

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741 \_\_\_\_\_

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

# 硕士学位论文

论文题目 \_\_\_\_\_ 对赌协议的规制问题研究 \_\_\_\_\_

研究生姓名: \_\_\_\_\_ 曹会美 \_\_\_\_\_

指导教师姓名、职称: \_\_\_\_\_ 吕春娟 教授 \_\_\_\_\_

学科、专业名称: \_\_\_\_\_ 法学 经济法学 \_\_\_\_\_

研究方向: \_\_\_\_\_ 企业与公司法 \_\_\_\_\_

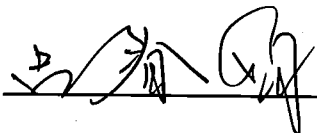
提交日期: \_\_\_\_\_ 2021年5月30日 \_\_\_\_\_



## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：曹会美 签字日期：2021.5.30

导师签名： 签字日期：2021.5.30


## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，\_\_\_\_\_（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名：曹会美 签字日期：2021.5.30

导师签名： 签字日期：2021.5.30

# **Study on the Regulation Problem of Valuation Adjustment Mechanisms**

**Candidate : Cao Huimei**

**Supervisor :Lv Chunjuan**

## 摘要

对赌协议作为私募股权领域的新型工具。从产生之初一直游走于我国法律的灰色地带。投融资双方明知对赌协议在我国存在法律适用困境，仍然乐此不疲地签订对赌协议，甚至对赌协议在私募股权领域已经常态化。本文分析，其主要原因在于交易双方对目标企业估值难以达成合意、双方信息的不对称、委托代理成本。这些具有创新精神的企业家们通过博弈选择签订对赌协议以实现自己的利益最大化。

本文以上述对赌协议的发展背景及其理论基础为支撑，围绕以下内容展开本文论述。首先，对如何识别界定对赌协议的法律性质，笔者通过分析现有关于对赌协议法律性质的学说观点的不足之处，以解决对赌协议的法律适用问题出发，最终落脚在对赌协议的法律适用为思考路径，指出应将通过对赌协议通过立法有名化，规定为典型合同类型，只有这样才能对对赌协议进行准确的法律规制。其次，本文从审判机关的裁判案例出发，分析对赌协议效力认定的分歧。通过对案例的分析、归纳、梳理大致厘清审判机关在审理此类案件的逻辑进程和裁判标准。再次，关于对赌协议的履行，本文分析了回购请求权行使以及现金补偿权行使在我国公司法下的可操作性、合理性等问题。最后，在上述研究的基础上，从立法上指出我国《公司法》存在的制度供给不足的问题，提出建立股份回购财源限制、确立优先股的合法地位、完善投资方退出渠道的立法建议。从司法角度，在现有的法律框架下，提出了兼顾资本维持原则的对赌协议效力认定和目标公司承担担保行为效力的认定操作方案以及对赌协议利润分配的实现途径的完善建议。从证监会监管角度，针对证监会关于对赌协议的监管问题，指出证监会可以从以下三个方面完善对赌协议的监管：规范对赌协议的信息披露、禁止上市公司溢价回购、限制股权比例调整范围。

**关键词：** 对赌协议 估值调整机制 规制

## Abstract

Gambling agreement as a new tool of private equity. From its inception, it has been wandering in the gray area of Chinese law. Both sides of investment and financing know that the gambling agreement has legal application difficulties in China, but they are still happy to sign the gambling agreement, and even the gambling agreement has become normal in the field of private equity investment. According to the analysis of the author, the main reasons are that the two sides of the transaction are difficult to reach an agreement on the valuation of the target enterprise, the information asymmetry between the two sides and the principal-agent cost. These innovative entrepreneurs choose to sign the gambling agreement to maximize their own interests.

Based on the development background and theoretical basis of the above gambling agreement, this paper discusses the following contents. Firstly, on how to identify defines the legal nature of bet against the agreement, the author analyzes the existing agreement on bet against the deficiency of theory of the nature of law, in order to solve the problem, the application of law to bet against the agreement finally locate in the application of law to bet against the agreement for thinking path, points out that bet against the agreement should be known through legislation, regulation for typical contract type, only in this way can accurately to bet against agreement law regulation. Secondly, this paper analyzes the differences in the determination of the validity of the gambling agreement from the judgment cases of the judicial organs. Through the case analysis, induction, sorting out roughly to

clarify the logical process and adjudication standards of the judicial organs in hearing such cases. Thirdly, as for the performance of the gambling agreement, this paper analyzes the maneuverability and rationality of the exercise of the buyback claim right and the exercise of the cash compensation right under the Company Law of China. Finally, on the basis of the above research, this paper points out the problem of insufficient system supply in the Company Law of our country from the legislative perspective, and puts forward some legislative suggestions on establishing the financial restriction of share repurchase, establishing the legal status of preferred stock, and improving the exit channels of investors. From the judicial point of view, under the existing legal framework, this paper puts forward the operational scheme of verifying the validity of the gambling agreement and the guarantee behavior of the target company considering the principle of capital maintenance, and puts forward some suggestions on how to realize the profit distribution of the gambling agreement. From the perspective of supervision of China Securities Regulatory Commission (CSRC), this paper points out that the CSRC can improve the supervision of the gambling agreement from the following three aspects: standardizing the information disclosure of the gambling agreement, forbidding the listed company to repurchase at a premium, and limiting the scope of equity ratio adjustment.

**Keywords:** Agreement on gambling; Valuation Adjustment Mechanism; rengulation

# 目录

<b>1 引言</b>	<b>1</b>
1.1 选题背景和研究意义	1
1.1.1 选题背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 国内外文献综述	2
1.2.1 国内文献综述	2
1.2.2 国外文献综述	6
1.2.3 综述评析	7
1.3 研究思路和研究方法	8
1.3.1 研究思路	8
1.3.2 研究方法	8
1.4 研究创新点与不足	9
1.4.1 研究创新点	9
1.4.2 研究不足	9
<b>2 对赌协议概述</b>	<b>10</b>
2.1 对赌协议的概念	10
2.2 对赌协议的特征	10
2.3 对赌协议的性质辨析	12
2.3.1 对赌协议是否属于射幸合同	12
2.3.2 对赌协议是否属于附条件合同	12
2.3.3 对赌协议应属于独立类型的合同	13
2.4 对赌协议的产生背景及相关理论	15
2.4.1 对赌协议的产生背景	15
2.4.2 对赌协议产生的相关理论依据	15
<b>3 对赌协议在我国司法实践的认定分歧</b>	<b>18</b>
3.1 “海富案”：与目标公司对赌无效	18
3.1.1 “海富案”案件事实	18
3.1.2 法院判决	18



3.2 “瀚霖案”：与目标公司间接对赌有效.....	19
3.2.1 “瀚霖案”案件事实.....	19
3.2.2 法院判决.....	20
3.3 “扬锻案”：与目标公司对赌有效.....	21
3.3.1 “扬锻案”案件事实.....	21
3.3.2 法院判决.....	21
3.4 案件评析.....	22
<b>4 对赌协议在立法、司法及监管中存在的问题.....</b>	<b>26</b>
4.1 对赌协议在立法上的问题.....	26
4.1.1 作为非典型合同引发的法律适用障碍.....	26
4.1.2 股份回购财源限制的缺漏增加了无效风险.....	26
4.1.3 优先股地位的缺失加大了无效风险.....	28
4.1.4 投资方退出渠道的法律不完善.....	30
4.2 对赌协议在司法上的问题.....	30
4.2.1 退出过程中回购权行使及其问题.....	31
4.2.2 约定现金补偿权的行使及其问题.....	32
4.2.3 目标公司间接参与对赌协议的效力认定存在误区.....	34
4.3 证券法领域关于对赌协议的监管问题.....	34
4.3.1 对赌协议构成 IPO 的障碍.....	34
4.3.2 IPO 过程中禁止对赌协议会引发潜在的投资风险.....	36
<b>5 对赌协议在立法、司法及监管中的完善建议.....</b>	<b>37</b>
5.1 对赌协议在立法上的完善建议.....	37
5.1.1 将对赌协议通过立法有名化.....	37
5.1.2 建立股份回购的财源限制.....	37
5.1.3 确立公司优先股的合法地位.....	38
5.1.4 完善投资方退出渠道的法律规定.....	38
5.2 对赌协议在司法上的完善建议.....	39
5.2.1 兼顾资本维持原则的操作方案.....	39
5.2.2 完善利润分配的补偿途径.....	39
5.2.3 完善目标公司提供担保行为的效力认定路径.....	40

---

5.3 对赌协议在监管上的完善建议.....	40
5.3.1 加强对赌协议的信息披露监管.....	40
5.3.2 禁止上市公司溢价回购和限制股权比例的调整幅度.....	41
<b>6 结语.....</b>	<b>43</b>
<b>参考文献.....</b>	<b>44</b>
<b>致谢.....</b>	<b>48</b>
<b>附录.....</b>	<b>50</b>

# 1 引言

## 1.1 选题背景和研究意义

### 1.1.1 选题背景

在我国快速发展的经济形势下，企业对融资途径多样化的需求日益增加，对赌协议作为私募股权投资领域的金融创新工具得以迅速发展，同时对赌协议的争讼案件也不断增加，自 2012 年最高院审理“海富案”以来，笔者检索到中国裁判文书网有关对赌协议的裁判文书共有 1459 件，其中有关股权回购的纠纷有 762 件，有关现金补偿的案件有 217 件，有关股份比例调整的案件有 2 件。对这些案件梳理可发现裁判规则的变化大致经历了三个阶段，如表 1.1 所示：

表 1.1 对赌协议效力变化的三个阶段

案件审理时间	案件名称	与目标公司对赌效力认定
2012	海富案 <sup>①</sup>	无效
2016	瀚霖案 <sup>②</sup>	担保有效
2019	扬锻案 <sup>③</sup>	有效

裁判规则的变动不一，反映了对赌协议自身的复杂性与对赌协议法律适用的不明确性，因此裁判结果也会有比较大的出入。对赌协议作为解决交易双方的定价分歧的契约安排，促进了我国资本市场的发展。但是对赌协议的合法性一直备受争议，加之涉及众多法学学科，如《合同法》、《公司法》、《证券法》等，使其难以认定。实践中，鱼龙混杂的对赌条款，使投资效果判若云泥。蒙牛与投资机构的对赌成功，对赌协议在我私募股权市场声名大噪。反之，也有目标公司原股东失去控制权的失败案例。例如，永乐电器与鼎晖投资对赌，以永乐最终被国美收购，同时原管理层也输掉了公司控制权惨淡收场。小马奔腾与建银文化的对赌，对赌失败后其创始人李明遗孀金燕因对赌协议背负 2 亿元巨额债务。实践中，虽然对赌协议失败案例比比皆是，其在我国的适用也屡屡遭到法律障碍，但是这些企业家们和专业投资机构仍然频繁使用对赌协议。对赌协议成为了我国法律灰色地带的一道独特的风景线，甚至已经常态化。我国证监会关于对赌协议在

<sup>①</sup> 最高人民法院（2012）民提字第 11 号判决书。

<sup>②</sup> 最高人民法院（2016）民提字第 128 号判决书。

<sup>③</sup> 江苏高院（2019）苏民再 62 号判决书。

IPO 领域的监管，采取否定态度，从实践看，这种做法并不能减少企业家们对对赌协议的喜爱。相反，多数投资方变相地签订对赌协议，使得对赌协议的表现样态更加多样。这不仅会增大监管难度，也导致了我国对赌协议无序发展的状态。对赌协议无序发展的状态还会形成金融市场的风险敞口，增加金融风险，不利于我国金融市场的稳定。

2019 年，《全国法院民商事审判工作会议纪要》（简称《九民纪要》），以塑造法治化的营商环境、缓解企业融资难问题为导向，提升对投融资交易的保护力度，正面回应了“对赌协议”的效力及履行问题。为了改善营商环境和鼓励投资创业的目的真正实现，应当进一步完善相应的规则体系，为企业发展提供助推剂。

### 1.1.2 研究意义

本文以法学为视角，对我国合理规制对赌协议的相关制度的建构和完善所作的系统研究，具有一定的理论和实践意义：

**理论意义。**为对赌协议的合法性和有名化的立法提供了依据，本文以合理规制对赌协议、促进审判实践的统一和促进私募股权投资市场健康发展为目标，不仅就对赌协议产生的理论进行探讨，而且参考英美法系国家相关类似条款规制的有益经验，对如何完善我国对赌协议法律规制提出了立法、司法意见。该建议是建立在笔者对对赌协议基础理论和国内外的立法、司法经验考察之后所进行的系统性思考之上的，具有一定的合理性，可供立法、司法部门参考。针对对赌协议监管中存在的问题，提出一些监管建议，对降低金融市场风险和建立多层次融资市场具有一定的理论意义。

**实践意义。**本文梳理了法院在审理对赌协议相关案件的审判思路和认定态度转变，明晰司法机关审理对赌案件裁判思路和适用规则。同时，为私募股权投资中投融资双方提供法律风险评估的参考素材，提醒投融资双方为使对赌协议有效，应尽可能做好尽职调查工作，在签订对赌协议时尽可能聘请专业的律师团队寻求目标公司、债权人与投资人利益的保护的平衡。

## 1.2 国内外文献综述

### 1.2.1 国内文献综述

对赌协议自从被公众知晓之初，迅速吸引了国内学者的注意，积累了丰富的研究成果，主要集中在对赌协议的概念、法律性质、理论基础以及对赌协议的合同效力四个方面。概述如下：

#### 1.2.1.1 对赌协议的概念研究

关于对赌协议的概念研究。从法学角度考察，学术界的普遍观点认为，对赌协议是

私募股权投资领域交易主体进行价格调整的手段。例如，潘林学者（2017）认为，对赌协议是一种定价机制，核心是纠正投融资交易行为过程中，对目标公司的估值偏差，以实现交易标的的“质、价”对等，促进私募股权投资交易行为的顺利进行。<sup>①</sup> 2019年11月14日，正式发布的《九民纪要》，对实践中的对赌协议含义的进行了界定，肯定了对赌协议的估值调整功能，控制功能和保护功能。<sup>②</sup>

### 1.2.1.2 对赌协议的理论基础研究

关于对赌协议的理论基础有以下观点：

**信息不对称理论。**信息不对称理论（由美国经济学家 G. Akerlof（乔治·阿克洛夫）、M. Spence（迈克尔·斯彭斯）和 J. E. Stiglitz（约瑟夫·斯蒂格利茨）提出）认为，市场交易主体对与有交易相关的信息掌握的程度决定了交易双方获得利益的高低。掌握信息的程度与通过交易获得的利益成正相关，即掌握与交易相关的信息越多，获得利益就越大；掌握信息较少的主体，通过此次交易行为获得的利益也较少。

**委托—代理理论。**牛国良（2008）认为，对赌协议是民法中委托代理理论的高级形式，是所有者权益与经营者权益相分离的产物之一。在现代企业管理中，为了提升公司的生产经营效率，企业所有者往往会聘请专业的管理人才实际展开公司的生产经营，这些企业管理者与企业所有者之间形成委托代理关系。

**激励理论。**对赌协议能够起到激励、激发投资人和融资人的行为动机的作用。依据激励理论，当融资方通过努力取得良好的业绩时，如果能够使得融资方取得红利的一部分，那么该业绩成果就会对融资者产生新的激励，如此循环，能够促进公司提升效率。王美静（2015）认为，在私募股权投资领域，对赌协议是激励理论的具体实践情形之一。因为私募股权投资领域，投资者只是披着产业投资者外衣的专业投资者，其实施投资交易行为的目的是获得目标公司在未来资本市场得增值，从而在其退出时实现财富增值。所以，投资者通过与企业管理人员签订对赌协议的方式，以增强公司业绩与公司管理者报酬的关联性，激发管理人员得工作潜力。

### 1.2.1.3 对赌协议的法律性质

关于对赌协议的法律性质研究。理论界主要有以下学说观点：

**附条件合同说。**例如，杨明宇（2014）和肖云霜（2019）认为对赌协议中约定的未来不确定事项，是对赌协议的生效事由。因此认为对赌协议成立时尚未生效，等到约定

<sup>①</sup> 潘林. 重新认识“合同”与“公司”——基于“对赌协议”类案中美比较研究[J]. 中外法学, 2017, 29(01): 250-267.

