

资本市场公共性视角下对赌协议的治理逻辑与制度优化

黄尹旭*

内容提要 近年来,对赌协议已超越单纯的估值调整功能,演变为具有金融属性的特殊工具,面临监管套利、风险外溢影响资本市场乃至引发系统性金融风险的隐患。而现行监管制度存在时序漏洞和信息披露规则覆盖不足的问题;在对赌协议的治理上,金融监管与民商事司法裁判也存在认知偏差。监管侧重实质穿透与公共利益优先,而司法多基于形式判断,裁判尺度不统一削弱了监管执行力。为此,可引入资本市场公共性作为公私法协调的规范工具,其不仅涵盖金融消费者集体法益、市场交易秩序与国家金融安全三重核心法益,也能统一公私法价值目标、划定适用边界并适配涉众性交易属性。在此基础上,应确立分类治理原则,根据目标公司性质属于涉封闭公司还是涉公众公司,设置不同的对赌协议治理规则;同时,推进金融消费者保护与信息工具相结合,优化公私规范融合的司法裁判规则。

关键词 对赌协议 公私法协调 资本市场公共性 金融消费者

目次

- 一、问题的提出
- 二、对赌协议的变迁与治理难题
- 三、对赌协议治理的理论重塑
- 四、对赌协议治理的规则建构
- 五、结语

* 中国人民大学法学院副教授,法学博士。本文系 2024 年度国家社科基金重点项目“数据要素收益分配法律问题研究”(项目批准号:24AZD021)的阶段性成果。

一、问题的提出

规范治理对赌协议是具有中国特色的公司治理与资本市场法治的交叉问题,亦是我国金融法体系在完善进程中需要回应的私法自治与公法监管协调的重要议题。最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)将“对赌协议”定义为:“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。”

传统治理路径多将对赌协议置于纯粹的公司治理内研讨,阻碍对赌协议效力和履行的理由多基于公司资本维持原则与清偿能力的保障。^① 公司缔结的协议最初被纳入严格规制范畴,原因在于:若公司直接承担回购或补偿义务,不仅可能导致其注册资本或净资产不当减少、侵蚀债权人基于资本公示而产生的信赖,还可能违背股权的风险共担原则。与股东对赌则不同,因不直接影响公司资本,被传统规制逻辑认定为低风险行为,并予以宽松对待。由此,控股股东与对赌投资人以私人名义缔结与市值挂钩的对赌协议,逐渐成为资本运作领域的新型模式。此类对赌协议未将公司纳入协议主体,表面上维持公司法人独立的外观。然而,无论该公司处于未上市、即将上市还是已经上市之间的任何一个阶段,协议签订时的目标实质都指向资本市场。

在资本市场发展尚不充分、直接融资渠道有限、中小企业与科创企业融资难问题较突出的阶段,对赌协议以估值调整为核心,经由股权回购、现金补偿等条款,构成股债融合的非标准化金融工具,凸显了我国的融资环境对公司治理工具的特殊塑造。^② 由此,对赌协议不应局限于公司自治的内部视角,必须与资本市场法治衔接,并进行系统化治理。尤其是与市值挂钩的对赌协议,市值关涉资本市场的公共定价机制,其形成和变动天然与公共利益息息相关。控股股东与对赌投资人的私人对赌约定将公司的公共价值作为私人博弈的标的,不可避免地会超出缔约双方的合同相对性、从而对公共利益形成影响。在“南京高科新凌成长一期股权投资合伙企业(有限合伙)诉房某等股票回购合同纠纷案”中,对赌目标公司江苏硕世公司上市当日的开盘价为 52.33 元/股,在风投机构发出回购通知前 30 个交易日内股价启动一轮暴涨,期间涨幅达到 160%,至风投机构发出回购通知当日达到最高点 469 元/股。发出通知次日股价开始持续下跌,2 个月即下跌至 184 元/股。依据江苏硕世公司股票在风投机构发出回购通知前后的价格走势,法院指出该案不排除存在人为操纵江苏硕世公司股价的可能。^③

合同相对性与公司法人独立原则的制度初衷在于界定私人主体的权利义务边界和

① 参见刘燕:《“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》,载《法学研究》2020 年第 2 期,第 130-131 页。

② 参见缪因知:《新公司法下对赌义务履行中的疑难探讨》,载《法律适用》2025 年第 8 期,第 70 页。

③ 参见上海市高级人民法院(2021)沪民终 745 号民事判决书。

隔离个体风险,但面对对赌协议私人契约影响金融消费者利益的新型交易,需要回应金融创新背景下私人契约引发公共金融风险的现实问题。对此,《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的解释(征求意见稿)》(以下简称《公司法解释(征求意见稿)》)明确对赌投资人与公司或者其股东、实际控制人订立估值调整协议在一般情况下有效,但约定“当上市公司在一定期间内达不到约定的市盈率、市净率等股票市值指标条件时,由公司或者其控股股东、实际控制人回购股权、承担金钱补偿义务等”,当事人可以主张该约定无效,其中的治理逻辑需要展开进一步梳理。

本文将资本市场公共性锚定为可识别、可举证、可裁判的具体法益标准,尤其考虑以不特定金融消费者^④的集体性法益为中心,从而构建起统一的效力评价体系,探索对赌协议公私法融合的治理思路。

二、对赌协议的变迁与治理难题

从我国资本市场的发展脉络来看,对赌协议最初在一定程度上帮助填补了中小企业、科创企业的融资空白。随着资本市场向安全、规范、透明、有活力、有韧性的高质量发展目标迈进,司法治理亦需要相应逐步强化实质审查、细化风险防控规则,筑牢市场稳定根基,促使资本市场一般规律与中国国情相结合,从而助力构建现代化的金融立法、监管、司法体系,全面实现金融法治现代化的价值目标。^⑤

(一) 对赌协议的历史演变

对赌协议开始出现的标志性事件是2002年蒙牛乳业与摩根士丹利、鼎晖、英联投资签署业绩对赌协议。同期,永乐电器与摩根士丹利的对赌失败案,让市场充分认识到了对赌协议的风险。2005年修订的《公司法》和《证券法》都未直接覆盖私募融资场景的对赌交易,证监会与交易所的规则也未对IPO、并购重组中的对赌协议设置明确的监管要求,对赌协议面对的制度环境相对宽松。司法实际上承担着补位监管的角色,司法机关以主体区分划定效力边界,立足资本维持原则守住市场安全底线,客观上为早期资本市场融资创新保留了空间。2012年“苏州工业园区海富投资有限公司诉甘肃世恒有色资源再利用有限公司等增资纠纷案”成为对赌协议效力的第一次分界,该案中海富投资向甘肃世恒增资后因业绩未达标起诉要求补偿,法院的判决形成了“与目标公司对赌无效、与股东对赌有效”的裁判思路,理由是前者获取固定收益脱离公司经营业绩,损害公司及债权人利益。^⑥基于资本维持原则的考量,一段时间内主流司法意见基本采用该思路处理相关纠纷。2014年“上海瑞沅股权投资合伙企业诉连云港鼎发投资有限公司

^④ 本文采金融消费者的广义定义,即将从金融机构购买金融商品或服务的自然人、法人或其他组织均界定为金融消费者,但不包含缔结对赌协议的对赌投资人。关于金融消费者的概念界定,参见杨东:《论金融消费者概念界定》,载《法学家》2014年第5期,第75页。

