

风险投资领域“对赌协议”的可执行性研究

胡晓珂

(中央财经大学法学院, 北京 100081)

摘要: 对赌协议在我国风险投资领域已有较多表现, 实践中因对赌失败所引发的执行困境时有发生。本文阐明了本土背景下的“对赌协议”产生基础在于企业的股权融资偏好行为, 分析了对赌协议在不完全契约状态下表现出的射幸性特点, 论证了基于企业估值调整所进行的条款安排并不违背法律所追求的公平和效率目标。在此基础上, 文章认为, 对赌协议的可执行问题最终需回归到对其效力的认定上。合法性、契约自由以及公司自治等原则是审视此类协议效力的重要标准。**关键词:** 对赌协议; 可执行性; 规制

The Enforceability of Valuation Adjustment Mechanism in the field of venture capital

Abstract: The Valuation Adjustment Mechanism (VAM) in the field of venture capital in China has more performance, the implementation of difficulties caused by the failure have occurred. This article explains the VAM in China on the basis of Equity financing preference behavior, and analysis the radio fortunate characteristic because of the incomplete contract. In addition, this paper shows that the fortunate characteristic of radio is not against the law to pursue equity and efficiency goals. Furthermore, the article discusses that enforceability of VAM will ultimately be determined to their effectiveness, and it should be followed in the implementation of the freedom of contract and corporate self-government standards.

Key words: VAM, Enforceability, Regulation

作者简介: 胡晓珂, 中央财经大学法学院副教授, 法学博士, 中国商法学会理事。研究领域: 公司法, 证券法。

中图分类号: DF438 **文献标识码:** A

对赌协议发轫于英美法系, 在我国的风险投资领域已有较多表现¹, 它又称估值调整协议(Valuation Adjustment Mechanism), 是指投资方与融资方为保证各自利益而做出的一系列金融条款安排, 通常表现为由双方以目标公司的业绩指标作为标准, 并对未来的不确定情况进行约定, 如果约定的条件出现, 由投资方行使估值调整权利, 以弥补高估企业价值的损失; 反之, 则由融资方行使一种权利, 以补偿企业价值被低估的损失。²资料表明, 在多方面因素的影响下, 因对赌失败所引发的执行困境时有发生。对赌协议缘何产生? 其本质是否在于“对赌”? 如何认定风险投资领域中对赌条款的效力并在实践中予以执行? 厘清这些问题, 研究对赌协议的风险及其相应对策, 对于完善我国风险投资相关规则、推动风险投资与资本市场的有效结合具有重要的实践意义。

本文着眼于讨论——风险投资领域内的对赌协议在企业融资过程中如何贯彻合法性的问题。文章的论证逻辑在于: 其一, 尽管现代企业资本结构理论对企

业优先选择的融资顺序已进行了一定的解释,但出于对外部融资需求的偏好以及成长型企业的特殊性,对赌协议在本土背景下的产生有其必然性,并有一定的成长空间。其二,对赌协议为确保各自利益所做出的一系列条款安排,究其核心而言,实际是对企业不确定的未来价值的调整,因此,对赌协议的条款安排在一定程度上表现出不完全契约的状态,这使得该类协议表现出较强的射幸性特点。其三,对赌协议在本土执行过程中面临着法律上的困境,该类协议的可执行问题最终需回归到对其效力的认定,合法性、契约自由以及公司自治等原则是审视此类协议效力的重要标准。

对赌协议的产生:源于企业股权融资需求

一、现代资本结构理论中融资优序原则:股权融资居于次选择地位

一般来说,企业的资金来源主要包括内源融资和外源融资两个渠道,其中内源融资是指企业的自有资金和在生产经营过程中的资金积累部分;外源融资即企业的外部资金来源部分,主要包括股权融资和债权融资两类方式,所谓股权融资,是指向投资者募集股权资本的活动,而通过向第三人借款而筹集资本被称为“债权融资”。³

