

法域冲突下对赌协议适用的司法困境及其法理澄清

——基于 22 例裁判文书的实证研究

张静静

(北京理工大学 法学院, 北京 100081)

摘要: 对赌协议作为投资方控制风险的工具,在资本市场投融资中被广泛应用。对赌协议是合同法与公司法的交叉问题,从合同法框架看,投资方与目标公司及相关方缔约成立并生效,对赌失败后应当遵循诚实信用原则予以履行;公司法视阈下,对赌协议存在资本维持原则的法定限制,但其并非对赌协议履行障碍之理由。对赌协议的法域交叉显示,其具有股债融合属性,股权与债权具备可转换性,其实质系契约与组织的融合。

关键词: 对赌协议;股债融合;资本维持原则

中图分类号: G902

文献标识码: A

文章编号: 1672-8254(2025)05-0052-08

DOI: 10.13831/j.cnki.issn.1672-8254.2025.05.004

对赌协议作为一种新的投资工具,是投融资双方经验智慧的总结和凝练。在目标公司作为对赌协议参与方的情况下,无论在学界还是实务界均存在较大的分歧:学术界普遍认为对赌协议约定有效,但是实务界却鲜有按照对赌协议约定直接裁判目标公司履行对赌约定。虽然《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)对此问题作出了回应,但问题远远没有就此终结,反而引发了更多的争议与思考,其确立的裁判标准并未能定分止争。在一些仲裁案件中,《九民纪要》因其并非法律法规、司法解释,不是仲裁案件必须适用的法律渊源。故而,如果裁决结果与该标准相悖,相关当事人以此为由向法院提起“撤销仲裁裁决”之诉的,也几乎未被法院支持^①。同时,理论界也不乏对《九民纪要》第 5 条的质疑之声。有学者认为,《九民纪要》并未清晰地回答对赌协议的回购请求权的法律属性——是基于合同的债权人权利还是基于公司股东身份的股东权利^[1];有批评者认为,《九民纪要》确立的裁判标准扭曲了投资协议的合同机制,并侵害了公司的法人独立性,使法人独立地位的基础共识面临不确定性冲击^[2];甚至《九民纪要》确立的司法对策被认为其令对赌协议相关诉讼事项悬而难决、司法审判陷入不见尽头的“黑洞”困境^[3]。因此,当下我们讨论对赌协议仍有理论价

值和现实意义。

一、《九民纪要》后司法裁判的实证分析

(一) 司法裁判总体情况和特征

本文关注目标公司实质性参与对赌的案件,重点分析目标公司参与对赌或为对赌提供担保的司法裁判情况。选取《九民纪要》后目标公司实质性参与对赌的案例进行研究,以有代表性的最高人民法院、高级人民法院的 22 个案例作为进一步的分析样本^②。

1. 投资时间与案件地域分布

22 个案例的生效裁判时间为 2019 年 11 月 15 日至 2024 年 12 月 31 日,其投资时间发生在 2006—2017 年 10 余年间,其中投资时间最早的两例“老君庙公司案”^③“海口创新产业投资案”^④,投资时间分别为 2006 年 10 月 28 日、2009 年 12 月 11 日,目前可查询的公开文书显示目标公司均已进入破产程序,投资人提出破产债权确认之诉,最后的再审/二审判决日期均在 2023 年;投资时间较早的“广华创投案”,投资时间为 2010 年 10 月 10 日,历经一审、二审和再审,最终再审判决出具日为 2020 年 12 月 29 日^⑤,中间经过了 10 余年的时间。投资时间发生在 2006 年 1 例、

收稿日期: 2025-03-24

作者简介:张静静(1989—),女,北京理工大学法学院博士研究生,从事民商法研究。

2009年1例,2010—2017年各年的案例数量分别为1例、3例、2例、2例、2例、4例、5例和1例(见图1)。

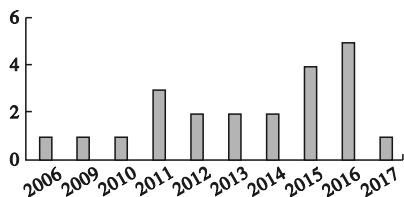


图1 投资年份

案例中投资发生地域较为广泛,遍布全国15个省份,主要分布在中东部地区,其中,北京市最多,为7例,河南省2例,浙江省、广东省、湖南省、湖北省、四川省、安徽省、江西省、辽宁省、陕西省、甘肃省、山东省、海南省和新疆维吾尔自治区各1例。数据反映,北京市公司企业投资、融资活动较为活跃,由此引发的投资对赌争议也较多(见图2)。

