对象的选择	152
7.1	对企业家团队的选择	152
7.2	对商业计划的考察	156
7.2.1	对行业结构吸引力的考察	156
7.2.2	对企业独特性的考察	157
7.2.3	对企业战略的考察	157
7.2.4	对经营计划的考察	159
7.2.5	对业务模式的考察	160
7.2.6	对商业机会进行评价的图形分析法	161



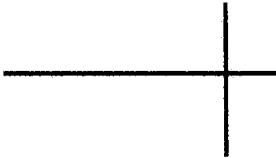
7.2.7 对潜在风险的考察	163
7.3 对公司增长速度及所需资金的测算	164
【案例分析】 TPG 中国基金投资对象的选择	171
第 8 章 私募股权投资估值	174
8.1 估值方法及其选择	174
8.1.1 普通股的估值方法及其选择	174
8.1.2 公司估值方法及其选择	176
8.1.3 估值步骤	179
8.1.4 任何估值方法需要考虑的问题	180
8.2 经济性资产负债表及公司价值构成	181
8.2.1 经济性资产负债表	181
8.2.2 公司价值构成	182
8.3 DCF 法	188
8.3.1 期望现金流	189
8.3.2 终值	195
8.3.3 折现率	196
8.3.4 各估值方法的估值模型	200
8.3.5 DCF 法应用问题	210
8.4 DCF 法在私募股权投资估值中的其他变化	216
8.4.1 VC 法	216
8.4.2 LBO 法	220
8.4.3 估值折价	221
【案例分析】 华平收购哈药的价值变动分析	222
第 9 章 退出管理	227
9.1 退出方式及选择	228
9.1.1 私募股权投资退出方式	228
9.1.2 私募股权退出方式的选择	230
9.1.3 完全退出与部分退出	237
9.2 股份上市	239
9.2.1 首次公开发行	239
9.2.2 公开上市的时机选择	241
9.2.3 公开上市定价	247
【附录】 IPO 上市定价——荷兰式拍卖	248
9.2.4 股份分配	250

9.2.5 风险企业 IPO 市场表现	256
9.3 兼并与收购	258
9.3.1 并购	258
9.3.2 管理层收购	261
9.3.3 杠杆收购	263
9.4 私募股权基金在中国的退出	266
9.4.1 海外上市	267
9.4.2 海外市场	268
【案例分析】 PE 投资成功退出案例分析	270
参考文献	274
后 记	277





第1章 私募股权基金导论



在过去的 20 多年里，私募股权投资迅速发展，以美国为例，私募股权投资基金总额，包括合伙制风险投资、杠杆购并基金(LBO fund, leveraged buyout fund)、夹层融资(mezzanine)、增长基金、混合证券，已从 1980 年的 50 亿美元增长到 2001 年初的近 3000 亿美元¹。但是，与公众股权相比，学术界对私募股权投资的研究显得非常不够，其原因可能有两个：第一，关于私募股权的信息难以取得；第二，私募股权投资本身复杂多样，缺乏标准化的分析工具。

1.1 私募股权基金概述

1.1.1 私募股权概念辨析

私募股权投资是一个复杂的概念，对其正确理解应把握如下几组概念之间的区别。

1. 私募股权与公众股权

与私募股权(private equity)相对应的概念是公众股权(public equity)，前者是指非上市公司或私人公司股权(包括所有权益性资本，如优先股、可转换债等)，后者是指上市公司或公众公司股权。

2. 私募股权投资与私募证券投资

私募股权投资与私募证券投资(private placement)是两个不同的概念，国内投资银

¹ Lerner, Josh, *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*, New York, John Wiley, 2000. P. 1.

行界经常在这一问题上混淆。私募股权对应的概念是公众股权。私募(private placement)对应的概念是公募(public offering),是指两种不同的发行方式。私募股权一般采取私募方式,公众股权既可采取公募方式。也可采取私募方式。例如,我国B股发行大多采取私募方式。

3. 私募股权投资与风险投资

风险投资(venture capital)是指对高科技企业或处于生命周期早期阶段企业的投资,私募股权投资(private equity investment)的范围比风险投资要大得多,除了对创业企业的投资外,成熟企业也可成为私募股权投资对象。

1.1.2 私募股权投资的价值

私募股权投资的主要对象是创业企业和陷入经营困境需要重组的成熟企业。与其他企业相比,这两类企业具有一个共同点:由于巨大的风险和不确定性而很难得到除私募股权以外的其他形式的投资或融资。这也正是私募股权投资独特的价值所在。具体来看,其独特性体现在私募股权基金解决了创业企业和困境企业在吸引外部投资时遇到的三个问题。

第一,代理问题。Jensen 和 Meckling(1976)系统地阐述了代理问题。他们指出,当管理者只拥有(或没有)公司股份的一小部分时,便存在代理问题(agency problem),经理层和投资人之间存在着利益不一致的情况。例如,在有外部融资的企业,对于与个人消费有关的公司开支,公司经理仅承担部分成本但享受全部好处,因而存在增加这种开支的内在冲动,这样会损害投资人的利益。又如,公司可以通过大举借债来增加股东或经理层利益(经理层往往持有普通股),大举借债导致债权人承担过高的风险,这种举措是以牺牲债权人利益为代价的。由于投资对象的特殊性,私募股权投资可能还存在额外的代理问题。例如,创业者或企业家可能会投资于那些可能为个人带来较高回报、但不能为股东带来满意财务回报的项目。某些技术项目可为创业者在业界带来声誉,但从商业角度来讲,可能并不可行。有时创业者明知其产品没有市场前途,由于他可从经营中获得个人好处,因而仍然继续运营。由于代理问题的存在,对于创业企业和困境企业,就需要有很强的激励机制来保证经理层的行为与投资人的利益相一致,而具备这一条件的投资人就是私募股权基金。私募股权基金追求高额回报以弥补承担的高风险,在控制和激励经理人方面设计了很多有效的协议条款和措施来解决代理问题。

第二,信息不对称。虽然激励机制可以促成股东价值最大化,但信息不对称也可能导致创业企业和困境企业无法获得融资。由于在拟融资企业与外部潜在投资者之间的信息不对称,在融资过程中存在“柠檬问题”或“次品问题”(lemons problem)。