

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

刘俊海*

内容提要：畸形对赌模式削弱公司核心竞争力，扼杀企业家精神，损害债权人与中小股东权益，制约经济高质量发展。《公司法解释（征求意见稿）》设计的对赌条款效力规则存在缺憾。一是将上市公司与非上市公司的对赌裁判规则分置割裂，二是确立了非上市公司及其双控人对赌一概有效论与上市公司及其双控人对赌一概无效论，三是忽视了上市公司与非上市公司一体敬畏资本维持原则的同质性，四是忽视了双控人的同质性。为兴利除弊，建议确立对赌条款二元论裁判规则体系：一是确认公司对赌之债无效，二是适度放开双控人对赌之债。建议同步激活针对上市公司双控人对赌行为的行政监管与信用约束。为培育耐心资本、弘扬企业家精神，建议将双控人的无限对赌责任条款转型升级为有限对赌条款。从长远看，建议逐渐引导双控人对赌条款淡出历史舞台。

关键词：对赌条款 控股股东 实际控制人 目标公司 风险资本

一、引言

党的二十届四中全会强调“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”。投资风险对赌条款在一定程度上缓解了民营企业融资的“难贵慢”等瓶颈制约。但是，形形色色的对赌条款存在着野蛮生长、无序扩张的乱象。畸形对赌模式削弱目标公司的核心竞争力，损害债权人与中小股东的合法权益，制约实体经济的高质量发展，滋生金融风险隐患。如何探寻兴利除弊之策、依法破解对赌条款的效力之谜，已经成为热点难点疑点问题。遗憾的是，对赌条款效力之争虽历经十余

* 刘俊海，中国人民大学法学院教授。

本文为最高人民法院2025年度司法研究重大课题“新公司法司法适用难点问题研究”（GFZDKT2025B15-1）的阶段性成果。

年，迄今仍存在同案不同判、类案不类判的现象。

为统一裁判尺度，最高人民法院2025年9月30日发布的《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《征求意见稿》）在第37条、第38条、第82条与第83条详细规定了非上市公司与上市公司及其控股股东、实际控制人（以下简称“双控人”）签署的对赌条款效力。^{〔1〕} 各界对此褒贬不一，仁智互见。为消除分歧、凝聚共识、终结同案不同判现象，建议全面确立对赌条款效力的二元论裁判思维，并将其一体推广于上市公司与拟上市公司。

二、对赌条款效力的二元论裁判思维

（一）对赌条款的精确法律内涵

私募股权资本（PE）或者风险资本（VC）与目标公司及其创始股东签署的对赌条款是资本市场实践中最有争议的问题之一。^{〔2〕} “对赌”条款是投资行业约定俗成的形象化说法。其精确的法律含义特指，新股东与目标公司或其双控人约定的投资收益配置与投资风险转移条款。

就拟上市公司而言，对赌条款系指当目标公司未能如期在资本市场实现IPO（首次公开发行并上市）、借壳上市，未能完成约定的经营业绩和财务目标或者未能达到股权（股份）交易价格的特定指标时，可绕开减资和分红的法定条件和程序，新股东直接从目标公司及其双控人等对赌义务人获得股权回购款或投资收益补偿，甚至同时获得股权回购款和投资收益补偿双重利益。拟上市公司的对赌权利人主要是作为专业投资机构的PE/VC，但也有从事实体经济的企业。

就上市公司而言，对赌条款系指当目标公司的股票市值在一定期间内达不到约定的指标时，新股东可请求上市公司或其双控人给付股票回购款或投资收益补偿。此类对赌条款有时被称为“估值调整条款”“差额补足条款”“定增保底条款”“信用增级条款”。新股东可通过一级市场（包括点对面的公开发行与点对点的定向发行）从公司取得股票，也可通过二级市场（包括集中竞价交易与协议转让及其他交易方式）从老股东取得股票。

有些对赌条款签署于IPO之前，有些对赌条款签署于IPO之后。无论拟上市公司中的对赌条款，还是上市公司中的对赌条款，其共同本质是允许新股东将其承担的投资风险转嫁给目标公司或者双控人。简言之，对赌条款就是投资风险转移条款。关于投资风险究系经营风险、市场风险、法律风险，抑或不可抗力，不少对赌条款并未严格区分。缺乏过错（恶意或者重大过失）也往往不是对赌债务人的抗辩事由或免责条款。

（二）目标公司对赌与创始股东对赌的本质区别

以对赌义务人为准，对赌条款可由目标公司或双控人签署。两类对赌债务人的风险外溢程度、法律后果不同。公司对赌之债戕害公司资本信用，侵害公司生存权与发展权，侵害未享受对赌利益的无辜股东的核心利益，更剥夺公司的债权人（尤其是不特定的潜在债权人）优于于股东

〔1〕 参见最高人民法院：《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）》，载《人民法院报》2025年10月1日，第2版。

〔2〕 参见邱琳等：《对赌争议解决法律实务》，法律出版社2021年版，第102-172页。

分红权或者回购权而获得清偿的法定固有权利，自应归于无效。而双控人对赌通常并不必然滋生上述弊害。当然，上市公司双控人厚此薄彼的对赌承诺会辜负公众股东信任，伤害其感情，侵害其利益。但究应一概确认无效，抑或确认有效、但课以公法责任与信用制裁，暂容后述。

（三）对赌条款效力二元论裁判思维在上市公司与非上市公司的普适性

以目标公司股权的流动性为准，对赌条款可分为上市目标公司签署、非上市目标公司签署、上市公司双控人签署与非上市公司双控人签署等四种类型。

拟上市公司尤其是有限责任公司具有闭锁性与入合性。相比之下，上市公司的开放性与资合性更强。因此，上市公司存在成千上万的公众股东、严格的信息披露制度、规范的公司治理结构与完整的行政自律监管体系。但是，上市公司与非上市公司之间既有个性，也有共性，共性尤其大于个性。两类公司均为资本企业，都要遵守公司资本维持原则及其派生而出的一系列强制性规则。

