

以目标公司为相对方的对赌协议效力研究

郑嘉颖¹, 张牧远¹, 王勤芳²

(1. 西南政法大学 民商法学院 重庆 401120; 2. 集美大学 法学院/学报编辑部, 福建 厦门 361021)

[摘要] 对赌协议为私募股权融资中的估值差异困境提供弹性调整机制, 且其符合委托—代理模型上的“激励相容”价值理念, 是能够有效放大社会效益的契约安排。以目标公司为相对方的对赌协议之效力不应因潜在的合同履行障碍(即对赌条款的执行可能损害公司或债权人利益), 而被一概给予否定评价。同时, 以目标公司为相对方的对赌协议本身并未触犯《公司法》第二十条等相关法律强制性规定, 在符合合同有效条件且不具有《合同法》第五十二条列举之无效情形的情况下, 其有效性应当得到认可。

[关键词] 对赌协议; 估值调整; 经济效益; 合法性

[中图分类号] D 922.291.91 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1008-889X (2019) 04-0070-08

2017年10月18日, 习近平总书记在十九大报告中指出, “经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点, 实现产权有效激励、要素自由流动、价格反映灵活、竞争公平有序, 企业优胜劣汰”, 同时要“深化投融资体制改革, 发挥投资对优化供给结构的关键性作用”。^[1]即是说, 一方面, 要合理配置经济资源, 提高市场要素的流动性, 使市场在资源配置中起决定性作用; 另一方面, 要致力于拓宽投融资渠道, 努力提升金融服务于实体经济的能力, 以激发各类市场主体的创新活力。私募股权融资作为我国多层次资本市场的重要组成部分, 在近五年内, 融资规模整体呈现迅速增长态势。^[2]随着私募股权融资的发展, 对赌协议以其具有创新性、灵活性的契约安排, 广泛高频地出现在私募股权融资实践领域。具体而言, 对赌协议是指为暂时回避信息不对称所带来的估值困难与估值不一致问题, 投融资双方在就私募股权融资意向签订协议时, 对融资企业未来经营状况的一种约定。^[3]对赌协议的构成包括暂估价值(协议签署时目标公司的股权转让价)、目标条件(目标公司需要达到的经营目标, 主要包括经营业绩或上市)与对赌筹码(主要以现金补偿或股权回购形

式)。^[4]其运作实质即是当对赌目标条件未能达成时, 投资方即有权请求融资企业依照协议约定重新计算估价, 返还现金补偿或回购股权的一种估值调整机制。实践中, 对赌协议由于具有触犯公司法相关强制性规定与资本维持原则之嫌, 司法裁判对其效力常持怀疑态度。鉴于对赌协议对促进资本市场资源再分配并形成正向激励机制的显著效益, 法律对其效力与地位的认可亟须明朗化, 以为对赌协议在经济市场中的效用发挥提供充分空间。

一、问题的提出

最高人民法院近年对对赌协议相关纠纷的认定处理, 集中体现了我国司法实践对对赌协议的态度与认识的整体趋向。为获取最高人民法院审理对赌协议纠纷裁判的实证信息, 笔者以“对赌协议”与“最高人民法院”为关键词进行案例检索, 经剔除个别与对赌协议效力之认定不具有实质性联系者, 共获得有效诉讼裁判文本5个。据此, 笔者对该5个案件的裁判观点及认定结果进行了总结与梳理(见表1)。