<sup>②</sup> 《九民纪要》二（一）：实践中俗称的“对赌协议”，又称估值调整协议，是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议。

的条件成就时，对赌协议才生效。大多持附条件合同说观点的学者，多是从此角度论证的。

**射幸合同说。**例如，谢海霞（2010）、华忆昕（2015）和焦雷（2018）认为投融资双方对对赌协议当中约定的未来不确定性事项的实现存在侥幸心理并且双方的权利义务内容会因对赌条件的实现与否有不同的内容。因此，认为对赌协议属于射幸合同类型。大多持射幸合同说观点的学者，多是从此角度论证的。

**无名合同说。**（又称非典型合同）。例如，潘林（2013）在其一文中明确指出，对赌协议应属于《合同法》上的非典型合同。张鸽（2018）认为，对赌协议不属于任何一类有名合同，但是现阶段考虑其使用范围较窄，因此，没有必要将其有名化，其应落入无名合同的范畴。

**期权合同说。**例如，李岩（2009）和陶爱萍、方红娟（2014）认为，投融资双方通过签订对赌协议获得了一份特殊股票期权，之所以说该股票期权较为特殊，是因为该股票期权的权利人并不享有通常的选择权。

#### 1.2.1.4 对赌协议效力研究

长期以来，关于对赌协议效力的认定在理论界和实务界的争议较大。其主要集中在目标公司作为对赌一方主体时，对赌协议的效力如何认定的问题，一种观点认为对赌协议无效，另一种观点认为对赌协议有效：

**认为与目标公司对赌无效。**持该观点的学者，主要从以下角度针对对赌协议的效力发出责难：从合同法的角度看，质疑的主要观点是：对赌协议中双方的权利义务明显不对等，严重违反了民法中的公平原则。从公司法的角度看，质疑的主要观点是：对赌协议实际以协议代替类别股，与我国公司法规定的同股同权原则背离。对赌协议中约定义务的履行、权利的实现将有损目标公司资产，进而损害到公司债权人利益。对赌协议的履行涉及公司股东利益与公司债权人利益的博弈，在此过程中存在违反资本维持原则的风险。

**认为与目标公司对赌有效。**持该观点的学者就上述质疑，从合同法和公司法层面提出了反驳意见，认为现行法律框架内对赌协议属于商业风险自负，不应存在效力上的障碍，从合同法和公司法角度分别予以如下论证：

从合同法的角度看，刘迎霜（2015）认为，合同的效力不应是变动不居的，不能因权利义务的履行内容不同来推翻已经成立并生效的合同。以条件成就与否为标准去判断对赌协议是否违反公平原则，这本身对投资者是不公平的，也不利于维护商事交易的安全。潘林（2017）和华忆昕（2015）提出，对于对赌协议效力的判断，应区分合同效力

与合同履行,不能混淆两者的差别,将对赌协议的履行障碍误读为对赌协议的效力障碍。

从公司法的角度看,学者从公司资本制度、债权人保护、同股同权三个角度认为对赌协议有效。雷兴虎、薛波(2015)认为,公司资产作为公司的责任财产使得债权人的债权保护有所依仗,随着我国《公司法》采用认缴资本制,公司注册资本显然不能起到有效标示公司责任财产和公司偿债能力的作用了。许德风(2019)认为,公司设立之初,股东出资是形成公司的原始资本,在认缴资本制下,公司资本只是股权符号,无法起到保护债权人债权的作用。因此,学者认为,在认缴资本制下,对公司资本制度并不应采取严格的刚性标准。从债权人保护角度,例如,潘林(2013)认为,当约定由目标公司承担股权回购或现金补偿义务,应从资本维持原则和债权人保护角度,审查对赌协议的效力,不应“一刀切”的认定对赌协议无效。学者刘燕(2016),分析了美国特拉华州法院是如何在资本维持原则下审理公司参与估值调整的纠纷的案例,认为法院在审理该类案件时应并不能仅是从合同的合法和违法性角度考察,还应当结合公司经营情况深入分析该对赌协议的履行可能性,这对法院的审理技术有较高要求。从同股同权原则角度,例如,杨宏芹(2013),认为,投资方作为公司股东,其通过投资安排享有的权利内容与其承担的投资风险相当,对赌协议是实质同股同权原则的实践。投资方通过对赌协议享有的权利类似于《公司法》中,针对中小股东利益保护设置的“股权回购请求权”。

#### 1.2.1.5 对赌协议监管研究

**关于对赌协议监管研究。**我国证监会目前关于对赌协议在IPO领域的监管,采取严格禁止态度。证监会出台的《首次公开发行股票并上市管理办法》(2020)(以下简称《首次发行并上市办法》)及《创业板首次公开发行股票并注册管理办法》(2020)(以下简称《创业板首发并注册办法》)均对上市企业的资产稳定、股权清晰做了规定,<sup>①</sup>要求发行人不存在股权权属纠纷及权属纠纷的潜在危险可能性。在具体IPO发行程序上证监会根据上述《办法》的规定,要求在境内发行上市的企业,必须对是否存在对赌协议以及履行情况严格披露,并且在发行上市之前,清理公司此前经营过程中的对赌协议。学者张志伟(2016)认为,证监会关于对赌协议的严格监管,并没有遏制对赌协议在私募股权融资中的广泛使用。相反,目标公司与投资人签订“抽屉协议”,来规避证监会关于对赌协议的监管,这在一定程度上来讲,增加了证监会的监管难度,更加不利于债权人权利保护。陈朝毅(2016)认为,公司可能会采取离案公司对赌的形式,利用离案公司保密性高、监管不透明等特点,为了规避证监会关于对赌协议的监管,这样不仅造成国

<sup>①</sup> 《首次发行并上市办法》及《创业板首发并注册办法》规定:要求发行人的主要资产不存在重大权属纠纷、发行人不存在重大偿债风险且发行人股权明晰,控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。

内资产的外流，也严重损害了我国税基。

### 1.2.2 国外文献综述

对赌协议来源于英美投资领域，在英美法环境下的对赌协议运用成熟，据笔者搜集的外文文献来看，在英美法体系下，与我国对赌协议相类似的条款有两个：Earn-out 条款（盈利能力支付计划）和 Redemption right 条款（回赎条款）。

Earn-out 条款，这与我国的现金补偿型对赌协议较为类似。其中，关于投资款的支付方式不同，对赌协议中约定的融资款的支付方式是一次性支付，而 Earn-out 投资款的支付方式是投资方先按照约定给付部分投资款，然后根据融资方的实际经营情况，决定是否进行投资。

Redemption right 条款，这和我国的股权回购型对赌协议相类似，即在条件不成就之时，目标公司须回购其股份。其中，这两种类型的估值调整方法主要适用的领域不同，Redemption right 主要适用于并购交易，在我国对赌协议主要存在于私募股权投资。笔者分析，这主要是因为我国和英美国家的市场经营状况不同。在国外，多层次的资本市场较为完善，私募股权投资领域有良好的市场竞争并且其并购市场发展完善，因此，英美法系国家大部分的估值调整机制发生在并购领域。相反，我国私募股权市场和企业并购市场起步和发展都较晚，资本市场还有很多不足之处。所以，本文认为，对赌协议是我国商事实践中借鉴了外国的估值调整条款之后，运用于中国资本市场的特有的估值调整机制。Bernard Black, Ronald J. Gilson(2004)认为，这些风险投资安排在英美法系国家有相应的制度安排对其保护和规范，制度设计及实践都已成熟。Steven N. Kaplan 和 Per Stromberg(2003)认为 Earn-out 条款（盈利能力支付计划）和 Redemption right 条款（回赎条款），对赌标的包括管理层职位、企业控制权、期权认购和业绩指标、第二轮注资等一系列内容。Ronald J. Gilson（2003）认为，优先股制度以及可转换债券制度为风险投资提供投资的合法途径以及良好的制度保护。《美国风险投资示范合同》中规定了优先股股东享有“回赎权”，并且规定了公司履行回赎义务的资金来源“合法可用分配基金”，及回赎方式“一年三等分”。这一条款较为妥善的避免了公司资产受损，平衡了投资者与公司债权人利益保护，避免了因股份回购而产生协议效力纠纷。

我国大部分学者也认为，我国对赌协议所面临的法律问题在英美法系国家并不存在。例如，我国学者陈朝毅（2017）认为，英美法系下有专业的律师为专业投资者和目标公司的投资交易保驾护航并且其证券法和公司法制度下的可转换公司债券和优先股制度为其估值调整提供适法路径。清澄君（2016）从投资人和融资人两个角度出发，探



析硅谷无对赌的原因。从投资人的角度来看，首先，在美国风投市场，由于资本量充足因此形成价格较高的卖方市场。其次，硅谷活跃着一大批从事风投业务的律所，这些非讼业务的激烈的市场竞争，使得律师收费相对公开透明。从融资人的角度来看，融资方多在初创企业。换言之，这一类似的投资安排更多发生在天使投资或者风险投资领域，一旦约定目标无法达成，这些初创企业和企业家也不会会有剩余资产去补偿投资者，因此以对赌方式作为退出途径实属困难。

### 1.2.3 综述评析

综上所述，我国学者对对赌协议的研究颇丰，在司法实践中也有较为丰富的研究素材。

**对赌协议的概念评析。**笔者以为上述学者对对赌协议的概念解读并不准确。其仅看到了对赌协议的价值调整功能，忽略了对赌协议对投融资交易的保护、预防和控制功能。因此，笔者以为，从动态角度解读对赌协议，更具有客观性和全面性。从动态角度解读对赌协议，不仅体现对赌协议的估值“调整”功能，还体现对赌协议能够在投资后的漫长时间里，针对目标公司发展中的各种情形设置了相应的保护、控制、预防功能，是一个面向投资过程中的一系列行为的利益调整机制。从该角度解读对赌协议来看，对赌协议并非简单的交易规则和仅凭合同法理论就能调整和规范的。

**对赌协议的性质评析。**学术界尚未达成共识。本文认为，上述所列的学说观点有一定的不足之处。上述学说观点不能揭示对赌协议的本质特征和对赌协议也并不完全符合上述合同类型。笔者认为仅从现有的研究视角出发，寻找于对赌协议最相类似的合同类型，无异于削足适履。例如，附条件合同说的主要限制在于：混淆了法律行为生效的条件和法律行为的标的。射幸合同说的主要限制在于：忽视了对赌协议的主观因素与对赌协议中投资方的成本。期权合同说的主要限制在于：其忽视了在对赌条件成就或者不成就时，对赌主体行使权利或者履行义务并没有选择性。担保合同说的限制主要在于：我国法律体系中的担保是对债的担保，而对赌协议的“担保”是对目标公司经营状况的担保。

**对赌协议效力研究评析。**目前大部分学者都倾向于对赌协议有效，并且给出了自己的论证观点。但是笔者以为，准确界定其性质是对其准确进行法律规制的前提。由于其对于对赌协议的性质认定有不完备之处，对于对赌协议的效力论证过程也难免存在一定的偏差。

**对赌协议监管研究评析。**目前关于对赌协议的监管研究较少，但是这并不意味着对赌

协议的监管没有问题。这是因为长期以来我国司法实践以及证监会对于对赌协议持否定态度自然导出的逻辑结果，即将其扼杀在萌芽状态。我国司法实践和证监会关于对赌协议强硬的态度弊端也是显而易见的。其严格的监管态度，不仅使得对赌协议产生了更多的变种加大了监管难度，阻碍了我国私募股权市场的良好发展，也不利于我国建立多层次的资本市场。因此笔者以为，证监会应根据不同的市场，量体裁衣的实施监管。

**国外关于对赌协议研究评析。**借鉴国外与对赌协议相关的配套制度，有利于我国对赌协议法律完善提供有益经验。可以通过借鉴英美法系的优先股制度、股权回购的财源限制制度、库存股制度，为我国私募股权投资市场的对赌协议提供本土化的规制途径，促进其健康发展。

综上所述，我国学者关于对赌协议的研究颇丰并且商事活动中的对赌协议的应运，为对赌协议的合理规制提供了丰富的实践经验。完善对赌协议法律规制和私募股权投资市场的法律体系，是我国建立多层次资本市场和提高我国市场竞争力的当然选择。

## **1.3 研究思路和研究方法**

### **1.3.1 研究思路**

本文从对赌协议的含义入手，首先介绍对赌协议的概念、特征、性质相关理论背景，为下文的论述打基础；其次，分析我国司法实践中典型案例的认定分歧，对现有判决的认定思路和不足予以分析归纳；再次，在对我国关于对赌协议的立法、司法及监管现状分析基础上发现我国对赌协议法律适用上存在的问题；最后，结合国外规制私募股权估值调整制度的优良部分提出完善我国对赌协议法律规制的相关建议。

### **1.3.2 研究方法**

本文以对赌协议为研究对象，以探究对赌协议的适用的效力问题及完善对赌协议相关配套制度为研究目的，决定了本文将综合运用下列研究方法。

#### **1.3.2.1 文献分析法**

通过互联网等移动设备以及线下图书馆查阅有关对赌协议的文献资料，通过对现有期刊、报纸、图书的阅读，把握其发展研究方向，为论文的写作打下基础。

#### **1.3.2.2 规范分析法**

文章结合对赌协议所涉及的合同法、公司法、证券法、经济法及上市公司规则等规范性文件的研究，尝试对从法律规范角度分析对赌协议的法律性质，并尝试从多种角度着手，讨论完善我国对赌协议法律规制的相关建议。

#### **1.3.2.3 案例分析法**

系统分析我们国家司法实践中对赌协议的审判案例，由案例分析审视其在我国立法、监管、司法中的问题进而提出规制对赌协议的完善建议。

## 1.4 研究创新点与不足

### 1.4.1 研究创新点

本文创新点在于以下两点：

**研究视角的创新。**学者在界定对赌协议概念时，多以静态的视角界定其概念的，因此仅关注到了对赌协议的“调整”功能，未能合理揭示其“保护、控制、预防”功能。本文着眼于在投资交易行为发生的漫长时间里，从动态角度解读对赌协议，更具有客观性和全面性。以此希望给予对赌协议发生的各个时间段以合理的法律规制

**司法建议的创新。**由于我国长期以来关于对赌协议效力持否定态度，导致对赌协议履行问题的研究自然的处于被屏蔽的状态。笔者在研究的基础之上，提出了兼顾资本维持原则的操作方案、完善利润分配实现补偿途径的建议。

### 1.4.2 研究不足

本文研究的不足之处：

**研究深度不足。**本文研究对象涉及合同法、公司法、证券法、经济法、民法等领域，需要深厚的交叉学科背景知识。然而，笔者深知自己理论知识积累浅薄和研究方法的局限性，难以对对赌协议中涉及的各种制度的衔接提出完美意见，因此，本篇论文的广度和深度都有待加强。

**案例分析研究的不足。**由于本文采取案例分析的研究方法，挑选的样本很可能存在代表性不足的问题，对于整体的归纳难免存在不全面的问题。

## 2 对赌协议概述

### 2.1 对赌协议的概念

对赌协议，又称估值调整条款(Adjustment Based on Performance)，是指投资者与融资方就未来不确定性的事项事先做出的一种约定。<sup>①</sup>一般而言，这些未来不确定事项，在国外通常涉及公司的财务绩效、非财务绩效、赎回补偿和管理层去向等。<sup>②</sup>在国内主要涉及公司的财务绩效，而且一般具体体现为净利润、公司上市。对赌协议的概念，可以简言之：对赌协议是着眼于投资行为过程中一系列权利义务内容的总称，涵盖于投资法律关系的建立、履行中，诸如投资款支付、兑现业绩或返还溢价款、管理权及其控制权、担保义务、回购权及其他不同退出情形下相关义务及附随义务等一系列内容，作为投资之初对目标公司估值的调整的契约安排。对赌协议的设置核心是，通过预先设定的权利义务安排纠正投融资双方对目标公司估值的偏差。

### 2.2 对赌协议的特征

通过对近年来在国内资本市场的对赌协议的具体分析，总结提炼对赌协议特征，才能更加准确的认识对赌协议，也有助于我们从法律层面正确规制对赌协议。

#### 1. 对赌条款的主体的特定性

对赌条款的签订主体具有特殊性，签订主体为投资方和融资方两方交易主体。投资方通常是私募投资基金、非专业投资公司或者自然人。这些投资者往往以非公开方式对非上市公司进行权益性投资进入目标公司。融资方实践中主要表现有三种类型：目标公司的原股东、目标公司管理层或者目标公司。

#### 2. 对赌条款的签订时间的特定性

对赌条款的签订时间具有特殊性，往往签订在私募股权投资领域，近年来公司并购活动中的对赌协议也屡见不鲜。这是由于私募股权投资领域和公司并购都有一个共性问题亟需解决，即解决投融资双方对目标公司估值难题。以私募股权为例，私募股权投资相比于公开方式进行的股权投资而言，第一，其投资成本低、收益高，但是风险大。第二，私募股权投资领域监管较为宽松，意思自治程度较高。第三，私募股权投资领域，由于目标公司往往是封闭型的非上市公司，存在信息披露不完善以及投资方退出渠道不畅通等问题。第四，私募股权投资领域，投资方与融资方对目标公司的价值估值达成一致是融资成功的关键，但是在签订融资协议过程中，由于投融资双方对目标公司掌握的

<sup>①</sup> 杨飞翔. 融资之道[M]. 北京: 法律出版社, 2016: 212.