在企业的融资过程中,企业选择的融资优先顺序如何?对此,现代企业资本结构理论对此给予了学理解释。美国经济学家莫迪格利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)共同发表了《资本成本、公司融资和投资理论》(1958)一文,最早提出了MM定理,即企业的资本结构选择不影响企业的市场价值。MM定理设定了相当严格的假设条件:完全的资本市场、没有税收、没有信息不对称情况、个人和公司的借贷利率相同。在此假设下,MM定理认为,在一定的条件下,企业无论以负债筹资还是以权益资本筹资都不影响企业的市场总价值。企业如果偏好债务筹资,债务比例相应上升,企业的风险随之增大,进而反映到股票的价格上,股票价格就会下降。企业以不同的方式筹资只是改变了企业的总价值在股权者和债权人之间分割的比例,而不改变企业价值的总额。⁴

自MM定理提出以来,不断有学者对这一问题进行了深入的研究。梅耶斯和马基卢夫(Myers, Majluf)在《资本结构之谜》(1984)中首次提出了融资方式的啄食顺序理论(Pecking Order Theory),他们认为:由于非对称信息的存在,促使投资者根据上市公司选择融资结构的行为来判断企业的市场价值。如果公司选择股权融资,有可能引起市场误解并且导致新发行股票的贬值。只有在企业投资收益能够补偿股票贬值损失时,企业才愿意投资,否则企业就会放弃投资的机会;若股票的真实价值小于企业市场价值,企业愿意投资,但投资者不愿意购买股票;债券的真实价值与市场价格之间的差距比股票要小,但发行债券容易产生破坏成本,同时还要受企业财务状况的制约。因此,在企业的融资过程中,应优先考虑内部融资(留存收益与折旧),其次是举债融资,最后是股权融资。⁵

二、融资优序原则的本土适用:对股权融资的偏好

尽管融资优序原则在发达国家资本市场得到了实证支持,但国内学者在对我国公司融资偏好研究后的实证结果发现:我国上市公司融资顺序与现代资本结构理论关于融资的优序原则存在悖论,其融资顺序表现为股权融资、短期债务融资、长期债务融资和内源融资,学界对这一现象给予的解释是:

第一,股权融资成本偏低是股权融资偏好的直接动因。债务融资和股权融资各有相应的成本。债务融资可以通过杠杆效应提高每股盈余,其成本主要是支付

的利息。股权融资的成本主要是股利,联系到我国上市公司股利政策的实际情况,相当多的公司常年不分红,或者只是象征性的分红,极少有企业将当年盈利全部实施分配。因此,股票分红的股利支出是极低的。相比之下,债务融资成本则是一种硬约束,而且债务融资中的长期负债成本比流动负债成本又高得多。不同的约束强度会形成不同的偏好,股权融资偏好就是低融资成本驱动的股权对债券的替代。⁶

第二,内部人约束机制的缺乏是造成股权融资偏好的重要原因。西方融资结构理论认为,经理的个人效用价值依赖于他的经理职位,从而依赖于企业的生存,企业一旦破产,经理层会丧失可享有的任职好处。经理的报酬包括货币性收入和非货币性收入(控制权收益),如果采用举债融资,将导致破产概率增加,经理的非货币性收入就会减少;另一方面,债务融资需要还本付息,可能使“自由现金”(free cash)枯竭。目前控制权收益(非货币性收入)占我国上市公司经理层收益的主要部分,经理层因此偏好于股权融资,进而越不想承担投资风险,就会越偏好于股权融资。⁷虽然我国上市公司大多建立了业绩激励机制,但不少流于形式,效果并不明显,在现有的制度框架内,由于缺少对内部人控制的有效抑制以及激励机制的严重缺失,经理人往往表现出较强的股权融资倾向。

第三,上市公司的股权融资偏好有其深层次的制度和政策背景。我国公司治理的一大特色是:高度依赖于国有资产的运作模式和国有资产持有主体的行为轨迹,因为国有资产在资本市场中的地位十分重要,从过去的发展过程看,国有资产经营主体对融资的需求特别强烈。这种需求实际上经常渗透到市场的定位上,如果市场的首要目标是提供融资机会,公司治理就必须服从和服务于这个目标。⁸