[收稿日期] 2019-04-12

[作者简介] 郑嘉颖(1995—), 女, 福建厦门人, 硕士生, 主要从事商法研究。

王勤芳(1966—), 女, 黑龙江友谊农场人, 教授, 硕士, 主要从事民商法学及婚姻家庭法学研究。

表 1 最高人民法院审理对赌协议纠纷裁判梳理

时间	案件名称	对赌对象	方式	裁判观点	效力认定
2012. 11	苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波增资纠纷[(2012) 最高法民提字第 11 号]	原 股 东 + 目 标 公 司	现金 补 偿 + 股 权 回 购	1. 与目标公司股东对赌不损害公司及公司债权人利益, 不违反法律法规的禁止性规定, 是当事人的真实意思表示; 2. 与目标公司对赌损害公司与债权人利益, 违反《公司法》第二十条和《中外合资经营企业法》第八条规定	与 目 标 公 司 股 东 对 赌 有 效; 与 目 标 公 司 对 赌 无 效
2013. 11	联大集团有限公司与安徽省高速公路控股集团有限公司股权转让纠纷[(2013) 最高法民二终字第 33 号]	原 股 东	股 权 回 购	股权协议转让、股权回购等作为企业之间资本运作形式, 如果并非以长期牟利为目的, 而是出于短期融资的需要产生的融资, 其合法性应予承认	有效
2015. 7	蓝泽桥等诉苏州周原九鼎投资中心合同纠纷[(2014) 最高法民二终字第 111 号]	原 股 东	股 权 回 购	该协议系各方当事人的真实意思表示, 不存在《合同法》第五十二条合同无效情形, 不存在显失公平问题	有效
2017. 9	通联资本管理有限公司、成都新方向科技发展有限公司与公司有关的纠纷[(2017) 最高法民再 258 号]	目 标 公 司 或 原 股 东 (公 司 与 原 股 东 承 担 履 约 担 保 责任)	股 权 回 购	1. 合意系当事人真实意思表示, 不违反公司法规定, 与目标公司股东的对赌条款有效; 2. 目标公司不是股权回购义务主体; 3. 投资人未对履约担保程序尽注意和形式审查义务, 履约担保不对目标公司发生效力; 4. 目标公司对担保条款无效应承担相应过错责任	与 目 标 公 司 股 东 对 赌 有 效; 目 标 公 司 履 约 担 保 因 投 资 人 未 尽 注 意 和 形 式 审 查 义 务 而 不 对 目 标 公 司 发 生 效 力
2018. 9	强静延、曹务波股权转让纠纷[(2016) 最高法民再 128 号]	原 股 东 (目 标 公 司 为 原 股 东 的 回 购 提 供 连 带 责 任 担保)	股 权 回 购	1. 投资人与目标公司股东对赌是当事人真实意思表示, 不违反法律法规强制性规定; 2. 投资人对目标公司提供担保已经过股东会决议尽到审慎注意和形式审查义务; 且投资全部用于公司经营发展, 提供担保有利于自身经营发展需要, 不损害公司及股东利益	与 目 标 公 司 股 东 对 赌 有 效; 目 标 公 司 连 带 责 任 担 保 有 效

从最高人民法院对赌协议相关案件的裁判思路与效力认定结果中可以看出, 对于投资人与目标公司股东签订的对赌协议, 最高人民法院一以贯之地对其效力持承认态度, 理论界对此也无甚争议。而针对以目标公司为对赌义务人的对赌协议, 2012 年“海富案”判决中最高人民法院即

以违反《公司法》第二十条^①, 损害公司及债权人利益为由, 否认该类协议效力。至此, 最高人民法院首先向私募投资市场释放出一个朴素的规则信号: 投资方与融资企业股东之间的对赌协议有效; 与目标公司对赌协议无效。随后, 中国国际经济贸易仲裁委员会在其2014年1月做出的一起仲裁裁决([(2014) 中国贸仲京裁字第0056号])中表达了相反态度, 即认定投资方与目标公司之间的对赌协议因遵循平等自愿等基本原则, 而为有效。不同争议解决机构相反的裁判结果为当事人预判行为后果筑起障碍, 也导致实践中市场主体大多尽量避免签订以目标公司为相对方的对赌协议, 法院与仲裁机构就投资人与目标公司对赌协议之效力的观点分歧在此后一直处于悬而未决的被搁置状态。直至2017年“通联案”与2018年“强静延案”中, 最高人民法院对目标公司作为股东对赌回购义务之担保责任主体的认可,^② 将以目标公司为对赌义务方的协议效力问题再次推进人们的视线。这是因为, 虽然担保责任与对赌相对方责任在最终责任承担的界限上有所区别, 最高院也未松口承认以目标公司为对赌义务方的协议效力, 但是, “强静延案”中, 最高院认可目标公司以其责任财产为股东回购债务承担连带责任保证, 这一裁判结果已经使目标公司纳入实质上的对赌关系。“通联案”与“强静延案”表现出最高人民法院态度的松动, 似乎为与目标公司对赌之协议取得合法地位的可能性打开了豁口。笔者即在证成对赌协议之正面经济效益的基础上, 从合同法与公司法双重视角出发, 探讨认可以目标公司为对赌相对方之协议效力的可能性路径。