<sup>②</sup> Black B.S & Gilson R.J. Venture Capital and the Structure of Capital Markets[J]. Journal of Financial Economics, 2004(09): 31.

信息不对称,且信息不对称在私募股权投资领域的高收益、高风险的环境里又会被成倍放大,进一步阻碍了双方就目标公司的价值达成一致。因此,投资者为了克服私募股权投资领域的估值难题以及畅通投资者的退出渠道,融资方为了避免目标企业价值被低估和满足自身对资金的需求,双方有足够的动力签订对赌协议。

### 3. 对赌条款与股权融资的相对独立性

对赌条款和融资协议的关系可以总结为:首先,股权融资协议促使交易双方签订对赌协议。投融资双方为了投资交易行为的顺利推进,绕过目标企业估值分歧,因此双方签订对赌协议,以未来特定时间目标企业的实际价值,对目标企业的估值进行调整,实现对投资方预付的投资资金的“多退少补”。其次,对赌协议保障融资协议的顺利签订。我们可以预测,如果没有对赌协议的存在,双方就不可能签订如此高溢价的融资协议。甚至可以说,如果没有对赌协议的存在,投融资双方很可能就此次融资项目不会达成交易的合意。例如,“海富案”中,海富公司以高达 10.67:1 的溢价而不是以 1:1 的对价购入目标公司股份。“瀚霖案”中,强静延以 7.5:1 高溢价而不是 1:1 的对价购入目标公司股权。在高杠杆的并购活动中,对赌协议的作用也十分突出,为了弥补投资方因高溢价取得目标公司股权所承担的损失。例如,清水源股份有限公司(简称清水源)并购同生环境有限公司(简称 TS 环境)的并购案中,TS 环境的股东全部权益 6834.77 万元,股东全部权益评估值为 49486.55 万元,增值率高达 6.24。也就是说,通过对赌协议的履行,以平衡投融资双方签订的《股权融资协议》权利义务的不平衡状态,实现对股权转让的质、价的调整,使得双方对目标公司估值更为准确。最后,更为重要的是对赌协议又相对独立于股权融资协议。对赌协议对股权转让对价的调整并不会影响投融资双方此前基于《股权融资协议》进行的股权转让的效力。

### 4. 对赌条款的法律效果的不确定性

对赌条款是投融资双方基于真实的、自由意思表示订立的合同。对赌协议成立经过要约、承诺环节。依据《民法典》第 483 条规定,<sup>①</sup>原则上此次投资交易过程中作出承诺的一方主体承诺生效时,对赌协议就成立并生效了,除非当事人另有约定。值得注意的是对赌协议成立时是否生效的问题,有学者认为对赌协议成立时尚未生效,其在协议约定的对赌目标确定成就或者不成就时,对赌协议才生效。理论界关于对赌协议的生效时间存在不同观点。司法实践中,对对赌协议效力的认定不一,以及投资方可依据对赌协议实现权利的程度不同,都体现了对赌条款的法律效果的不确定性。

### 5. 对赌条款的履行方式的特定性

<sup>①</sup> 《民法典》第 483 条规定: 承诺生效时合同成立,但是法律另有规定或者当事人另有约定的除外。

对赌协议的履行方式，通常会采取股权转让、现金补偿或者采取二者结合的方式。双方基于对赌协议中约定的股权补偿条款或者现金补偿条款或者二者的结合产生了债权债务关系。股权补偿方式主要包括：回购请求权方式、公积金转增股本方式、股权转让方式、债转股方式等。通过约定未来特定事件的发生或者不发生，作为确定对赌协议中权利义务内容的条件，以实现先前投资行为中对目标公司的估值偏差予以纠正的效果。

## 2.3 对赌协议的性质辨析

### 2.3.1 对赌协议是否属于射幸合同

射幸合同本质上是指履行的内容取决于不可预测的偶然事件是否发生或者是交易双方支出与收入不对等的一种合同。<sup>①</sup>因此，射幸合同具有以下两个特征：第一，合同标的的不确定性，不能通过人为因素控制的机会性事件，出现与否不能确定。第二，当事人的收入与支出之间具有不对等性。如保险合同，保险合同标的的发生与否具有不确定性，保险人可能会得到明显高于保险费的保险金，也可能得不到任何保险金。因此，大部分持射幸合同说观点的学者认为，其一，对赌协议的目标是企业未来的业绩或者目标公司上市，该业绩目标或者上市目标的主观臆测性的和客观随意性很大；其二，认为对赌协议的当事人的收入和支出会因对赌协议约定的该机会条件的实现与否有较大的悬殊，如果该机会性条件成就，投资方会获得远远超出支出的巨大收入；如果该机会性条件不成就，投资方很可能血本无归。但是仔细研究就会发现上述论述有一定的认识错误：第一，企业的未来业绩目标或者上市目标并不像上述论述所说的依靠运气决定实现与否的。实践中，交易双方会对企业的未来业绩进行科学评估的，该评估的结果要有充分的事实基础和科学的评估方法来说服投资者的。第二，认为对赌条件成就，投资方会得到远远超过其支出的收入。该观点忽视了投资方投资资金的时间成本、机会成本、代理成本以及上文提到的投资方是以高溢价购入目标公司股份的。实践中，投融资双方一般会约定3-5年的投资期限，投资方投资资金的这些潜在的账面外的成本不应被忽略。

将对赌协议归为射幸合同不仅在一定程度上误解了客观事实，另一方面也无利于科学合理的规制对赌协议。基于以上分析，笔者认为对赌协议不应归为射幸合同。

### 2.3.2 对赌协议是否属于附条件合同

认为对赌协议是附条件合同的学者指出，对赌协议实质上是指双方对未来某种条件

<sup>①</sup> 江平. 民法学[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2007: 301.

下发生的权利与义务的安排，这种安排是否生效取决于条件是否成立。<sup>①</sup>因此，主张对赌协议属于附条件合同。持该观点的学者认为对赌协议成立时尚未生效，其在协议约定的对赌目标确定成就或者不成就时，对赌协议才生效。但是，本文认为，对赌协议中约定的“对赌目标的成就与否”，是确定对赌协议法律效果及具体确定双方权利义务的条件，即属于对赌协议相关条款的生效条件，而不是对赌协议生效的条件。理由如下：第一，如前所述，对赌协议是双方高溢价签订融资协议的重要客观基础之一，即没有对赌协议存在，投资方不会同意以如此高的溢价签订融资协议。第二，如果认为对赌协议成立时尚未生效，那么在对赌协议成立之后生效之前，仅具有拘束力，不具有确定力和执行力，提供给投资方的保护是及其微弱的。第三，该观点事实上混淆了法律行为的附条件和合同部分条款的附条件及权利、义务履行内容的附条件。这一观点导致的不利后果是从法律制度上，不合理的割裂融资协议与对赌协议中的价值估值调整的事实上的联系。基于以上分析，笔者认为对赌协议不属于附条件合同。

### 2.3.3 对赌协议应属于独立类型的合同

前文已经提到，对赌协议在我国私募股权领域运用的核心是实现对投融资双方利益的一种调整，能够更好的保障双方利益的公平，以实现交易标的的“质-价”对等。有学者也认识对赌协议因其自身的特殊性，不能归类到任何一类有名合同之中，支持将其归为非典型合同。但是这种理论学说观点未免有脱离实践之嫌。我们界定对赌协议的性质的目的，就是为了解决对赌协议的法律适用问题。如此以来，如果只是认识到对赌协议不属于任何一种典型合同，既不能找出与对赌协议最相类似的典型合同，又不支持将对赌协议有名化。依据《民法典》第 467 条第一款的规定<sup>②</sup>的非典型合同的法律适用规则，我们会发现这种观点与我们研究对赌协议法律性质的目的背道而行。

从合同的生效角度来看，对赌协议作为投融资双方交易行为的合同安排，依据《民法典》第 143 条规定的民事法律行为的有效要件和 502 条的规定的合同生效的规则。一般来讲，对赌协议在满足上述法律规定的情况下，作为非典型合同的对赌协议可以由合同当事人自由订立。

本文认为，对赌协议本质上是在私募股权投资市场上，交易双方对交易标的物自我估值定价机制的补充，实现对交易标的物交易的“质-价”对等，实现以投资之初双方达成合意的价格进行交易。对赌协议出现的主要原因之一是传统定价机制在私募股权领

<sup>①</sup> 杨明宇. 私募股权投资中对赌协议性质及合法性探析——兼评海富投资案[J]. 证券市场导报, 2014(02):60-71.

<sup>②</sup> 《民法典》第 467 条第 1 款规定：本法或者其他法律没有明文规定的合同，适用本编通则的规定，并可以参照适用本编或者其他法律最相类似合同的规定。

域失灵。市场定价、第三方评估定价、自我估值是确定交易标的财产价值的三种方法。在市场交易活动中，市场定价是常见的定价途径，而在私募股权投资领域，由于私募股权市场化程度低、交易双方信息的不对称，交易标的财产的同质性较低，原有的市场定价机制难以实现。自我估值方法在私募股权投资领域发挥着定价的基础性作用，但是采用自我估值途径，基于上述特殊性的存在，投融资双方也难以达成估值定价合意，主要在于投资方投资活动瞄准的是目标公司未来在资本市场的表现，然而交易标的的未来市场表现，又受多重不确定事物影响，自我估值途径也难以实现交易标的“质一价”对等。因此，交易双方事前约定，在约定的期限到来时，具体确定交易之初的定价是否存在高估或者低估，依据事先约定的补偿机制对于高估或者低估的部分采取“多退少补”，这也是对赌协议的核心内容。私募股权投资领域，交易主体采取自我估值定价机制通常采用对企业未来盈利能力的估值方法、贴现现金流法<sup>①</sup>这两种方法。然而这两类估值方法，对于目标公司的估值，都是建立假定条件下的预估，如果假定条件未能实现，私募股权投资协议的高风险性的特点，会进一步放大投资者损失，因此私募股权的投资交易行为，迫切需要双方当事人事前约定估值调整机制，用以纠正由于预估导致的投资偏差。

本文以私募股权交易行为中常采用的对企业未来盈利能力的估值方法为例，举例说明对赌协议是如何实现估值调整的功能的。当采用对企业未来盈利能力的估值方法，公司市值=净利润×市盈率。<sup>②</sup>在此次股权投资交易中，交易双方共同约定一个市盈率(N)，交易双方预估到某一时间，公司净利润达到某一确定数值(B1)，那么双方在进行股权交易之初预估的公司市值(A1)=预估的净利润(B1)×市盈率(N)，投资方的预付金额(C1)=预估市值(A1)÷购入的股份数量(D)。当双方约定的期限到来，实际的公司市值(A2)=实际净利润(B2)×市盈率(N)。那么，投资方购入D数量的股份应支付的金额(C2)=实际市值(A2)÷购入的股份数量(D)。依据双方事先约定补偿机制，投资方购入D数量的股份应支付的金额(C2)-投资方的预付金额(C1)对投资方多退少补，从这一补偿机制中，可以看出事先签订的对赌协议有利于促进交易的公平性和提升交易的效率。从这一定价补偿机制中可以看出，对赌协议的核心是实现投资方与融资方的利益平衡，提升交易效率。根据以上所述，对赌协议解决对目标公司股权定价分歧的途径和方式来看，以股权回购或者现金补偿类型地对赌协议可以看作是以股权为交易标的的“多退少补”的买卖合同。

通过以上学说的评析，仅从现有的合同类型出发，寻找与对赌协议最相类似的典型

<sup>①</sup> 贴现现金流法：贴现现金流法的基础是现值原则，即在考虑资金的时间成本和风险的前提下，将预期时点的现金流量按既定的贴现率，统一折算为现值，再加总求得目标公司价值。

<sup>②</sup> 季境. 私募股权投资交易法律适用与实践[M]. 北京：人民出版社：2016：89.



合同类型，并不能解决对赌协议适用过程中的纠纷。如果仅从现有的合同类型考量，不关注对赌协议本身的特殊性，无异于是削足适履，难以从根本上解决问题。因此，本文认为，对赌协议不是类似于附条件合同、射幸合同的合同，而是约定以股权为特殊交易标的的“多退少补”的买卖合同。

## 2.4 对赌协议的产生背景及相关理论

### 2.4.1 对赌协议的产生背景

私募股权投资（Private equity）的起源可追溯到1976年华尔街成立的一家专门从事并购业务的私募股权投资公司KKR公司。<sup>①</sup>私募股权投资是指通过私募形式，对非上市企业进行的权益性投资行为。<sup>②</sup>在私募股权投资领域中，投资者通过权益性投资行为取得目标公司股权成为目标公司股东，但是这一投资交易行为又不同于一般的权益性投资行为，在投融资协议磋商过程中，投资方就要考虑投资的退出途径，与融资方达成合意并在融资协议中载明。因此，投资方实施本轮交易的目的可以概括为四个字“以退为进”，即为了退出该目标公司而进行的对目标公司的权益性投资。通常的退出途径包括，上市、并购、清算、或者股权回购等。当然这是从投资者角度来定义私募股权的投融资行为。从融资者角度来看，应为私募股权融资，是指拟融资者通过向特定对象募集资金的方式，取得特定对象权益性资金，从而融得资金的一种方式。

对赌协议在私募股权投资领域和公司并购活动中大显身手的主要原因是原因可以概括如下：传统的以市场、第三方中立评估、自我估值的估值定价方法在私募股权领域和公司并购活动中不能有效发挥作用以及私募股权领域和公司并购领域自身具有的以下特殊性。第一，市场化程度低；第二，交易标的物财产的同质性程度低；第三，市场定价和第三方评估定价、自我估值方法不能有效发挥作用；第四，交易标的物价格需双方自我估值定价，但此时交易双方又难以达成合意；第五，影响交易标的物的价格不确定因素较多。因此对赌协议与私募股权投资行为和公司并购活动相伴而生。

### 2.4.2 对赌协议产生的相关理论依据

#### 1. 4. 2. 1 委托代理理论

委托代理理论。私募股权投资领域中，投资者通过权益性投资取得目标公司股权，其身份定位一直都是瞄准资本运作主体，即便其由于权益性投资活动暂时性地披上了产业经营者的外衣，其目的在于企业上市或者通过其他方式退出获得其所持股权的增值而

<sup>①</sup> 杨飞翔. 融资之道[M]. 北京: 法律出版社, 2016: 196.

<sup>②</sup> 陈晓峰. 企业投资融资法律风险管理与防范策略[M]. 北京: 法律出版社, 2009: 170.