^⑤ 参见郭锋:《金融法治现代化的中国道路》,载《中国法律评论》2026年第2期,第1页。

^⑥ 参见最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决书。

等股权转让合同纠纷案”提出鼓励交易、尊重意思自治、维护公共利益、保护交易正义的原则。^⑦市场主体为维护对赌协议的法律效力,开始从与目标公司对赌转向与公司的控股股东、实际控制人单独对赌,并在实践中推动对赌协议从外资 PE 主导的小众工具转变为国内本土 PE/VC 机构多采用的标准化融资条款。

这一时期,司法裁判以彰显公司资本的法定公示效力与静态安全为主要目标,将资本维持原则视为维护公司法人独立人格与债权人信赖利益的基础。基于资本变动关联性的私法自治与组织法强制的边界划分,亦衍生出公司缔约从严、股东缔约从宽的二元区分规则。注册资本被视为公司对外承担责任的信用基石和债权人利益保护的法定屏障,强调资本数额的确定性与不可随意减损性;^⑧而对赌协议中的股权回购、现金补偿等主要条款,具有导致公司资产向对赌投资人单向转移的可能,进而侵蚀公司法定资本的完整性,可能破坏债权人基于资本公示产生的信赖预期。与公司对赌因直接指向公司法人独立财产,威胁资本维持原则,其正当性倾向于被司法实践否定,形成组织法强制规则对私人契约自由的优先限制;而与股东对赌因履行标的归属股东个人,不涉及公司资本的直接变动,未侵入资本维持原则的传统规制范围内,故被归入更纯粹的私法自治领域,获得更为宽松的效力认定,体现了不触及组织法强制规定时契约自由原则的相对优先性。^⑨整体上,这一时期的公司规制呈现出重内部资本形式安全、轻市场融资实质需求的单向度特征,存在未能合理平衡组织体安全与市场创新活力的局限。^⑩

实际上,对赌协议是一个特殊的中国问题,这与我国资本市场的相对特殊性有直接关联。^⑪在直接融资渠道存在结构性短缺、中小企业与科创企业因信用基础薄弱和未来收益不确定而面临融资约束的背景下,传统金融工具的内在属性与投融资双方的主要诉求之间形成深层张力。股权融资的“同股同权”以风险共担、收益共享为核心逻辑,其剩余索取权的属性要求对赌投资人承担企业经营的全部不确定性,与风险投资人对风险可控、回报确定的诉求形成冲突,这在客观上催生了对赌协议。^⑫由此,融资企业得以绕开传统股权融资对控制权的过度稀释,同时规避债权融资的刚性偿债压力。对赌投资人则借助业绩承诺与估值调整机制,将投资风险锁定在可预期范围,缓解信息不对称带来的决策困境。对赌协议实际上成为对资本市场标准化工具供给不足的替代性回应。与一些国家市场以优先股、可转债等标准化金融工具实现风险分层与利益平衡的路径不

⑦ 参见上海市第一中级人民法院(2014)沪一中民四(商)终730号民事判决书。

⑧ 参见张保华:《资本维持原则解析——以“维持”的误读与澄清为视角》,载《法治研究》2012年第4期,第63页。

⑨ 参见冯果、段丙华:《公司法中的契约自由——以股权处分抑制条款为视角》,载《中国社会科学》2017年第3期,第116页。

⑩ 参见杨明宇:《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》,载《证券市场导报》2014年第2期,第71页。

⑪ 参见缪因知:《“与公司对赌”有效性的司法观念变迁与正当性检视》,载《人大法律评论》(第37辑),法律出版社2025年版,第53页。

⑫ 参见盛学军、吴飞飞:《“中国式对赌”:异化与归正——基于契约法与组织法的双重考察》,载《证券法苑》(第29卷),法律出版社2020年版,第218页。

同,中国语境下的对赌协议是投融资双方共同探索的契约方案。因此,从便利融资、壮大公司资本等角度而言,对赌协议有正当性基础。

2017年起,我国资本市场开始进入转型升级的关键期,对资本市场的要求逐渐从规模扩张转向质量提升;同期,相关司法理念从主体区分转向效力与可履行性相分离。2018年,“强静延诉曹务波等股权转让纠纷案”突破了公司不得参与对赌的绝对化立场,明确认可公司为股东对赌提供担保有效需满足程序合规和实质有利公司等条件。^⑬ 2019年,“江苏华工创业投资有限公司诉扬州锻压机床股份有限公司等请求公司收购股份纠纷案”认定公司直接对赌有效,法院认为符合《公司法》减资程序及不损害偿债能力的回购条款合法,将股权回购与减资衔接,从而改变了公司直接对赌必然无效的过往实践。^⑭《九民纪要》则确立了效力与可履行性分离的裁判框架,明确若不存在法定无效事由,对赌协议原则上有效,协议的履行需符合股权回购完成减资程序、现金补偿以可分配利润为限等要求,既尊重商事自治,又通过公司法规则防范公共利益损害,试图平衡对赌投资人、公司与债权人之间的利益。这一时期,对赌标的从经营业绩扩展至上市节点、市值规模、市盈率等多元指标。对赌协议从早期的成长期企业私募融资,全面渗透至Pre-IPO上市前融资轮融资、上市公司重大资产重组、定向增发再融资、新三板挂牌融资、产业并购等资本市场全场景。其中,上市对赌成为Pre-IPO融资的核心标的,市值对赌成为上市公司再融资、并购重组中的常见安排。对赌协议的主要功能从弥合估值分歧迈向为对赌投资人锁定无风险收益,无论企业经营好坏、上市成败,对赌投资人都可由回购、补偿条款收回本金及固定收益,股权投资异化为刚性兑付的类债权融资。

2019年,随着科创板正式开板,多层次资本市场逐渐完善,整体法治化要求日渐提升。我国资本市场改革步入深水区,一级市场与二级市场衔接愈发紧密,市值挂钩对赌成为新型的争议焦点,其可能引发的控股股东操纵股价、虚假披露、损害金融消费者利益等风险,直接触及资本市场公共属性与安全底线。随着注册制改革全面推进,资本市场的市场化定价机制日益成熟,投融资双方的信息不对称得到缓解。对赌协议能够发挥的估值调整功能持续弱化,其在合规场景中的适用范围大幅收窄。面对《监管规则适用指引——发行类第4号》等针对IPO环节原则清理的监管要求,部分市场主体找到了标准化的规避模式,这又激发了股东的机会主义倾向。缔约方既能借合规外观规避监管约束,保留对赌的业绩兜底与估值调整利益,又能向市场隐瞒公司背负的隐性业绩压力与或有负债,借助信息不对称推高发行估值,获取超额收益。而机会主义动机的持续强化,又反过来会驱动缔约方不断设计更隐蔽的规避安排。虽然对赌义务人名义上为控股股东,但实践中存在经私下协议约定由上市公司为控股股东的对赌义务提供担保、差额补足、流动性支持,或者控股股东利用关联交易、资金占用等方式变相向上市公司转移成本的情况。即使没有上述措施,实际控制人仍可直接影响上市公司经营,实施其他导致上市公司

^⑬ 参见最高人民法院(2016)最高法民再128号民事判决书。

^⑭ 参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书。

最终承担履约成本的行为。总而言之,即使交易结构发生了从公司直接对赌到公司间接兜底的转变,依然会存在直接对赌义务人将对赌风险转嫁给公司与金融消费者的现象。^⑮

对赌协议作为我国资本市场发展初期的过渡性制度安排,其初始正当性根植于核准制时代资本市场体系不完善的特定历史环境,对赌协议能够实现估值与业绩绑定、事后动态调整,承担着弥合投融资双方估值分歧、降低委托代理成本、促进资本形成的主要功能;同时,对赌协议也能为投资者提供私法层面的底线风险防控补充,由此获得市场认可与监管包容。但随着全面注册制改革推进,资本市场法治体系持续健全,市场化定价机制日趋成熟,多层次资本市场体系与融资渠道不断完善,公司治理规范优化,^⑯对赌协议赖以存续的制度环境发生重大改变,其估值调整、激励约束、风险防控等正当性功能的发挥呈现出一定程度的消解,交易结构与激励机制也发生异化。

