

《九民紀要》背景下對賭協議可履行性法律問題研究

田 雨

摘 要：對賭協議作為我國資本市場中興起的一種中小企業融資模式，由於先前法律缺乏明確規定，其效力判斷一直是公司法與民法交叉研究的難點問題。《全國法院民商事審判工作會議紀要》（又稱《九民紀要》）的出台在一定程度上緩解了效力爭議，通過區分原則判斷對賭協議的效力及可履行性，但同時也帶來了新的問題，例如將股分回購與減資程序強行捆綁、將現金補償套用至利潤分配程序，進而將目標公司設定為對賭協議可履行性的判斷主體。這些規定不僅削弱了達成可履行性條件的可能性，還在實踐中引發了諸多法律困境。問題的核心源於《九民紀要》制定者對資本維持原則理解上的偏差，並將商事外觀主義融入條文設計，導致兩大原則在適用中存在對立。此外，制定者過度保護抽象債權人的利益，忽視了對投資方合法權利的保障，從而使現有規範陷入邏輯不自洽的困境。鑑於當前對賭協議制度難以做出全面改革，未來完善制度應在現有規範基礎上減少減資程序對履行對賭義務的限制，並將相關規範視為目標公司的抗辯事由，而非對賭協議可履行性的判斷條件，同時摒棄一律“駁回訴訟請求”的裁判結果。

關鍵詞：對賭協議 可履行性 股分回購 資本維持原則 債權人保護

Study on Legal Issues in the Implementation of Valuation Adjustment Mechanism under the Background of the *Jiumin Minutes*

TIAN Yu

(Faculty of Law, University of Macau)

Abstract: The VAM agreement, as a financing model for small enterprises that has emerged in China's capital market, has faced difficulties in determining its validity due to the lack of clear legal regulations in previous laws. The promulgation of the *Minutes of the National Courts' Civil and Commercial Trial Work Conference* (also known as the *Jiumin Minutes*) has alleviated the validity disputes to some extent by distinguishing principles to judge the validity and performability of the VAM agreement. However, it has also introduced new issues, such as the forced bundling of share repurchase with the capital reduction procedure and the inappropriate application of cash compensation to the profit distribution procedure, thereby designating the target company as the subject of judgment on the performability of the VAM agreement. These provisions not only undermine the possibility of meeting the conditions for performability but has also triggered numerous legal dilemmas in practice. The core of the problem stems from the framers' inappropriate understanding of capital maintenanceism and the erroneous incorporation of commercial appearanceism into the text design, leading to a fundamental opposition between the two principles in application. Additionally, the framers' excessive protection of abstract creditors' interests has neglected the safeguarding of the legitimate rights of investors, resulting in the existing norms falling into a situation of logical inconsistency. Given the current challenges in making comprehensive reforms to the VAM agreement system, future improvements should reduce the restrictions of the capital reduction procedure on the fulfillment of VAM obligations based on existing norms, and relevant norms should be regarded as defenses of the target company rather than conditions for judging the fulfillment of the VAM agreement, while also abandoning the blanket result of dismissal of the lawsuit requests.

Keywords: value adjustment mechanism, possibility of performance, share repurchase, capital maintenance, creditor protection

收稿日期：2024年8月19日

作者簡介：田雨，澳門大學法學院博士研究生

一、問題的提出

隨着我國資本市場的不斷發展，行業競爭也愈發激烈，缺乏資金擴大經營規模的後果只可能是被大企業吞沒，而中小企業融資難問題早已屢見不鮮，普通的增資入股已不再能打動投資者。現今投資者通常要求附帶條件的注資，即成為企業股東的同時還要求企業保證其在約定期限內實現目標利潤，“對賭協議”這一概念應運而生。伴隨着對賭形態與規模的不斷擴大，對賭交易在我國投融資市場的運用越發廣泛，私募股權投資領域更是有“逢投資，必對賭”之勢。¹

對賭協議（Valuation Adjustment Mechanism，縮寫為VAM），常稱為“估值調整協議”，是投融資交易雙方信息不完全對等情況下，由投資者創造的一種具有選擇權性質的合同。² 該模式最早出現於解決美國矽谷高科技創業企業在初創階段融資難的問題。為此，美國風險投資協會制定了《美國風險投資示範合同》，該合同關注的是公司未來業績，而非現有價值，通過設定階段性目標以增強對未來不確定性的控制。這一模式後來成為華爾街銀行和私募股權投資公司在與高科技企業簽訂融資合同時的參考，也為我國的對賭協議制度奠定了基礎。

需要明確的是，《美國風險投資示範合同》中有關對賭呈現的形式和側重點均與當前國內常見的股分回購型對賭有所不同：《美國風險投資示範合同》強調對目標公司股權的回收，投資方是先支付一部分價款，其餘部分視企業未來業績支付，即使退出後也可以運用條款讓目標公司採用分期付款的形式逐步贖回股權，以便合同當事人預測和規避法律風險，降低意外發生的概率³；而國內的對賭協議則更傾向對投資方利益的維護，即使投資方不退股也可通過協議合意約定目標公司支付貨幣，即國內獨創的“現金補償型”對賭協議。⁴ 實際上國內常見的對賭協議真正發源於2000年代大摩等境外基金投資蒙牛時設立的一項依業績調整股權比例的安排，這與國際資本市場常用的對賭模式仍有較大出入。⁵ 因此對賭協議這一概念雖作為舶來品，卻在中國資本市場中形成了區別於域外對賭的獨有特色。