不在于获得目标公司的经营权和控制权，因此，投资方以高溢价增资方式进入目标公司仅持有目标公司少数股份、对投资收益率有一定的要求、投资者对被投资者的行业关联性没有要求、对目标公司的管理层的稳定性有一定的要求、不参与目标公司的日常管理经营，仅在财务管理方面派专业人员提供建议。这种投资活动又称为专业投资活动，相较于产业投资活动而言，能够快速满足目标公司发展对于资金的需求，对公司控制权的影响和同业竞争压力较小。所有权和经营权分离是现代公司发展趋势之一。这种专业投资活动中所出现的所有权和经营权分离的现象在民事法律关系中即为委托代理关系。我国《民法典》第 168 条、第 164 条对代理人滥用代理权的行为的法律后果进行了规定，但是由于私募股权投资领域的标的额数目较大、双方的信息不对称和委托代理关系中双方的利益不一致，目标公司原股东或者管理层滥用代理权给投资人造成的损失将会更严重，通过对赌协议可以约束目标公司管理层及控股股东的行为，强化目标公司管理层尽职履行勤勉义务，降低私募股权投资中的代理成本，为目标公司高效运营增添砝码。因此，可以说对赌协议是商事领域中克服委托代理成本的高级形式。

#### 1.4.2.2 信息不对称理论

信息不对称理论。信息不对称理论（由美国经济学家 G.Akerlof（乔治·阿克洛夫）、M.Spence（迈克尔·斯彭斯）和 J.E.Stiglitz（约瑟夫·斯蒂格利茨））认为，市场交易主体对与交易相关的信息掌握的程度决定了交易双方获得利益的高低。掌握信息的程度与通过交易获得的利益成正相关，即掌握与交易相关的信息越多，获得利益就越大；掌握信息较少的主体，通过此次交易行为获得的利益也较少。因此，进行交易的主体有充分的动机去搜寻与交易相关的信息，以实现自己利益的最大化。

私募股权投资领域的交易双方掌握的信息不对称发生在交易的各个阶段和各个环节。交易磋商过程中，投资方相对于融资方而言，信息掌握程度处于劣势地位；在投资方进入目标公司后，由于其并不直接参与目标公司的经营管理，其对目标公司信息掌握程度处于劣势地位；在投资期限结束，其仍然处于信息掌握的劣势地位。信息不对称的负外部性影响在私募股权投资领域会因为以下两点被成倍放大：第一，信息不对称的负外部性会因私募股权投资的高收益、高风险的特征和未来发展的诸多不确定因素被成倍放大；第二，在交易磋商过程中，双方会为了使自己的利益最大化，可能会故意隐瞒甚至编造虚假信息实现自己的利益最大化。如果交易双方无法通过一种利益平衡机制来降低信息不对称的负外部性影响，很可能形成“柠檬市场”。因此，这些具有开拓、创新和实践精神的商人就创造了对赌协议这样的估值调整工具，目的是使交易双方暂时搁置因信息不对称造成的估值分歧，待约定的期限到来再按照约定的方法“多退少补”，以

降低信息不对称的负外部性的影响。

#### 1.4.2.2 博弈理论

博弈论又称对策论，是研究竞争行为或者对抗行为中，具有不同目的或者利益的各方主体，为了实现自己利益的最大化，各方主体试图探究对方策略，并依据对方可能选择的策略，选择最有利于自己的行动策略。<sup>①</sup>举一个完全博弈的小案例有助于理解博弈理论，甲和乙从1-100之间任意说出一个数，甲和乙谁说出的数字与这两个数字的平均数最为接近，谁就是胜出者。甲乙如何寻找自己的最优策略。甲乙说出哪个数字最接近两数之和的平均数M。以乙为例，寻找乙在此次竞争行为中的最优策略。博弈论就是探究甲和乙如何给出自己的最优解。1到100的和为5050，因此，1到100的的平均数为50.5。据此，以判断甲给出的数字可能是50.5。乙可以根据事前探究到的对方的策略，给出自己的行动策略。此时由于，乙进一步推断甲可以知道自己的策略，如此循环往复，乙的最优数字是0。具体到私募股权的投资领域，投资方和融资方在签订投资协议时，双方处于对抗性竞争关系，交易双方都要考虑对方的行动策略，以给出最有利于自己的行动方案。对赌协议的签订就是交易双方实现自己利益最大化，投融资双方充分博弈的结果。

<sup>①</sup> 姚泽力. 对赌协议理论基础探析[J]. 经济研究, 2011(08):30.

### 3 对赌协议在我国司法实践的认定分歧

本文选取最高人民法院审理的有关对赌协议的 6 个司法案例，寻求最高人民法院审理对赌协议案件的裁判规则的转变。同时，也选取江苏高院（2019）苏民再 62 号案和德州中院（2020）鲁 14 民终 2840 号案作为分析样本，以探寻苏州高院对最高人民法院确立的裁判规则的突破和地方法院对对赌协议效力认定的态度。

#### 3.1 “海富案”：与目标公司对赌无效

##### 3.1.1 “海富案”案件事实

“海富案”案件事实：<sup>①</sup>2007 年海富投资有限公司与迪亚公司（迪亚公司为世恒有限公司的唯一股东）及海富公司实际控制人陆波签署了《增资协议》，约定海富投资有限公司以增资方式进入甘肃世恒有限公司成为其股东，增资金额为 2000 万人民币，增资后世恒有限公司股权比例结构调整调整为海富投资有限公司占比 3.85%，迪亚公司占比 96.15%，并约定公司利润按照各自的持股比例分配。协议约定的对赌事项如图 3.1 所示：

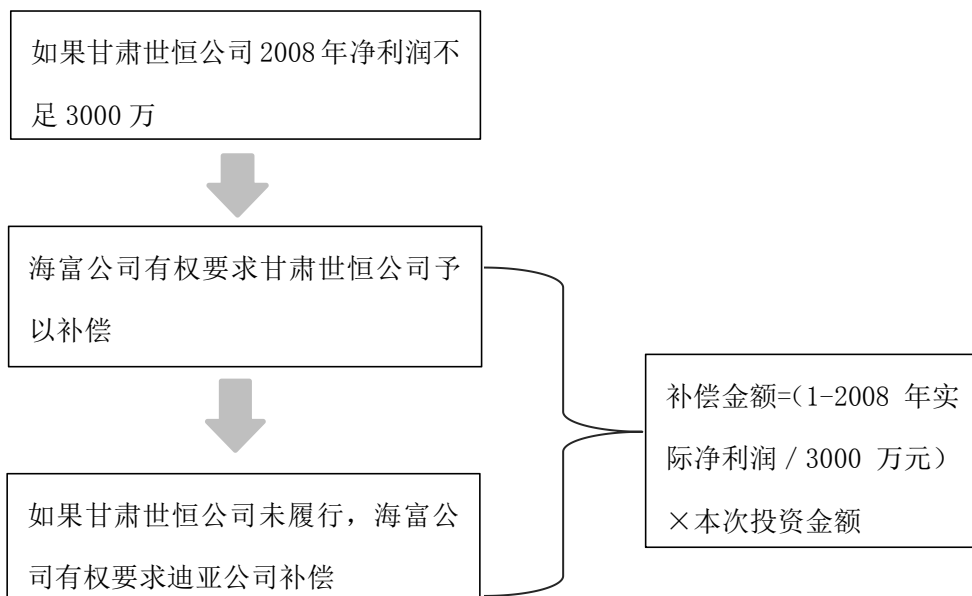


图 3.1 业绩对赌机制

2008 年约定的业绩补偿条件成就，当事人就《增资协议》中约定的业绩补偿发生纠纷，2009 年海富公司向人民法院提起诉讼。

##### 3.1.2 法院判决

<sup>①</sup> 最高人民法院（2012）民提字第 11 号判决书。

本案经过一审、二审和再审各级法院有关对赌协议的判决结果如表 3.1 所示：

表 3.1 法院裁判情况

法院审理程序	判决理由	裁判结果
一审法院 <sup>①</sup>	违反《中外合资经营企业法》第 8 条（已失效）、《公司法》第 20 条第 1 款规定。	《增资协议》中的业绩补偿条款无效
二审法院 <sup>②</sup>	依据《最高人民法院〈关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答〉》第 4 条第 2 款的规定	《增资协议》名为联营，实为借贷，判决世恒公司、迪亚公司向返还海富公司返还借款。
最高法院再审 <sup>③</sup>	依据《公司法》第 20 条与《合同法》第 52 条第 5 项的规定	最高人民法院认定二审裁判确有错误，改判《增资协议》由甘肃世恒公司承担业绩补偿条款无效，迪亚公司承担业绩补偿条款有效

## 3.2 “瀚霖案”：与目标公司间接对赌有效

### 3.2.1 “瀚霖案”案件事实

2016 年，最高人民法院再审案件将目标公司重新拉回对赌桌，“瀚霖案”基本案件事实：<sup>④</sup>2011 年，甲（瀚霖公司）、乙（强静延、许欣欣等人）、丙（曹务波）三方签署了《增资协议》及《补充协议书》。《增资协议》中有关原被告权利义务的约定：强静延以增资方式进入瀚霖公司，增资数额 3000 万，强静延取得瀚霖公司 0.86% 的股权。《补充协议》中约定的对赌事项，如图 3.2 所示：

<sup>①</sup> 兰州中院（2010）兰民三初字第 71 号判决书。

<sup>②</sup> 甘肃高院（2011）甘民二终字第 96 号判决书。

<sup>③</sup> 最高人民法院（2012）民提字第 11 号判决书。

<sup>④</sup> 最高人民法院（2016）民提字第 128 号判决书。

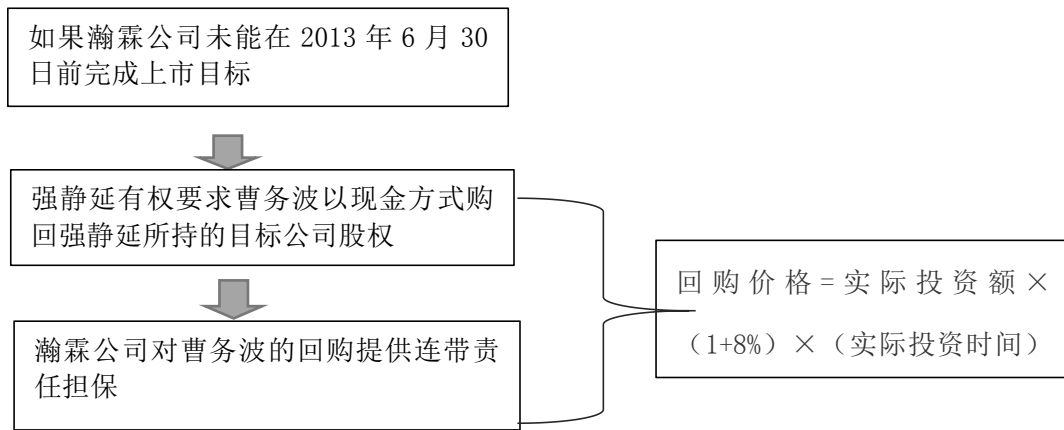


图 3.2 股权回购机制

### 3.2.2 法院判决

本案经过一审、二审和再审各级法院有关对赌协议的判决结果如表 3.2 所示：

表 3.2 法院裁判情况

法院审理程序	判决理由	裁判结果
一审法院	瀚霖公司为回购提供连带担保的约定，违反《公司法》第 16 条该约定损害了公司、公司其他股东以及公司债权人的利益。曹务波对强静延承担回购义务的约定，是其双方的真实意思表示，不损害公司及公司债权人的利益，不违反法律、行政法规的强制性规定。	瀚霖公司为回购提供连带担保的约定，无效。曹务波对强静延承担回购义务的约定，有效。
二审法院	瀚霖公司提供担保行为的效力，该约定违反《公司法》第 20 条规定，使得股东获益脱离了公司的经营业绩，为股东强静延设置保底收益。曹务波对强静延承担回购义务的约定，不存在法律规定的合同无效情形。	瀚霖公司为回购提供连带担保的约定，无效。 曹务波对强静延承担回购义务的约定，有效。
最高法院	瀚霖公司提供担保行为的效力问题，再审法院认为二审法院在认定其效力方面存在法律适用错误，认为瀚霖公司提供担保行为不存在合同无效情形，不违反《公司法》第 16 条的立法目的。	瀚霖公司为回购提供连带担保的约定，有效。

### 3.3 “扬锻案”：与目标公司对赌有效

#### 3.3.1 “扬锻案”案件事实

“扬锻案”基本案件事实：<sup>①</sup>2011年，华工公司与扬锻集团公司签署《增资扩股协议》。协议约定：华工公司以增资2000的方式进入扬锻集团公司成为其股东。2011年12月29日，扬锻集团公司（有限公司）经变更登记为扬锻公司（股份公司）。

同日，甲方（潘云虎、何灿焜、赵宏卫、耿长明等扬锻公司股东、金锻投资中心扬锻集团公司）、乙方（扬锻集团公司）、丙方（华工公司）三方签署《补充协议》。《补充协议》对华工公司溢价增加扬锻集团公司资本，约定了以股权回购的方式予以补偿，如图3.3所示：

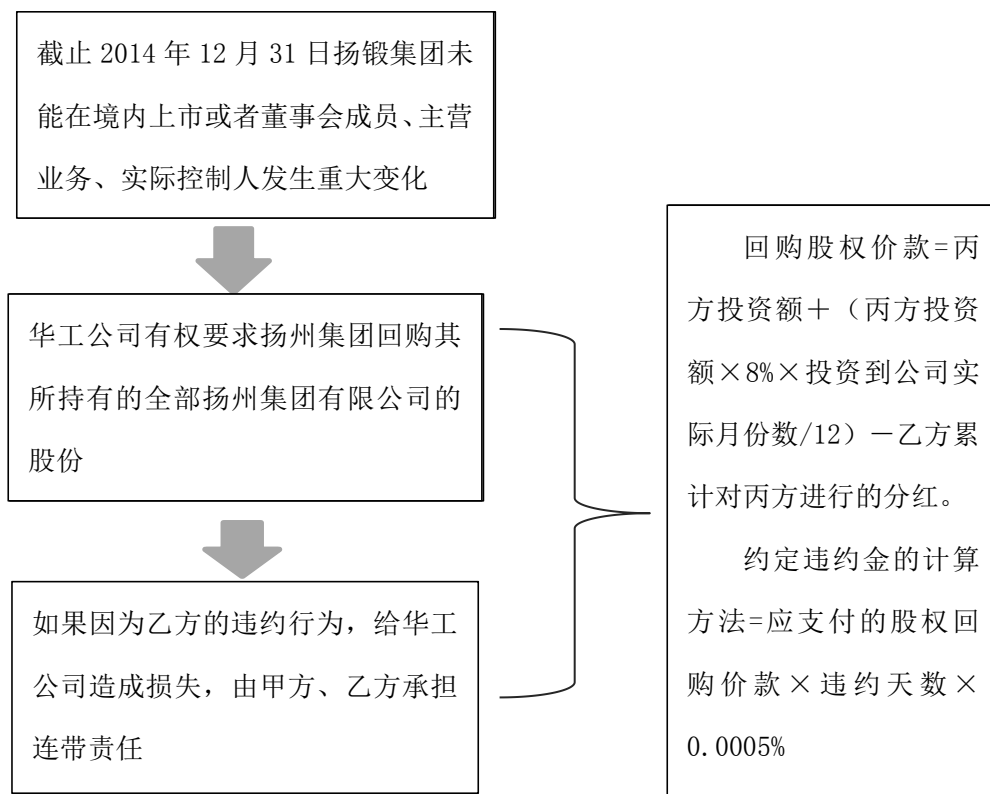


图 3.3 股权回购机制

#### 3.3.2 法院判决

本案经过一审、二审和再审各级法院有关对赌协议的判决结果如表 3.3 所示：

<sup>①</sup> 江苏高院（2019）苏民再 62 号判决书。

表 3.3 法院裁判情况

法院 审理 程序	判决理由	裁判结果
一审 法院	《补充协议》约定的由扬锻公司承担股权回购，违反《公司法》第 20 条规定的资本维持原则。依据该股权回购条款使得股东获益脱离了公司的经营业绩，为股东华工公司设置保底收益。损害了公司、其他股东、公司债权人的利益。	《补充协议》约定的股权回购条款，无效
二审 法院	同一一审法院。	驳回上诉，维持原判决
再审 法院	再审法院从有限公司和股份公司两个角度分析了《补充协议》中股权回购的合法性、合理性。首先从有限公司角度，我国《公司法》不禁止有限公司回购其股份，有限公司履行法定程序，可以回购公司股份。其次，从股份有限公司角度分析，依据《公司法》规定，第一，认为扬锻公司通过履行法定减资程序后，可以回购其公司股份。第二，认为投资方的投资行为使得扬锻集团公司的偿债能力得到明显提升，并且从目前扬锻公司的经营情况以及约定的股权回购款数额，支付股权回购款，并不会损害到扬锻公司其他债权人债权的实现，不违反资本维持原则的立法目的。	《补充协议》约定的股权回购条款，有效

### 3.4 案件评析

为了厘清最高人民法院对对赌协议效力认定的裁判规则，笔者同时在中国裁判文书网上搜集了最高院在（2012）民提字第 11 号判决书之后审理的其它类似纠纷的案件，在最高院（2014）民二终字第 00107 号案的判决书中同样肯定了“与目标公司原股东对赌”的协议有效性。同时，与最高院（2012）民提字第 11 号案同时期的最高院（2012）民二终字第 39 号案中，最高人民法院对于目标公司以提供担保的方式间接参与对赌也



是持否定态度的，以此类担保合同违反《公司法》第 20 条 1 款、第 35 条的规定，属于《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（三）》第十二条规定的抽逃出资的情形。即在对赌协议中，不允许约定由目标公司为原股东支付股权回购款或者补偿款承担担保责任。

之后，最高人民法院对于目标公司参与对赌协议的效力认定规则，即“间接与目标公司对赌也无效”的态度，在最高院（2016）最高法民申 2970 号再审裁定书中有了转变，很遗憾这个转变也只是轻微的，关于裁判文书的说理部分也很难使人信服。具体体现在：第一，关于该担保合同的效力认定仍然拘泥于股东抽逃出资的规定；第二，对投资方转让全部股份有所放宽，在文书说理部分强调，肯定目标公司对原股东回购投资者全部股权承担担保责任。换言之，如果目标公司的原股东只是回购投资者部分股权，最高人民法院认为此种情形仍然违反资本维持原则，属于公司股东滥用股东权利，抽逃出资，此种情形约定目标公司承担担保责任的条款仍属无效。2018 年，最高人民法院（2016）民提字第 128 号案中（“瀚霖案”）有了进一步转变，即约定目标公司对股权回购承担担保责任的效力认定，不再强调要求回购投资者全部股权。在“瀚霖案”中，最高人民法院最终肯定了目标公司为原股东支付股权回购款提供担保责任的条款的效力。