(二) 对赌协议的系统性治理难题

传统民商事法律体系建立在股债二分的形式主义分类之上,其规则设计主要是围绕纯粹的股权或债权交易展开,对股债融合型金融工具的适配性安排不足。控股股东缔结的对赌协议是兼具股权收益不确定性与债权保底诉求的复合形态,既非典型股权交易,也非标准债权契约。第三类投资形式的属性使对赌协议得以游离于传统法律规则的调整边界之外。^⑰

现行监管规则在上市阶段虽明确要求清理与市值挂钩的对赌协议,但此类规则主要针对上市前,对上市后的协议签订、“抽屉协议”延续等行为的持续监管措施不充分。控股股东和对赌投资人恰恰利用监管时序上的漏洞,经由上市前清理、上市后重启,或者表面解除、实质履行等方式来规避监管;而上市后监管规则不完善,使对赌协议得以在无充分约束的环境中运作,信息披露规则的覆盖不足让规制失去了基础前提。对赌协议的主要风险在于私人约定与公共市值的关联传导,但现行信息披露规则侧重股份变动、财务数据等显性信息,未完全将此类协议的核心条款、履约风险、市值影响等隐性关联信息纳入强制披露范围,导致“抽屉协议”成为常态。信息披露的形式化使得监管与市场均难以全面捕捉风险关联的真实传导路径。

金融创新的超越性与传统规制工具的滞后性之间形成一定矛盾。尤其是控股股东签订的市值挂钩对赌协议以私人契约绑定公共市值,导致风险的跨领域传导。市值挂钩对赌协议在特定期限内与二级市场股票价格、市盈率、市净率等市值类公共定价指标绑定,在未达约定市值标准时,由融资方控股股东、实际控制人或目标公司承担相应违约责任,具备诺成性、双务有偿性的商事合同主要特征。此类协议锚定的市值是资本市场的公共价格信号,交易履行天然具备负外部性,易诱发市场操纵、内幕交易等违法行为。市

^⑮ 参见刘建勇、董晴:《资产重组中大股东承诺、现金补偿与中小股东利益保护——基于海润光伏的案例研究》,载《财资研究》2014年第1期,第136页。

^⑯ 参见宋葛龙:《中国资本市场高质量发展的政策演进及实践路径》,载《人民论坛·学术前沿》2025年第8期,第48-49页。

^⑰ 参见赵旭东:《第三种投资:对赌协议的立法回应与制度创新》,载《东方法学》2022年第4期,第90页。

值挂钩对赌协议将一级市场的私人博弈风险转化为二级市场的公共定价风险,其负外部性已超出传统私人契约的影响边界,触及资本市场的公共秩序与金融稳定。^⑮但传统规制工具仍聚焦于个体权利保护与局部风险防控,对系统性风险的预判与回应能力不够充分。民商事法律侧重事后纠纷解决,难以事前遏制协议引发的市场操纵、“隧道挖掘”等行为风险;资本市场监管规则虽强调公共利益保护,但现有规制工具多为行政许可、处罚等刚性手段,对隐蔽性协议的有效干预不足。

当下司法裁判尚未形成统一的价值导向与裁判标准,部分裁判将对赌协议视为普通民事合同,仅审查其形式要件的合法性,这在一定程度上忽视了对赌协议可能对资本市场公共利益的侵蚀。同类协议的效力认定存在差异,裁判尺度不统一,使得监管规则失去司法强制执行的支撑,尤其是仲裁倾向于支持对赌协议效力;^⑯而监管规则与司法认定又存在衔接不畅的问题。监管层面多强调此类协议对市场秩序的破坏,要求清理或禁止;但司法实践中对协议效力的认定未与监管导向形成协调,部分生效裁判间接认可协议的履行效力。

资本市场一股独大的治理结构与对赌协议的隐蔽性特征进一步放大了对赌协议的治理难度。一方面,控股股东可凭借控制权将私人对赌义务通过经营决策干预、市值管理操纵等隐性方式传导至公司。因此,对赌协议往往游离于法律法规的形式约束之外。而法律规范对控制权滥用的规制多聚焦于显性的关联交易、违规担保等行为,缺乏对以合法程序掩盖不当目的行为的实质审查机制,难以遏制隐性传导。另一方面,协议的“抽屉化”运作模式甚至补签、倒签的方式在一定程度上提升了治理难度。其主要条款往往通过私下约定、补充协议等形式隐藏,恶意回避信息披露要求,使监管与司法难以获取完整证据。一些拟上市公司在IPO审核中声称已清理与市值挂钩的对赌条款,但私下约定若上市失败,回购权将自动恢复效力,使对赌协议对公司仍具有长期潜在影响。明面清理、暗地保留的做法,使监管层难以有效防范市值对赌风险,损害了资本市场的透明度。

金融监管与民商事司法裁判在对赌协议的认知上会形成不同判断。资本市场监管侧重实质穿透式判断,围绕交易行为对信息披露秩序、资本市场稳定、金融消费者合法权益的实质影响构建审查体系,以公共利益优先为原则,对缔约、履行、终止全流程实行穿透式规制;^⑰而民商事司法裁判基于形式判断逻辑,以与目标公司对赌还是与控股股东对赌的主体身份界分为判断标准。整体上,资本市场监管倾向于严格限制对赌协议效力,司法上则倾向于维护合同效力。对此,《公司法解释(征求意见稿)》推进统一司法认知与监管实践,第37条确立对赌协议原则有效、履行受法定程序约束的一般规则,第82

⑮ 参见刘俊海:《论投资风险对赌条款效力的二元论裁判思维:兼议公司法司法解释的体系化》,载《财经法学》2026年第2期,第69页。

⑯ 参见李子薇:《对赌协议的法律属性及其效力探析》,载缪因知主编:《中财法律评论》(第7卷),知识产权出版社有限责任公司2015年版,第43-44页。

⑰ 参见叶林、吴烨:《金融市场的“穿透式”监管论纲》,载《法学》2017年第12期,第12页。

条则在司法规则层面明确了上市公司与投资者订立的市盈率、市净率等与市值挂钩的对赌条款无效。要充分发挥上述条款的制度价值,避免规则在司法适用中出现形式化异化、监管套利空间反弹等问题,进一步固定化、具体化相关规则的适用边界、裁判标准,并推进司法规则与监管标准协调融合。

三、对赌协议治理的理论重塑

对赌协议并非直接违法行为,而是具有公共风险因素、但外观属于合法私法行为的商事契约。由于对赌协议所引发的风险具有隐蔽性、传导性、跨公私法域的特征,传统证券法的一般性信息披露制度、投资者保护规则无法直接适配。由此,对赌协议的有效治理依赖公私法规范的协调配合。资本市场公共性可以成为转介桥梁,其具备明确、可司法评价的规范内涵,得以通过统一公私法价值目标、搭建《民法典》公序良俗条款的合法转介通道、划定清晰可操作的公私法适用边界,适配涉众性金融交易的公私交融属性。