上述研究成果在一定程度上揭示了我国上市公司中的股权融资偏好现象成因,尽管学界对成长型企业融资需求顺序目前还缺乏有说服力的实证研究,但不难发现,我国上市公司中普遍存在的股权融资偏好对成长型企业融资需求顺序造成的影响。就成长型企业而言,不容忽视的现状是,在许多情况下,对于尚无法满足银行贷款条件和上市要求的企业,在企业迅速发展壮大所迫切需求的资金压力下,客观上造成了股权融资成为其依赖和首选的融资方式,而私募股权融资是除银行贷款和公开上市之外唯一的选择。⁹

由此可见,风险投资领域“对赌协议”的不断出现是我国成长型企业股权融资偏好行为的必然选择,它体现了战略投资者与成长型企业创业者或管理层在公司价值判断上的博弈,对于战略投资者来说,签订协议的目的是降低投资风险,确保投资收益;而对融资方来说,则是实现低成本融资和快速扩张。

对赌协议的本质:不完全契约状态下的射幸性合同

一、对赌协议的核心:对企业估值的动态调整

“对赌协议”体现的是投资方与融资方对企业价值的不同预期,从操作层面看,国际机构投资者一般采用“动态调整评估法”来评估企业价值,即企业的价值是和企业的成长性或者未来盈利能力挂钩的,也就是说,投资方与融资方在达成投、融资协议时,通常对未来不确定情况进行约定,并确保各自的利益而做出一系列金融条款安排,具体而言,通常涉及财务绩效、非财务绩效、赎回补偿、企业行为、股票发行和管理层去向等方面,综合来看,这些条款大致可以分为反摊薄条款、控制权条款和退出条款三大类¹⁰:

第一,反摊薄条款 (Anti-Dilution Protection)。为了防止其手中的股票

贬值，风险投资者一般会在投资协议中加入反摊薄条款。反摊薄条款可以分成两类，一类是结构性防摊薄条款（structural anti-dilution），即在股权结构上防止股票价值被摊薄，一般要求在企业在发行新的股票时，保证风险投资方能够获得至少与其原有股权比例相应的新股，以使其在企业中的股份比例不致因新股发行而降低，这一情况也可能包括在发生股票转让时，其具有按比例优先购买的权利；另一类是后续融资的反摊薄保护权（anti-dilution protection in Down Round），即按后期融资的最低价格转股或者按股份的加权平均价格转股，防止在后续融资过程中股票价值被摊薄。

第二，控制权条款（control right）。为确保对管理层的监督和控制，对赌协议一般设置控制权条款，一般有两种方式：一是具体规定股东各方委派的董事人数，这样董事会的组成可能与股东各方所持股份比例并不一致，另外还可能约定企业在一定时间内如实现发展目标，则可以减少投资方的董事人员数量，反之则可能增加人数乃至控制公司。如投资方所占股份比例较少，也可以仅安排一名无表决权的观察员出席董事会了解表决情况。另一种方式是约定保护条款

（protective provision），要求公司在某些事项的决策上必须先取得融资方股东的适当批准，这类事项一般是与投资方的利益紧密相关的，例如：分红、清算、转股、回购、稀释、投票权、发行新股、董事会结构变动等，也可能包含一些可能使其承担风险的行动，例如资产出售、收购合并等涉及资产重组的事项。

第三，退出条款，主要包括回购条款（Redemption buy-back）、清算优先权（Liquidation）条款、股息条款（Dividend Term）等。回购条款是约定在某种条件下，公司需要回购该投资方的股份，风险投资方据此可以在一定条件下收回投资，而不必承担投资风险，回购的价格可以按照公平市场价格或者原始购买价加上未支付的利息；清算优先权（Liquidation）条款是约定持有优先股的投资人，在清算、解散或者公司整体出售等情况下，享有对于普通股持有人的优先分配权，在此情形下，企业经营的风险将很大程度上由融资方承担，而投资方却回避了相应的风险。股息条款一般约定：在上述股权回购（redemption）或者清算（liquidation）等约定情形下，融资方应按季度或年给融资方股东发放利息。