上文所述，最高法院在（2012）民提字第 11 号案、最高法院（2014）民二终字第 00107 号案、最高法院（2012）民二终字第 39 号案中，最高人民法院的分析路径可以归纳为：对赌协议中无论是约定由目标公司直接承担支付补偿款或者回购款，还是约定由目标公司对原股东向投资者支付补偿款或者回购款承担担保责任，都将违反《公司法》第 20 条、第 35 条强制性规定的情形，因此依据《合同法》第 52 条规定的合同无效是由，认定“直接或者间接与目标公司对赌都属于无效约定”。

最高法院（2016）民申 2970 号再审裁定书、最高法院（2016）民提字第 128 号案，最高法院的分析路径可以归纳为：对赌协议中约定，由目标公司对原股东向投资者支付补偿款或者回购款承担担保责任条款的效力认定，应该严格遵循合同无效法定主义，依据《公司法》第 16 条第 2 款规定的公司为其关联关系人提供担保的强制性规定，如果违反该强制性规定，依据《合同法》第 52 条规定的合同无效是由，认定对赌协议无效。如果不违反该强制性规定，且不存在《合同法》规定的其他合同无效是由，认定对赌协议有效。

江苏高院（2019）苏民再 62 号民事判决书，江苏高院的分析路径可以归纳为：对赌协议中约定，由目标公司直接承担支付补偿款或者回购款的效力认定问题。江苏省高院从资本维持原则出发，以公司责任财产减少是否实质损害公司债权人为判断标准，而

不再仅以目标公司作为对赌主体，将会导致目标公司责任财产减少为标准，直接据此认定对赌协议违反公司资本维持原则。简言之，其认为目标公司责任财产减少不是损害公司债权人债权的充分条件。进一步区分了对赌协议的效力认定和对赌协议的履行，认为不能以对赌协议存在暂时性的履行障碍，认定对赌协议无效。其尝试从《公司法》规定的减资程序阐述对赌协议的履行路径，为公司支付股权回购款的现金来源作出指引，该条对赌协议的履行路径可以使得公司其他债权人的债权在减资程序中予以保护，体现在公司减资程序中关于公司的通知、公告的法定义务，即公司其他债权人可以通知、公告的法定期限内

要求目标公司清偿债务或者提供担保，以实现债权人债权利益的保护。

德州中院（2020）鲁 14 民终 2840 号民事判决书，德州市中级人民法院的分析路径可以归纳为：对赌协议中约定，由目标公司承担由原股东向投资者支付回购款的义务，属于《合同法》第 84 条规定的债务转移的规定，但是没有履行法定程序，属于《公司法》第 35 条规定的抽逃出资情形，因而认定对赌协议无效。上述案例裁判路径的对比区分表格，如表 3.5 所示：

表 3.5 案例梳理

案号	目标公司参与对赌协议的形式(直接/间接)	法院态度(肯定/否定)	法理基础	目标公司承担责任后能否获得相应金额的债权不同
最高法 11 号案	直接	否定	资本维持原则	不能
最高法 39 号案	间接(担保责任)	否定	资本维持原则	能
最高法 128、2970 号案	间接(担保责任)	肯定	公司提供担保的规定	能
德州中院 14 号案	间接(债务转移)	肯定	债务转移的规定	具体依据目标公司与原股东之间的约定
苏民 62 号案	直接对赌	肯定	资本维持原则	不能

综上,关于以上6个司法案例裁判路径的分析可以看出,早期最高人民法院在严格资本维持原则下,所做的裁判有以下弊端:第一,忽略了对赌协议作为金融衍生工具的特殊性,忽视了对赌协议和《增资协议》之间紧密的联系,没有考虑投资方进入目标公司时是以高溢价增加公司资本的案件事实。第二,“与目标公司对赌无效”的僵硬裁判模式,可谓是不合理的牺牲了公司股东的利益,没有适当处理公司股东与债权人利益的关系。第三,在严格的资本维持原则下,甚至牺牲了认定合同无效应严格遵循法律规定的无效是由的原则。比如,在最高人民法院的第39号案件中,查明的案件事实是目标公司在对赌协议中的角色是保证人,但是最高人民法院坚持严格的资本维持原则,将案件涵射于《公司法》第20条、第35条、《合同法》第52条认定对赌协议无效。该裁判思路的合理性值得推敲。因为依据《公司法》第16条第2款的规定,《公司法》并不禁止公司为其股东或者实际控制人提供担保。

最高人民法院128号案和2970号案的裁判规则,可以看出最高人民法院对于对赌协议效力认定仍然坚持的是严格的资本维持原则。相较于最高人民法院39号案,其进步之处在于,对赌协议中约定目标公司作为担保人是否有效的认定,回归到了《公司法》第16条规定的公司提供担保的法律规定之上。

江苏高院“扬锻案”的裁判规则,其区分了对赌协议的效力及对赌协议的履行。关于对赌协议的效力判断,严格依照法律规定的合同无效是由和相对缓和的资本维持原则即对赌协议是否实质损害公司债权人利益为标准,认定对赌协议的效力。注重将对公司债权人的保护落实在对赌协议的履行阶段。《九民纪要》第5条肯定了江苏高院区分对赌协议效力和对赌协议履行的裁判规则。这能够有效克服最高院此前确立的与“与目标公司对赌无效”的弊端。

基于以上分析,本文将在后文对上述案例存在的问题予以回应。第一,针对司法实践中资本维持原则构成对赌协议的效力认定障碍的问题,在4.1.2部分讨论股份回购财源限制制度时一并论述资本维持原则是否必然导致对赌协议无效以及在5.2.1部分提出司法实践中兼顾资本维持原则的操作方案。第二,针对长期以来司法实践中忽视对赌协议履行的问题,在本文4.2.1和4.2.2部分结合我国现行法律的具体规定予以分析,并在5.2部分提出完善建议。第三,针对裁判案例中认定目标公司间接参与对赌协议效力认定存在的误区在4.2.3部分予以说明,并在5.2.3部分提出完善建议。

## 4 对赌协议在立法、司法及监管中存在的问题

对赌协议作为金融工具，不同于传统民商事领域的合同。就我国目前现行法律来看，显然没有针对对赌协议的专门立法，但是对赌协议的内容仍要符合《民法典》、《公司法》《证券法》等领域的法律规定。本节从立法、司法及监管来审视对赌协议在我国实践运用过程中可能存在的法律障碍。

### 4.1 对赌协议在立法上的问题

#### 4.1.1 作为非典型合同引发的法律适用障碍

我国《民法典》规定了 19 种典型合同类型和《保险法》中规定的典型合同类型外，实践中的其它合同，统称为非典型合同。我国《民法典》467 条关于非典型合同的法律适用规定。依据该规定，自然的逻辑路径是寻找对赌协议与哪一种典型合同最相类似。因此引发了对赌协议的附条件合同说的观点、射幸合同说、担保合同说的观点。但是由于上述关于对赌协议性质的学说观点，忽视了对赌协议作为一种金融创新工具天然的具有其自身运行机制的特殊性，并且已经成为国际投融资市场的国际惯用条款，因此局限于上述法律适用的逻辑思维进程，只能说是隔靴搔痒，没有抓住问题的关键，无法从根本上解决问题。

例如，将对赌协议界定为附条件合同，认为对赌协议成立时尚未生效，那么在对赌协议成立之后生效之前，仅具有拘束力，不具有确定力和执行力，提供给投资方的保护是及其微弱的，不利于双方诚实守信的履行合同义务，也不利于营造良好的商事环境。其导致的不利后果也是较为严重的。从法律制度上，该观点不合理的割裂融资协议与对赌协议中价值估值调整的联系，将本已经按照投融资协议履行的交易扭曲为尚未生效的协议。例如，将对赌协议认定为担保合同，这也不符合担保合同的法律规定和学理通说，我国立法和理论界通说认为对担保合同是对债权的担保。然而，对赌协议担保的既可以是公司的业绩实现情况，还可以是公司管理层的稳定性，具有多样性。从担保标的上看，对赌协议明显不符合担保合同的合同类型。如果仅从主观去认定对赌协议的性质，不尊重客观事实，无异于削足适履，甚至会适得其反。例如，将赌协议界定为射幸合同，这忽略了对赌协议的估值调整功能，并且掩盖了对赌协议自身是一种金融工具的事实。这种观点也不利于解决对赌协议的法律适用问题。

#### 4.1.2 股份回购财源限制的缺漏增加了无效风险

股份回购的财源限制。从我国 2005 年和 2013 年修订的《公司法》第 142 条<sup>①</sup>来看，我国《公司法》对股份回购的财源限制有立法规定，从法条表述上来看，该股权回购的财源限制制度过于简单，甚至对股份回购财源限制有一定的误读，但是这一问题在 2018 年修改《公司法》时并没有引起立法者的重视，甚至删除了关于股份回购财源限制的法条规定。

股份回购财源限制。股份回购的财源限制制度与资本维持原则的目的的一致，都是为了有效界定公司经营过程中有效自治和国家强制之间的界限，实现公司自治、股东权益保护与债权人利益保护的平衡。如果回购回来的股份用于减资，则回购是具体实现减资的一种途径，应符合公司减资的实体和程序要求。如果回购回来的股份用于建立库存股，在资本维持原则的框架内，自然推出的结论是股份回购应当像利润分配那样，该股份回购的限度应当在不损及公司资本的情形下，公司（股东）可以自由为之，公司债权人无权质疑。因此大多数国家关于股份回购的法律规定，出奇一致的为公司股份回购设定回购的财源限制，在该财务运作范围内，允许公司（股东）对于公司回购自主决策，公司债权人无权干涉。这提高公司关于股份回购的灵活性，对于维护公司市值、公司发行可转换公司债券具有重要意义。如美国特拉华州的回购的财源限制规定，其划定了用于股权回购的金额上限不得超过公司得盈余公积和未分配利润，其认为此限度内库存股对所有所有者权益的抵扣不会损及公司资本。<sup>②</sup>英国以及德国、日本等大陆法系国家，认为对回购施加财源限制被视为一种必不可少的补充规制，以平衡公司（股东）自治与债权人利益保护。<sup>③</sup>很遗憾，从我国《公司法》第 142 条第 1 款和第 2 款的规定来看，我国《公司法》并没有关于股份回购的财源限制。

公司资本制度设立的价值追求均是为维护公司信用和克服公司这种组织形式中的股东有限责任的负外部性，实现公司自治、股东权益保护与债权人利益保护的平衡，防止股东利用股东有限责任损害公司债权人利益。

我国现行《公司法》采取何种形式的公司资本制度。我国学者尚未形成统一观点，有学者认为，我国采纳折中资本制或认可资本制。<sup>④</sup>法定资本制，是指公司设立时，必须在公司章程载明符合法律规定的公司注册资本总额，并由发起人一次性全部认足或者全部募足，不得分次发行。<sup>⑤</sup>本文认为，我国应属法定资本制，我国在 2013 年修改《公

<sup>①</sup> 2005 年和 2013 年修订的《公司法》第 142 条关于股份回购的财源限制规定：股份公司回购本公司股份用于奖励本公司职工时，要求用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出。

<sup>②</sup> 刘燕，“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PE/VC 与公司对赌场景的分析[J]. 法学研究, 2020(02):166.

<sup>③</sup> 保罗·戴维斯，沙拉·沃辛顿. 现代公司法原理[M]，罗培新，译. 北京. 法律出版社：2016:319.

<sup>④</sup> 范健、王建文. 公司法[M]. 北京：法律出版社：2006：259.

<sup>⑤</sup> 朱慈蕴. 公司法原论[M]. 北京：清华大学出版社 2011：185.

司法》中，根据《公司法》第 25 条、26 条、80 条、81 条、第 37 条、第 99 条关于公司资本的法条表述来看其符合法定资本制的内涵。虽然我国取消了关于最低注册资本的要求，但是关于注册资本的发行、缴付方式、增资程序仍然与法定资本制的要求一致。因此笔者认为我国仍然属于法定资本制。

在法定资本制下，我国确立了资本维持原则，以期实现公司有效自治和国家强制、股东权益保护和公司债权人保护的权益平衡。资本维持原则的含义，我国法学界通说，是指公司在存续过程中，应当保持与其资本额相当的财产。<sup>①</sup>按照资本维持原则的本来含义来看，其含义内容并不禁止公司回购股东所持有的本公司股权。资本维持原则主要规制股东与公司之间发生的资本性交易行为，资本性交易行为是指股东基于股东身份或股权属性与公司发生的特殊的交易行为，包括出资、增资、减资、利润分配、回购或剩余财产分配。因此，资本维持原则并没有否认公司向股东单向给付财产的合法性。换言之，依据资本维持原则，其只是要求公司向股东的给付行为不得损及公司资本，并不禁止公司向股东给付财产的行为。

可以看出，在资本维持原则划定的法律框架下，公司仍然可以与股东进行资本性交易，在不损及公司资本的范围内，公司债权人无权质疑。反之，如果损及公司资本，公司就应当履行特定的减资程序。但是，由于我国《公司法》中没有规定股份回购财源限制规定，一方面导致我国股份回购似乎不必受到资本维持原则的限制；另一方面导致实践中，公司与股东约定回购其股权，除非履行减资程序，否则就会构成对资本维持原则的违反。因此，法院在审理有关对赌协议效力的认定的案件时，通常会以对赌协议违反公司法上的强制性规定，认定其无效。因此，我国《公司法》关于股份回购的财源限制规定的缺失，严重限制了公司在股份回购的有效的自治范围。

因此，实践中对赌协议如果约定由目标公司承担股权回购的义务，其效力障碍很大程度来源于我国《公司法》未规定股份回购的财源限制制度，导致公司在股份回购上的有效自治程度不足。这也是对赌协议效力长期以来饱受诟病的原因之一。

#### 4.1.3 优先股地位的缺失加大了无效风险

优先本质上是一种特别股<sup>②</sup>。特别股是相对于普通股而言的。普通股是公司发行的无特别权利内容的股份，普通股包含两项基本权利为：收益权和表决权。特别股对比普通股，在权利内容上享有某种优先权利或者承担某种特别义务的股份，为特别股。特

<sup>①</sup> 冯果. 公司法要论[M]. 武汉: 武汉大学出版社:2003:9.

<sup>②</sup> 冯果. 股东异质化视角下的双层股权结构[J]. 政治论坛, 2016(04):128-150.

别股依据其权利内容的优先性、劣后性，分为优先股、劣后股、混合股。<sup>①</sup>

目前我国《公司法》126条规定的“同股同权原则”，在“同股同权原则”的指导下，我国公司法一直未从立法上确认优先股的合法地位。私募股权投资领域，投资者希望获得投资后的资本增值，但不参与公司经营管理。因此，投融资双方签订对赌协议以期通过合同约定赋予投资方一定的优先权，例如股份回购请求权、现金补偿、董事席位作为削减投资方参与表决权的补偿。从我国《公司法》的法律规定考察对赌协议的交易结构和权利义务安排，其体现为我国《公司法》规定的股权优先权。因此笔者梳理分析了在我国现行《公司法》下，关于股权优先权的法律规范，如图4.1所示：

表 4.1 优先权在公司法上的合法性分析

	股份有限公司	有限责任公司	优先权条款在公司法下的合法性评价	
			股份有限公司	有限责任公司
优先分红权	《公司法》第 166 条第 3 款 <sup>②</sup>	《公司法》第 34 条 <sup>③</sup>	可 (✓) (章程另作规定)	可 (✓) (全体股东另作约定)
优先认购权	《公司法》第 133 条 <sup>④</sup>	《公司法》第 34 条	可 (✓) (股东大会决议)	可 (✓) (全体股东另作约定)
优先购买权	《公司法》第 137 条 <sup>⑤</sup>	《公司法》第 71 条第 3 款 <sup>⑥</sup>	不可 (✗) (股份自由转让为)	可 (✓) (公司章程另作规定)
优先清算权	《公司法》第 186 条第 2 款	《公司法》第 186 条第 2 款 <sup>⑦</sup>	不可 (✗) (持有的股份比例分配)	不可 (✗) (按照出资比例分配)

从股权优先权来讲，有限责任公司和股份有限公司中，优先分红权、优先认购权均没有法律上的限制。股份有限公司中股东无权行使优先购买权。优先清算权在我国公司类型的企业组织形式中均无权行使。更何况，对赌协议中除涉及的上述优先权条款外还

<sup>①</sup> 任尔晞. 关于我国设置公司种类股的思考[J]. 中国法学, 2010(06):145-188.