我國的對賭協議一路走來，從“海富案”中一審法院全面否定對賭協議的效力⁶，到終審法院區分判斷與目標公司和與公司股東簽訂對賭協議的效力⁷；從“華工案”法院認定與目標公司的對賭協議同樣可能有效，但可否履行須受制於《公司法》第162條等規定。⁸ 可見，儘管對賭協議在我國投資領域已得到廣泛運用，但由於先前缺少明確的法律制度保障，仍存在諸多法律風險，實踐中對協議效力的裁判也難以得到統一，不乏有判決裁決完全對立之勢。直到2019年最高人民法院推出《全

¹ 盛學軍、吳飛飛：《“中國式對賭”：異化與歸正——基於契約法與組織法的雙重考察》，《證券法苑》2020年第2期，第215頁。

² 傅穹：《對賭協議的法律構造與定性觀察》，《政法論叢》2011年第6期，第66頁。

³ 美國風險投資協會：《美國風險投資示範合同》（中英文對照本），北京市大成律師事務所、北京市律師協會風險投資委員會組織編譯，北京：法律出版社，2006年，前言。

⁴ 美國PE/VC投資實務中不存在現金補償型的估值調整機制，與我國對賭協議爭議類似的場景僅為退出時的股分回購。參見張巍：《資本的規則》，北京：中國法制出版社，2017年，第4頁。

⁵ 劉燕：《對賭協議與公司法資本管制：美國實踐及其啟示》，《環球法律評論》2016年第3期，第138頁。

⁶ 參見蘭州市中級人民法院（2010）蘭法民三初字第71號民事判決書。

⁷ 參見最高人民法院（2012）民提字第11號民事判決書。

⁸ 參見江蘇省高級人民法院（2019）蘇民再62號判決書。

國法院民商事審判工作會議紀要》（以下簡稱《九民紀要》），此次會議紀要中最高院推翻了先前“與目標公司對賭一概無效”的舊觀點，明確了投資方與目標公司間對賭協議、投資方與公司股東之間的對賭協議均有效。同時將對賭協議的效力與履行進行區分，並將裁判重點轉移至協議的可履行性上，分別對股分回購型與現金補償型對賭的可履行性設定了不同的履行條件。⁹就股分回購型對賭而言，最高院認為公司對賭回購只能被劃入第162條法定回購事由中的減資事由，只有完成減資程序保護債權人利益後才能進行對賭回購，且減資程序只能由目標公司自主進行，司法不能強制履行¹⁰，故《九民紀要》將目標公司自主減資程序的通過視為對賭回購義務的履行條件。就現金補償型對賭而言，最高院認為現金補償並不涉及投資方所持股分的減少，不能適用減資程序，只能適用利潤分配程序，否則構成抽逃出資¹¹，故“存在可分配利潤”為《九民紀要》中現金補償義務的必要履行條件。《九民紀要》在對不滿足履行條件的對賭訴訟請求也設置了統一法律後果，投資方提出的訴訟請求若不滿足可履行性條件將被一律駁回。可以看出，《九民紀要》對對賭協議的相關規定深刻體現了對資本維持原則的堅定堅持。資本維持原則是公司資本制度的三大基本原則之一，主要含義是要求公司資本的真實有效，外在表現上看，該原則要求公司存續過程中應經常性地保持公司資產與其註冊資本一致，而深層含義則是維持公司真實有效的經營能力和債務清償能力，最大限度保障公司債權人利益。¹²對賭協議的履行受資本維持原則的約束，也為其後續可能出現的法理障礙埋下了伏筆。

《九民紀要》的相關規定一定程度上放寬了對賭協議的門檻，也貫徹了對目標公司債權人保護的宗旨，同時明確了裁判的路徑，在後疫情時代對鼓勵公司融資、激發經濟活力發揮了一定的積極作用，學界對於對賭協議的效力之爭也就此掩鼓息旗。然而一波未平一波又起，爭議焦點由對賭協議的效力問題轉向履行問題：對賭相關規定被視為協議履行請求權的成立要件是否合情，對於舉證責任和最終裁判結果等程序規則的確定是否合理，如何正確看待資本維持原則與對賭協議可履行性的關係等問題，均是現有規定尚未完全解決的。

基於以上認識，本文以“《九民紀要》背景下對賭協議可履行性法律問題研究”為題，試分析《九民紀要》中對賭協議的相關規定，從減資程序與現金補償兩方面着手，加以討論我國《公司法》中的資本維持原則適用至對賭協議後產生的漏洞，闡明橫跨民商法的對賭協議在實踐中對履行不能認定問題存在的缺陷，進而提出具體建議，發掘解決方案的可行性，最終得出結論。

二、《九民紀要》規定對賭協議履行條件的評析

當前對賭協議存在的問題主要體現在減資程序與對賭回購義務的強行捆綁，以及現金補償與利

⁹ 在缺少規定的其餘四種對賭協議中，僅有股分對賭型為實踐中的常見對賭形式，由於股分對賭僅涉及股權比例調整，不涉及出資返還，並不違背資本維持原則，因此實踐中裁判爭議較小，《九民紀要》也未對此加以規定。

¹⁰ 參見最高人民法院民事審判第二庭編著：《〈全國法院民商事審判工作會議紀要〉理解與適用》，北京：人民法院出版社，2019年，第116-120頁。

¹¹ 最高人民法院民事審判第二庭編著：《〈全國法院民商事審判工作會議紀要〉理解與適用》，第116-120頁。

¹² 趙旭東：《第三種投資：對賭協議的立法回應與制度創新》，《東方法學》2022年第4期，第99頁。

潤分配的混亂套用，這些問題共同導致了當前司法裁判的“一刀切”模式，使得投資方在實踐中難以通過對賭協議獲得應有的保護和救濟，以下將進行論述。

如同學界的爭論焦點，對賭協議案件的裁判重心在《九民紀要》出台後也隨即轉移至對賭協議的可履行性上，這也是當下對賭協議面臨最多的質疑。筆者認為，合同雙方簽訂合同的法律目的顯然不僅是為了合同有效，能夠履行自然是本意，《九民紀要》選擇將效力與可履行性區分判斷，但二分法的設定無異於治標不治本，且未立足於對賭雙方當事人角度考慮問題。學者對此做法也表示質疑，認為不應根據合同債權的兩個環節而將對賭合同的合意及其履行分為兩種意思表示。¹³ 最高院如此區分更像是為了統一對賭協議效力裁判所做的無奈決定，而為此在可履行性上增添限制帶來的漏洞則更加難以彌補，或者說在當下公司法制度與法律環境中無可避免，以下將分點展開。