笔者认为，基于公司资本制度的同质性与一般性，法律必须对所有类型公司的对赌之债效力采取整齐划一的二元论立场。其一，各类目标公司的对赌之债原则上无效，以尊重公司资本信用的对世性，维护公司责任财产的完整性。唯一的例外情形是建立在满足法定条件、履行法定程序基础之上的对赌之债。例如，PE/VC在严格遵守《公司法》（2023年修订）第224条第3款规定的定向减资规则前提下的对赌之债就属于例外有效的情形。其二，各类目标公司双控人的对赌之债原则上有效，以敬畏契约的相对性，弘扬认赌服输的契约精神。虽然上市公司的双控人比非上市公司的双控人承担更程度的信息披露义务，但在履行对赌义务时都不必然侵害目标公司的资本信用与责任财产。因此，公司法对所有类型公司的双控人承担的对赌之债的效力应采取包容与保护的政策。

（四）最高人民法院在海富公司案中确立的对赌条款效力二元论

最高人民法院在海富公司诉甘肃世恒公司、香港迪亚公司和陆某增资纠纷再审案中率先确立了对赌条款效力二元论规则。其要义有二：一是基于合同法中的契约自由原则，确认新股东与双控人、法定代表人签署的对赌条款有效，并援引《合同法》判令控制股东（迪亚公司）向海富公司支付补偿款1998.2095万元。二是基于公司法中的资本维持原则，确认新股东与目标公司签署的对赌条款无效。^{〔3〕}这种合同法思维与公司法思维并重的二元论裁判思维对各级法院与仲裁机构发挥了积极引导功能。该案被业界誉为“国内对赌条款第一案”绝非偶然。^{〔4〕}

二元论裁判思维在实践中产生了积极而深远的重大影响。其一，为规避裁判风险，绝大多数PE/VC开始陆续放开目标公司，而将对赌义务人转向双控人。其二，在对赌条件触发后，即使手握目标公司对赌条款，绝大多数PE/VC也主动放弃对目标公司的对赌诉请。其三，PE/VC即使将目标公司列为共同被告，也仅请求其在创始股东等对赌债务人履行回购义务时协助办理股东变更登记手续。其四，偶有PE/VC对目标公司提起对赌之诉，但胜者寥寥。其五，PE/VC的目标公司对赌之诉即使获胜，也因目标公司债台高筑而难以获得执行。鉴于海富公司案的再审案例早已落地生根，建议司法解释保持法定定力，尽量减少反复，维护裁判秩序的稳定性与一惯性。

（五）华工公司案中被撤销的两审判决对二元论裁判规则的坚守

在华工公司诉扬锻公司、潘某虎等请求公司收购股份纠纷案中，被江苏省高级人民法院改判

〔3〕 参见最高人民法院（2012）民提字第11号民事判决书。

〔4〕 参见黄恺赞：《公司回购型对赌协议的相关问题探析》，载《人民法院报》2025年6月12日，第7版。

的两审法院均秉持最高人民法院海富案中的二元论裁判思维。

首先，两审判决认为，目标公司对赌之债无效。在公司有效存续期间，股东基于投资可从公司获得财产的途径只能是依法从公司分配利润或通过减资程序退出公司，公司回购股权须基于法定情形并履行法定程序。而公司对赌回购条款违反了2018年《公司法》第142条禁止公司回购股份的规定，亦不符合四种法定例外情形，而且违反该法第20条。^{〔5〕}

其二，两审判决均默认创始股东的对赌之债有效。两审判决均未支持华工公司对11名目标公司原股东的对赌之债请求权。法院驳回该诉请的理由不是对赌之债无效，而是《补充协议》“未有明确的由11名扬锻公司原股东作为回购主体的表述”。《补充协议》第3条可以“验证目标公司才是约定的回购股权的主体，若11位原股东亦承担回购义务，则违约行为主体就不仅限于扬锻公司”^{〔6〕}。易言之，若创始股东对赌条款明确具体，两审法院就会确认对赌之债效力。

（六）强某延与曹某波等股权转让纠纷中被撤销的两审判决对二元论裁判规则的坚守

在强某延与曹某波等股权转让纠纷案中，被最高人民法院再审判决定撤销的两审判决维持了二元论思维。一方面，确认创始股东对赌之债有效，认为强某延按约出资后，因瀚霖公司未按预期获准IPO并上市，强某延要求曹某波回购的条件已成就，曹某波应在收到回购通知函后按约定价格回购股权；另一方面，确认目标公司对赌条款无效。一审判决指出，因强某延与曹某波均系公司股东，且曹某波为法定代表人，基于此情形，强某延应提交公司为曹某波提供担保已经股东会决议通过的相关证据；结合强某延与曹某波的股东身份以及公司并非为经营发展向公司外第三人提供担保的事实，该约定损害了公司、公司其他股东以及公司债权人的利益，应认定为无效。^{〔7〕}

二审判决补强了裁判理由：瀚霖公司为股权的股权转让款支付提供担保，其实质是不管公司经营业绩如何，股东均可从公司获取收益，该约定使得股东获益脱离了公司经营业绩，背离了公司法法理精神，最终使得股东规避了交易风险，将公司可能存在的经营不善及业绩不佳的风险转嫁给公司及其债权人，严重损害了公司其他股东和债权人的合法利益，应认定《增资协议书》《补充协议书》约定的公司为曹某波回购强某延股权产生的责任承担担保责任无效。^{〔8〕}

问题是再审法院是否永远都比两审法院更睿智、更公正。对此，实难一概而论。在多数情况下，再审法院经验更丰富，站位更高，视野更宽。再审法官在推翻两审生效判决时通常慎之又慎，除非万不得已，不会轻易改判。一经深思熟虑予以改判，纠错就更有权威性与公信力。但裁判质量与审判层级并无必然逻辑联系。因为，不同层级的法院都要效忠于法律、对法律负责，既不存在下级法院效忠上级法院、全国法院效忠最高法院的宪法规则，也不存在上级法院裁判水准永远高于下级法院的实证分析。下级法院审级虽低，但裁判水准未必逊色，裁判质量未必远离公平正义。民诉法赋予上级法院对下级法院的纠错权，旨在落实裁判权的制衡与监督理念。若下级法院不约而同地否定公司对赌之债的效力，并非没有缘由。对此，再审法官不可不察。