(一) 明确对赌协议治理公私法协调的路径选择

对赌协议横跨私法与公法的交易特征,天然地具备公私交融属性。一方面,对赌协议是投融资双方基于意思自治达成的商事合同,受《民法典》《公司法》的调整,需要遵守平等主体间的权利义务安排,保障契约自由的实现;另一方面,涉众性场景下的对赌协议直接关乎资本市场的信息披露秩序、不特定金融消费者利益保护与系统性金融风险防控,受《证券法》与金融监管规则的严格约束,需要体现公共利益与市场秩序的维护,同时界分司法与监管边界。^② 双重属性决定了对赌协议的有效治理必须实现公私法规范的协调配合。为此,可以引入资本市场公共性作为民法公序良俗转化到公法规范的介质。

首先,资本市场公共性能够统一公私法的价值目标。资本市场公共性的规范内涵是三重层层递进的核心法益:不特定金融消费者的集体性法益、资本市场基础交易秩序、国家金融安全与系统性风险防控的公共法益。《民法典》确立的公序良俗原则、禁止权利滥用原则为私权的行使划定了公共利益的民事边界,^② 而资本市场公共性则可以进一步充当私法在涉众性金融交易中划定商事自治边界的标尺。

其次,资本市场公共性能够搭建符合私法体系逻辑的规范转介通道。资本市场公共性的保护需求能够具象化为以金融消费者保护为核心的实体性金融监管秩序,承载资本市场公共性的监管规则,并经由《民法典》公序良俗条款纳入民事法律行为的效力评价体系。

再次,资本市场公共性能够为公私法的适用划定清晰、可操作的统一判断标准。对于未披露的对赌“抽屉协议”、短期市值挂钩条款、刚性兑付安排、实质向上市公司转嫁风险的对赌安排,直接损害了资本市场公共性价值,公法监管应当依法介入治理,司法机

^① 参见张阳:《金融司法监管化的边界约束》,载《清华法学》2023年第2期,第125页。

^② 参见戴孟勇:《法律行为与公序良俗》,载《法学家》2020年第1期,第18页。

关宜经由公序良俗条款否定相关条款的效力。对于封闭性非公众公司的合规对赌、无涉众性无风险外溢的股东间对赌安排等情况,若未损害资本市场公共性,则主要属于商事自治的范畴。

最后,资本市场公共性作为横跨公私法的中间范畴,适配涉众性交易公私交融的属性。资本市场公共性内嵌于涉众性金融交易的复合利益结构,其作用不只是划分公私法界线,也在于调和公私利益。资本市场的公共利益并非脱离个体私益的抽象存在,而是寓于不特定投资者与其他市场主体的普遍私利之中,是众多个体交易利益聚合升维后形成的整体性利益。资本市场公共性有助于实现对多元利益诉求的动态调和。在对赌协议治理中,公共性引导规则适用跳出当事人短期利益博弈的局限,锚定资本市场长期稳定发展的整体目标,通过动态的利益衡量与规则调适,寻求利益公约数,最终实现个体交易活力与市场整体秩序的有机统一。

(二) 关注资本市场公共性的规范意涵与评价功能

资本市场公共性具备明确、具体、可司法评价的规范内涵。资本市场公共性可以细化为三层维度:其一,最中心层面的法益载体是不特定金融消费者的集体性法益。资本市场天然的涉众性特征决定了对重大交易行为的影响绝不会局限于合同相对性的边界,而是会直接波及二级市场数以万计的金融消费者。对这类主体的知情权、公平交易权、财产安全权等集体性法益的保护,既是资本市场公共性的首要内涵,也具备《民法典》《证券法》乃至正在制定中的“金融法”立法精神等完整的上位法支撑。其二,中间层面的制度载体是资本市场公开、公平、公正原则所确立的基础交易秩序。信息披露是资本市场存续发展的生命线,维护所有市场主体共同遵循的交易秩序,禁止内幕交易、市场操纵、虚假陈述等破坏市场定价机制与公平交易环境的行为,是资本市场公共性的主要要求,^②亦直接对应《民法典》及其解释的合同公平与市场秩序规则,可纳入公序良俗范畴。其三,整体层面的统一法秩序依托则是国家整体社会经济发展所必需的金融安全与系统性风险防控。金融作为国民经济血脉的特殊属性,决定资本市场风险具备强传导性、杠杆性与外溢性,单个交易的风险可能通过股权质押、资管产品嵌套、市场情绪传导等路径扩散至整个资本市场乃至全金融体系。因此,防控系统性金融风险、维护国家金融安全,构成了资本市场公共性的底线要求。^④

资本市场公共性生成于金融交易需求与局限的正负动因之中,亦构成规范适用的逻辑起点。从正向动因来看,资本市场公共性所对应的三重法益,均属于无法单纯依靠个体私法救济实现全面保护的公共利益,普通民商事交易的损害后果局限于合同相对方,主要可由违约责任、侵权责任完成私益填补,但资本市场交易损害的是不特定多数主体的集体利益、市场整体秩序与国家金融安全,仅靠私法自治与个体救济无法实现有效保

^② 参见吴晓求、许荣等:《构建以市场透明度为核心的资本市场秩序》,载《中国人民大学学报》2004年第1期,第34-37页。

^④ 参见赵霞、王德明:《围绕防范系统性风险界定公序良俗的范围》,载《法律适用》2020年第24期,第103页。

护,由此内生对统一、强制、普适性公共规则的刚性需求;从负向动因来看,资本市场公共风险所具备的负外部性、涉众性、传导性与系统性特征,决定了其无法仅依买者自负的私法原则实现有效防控。因此,需要限制当事主体的意思自治,避免其过分投机导致的系统性风险,尤其是防止风险向金融消费者转嫁。公共风险的系统性防控需求必然要求构建超越合同相对性的统一秩序安排,这也是资本市场公共性得以生成的现实动因。

资本市场公共性对统一资本市场秩序提出刚性需求,公私法协调融合才能有效应对资本市场的公共利益保护与公共风险防控需求。形式上的自由与平等原则无法矫正资本市场中投融资双方、控股股东与金融消费者之间天然的结构信息不对称和地位不对等;^{②⑤}而个体事后的私法救济更无法实现对系统性金融风险的事前防控,亦无法修复被破坏的资本市场整体交易秩序。由此,资本市场公共性必然对超越个体利益、覆盖全市场、约束所有市场主体的统一秩序提出刚性需求。划定市场行为的公共利益底线,防止个体交易行为损害不特定公众利益与市场整体秩序,亦构成后续所有规范转化的事实基础与正当性来源。

资本市场对统一秩序的刚性需求通过国家金融立法与监管体系具象化为体系化、可执行、有强制力的金融监管秩序法律要求,完成从事实需求到实定法规范的第一次转化。金融监管秩序与资本市场公共性之间是形式与实质的关系,资本市场公共性是金融监管秩序的实质内核,金融监管秩序是资本市场公共性的规范载体,并可作为后续公序良俗的转化基础。信用是金融的核心,金融监管秩序所形成的信用秩序构成维系金融市场的公共基础,由此区别于一般市场监管秩序。《金融法(草案)》确立的金融活动全部纳入监管等原则,《证券法》确立的信息披露与禁止市场操纵等规则,证监会关于上市对赌协议清理、上市公司治理、投资者保护的一系列监管规则等,共同构成了我国资本市场完整的金融监管秩序体系。