二、合理性探讨——对赌协议的经济效益

在投资方层面, 对赌协议在对冲信息不对称的条件下, 公司估值困境带来的溢价增资风险,

同时, 可以期待适当的对赌协议契约安排在融资方层面形成正向激励机制, 从而使投融资双方的期望目标利益在某种意义上达到统一, 以实现总体效用的最大化。

(一) 估值调整: 促成交易可能性

经由谈判磋商而形成交易双方共同认可的对价是交易达成的关键性前提。在私募股权投资市场中, 该交易对价即表现为在对目标公司经营状况、管理能力及发展前景进行审慎考量的前提下, 对目标融资企业达成的一致性估价。值得注意的是, 大多私募股权投资者并非以通过投资行为获得目标公司现有净资产份额, 从而长期持有股权并获取分红为目的, 而是期望目标公司未来业绩增长, 通过抛售股权而从投资增值中获利。^[5] 基于此, 投资机构通常会选择现金流量折现模型对目标公司进行估价,^[6] 即对影响目标公司未来现金流量的现有因素进行评测, 而这种评估的精确度在很大程度上依赖于目标融资企业的信息披露是否真实完整。出于自身利益的考量, 目标公司具有利用信息优势地位, 而向投资方释放过分夸大的利好信息, 以抬高估值的激励, 或至少对相关因素的评价带有一定主观性色彩, 因此, 其产生的期望估值一般较高; 而投资方基于对目标公司提供信息真实性的怀疑, 以及未来发展的不确定性, 自然在投资谨慎性的影响下, 对目标公司形成相对低的估值。此时, 信息非对称条件下投融资双方的估值差异便难以避免, 如磋商无效, 将导致股权投资交易被搁置甚至夭折。

对赌协议正是在估值困境的倒逼下应运而生, 其通过契约的灵活性设计, 暂时回避在股权融资交易成立时点难以弥合的估值差异, 而将该问题留待未来事项确定时, 再依据条款约定进行估值调整, 使估价回归到公允价值水平。由此, 对赌协议显著降低了投资方对于高风险的迟疑, 提高了交易达成可能性。另外, 对目标公司价值进行评估是私募股权投资中的核心环节, 而由于信息的非对称性, 投资方审核披露信息的真实性

① 《公司法》第二十条: “公司股东应当遵守法律、行政法规和公司章程, 依法行使股东权利, 不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益; 不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益。”

② 通联案中, 最高人民法院系以目标公司提供担保存在程序性瑕疵, 且投资人就此未尽到审慎注意和形式审查义务而认定目标公司承担连带责任担保的约定无效, 并非直接否认目标公司承担担保责任的效力, 因而可视为最高人民法院承认目标公司为对赌股东承担担保责任的可能性。

和完整性需要付出极高的成本,且收效甚微。对赌协议削弱审查核实信息并进行评估的重要性,以最小化成本促成交易达成。^[7]

(二) 激励相容:追求效用最大化

信息经济学范畴的激励相容理论为证成对赌协议的经济效用提供重要的理论支撑。根据该理论,合理的对赌协议设计安排能够高效约束并激励目标公司管理层,^[8]使目标公司的经营决策与投资方投资价值实现的方向趋同,从而达到投融资双方整体效用的最大化。

激励相容理论以经典的委托—代理模型为基础,能够有效协调委托—代理关系中存在的委托人和代理人之间的利益不一致问题。在经济学上,委托—代理关系泛指任何一种涉及非对称信息的交易,其中掌握能够影响不知情者利益之信息的一方为代理人,而处于信息劣势并承担知情者行为引发之风险的另一方称为委托人。^[9]激励相容理论所要解决的即是这样一种问题:交易一方(称为委托人)与交易另一方(称为代理人)的目标利益存在一定差异,委托人欲使代理人选择以委托人目标利益为终点的行为路径,但由于信息不对称,代理人将利用信息优势选择最大化自身效用水平的行动,委托人则囿于信息不完全的限制,无法对代理人行动进行及时的跟踪与监督,从而出现代理人为追求自身利益目标而偏离委托人利益轨道,损害委托人利益的情形。^[9]在此困境下,要使委托人期望效益得以成就,必须尽可能实现所谓“激励相容”,使委托人与代理人的期望目标利益达到某种程度上的统一,以此激励代理人自发选择有利于委托人利益的行为路径。