〔5〕 参见江苏省扬州市邗江区人民法院（2016）苏1003民初9455号民事判决书。

〔6〕 江苏省扬州市中级人民法院（2017）苏10民终2380号民事判决书。

〔7〕 参见四川省成都市中级人民法院（2014）成民初字第1180号民事判决书。

〔8〕 参见四川省高级人民法院（2015）川民终字第445号民事判决书。

三、对赌条款一概有效论与一概无效论的偏执缺陷

（一）极端化裁判思路的两种不同形态

对赌条款效力二元论面临着两种观点的左右夹击。其中，甲说（一概有效论）认为，创始股东对赌与目标公司对赌均有效。此说以《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民纪要》）第5条、《征求意见稿》第37条与第38条为代表。案例主要涉及拟上市的非公众公司。江苏省高级人民法院对华工公司一案的再审判决否定了二元论，认为公司对赌条款亦属有效。^{〔9〕}最高人民法院对强某延与曹某波等股权转让纠纷一案的再审判决确认双控人对赌以及目标公司为对赌之债提供担保的行为一概有效。

乙说（一概无效论）认为，目标公司的对赌之债与创始股东的对赌之债均无效。此说以《征求意见稿》第82条与第83条为代表。该学说影响下的案例主要涉及已经上市的公众公司。但即使在上市公司领域，也存在同案不同判的现象。

甲乙两说针锋相对，绝非铁板一块，但都一致反对二元论。甲说指责二元论失之于严，因为二元论仅肯定双控人对赌之债的效力，而否定公司对赌之债的效力，似未尊重契约自由。乙说指责二元论失之于宽，因为二元论仅否定公司对赌之债的效力，而不否定双控人对赌之债的效力。实际上，甲乙两说均失之偏颇。

（二）一概有效论的致命缺陷

江苏省高级人民法院对华工公司一案的再审判决否定了二元论，认为目标公司对赌条款亦属有效。鉴于该判决率先挑战最高人民法院海富案的再审思维，有必要简要剖析。

再审判决确认公司对赌条款有效的理由有五。其一，全体股东在对赌条款中签字并承诺确保其履行。在对赌条款激活后，公司应履行法定程序办理变更登记，全体股东负有协助和保证履行结果的义务。其二，《公司法》不禁止公司回购股份，回购股份不当然违反强制性规定。公司在履行法定程序后回购股份不会损害股东和债权人利益，不违反资本维持原则。其三，在公司作为对赌义务主体时，对赌投资者负有投入资金成本、激励完善公司治理结构和以公司上市为目标的资本运作等义务，亦应对公司亏损等问题按约定或持股比例担责。其四，对赌条款是保护投资人利益的特别约定，是当事人对投资合作商业风险的安排，系当事人真实合意。其五，对赌条款不违反法律法规的禁止性规定，不违反《合同法》第52条，亦不属格式条款，无显失公平问题。在对赌条款激活后，目标公司应如约履行股份回购义务，原股东应承担连带责任。^{〔10〕}

该判决强调契约严守，体现新股东友好型理念，但有致命缺陷。一是未能正确理解契约的相对性，忽视了公司对赌条款对外部债权人的风险外溢。相对性强调契约拘束全体缔约方的法锁功能，也禁止缔约方移祸他人。公司的外部债权人不是对赌条款缔约方，却因对赌条款而蒙受不测，其对公司的偿债诉求理应免受对赌条款之苦。二是以契约自由否定资本制度，违反了资本维

〔9〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

〔10〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

持原则及其配套的效力性强制规定。该判决仅虑及全体股东签字承诺确保对赌条款履行的合意，却悬空了法定债权人保护程序，忽视了公司回购股份时的资产负债状况。公司即使资不抵债，也要履行回购义务。三是混淆了股权与债权的边界，误将基于股东身份的股份回购请求权解释为债权。股权凌驾于外部债权人权利之上的观点忽视了股东剩余索取权人身份，违反了股债两分、股权礼让债权的基本逻辑。四是裁判结论存在逻辑上的前后矛盾。该判决证成目标公司对赌合法性的理由是“公司在履行法定程序后回购本公司股份”。公司回购的正当性在于履行前置法定程序。但判项竟未提及公司付款之前必须履行法定减资程序，亦未中止审理程序、等待减资程序完结，而是直接判令公司在判决生效后10日内支付股份回购款和逾期付款利息。依《公司法》第224条，公司应自减资决议后10日内通知债权人，并于30日内在报纸上或国家企业信用信息公示系统公告；债权人自接到通知书后30日内，未接到通知书的自公告后45日内，有权要求公司偿债或提供相应担保。又依《公司法》第64条第1款，召开股东会会议，应于会议召开15日前通知全体股东，除非章程另有规定或全体股东另有约定。股东议事与债权人保护所需的最短法定期限利益通常是90日左右，而非该判决提及的“生效后10日”。既然无法经受法定程序的检验，法官就无法确信公司回购股份时已获债权人赞成且其自愿放弃偿债或担保之权。

在强某延与曹某波等股权转让纠纷一案中，最高人民法院再审判决也在实质上偏离了二元论裁判思维。再审判决认为，目标公司对创始股东对赌义务提供担保的条款有效。^{〔11〕}该判决虽未正面确认目标公司作为主债务人的对赌之债有效，但迂回曲折地确认目标公司作为担保人就创始股东对赌之债（主债务）承担的担保债务（从债务）有效。当然，从表面上看，该再审判决并未推翻二元论。因为，最高人民法院在海富公司案中阐述的二元论仅指向目标公司作为主债务人的情形，确实未触及目标公司作为对赌之债担保人的情形。但从实质穿透的角度看，目标公司作为对赌之债担保人对新股东代偿对赌债务时与目标公司作为对赌之债主债务人时面临的法律障碍并无二致，均应被确认无效。

总之，一概有效论将公司法排斥于裁判依据之外，将股东对赌权利凌驾于公司生存权发展权与债权人的债权之上，殊不可采。

（三）《九民纪要》第5条采取的有限度的一概有效论

在华工公司再审案的冲击下，《九民纪要》第5条改弦易辙，颠覆了海富公司一案确立的二元论，改采公司对赌与双控人对赌均合法有效的一概有效论。其要义有三：（1）公司对赌协议若无法定无效事由，公司不得仅以存在对赌约定为由主张其无效，但若投资方主张实际履行，法院应审查是否符合公司法强制性规定进而判决是否支持诉请；（2）投资方若请求公司回购股权，法院应依《公司法》第35条或第142条审查，若公司未完成减资程序，法院应驳回诉请；（3）投资方若请求公司补偿金钱，法院应依《公司法》第35条和第166条审查，若公司无利润或虽有利润但不足以补偿投资方，法院应驳回或部分支持诉请，若公司嗣后有利润，投资方可另行起诉。