（一）減資程序與對賭回購義務的強行捆綁

1. 減資程序與對賭回購因果顛倒

《九民紀要》把目標公司完成減資程序作為對賭回購可履行性判斷的必要前置條件，這直接將對賭回購事宜限制在了較小的框架內。正如學者評析的，減資本應分為回購事由與回購結果兩大類，該做法不但混淆了兩種減資，同時也忽略了對賭回購的被動性，未能成功對《公司法》在股分回購事由上的法律漏洞進行填補¹⁴，《九民紀要》將減資程序與履行對賭回購義務相捆綁無疑成為後續一切對賭裁判的規則枷鎖。

需要釐清的是，《九民紀要》作為現階段司法實際操作指南，其性質嚴格意義上並不能算作規範性文件，更不能成為司法解釋或裁判依據進行援引，故其規定仍要遵從當前《民法典》與《公司法》的相關條文。因此最高院將減資程序與對賭回購一並捆綁也屬無奈之舉：當前我國《公司法》對於股分回購制度仍採取“原則禁止，例外允許”的保守態度，將對賭協議中的目標公司回購代入至法律規範，在第162條的六種例外情形中選擇只有“減少公司註冊資本”能夠部分符合該情境。¹⁵ 回購路徑如此選擇本就已差強人意，《九民紀要》最終稿卻將有限責任公司的回購限制一並類推適用於原本僅規範股分有限公司的第162條，雖有學者對此舉報以一定褒獎¹⁶，但無論從法理分析或《九民紀要》推出後這三年的實踐裁判來看，情況均不容樂觀。¹⁷

在《公司法》規範下的減資程序，應先後經歷股東大會特別決議通過、向債權人通知減資決

¹³ 陳醇：《跨法域合同糾紛中強制性規範的類型及認定規則》，《法學研究》2021年第3期，第105頁。

¹⁴ 張保華：《對賭協議下股分回購義務可履行性的判定》，《環球法律評論》2021年第1期，第94頁。

¹⁵ 《中華人民共和國公司法》第162條規定，公司不得收購本公司股份，但有下列情形之一的除外：（一）減少公司註冊資本；（二）與持有本公司股份的其他公司合併；（三）將股份用於員工持股計劃或者股權激勵；（四）股東因對股東大會作出的公司合併、分立決議持異議，要求公司收購其股份；（五）將股份用於轉換上市公司發行的可轉換為股票的公司債券；（六）上市公司為維護公司價值及股東權益所必需。

¹⁶ 《九民紀要》最終版本相對於之前的徵求意見稿，刪除了有限責任公司回購須滿足公司法第74條的要求，某種意義上承認了有限責任公司回購的自由化，給PE/VC與公司對賭下的回購打開了空間。參見劉燕：《“對賭協議”的裁判路徑及政策選擇——基於PE/VC與公司對賭場景的分析》，《法學研究》2020年第2期，第145頁。

¹⁷ 有學者對《九民紀要》印發之日至2022年3月底的股分回購型對賭協議案件進行統計並得出結論，當股權回購履行出現糾紛時，相關法律規則的缺失導致司法裁判中出現了“同案不同判”的現象，一定程度上影響了裁判的統一性和穩定性。參見田海、郭繼星：《對賭協議中股權回購履行問題研究》，《行政與法》2022年第12期，第107頁。

定、按異議債權人要求清償債務或提供擔保、向登記機關辦理減資變更登記等一系列事宜。雖說減資在第162條中作為允許公司回購股份的例外途徑出現，但從程序上判斷，減資程序完成才是股份回購成功的標誌，因此股份回購為“因”、減資程序為“果”。可惜《九民紀要》以減資程序完成與否作為回購義務的可履行性條件，誤以“果”判“因”，本質上顛倒了二者在《公司法》程序規範下的先後順序。

2. 減資通過門檻設置不切實際

減資程序作為股東大會特別決議，在有限責任公司和股份有限公司中須分別經過三分之二以上表決權的股東通過和出席會議所佔表決權的三分之二以上通過¹⁸，而實踐中參與對賭的投資方受其交易策略影響，所佔公司股權比例往往不可能達到代表三分之二以上的表決權¹⁹，而其他公司股東處於利益對立面自然不會贊成回購決議。故拋開前文的邏輯相悖不談，投資方僅受制於該項程序要求就已不再具有請求目標公司履行回購的可能性。這也是《九民紀要》將對賭回購生搬硬套至減資程序的弊端所在，於常理考慮，公司減資意味着公司外在實力的削弱，影響債權人利益的同時也將降低客戶信任度，因此《公司法》將其納入股東大會特別決議以此提高通過門檻並無不妥。然而對賭協議下的公司回購顯然與此無關，甚至若從合同的角度出發，目標公司在對賭條件不成就後理應按照合同約定履行退還投資方投入資本等義務，而如今在《九民紀要》的限制下，反倒由作為債務人的目標公司決定其是否需要履行回購義務，如此荒謬的規定使得資方維權之路如履薄冰，自然也與當初制定《九民紀要》相關條款的初衷背道而馳。