承载着资本市场公共性的金融监管秩序上升为金融领域的公序良俗,完成了从行政监管规则到私法基本秩序的第二次转化。公序良俗作为《民法典》确立的民事法律行为效力核心评价标准,其中的公共秩序指向国家与社会存续发展所必需的一般秩序,即国家社会一般利益。^{②⑥}《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》第17条将影响经济安全、影响公平竞争秩序、损害社会公共利益的行为认定为违背公序良俗无效,为金融监管秩序视为公序良俗提供了直接依据。《九民纪要》打通了金融监管秩序与公序良俗的规范通道,确认强制性规定涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的,应当认定为效力性强制性规定。同时,公序良俗的核心功能本就是弥补法律、行政法规的滞后性与规范漏洞,金融监管秩序就是国家与社会发展所必需的基本秩序,应当纳入民事法律行为的效力评价体系。

^{②⑤} 参见杨东:《论金融服务统合法体系的构建——从投资者保护到金融消费者保护》,载《中国人民大学学报》2013年第3期,第125页。

^{②⑥} 参见于飞:《公序良俗原则与诚实信用原则的区分》,载《中国社会科学》2015年第11期,第154页。

将资本市场公共性嵌入私法效力评价体系后,若资本市场交易行为,尤其是对赌协议这类典型投融资安排违背承载资本市场公共性的金融监管秩序,即可认定其违背金融公序良俗。可依据《民法典》相应条款否定其合同效力,解决低位阶金融监管规则无法直接进入合同效力评价的体系困境,经公序良俗的转介,让承载公共利益的监管规则和原则得以影响私法合同的效力认定。这并非无限授权监管干预私法自治,而是依据《民法典》规范框架,为金融监管的介入划定严格边界。单纯违反程序性规则、不涉及公共利益损害的行为,不能仅通过公序良俗条款否定合同效力,而是应当由监管机关依法作出制裁,但这并不影响当事人之间合同权利义务的履行,由此实现金融监管与私法自治的动态平衡。

(三) 重视当下对赌协议的功能异化

近年来,对赌协议已超越单纯的估值调整功能,演变为具有独立融资属性的货币信用工具。对赌投资人通过刚性兑付条款将股权投资异化为类债权融资,实现资金的跨期配置与风险的单向转移,契合金融法调整货币信用活动的本质。市场主体通过多层嵌套,利用其规避信贷管制、上市公司监管与关联交易规则,形成监管套利空间。上市公司、新三板挂牌公司等公众公司及控股股东参与的对赌协议,其履行直接影响公司股价、控制权稳定与中小投资者利益。私人契约的风险外溢,并已触及资本市场公共利益,私法自治应当受到必要限制。银行、证券公司、基金公司等金融机构通过私募股权基金、投贷联动等渠道大规模参与对赌交易,使得原本局限于交易双方的个体风险通过金融体系传导扩散,具备引发区域性甚至系统性金融风险的潜在可能。在资本市场市场化改革持续深化、基础制度不断完善的进程中,对赌协议制度功能呈现系统性减弱的趋势。具体而言,有以下几点:

第一,对不特定金融消费者的集体性法益的直接侵害。对赌协议以刚性业绩目标与违约后巨额补偿、回购责任为主要约束,使得实际控制人与管理层为规避对赌失败的财产损失,自然具备财务造假动机。无论是私募融资、上市前融资还是上市公司并购重组等场景,经由虚增收入、虚构交易、隐瞒成本、关联交易伪装非关联化等方式实施财务造假,已成为被市场实践反复印证的普遍性顽疾。财务造假行为直接向市场传递虚假经营信息,损害金融消费者的知情权,使其可能基于虚假业绩信号作出投资决策,最终在造假行为败露、股价暴跌时承担损失。无论对赌义务主体是目标公司还是控股股东、实际控制人,对赌失败后的履约成本都有可能通过各类路径向上市公司与金融消费者转嫁,且金融消费者始终是风险的主要承担者。当目标公司作为对赌义务人时,现金补偿、股权回购义务会直接影响公司流动资金与净资产,削弱企业长期经营能力,直接造成金融消费者持有的股权价值贬损。当控股股东、实际控制人作为直接义务人时,也会通过二级市场集中减持、违规占用上市公司资金、违规担保与非公允关联交易、高比例股权质押融资等方式,将履约成本转嫁给上市公司与金融消费者,甚至引发个股流动性枯竭与板块性波动。

与此同时,对赌协议多设置1—3年的短期业绩目标,扭曲企业的经营逻辑,迫使实

际控制人与管理层放弃长期研发投入、核心竞争力建设等长期战略,^{②7}转而通过透支企业未来发展潜力完成短期业绩目标。短视化行为对硬科技、创新型企业的损害尤为突出,导致企业长期发展潜力被透支,公司价值持续缩水,金融消费者的长期投资利益遭受损害。公司宜更多考量长期股东利益,公司治理本身也应当以长期股东利益最大化为目标。^{②8}由此,对赌协议导致的短视行为亦与公司利益相违背。而实践中广泛存在的“抽屉协议”、事后补签等隐蔽化安排,基于控股股东与对赌投资人的信息垄断优势得以游离于强制信息披露规则之外,形成了结构性的二次信息不对称。而普通投资者等金融消费者只能获取碎片化、滞后化的公开信息。对赌投资人与普通投资人之间形成信息鸿沟,违背股东平等原则,将金融消费者置于被动承受风险的弱势地位。例如,长生生物在2015年借壳上市时,为满足对赌协议要求的业绩增长指标,通过虚增疫苗销量等手段虚增利润,暴露出借壳前压费用、借壳后增销售的财务操纵问题。^{②9}2018年疫苗事件曝光后,长生生物被强制退市。又如,爱迪尔公司作为上市公司收购三标的均对赌失败,三年累亏逾24亿元,催生虚开近2亿元发票,并最终退市。^{③0}

第二,对资本市场基础交易秩序的破坏。以信息披露为核心的公开、公平、公正原则是资本市场所有市场主体共同遵循的基础交易秩序,也是资本市场价格发现功能得以实现的根本前提。而对赌协议的异化发展,从多个维度对基础秩序造成系统性破坏。尤其是市值挂钩对赌条款将资本回报与短期市值表现强绑定,使得市值作为资本市场公共定价信号的属性与股东的私人逐利性诉求形成了不可调和的内在张力,天然成为市值操纵、内幕交易的主要诱因。即便对赌条件仅绑定业绩目标,实际控制人也可能通过市值操纵、释放虚假利好、合谋坐庄等方式拉抬股价,为减持套现、规避对赌责任创造条件。^{③1}对赌协议的私人契约目标对资本市场公共定价秩序形成侵蚀。^{③2}市值作为资本市场资源配置的公共信号,其公正性依赖于信息透明与市场主体的充分理性博弈。而对赌协议的存在使得控股股东产生了人为扭曲股价的内生动机。通过选择性披露利好信息、刻意调整财务核算口径、干预经营节奏美化短期业绩等方式,让股价脱离公司内在价值,形成虚假定价信号,最终促使市场定价权从全体参与者的共同博弈异化为少数控股股东私人利益导向的操纵结果,破坏证券市场价格反映内在价值的机制。

第三,对国家金融安全法益的潜在冲击。在正常运转的金融市场中,市场主体通过

^{②7} 参见杨志强、曹鑫雨、胡小璐:《大股东的业绩补偿承诺抑制上市公司研发创新吗?——基于重大重组并购的经验证据》,载《北京理工大学学报(社会科学版)》2019年第3期,第118页。

^{②8} See John H. Matheson & Brent A. Olson, *Corporate Cooperation, Relationship Management, and the Trialogical Imperative for Corporate Law*, Minnesota Law Review, Vol. 78:1443, p.1444, 1484 (1994).