从利益衡量角度看，《九民纪要》第5条试图扮演“和事佬”的角色，居中调和PE/VC行业与实体经济之间的利益冲突。一方面主张目标公司与双控人的对赌之债均有效，旨在心理上慰藉

〔11〕 参见最高人民法院（2016）最高法民再128号民事判决书。

PE/VC 行业及其背后的实际投资者（尤其是国有资本），但这严重偏离了二元论；另一方面重申附条件履行论，纠正了华工公司再审案悬空公司资本维持原则的内在缺陷，旨在利益上照顾目标公司的核心诉求，因而与极端偏激的一概有效论划清了界限。从法律技术角度看，公司对赌条款合法有效而履行不能的观点受到了负担行为与处分行为严格区分的“物债两分”理论的影响。其中，负担行为的合法性源于契约法中的契约自由，而处分行为的可行性源于公司法中的资本维持。

《九民纪要》第 5 条本质上属于一概有效论，但由于试图对二元论与一概有效论进行折中调和，态度必然暧昧。因此，法官既不能认定公司对赌行为无效，也不得将对赌行为的效力坚持到底。在两造利益尖锐对抗的情况下，两边讨好的必然结果是事与愿违，两边都不讨好。既然公司对赌有违公司法的基本原则和根本制度，法院就应从根本上否定其效力，而不应瞻前顾后、首尾难顾。

严格说来，《九民纪要》并非司法解释，仅系裁判理念的重述，充其量是司法政策。为消除误解，最高人民法院在印发《九民纪要》的通知中强调：“纪要不是司法解释，不能作为裁判依据进行援引。《会议纪要》发布后，人民法院尚未审结的一审、二审案件，在裁判文书‘本院认为’部分具体分析法律适用的理由时，可以根据《会议纪要》的相关规定进行说理。”

不少案例亦步亦趋，但同案不同判现象亦不鲜见。多数案例确认目标公司对赌之债（含主债务与从债务）一概有效；但若原告不能证明目标公司已满足前置性的减资与分红条件与程序，仍驳回其诉请。少数案例既确认目标公司对赌之债有效，也判令目标公司直接履行对赌之债的给付义务，但将公司满足前置性减资与分红的条件与程序变更为后置性要求，因而在裁判意见或者判项中将其交由执行法院审查确定。这实际上偏离了《九民纪要》第 5 条要求法官在裁判环节保持对资本维持原则信仰与敬畏的初心。个别案例更抛弃后置性减资与分红的条件与程序，径直判令公司履行对赌之债，褫夺了执行法院审查减资与分红的条件与程序是否获得满足的权力。

（四）《征求意见稿》第 37 条与第 38 条对一概有效论的传承与发展

《征求意见稿》第 37 条与第 38 条继承了《九民纪要》第 5 条的一概有效论。其中，第 37 条确认目标公司对赌之债有效，第 38 条确认双控人对赌之债亦有效。但与《九民纪要》第 5 条相比，第 37 条在公司对赌之债的履行环节设置了更高的法律门槛，意在向实体经济倾斜。

第 37 条第 2 款包含三层意思：一是公司未依法履行减资程序或依法分配利润，当事人请求继续履行的，法院不支持；二是当事人针对公司未依法履行减资程序或依法分配利润约定由公司承担违约责任或者提供物保，并依据该约定请求公司承担违约责任或担保责任的，法院不支持；三是投资者请求提供担保的第三人承担担保责任的，法院应予支持。

当然，第 37 条第 2 款破例允许公司外的第三人（如双控人）对目标公司的对赌之债承担担保责任，值得斟酌。基于从随主原则，担保人可代位主张主债务人对债权人抗辩权。既然目标公司可对原告主张豁免债务履行的抗辩，担保人也有权对对赌债权人行使抗辩权。因此，即使司法解释允许第三人对公司对赌之债承担担保责任也无丝毫实益可言。

（五）公司对赌条款有效、但履行不能的零和效应

《九民纪要》第 5 条与《征求意见稿》第 37 条的设计初心良善，旨在寻求定分止争的中庸之道。既坚持认定公司对赌条款合法有效，又拒绝赋予其强制执行效力，甚至确认其履行不能。遗憾的是，这种貌似中立的裁判理念在实践中无法实现多赢共享的效果，反而催生互害多输的零和游戏。

其一，公司对赌条款有效而履行不能的司法态度会滋生讼累。倘若法院公开阐明公司对赌条款有效的立场，PE/VC 必然会将公司对赌条款视为国家褒奖与鼓励的合法行为，并竞相签署此类对赌条款，以求单边利益最大化。一旦公司经营陷入困顿、触发对赌条件，PE/VC 必然会提起诉讼或仲裁。由于绝大多数拟上市公司曾接受多轮次的外部股东投资，貌似简单的对赌个案容易引发“一案审结百案兴”的指数级争讼并喷效应。尤其在 IPO 注册制改革尚未常态化的资本市场环境下，签署对赌条款的拟上市民营企业成千上万，但仅有千分之一的幸运者才能鲤跃龙门。这意味着，倘若司法解释坚持公司对赌条款有效而履行不能的态度，巨量的目标公司对赌争讼将多如过江之鲫。为了减少诉累，法学界也围绕股权回购对赌之债的性质究为形成权抑或债权请求权开展了深入探讨。债权请求权说为多数说。^[12] 形成权说为少数说，认为回售权系形成权，受除斥期间限制。投资人超过约定行使期限应丧失要求回购的权利。在对赌协议中未约定回售权行使期限的情况下，投资人应在合理期限内行使该权利。^[13] 虽然形成权说并不完全契合对赌双方在投资之初已就股权回购之选择达成合意的实际情况，但客观上有助于减少目标公司对赌之债的争议数量。当然，治本之策是否定目标公司对赌之债的效力。

其二，公司对赌条款有效而履行不能的司法效果对 PE/VC 犹如画饼充饥。PE/VC 若耐心等待内外交困、惨淡经营的目标公司严格履行减资程序，根本无法获得对赌款项。他们绕开减资程序、强索股权回购款的主因恰恰是，公司缺乏减资所需的资金流，减资程序会面临来自债权人的顽强反抗。通常情况下，PE/VC 企图规避减资程序的股权回购诉求无法获得法院支持。法院即使确认公司对赌条款有效，也无法支持原告诉请。即使法院判如所请，强制执行也无法逾越保护债权人的减资程序屏障。若法院强行绕开减资程序而强制执行，又会推倒公司外部债权人利益无辜受损的多米诺骨牌，诱发更多债务风险外溢，贬损司法公信。同理，对赌收益补偿诉请在分红制度面前也窒碍难行。难怪在实践中 PE/VC 对赌胜诉案的执行率不及百分之四。