（二）現金補償與利潤分配的混亂套用

就現金補償型對賭而言，《九民紀要》對此的規定較為模糊，僅概括規定為“以利潤分配的強制性規定審查”，這將引發兩大法理問題。首先，我國公司法始終沒給“分配”下具體定義，也不存在累積“可分配利潤”的概念²⁰，這導致現金補償型對賭在當前《公司法》中缺乏獨立規範，套用利潤分配程序使其底層邏輯更加混亂：現金補償突出“補償”性質，本質上應屬目標公司業績不佳、對賭失敗後的出資返還；而利潤分配往往只出現在公司盈利的情況下，天差地別的兩情形卻被規範於同一條文中顯然有待商榷。更何況，倘若完全以分配利潤看待，向投資方作出的定向現金補償就已違反“同股同權”原則，根據《公司法》規定本應由全體股東對此方案表示一致同意方可履行²¹，如此又將陷入如同減資與回購綁定的規則漩渦。好在《九民紀要》最終稿跳脫於此限制之外，可見制定者同樣意識到現金補償與利潤分配不應視同一律，忽視內在制因的套用也是當前環境下的無奈選擇。

其次，利潤分配規定下的強制性審查引發的另一問題即為可履行性判斷主體的確認。不同於股份回購型對賭的程序性審查，目標公司當前是否具有足夠的經營利潤用於現金補償需要法院進行實體審查，而審查公司經營事務所需的專業能力顯然是法官所不具備的。同時也有學者指出：“司法

¹⁸ 參見《公司法》第59、66、112、116條。

¹⁹ 朱慈蘊：《中國公司資本制度體系化再造之思考》，《法律科學》2021年第3期，第60頁。

²⁰ 劉燕：《“對賭協議”的裁判路徑及政策選擇——基於PE/VC與公司對賭場景的分析》，第145頁。

²¹ 《公司法》第34條規定，股東按照實繳的出資比例分取紅利；公司新增資本時，股東有權優先按照實繳的出資比例認繳出資。但是，全體股東約定不按照出資比例分取紅利或者不按照出資比例優先認繳出資的除外。

裁判應是公司法規範基礎上的正義底線，法官判斷是公司自治的戒尺，其在功用上應是補充性的，在表達方式上應是矯正性的，而不是管理性的”。²²《公司法》作為尊重公司自治、重視公司章程作用的有力體現，應盡可能少介入公司內部進行實體判斷，但若效仿美國近年來將相關審查重心轉向公司的商業判斷則同樣不可取。²³投資方與目標公司此時正處於利益衝突階段，完全放權於履行義務主體，由其判斷自身可履行性無疑是重蹈股東決議減資程序的覆轍，投資方因此遭受不公正待遇也只得含冤負屈，況且美國公司法的事後補救措施、公司監督制度的完善程度遠勝於國內，一味地照搬他國法制經驗帶來的效果可能適得其反。因此，如何正確把握法院與董事會作為可履行性判斷主體的關係，也是當前困擾司法的一大難題。

（三）當前司法裁判難以走出困境

以上學理分析並非紙上談兵，《九民紀要》出台以後對於對賭協議判決的影響是決定性的，目前的司法裁判基本參照其規範演繹。²⁴這也導致當下對賭協議相關案件的裁判路徑確實得到了統一，卻變為了“一刀切”模式，幾乎沒有投資方能通過股分回購與減資程序綁定後的不合理程序門檻，如此更是切斷了對賭協議真正發揮作用的可能性。

筆者在中國裁判文書網中檢索對賭協議相關案件，通過設定對賭協議類型為股分回購與現金補償型、協議在投資方與目標公司或公司實際控制人及股東間展開、對賭已觸發等特定條件，以確保檢索到的個案具有針對性，最終查明：《九民紀要》推出後投資方通過對賭協議勝訴案例數量較少，除了“昆頤九鼎案”法院結合審計數據確認目標公司未分配利潤數額遠高於補償款數額，履行不會影響公司日常經營故支持履行的極少數情況外²⁵，其餘支持履行的案件與此前的“瀚霖案”情況相似：投資方僅與目標公司股東簽訂對賭協議，目標公司則作為擔保人，最終法院認定與股東的對賭協議合法有效且履行條件已成就，目標公司應承擔連帶擔保責任。²⁶相反，大多數案件法院最終均不支持對賭協議的履行，典型案件如“益草堂案”：投資方選擇與目標公司簽訂對賭協議而公司股東作為擔保人，法院在判決益草堂公司的減資程序尚未完成，股分回購的主合同義務尚未成就的同時，認定擔保合同具有從屬性，因此公司股東履行擔保義務的條件亦未成就，全數駁回了投資方的訴訟請求。²⁷實踐裁判所形成的不當結論為：目標公司若為了逃避對賭責任，應盡可能成為對賭協議的合同相對人即債務人而非擔保人，換言之，目標公司若取得對賭協議中債務人的地位相當於手握“免死金牌”，全身而退之餘還能確保自家股東不承擔擔保責任。如此違背法律常識的裁判路

²² 山茂峰：《論公司對賭義務履行的絕對性——以反思“九民紀要”第5條為線索》，《財經法學》2022年第3期，第169頁。

²³ 境外司法（尤其是美國公司法裁判）基本的變化趨勢是從原來由法官的司法判斷轉向公司財務狀況的具體分析，具體的公司機關則通常是由負責和掌握公司具體經營情況的董事會擔當。參見潘林：《重新認識“合同”與“公司”——基於“對賭協議”類案的中美比較研究》，《中外法學》2017年第1期，第253頁。