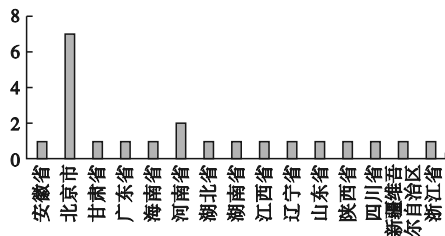


图2 地域分布

2. 诉讼案由较为混乱

22个案例中,21家投资方选择了以增资的方式投资,1家选择了以增资及受让原股东股权的方式投资(增资数量是受让老股数量的二倍多)^⑥。但在法院的裁判文书中,案由比较混乱,共包括10个案由,其中“股权转让纠纷”6例,“其他合同、合同纠纷”各5例,“新增资本认购纠纷”“合同纠纷”“破产债权确认纠纷”各2例,“公司增资纠纷”“借款合同纠纷”“请求公司收购股份纠纷”“其他与公司、证券、保险、票据等有关的民事纠纷”和“民事”各1例。案由的混乱一定程度上反映法院对此类纠纷的定性仍无统一认识,这会间接影响法院在审理过程中适用法律规范的选择,主要适用合同法审理,抑或主要适用公司法等组织法审理本类争议,对案件的裁判结果可能存在重大的影响(见图3)。

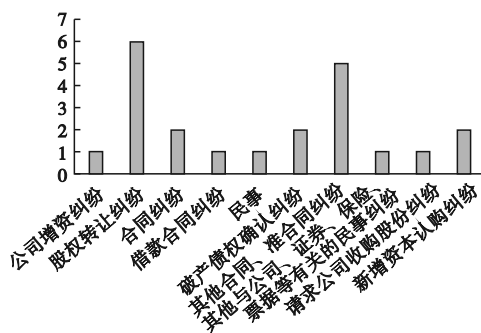


图3 诉讼案由

3. 退出方式与对赌内容

案例中所有投资方均选择了股权回购的退出方式,少数投资方同时选择了股权回购或现金补偿,投资方具有择一适用的权利。对赌内容包含业绩承诺约定的有13例,包含IPO条款^⑦的有13例;除此之外,双方还可能以“被上市公司收购、新三板挂牌、取得某些行政许可”为回购触发条件^⑧。从双方约定的对赌内容和退出方式可知,投资方对目标公司发展前景的期待程度较高,若无法实现资本市场股权变现,最低也要通过股权投资退出保证投资本金安全(见图4)。

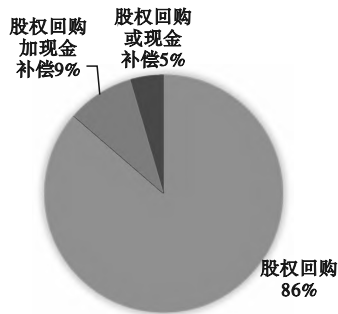


图4 退出方式

4. 目标公司期初估值与对赌失败后状况

22个案例中,投资期初确定的投资额在300万元~20000万元区间内,中位数为2125万元,平均值为3306.1万元;除了3个案例无法得知投资对应持股比例外,通过持股比例计算的目标公司估值在5357.14万元~180018.00万元之间,估值在亿元以上的目标公司17例。

目标公司目前仍为有限公司组织形式的有14例,股份公司形式的有7例,未知的有1例。公司IPO或新三板挂牌均首先要完成“股改”程序,即公司的法人形式从“有限公司”变为“股份

公司”,这通常被理解为引入投资人后的公司从“有限公司”变为“股份公司”是公司发展壮大的一种直观表现。而案例中,完成股改的公司数量占比仅为31.82%。在14例以IPO或新三板挂牌为对赌内容的案例中,目标公司至今仍为有限公司形式的8例,占比过半。通过查询国家企业信用信息公示系统,目标公司状态显示为“失信被执行人”“限制高消费”的有10例,“被执行人”的有1例,“经营异常”的1例,破产程序的有2例^⑨,“异常”比例高达63.64%。