^{②9} 参见《中国证券报独家还原长生生物疫苗事件始末》,载证券日报网, <http://www.zqrb.cn/gscy/gongsi/2018-07-19/A1531981280166.html>, 2026年1月10日访问。

^{③0} 参见刘方益:《爱迪尔虚开近2亿发票非法获利仅26万 收购三标的均对赌失败三年累亏逾24亿》,载《长江商报》2022年2月10日,第5版。

^{③1} 参见徐莉萍、关月琴、辛宇:《控股股东股权质押与并购业绩承诺——基于市值管理视角的经验证据》,载《中国工业经济》2021年第1期,第136页。

^{③2} 参见邢会强:《我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应》,载《河北法学》2019年第5期,第37页。

市场运作可以实现对风险的公正定价、合理配置与有效管理,但也无法真正消除风险。在封闭的金融市场系统内,股权投资所固有的经营不确定性、估值偏差等内生风险永远不会凭空消失,只会通过金融交易结构的不同设计导致承担主体、表现形式与爆发时点发生转移,这是金融市场运行的底层客观规律。在对赌协议场景中,对赌投资人试图通过刚性回购、现金补偿、估值调整等条款,将自身应当承担的股权投资风险转嫁出去。原本由对赌投资人基于商业判断自主承担、可被监管监测的显性投资风险,转化为融资方实际控制人的隐性负债和目标公司的或有风险。风险的隐性转移与监管脱钩打破了资本市场风险与收益相匹配的准则,扭曲市场资源配置功能,更会导致分散的个体风险持续累积、交叉传染。资本市场风险天然具备强传导性、杠杆性与外溢性,单个交易的风险可能通过多重路径扩散至整个资本市场乃至金融体系。而对赌协议作为股债融合类衍生工具,其风险传导的跨市场、跨主体特征,使得私人契约的风险敞口与公共资本市场的稳定性绑定,形成不容忽视的风险隐患。

对赌协议的风险传导链条呈现出清晰的外溢路径:一级市场的私人对赌协议通过股价操纵、经营策略调整等路径直接传导至二级市场,引发个股股价的异常波动。控股股东为履行对赌义务进行的大规模减持行为,可能直接造成个股股价暴跌与流动性恶化。而为履约设置的高比例股权质押,一旦股价下跌触发平仓线,将引发连环平仓风险。若控股股东通过银行贷款、资管产品融资等方式筹集履约资金,对赌风险还会进一步从资本市场传导至信贷、资管等其他金融领域,形成跨市场的风险溢流。更为棘手的是,对赌协议的非标准化、隐蔽化特征,使得此类风险游离于监管视野之外,监管部门难以提前预判与防控,导致风险的隐蔽性、传染性被进一步放大。

四、对赌协议治理的规则建构

当前,我国资本市场正朝着高质量发展方向迈进,主要目标是服务中国式现代化、推进金融强国建设,这就要求金融工具的治理必须兼顾风险防控与价值引领。对赌协议的固有缺陷与资本市场培育耐心资本、支持实体企业长期发展的诉求之间存在冲突。限制对赌协议的适用场景与条款强度,并非否定其融资价值,而是以“退坡”形式为更适配国家战略的金融工具腾挪空间,推动融资体系向长期赋能转型。对赌协议的系统性治理优化需实现与资本市场发展阶段衔接、与现实融资需求衔接、与国家战略目标衔接的三重目标。

将资本市场公共性视角融入公司法治建构,一体推进金融消费者权益保护、市场秩序维护、系统性风险防控,优化公司资本维持、契约自治、治理结构、司法裁判等法治建构的全维度与各环节,进而明确私人契约的公共性边界、强化迈向公众公司的封闭企业特殊公共责任、构建公私法协调的规则体系,实现公司组织体存续发展与资本市场公共利益的动态平衡。

（一）确立以资本市场公共性为标准的分类治理原则

以横向差异化分类区分涉封闭性非公众公司与涉公众公司两大场景。对于涉封闭性非上市、非挂牌公司的对赌协议,交易主体均为具备风险识别与承受能力的合格投资者,交易无涉众性、无风险外溢性,仅影响缔约双方的私益平衡,是平等商事主体之间的估值分歧弥合安排。此时,对于对赌协议的治理宜侧重商事主体的意思自治,以《民法典》《公司法》的一般私法、商事规则调整为主,公法监管原则上保持谦抑不介入。当然,在客观上亦需要注意到投融资双方实际上的不平等地位对合同效力的影响,用司法手段保障融资环境。^③对于公众公司或者正在迈向涉众性的公司,包括沪深交易所上市公司、北交所上市公司、新三板挂牌公司以及进入相关公开市场程序的公司签订的对赌协议,因其交易直接关乎不特定金融消费者利益、市场基础交易秩序与金融安全,风险外溢性特征突出,须纳入从严规制的范畴。

对迈向公众形态的公司可参考公众公司进行监管。在公司从封闭形态向公众形态演进的过渡阶段,Pre-IPO企业、引入大额外部私募资本的企业等正迈向公众公司的封闭公司,虽未完成IPO正式成为公众公司,仍保有封闭公司的治理结构与契约自治空间,但已因资本来源公共化、风险影响外部化、监管预期趋同化而脱离纯粹私人契约集合的属性,承载着区别于传统封闭公司的特殊公共责任。在公司迈向公众化的过程中,必须以公共性为刚性底线,避免私人合意异化为侵蚀公共利益和破坏市场秩序的工具。传统封闭公司的主要特征是资本集中、股东有限且多参与经营,是私人主体基于信任形成的契约共同体。而当封闭公司启动迈向公众公司的进程,其属性便逐步突破私域边界,公共性需求随之发生变化,具体表现为资本供给对接资本市场公共资金池、契约安排可能引发跨主体跨市场风险传导、需逐步对接公众公司监管标准以回应市场期待。此类公司的特殊公共责任聚焦资本公共化、风险外部化带来的主要义务,体现为坚守资本维持公共底线的资本行为合规性责任,平衡资本融资需求与市场秩序稳定,此时涉及公司的私人契约需要成为推动公司成长的助力而非侵蚀公共利益的工具,以实现封闭公司向公众公司的平稳过渡,维护资本市场生态的健康发展。

纵向一体化规制针对公众公司场景,特别是资本市场公共性中最突出的金融消费者权益保护。金融消费者作为弱势主体,其权益保护是资本市场监管的正当性来源之一。^④在差异化规制模式下,市场主体可通过主体隔离、板块迁移等方式,将对赌风险隐蔽地转嫁给金融消费者。不同主体、不同板块的规制存在着宽严不一的差异,会诱导市场主体通过名义股东缔约、实质公司兜底的交易结构嵌套;或从高规制板块向低规制板块迁移的方式规避监管,使得严格的规制规则被架空。对此,推行涉公众公司对赌协议的义务人一体化规制,无论对赌义务人是目标公司本身,还是其控股股东、实际控制人,实质上

^③ 参见王茵田、黄张凯、陈梦:《“不平等条约”:我国对赌协议的风险因素分析》,载《金融研究》2017年第8期,第117页。

^④ 参见刘迎霜:《我国金融消费者权益保护路径探析——兼论对美国金融监管改革中金融消费者保护的借鉴》,载《现代法学》2011年第3期,第92页。

都对公司价值、资本市场秩序与金融消费者产生影响,需要适用相对一致的规制标准、效力规则、行为禁令与责任体系。

(二) 推进以金融消费者保护与信息工具相结合的治理体系

对赌协议呈现出典型的跨法域金融产品特征,其治理宜遵循金融法的第三法域逻辑,以金融消费者统合保护为内核,并充分发挥金融治理中信息工具的功能。国家以公权力设定效力边界、禁止不公平条款、实施穿透式监管等方式,矫正市场失灵,保护金融消费者权益。同时,充分发挥市场机制的作用,经由信息工具范式引导市场主体自我规制、自我约束。