其三，确认公司对赌条款有效的裁判文书与强制执行措施会直接扼杀目标公司的生命力。公司对赌条款有效论对 PE/VC 缺乏实质增益功能，但对目标公司具有致命的杀伤力。执行法院一旦强制查封、扣押、冻结和拍卖公司资产，公司的资金链、供应链与营销渠道就会瞬间土崩瓦解，经营活动就会立刻停摆。败诉公司不但魂断 IPO 之路，还会被列入失信被执行人名单。接踵而至的是，银行会宣布提前收贷，供应商会援引不安抗辩权而停止供货，近在咫尺的商业机会也会因潜在客户的退避三舍而失之交臂。最终，目标公司面临破产清算的灭顶之灾。因此，公司对赌之债侵犯公司生存权发展权、阻碍公司可持续健康发展、窒息公司发展活力的负面案例比比皆是。法定代表人与双控人也会因被限制高消费名单而声名狼藉。既然泥菩萨过河自身难保，创新进取、善意冒险的企业家精神也荡然无存。

可见，一方面 PE/VC 在公司对赌条款之争胜诉后虽然获得心理安慰的情绪价值，但会在公众心目中蒙受见利忘义、损人利己的商誉损失。赢了官司，输了市场。另一方面，目标公司也会被逼入破产清算、关门破产的绝境。因此，即使抛开公司对赌条款的法律效力不论，而仅从成本

[12] 参见刘俊海：《论期限约定不明的股权回购请求权》，载《法律适用》2025年第8期，第39-54页。

[13] 参见章杰超：《对赌协议中回购权之性质及行使期限研究》，载《中国政法大学学报》2023年第5期，第142-155页。

效率综合考量的法经济学角度聚焦其经济效率，公司对赌条款有效而履行不能的裁判思维也是弊大于利的双输互害模式，无法实现政治效果、法律效果、社会效果、道德效果、市场效果与国际效果的有机统一，难以经得起法律的检验、市场的检验、社会的检验。

四、目标公司对赌条款一概无效的法理证成

（一）目标公司对赌条款违反强制性法律规定中的效力性规范

其一，公司回购股权的对赌条款违反《公司法》第 53 条禁止股东抽逃出资之规定。股东资格之取得与维系以股东及时、足额、适当地履行出资义务为对价。夯实公司资本信用，旨在维系公司生命，维护交易安全，防范金融风险。若股东竞相抽逃出资，公司的责任财产与信用基础就会土崩瓦解。PE/VC 擅自取回注册资本或资本公积金均属抽逃出资。认为出逃出资仅限于注册资本金额而不包括资本公积金的观点，旨在为出逃出资行为张目，但忽视了资本公积金在捍卫公司资本信用方面的护城河功能，实不可采。^[14] 为激浊扬清，公司有权追回出资，并根据出逃出资的金额与比例，相应限制抽逃出资股东的分红权、新股优先认购权、剩余财产分配请求权等权利，并对抽逃出资股东启动除名程序。

其二，公司回购股权的对赌条款违反《公司法》第 89 条和第 162 条原则禁止公司回购股权之规定。公司违法回购股权的后果是，蚕食资本维持原则，损害债权人，滋生金融风险。《公司法》历经六次修改，但原则禁止、例外允许公司回购股权的态度一以贯之，从未松动。

其三，公司回购股权条款违反《公司法》第 224 条第 2 款规定的减资程序。减资环节有程序正义与结果正义的双重价值，旨在保护债权人的知情权、异议权、选择权与安全保障权（到期债权的受偿权与未到期债权的担保索取权）。诚然，《公司法》第 224 条第 3 款原则上要求公司在减资时按照股东出资或持股比例相应减少出资额或股份，但法律另有规定、有限公司全体股东另有约定或股份公司章程另有规定的除外。这为 PE/VC 理性有序地安全退出在目标公司的股权投资提供了绿色通道。但是，PE/VC 必须遵循该条第 2 款规定的减资程序。倘若其执意在绕开法定前置性减资程序的前提下诉请公司回购股权，该诉请因股权回购条款无效而仍属无效。个别法院在“本院认为部分”证成公司对赌条款有效的理由是公司可履行减资程序；但在最后的判项中对减资程序避而不谈，直接判令公司向股东支付股权回购款，显然前后矛盾。

其四，投资收益对赌条款违反《公司法》第 210 条规定的分红条件和程序。PE/VC 作为股东也享有分红权。股东是剩余索取权人。公司在清偿债务后的剩余经营成果都归股东，但承担公司亏损的也是股东。^[15] 若公司有可资分配的税后利润，股东可基于股东会分红决议提起股利给付之诉。若实控人滥用控制权、恶意不作出分红决议，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定（四）》第 15 条规定了司法强制分红规则。但是，股东无权在公司经营亏损、财务恶化、不具备分红条件的困境下强索保本保收益的金钱补偿。依《九民纪要》第 5 条与《征求意见稿》第 37 条，投资方在违反法定条件与程序而诉请公司支付金钱补偿款时，法

[14] 参见刘俊海：《论资本公积转增股本前后的出质股权守恒定律》，载《现代法学》2022 年第 3 期，第 135-149 页。

[15] See William W. Bratton, *Corporate Finance: Cases and Materials*, Foundation Press, 2016, p. 717.