可见，“对赌协议”的目的在于确保投资方对企业投资利益，它反映了投资方和融资方对企业未来前景的不确定性，并在一定程度上锁定投资风险。通过估值调整，投资人约束创业团队对企业的价值和未来成长作出稳健可靠的判断，激励创业团队改善经营管理，提升企业的盈利能力和价值；对于融资方而言，对赌协议可以解决企业资金短缺问题，以达到快速扩张的目的。在本质上，对赌协议是一类建立在未来企业价值预期基础上的激励与约束性的契约安排。

二、对赌协议的射幸性：基于不完全契约理论的另类诠释

依照不完全契约理论的理解，契约是一组承诺的集合，这些承诺是当事人在签约时作出的，并且预期在未来（契约到期之日）能够兑现。¹¹在完全契约中，承诺的集合完全包括了双方在未来预期的事件发生时所有的权利和义务，而对于不完全契约而言，由于预见成本、缔约成本以及证实成本的存在，未来本质上是不确定的，这使得现在与将来之间的关系上有一种随机性。因此，从观察者的角度看，大部分契约都是不完全。如前所述，对赌协议是指投资方与融资方对于未来不确定情况的一种合同安排，由此来看，对赌协议当属不完全契约。在对赌协议的签订时，融资方和投资方均无法完全预期事后投资收益的各种状态及可能采取的行动，这一不确定性状态使得对赌协议在整体上体现出强烈的射幸性特点。

其一，不完全契约理论认为，“不可预见的可能性”（unforeseen contingencies）是造成契约不完全性状态最根本的原因。从本质上说，当契约所涉及的未来状态足够复杂时，个人在签约时的主观预期就不可能是完全的，因此“不可预见的可能性”（unforeseen contingencies）是契约不完全性重要原因。¹²在对赌协议的执行过程中，目标公司的成长性存在一定的不确定性，即便契约的参与方采取了各种手段，仍存在着不能详细说明企业在未来可能发生的状态。因此，对赌协议的射幸性特点在一定程度上反映了这一契约在执行中的“不可预见的可能性”。

其二，信息不对等也造成对赌协议在执行中存在着较大的不确定性。依不完全契约理论，在状态不可描述、当事人无法签订一个完全契约的情形下，事后的道德风险可能会造成资源配置的帕雷托无效。消除这种因复杂状态空间所导致的契约执行中的分歧，重要的方法之一就是“在这个谈判过程中，经过信息不断地揭示，双方最终对状态的划分达到共识，并最大程度地消除了信息的不对称。”¹³对赌协议试图通过一系列条款的设置来消除信息的不对称性，并促成交易达到最优状态，在此意义上，对赌协议射幸性特点是解决执行中无效率的一种合约安排。

综上，对赌协议是投融资双方出于对企业未来发展的不确定性为确保各自利益而设定的不完全金融契约，它既锁定了投资者的投资风险，又为融资者带来快速扩张的契机。依照不完全契约理论，对赌协议借助于控制权的配置，围绕着目标公司的估值调整，通过给予投资方解释契约的权利，试图有效地解决投资不足的问题，在此意义上，对赌协议的射幸性是契约不完全状态的集中体现。从表面上看，对赌协议对投资和融资双方产生的利益并不对等，无论在融资方经营成功还是失败的情况下，投资人的收益都会得到一定的保障，但事实上，当事人在订立合同时，一方的给付并非等价物而是根据未来的不确定的偶然性，就投资方的机会成本、融资企业的整体融资需求和业绩提升后的回报来考察，契约是遵循等价有偿原则的，对赌协议所表现出的射幸性特点在价值取向方面并不违背法律所追求的效率和公平目标。