将委托—代理模型放置于对赌协议交易关系框架中,可以发现,对赌协议双方的信息地位呈现出显著不平等,同时,由于私募股权投资者大多不参与公司的经营管理,因而其信息的非对称性具有持续性,可认为投资方与目标公司之间构成信息经济学意义上的委托—代理关系。公司所有权与经营权分离所产生的代理成本问题一直是困扰商事法律与实践的长期难题,如何高效地激

励目标公司采取有利于投资者投资价值实现的经营管理决策,正是激励相容理论所要解决的问题。

对赌协议的架构即是预先设定融资企业的经营业绩目标或上市目标,当目标条件未能成就时,目标公司须依约付出一定的对赌筹码,甚至有的对赌协议直接约定对赌目标实现时由投资方对公司管理层进行奖励。^[10]利用激励相容思想对对赌协议的经济效用进行分析,可以发现,合理的对赌契约安排能够形成对目标公司管理层无形的激励,创造投融资双方共赢可能性,使目标公司依照对赌协议中设置的目标条件进行经营管理决策,从而在一定程度上摆脱代理成本困境。但同时应当注意到,此处激励相容理论对对赌协议经济效益的证成,建立在对赌目标设置合理的前提下。另外,据相关研究表明,不同难度的对赌目标安排对目标公司所产生的激励效应是不同的,对赌目标的选择应当根据目标公司的经营条件及管理能力来设置,要使激励效应达到最大化,对赌协议应当为目标公司设置中等难度的目标条件。^[11]

三、合法性证成——基于合同法与公司法视角

对赌协议作为兼具灵活性与正向激励性的估值调整机制,能够有效提升社会总体经济效益。如前所述,对赌协议的本质系一种以平等的投融资双方为主体、以对赌“筹码”为客体的民事法律行为,并具有契约性质,具有无名合同的法律地位。关于其法律属性的进一步界定,学界主要存在两种观点:观点一认为其属于附条件合同^①;观点二则认为属于射幸合同。^②事实上,探讨对赌协议究竟为附条件合同抑或射幸合同,对于合同本身的效力判定无甚决定性影响,笔者暂不予深究。而对于无名合同,我国《合同法》给予合同当事人之意思自治以充分尊重,只要其符合《合同法》第九条关于合同订立主体之要

① 持观点一的学者认为对赌协议约定的条件是当事人可以任意选择的事实,约定的事实具有不可预见的可能性特点,完全符合附条件合同的基本特征。

② 持观点二的学者认为约定事实的不确定性使得对赌协议在整体上体现出强烈的射幸性,其与附条件合同实为“貌合神离”。

求、不涉及第五十二条无效合同之情形及第五十四条关于可撤销合同之情形,即可根据民商法理论的法律原理,认可其合同效力。但是,从前文对最高人民法院关于对赌协议案例的梳理中可以发现,针对以目标公司为对赌义务人的对赌协议,最高人民法院以其类似于“固定回报的保本投资”,动摇公司资本,损害公司及债权人利益为由,否定该类协议效力。最高人民法院裁判案例在司法实践中具有一定的价值导向意义,但是以该“一刀切”的裁判观点作为主导类案裁判结果的原则,具有片面性。笔者认为,以目标公司为相对方的对赌协议并非必然无效,相反,

在诸多情况下,其效力都应当获得认可。

(一) 合同效力与合同履行区分化维度

传统民法存在负担行为与处分行为之划分,合同效力与合同履行的区分即来源于此。具体^[12]而言,以权利变动为目的的原因行为(即负担行为),自该原因行为合法成立之时即生效,但该原因行为并不能直接引发其所承载的权利之变动,权利变动依赖于特定的对该基础原因的履行行为(即处分行为)^[13]。也就是说,合同作为基础原因债权,其效力的确认绝缘于权利变动这一合同的履行效果,不受合同履行的潜在或实际障碍牵制(见图1)。