<sup>②</sup> 《公司法》第 166 条第 3 款：公司弥补亏损和提取公积金后所余税后利润，有限责任公司依照本法第三十四条的规定分配；股份有限公司按照股东持有的股份比例分配，但股份有限公司章程规定不按持股比例分配的除外。

<sup>③</sup> 《公司法》第 34 条：股东按照实缴的出资比例分取红利；公司新增资本时，股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。但是，全体股东约定不按照出资比例分取红利或者不按照出资比例优先认缴出资的除外。

<sup>④</sup> 《公司法》第 133 条：公司发行新股，股东大会应当对下列事项作出决议：（一）新股种类及数额；（二）新股发行价格；（三）新股发行的起止日期；（四）向原有股东发行新股的种类及数额。

<sup>⑤</sup> 《公司法》第 137 条：股东持有的股份可以依法转让。

<sup>⑥</sup> 《公司法》第 71 条第 3 款：经股东同意转让的股权，在同等条件下，其他股东有优先购买权。两个以上股东主张行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。

<sup>⑦</sup> 《公司法》第 186 条第 2 款：公司财产在分别支付清算费用、职工的工资、社会保险费用和法定补偿金，缴纳所欠税款，清偿公司债务后的剩余财产，有限责任公司按照股东的出资比例分配，股份有限公司按照股东持有的股份比例分配。

有其他优先权条款，例如回购权、反稀释条款<sup>①</sup>的约定。

由于我国公司法并没有规定优先股制度和长期以来我国《公司法》立法上表现出来的管制性特征，极易导致审判机关适用公司法中的相关强制性规定，认定对赌协议无效。因此，优先股制度的缺失增大了对赌协议的无效风险。

#### 4.1.4 投资方退出渠道的法律不完善

在私募股权投资领域，投资者更加需要一个完善的退出机制，以保障其资本的流动性。投资者的退出渠道从理论上讲，包括上市、新三板挂牌、并购、清算退出、回购或现金补偿。从严格意义上讲，回购和现金补偿并不只是在私募股权退出时才考虑的问题，其往往在私募股权投资资金进入时就要与目标公司原股东充分协商并且达成一致，因此回购和现金补偿不仅仅是起保障投资者退出的作用，更重要到是起到锁定投资风险的作用。

如上所述，投资者有如此多的退出渠道，而且对赌协议长期以来不被法律认可，为什么私募股权投资领域通常采用 IPO 加对赌协议的复合模式。本文分析是因为实践中其他退出渠道不能有效发挥保障投资者退出的作用。例如，其一，新三板挂牌退出渠道存在的问题，新三板市场由于自身定位不清、政策落地差距大等问题，导致新三板市场作为投资者的退出渠道存在以下三大弊端，新三板市场的流动性差、难以实现转板退出。其二，并购退出方式很可能出现买家少、形成买方市场，使得目标公司被低估，加上我国并购募集基金设立程序繁琐、相关并购法律体系不完善、并购管理人才稀缺等弊端，导致我国私募股权投资领域的并购退出方式停滞不前。其三，私募股权投资者还可以以清算途径实现退出，《公司法》第十章、《公司法司法解释二》和《企业破产法》规定了公司的解散清算和破产清算，通过破产清算和解散清算途径退出不至于使得目标公司管理层或者目标公司原股东因履行对赌协议背负巨额债务。但是，在我国长期以来对公司解散清算、破产清算认识不到位，导致其在私募股权投资市场一直处于被忽视的地位。因此，本文分析认为，由于投资者退出渠道的不完善是导致投资者铤而走险地与目标公司签订对赌协议以期保障其顺利退出目标公司。

## 4.2 对赌协议在司法上的问题

《九民纪要》之后对赌协议的效力问题的争议将暂时停歇，但是关于对赌协议的履行障碍的判断问题，将成为理论和司法实践争议的焦点问题。这是因为长期以来，在“与

<sup>①</sup> 反稀释条款：反稀释条款调整的结果就是把所有的稀释后果都由普通股（通常为控股股东）来承担，且因为没有考虑后续发行股份的数量和比重容易导致调整后持股状态的失控，对公司、控股股东以及后续投资人均会产生极不公平的效果。



目标公司对赌无效”的裁判规则指导下，自然也就屏蔽了对赌协议履行的复杂的实体和程序性问题。然而，在目前司法实践已经普遍认可与目标公司对赌的对赌协议效力的背景下，对于对赌协议的履行问题也须予以重视。

#### 4.2.1 退出过程中回购权行使及其问题

关于对赌协议约定回购的实际履行，《九民纪要》第5条规定，目标公司承担回购的合同义务时，目标公司要履行减资手续。笔者此处主要分析此种解决途径中，司法实践中面临的《公司法》强制性规定。

如果投资方起诉请求目标公司履行股权回购的合同义务，有必要从投资方的角度，结合《公司法》关于股权回购的法律规定，以及关于减资的法律规定，分析请求目标公司实际履行股权回购条款的合同义务的可行性和操作性。

《公司法》第74条详细规定了多种法定回购情形以及回购程序。该规定的立法目的在于：在公司特定重大事项的决议不能反映中小股东真实意思的情况下，保护中小股东的退出权。探析有限责任公司作为对赌协议股权回购主体的可行性、操作性。首先，需要回答关于《公司法》第74条性质，依据杭州中院（2010）浙杭商终字第1526号判决书的裁判理由，可以看出该人民法院认为《公司法》第74条属于非强制性规定，《公司法》允许有限责任公司通过章程约定公司回购股权的情形。我国大部分学者也认为《公司法》第74条属于非强制性规定。依据《九民纪要》第5条规定的精神，法院在审查投资方请求目标公司实际履行股权回购的诉讼请求时，要审查对赌协议的履行是否违反《公司法》第34条规定以及《公司法》第142条规定。该规定从侧面也表明最高人民法院对《公司法》第74条规定属于非强制性规定持肯定态度。本文认为，将《公司法》第74条定性为非强制性规定的观点，更符合有限责任公司“资合+人合”公司组织特点。

更进一步分析发现，将《公司法》第74条定性为非强制性规定，则有限责任公司履行股权回购义务不必须履行减资程序和承担减资程序高昂的程序成本。但是从《九民纪要》第5条的规定来看，有限责任公司履行对赌协议的股权回购义务时，事实上也选择了通过减资途径实现。本文分析，裁判者可能是担心投资方与融资方通过对赌协议抽逃出资，损害公司债权人利益，经过考虑之后不得已的选择。依据《公司法》第37条规定的有限责任公司减资程序和《公司法》第39条规定的临时股东会会议的提议权和《公司法》第40条规定的股东会议的召集和主持主体来看。如果目标公司原股东拒绝召开股东会，投资方想要通过自行召集和主持股东会的方式是很难行的通的。因为实践中投资方往往是高溢价增资，其持有目标公司的有表决权的股权很少达到十分之一以

上。此种情形下，如果投资方诉请法院请求目标公司召开股东会会议，实践中，该诉讼请求能否得到支持，一直以来多有争议。关于股东会会议召开是否可以起诉的问题，在《九民纪要》第 29 条，给出了明确的回答，股东会会议召开不可诉，其认为是否召开股东会会议，属于公司内部治理问题，司法不应过多干预。因此，投资方很难仅凭一己之力召开股东会。即使投资方所持有的目标公司有表决权的股权达到十分之一，也是很难实施的。因为《公司法》第 43 条规定，公司减资需要通过有效的股东会决议。

《公司法》第 142 条规定的“股份回购情形”，通说认为股份公司股份回购禁止是原则，法定回购情形是对禁止回购原则的例外规定。因为股份公司是“资合性”公司，更加注重对“资本维持原则”的维护。在股份有限公司中，投资方请求目标公司回购其股份的诉讼请求是否能够得到支持，司法实践中也依赖于目标公司是否履行减资程序。在《公司法》第 100 条、101 条、103 条的规定了股份有限公司减资程序的规定，其操作困境与上述有限责任公司基本一致，此处不再赘述。

《九民纪要》以及“扬锻案”，将“股份回购=减资”的做法是否符合股份回购和减资的逻辑关系，以及对赌协议中的股份回购是否必须要受困于减资的高昂成本，有待进一步商榷。本文分析认为，将“股份回购=减资”的逻辑路径，实难经受拷问。从资本维持原则出发，减资必然损及公司资本，因此各国《公司法》都规定了严格的减资程序。我国《公司法》也从实体和程序上，严格规范公司的减资行为。公司实施股权回购情形下，如果回购回来的股份用于减资，则回购是具体实现减资的一种途径，应符合公司减资的实体和程序要求。如果回购回来的股份不是用于减资，在资本维持原则的框架内，自然推出的结论是股份回购应当像利润分配那样，该股份回购的限度应当在不损及公司资本的情形下，公司（股东）可以自由为之。很遗憾，从我国《公司法》第 142 条第 1 款和第 2 款的规定来看，我国《公司法》并没有关于股份回购的财源限制。因此我国《公司法》关于股份回购不可避免地陷入到减资的繁琐的程序之中。只是相较于减资经章程或者股东大会授权将股份回购的决定权下放至董事会。本文认为，《九民纪要》以及“扬锻案”中，将“股份回购=减资”的做法，错置了股份回购与减资的逻辑关系。本文分析，我国《公司法》未规定股份回购的财源限制规则，可能是这种错置逻辑关系的原因之一。

#### 4.2.2 约定现金补偿权的行使及其问题

关于对赌协议的现金补偿义务的实际履行，《九民纪要》第 5 条规定，承担现金补偿合同义务时，比照利润分配的规定。此处主要分析此种解决途径中，如果投资方请求

目标公司履行现金补偿的合同义务，从投资方的角度，结合我国《公司法》关于公司利润分配的规定，分析投资方请求目标公司履行对赌协议的可行性。

将对赌协议中约定的现金补偿通过利润分配途径实现，是否符合《公司法》规定。本文分析认为，这是资本维持原则下的对股东进行现金补偿的当然途径，因为对赌协议中的现金补偿义务的履行，往往不会导致目标公司股份（股权）结构比例的变化，只是使得投资方单向度的取得了公司资产，所以不能比照减资而是应当比照利润分配进行。我国《公司法》第 166 条<sup>①</sup>、34 条、<sup>②</sup>37 条是关于公司分配利润的强制性规定。

因此，当目标公司与投资方因对赌协议履行发生纠纷时，投资方向人民法院起诉请求目标公司履行现金补偿义务的，存在以下 4 个问题：第一，投资方作为目标公司股东是否要依据《公司法司法解释四》第 14 的规定提交有效的载明分红方案的股东会决议，该问题仍有争议。如果认为投资方不需要提交股东会（股东大会）决议，其他股东的利润分配请求权如何保护？如果需要提交股东会（股东大会）决议，恐怕投资方仍要面临难以召开股东会（股东大会）以及形成有效股东会决议的问题。第二，投资方是否可以依据对赌协议对目标公司盈余优先于目标公司其他原股东获得股利分配仍然不明。该问题的法律规定的不明晰，造成的困境是当投资方起诉目标公司支付对赌协议的金钱补偿义务时，尽管目标公司有可以进行利润分配的盈余，那法院判决支持原告全部或者部分诉讼请求时，是否要考虑其他股东的利润分配请求权。第三，如果法院在判决目标公司向投资人履行现金补偿义务，如果不严格适用《公司法》第 166 条、34 条、37 条规定的公司利润分配的规定，公司债权人或者其他股东可以依据《公司法》第 166 条第 5 条的规定，请求投资方返还已经支付的利润，这样基于法院的判决又会引起新的纠纷。第四，用于现金补偿的利润的范围不明，是公司积累的全部未分配利润，还是对赌实施期间公司的利润。

通过以上论述可以得出，即使人民法院依据法律规定最终肯定了对赌协议的效力，投资方请求目标公司依据对赌协议履行股权回购或者现金补偿义务，碍于《公司法》上述的实体和程序性强制性规定，仍然困难重重。换言之，在现行《公司法》框架下，如果目标公司和目标公司原股东不配合履行对赌协议，即使人民法院认定对赌协议有效，从对赌协议法律上的履行可能性到事实上的履行可能性仍有较大距离，投资方仍然很难实现对赌协议约定的权利。因此，在对赌协议效力认定与对赌协议履行障碍相区分的模

<sup>①</sup> 《公司法》第 166 条第 4 款：公司弥补亏损和提取公积金后所余税后利润，有限责任公司依照本法第三十四条的规定分配；股份有限公司按照股东持有的股份比例分配，但股份有限公司章程规定不按持股比例分配的除外。

<sup>②</sup> 《公司法》第 34 条：股东按照实缴的出资比例分取红利；公司新增资本时，股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。但是，全体股东约定不按照出资比例分取红利或者不按照出资比例优先认缴出资的除外。

式下，对赌协议履行的实体和程序问题，构成对赌协议司法实践中的难题。

### 4.2.3 目标公司间接参与对赌协议的效力认定存在误区

目标公司承担担保责任的对赌协议的效力认定存在误区。最高法 39 号案中，关于对赌协议的效力认定，最高法院以将该行为属于“股东抽逃出资”为由认定其无效。最高法 128 号案，关于对赌协议的效力认定，回归到了《公司法》第 16 条关于担保合同的效力认定轨道上。《九民纪要》征求意见稿第 10 条，也认为此类担保适用《公司法》第 16 条的法律规定，认定其担保行为有效。但是《九民纪要》正式版本删除了该规定。上述案件裁判结果以及《九民纪要》对于此问题回答的摇摆不定，也恰恰说明了对赌协议约定由目标公司提供担保行为性质的复杂性。此种场合的公司担保行为性质上既体现了公司的资本性交易，也体现了公司的经营性交易性。《公司法》规制这两类行为的法律规范是不同的，规制公司的资本性交易行为，我国《公司法》是以资本维持原则设置规制的底线规则；规制公司的经营性交易行为，适用的是公平原则与关联交易规则规制的。很遗憾的是最高法 39 号案中，关于目标公司为原股东与投资方提供担保的约定，仅关注了其资本性交易的一面，忽视了其经营性交易的一面。最高法 128 号案中，关于目标公司为原股东与投资方提供担保的约定的效力认定，仅关注到了其经营性交易性质的一面，忽视了其资本性交易性质的一面，忽视了该担保责任的履行与资本维持原则的关系，甚至未关注到该担保责任履行的问题。

## 4.3 证券法领域关于对赌协议的监管问题

从证监会的监管来看，由于证监会重点监管的公司多为上市型的公众公司和非上市型的公众公司，多涉及公众利益。分析证监会对赌协议的规定，不难看出其对于对赌协议的态度比较保守。

### 4.3.1 对赌协议构成 IPO 的障碍

在主板和创业板市场，证监会对对赌协议的认可程度，因公司实施不同的发行行为而有不同。笔者具体分析了证监会针对公司首发行为和并购重组行为两个层面的具体规范和实践层面的具体做法，以此窥探证监会对赌协议的监管态度。

其一，针对公司首次发行股票的发行行为而言，证监会禁止 IPO 过程中存在对对赌协议，认为其构成 IPO 过程中的实质性阻碍。

从法律规范层面看你，《首次公开发行股票并上市管理办法》第 13 条、<sup>①</sup>《创业板首次

<sup>①</sup> 《首次公开发行股票并上市管理办法》第 13 条：发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。

《公开发行股票注册管理办法》第12条、<sup>①</sup>证监会发布的《首发业务解答》第5个问题的解答中，<sup>②</sup>其认为对赌协议调整的结果既可能涉及现金补偿款的支付，也可能涉及股权结构的调整引起控股股东、实际控制人的发生变更。可以看出，证监会对于主板和创业板市场的IPO过程中的对赌协议，持禁止态度，禁止发行人作为对赌主体。

从公司首次发行的实践层面看，广州九恒条码股份有限公司（简称“九恒条码”）拟在上海证券交易所主板市场上市，于2019年06月20日向证监会报送了《首次公开发行股票招股说明书》，证监会于2020年4月17日公开了《反馈意见》中，证监会要求九恒条码说明其“历次股权转让的是否存在对赌协议”，因此九恒条码在接下来报送的《首次公开发行股票招股说明书》中，披露了其曾于2016年到2019年之间的多次股权转让中签署的对赌协议，既包括业绩对赌也包括上市对赌，其曾于2019年5月至6月期间，于投资方约定终止了相关对赌协议。并且此次披露的《解除协议》中，令人迷惑的是《解除协议》同时约定，如果九恒公司未能成功上市，该终止协议自动终止。从《三只松鼠IPO反馈意见稿中》、《北京金房暖通股份有限公司IPO申请文件反馈意见》等证监会发布的反馈的意见稿中，可以看出证监会密切关切发行人的股权转让行为中是否存在对赌协议。从证监会发布的这些拟上市公司的前后版本的《首次公开发行股票申请文件》来看，这些拟上市公司中都不约而同的在上市申报前另外签署《解除协议》终止了此前的对赌协议。