²⁴ 統計《九民紀要》出台後2020-2022年涉及投資方與目標公司對賭的40個案例中，涉及對賭回購的案例共35個，其中法院以未完成減資程序直接駁回投資方訴求的案例共32個，佔比高達91%；剩餘3個支持履行的案例為極少數法院錯誤理解《九民紀要》減資程序相關規定所做的有爭議判決。參見姚瑤：《資本管制約束下對賭協議可履行性的裁判思路》，武漢大學2022年碩士論文，第10頁。

²⁵ 參見北京市第四中級人民法院（2019）京04民初256號判決書。

²⁶ 參見最高人民法院（2016）最高法民再128號民事判決書。

²⁷ 參見泰州市中級人民法院（2020）蘇12民終2443號判決書。

徑已然成為法律漏洞，想必早已偏離了最高院制定條款時的基本立場。

當前環境下對賭協議的履行問題更產生了對賭協議無效比有效更有利於投資方的價值悖論。²⁸ 如此調侃並非沒有道理，合同無效作為合同瑕疵中最嚴重的後果，將產生溯及既往的效力，即自合同成立時起不具有法律的約束力。倘若放在對賭協議裁判中，如“海富案”的二審法院在確認對賭協議無效後，轉而認定投資方與目標公司間實為借貸關係，判決目標公司應返還投資方本金及利息²⁹，合同雖被判無效，但卻基本滿足了投資方的訴訟請求。如此一來，合同無效後投資方反倒可以收回本金，明顯優於《九民紀要》下存在履行障礙時法院直接駁回投資方訴訟請求的結果。³⁰ 概而論之，二分法下裁判者轉向對對賭協議可履行性的判斷所帶來的問題既是因也是果，制定者與裁判者均受制於《九民紀要》的相關規定，也只得作繭自縛，投資方與目標公司對賭的交易方式在此約束下也名存實亡。

三、對賭協議可履行性深層法理障礙：資本維持原則的濫用

對賭協議可履行性的深層法理障礙實際為商事外觀主義與資本維持原則之間的對立，這種對立不僅導致對賭協議的股分回購與現金補償被誤解為對其他債權人利益的損害，而且在法律實踐中加劇了債權人信息不對稱的困境，最終使投資方權益難以得到合理保障，以下將進行論述。

如前文所述，當前規則下對賭協議的裁判路徑缺陷並非最高院在制定《九民紀要》時出於疏忽所致。相反，先前的數次徵求意見稿中可以看出制定者已在盡可能填補相關漏洞，實際上最終版本的不盡人意與制定者固守資本維持原則的觀念存在極大的關聯。

我國《公司法》奉行法定資本制，以資本維持原則作為保障公司實際財產的尺度標準並無不妥，然而在我國《公司法》的地位之高、影響之深遠，導致對賭協議下目標公司的股分回購、現金補償義務都落入資本維持原則的管制疆域³¹，《九民紀要》在兩類對賭協議條款中均加以“人民法院應當依據《公司法》第35條（現《公司法》第53條）關於‘股東不得抽逃出資’的強制性規定進行審查”的規定便是有力佐證。由於對賭協議受到公司法與合同法的交叉規範，僅以合同雙務性角度或僅以公司法強制性規範看待均不全面。《九民紀要》為恪守保障目標公司債權人的宗旨而濫用本應作為底線原則的資本維持原則，為目標公司架起規則的保護傘，實踐裁判無法正確判決對賭義務的可履行性也無可厚非。

（一）商事外觀主義下對賭協議與資本維持原則的根本對立

對於對賭協議的股分回購與現金補償是否會實質影響到目標公司其他債權人利益，有學者提出公司向投資方返還溢價，也可看作是將公司增資後形成的資產回歸至其本應具有的水平，故相較之

²⁸ 山茂峰：《論公司對賭義務履行的絕對性——以反思“九民紀要”第5條為線索》，第166頁。

²⁹ 參見最高人民法院（2012）民提字第11號民事判決書。

³⁰ 《九民紀要》第5條第2款規定，投資方請求目標公司回購股權的，人民法院應當依據《公司法》第35條（現《公司法》第53條）關於“股東不得抽逃出資”或者第142條（現《公司法》第162條）關於股分回購的強制性規定進行審查。經審查，目標公司未完成減資程序的，人民法院應當駁回其訴訟請求。

³¹ 陳醇：《跨法域合同糾紛中強制性規範的類型及認定規則》，第104頁。

前，債權人的地位實際並未惡化。³² 逆向推導得出的觀點從法理邏輯上考量並無不妥，然而僅以保護債權人實體利益看待資本維持原則似乎有失偏頗。

受《公司法》現有制度限制，對賭協議投資方注資入股目標公司與他人無異，均為普通股股東，故受商事外觀主義影響，即使投資方簽訂對賭協議的最終目的並不在於取得股分，然而一旦協議成立，相應的資本外觀也將一並得到公示，問題就出於此。對賭協議項下注入的資本從性質上應根本區別於其他普通股的投資，因為從合同法角度看，對賭協議具有一定機會性，即取得合同標的物具有很大的不確定性，目標公司並不必然履行回購或補償義務；另一方面，對賭協議的注資實際猶如定時炸彈，一旦對賭條件不成就，目標公司就將喪失該筆資本。於協議內看這是雙方當事人合意下的結果，並無不妥，但放眼至公司整體，其餘債權人在未能深入了解目標公司的情況下，僅能從公司外觀資產能力中判斷其實力，公司也應以公示的資本數額對債權人承擔相應清償責任。而對賭協議的資本也混同在內，一同對外展示，實際是註冊資本的外觀信用與目標公司實際資產和償債資金的脫節，債權人喪失了商事外觀主義提供的債權保障，這不但違背了商法的基本原則，同時也有損公平正義和交易安全。³³ 在我國信息披露制度本就不盡完善的當下，受普通股與商事外觀主義的雙重制約，即使其餘債權人做出謹慎的財務調查，也難以全面了解目標公司的真實財務狀況。因此，對賭協議與資本維持原則的真正衝突點在於加劇了債權人信息不對稱的不利局面，是對其信賴利益保護的徹底忽視。