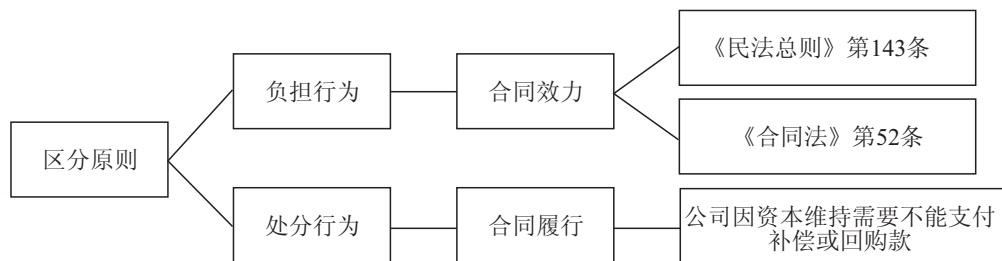


图1 对赌协议效力判断与履行障碍之区分

以该传统民法原理审视对赌协议,可以发现,认定以目标公司为对赌义务人协议无效的主要观点,即公司资本非正常逆向流出将危害公司及债权人利益,因此不得使投资方的对赌协议补偿条款请求权得到支持,该问题实质上属于权利变动的范畴,即合同履行的障碍,而非协议效力本身存在的瑕疵。将合同履行之障碍前置于合同效力的判定中,推翻商主体的契约自治,同时易给予对赌协议债务人逃避履约行为或违约责任的空间。因此,对合同效力的探讨,应当建立在审视其是否符合《民法总则》第一百四十三条^①关于民事法律行为有效条件的规定,以及是否属于《合同法》第五十二条^②列举之合同无效法定情

形的基础之上。

至此,以目标公司为对赌相对方的对赌协议效力争议便集中在探讨其是否必然违反《合同法》第五十二条第(五)项之规定,即是否“违反法律、行政法规的强制性规定”上。下文即在此前提下,对以目标公司为相对方的对赌协议可能涉及触犯的若干公司法强制性规定进行分析。

(二) 公司法强制性规范维度

司法实践中,法院多以《合同法》第五十二条第(五)项“违反法律、行政法规的强制性规定”为介质,援引《公司法》第二十条、第三十五条、第一百四十二条等条款,认定以目标公司为相对方的对赌协议类型无效。《合同法司法解释

① 《民法总则》第一百四十三条:“具备下列条件的民事法律行为有效:(一)行为人具有相应的民事行为能力;(二)意思表示真实;(三)不违反法律、行政法规的强制性规定,不违背公序良俗。”

② 《合同法》第五十二条:“有下列情形之一的,合同无效:(一)一方以欺诈、胁迫的手段订立合同,损害国家利益;(二)恶意串通,损害国家、集体或者第三人利益;(三)以合法形式掩盖非法目的;(四)损害社会公共利益;(五)违反法律、行政法规的强制性规定。”

(二)》第十四条^①对《公司法》第五十二条第(五)项之“强制性规定”做出限缩解释,即仅指效力性强制性规定,而将管理性强制性规定排除在外。对于效力性强制性规定与管理性强制性规定的区分标准,法律理论界与实务界尚未形成定论,因此,笔者对法院援引以证成与目标公司对赌无效的相关公司法条款,是否系属效力性强制性条款的问题暂不加以探讨。事实上,笔者认为,以目标公司为对赌义务人的契约安排,其本身并不必然违反公司法相关强制性规定。

“海富案”中,最高人民法院以《公司法》第二十条第一款为依据判定投资人与目标公司的业绩承诺补偿条款约定无效。根据该条文,滥用股东权利的构成与认定需要符合两个要件,即一方面,股东实施了滥用股东权利的行为;另一方面,该行为损害公司、其他股东或者公司债权人的利益。

对上述两要件进行分析,可以发现,对赌协议并未构成对《公司法》第二十条第一款的实质性违反。理由在于:(1)投资人在签署对赌协议时不具备股东身份,意即无滥用股东权利之认定空间。对赌协议系投融资双方在充分磋商后,约定对目标公司市场估值在后续进行调整的契约安排,在对赌协议签订时点上,投资方并未因履行出资义务而获得实质上的股东地位,亦无记载于股东名册或工商登记的形式标志,投资方之股东地位尚未取得,因此在目标条件不满足的时点,对赌条款相关补偿约定的触发,并非来源于投资方作为股东所行使之股东权利,而是作为对赌协议之债权人行使的合同请求权。^[14](2)对赌协议不必然侵害公司、公司股东及债权人利益。具体而言,一方面,就公司与公司股东来说:首先,目标公司作为商事主体,对商业风险具有充分的注意以及专业判断能力,其在商自由