其二，针对上市公司并购重组行为，证监会允许对赌协议的存在。

从上市公司的并购重组法律法规层面来看，《上市公司重大资产重组管理》和证监会《关于并购重组业绩奖励有关问题于解答》中详细规定了并购重组行为中适用对赌协议时，可以约定的业绩承诺期限、业绩承诺奖励，为并购重组行为中实施对赌协议提供了具体的规范性指引。其中关于业绩承诺期限，如果上市公司对目标公司采取收益法进行估值，需要披露未来三年的盈利预测和业绩实现情况。对业绩承诺奖励总额规定了两个红线，不超过超额完成业绩部分的100%且不得超过交易作价的20%，为对赌协议约定业绩承诺奖励划定意思自治的范围，并且要求其对于业绩承诺奖励的合理性、原因、相关会计文件予以充分说明和披露。

从其实践层面看，证监会肯定对赌协议在上市公司并购重组中的积极作用。例如，

<sup>①</sup> 《创业板首次公开发行股票注册管理办法》第12条第2项：（二）主营业务、控制权和管理团队稳定，最近二年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大不利变化；控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属清晰，最近二年实际控制人没有发生变更，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷；

<sup>②</sup> 《首发业务解答》第5个问题的解答要求：原则上“发行人应当在申报前清理对赌协议”，其中例外的情形下，可以不再发行前申报前清理对赌协议，但要同时满足4个条件：第一，发行人不得作为对赌协议主体；第二，对赌协议的存在不可能影响公司控制权、不影响公司市值、不影响其经营能力；第三，保荐机构及发行人律师就上述要求发表明确审核意见；第四，发行人的关于对赌协议的信息披露义务和内容。

证监会 2018 年 7 月 20 日公布的《关于浙江司太立制药股份有限公司发行股份申请的反馈意见中》第 7 条，要求发行人披露本次交易过程中业绩承诺的实现性，业绩承诺总额占本次交易作价的比例等因素，要求独立财务顾问、律师、评估师核查并发表意见。在上市公司发展过程中，并购重组是上市公司非常重要的经营战略行为，对赌协议能够实现目标公司估值调整的需要，而得以广泛应运。证监会也充分肯定对赌协议在上市公司并购重组的积极作用。

因此，从上述证监会的监管态度来看，在企业首次发行过程中，证监会禁止拟发行主体存在对赌协议；在上市公司实施并购重组行为中，证监会肯定了对赌协议的估值调整作用。这体现了证监会监管态度的不一致，考虑到融资方对企业发行上市的渴望以及对赌协议的广泛应运，本文认为可以适当允许在企业上市发行过程中存在对赌协议。

#### 4.3.2 IPO 过程中禁止对赌协议会引发潜在的投资风险

从实践来看，IPO 是私募股权投资市场上投资方实现资本退出的重要渠道，即使目前证监会对赌协议采取禁止态度，也无法改变大中型企业希望通过私募股权获得融资改造企业生产实现其在资本市场上的快速增值。因此，实践中会看到拟发行人在上市发行前夕纷纷终止对赌协议。例如，广州九恒条码股份有限公司（简称“九恒条码”）拟在上海证券交易所主板市场上市，其于 2019 年 06 月 20 日向证监会报送发行申请，从后来的信息披露内容来看，其曾于 2019 年 5 月至 6 月期间，于投资方约定终止了相关对赌协议。并且此次披露的《解除协议》中，令人迷惑的是《解除协议》同时约定，如果九恒公司未能成功上市，该《解除协议》自动终止。不免让人怀疑，该《解除协议》只是表面。该公司签订的对赌协议只是“明亡实存”。无独有偶的是，从证监会发布的关于三只松鼠、金房暖通节能技术股份有限公司的《首次公开发行股票申请文件反馈意见》来看，这些拟上市公司中都不约而同的在上市申报前另外签署《解除协议》终止了此前的《对赌协议》。

从 IPO 过程可以看出，拟发行人是否存在对赌协议是证监会重点监管的对象，构成首次发行行为的“拦路虎。”拟发行人为企业上市作准备，纷纷在企业发行申报前夕终止对赌协议的做法，不免令人担忧这些《解除协议》只是使得《对赌协议》“明亡实存”，以“抽屉协议”的形式存在。而这些名存实亡的对赌协议，不仅加大了证监会的监管难度，而且在企业上市之后，这些名存实亡的对赌协议仍然可能损害中小股东的投资利益。

## 5 对赌协议在立法、司法及监管中的完善建议

针对上述指出的对赌协议在立法、司法和监管中存在问题，在此部分提出完善建议。

### 5.1 对赌协议在立法上的完善建议

#### 5.1.1 将对赌协议通过立法有名化

由于对赌协议独特的运行机制及其特殊性（上文第 4.1.1 处已经介绍），造成长期以来对赌协议存在法律适用障碍。因此，本文建议通过立法将对赌协议有名化。须以澄清是，笔者并不是主张将实践中所有的合同都有名化，只是基于以下考量，建议将对赌协议规定为独立合同类型。其一，考虑到对赌协议自身作为一种金融创新工具有其自身运行机制的特殊性，现行法律规定的典型合同类型以及非典型合同的法律适用规定，无法恰当解决对赌协议应运过程中出现的法律问题。其二，其已经成为国际投融资市场的国际惯用条款，在实践中广泛应运。其三，将对赌协议规定为独立的合同类型，能根本上解决对赌协议法律适用的争议。因此本文建议将其规定为独立类型的典型合同，以从根本上解决其法律适用障碍的问题。将对赌协议通过立法规定为典型合同，虽说前路艰难，但这是符合实践的有意义的做法。

#### 5.1.2 建立股份回购的财源限制

《九民纪要》的规定以及人民法院的裁判案例，错置了股份回购与减资的逻辑关系。本文分析，股份回购的财源限制规则缺失，可能是导致错置逻辑关系和加大对赌协议无效风险的重要原因之一。上文已经分析，在 2005 年和 2013 年修订的《公司法》版本中，我国法律对有股份回购的财源限制有所涉及，但遗憾的是由于对“财源限制”的认识不准确，从规范语句的表达来看，其制度规定过于简单并且有将“财源限制”和“资金来源”混淆的嫌疑。从 2018 年修订的《公司法》来看，其取消了股份回购的财源限制的规定，使得我国《公司法》关于股份回购行为是否还存在资本维持原则变得更加扑朔迷离了。

因此，本文建议通过以下方面完善我国股份回购财源限制：其一，在股份回购财源限制的立法模式上，可以借鉴美国《示范公司法》的立法模式，将公司的偿债能力测试作为公司回购本公司股份的的衡量尺度，该立法模式能够充分发挥公司自治作用，为公司发展松绑。该立法模式能够极大满足股东的投资回报需求，提升其投资热情，也能够从实践层面保护公司债权利益，平衡股东利益和公司债权人利益保护。其二，规范董事在股份回购的勤勉义务，我国《公司法》规定公司履行减资或者合并过程中，公司应当

通知公司债权人，如果因其未履行通知、偿债或担保义务，导致公司债权人债权遭受损害，公司债权人可以要求公司董事对此要承担连带责任。可以借鉴此做法，在股份回购财源限制行为中进一步提升董事的勤勉义务，提升公司信用。其三，在实际操作中，财源限制的规制既要重视商事主体的自我判断，也可以引入第三方机构进行中立判断，加强股份回购的信息披露，对于恶意不实施股份回购，导致投资方无法行使对赌协议股份回购权利的，可以通过信息披露制度，提升公司自律。

### 5.1.3 确立公司优先股的合法地位

对赌协议的合法性长期以来争议较大的原因，不仅是因为对赌协议可以起到防御和控制投资风险的作用，更主要的原因在于通过对赌协议的条款设置，实则使得投资方享有优先于其他股东的优先权。这种通过条款设置的优先权权利形态实则有违反我国《公司法》规定的同股同权原则的嫌疑。优先股具有债权和股权的双重属性，将现有股东权利重新拆分、组合成新的股权形态。优先股的优势在于能够满足不同投资者的投资喜好，将具有不同投资目的投资者聚集到一家公司当中，提升投资者热情，激发股权市场活力。同股同权设置的制度基础在于股东投资公司的投资诉求、对公司的关切度、参与度，权利行使方式都是相同的，显然，这一制度的设计基础已不符合当下股东投资公司的实践情况。实践中，我国本土企业纷纷寻求国外上市也体现了一味的要求同股同权已经不再符合我国公司和投资者的需求了。尽管我国《公司法》第 131 条的规定为类别股的设置预留了法律空间，但是并无相关具体规定。因此应尽快通过立法明确优先股的合法地位，这符合当今公司经营权和控制权分离的趋势，满足不同投资者的风险喜好，拓宽公司融资渠道，降低公司被恶意收购的风险。

### 5.1.4 完善投资方退出渠道的法律规定

关于新三板市场的优化建议：发挥立法的引导作用，根据新三板股权流动方式，规范新三板市场上的协议转让、做市转让、上市公司并购的交易行为。完善规范新三板市场的交易规则和管理规定，并且对交易规则和管理规定的落地情况和法律效果进行检验。对实施效果不好、不完善的交易规则和管理规定应及时根据新三板市场的交易情况进行完善，补充新的规范文件。加强新三板市场的监管，从监管手段来讲，可以引进大数据的监管方式，使监管更加具有针对性、及时性，并且利用互联网监管模式根据用户的意见，不断改善监管的精度、准度和及时向地方证监局报送审查意见，形成联动高效的监管体系。

关于并购途径优化建议：近年来，并购市场虽有较大发展，但是我国企业家们关于



并购的观念还比较落后，但是并购在当今经济快速发展和企业转型升级、优化资源配置的背景下发挥着重要作用。首先，完善并购重组法律法规体系和并购基金管理法规，规范并购行为以及并购基金管理。其次，从专业人才的培养上，高校应该增设企业并购的相关法律课程和相关的实践训练，为并购市场提供并购的专业人才。再次，宣传并购重组对于企业转型升级、优化资源配置的作用。

因此，结合不同退出途径的自身特征，从不同层次完善其他退出渠道的法律体系，提升相关市场的市场活力和流动性，发挥其保障投资者退出和保护投资方的利益的作用，促进私募股权投资健康发展。

## 5.2 对赌协议在司法上的完善建议

### 5.2.1 兼顾资本维持原则的操作方案

法院在审理与目标公司直接对赌的案件时，在资本维持原则的法律框架下，应以是否实质损害公司债权人为标准，具体确定对赌协议中目标公司的责任范围。本文基于公司自治事项司法不应过多介入和法院直接判决目标公司履行减资程序的操作性、可行性较差的考虑，提出法院在具体确定目标公司对赌责任范围时，大体可以将其划分为2种情形：第一，当目标公司在承担业绩补偿责任之前且净资产为负的情形下，此种情形由于履行对赌协议将会实质造成其他公司债权人利益受损，法院应认定对赌协议无效。第二，当目标公司在承担业绩补偿责任之前且净资产为正的情形下，法院应认定对赌协议有效，将公司净资产扣除其他全部公司合法债务的情形下，以剩余资产为限判令目标公司对投资者承担对赌责任。如果公司净资产扣除其他全部公司合法债务，能够覆盖对赌协议约定的全部补偿款或者回购款，法院可按对赌协议约定的补偿款或者回购款范围，全额支持原告诉讼请求；如果公司净资产扣除其他全部公司合法债务，不能够覆盖对赌协议约定的全部补偿款或者回购款，法院以剩余资产为限，可以部分支持原告诉讼请求。同时在判决中明确，如果日后目标公司在经营中，有经营利润的情况下，原告可以基于该事实另行起诉。

### 5.2.2 完善利润分配的补偿途径

在现行法律框架内，通过利润分配途径给予投资方现金补偿，符合资本维持原则的要求，但是司法实践过程中也应该认识到现金补偿与《公司法》规定的股东利润分配并不等同。因此，实践中将现金补偿完全比照利润分配的规定实施，有欠妥当。在司法实践中应具体明确以下几点：其一，投资方请求目标公司现金补偿时，应明确不必须提交有效的股东会决议，只需提交载明补偿机制的有效的对赌协议。其二，应明确用于现金

补偿的利润范围，明确利润范围不限于对赌期间公司取得的利润，可以是对赌协议签订之前、对赌协议期间和对赌协议履行过程中的公司的累积利润。其三，对投资方的现金补偿不必依据《公司法》第 34 条和第 166 条规定的关于利润分配的比例规则。第四，用于分配的公司盈余不必须提取法定公积金。总之，公司履行现金补偿的合同义务时不应损及公司资本，参照利润分配途径履行时，不能完全依据公司关于利润分配的规定，应关注到现金补偿与利润分配的不同之处。

### 5.2.3 完善目标公司提供担保行为的效力认定路径

本文以为，首先应正确认识对赌协议情景下，目标公司为股东间的股权转让、现金补偿提供担保的交易行为的复杂性，该担保行为具有“双重属性”，如上文所论述的其具有资本性交易的一面，又体现经营性交易的一面。因此该行为既要经受资本维持原则的考验，又要符合《公司法》第 16 条或者《民法典》第 551、552 条以及《九民纪要》第 17 条、23 条关于公司提供担保的规定。本文认为关于何时触发资本维持原则的检验需结合案情具体分析判断，司法实践中应注意以下几点：第一，该行为的合法性首先应经受《公司法》第 16 条或者《民法典》第 551、552 条以及《九民纪要》第 17 条、23 条检验，要有合法有效的股东会决议，如果不存在有效的股东会决议或者存在《民法典》规定的其他无效事由，那么可以直接认定对赌协议无效，此时无须触发考虑资本维持原则。如果有合法有效的股东会决议并且无《民法典》规定的其他无效事由，此种情形下才需要进一步考虑是否落入资本维持原则的规制范围。第二，在公司履行担保责任时具体判断是否违反资本维持原则。如果公司承担连带担保责任时，无法向被担保的债务人追偿，那么目标公司承担担保责任的效力 and 范围应以不违反资本维持原则为底线。如果公司承担担保责任时，被担保的债务人有履约能力，只是因为目标公司对该笔交易提供的连带责任保证，而被投资方选择请求支付，目标公司可以在承担担保责任之后向被担保的债务人的追偿，此时可以将该交易行为视为一般的关联交易行为，而不必考虑资本维持原则。目标公司提供债务加入的约定可以比照目标公司提供担保的规则。当然，实践中的目标公司承担担保责任时，关于被担保的债务人的履约能力的判断往往很复杂，需要法官结合具体案情判断，这也对法官提出了更高的要求。

## 5.3 对赌协议在监管上的完善建议

### 5.3.1 加强对赌协议的信息披露监管

学者李有星、冯泽良（2013）主张对赌协议本质上是金融投资合同，该合同实质上

是一种获得权益的证书。<sup>①</sup> 考察英美法系对金融投资合同的监管规定，其通常是将此类金融投资合同类比证券进行监管的，严格规定了此类金融投资合同信息披露的实体和程序内容。我国 2019 年新修订的《证券法》明确我国证券发行由核准制转变为注册制。在注册制背景之下，新股发行以信息披露为中心，此次新修订的《证券法》的一个亮点，第 5 章细化了信息披露的具体规定，有利于投资者根据公开披露的文件自己判断投资风险作出投资判断。例如，《证券法》第 78 条要求对境内外信息披露的文件要做到“同时性”，第 83 条要求对投资者披露信息要做到“同时性”。第 82 条明确规定的信息披露义务主体由发行人扩大到董事、监事、高级管理人员。第 85 条明确信息披露义务主体违反法律规定披露信息的归责原则：发行人无过错责任，其他义务主体适用过错责任原则的过错推定，加重了违法信息披露的法律责任。因此，在我国信息披露制度日渐完善的背景下，对于法律效力确认且不会导致实际控制权变化的对赌协议的监管应逐渐宽松，尽可能的让市场参与者自我决策。为此本文建议，证券监管部门可以通过发布关于对赌协议的信息披露的规范样本，将其规定为公司必须进行信息公开的事项，必须在证券交易场所或者是符合证监会规定条件的互联网平台或者微信客户端、网络公众号平台等其他媒介上及时发布，将决定权留给市场。如果发行人及其他信息披露的义务主体未按规定披露与对赌协议相关的信息，依照相关法律规定追究其责任，对投资者因此造成的损失要承担损害赔偿责任。

### 5.3.2 禁止上市公司溢价回购和限制股权比例的调整幅度

证监会应对上市公司约定溢价股权回购和现金补偿的对赌协议采取禁止态度。首先，禁止的理由有如下几点：第一，目标公司上市之后，投资方完全可以在股份锁定期到期后，通过主板市场或者创业板转让股份实现资本退出；第二，目标公司实现上市目标后的资本增值情况完全可以满足投资者资本增值期待。例如，公司实现境内上市的平均是盈率在 60.41 倍。<sup>②</sup>第三，上市公司回购对赌协议中约定的股权回购显然不在我国《公司法》第 142 条规定的回购股份的情形。目标公司可能会利用上市募集到的资金向投资者偿还投资款，这一情形不利于中小股东、公司债权人利益的保护。因此，证监会应该禁止上市公司存在约定溢价股权回购和现金补偿的对赌协议。

证监会应对约定股权比例调整的对赌协议采取有条件允许的态度。有以下理由：第一，依据《证券法》第 13 条看，《证券法》不禁止对赌协议。从我国当前主板、创业板、科创板的《注册发行管理办法》来看，我国证券发行相关法律法规并不禁止对赌协

<sup>①</sup> 李有星、冯泽良. 对赌协议的中国制度环境思考[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版)2013(04):101.