（二）拋開資本維持原則下的虛無債權人保護及不當判決

當前《九民紀要》將資本維持原則下的“禁止抽逃出資”作為目標公司債權人保護的底線規定，這是不合邏輯的。這是因為，當公司股東抽逃出資時，必然會同時侵害到公司的利益、債權人的權益以及那些正常履行出資義務的股東的合法權益。³⁴ 然而如前所述，倘若將對賭協議下的回購與補償看作是對投資方的出資返還，那麼客觀上目標公司履行對賭義務後，其償債能力實際上只是回溯至簽訂合同前的狀態，因此其餘債權人的實體利益並不會因對賭義務的履行而受到削弱。相反，由於對賭協議旨在滿足其融資需求，因此投資方的注資通常發生在目標公司增資的過程中。這類增資通常能夠幫助資金實力不足的創新型企業克服發展瓶頸，從而實現資產淨增，以增強公司債務的清償能力，因此實際上投資方的加入對於公司的其他債權人起到了保護作用。³⁵ 可見，投資方的加入與退出與目標公司及其債權人之間均不存在根本的利益矛盾，因此並不符合抽逃出資的底層邏輯。

除此之外，當前《九民紀要》過於關注保障目標公司尚不明確的其他債權人利益，對對賭義務的履行冠以“損害他人債權利益、破壞資本維持原則”的風險。這種錯誤的邏輯導致規範被嚴格設定為幾乎無法在實踐中通過的標準，使得駁回投資方的訴訟請求成為統一的裁判路徑。這一做法不僅忽視了投資方在對賭協議中的合法權益，也忽視了其同樣作為債權人的事實。實際上，債權人保

³² 張先中：《私募股權投資中估值調整機制研究——以我國資本規制為視角》，《法學論壇》2013年第5期，第140頁。

³³ 趙旭東：《第三種投資：對賭協議的立法回應與制度創新》，第102頁。

³⁴ 山茂峰：《論公司對賭義務履行的絕對性——以反思“九民紀要”第5條為線索》，第174頁。

³⁵ 徐睿：《以目標公司作為對賭義務人的合同效力研究》，《證券市場導報》2015年第5期，第77頁。

護的核心應是維護所有債權人的合法權益，而非將某些債權人置於優先地位。投資方在對賭協議中所扮演的角色同樣應被重視，他們作為債權人追求的利益並不應被無端削弱。

可見，出於對抽象債權人保護而抹殺具象債權人的保護請求便是當下濫用資本維持原則的最大問題。³⁶《九民紀要》當前採取“寧枉勿縱”的態度，不再以破壞資本的“事實”為事由，而是以破壞資本維持的“可能性”為前提阻止一切行為發生³⁷，扼殺所有“可能性”的代價是徹底放棄投資方的固有利益。以現金補償型對賭為例，儘管投資方同樣作為債權人，其他人在面對公司資不抵債時可以向法院申請破產重整或強制執行，而投資方卻只能換來駁回訴訟請求的結果。法院或許出於保守主張維持目標公司僅存的空殼³⁸，殊不知真正保障債權人利益的應是公司持續健康的發展。忽視投資方債權利益、固守目標公司現有資本、容忍目標公司空殼的存續，實際等同於對停滯不前的局面抱有不切實際的期待，最終將損害與公司相關的各方利益乃至整體市場經濟，一紙“駁回訴訟請求”的結果更是讓投資方陷入尷尬局面：對於現金補償型對賭，《九民紀要》尚有規定“今後目標公司有利潤時，投資方還可以依據該事實另行提起訴訟”，駁回請求無非會令當事人和裁判者將來陷入重複訴訟，有浪費司法資源之嫌；但對於股分回購型投資者而言，在履行條件的強制規定下，當前訴訟產生的既判力本就不合理，由於《九民紀要》在條款中未提及“另行起訴”，這就意味着投資方可能再也無法向法院提出目標公司履行對賭義務的請求，即便提出，法院也難以做出與先前相矛盾或抵觸的判決。因此，投資者先前通過對賭注入公司的資金可能就此石沉大海，本金也無法贖回。倘若規範依舊延續對資本維持原則的過度堅守，投資方在請求對賭協議履行上屢遭法律障礙，未來在面對潛在的投資可能時難免會產生動搖。公司的發展需要靈活的資金支持，而當前規範卻有意限制了資本的流動性。這種對資本運作的緊縮，最終將阻礙經濟的創新與活力，導致投資市場的整體萎縮。

四、對賭協議未來制度的展望

（一）“創新派”主張全面改革、破舊立新：難於落地生根

關於如何完善與發展未來我國對賭協議法律制度，可將學界觀點分為“創新派”與“保守派”。有學者創造性地主張突破資本維持原則對可履行性的桎梏，適當引入美國公司法廣泛採用的“清償能力標準”與“持續經營能力”概念，以此排除法定資本對公司利益分配的限制³⁹；更有學者主張將對賭協議投資方註冊所得股分認定為優先股，並給與投資方利潤分配優先權和某些事項特別表決權，將來即使履行回購義務也不會破壞公司普通股的資本外觀，保障其餘債權人的信賴利益。⁴⁰