5. 投资者退出情况

投资方均为溢价投资,高额的投资一般占公司股权比例却并不高,案例中持股比例分布在0.75%~31.3%之间,其中,股权比例10%以下的12例,小股东占了大多数。仅有“城建发展案”有投资方持股比例31.3%,为目标公司第一大股东,但与其对赌的10名创始人股东合计持股61.78%,远远超过了所谓的第一大股东的持股比例^⑩。对赌失败后,投资方或谋求协议退出,或起诉请求法院判决退出,但即便是投资方握有一纸“胜诉判决”,也很难完成实际的投资退出。截至2025年2月7日,22个案例中,除3例目标公司为股份公司的股东无法得知其是否退出^⑪外,其余19例公司中,投资方尚未退出的有12例,其中8份裁判文书中的投资人已经手握所谓的“胜诉判决”文书,包括裁判目标公司按照《九民纪要》的逻辑履行回购义务,或判决股东等担保方履行义务。另外,公示信息显示投资方已经不是登记股东的1家。

(二) 案例反映的司法裁判问题

1. 《九民纪要》后仍有法院认为对赌条款无效

当对赌条款约定目标公司为对赌方时,即便是在《九民纪要》颁布前,多数法院仍认可其效力为有效条款,但仍有部分法院在2018年和2019年的裁判文书中认定其为无效条款^⑫。更值得一提的是,在《九民纪要》颁布后,最高人民法院在2019年12月24日出具的一份再审裁定中,仍然评价“二审判决认定盘古企业(投资方)和梓昆公司(目标公司)达成的股份回购条款无效,并驳回盘古企业对梓昆公司的诉讼请求,并无不当”^⑬,这着实令人费解。

2. 目标公司以担保形式实质参与对赌协议后其责任无统一结论

7例目标公司为股东提供担保的案例中,1例因发回重审暂无生效判决^⑭,3例判决目标公司承担担保责任^⑮,另外1例投资方未主张目标公司承担担保责任^⑯,2例担保合同效力存在问题故而法院未支持目标公司承担担保责任^⑰。若目标公司与投资方签订的担保合同效力不存在问题,且目标公司对外担保已经由股东(大)会决议通过^⑱,投资方就一定可以请求目标公司履行担保义务吗?这似乎并没有统一的结论。

支持观点认为,目标公司为股东的对赌提供连带责任保证,实质上是为股东的付款义务提供连带责任保证^⑲,不能据此得出股东抽逃出资的结论^⑳;若目标公司以有价资产为股东提供抵押担保,则投资方对抵押物有在确定的债权范围内享有优先受偿权^㉑。质疑观点有两类,一类认为,目标公司对股东因对赌产生的债务承担连带付款责任,即目标公司需要承担回购本公司的股权、支付投资方收益的付款责任,法院应当考察目标公司是否完成减资程序、是否存在足够利润,单纯认定目标公司承担的是担保责任而非股权回购或业绩补偿是不妥的^㉒;另一类认为,担保合同具有从属性,即履行担保合同义务的前提条件是主合同义务履行条件已成就,若目标公司的减资程序尚未完成,股份回购的主合同义务尚未成就,则相应的担保义务也未成就^㉓。

3. 裁判对赌有效反而与对赌目标实现背道而驰

认定合同无效是合同存在瑕疵形态最为严厉的制裁手段,除非不得已,如违反法律禁止性规定或违背公序良俗,否则应当限制认定合同无效的司法干预^[4]。认定合同有效的法律后果直接表现为合同双方须按约定履行合同,其约束力表现在,合同任一方都不得随意撤销约定内容^[5]。在对赌协议效力的认定上,对于对赌合同有效与无效的认定反而产生了异化的法律后果。认定对赌合同无效,投资方反而可能根据无效合同的法律规则收回投资本息。《九民纪要》确定的对赌合同有效的裁判规则,反而无法达到对赌协议设立的目的。如在股权回购对赌方式下,投资方多为中小股东,根本无力引导目标公

司股东(大)会通过减资决议,更遑论公告、债务清偿或为债权人提供担保等更为繁琐的程序。因此,实践中,裁判认定对赌协议有效反而不如投资方主张合同无效更能保护其利益,这样的法律实践很难带来正向的社会激励,异化了合同效力的最基本原则。