对赌条款的效力认定

一、对赌条款执行中的困境

对赌协议作为一种相对新颖的金融创新在我国风险投资领域已有较多运用，但与国外成熟的做法相比，对赌协议的执行，尤其是对赌失败时的执行存在诸多的问题和困难，一旦在执行条款中出现争议时，参与方往往选择调解的方式而放弃诉讼，在资本市场中，监管者对此也采取了极为审慎的态度¹⁴，对赌协议执行中的困境与相关法律法规的缺失有着密切关联。

第一，对赌协议作为无名合同在合同法领域的缺位。如前所述，对赌协议与射幸合同的法律性质相近，因此，该协议在合同法下的合法性分析在一定程度上也转化为射幸合同在合同法领域内合法性的探讨。从射幸合同立法例看，大多数国家和地区都赋予了射幸合同的立法规定，如《法国民法典》中规定：射幸契约，为当事人全体或其中一人或数人取决于不确定的事件，对财产取得利益或遭受损失的一种相互协议。射幸契约如下：保险契约；航海冒险借贷；赌博及打赌；终身定期金契约。¹⁵类似立法条款在英美法系国家也有表现。然而，对于射幸合同这一类型，我国现行民法上没有直接的明文规定。在合同法的有名合同中，射幸合同显然没有被列入，对赌协议在我国法律上处于无名合同的法律地位，对其效

力只能依据一般的民法理论予以认定，这不利于法律发挥它充分的定分止争、引导民众行为的作用。

第二，对赌协议中涉及的股权作为种类股在公司法领域缺乏明确的规范。《公司法》第 127 条似乎为对赌协议所涉及的投资工具预留了法律的空间¹⁶，但从目前的规定看，《公司法》对于种类股尚显然缺乏明确的规制。此外，对赌协议是英美法系的产物，在授权资本制下，对赌协议中所包含的包括股份发行、转增股、股权转让、股份回购等事宜均由公司自行处理，其条款执行具有较大的法律空间。如前所述，对赌协议的反摊薄条款、退出条款等均与资本制度有着密切关联。但在我国现行法定资本制下，尽管《公司法》对分期缴纳、股份回购以及类似优先股股权的发行等预留了空间，但总的来说，我国《公司法》对股份发行、股份种类、股份的转让以及股份回购等股权运作事宜的规定，与国际资本市场上的成熟做法有很大不同，我国公司法领域关于种类股规范的缺失也在一定程度上影响了对赌协议的实施。实践中，大量的对赌协议发生在离岸公司的背景下，参与方往往选择适用宽松而自由的离岸公司法及离岸法域其他相关法律规定而将有关法律风险与障碍降到最低，这在客观上有规避、选择法律之嫌。

第三，对赌协议在执行中的配套法律法规也似有缺位。其一，企业价值评估的国内外标准存在差异，对赌是双方对企业价值的不同预期，国际机构投资者通常采用“动态调整评估法”来评估企业价值，企业的价值是和企业的成长性或者未来盈利能力挂钩的，而国内企业特别是国有企业的资产评估通常采取账面价值等静态评估方法，并未充分考虑企业整体资产在未来的盈利能力，这样既可能因忽略国有产权中无形资产、市场增值乃至控制权价值等因素而导致国有资产流失，也可能因忽略账面资产的流动性、技术含量低以及折旧不规范等因素而导致价格高估。其二，我国关于可转换证券的法律规定造成对赌协议很难发挥其价格发现、估值调整的独特功用。《公司法》第 132 条规定“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类股份，另行作出规定”，可见，我国公司法并没有对可转换优先股进行规定，只是授权国务院有权另行规定。虽然国务院于 2005 年 9 月 7 日批准了国务院下属十个部委联合发布的《创业投资企业管理暂行办法》，其中第 15 条规定，经与被投资企业签订投资协议，创业投资企业可以以股权和优先股、可转换优先股等准股权方式对未上市企业进行投资。但由于该暂行办法主要规范在我国境内注册成立的风险投资企业，其适用对象范围较窄，在操作层面的规定也较为原则。可以预见的是，在可转换优先股相关法律法规完善之前，普通股仍是我国对赌协议中使用的主要投资工具。