誠然，隨着我國商業需求的不斷增加，愈來愈多商業模型的出現，導致《民法典》與《公司

³⁶ 山茂峰：《論公司對賭義務履行的絕對性——以反思“九民紀要”第5條為線索》，第174頁。

³⁷ 張玉滢、閔晶晶：《股權回購型“對賭協議”的價值選擇及裁判思路》，《財會月刊》2021年第23期，第34頁。

³⁸ 有論者認為，不能出現打一個官司死一個企業的惡果，裁判要服從金融服務實體經濟的大局。參見最高人民法院民事審判第二庭編著：《〈全國法院民商事審判工作會議紀要〉理解與適用》，第116-120頁。

³⁹ 劉燕：《“對賭協議”的裁判路徑及政策選擇——基於PE/VC與公司對賭場景的分析》，第137-138頁。

⁴⁰ 盛學軍、吳飛飛：《“中國式對賭”：異化與歸正——基於契約法與組織法的雙重考察》，第228-231頁。

法》的當前規則已不足以規範新型非典型合同。應對子規則雜亂甚至相互衝突的最好方法是為其專門創建全新制度，擺脫舊法的不適時束縛。然而，制度需要有底層邏輯的支撐才能保持長久穩定，清償能力標準並非滴水不漏，由於涉及對公司未來經營前景及風險的綜合評測，其固有的模糊性與不確定性需要判斷者在變化莫測的市場環境中保持敏銳。⁴¹ 判斷者的能力要求也使清償能力的審查多由公司董事會基於誠信原則做出商業判斷，法院只對董事會的決策依據信義義務進程序審查。⁴² 倘若我國引入該制度，產生的問題將與上文目標公司利潤分配規定下可履行性判斷主體的確認一致：我國相較美國並不具備完善的企業信息披露制度⁴³、董事信義義務及責任體系⁴⁴、發達的中介機構⁴⁵等底層制度支撐，無法對董事會進行有力監管，即使其做出違反信義義務的決策法院也難以察覺並追責。將對賭注資視作優先股的建議也同樣難以落實：在對賭協議合意的考察期尚未屆滿前雙方均不能確定對賭條件能否成就，因此在簽訂協議當下給予投資方優先受償權的做法不明智也不準確，而若在審查對賭條件時再去界定股分的性質則顯得該規範草率與多此一舉。可見創新性引入新制度的暢想固然美好，但制度能否適應我國當前金融環境並落地生根則又須另當別論。因此筆者更加傾向在沿用現有制度下尋求更合理出路的“保守派”方案，雖無“創新派”破舊立新的魄力，但可對症下藥，高效解決金融環境中的關鍵問題。

（二）“保守派”沿用現有制度、尋求合理出路：勝在對症下藥

1. 減資程序與對賭回購適當解綁

當前對實踐裁判影響最大的是《九民紀要》中減資程序對履行對賭義務的限制，以“保守派”立場出發，在不新增《公司法》第162條允許公司股份回購例外途徑的情況下，應將對賭回購與減資程序適當解綁。股分回購與現金補償不同，需要考慮投資方股東作為與債權人的雙重身份，因而在履行回購義務時不得受制於資本維持原則，但倘若對公司資本制度解構剖析，應將其理解為包含股東對公司的出資（財產由股東流向公司）和公司對股東的分配（財產由公司流向股東）。⁴⁶ 以此觀點看待股分回購，便可被擴大解釋為一種公司對股東的分配，即公司將股分回購的資金交付予股東的行為，此時股分回購的資金與公司可用於分配的資金並無差異。⁴⁷

以此邏輯修改規範後減資程序就不再作為對賭回購的唯一途徑，無論對賭雙方在協議中約定回購或補償義務都將先行審查目標公司是否擁有充足的可分配利潤。在可分配利潤不足，即目標公司必須通過減資才能釋放出必要的回購資金時，再通過減資程序法律規範進行審查。⁴⁸ 在限縮減資程

⁴¹ 開家將、余曉輝：《消除不確定性因素，提高持續經營能力》，《華東經濟管理》2002年第5期，第105頁。

⁴² 劉燕：《“對賭協議”：的裁判路徑及政策選擇——基於PE/VC與公司對賭場景的分析》，第138頁。

⁴³ 蔣大興：《質疑法定資本制之改革》，《中國法學》2015年第6期，第156頁。

⁴⁴ 潘林：《股分回購中資本規制的展開——基於董事會中心主義的考察》，《法商研究》2020年第4期，第120頁。

⁴⁵ 潘林：《重新認識“合同”與“公司”——基於“對賭協議”類案的中美比較研究》，第265頁。

⁴⁶ 劉燕、樓建波：《公司法資本制度與證券市場：制度變遷、法律移植與中國實踐》，《證券法苑》2014年第3期，第35頁。

⁴⁷ 張玉澄、閔晶晶：《股權回購型“對賭協議”的價值選擇及裁判思路》，第34頁。

⁴⁸ 張保華：《債權人保護：股分回購資金來源限制的法律漏洞及其填補》，《證券市場導報》2020年第5期，第71頁。

序對可履行性管制範圍的同時，還須進一步放寬其對履行回購義務的條件：此刻目標公司的減資是出於非資本資金不足抵償回購資金的被動選擇，而以利益對立方股東決議通過與否判斷可履行性顯然欠妥。立法者若只是基於保護目標公司其餘債權人的考量，便不必以實際完成減資程序的全部階段為前提，而只需就目標公司減資事宜通知債權人，若債權人認為自身債權並未受到威脅、未提出異議，則減資就不存在債權人保護方面的障礙。⁴⁹ 拋開資本維持原則的刻板限制，從公司債權人實際可能面臨的損害出發，讓債權人真正參與訴訟程序，才能有效保護其真實的利益。