二、合同法视角下对赌协议的债权履行

(一)合同履行是合同成立生效所必然期待的结果

合同当事人签订合同,即表示合同主体愿意接受合同约定的权利义务的束缚^[6]。可以说,合同生效所必然期待的结果就是合同的履行,合同法律效力的最重要结果也是合同得到履行。合同被有效履行,一方面能使合同各方自合同生效时开始,就关注己方和对方履行合同义务的情况,确保义务得到全面、正确的履行;另一方面,能令当事人及早发现对方不能履行或者不完全履行合同义务的情况,以便采取相应的督促及补救措施,避免己方陷入不利和被动,防止损失的发生和扩大^[7]。由于合同的履行应依当事人的目的和诚信原则,诚信原则也被视为民法领域的帝王条款之一,可以适用于一切债之关系。

包含对赌条款的投资协议达成后,投资方将约定的与公司估值正相关的投资资金投入目标公司,即已全面履行投资协议的主合同义务。对赌失败后的补偿、回购条款,是目标公司及其相关方合同义务的主要内容,甚至可以说是其主合同义务。因此,对赌方应当秉持诚信原则,全面地、适当地履行义务;如若不然,可能极大地催生对赌方的道德风险,毕竟投资方高溢价入资是先合同义务,目标公司及其相关方在整个投资周期内全面履行对赌相关约定是后实现的合同义务,而先后义务的时间差间隔较久,若在后履行义务的一方在先期即“合理期待”可以不履行己方补偿、回购义务,则无法期待其在“法律之锁”框架内尽其所能经营好目标公司的义务。不考虑正常的经营风险,实践中甚至存在“大股东掏空目标公司”的情形,进而催生道德风险。

(二)金钱债务无履行不能

民法传统理论认为,金钱债务无履行不能。“盖对于金钱债务,债务人负有无限责任;即应就其现在及将来之一切财产,负其责任。”^[8]《九民纪要》似乎刻意回避了这个问题,“征求意见稿”中出现的“法律上不能履行”的表述,在正式公布稿中已经删去。股权回购的“不能履行”主要限制因素系资本维持原则,但资本维持原则在双方签订对赌协议之初即已存在,若认定其不能履行,则系自始客观不能,即合同订立时,其给付即为任何人所不能提出者而言,以之为标的的合同即属无效^[9],这似乎是一个矛盾的结论。若认定其为自始主观不能,也即仅针对目标公司这个债务人的不能——或许其他“好”的目标公司会配合减资等法定程序,那司法是否可以直接判决目标公司履行减资程序?这是否有司法过度插手商事活动之嫌?因此,《九民纪要》的“委婉”规定,并不能解决对赌协议的履行问题,反而让对赌协议陷入自相矛盾的境地。

三、公司法视角下股权的资本维持原则限制

资本维持原则被奉为统领公司资本制度之圭臬,指公司在存续过程中,应维持与公司资本数额大致相当的公司资产,其主旨在于以具体的财产充实抽象的资本,防止股东和管理层侵蚀公司资本^[10]。我国没有将资本维持原则正式写入《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》),而是散见于各个条款中^②,因而资本维持原则更像是学理的一种总结。对赌协议的履行导致公司财产向股东流出,因而对赌协议最被诟病之处,在于违反了资本维持原则,但这不能构成对赌协议履行障碍之理由。

(一)注册资本代表公司资产能力的意义极为有限

一方面,公司注册资本是一个静止的概念,经初始投资和增资后登记确定,体现在财务报表上是所有者权益科目下的“实收资本”或“股本”科目。而公司的资产是一个动态的概念,只有在公司成立之初、尚未发生负债类融资时,二者才有可能相等。资本一旦投入公司运营中,就时刻