二、对赌条款执行中的效力标准

对赌协议在执行中所面临的困境与现行法律法规的缺失现状是吻合的，在一定意义上，对赌协议的执行包含了对相关条款的解释、监管及司法判决等，其最终需回归到对其效力的认定问题上，笔者认为，现有的法律环境下尚不具备对其单独立法的条件，要改变其在实践中的尴尬局面，必须在以下方面达成共识。

第一，对赌协议执行中的合法性标准。基于不完全契约制度安排下的对赌协议是一种零和博弈，它不能直接创造价值，但它能为实体经济中的企业提供融资机会，从而吸引更多的人参与投资和生产，因而能间接地创造价值。在价值估值调整执行中，价值估值调整与所谓“对赌”有着本质的区别：在赌场赌博中，不确定性是人为制造的，但估值调整中，参照事件是外在的，其不确定性都客观存在。因此，区分“合法经济用途”与“纯粹对赌”是判断其效力的首要标准，换

言之，对赌协议的效力判断应当首先回归到对其合法性的认定标准上。借鉴射幸合同合法性的判断标准，笔者认为，对赌协议这一民事法律行为是否合法，应取决于主体适格、意思健全和内容适法三个要件的具备。从积极的角度看，对赌协议的功能应有利于经济的活跃繁荣和社会发展并合乎社会规范目的；从消极的角度看，应当尊重社会公德，且不违背公序良俗原则。

第二，对赌协议执行中契约自由标准。对赌协议在本质上是一种契约安排，在确认其合法性的前提下，契约自由与意思自治应是判断其效力的重要标准之一。与一般合同相区别的是，对赌协议所体现的契约自由原则是对未来风险的一种安排与确认，它通过对未来不确定的企业价值进行对价上的调整，使参与各方分别放弃一定的自身利益对方进行补偿或奖励，这主要源于双方风险承受能力不对称，这在一定程度上体现了契约自由的原则。但应注意的是，融资方在对赌协议的执行中一般居于优势地位，因此，契约自由标准应更多地关注对赌协议中是否存在对融资方的过度挤压，以防止损害契约自由原则。

第三，对赌协议执行中对公司自治的尊重。对赌协议涉及到对公司未来价值的判断，对赌协议因估值的不确定性可能会对公司相关利益者产生较大影响。从对赌协议的发生情况来看，往往表现为投资方与目标公司大股东、管理层之间的协商，这易发生对中小股东利益的侵害。从这一角度看，监管层对此类协议的审慎态度不难理解，但是，对赌协议是参与各方基于估值而对各自利益的自由选择，因此，规制对赌协议不应以牺牲公司自治为代价，在一定意义上，关注此类协议是否遵循了公司章程以及是否赋予中小股东的救济方式，将其置于阳光下予以充分披露风险，应是监管者持有正确态度，简单回避的监管做法只能鼓励此类实践去规避法律的监管。

结语

综上，本文得出的判断是：“对赌协议”源自于此类协议中包含了一系列对企业价值的重新估值条款，从词源上看，使用“对赌”这一词语似有不妥，但它却较为准确地反映了融资过程中对目标公司价值不断调整的动态过程，“对赌协议”本质上就是融资过程中对目标公司的估值调整的一系列条款安排，其并非制造对赌，它是通过拟制一套形式化的客观指标来描述不确定的未来股权价值，并最大程度的消除歧义。对赌协议所带来的高风险，是全球经济能维持它目前所拥有的复杂度和繁荣水平而必须承受的代价，简单的抑制或回避只能破坏金融的创新性，人们需要突破常识性理解来寻求对这一问题更为妥善的应对措施，这一点对于法律环境有待进一步优化的本土而言，显得更为重要和迫切。