环境下,经过股东会或董事会决议等程序,基于意思自治做出同意对赌条款之外部表示,应认为属于商主体风险自担范畴,守约方利益殊值保护。其次,究其本质,对赌条款是一项估值调整机制,在补偿条款触发前,公司即对投资人享有增资款请求权,而目标条件未成就仅是导致目标公司返还先前高估的价款,使融资定价回归公允价值水平,只要对赌条件设置合理,即不存在侵害公司及公司股东的问题。另一方面,就公司债权人来说:首先,公司责任财产并不必然因对赌条款的触发和实现而不当减少。相反地,从交易过程整体来看,投资方的注资使得目标公司在短期内能够获得大量资产和流动资金,从而获得加速公司发展的原动力,只要对赌条件设置的计算方式妥当,目标公司原有的偿债能力并不会发生减损,反而存在实质性提高的极大可能性。其次,目标公司对投资方的补偿款或股权回购款项可能来源于年末未分配利润,也可能来源于盈余公积金,因此该笔资金不必然来源于股本或资本公积金,在资金逆流不构成抽逃股本的情况下,对赌协议补偿或回购条款的执行并不危及公司债权人利益。^[15]最后,当对赌协议补偿回购条款因目标条件未成就而被激活时,投资人即基于该对赌协议执行请求权而取得债权人身份,目标公司资金逆流属于履行合同债务之必然结果,股东作为债权人时,其获得清偿的权利不应因其股东身份而受限。以对某一债权人之债务的清偿损害其他平等债权人由,而阻止该债务清偿行为,显然是不合理的。^[15]综合上述分析,对赌协议并未违反《公司法》第二十条规定之禁止股东权利滥用原则。

除《公司法》第二十条外,《公司法》第三十五条^②禁止股东抽逃出资的规定以及《公司法》第一百四十二条^③、第一百六十六条^④、第

① 最高人民法院关于适用《中华人民共和国合同法》若干问题的解释(二)第十四条:“合同法第五十二条第(五)项规定的‘强制性规定’,是指效力性强制性规定。”

② 《公司法》第三十五条:“公司成立后,股东不得抽逃出资。”

③ 《公司法》第一百四十二条:“公司不得收购本公司股份。但是,有下列情形之一的除外:(一)减少公司注册资本;(二)与持有本公司股份的其他公司合并;(三)将股份奖励给本公司职工;(四)股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份的。”

④ 《公司法》第一百六十六条:“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。”

一百八十六条^①关于股东从公司获取资产的法定途径规定等,也成为司法机关援引作为认定与目标公司对赌协议无效的法律依据。^[16]上述条款均是法律出于维持公司资本规模的需要,通过立法限制股东对公司可主张的财产性权利。而事实上,如前所述,投资方与目标公司订立之对赌协议系平等主体间的债权债务关系,投资方通过行使对赌条款执行请求权,而使公司资产流出企业,该权利并非源于其股东身份,而是在投资合同法律关系下之债权人所享有的合同权利。因此,《公司法》对股东逆向从公司取得资产的法定限制不适用于此,自无上述所列条款的适用空间。

四、结 语

契约安排合理适当的对赌协议在投资方层面能够以“多退少补”的形式对冲私募股权投资不确定性带来的高风险,在融资端则能够缓解金融抑制给中小企业带来的资金短缺,同时,对于资本市场而言,对赌协议之“激励相容”价值功能的发挥,能够有力助推企业扩大生产规模,改善经营管理,从而激发经济市场的整体活力。基于对赌协议的巨大经济效益,商事审判应当审慎认定该种估值调整协定,避免以机械的裁判思维直接否定合同效力。具体而言,由于合同效力与合同履行的区分化原则,在对以目标公司为相对方之对赌协议的效力的评判中,不宜将合同履行障碍因素掺杂混淆,而应依照法律关于合同有效要件与无效情形的规定,对合同内容加以审视。由于以目标公司为对赌义务人的协定其本身并不违反《公司法》相关强制性规定而必然无效,司法实践应当被给予根据具体的契约安排做出个案判定的空间。因此,在协议本身满足《民法总则》第一百四十三条民事行为有效之要件,且无《合同法》第五十二条列举之合同无效事由时,应当认定投资方与目标公司之间的对赌条款合法有效。

[参考文献]