处于变化之中。考虑到正常的公司运营都会产生一定比例的负债,因而通常公司资产高于资本,而资本维持原则所维护的“公司应当维持与注册资本相当的公司资产”的目标,是建立在僵化的账户模式之下,以此来保障公司偿债能力无异于刻舟求剑。我国《公司法》在2013年将注册资本实缴制度改为认缴制度后,注册资本更像是一个登记的数字,其实缴金额并非均予公示登记。虽然认缴资本制在2023年《公司法》中予以“改进”^③,但五年内缴足的规定仍然无法时刻真实反映公司当下的注册资本金额,注册资本无法为公司债权人提供切实、有效的保护。另一方面,资本维持也无法防止公司运营不善、亏损导致的资本损失。股东们的股权投资款,随着公司的运营发展,必然会增加或减少,这是任何公司法制度都无法规制或者避免的商业事实。债权人诉诸资本维持原则的美好期待怕是一个幻影,只要公司在运营,就存在因正常的商业交易而造成资本亏损的可能性,这是商业世界的必然逻辑。

(二) 债权人很少关注公司的注册资本

固守资本维持原则似乎为债权人有效受偿提供了法定的担保,体现立法者对债权人利益的优先保护和主观关怀,但事实却并未如立法者的意愿。以最具代表性的债权人主体——商业银行为例,其在决定是否发放贷款及确定贷款定价时,公司的注册资本并非其考虑的主要因素,甚至可以说是极其微小的间接影响因素。重要的影响因素包括贷款客户的信用等级、贷款投向的行业领域、贷款企业的规模、宏观政策的识别等^[11]。换言之,精明的商业银行债权人清楚知晓注册资本对评估债务人的偿债能力作用甚微,进而转向其他更有效的控制债务风险的因素评估。此外,一般债权人也几乎不依赖资本维持原则保护自己,而是在合同中增加保护性条款,如保证、抵押质押担保、所有权保留条款等,以此降低债权无法全面清偿的风险。同时,也存在部分愿意接受高风险从而获取更高收益的强势债权人,其欲获得更高利润的选择,也在一定程度上被资本维持原则遏制住了。资本维持原则不可避免地沦为一种低效、僵化的债权人保护模式,甚至还可能成为原始股东逃避对赌协议履行的借口与

托词^[12]。

(三) 股权回购并不必然违反资本维持原则

一是回购不等于减资。《九民纪要》似乎错置了二者的关系,将减资作为回购的前提进行捆绑。《公司法》第162条规定了减资回购、合并回购、股权激励回购、异议回购、发行可转债回购和上市公司回购六种情形。其中,只有减资回购应当在收购后十日内注销,其他五种情形均可以在一定时期内转让(或注销),即减资并非回购的唯一目的,回购是完成减资的具体路径,二者的逻辑关系是可以通过回购实现公司减资的资本结构调整的目的,二者并无必然联系^[13]。而《九民纪要》规定的“要回购,先减资”,错把减资当作回购的条件,属于因果关系的倒置。

二是公司有能力回购时,不当以资本维持原则为由阻碍回购行为。资本并非偿还债权人的资金来源或者能为债权人提供有力担保,而是公司用来吸收亏损、应对风险的“缓冲垫”,以此间接保护债权人利益^[14]。因而在公司有资金或有能力进行回购时,应重点考察的是公司回购的资金来源,而非回购的事由;在资金来源充足情况下,回购的资金流出不构成资本返还,如利用可供分配利润回购,此时就不宜以资本维持原则否定回购行为的合法有效性。

四、对赌协议的实质系合同法与公司法融合下的投融资工具

股权与债权的关系是一个充满迷思的话题,其可谓贯穿公司法知识谱系始终的一条制度主线^[15]。投资方不论选择股权融资还是债权融资,其相同的期待之一都是实现公司价值的最大化。将融资中的诸多因素细化,如公司现金流状况、控制权、资金收益率等,可以组合出不同的符合具体公司特定状况的融资选项,股权抑或债权并非二选一的关系,二者具有可转换性与可融合性。

(一) 股权与债权的转换与融合

1. 债权向股权的可转换性

债转股并非新鲜事物,是一个非常成熟的融资工具。我国金融运作中,债转股应用于实践的路径是通畅的^[16],债转股通过调整债权人和公司

之间的债权与股权结构关系,可以有效防范债权人的资产风险、化解公司的债务风险,提高双方的资产质量和安全程度。“标准化”的债转股体现为上市公司发行的可转换公司债券。数据显示,2022—2024年,可转债共发行331只,累计发行规模3937.45亿元,覆盖了47个证监会行业分类。可转债作为融资工具备受化学原料和化学制品制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业、专用设备制造、汽车制造业等热门和新兴行业青睐^③。