资本市场推动社会闲散资金向生产性资本的转化,始终以金融消费者的持续参与为前提。作为市场资金的主要供给方,金融消费者的投资行为构成了资本市场存续发展的逻辑起点与物质基础,脱离金融消费者群体的普遍参与,资本市场便失去了存续的根基。与此同时,分散的金融消费者群体也是市场风险最主要的承担者,对这一群体的保护天然带有公共利益属性。不特定投资者的个体利益汇聚整合,构成了资本市场公共利益的内核。对金融消费者权益的统合保护就是维护金融体系的整体稳定与公共安全。对赌协议的风险传导特征,使其效力边界与金融消费者利益直接关联。因此,有必要从公共利益保护的维度划定其效力边界,否定“保本保收益”“无条件回购”等不公平风险转嫁条款^{③⑤}的效力,遏制风险向金融消费者扩散。

具体规制路径可从多维度协同推进。监管端应坚持穿透式监管理念,实质识别对赌交易的最终主体、资金来源与风险承担主体,防范通过多层嵌套规避监管要求;同时,强化金融机构的适当性管理义务,要求其充分披露对赌交易的风险结构,不得向风险承受能力不匹配的金融消费者推介相关产品。在责任与救济端明确违法对赌行为的法律后果,加大对虚假披露、内幕交易、操纵市场等对赌关联违法行为的惩戒力度。同时,在优化现有中小投资者集体诉讼制度的基础上,可探索引入金融消费者保护领域检察公益诉讼,补足个体救济能力不足的短板。

防范对赌风险向公众传导,需关口前移,将企业迈向公众公司过程中的必要的对赌协议刚性清理作为基础性制度安排。对于实质损害资本市场公共性的条款,须在上市前予以规范清理,避免风险上市后向中小投资者扩散。针对市值挂钩对赌协议的突出风险,建议在《金融法(草案)》中增加一条,专项规制相应行为:“不得通过市值挂钩安排诱导上市公司从事损害公司长期发展和中小投资者利益的行为。国务院金融管理部门可以根据防范金融风险、保护投资者合法权益的需要,制定负面行为清单”。

监管部门在落实金融消费者教育的同时,需要有序探索数字赋能金融消费者路径。例如,依托自然语言处理、知识图谱构建金融产品通俗化翻译与沉浸式数字教育体系,增强消费者对复杂产品的理解能力;运用大数据与人工智能搭建全市场风险监测网络,结合用户画像实现个性化预警与高风险交易智能拦截,提升风险预警能力;推广区块链全

^{③⑤} 参见前注^{③②},邢会强文,第36页。

流程存证、一站式在线纠纷解决与智能化集体诉讼支持系统,强化消费者救济能力。上述措施既为金融消费者对抗信息不对称与市场力量失衡提供技术武器,也为构建公私融合的金融治理体系奠定微观基础。有鉴于此,建议《金融法(草案)》第53条“国务院金融管理部门完善金融消费者、投资者权益保护体制机制,加强金融消费者、投资者教育,加大保护力度。”中增加“推动数字赋能金融消费者”。

降低信息不对称是资本市场有效运行的主要前提与内在要求。信息工具特别是数字化工具是保障信息对称的支撑,也有助于市场恢复风险与收益平衡的理想状态。^{③⑥}信息披露是资本市场重要的信息工具,涉及公众公司的对赌协议需要完整披露交易背景、业绩承诺的合理性依据、补偿方式、回购条款的触发条件、潜在风险及应对措施等重要信息。鼓励非公众公司自愿披露对赌协议信息,提高市场透明度。^{③⑦}强化会计师事务所、律师事务所、保荐机构等中介机构的勤勉尽责义务,要求其对对赌协议的合法性、公允性与风险状况进行审慎核查与验证。对于未履行勤勉尽责义务的中介机构,依法追究相应责任。保障金融消费者的知情权、参与权与表决权,鼓励其通过股东大会、董事会等渠道,参与上市公司治理。运用大数据和人工智能技术构建对赌交易风险监测模型,对交易数据进行实时分析和深度挖掘。重点监测异常交易行为,特别是不合理减资、过多利好消息、异常资金流动等,及时发出风险预警。建立跨部门的监管信息共享机制,推进证券、银行、保险、基金等领域之间的监管信息互联互通。鼓励监管部门利用人工智能技术辅助监管执法,提升识别违法行为、掌握执法线索的效率。

信息优势应当与披露义务相匹配,确立控股股东、实际控制人与对赌投资人为信息披露责任主体。作为对赌协议的发起者、主要缔约方与风险的最终掌控者,三者知悉协议从签署、履行到清理的重要信息,包括未公开的补充安排、隐性履约承诺等隐蔽内容,自然应当承担破除信息壁垒、完整披露信息的法定义务,这也是投融资双方的私人契约能够获得公共资本市场信任的内在前提。对上市后金融消费者利益的影响评估,应当重点说明历史对赌安排与遗留风险。

以上市过程中的信息披露为例,在上市前辅导期,企业需向保荐机构、属地证监局完整提交历史对赌协议及补充安排,重点说明对赌协议与企业长期发展战略的匹配度,由会计师事务所出具资本变动风险专项核查意见,重点核查协议履行与清理对公司后续资本维持的潜在影响。在申报期,需通过招股说明书完整披露对赌协议的合规性、清理进度及剩余条款,详细说明未清理完毕条款与上市后持续经营的协调或冲突关系,重点披露其对上市后投资者权益的潜在传导风险。在上市后锁定期,需重点披露两大主要内容:一是“抽屉协议”的全面排查结果,以及含隐蔽性对赌相关约定的排查情况;二是上市前对赌协议的遗留影响,包括资本充实性是否存在遗留缺口、控制权是否因历史对赌存在不稳定隐患及对应的风险应对措施。在上市后持续经营期,需在年度报告中设置专项

^{③⑥} 参见杨东:《互联网金融的法律规制——基于信息工具的视角》,载《中国社会科学》2015年第4期,第126页。

^{③⑦} 参见朱庆、童传宇:《由“堵”到“疏”:对赌协议中目标公司债权人保护的路径选择》,载《浙江工商大学学报》2024年第6期,第81页。

章节,披露上市前对赌协议对企业核心竞争力的遗留影响评估报告。若协议已全部终止,须专项出具无隐性风险、无未披露遗留义务的承诺函,禁止以“协议已清理”为名回避持续披露义务。

对于上市公司,需通过证券交易所指定平台进行常态化公开披露。涉及“抽屉协议”排查发现的问题、历史对赌遗留风险重大变动等事项的,需及时发布临时公告;对于非上市公司,需向公司全体股东、债权人、潜在合格投资者进行专项定向披露,重点说明历史对赌清理情况及剩余风险。控股股东、实际控制人及公司董事会对披露内容的真实性、准确性、完整性承担首要责任,需出具无未披露“抽屉协议”及对赌遗留义务的专项承诺。