院将金钱补偿诉请转化为分红权并予以驳回。从表象上看，PE/VC 诉请公司支付金钱补偿款的案由是合同法中的对赌合同纠纷，而非公司法中的分红权纠纷。但其拒绝提起分红权之诉的真实原因是，不愿钻进公司无红可分的死胡同。《征求意见稿》第 37 条基于分红权的逻辑，采取实质穿透思维，驳回不法分红诉请，彰显了分红制度的刚性与底线。“巧妇难为无米之炊”，公司无红可分，法官也无计可施，无咎可责。

从文义解释与目的解释等角度看，公司法的上述法律规范均为强制性效力性规范，均蕴含着公序良俗。与之相抵触的公司对赌条款应属无效。唯有如此，才能夯实公司资本信用、资产信用与人格信用，捍卫资本制度尊严，维护债权人尤其是不特定的潜在债权人的核心利益。^[16]

（二）公司对赌条款违反公司法的核心价值体系

由于《公司法》已规定明确精准的具体规则，法官可直接援引上述规则作为裁判目标公司对赌之债无效的法律依据，而无需舍近求远、援引抽象模糊的一般原则。若弃具体规则、取基本原则为裁判依据，有可能滋生滥用自由裁量权的风险，削弱裁判理据的说服力，动摇法治固有的固根本、稳预期、利长远的三大功能。满腹狐疑的败诉方就有理由误以为：法官只有在理屈词穷之际，才会祭出虚无缥缈的一般原则与模糊大词作为裁判依据。

不过，法律有生命，条文有灵魂。法官若能在援引具体法条的同时深刻阐述条文背后的法律理念与一般原则，裁判依据就更加珠联璧合，裁判文书更容易取得明之以法、晓之以理、动之以情、喻之以义、诱之以利的完美效果。虽然《公司法》第 53 条、第 89 条、第 162 条、第 210 条与第 224 条第 2 款组成的法律规范矩阵足以证成目标公司对赌条款的无效性，法官若能洞悉上述规范追求的核心价值与一般原则，就更有能力在论证裁判理由时尽情挥洒公司法的精神，抽丝剥茧地明释公司对赌条款的可责难性与不正当性。

其一，公司对赌条款侵害公司生存权发展权。公司生存权和发展权是现代公司法的首要原则。^[17] 市场经济的活力取决于企业细胞的活力。习近平总书记指出，“市场主体是经济的力量载体，保市场主体就是保社会生产力”，“要千方百计把市场主体保护好，为经济发展积蓄基本力量”^[18]。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》强调，要“充分激发各类经营主体活力。坚持和落实‘两个毫不动摇’，促进各种所有制经济优势互补、共同发展”。初创型公司引进 PE/VC 的初心是壮大资本规模、优化股权结构、夯实资本信用、促进公司腾飞，而非引狼入室、引水入墙。有些法院判令命悬一线的公司倾囊向 PE/VC 股东支付巨额股权回购款或收益补偿款，无疑在敲骨吸髓、宣判公司死刑。

其二，目标公司对赌条款构成了 PE/VC 滥用股东权利的行为。为预防私法自治的失灵、异化与滥用，《民法典》第 132 条禁止民事主体滥用民事权利损害国家利益、社会公益或他人权益。《公司法》第 21 条第 1 款要求股东遵守法律法规和章程，依法行权；若滥用权利损害公司或其他股东利益，应承担赔偿责任；第 23 条规定了揭开公司面纱规则，第 180 条第 3 款导入了事实董事制度，第 192 条引入了影子董事制度。为安定公司秩序、预防道德与法律风险外溢、促进公司治理现代化，必须强调 PE/VC 作为股东的一般属性。公司对赌之债的本质是 PE/VC 利用公司急需资金的

[16] 参见刘俊海：《目标公司对赌条款无效的法理证成》，载《河北法学》2022年第4期，第51-76页。

[17] 参见刘俊海：《论公司生存权和发展权原则—兼议〈公司法〉修改》，载《清华法学》2022年第2期，第6-22页。

[18] 习近平：《在企业家座谈会上的讲话》，载《人民日报》2020年7月22日，第2版。

危难之机，在公司未能上市、完成财务业绩目标或低于特定股价时绕开减资或分红的法定条件和程序，直接从公司获得股权回购款或收益补偿。这种转嫁投资风险之举损害公司及其债权人利益，动摇资本根基，既是见利忘义的权利滥用，也是自始、确定、当然、绝对无效的法律行为。

其三，目标公司对赌条款有违股东平等原则。股东中心主义价值观的核心是股东主权、股东平等、股东民主、股东诚信、关怀弱者与道义担当（社会责任）。股东平等原则强调同一类别的股东同股同权，禁止歧视待遇。《公司法》第143条第1款规定：“股份的发行，实行公平、公正的原则，同类别的每一股份应当具有同等权利。”第116条第1款规定：“股东出席股东会会议，所持每一股份有一表决权，类别股股东除外。”以双重股权架构为代表的种类股不再机械奉行一股一票的传统规则。^[19]但是，种类股东与普通股东之间的权责利险配置仍应恪守公平原则。更何况，PE/VC并非《公司法》第144条限定列举的种类股。其取得股权的时间与成本虽有异于创始股东，也必须与公司同甘共苦，不得享有“旱涝保收”的特权。PE/VC若不承担投资风险、直接从公司获得股权回购款和投资收益补偿款，就会挫伤其他股东创新进取、投资兴业的积极性。

其四，目标公司对赌条款有违PE/VC作为剩余索取权人礼让债权人的法定义务。现代公司法确认股东的剩余索取权人身份、无赢不分的分红规则、股债两分的权利属性规则、先宾后主（股权礼让债权）的权利顺位规则、股东不得违反减资程序而要求公司回购股权的资本减少限制规则。PE/VC的股东身份和持股比例等相关信息记载于股东名册、章程、登记机关与国家企业信用信息公示系统，足以创设善意相对人的合理信赖。在公司内部关系中，PE/VC既享有法定与章定的股东权利，也享有约定的股东权利（如反稀释权、优先购股权、优先受让权、共同出售权、本轮投资方股权出售权、清算优先权、赎回权利、拖带权和违约损害赔偿请求权），并享有公司上市或满足特定业绩目标时的股权增值利益。要确立PE/VC的法律角色定位，必须反对“白马非马”论，不能只看到PE/VC的特殊性，而忘记其作为股东的共同本质属性。

（三）公司对赌条款有违国际惯例

对赌尤其是目标公司对赌并非放之四海而皆准的国际商业惯例，更非VC与生俱来的本质特征。美国虽然是VC的摇篮，但迄今缺乏公司对赌的潜规则。哈佛教授多里奥特（Georges Doriot）与麻省理工学院校长卡尔·康普顿（Karl Compton）1946年携手创办的ARD公司投资了诸多项目，唯有数字设备公司（DEC）独领风骚，占据ARD在二十五年间的最大投资收益份额。该案例开创了当代VC普遍采行的“幂律”（power law）或“长尾”（long tail）商业模式。^[20]顾名思义，风险投资的投资者必须承担投资风险，否则，就应易名为“无风险投资”。

按照分散投资的二八开定律，即使多数投资项目颗粒无收，只要少数项目如期完成IPO，VC就会盈利甚丰。^[21]这种理性包容、淡定从容的成败比就是驱动风险投资行业的秘籍。VC可以通过理性审慎的长尾型投资组合获得巨额回报、管控投资风险，而无需与目标公司锱铢必较，就每个项目与公司及其创业家签署对赌条款。实际上，人类在自然界与商业领域的大多数探索都

[19] 参见徐海燕、王一天：《新〈公司法〉框架下双层股权制度的体系化适用——以降低控制权总成本为视角》，载《经贸法律评论》2025年第2期，第39-59页。

[20] See Sebastian Mallaby, *The Power Law: Venture Capital and the Making of the New Future*, Penguin Press, 2022, p. 29.