2. 股权向债权的可转换性

股转债源于特定股东同公司或者其他股东签订的包含股权退出的投资合同。实际上,我国实践中已有此类“政策性股转债”的尝试:相关部门在创新型公司创业发展的早中期,利用政策性资金对符合条件的公司股权投资以支持其发展到相对稳定成熟阶段;在政策性资金股权收益达到相对较高的标准后,允许创业者按照期初协议约定将股权转为对投资者的债务。“政策性股转债”兼具政策性金融、耐心资本和有限剩余索取权的属性,有利于解决原始创新和自主创新高风险、不确定性带来的期限错配和风险错配问题,长远来看可以有效促进经济增长及社会福利的整体提高^[17]。对赌协议的股转债特征也比较明显,甚至有人称对赌协议在本质上为“中国公司法下股转债的合同工具”^[18]。

3. 股权与债权的融合

在金融创新的大背景下,股与债早可以有无数种可能的组合。常见的股债融合产品,诸如类别股、结构化资管计划、控制协议(VIE)等,它们并非法律创造的结果,而更像是商事实践的产物。由于立法的滞后性,当投融资双方因此产生争议诉诸司法时,却发现只能援引合同法、公司法、证券法等法律中并不那么合宜的条款进行解释,往往得出似是而非、前后矛盾的结论,甚至有“削足适履”之嫌^[19]。

对于这种跨越部门法的股债融合争议,我们需要沿着“实质重于形式”的逻辑进路审视其法律本质。股权、债权抑或股权融合产品就其经济实质而言并无本质区别,都是投资者投入一定量的资金,并预期标的公司在经营过程中利用该资金创造更多的价值,最终返还初始资金和一定金

额的收益,区别仅在于成本、收益和风险等维度考察的不同而已。股债融合结构与普通的股权或债权相比,是一种有着更为丰富的产品形态、精巧的法律结构和复杂的关系网络的金融合约,是建立在合同、担保等一系列民商事法律制度基础上的经济现象^[20]。可以说,基础的股与债所包含的不同权利表现形式,可以经由合约变更、剥离或者重组从而形成新的股债融合金融工具,并体现变更后的新权利^[21]。现代商法应对的重点是资本的运作^[22],股债融合正是这类现代商事交易不断发展的产物,我们需要正视其存在的必然性和合理性,并以现代商法的思维应对此类问题及争议。

(二) 对赌协议是股债融合发展下的融资产物

“法律规范并非彼此无关地平行并存,期间有各种脉络关联。”^[23]合同法与公司法的紧密关联和逐渐融合,是商业社会不断向前发展的必然结果。但相对于英美法系国家丰富的商事法律实践,我国的公司法理论与实务都对公司这一法人形式本身有着非常“迷信式”的崇拜和片面僵化的理解,却忽视了探求商事主体的真实意思^[24],这一点在对赌协议的履行进路上表现得淋漓尽致。从发展历史来看,《公司法》作为最典型的商法规范之一,是对商业活动中形成的自发秩序的法律认可与抽象总结,隐含商事主体间的制度共识与承认,本质上是以商事主体为对象加以构建的;其领域最有意义的法律原则之一是实用原则,以确保商业往来有效运作为目标,因而具体的商事规范塑造也应因商业社会的变化而不断演进^[25]。过去由股权和债权二分就可以规范公司融资行为的法律制度,在资本市场日渐发展、不断复杂化的当下显得不合时宜。“当客观环境等发生变化,制度均衡就会逐渐被打破,出现制度不均衡,而重新实现均衡就需要对制度进行创新。”^[26]对赌协议就是投资人基于发展中的股债融合性,捕捉到新的盈利机会,意图改变原有制度安排并建立一种新的更有效的制度结构,这种融资模式蕴含“组织与契约”的融合本质。与其把股权融资或债权融资当作法定的融资工具,还不如将其视为一种协调投融资交易中各方利益关系的治理结构^[27],而对赌协议恰恰是某种