- [1] 习近平. 决胜全面建成小康社会, 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利——在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告 [R]. 北京: 人民出版社, 2017.
- [2] 观研天下. 2018 年中国私募股权投资基金行业发展现状及对策分析图 [EB/OL]. (2018-05-26) [2018-12-05]. <http://tuozi.chinabaogao.com/gonggongfuwu/05263396232018.html>.
- [3] 张佳洋, 姜宇涵, 刘静潜, 等. 对赌风险的防御之盾 [J]. 中国国际财经, 2018 (4): 211-214.
- [4] 张凯. 股权投资中运用对赌协议的风险管理问题研究 [J]. 经济问题, 2018 (8): 53-59.
- [5] 李睿鉴, 陈若英. 对私募投资中“对赌协议”的法经济学思考——兼评我国首例司法判决 [J]. 广东商学院学报, 2012 (6): 82-90.
- [6] 中国注册会计师协会. 财务成本管理 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2014: 153.
- [7] 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 (1): 159-167.
- [8] 吴多强. “对赌协议”的法律效力问题研究: 实证考察与法理分析 [J]. 研究生法学, 2016 (6): 362-377.
- [9] 张维迎. 博弈论与信息经济学 [M]. 上海: 上海人民出版社, 2004: 238-239.
- [10] 王妍. 公司制度研究: 以制度发生学为视角 [J]. 政法论坛, 2016 (2): 162-169.
- [11] 项海容, 李建军, 刘星. 基于激励视角的对赌合约研究 [J]. 上海经济研究, 2009 (3): 92-98.
- [12] 秦涛, 张旭东. 对赌协议裁判的理想进路: 合同法与公司法的嵌入与并存 [J]. 学习与实践, 2018 (2): 80-88.
- [13] 谭启平. 中国民法学 [M]. 北京: 法律出版社, 2015: 274.
- [14] 徐睿. 以目标公司作为对赌义务人的合同效力研究 [J]. 证券市场导报, 2015 (5): 72-78.
- [15] 潘林. 重新认识“合同”与“公司”: 基于“对赌协议”类案的中美比较研究 [J]. 中外法学, 2017 (1): 250-267.
- [16] 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 (4): 49-55.

^① 《公司法》第一百八十六条: “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。”

A Study of the Effectiveness of the Gambling Agreement with the Target Company as the Opposite Party

ZHENG Jia-ying¹, ZHANG Mu-yuan¹, WANG Qin-fang²

- (1. Civil and Commercial Law School, Southwest University of Political Science & Law, Chongqing 401120, China;
2. School of Law/Journal Editorial Department, Jimei University, Xiamen 361021, China)

Abstract: The gambling agreement provides an elastic adjustment mechanism for the valuation divergence in private equity financing, and it conforms to the “incentive compatibility” value concept on the principal-agent model, and is a contractual arrangement that can effectively amplify social benefits. The effectiveness of the gambling agreement with the target company as the opposite party should not be negatively evaluated due to potential contract performance obstacles (ie, the execution of the gambling clause may harm the company or the creditor’s interest). At the same time, the gambling agreement with the target company as the opposite party does not violate the mandatory provisions of Article 20 of the Company Law, and is in compliance with the conditions of the contract and does not have the invalid situation listed in the Article 52 of the Contract Law. As a result, its validity should be recognized.

Key words: gambling agreement; valuation adjustment; economic benefits; legality

(责任编辑 陈蒙腰)

(上接第 37 页)

Further Deepening of Xinzixue’s Reflection on Chinese Philosophy

WANG Ning-ning, FANG Yong

- (College of Chinese Language and Literature, East China Normal University, Shanghai 200241, China)

Abstract: Since ancient times, Chinese philosophy has focused on “phronesis”, thus forming a “benevolent” society that pays attention to ethical appeals. Western philosophy pays attention to “episteme”, and thus produces a “science and technology” society that pays attention to the development of technology. During the May 4th movement, western culture was imported in large quantities. In this process, if we do not reflect on the use of western templates, it is very easy to promote the situation of “cooking sand as rice”. Therefore, “Xinzixue” advocates that in the development of Chinese culture today, we should neither indulge in “Explaining China in Chinese terms”, nor get lost in the jungle of western learning. Instead, we should face up to western culture calmly, properly handle the differences between Chinese and western cultures, and to construct a vigorous system of “Xinzixue”. Just as the development of contemporary epistemology is no longer limited to the study of theoretical knowledge, the exploration of practical knowledge and the combination of the two are the new directions of epistemology. Among them, the fusion of “phronesis” and “episteme” in contemporary knowledge theory fully proves and practices the proposition of “Xinzixue”.

Key words: Xinzixue; Chinese characteristic; the pre-Qin scholars; epistemology

(责任编辑 杨中启)