(三) 优化公私规范融合转介的司法裁判规则

资本市场公共性及其对资本市场公平秩序与投资者信赖利益的保障功能,决定了上市公司及其股东签订对赌协议的行为须明确禁止;而对于上市前已签订的对赌协议,亦需以公共性为标准进行严格审查,保障资本运作与组织治理始终在公共利益的框架内运行。上市公司作为承载不特定投资主体利益、依托公共资本市场实现资源配置的公众主体,其每一项资本行为都具有广泛的外部性,^③对赌协议作为私人契约的风险分配与利益博弈若直接嵌入上市公司的资本运作,将诱发侵蚀市场公平定价机制、损害金融消费者的平等地位。因此,严格限制上市公司及其股东签订对赌协议,是资本市场公共性对私人契约的正当制约。

在此基础上,推进《公司法解释(征求意见稿)》对赌协议条款的内涵固定与适用标准细化。一方面,针对司法解释中涉上市公司的市值调整条款绝对无效的规则,进一步将扭曲市场定价机制、诱发市场操纵行为、损害金融消费者公平交易权与财产安全权等因素确立为判断其他合同条款是否无效的参考依据;同时,将直接或间接与二级市场市值、股价、估值指标挂钩的合同安排纳入规制范围,以涵盖非典型对赌协议,促使司法裁判与金融监管的禁止性规则形成统一的评价尺度。另一方面,针对司法解释中不涉上市公司的对赌协议的一般效力规则,通过体系化的限缩与扩张解释落实分类治理的主要原则,对封闭性非公众公司的对赌协议,原则上尊重商事主体的意思自治,以资本维持原则为底线审查合同的可履行性,不轻易否定合同效力,为正常的商事投融资创新保留充足的制度空间。同时,对于拟上市公司及其控股股东、实际控制人签订的对赌协议效力,参酌考量其对资本市场公共性价值的影响。

由此,对于上市前已存在的对赌协议,若在公司上市后有损害公共利益的风险或不当目的,法院在审查该对赌协议效力时仍可考虑使之自始无效。^④全面、充分的信息披露是审查的基础和前提,消除信息不对称的结构性失衡,将原本只限于当事人知晓的主要条款转化为公共可知的信息,是公共性在信息层面的直接体现。对协议内容依据资本市

^③ 参见刘斌:《公众公司的公司法地位再审视》,载《法学杂志》2021年第7期,第44-45页。

^④ 参见何东宁:《金融商事审判中穿透式审判思维的检视与路径优化》,载《中国应用法学》2026年第1期,第183页。

场公共性要求进行过滤,重点甄别并限制可能诱发股价操纵、扭曲市值形成、侵蚀公司长期价值的条款设计。将对赌协议的履行全程纳入资本维持、信息披露、市场操纵禁止等公共规制体系,让公共性约束贯穿契约履行的全流程,保障私人契约的自治空间始终不突破公共利益的底线。

明确责任导向、前置权利保障条款,提前遏制股东违规履约、未披露对赌协议等侵蚀企业长期价值的行为。立足金融消费者个体权利分散性特征,践行个体权利聚合与价值协同,搭建代表诉讼、集体诉讼、公益诉讼等权利聚合渠道,将金融消费者分散维权转化为对企业长期价值的集体守护,同步保障金融消费者即时利益与耐心资本长期回报基础,强化二者共同体价值绑定。以责任导向与合规原则为支撑,经由清晰的救济路径强化对控股股东、对赌投资人的约束,明确损害长期价值行为的追责标准,促使其恪守对赌协议风险关联的正当边界。

此外,一些涉对赌协议的仲裁裁决过度强调商事自治与交易效率,忽视资本市场公共性对私人契约的规制。仲裁裁决主要考虑协议条款是否系双方真实意思表示、形式是否合规,却对协议是否违背《公司法》的资本维持原则、是否隐藏“抽屉协议”规避信息披露义务、是否可能引发系统性风险传导等公共性问题审查不足。涉金融仲裁须以公正高效的纠纷解决维护金融市场稳健运行,以稳定可预期的裁决标准,平衡保护公私权益,以保障金融稳健性为重心,将资本市场公共性要求嵌入仲裁审查,完善仲裁与监管、司法的协同机制,在维护国家金融安全的同时,实现规则自主、经济有序发展与国际吸引力的有机统一。

对此,基于《仲裁法》对公共利益的要求,一并将资本市场公共性要求嵌入对赌协议仲裁裁决及其审查体系,可以考虑的要点包括:一是协议或者仲裁裁决是否符合资本维持、信息披露等强制性法律规定,尤其是动用注册资本、募集资金履约,低价回购股权变相抽逃资本等条款;二是协议或者仲裁裁决是否存在损害公共利益的风险外溢可能,尤其是涉及挂钩短期股价、设置高额现金补偿、诱导企业发布虚假信息等的短视化对赌;三是协议是否履行公共性披露义务。仲裁须衔接司法裁判与监管导向,统一对赌协议效力认定的公共性标准,防止出现不同法律适用标准影响金融市场秩序的情况。

五、结 语

在迈向金融强国背景与“金融法”制定的制度框架下,坚持资本市场公共性维护的主要导向,将对赌协议的私人契约治理嵌入“金融法”个体权益保障与公共金融安全并重的价值体系中,通过法定化的信息披露制度、金融消费者保护机制与市场秩序规制规则,构建外部约束与内部自治相协调的治理框架,有效遏制对赌协议的风险外溢效应,契合资本市场服务实体经济、防范系统性风险的公共诉求。未来,随着资本市场改革深化进程的推进与耐心资本生态的培育,对赌协议这样的单一业绩补偿手段一定会被多元化、长期化的价值分享机制所逐渐取代。我国公司与资本市场治理自主知识体系的构建

需要始终立足我国市场结构特征,坚持组织自治与金融监管的辩证统一,既要坚守《公司法》上的公司自治、尊重商事契约的灵活性、避免过度监管压抑市场活力,又要吸纳“金融法”的公共性理念与风险治理思维。以穿透式监管、全流程信息披露与系统性风险防控为抓手,矫正契约自由在金融领域的异化。防止私人合意通过结构化设计侵蚀企业长期发展根基、损害金融消费者利益,最终在动态调整中实现资本效率与公共利益的平衡,为中国特色现代资本市场建设筑牢制度基础。

Abstract: In recent years, valuation adjustment mechanisms (VAMs) have evolved beyond their original function as valuation adjustment tools and increasingly assumed the characteristics of complex financial instruments, carrying hidden risks of regulatory arbitrage, negative spillovers into the public interests of capital markets, and even systemic financial risks. The existing regulatory framework suffers from temporal loopholes, and the coverage of information disclosure rules remains inadequate. Meanwhile, with respect to the governance of VAMs, a cognitive bias exists between financial regulation and judicial adjudication in civil and commercial law: financial regulation emphasizes substantive penetration and the primacy of public interests, whereas courts rely predominantly on formalistic reasoning. This discrepancy in judicial standards directly undermines the efficacy of regulatory measures. To resolve this dilemma, the concept of the public nature of the capital market can serve as a normative medium to coordinate public and private law. By aggregating three core legal interests—the collective interests of financial consumers, market transactional order, and national financial security—this conceptual framework unifies the value objectives of public and private law, delineates clear boundaries of application, and accommodates the unique traits of mass-involving transactions. On this basis, the principle of categorized governance shall be established, whereby differentiated governance rules for VAMs are formulated respectively for transactions involving closed corporations or public corporations. Concurrently, greater integration between financial consumer protection and information-based regulatory mechanisms is needed, alongside the development of judicial rules capable of facilitating the organic fusion of public and private norms.

(责任编辑:王莉萍)