相互博弈下的利益平衡格局。

(三) 对赌协议投资人兼具股东与债权人双重身份

对赌协议融资中的投资人兼具股东与债权人的身份,作为财务投资人,是公司的债权人,投资协议中约定的债权权利并不因其被登记为公司的股东而“自动灭失”。从契约角度来看,投资方作为债权人放弃了一般借贷关系中几乎必备的充足的抵押担保物(如土地、房产、机器设备),得到了预期高于普通借贷利率收益的投资回报率;融资方仅以少量股权比例让渡作为“担保”,可以收到较高溢价的资金投入,这对于不受传统银行贷款青睐的中小创投企业而言,可谓是“雪中送炭”。

从组织法角度看,投资方作为小股东大多不参与公司日常经营管理,放弃了一部分股东权利;融资方在手握充足的现金流下,也可以较为自主地展开经营,甚至可以得到战略投资人的其他资源支持,作为代价就是承担在经营不力情况下的“被动还本付息的义务”。法律不能仅仅因为杂糅交易的形式安排而否定其一部分的法律效力,强行将其归入股权或者债权的规范体系之下,进而适用并不合宜的规范予以规制。如前所述,公司法本质上是一整套协调各个商事主体利益关系的机制总和,过分强调公司法人格或资产的独立性而忽略法人背后真实的、复杂的利益关系,是机械理解适用法律的表现,这恰恰是公司法的立法和司法实践应当竭力避免的。我们应当鼓励商事主体的自主选择并尊重其自愿交易的态度,以双方合意的投资协议为核心,并嵌入公司法制度下调整对赌协议的法律秩序。

对赌协议凝结的股债融合现象,产生于商事实践,并逐渐“从下而上”地传导至法律制度的变革与完善。其反映的股债融合性是对传统公司法理论的冲击,需要结合当下公司治理的深层逻辑去理解并处理由此产生的争议。对此,2023年《公司法》修订中虽然没有直接对其进行规定,但异议股东回购请求权的新增情形,类别股的设置、定向减资^②等规则,都体现了公司法理念的变更与发展,为对赌协议的履行提供了法律框架内的可能路径,有待于经过实践的进一步验证。

注释:

① 参见(2021)京04民特670号、(2022)京04民特522号、(2022)京04民特942号民事裁定书。

② 北大法宝网检索2019年11月15日—2024年12月31日,关键字为“对赌协议”,案由为“民事”,检索到2466篇文书,本文选取了高级人民法院和最高人民法院的案例为研究样本。经过人工阅读挑选,共筛选22个目标公司实质性参与对赌协议的案例。

③ 参见(2023)甘民申1902号民事判决书。

④ 参见(2023)琼民终1016号民事判决书。

⑤ 参见(2020)最高法民再350号民事判决书。

⑥ 参见(2021)湘民终960号民事判决书。

⑦ 首次公开募股(Initial Public Offering)。

⑧ 如“中嘉创投案”中,投资方约定了包含业绩承诺、IPO条款、违约行为、合规经营等12条对赌触发条款;“国君创投案”中,投资方约定了目标公司子公司取得《采矿许可证》等7条对赌触发条款。

⑨ 网址为<http://www.gsxt.gov.cn/index.html>,最后检索日期为2025年2月7日。

⑩ 值得注意的是,本案是少有的股东为目标公司对赌提供担保却最终被法院判决股东也无须承担责任的案件,参见(2021)湘民终960号民事判决书。

⑪ 根据为《市场主体登记管理条例》第9条。

⑫ 参见(2018)辽02民初611号民事判决书、(2018)赣05民初13号民事判决书和(2019)赣民终178号民事判决书、(2018)浙民终629号民事判决书、(2019)最高法民申4797号民事裁定书、(2018)陕01民初1922号民事判决书。