[21] See Elizabeth Pollman, *Adventure Capital*, 96 Southern California Law Review 1341, 1341-1370 (2024).

以失败而告终，但关键少数的巨大成功收益补偿了探索失败的全部损失。当然，星星之火，可以燎原，最终推动科技创新与企业发展一飞冲天。

鉴于从美国引进 VC 的其他法域也罕有对赌条款，“中国式对赌”其实并非国际惯例，而是 VC 资本在本土化过程中的移植异化而已，充其量是 VC 在本地研发的风险保障与安全退出机制。有人将我国盛行对赌的主因概括为法律缺乏可转换优先股，对风险投资工具和合同机制限制过多，对投资者保护不足。美国风险投资合同旨在培育投资者与创业者的长期可持续关系，我国对赌条款旨在解决转型期且信息匮乏的市场中的投资者保护不足问题。^[22] 此说与笔者的见解相同。

（四）公司对赌条款无效的法律后果

鉴于公司对赌条款违反资本维持原则及其配套的强行性和效力性规范群、阻挠公司可持续发展、损害公司外部债权人福祉、恶化公司生态环境，公司对赌条款属于同时违反《民法典》第 153 条第 1 款与第 2 款的无效法律行为。依《民法典》第 157 条，民事法律行为无效后，行为人因该行为取得的财产应予返还；不能或不必返还的，应折价补偿；过错方应赔偿对方由此所受损失；各方都有过错的，应各自承担相应责任；法律另有规定的，从其规定。鉴于公司对赌行为有别于普通民事交易行为，无效公司对赌条款的善后处理应成为司法解释的关键内容。

其一，公司对赌之债不得被强制执行。有人主张参酌民间赌博债务的裁判思维，将对赌之债视为自然债务；法律不保护公司对赌之债，但不禁止公司自愿偿债。此种观点值得商榷。因为，公司对赌之债一旦被视作自然债务，就会借尸还魂，无法禁绝。一些赌债债权人为恶意规避自然债务的不利后果，千方百计强迫债务人签订借款合同或出具借条，然后提起民间借贷诉讼，骗取裁判文书。不少法院明察秋毫，以虚假诉讼罪追究其刑责。广东省佛山市中级人民法院 2023 年发布的防范和惩治虚假诉讼再审典型案例之三就是虚构借款以诉讼方式追讨赌债案。^[23] “小赌怡情，大赌伤身。”自然人赌博与公司对赌的概念都含有“赌”字，债务发生也有射幸元素，二者都有社会危害性，但也有本质区别。第一，对赌中的“赌”仅系形象化说法而已。新股东向公司认缴并实缴股权资本，有别于不劳而获的赌债债主；第二，对赌之债不受法律保护，但新股东可对公司行使股权；第三，公司对赌之债对外部债权人的危害更甚。为捍卫资本维持原则，公司对赌之债不得被继续强制执行，也不得以自然债务之名获得法律的保护与纵容。

其二，目标公司在拒绝或怠于履行对赌之债时，既不承担违约责任，也不承担担保责任。即使公司拒绝或怠于履行减资或分红的法定条件与程序，原告也不得诉请法院强制目标公司履行金钱给付、违约赔偿与担保责任等三个层面的义务或责任。这些要义写入了《征求意见稿》第 37 条第 2 款。

其三，为彰显明规则、清除潜规则，法院不得在名义上确认公司对赌之债无效，而在实际上保护对赌之债。法院不得在确认公司对赌之债无效的同时，暗度陈仓，判令公司就无效对赌之债承担赔偿责任、变相兑现公司对赌条款。

其四，基于从随主的理念，既然目标公司在对赌条款项下的主债务无效，创始股东或实控人等第三人为担保公司主债务履行而签署的对赌担保条款亦归无效。

[22] See Lin Lin, *Contractual Innovation in China's Venture Capital Market*, 21 *European Business Organizational Law Review* 101, 101-138 (2020).

[23] 参见广东省佛山市三水区人民法院（2023）粤 0607 民再 8 号民事判决书。

五、双控人对赌条款原则有效的正当性与合法性

（一）《九民纪要》允许双控人对赌的裁判思维滋生的无限对赌责任乱象

市场经济就是契约经济。契约精神乃市场的真正无形之手，包括契约自由、契约正义与契约严守三要素。^[24] 基于对契约自由的信仰，《九民纪要》指出，“对于投资方与目标公司的股东或者实际控制人订立的‘对赌协议’，如无其他无效事由，认定有效并支持实际履行，实践中并无争议。”遗憾的是，《九民纪要》未能警示法官通过释明权、注重调解与司法建议等方式，引导双控人对赌责任条款的理性化，致使双控人无限对赌责任泛滥成灾，甚至殃及其配偶与子女。

在绝大多数情形下，身陷融资窘境的创始股东缺乏平等谈判地位与对等博弈实力，签署城下之盟实属无奈。不幸的是，因创始股东难以举证 VC 的欺诈或胁迫，无限对赌条款貌似自由合意，法院难以从合同法角度提供救济。无限对赌条款虽被创始股东斥为“霸王条款”，但因 VC 并非垄断企业、创始股东难以证明对赌条款为不公平的格式条款，法院也难以确认其无效。