<sup>②</sup> 王斌. 私募股权基金法律风险解析与防控[M]. 北京. 知识产权出版社: 2018:332.

议，只是对拟发行主体的股权权属清晰、不存在股权纠纷有一定的要求。但是并不是意味着禁止对赌协议。第二，对赌协议中约定的股权比例调整条款依据激励理论，也存在一定的合理性和合法性。从证监会颁布的《上市公司股权激励管理办法（试行）》（证监公司字[2005]151号）第12条<sup>①</sup>可以看出，证监会允许上市公司实施股权激励的股权比例范围。第三，证监会可以规定上市公司对赌协议约定的股权比例调整范围不超过10%。对于超过10%的部分，该部分对赌协议内容不得实施。

---

<sup>①</sup> 《上市公司股权激励管理办法(试行)》（证监公司字[2005]151号）第12条:上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的10%。

## 6 结语

现阶段，我国资本市场尚不完善。企业长期面临融资难的现实困境，严重削弱了成长型中小企业的市场竞争力。私募股权融资能够快速解决企业融资难的问题，具有融资成本低，监管较为宽松，能够较大程度体现投融资双方的意思自治等优点。因此，私募股权投资得以在我国资本市场快速发展，随之而来的是私募股权投融资领域的纠纷也在不断增加。这一现象暴露了我国在私募股权投融资以及公司法领域存在的制度供给不足、脱离实践等问题。立法层面存在的制度缺失、不完善、滞后性等问题，严重制约了我国私募股权投资市场的发展。为解决这一现实问题，我们不得不思考如何对对赌协议进行妥善法律规制这一问题。行文至此，笔者认为这一实践领域的市场发展和变革事实上正在深入推动我国公司法立法理念的转变以及对现有公司法及其监管制度全面审视。自我国加入 WTO 以来，国际资本市场的竞争加剧，与此同时资本市场的竞争带来了公司法的竞争，实践中的“朝低竞争”的资本争夺模式充分说明了这一现状。我相信我国的公司法立法模式和监管制度将会朝着更加有利于提升我国国际市场竞争力的方向发展，对赌协议在中国的法律适用将会愈加明晰。

## 参考文献

- [1]王斌.私募股权基金法律风险解析与防控[M].北京:知识产权出版社,2018.
- [2]保罗·戴维斯,沙拉·沃辛顿.现代公司法原理[M].罗培新译.北京:法律出版社,2016.
- [3]杨飞翔.融资之道[M].北京:法律出版社,2016.
- [4]季境.私募股权投资交易法律适用与实践[M].北京:人民出版社,2016.
- [5]朱慈蕴.公司法原论[M].北京:清华大学出版社,2011.
- [6]崔建远.合同法[M].北京:法律出版社,2010.
- [7]陈晓峰.企业投资融资法律风险管理与防范策略[M].北京:法律出版社,2009.
- [8]冯果.公司法要论[M].武汉:武汉大学出版社,2003.
- [9]范健,王建文.公司法[M].北京:法律出版社,2006.
- [10]江平.民法学[M].北京:中国政法大学出版社,2007.
- [11]刘燕.“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司赌场景的分析[J].法学研究,2020(02).
- [12]刘燕.对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示[J].环球法律论,2016,38(03).
- [13]李安安,范鑫.公司实质参与对赌协议的合法性解构:合同自由与公司规制[J].中国矿业大学学报(社会科学版),2020,22(01).
- [14]张群辉.对赌协议的规范分析与适法路径[J].金融发展研究,2019(07).
- [15]潘林.优先股与普通股的利益分配——基于信义义务的制度方法[J].法学研究,2019,41(03).
- [16]邢会强.我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应[J].河北法学,2019,37(05).
- [17]李安安.股债融合论:公司法贯通式改革的一个解释框架[J].环球法律评论,2019,41(04).
- [18]季境.股权交易创新与传统财产法理论反思[J].华东政法大学学报,2019,22(04).
- [19]许德风.公司融资语境下股与债的界分[J].法学研究,2019,41(02).
- [20]傅穹,肖华杰.我国股份有限公司类别股制度构建的立法路径[J].西南民族大学学报(人文社科版),2019,40(08).
- [21]赵旭东.从资本信用到资产信用[J].法学研究,2003(09).
- [22]陈鸣.对赌协议的法律结构与裁判规则——以一则非典型对赌协议案例的分析展开[J].法律适用(司法案例),2018(02).
- [23]焦蕾.对赌协议的法律性质分析[J].对外经贸,2018(05).

- [24]潘林.重新认识“合同”与“公司”——基于“对赌协议”类案中美比较研究[J].中外法学,2017,29(01).
- [25]杜凯.私募股权对赌协议的定性及可行性研究——基于理论解释和案例分析的角度[J].西南金融,2017(08).
- [26]冯果,段丙华.公司法中的契约自由——以股权处分抑制条款为视角[J].中国社会科学,2017(03).
- [27]吴子瑶.私募股权投资中对赌协议的法律风险——对中国十大典型 PE 对赌案例的分析[J].金融理论探索,2017(06).
- [28]李燕,郭青青.我国类别股立法的路径选择[J].现代法学,2016,38(02).
- [29]华忆昕.对赌协议之性质及效力分析——以《合同法》与《公司法》为视角[J].福州大学学报(哲学社会科学版),2015,29(01).
- [30]刘燕.重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础[J].中国法学,2015(04).
- [31]雷兴虎,薛波.公司资本制度变革视野中的资本维持原则[J].政法学刊,2015,32(04).
- [32]薛波.论公司资本制度改革后债权人保护机制之完善[J].时代法学,2015,13(02).
- [33]刘忠,王会芳.关于完善对赌协议监管措施的建议[J].证券市场导报,2015(05).
- [34]罗文锋,李明致.私募股权投资中对赌协议的法律效力[J].江西社会科学,2014(10).
- [35]杨明宇.私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析——兼评海富投资案[J].证券市场导报,2014(02).
- [36]李有星,冯泽良.对赌协议的中国制度环境思考[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2014,44(01).
- [37]潘林.“对赌协议第一案”的法律经济学分析[J].法制与社会发展,2014,20(04).
- [38]罗东川,杨兴业.“对赌协议”纠纷的法律规制及裁判规则[J].人民司法,2014(10).
- [39]陶爱萍,方红娟.对赌协议:性质、风险及模型构建[J].合肥工业大学学报(社会科学版),2014,28(06).
- [40]季境.私募股权投资中股权价格调整条款法律问题探究[J].法学杂志,2014,35(04).
- [41]季境.“对赌协议”的认识误区修正与法律适用[J].人民司法,2014(10).
- [42]刘锋,姚磊.私募股权投资中股东承诺投资保底收益的效力[J].人民司法,2014(10).
- [43]贺少锋.公司法规性质质的司法识别[J].人民司法,2014(11).
- [44]朱涛,李博雅.对赌协议第一案”中被遗忘的资本维持原则[J].法人,2013(10).
- [45]陈群峰.认真对待公司法:基于股东间协议的司法实践的考察[J].中外法学,2013,25(04).

- [46]杨宏芹,张岑.对赌协议法律性质和效力研究——以“海富投资案”为视角[J].江西财经大学学报,2013(05).
- [47]朱慈蕴,沈朝晖.类别股与中国公司法的演进[J].中国社会科学,2013(09).
- [48]张保华.资本维持原则解析——以“维持”的误读与澄清为视角[J].法治研究,2012(04).
- [49]强力.私募股权投资中对赌条款的性质和效力[J].中国审判,2012,82(12).
- [50]姚泽力.“对赌协议”理论基础探析[J].理论界,2011(08).
- [51]傅穹.对赌协议的法律构造与定性观察[J].政法论丛,2011(06).
- [52]于莹,潘林.优先股制度与创业企业——以美国风险投资为背景的研究[J].当代法学,2011,25(04).
- [53]孙艳军.论对赌协议在中国创业板市场中的法律地位[J].中央财经大学学报,2011(11).
- [54]谢海霞.对赌协议的法律性质探析[J].法学杂志,2010,31(01).
- [55]蒋悟真,詹国旗.现代经济法基本原则的梳理与提炼[J].江西财经大学学报,2010(04).
- [56]李岩.对赌协议法律属性之探讨[J].金融法苑,2009,78(06).
- [57]罗培新.公司法强制性与任意性边界之厘定:一个法理分析框架[J].中国法学,2007(04).
- [58]朱慈蕴.公司资本理念与债权人利益保护[J].政法论坛,2005(03).
- [59]吴昊.美国风险资本运作过程中的治理结构及启示[J].长白学刊,2003(01).
- [60]刘迎霜.私募股权基金投资中对赌协议的法律解析[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),2015(01).
- [61]崔建远.论法律行为或其条款附条件[J].法商研究, 2015(04).
- [62]姚泽力.对赌协议理论基础探析[J].经济研究,2011(08):30.
- [63]李文成.论双重股权结构中特殊股东权利及其限制[D].华东政法大学,2019.
- [64]郭一凡.我国优先股股东的权利保护研究[D].深圳大学,2018.
- [65]张云天.私募股权投资中对赌协议的法律问题研究[D].兰州财经大学,2016.
- [66]陈朝毅.“对赌协议”法律效力问题分析与制度建构[D].中国政法大学,2016.
- [67]从登上众筹平台到 20 亿美元被 Facebook 收购,仅一年半时间,这就是 Oculus VR,这就是硅谷[EB/OL].虎嗅网.<https://www.huxiu.com/article/30564.html>.
- [68]华尔街无对赌[EB/OL].搜狐网.[https://www.sohu.com/a/285072282\\_667897](https://www.sohu.com/a/285072282_667897)
- [69]对赌协议放宽!红筹企业科创板上市指南出炉:回归清障?[EB/OL].东方财富网.<http://finance.eastmoney.com/a/202006061512207168.html>.
- [70]小马奔腾对赌失败被裁决 6.35 亿元回购战略投资股份[EB/OL].腾讯网.<https://finance.qq.com/a/20180108/010791.htm>.



- [71]lin lin.Re-Engineering a Venture Capital Market: The Case of China[J].SSRN Electronic Journal.2015,8.
- [72]Gross, Bill. Beware Our Shadow Banking System. Fortune[J]Nov, 2007.
- [73]Roberta Dessí. Start-up Finance, Monitoring, and Collusion[J].The RAND Journal of Economics 2005, 36(2).
- [74]Bernard Black & Ronald J. Gilson, Venture Capital and the Structure of Capital Markets[J]. Journal of Financial Economics, 2004,9.
- [75]Ronald J. Gilson. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience[J]. Stanford Law Review,2003, 55(4).
- [76]Steven N. Kaplan, Per Strömberg. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts[J].The Review of Economic Studies, 2003, 70(2).
- [77]William W. Bratton & Michael L. A Theory of Preferred Stock[J].University of Pennsylvania law Review, 2013,161(7).
- [78]P.Arestis and S.Basu.Financial Globalization: Some Conceptual Problems[J].Eastern Economial Journal, 2003,29(2).

## 致谢

随着论文的定稿，我在兰州财经大学的7年求学生涯也即将落下帷幕。在写这段致谢时，心里充满着感激，感谢我尊敬的师长和亲爱的同学们。

感谢我的母校——兰州财经大学。三年的研究生时光，我的导师吕春娟既教授我专业知识的学习研究方法，又教我趣味生活。在您的教导下，我自感收获满满。在研一的时候，您为我精心挑选法学类的著作，告诫我在阅读中既要掌握理论知识，又要掌握研究论述的思考方法。研二，在您的指导下，我开始了小论文的写作《对赌协议法律效力和风险控制初探》，您详细给我讲解了如何进行文献搜集、如何进行文献筛选、如何对文献进行分类、如何进行文献阅读、如何发现问题、如何形成自己的行文思路。您又非常耐心地指出我论文写作中结构、行文、语句表达、问题阐述的不足，在您一遍又一遍的指导下，我的小论文最后成文。经过您一对一的指导教学，使我基本掌握了论文的写作方法，在写大作文的过程中，您又帮助我搜集材料、检查论文写作的不足之处。虽资质愚钝，但是在您的悉心指导下，仍然感觉自己论文写作和思考能力有明显提高。您不仅教会我如何学习，还教会我如何在学习和生活之间寻求平衡。您时常教导我说，虽然研究生生活节奏相比较本科而言比较快，学习任务也较重，但是你要学会把大任务分解成小任务，每天只需完成自己的小任务，不要拿明天的任务压今天的自己。您对学习 and 研究一丝不苟、精雕细刻的严谨态度、富有趣味的的生活态度，深深感染着我。

感谢我研究生学习期间的授课老师，您总能把握学术和实务的新问题，为我们的打开新的不一样的“学术大门”。感谢孙丽君教授我如何进行法学思考、如何培养自己法律人的思维方式。在课堂上您总是抛出问题，引导我们进行自己的思考，然后让我们发表自己的看法，对于我们不成熟、甚至有些错误的表达，耐心的给予纠正。感谢李长兵教授，您在课堂上为我们讲授了许多关于公司法理论和实践中的前沿问题，关于这篇论文的选题很大程度受启发于大二的时候您课堂上为我们讲授的对赌第一案“海富案”，您当时富有深度和趣味的讲解引起我对估值调整机制的好奇心，大二由于自己的法律思维模式和法学知识体系都尚未建立对于您深入的理论讲解只能掌握其中的一小部分，现在回顾课堂上所记的笔记，收获颇丰。感谢杨利华教授，您是我金融法学、保险法学的引路人，您总是能根据自己所学和实践经历将本来复杂难懂的金融法学和保险法学讲的浅显易懂，在您的课堂上我对法学和法律的学习热情得到了极大的提升。感谢史正保教授，您的课堂上不仅能了解很多财税法学相关的理论研究，还能了解很多实务上的前沿疑难问题，您总是毫不吝啬的分享您的学习和实务经验。感谢唐正彬教授，您的课堂不

仅仅只是知识的输入过程，您教会我们自己搜集资料形成自己的观点，然后在课堂上以PPT行使分享给大家，在这样的教学情景下，我们每个人既是老师又是学生，极大的提高了我的语言表达能力和自主学习能力。感谢包哲钰教授，课堂上您对我国民法学变迁历程和学习心得的分享使我深深感受到中国法学界的前辈为中国法律制度的建构、完善和法学理论的发展所作出的不可磨灭的贡献。感谢黎明教授，您对国际经济法学的讲解，拓宽了我学术研究的视野，课堂上您为我们教授的外文文献的阅读方法，对我论文的写作有很大帮助。感谢桑保军教授，您对西方法律思想史的讲解，使我对西方法律的发展脉络、历史变迁有了一定的了解。感谢张革新、何立慧、张桂芝、陈冲等诸位教师的悉心教导，正因为您们的付出，才让我的求学之路充实又美好。

感谢我的同学和同门师妹们，是你们针对我的论文不断的提出修改意见，在自己遇上写作的瓶颈期，通过与你们的沟通，总是能激发的写作灵感。

感谢我的家人们，你们对我不计回报的付出与爱，让我有机会去接受更高的教育，领略知识的美好。

最后，还要感谢各位答辩组的老师们为我的论文提供宝贵的指导意见使我的论文进一步完善。

曹会美

2021年3月20日

## 附录

### 1. 攻读硕士学位期间发表的论文

[1] 论文《对赌协议法律效力和风险控制初探》载《法制与经济》，2020年2月。