2. 可履行性判定應定位於抗辯環節

未來須摒棄當前實踐普遍認可的觀點，《九民紀要》中對賭協議相關規範應作為目標公司的抗辯，而非對賭協議履行請求權的成立要件，這更有利於對賭雙方舉證責任的合理分配。⁵⁰ 當前裁判受理論影響，在訴訟中多要求由投資方證明目標公司尚存在可分配利潤，目標公司在提出反駁後才須承擔相應的舉證責任。⁵¹ 這對投資方而言極其不利，持股比例較小且後來加入目標公司不談，受制於對賭協議相對方身份，投資方難以深層發掘出目標公司真實的財務報表和經營信息，因此履行舉證義務困難重重。

倘若將規範視為抗辯屬性，無論是目標公司提出或法院依職權責令其提供相關證據，抗辯的特徵都在於抗辯人對抗辯的事實負舉證責任⁵²，如此便巧妙地將舉證責任轉移至目標公司，由其證明自身可分配利潤不足以履行義務更能準確反映當前公司的真實財務狀況；若確實存在上述情況則進入減資程序債權人異議環節，目標公司須舉證確實無力償還其餘債權人異議債務或提供擔保，最終判決構成履行障礙也更具有說服力。同時，抗辯的行使屬正當權利行使，受法律保護，抗辯人並不因此承擔違約責任，這也能規避投資方在對賭協議中約定目標公司在未能按約履行現金補償或股分回購情形下應支付高額違約金的商業風險。⁵³ 更換可履行性的判定環節，改變原有的舉證義務，未來司法機關在判斷對賭協議可履行性時不僅能更加公正合理，同時也增強了市場的整體信任度，為未來的投資活動創造了更為良好的環境。

3. 摒棄一律“駁回訴訟請求”的裁判結果

如上述分析，當前對賭協議敗訴後法院一律採用“駁回原告訴訟請求”的判決結果過於絕對且嚴重影響投資方的合法權益，未來立法應具體情況具體分析，妥善運用各類判決應對不同種類的履行不能。以筆者建議的裁判邏輯來看，若對賭協議本身違反法律強制性規定，法院駁回原告訴訟請求無可厚非，但正常情況下無論是法院對目標公司進行先行審查時就發現不具有充足的可分配利潤，亦或是目標公司之後將減資事宜通知債權人而債權人異議成立，兩種履行不能均是由公司可分配利潤不足導致的，僅涉及公司資產問題的對賭案件若在未來再次訴至法院，重新按流程審查一遍

⁴⁹ 張保華：《對賭協議下股分回購義務可履行性的判定》，第97頁。

⁵⁰ 王毓瑩：《對賭糾紛裁判的法律適用邏輯與訴訟體系定位》，《華東政法大學學報》2021年第5期，第120-123頁。

⁵¹ 參見最高人民法院民事審判第二庭編著：《〈全國法院民商事審判工作會議紀要〉理解與適用》，第116-120頁。

⁵² 陳剛：《論我國民事訴訟抗辯制度的體系化建設》，《中國法學》2014年第5期，第214頁。

⁵³ 王毓瑩：《對賭糾紛裁判的法律適用邏輯與訴訟體系定位》，第122頁。

本就不存在瑕疵的法律關係恐怕並非最佳選擇。故此時可選擇將形式審查轉化為實質介入，具體而言可採用附條件履行判決，履行判決為執行附條件的判決，當條件成就時才可強制執行。⁵⁴ 應當注意的是，此時允許法院實質介入是合理且必要的，作為現金補償型對賭協議判決中的其中一種情形，該介入應被視為針對特定情況下的特殊處理，而不是司法對公司內部事務的普遍干預。法院查明目標公司是否具有足夠的可分配利潤後，便可判決公司當前先在其能力範圍履行部分款項，未來一旦可分配利潤充足，則須履行剩餘款項。目標公司若認為自身可分配利潤仍不足以履行對賭義務，則完全可以向執行法院提出執行異議，並不會以此剝奪其抗辯權利。如此便可在保護投資方合法權益的同時，將訴訟由實體審判階段推進至執行階段，投資方不再受既判力限制的同時也適當節省了司法資源。

五、結語

正如學者所言：“公司法的發展歷史，就是那些試圖將所有的公司統一為單一模式的法律不斷被淘汰的歷史。”⁵⁵ 對賭協議作為超前於合同法與公司法的新型交易方式，即使在法律規範尚不完備的當下也備受中小企業青睞。未來立法者應在透徹理解對賭協議背後的邏輯機理後做出調整。若存在現有法律框架下進行適當改革，建議在判斷對賭協議的可履行性時，將其視為目標公司的抗辯，而非履行請求權的成立要件，從而合理分配舉證責任，減輕投資方的負擔。此外，建議法院在處理對賭協議的案件時，避免一律駁回訴訟請求，而是應根據具體情況採取附條件履行判決，以便在不剝奪投資方權益的情況下，更有效地利用司法資源。法律規範在保障交易安全的基礎上擴大意思自治，尊重合理期待，才是市場發揮決定性作用的應有之義。⁵⁶ 為對賭協議創造一個更加包容開放的環境，才能使其更好地適用於企業融資情境，為我國市場經濟的建設添磚加瓦。

〔編輯：何志輝〕

⁵⁴ 韓世遠：《構造與出路：中國法上的同時履行抗辯權》，《中國社會科學》2005年第3期，第115頁。

⁵⁵ 〔美〕弗蘭科·伊斯特布魯克：《公司法的經濟結構》，張建偉、羅培新譯，北京：北京大學出版社，2014年，第13頁。

⁵⁶ 山茂峰：《論公司對賭義務履行的絕對性——以反思“九民紀要”第5條為線索》，第172頁。