注释

¹“对赌协议”较早的个案可追溯到2003年蒙牛与摩根士丹利等投资签订的投资协议。按照协议约定，在合同的约定期限内，如果蒙牛业绩的复合增长率低于50%，以牛根生为首的蒙牛管理层要向外资方赔偿7800万股蒙牛股票，或以等值现金代价支付；反之，投资方将对等蒙牛股票赠予以牛根生为首的蒙牛管理团队。其他较有代表性案例的还包括2005年江苏雨润、2007年太子奶、2008年恒大地产海外募资等个案。参见邹菁：《私募股权基金的募集与运作：法律实务与案例》，法律出版社2009年版，第120—121页。

²目前国内研究关于对赌协议的表述较为一致，具体可参见周传丽：《成长型企业的私募股权融资、对赌协议与财务绩效的路径依赖》，载《学术研究》2009年第9期；谢海霞：《对赌协议的法律性质探析》，载《法学杂志》2010年第1期；程继爽，程锋：《“对赌协议”在我国企业中的应用》，载《中国管理信息化》，2007年5月，等。

³施天涛：《公司法论》，法律出版社 2005 年版，第 195 页。

⁴载曾海舰、贺建风：《资本结构理论的演变与展望》，《财会月刊》，2010 年第 4 期。

⁵李翔等：《上市公司融资结构与融资成本的实证研究》，深交所第四届会员研究成果，数据来源：
<http://www.szse.cn/UpFiles/Attach/1427/2003/11/06/1205313119.PDF>，最后访问时间：2011 年 6 月 15 日。

⁶参见黄少安、张岗：《中国上市公司股权融资偏好》，《经济研究》2001 年第 11 期。

⁷参见黄少安、张岗：《中国上市公司股权融资偏好》，《经济研究》2001 年第 11 期。

⁸参见张士伟：《上市公司股权融资偏好的内部人成因分析》，深交所第七届会员研究成果，数据来源：

<http://www.szse.cn/main/research/hyyjcgzs/dqjhyyjcg/200503226905.shtml>，最后访问时间：2011 年 6 月 15 日

⁹参见周传丽：《成长型企业的私募股权融资、对赌协议与财务绩效的路径依赖》，载《学术研究》2009 年第 9 期。

¹⁰参见吴东桓：《以设立海外离岸公司方式进行风险投资的主要条款分析》，数据来源：

<http://www.china-germany.biz/vbbs/showthread.php?t=102>，最后访问时间：2011 年 6 月 15 日。

¹¹不完全契约理论是由格罗斯曼、哈特和莫尔 (Grossman, Hart & Moore) 等自上个世纪 80 年代以来共同创立的一种关于企业控制权的理论，又称为 GHM 模型。该理论以合约的不完全性为研究起点，以财产权或（剩余）控制权的最佳配置为研究目的。该理论认为，由于某种程度的有限理性或者交易费用，使得现实中的契约是不完全的。完全契约与不完全契约的根本区别在于：前者在事前规定了各种或然状态下当事人的权利和责任，因此问题的重心就是事后的监督问题；后者不能规定各种或然状态下的权责，而主张在自然状态实现后通过再谈判 (renegotiation) 来解决，因此重心就在于对事前的权利（包括再谈判权利）进行机制设计或制度安排。参见杨瑞龙、聂辉华：《不完全契约理论：一个综述》，《经济研究》，2006 年第 2 期。

¹²参见陈志俊、丁利：《不完全契约理论：另一种视角》，载《中国社会科学评论》（香港）第一卷，2002 年。

¹³参见陈志俊、丁利：《不完全契约理论：另一种视角》，载《中国社会科学评论》（香港）第一卷，2002 年。

¹⁴依照证券发行的相关规定，IPO 申请人须清理此前公司管理层或控股股东与股权投资机构 (PE) 签署的以公司股权调整为主要内容的“对赌协议”，以确保企业上市前企业股权的确定性。

¹⁵《法国民法典》第 1946 条。

¹⁶《公司法》第 127 条规定：股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。同次发行的同种类股票，每股的发行条件和价格应当相同；任何单位或者个人所认购的股份，每股应当支付相同价额。