⑬ 参见(2019)最高法民申4797号民事裁定书。

⑭ 参见(2020)最高法民申6234号民事裁定书。

⑮ 参见(2020)湘02民初5号民事判决书。

⑯ 参见(2020)最高法民终762号民事裁定书。

⑰ 参见(2020)最高法民申6603号民事裁定书、(2020)京民申373号民事裁定书和(2020)豫民终591号民事判决书。

⑱ 参见(2021)京民终178号民事判决书。

⑲ 参见(2020)京民再110号民事判决书和(2020)豫民终334号民事判决书。

⑳ 参见《公司法》(2005)第16条第2款,2018年和2023年《公司法》这一规定都没有改变。

㉑ 参见(2020)最高法民申6603号民事裁定书、(2019)京03民终5744号民事判决书。

㉒ 参见(2019)京03民终5744号民事判决书。

㉓ 参见(2020)豫民终591号民事判决书。

㉔ 参见(2020)最高法民终762号民事裁定书。

㉕ 参见(2020)最高法民申2957号民事裁定书。

- ②⑥参见(2020)京民终549号民事判决书。
- ②⑦参见(2015)新民二终字第280号民事判决书。
- ②⑧参见(2020)最高法民申2957号民事裁定书。
- ②⑨如《公司法》第89条、第162条。
- ③⑩参见《公司法》第47条规定。
- ③⑪数据来源为wind,参见<https://www.wind.com.cn/>,2025年2月11日访问。
- ③⑫分别是:《公司法》第89条第3款,《公司法》第144条,《公司法》第224条第3款。
- 参考文献:**
- [1] 王东光.对赌协议的效力及司法裁判路径[J].现代法学,2023,45(3):124-137.
- [2] 山茂峰.论公司对赌义务履行的绝对性:以反思“九民纪要”第5条为线索[J].财经法学,2022(3):164-178.
- [3] 赵旭东.第三种投资:对赌协议的立法回应与制度创新[J].东方法学,2022(4):90-103.
- [4] 黄忠.比例原则下的无效合同判定之展开[J].法制与社会发展,2012,18(4):46-59.
- [5] 张晓远.合同成立、合同生效与合同有效辨析[J].西南民族学院学报(哲学社会科学版),2001(6):210-213.
- [6] 卡尔·拉伦茨.德国民法通论:下册[M].王晓晔,邵建东,程建英,等译.北京:法律出版社,2003:196.
- [7] 崔建远.合同法[M].7版.北京:法律出版社,2021:93.
- [8] 史尚宽.债法总论[M].北京:中国政法大学出版社,2000:379.
- [9] 王泽鉴.民法学说与判例研究[M].北京:北京大学出版社,2015:1140.
- [10] 冯果.论公司资本三原则理论的时代局限[J].中国法学,2001(3):16-25.
- [11] 赵萍.国内商业银行贷款定价影响因素研究[J].金融发展研究,2019(1):90-92.
- [12] 潘林.“与公司对赌”合同履行的组织法进路[J].政法论坛,2024,42(2):53-64.
- [13] 潘林.股份回购中资本规制的展开:基于董事会中心主义的考察[J].法商研究,2020,37(4):114-128.
- [14] 刘燕,楼建波.公司法资本制度与证券市场:制度变迁、法律移植与中国实践[J].证券法苑,2014,12(3):1-40.
- [15] 李安安.股债融合视域下的公司并购:范式重塑与法治进阶[J].荆楚法学,2022(3):32-45.
- [16] 王国刚.市场化债转股的特点、难点和操作选择[J].金融研究,2018(2):1-14.
- [17] 余剑.探索政策性“股转债”助力科技自立自强[J].清华金融评论,2021(7):67-68.
- [18] 廖炜冕.对赌失败后的公司诉讼及其法律适用[J].人民司法,2020(16):63-68.
- [19] 李安安.股债融合视域下的公司治理:现实检讨与法制回应[J].西南民族大学学报(人文社科版),2020,41(4):75-81.
- [20] 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(4):37-52.
- [21] 汤洁茵.原则还是例外:经济实质主义作为金融交易一般课税原则的反思[J].法学家,2013(3):24-39+176.
- [22] 王延川.现代商法的生成:交易模型与价值结构[M].北京:法律出版社,2015:7.
- [23] 卡尔·拉伦茨.法学方法论[M].陈爱娥,译.北京:商务印书馆,2003:316.
- [24] 许德风.公司融资语境下股与债的界分[J].法学研究,2019,41(2):77-97.
- [25] 施鸿鹏.民法与商法二元格局的演变与形成[J].法学研究,2017,39(2):75-94.
- [26] 王妍.公司制度研究:以制度发生学为视角[J].政法论坛,2016,34(2):162-169.
- [27] 奥利弗·E.威廉姆森.治理机制[M].石烁,译.北京:机械工业出版社,2016:184.

(责任编辑 王超)