一旦公司发展受挫或未能如期 IPO，一些急功近利的 PE/VC 基于竭泽而渔的短期主义投资理念与机会主义潜规则，就与创始股东反目成仇，强索赌债。法院往往判令创始股东及其创业团队或者近亲属以全部个人财产承担无限连带对赌责任。许多双控人因首次创业失败而倾家荡产，不少人被法院列入失信被执行人与限制高消费名单。在信誉一落千丈、个人财产全部清零后，创始股东一无所有，难逃流汗流血又流泪的宿命。笔者在 2025 年 9 月 19 日参加深圳国际仲裁院主办的第二届大资管合规与争议解决实务研讨会上获悉，我国有五万多名企业家背负巨额对赌债务。

凡事都有成败。而多因一果是常态。创业失败的原因也极其复杂。除了创始股东的忠诚勤勉，运气与监管者掌控 IPO 节奏的变动不居以及国内外市场的风云变幻，都会导致创业遭遇重挫。但是，冷冰冰的无限对赌条款不问过错、不计因果、一概将投资失败归咎于创始股东。由于《九民纪要》并不反对甚至肯定无限对赌责任，致使创始股东群体苦于无限对赌责任久矣。

（二）耐心资本与企业家精神推动的创始股东对赌责任有限化革命

2023 年《公司法》修订的法治春雨催生了创始股东仅以其所持股权及其价值为限承担对赌责任的新生事物。这是一场静悄悄的股权革命，是 PE/VC 与创始股东理性博弈的里程碑事件，是企业家集体抱团、理性维权的阶段性胜利，是耐心资本理论、企业家精神与契约精神的理性智慧结晶。耐心资本肇端于美国。利普顿 2016 年提出了追求长期价值的投资新范式，主张资产管理公司专注于创造长期价值，而非短期股价最大化。^[25] 维伊瓦希娜和勒纳认为，全球气候变化和基础设施老化等棘手难题急需长期投资，长期主义投资者会发挥关键作用。^[26] “企业家精神”

[24] 参见刘俊海：《论新时代的契约精神》，载《扬州大学学报（人文社会科学版）》2018年第4期，第26-36页。

[25] See Martin Lipton, *The American Corporation Is in Crisis—Let's Rethink It*, <https://www.bostonreview.net/forum/lenore-palladino-rip-shareholder-primacy/martin-lipton-new-paradigm/>, visited on 24 April 2021.

[26] See Victoria Ivashina & Josh Lerner, *Patient Capital: The Challenges and Promises of Long-Term Investing*, Princeton University Press, 2019, JSTOR, <https://doi.org/10.2307/j.ctvc77d5c>, visited on 4 May 2025.

一词由爱尔兰经济学家坎提龙于1755年首倡。^[27]美国经济学家熊彼特剖析了企业家在经济体系中的重要角色与行为模式，奠定了1980年代以来的企业家精神研究框架。^[28]

有限对赌责任的核心是鼓励创新、宽容失败、合理容错、适度减责。有限对赌责任限额包括以股权为限、以股权价值为限两种。除非另有特约，责任财产仅指向创始股东在目标公司所持有的股权，不能殃及创始股东名下的其他个人财产以及家庭共有财产。^[29]

与无限对赌模式相比，有限对赌模式虽非至善至美，但不直接损害公司的债权人，也有效减轻创始股东责任，为创业家群体注入了人文关怀，彰显了以人为本（而非以钱为本）的人性光辉，体现了法律的温度。VC与创始股东都应珍惜来之不易的有限对赌模式。但由于谈判实力与博弈策略的不对称，创始股东有限对赌条款的内容、性质、效力与行权等问题极易成讼。

建议司法解释查缺补漏，专条解释创始股东有限对赌责任的裁判规则。例如，对赌条款通常约定创始股东仅以其“届时”在公司所持股权或股权价值为限承担对赌责任。但“届时”究何所指，语焉不详。为全面体现创始股东的有限对赌责任，除非法律另有特别规定或者双方另有特约，原则上应以裁判文书生效后创始股东按照要求实际履行回购义务时处置变现作为责任财产的股权时点的价值作为对赌责任限额。又如，为实现辨法析理、胜败皆服，法官应精准量化判项内容，并将“股权价值为限”条款的具体含义列入庭审辩论焦点。再如，为破解多轮次融资公司的VC面临的僧多粥少的难题，相同轮次的多家VC针对有限对赌责任股东行使对赌权利时必须恪守平等原则，不同轮次的VC行权时要遵循“先新后旧”“后进先出”之序。

（三）《征求意见稿》主张上市公司双控人对赌条款一概无效论的主要理据

《征求意见稿》第82条与第83条对上市公司领域对赌条款（包括双控人对赌条款）采取一概无效论。依第82条，投资者与上市公司或其控股股东、实际控制人订立估值调整协议，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，当事人主张该约定无效的，法院应予支持。依第83条，上市公司或其控股股东、实际控制人等违反监管规定向参与认购的特定投资者作出保底收益或变相保底承诺，当事人请求确认该条款无效的，法院应予支持；当事人请求确认整个合同无效，并请求返还股份的，法院不予支持。

《征求意见稿》体现了监管者立场，也有此前的司法政策与少数案例作为支撑。最高人民法院2022年《关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》（以下简称《新三板意见》）第9条指出，在上市公司定向增发等再融资过程中，对于投资方利用优势地位与上市公司及其控股股东、实际控制人或者主要股东订立的“定增保底”性质条款，因其赋予了投资方优越于其他同种类股东的保证收益特殊权利，变相推高了中小企业融资成本，违反了证券法公平原则和相关监管规定，法院应依法认定该条款无效。该意见并非司法解释，且仅针对新三板改革，不覆盖在沪深两地以及境外证券交易所上市的公司。

[27] See Richard Cantillon & Antoin E. Murphy, *Essay on the Nature of Trade in General*, Liberty Fund, 2015, pp. 24-28.

[28] See Bruce A. McDaniel, *A Contemporary View of Joseph A. Schumpeter's Theory of the Entrepreneur*, 39 *Journal of Economic Issues* 485, 485-489 (2005).

[29] 参见刘俊海：《论创始股东的有限对赌责任：耐心资本与企业家精神的互动视角》，载《法学杂志》2025年第5期，第16-36页。

中国证监会 2023 年《上市公司证券发行注册管理办法》第 66 条要求“向特定对象发行证券，上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象做出保底保收益或者变相保底保收益承诺，也不得直接或者通过利益相关方向发行对象提供财务资助或者其他补偿”。中国证监会 2025 年修正的《证券发行与承销管理办法》第 38 条重申“上市公司向特定对象发行证券的，上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得通过向发行对象做出保底保收益或者变相保底保收益承诺、直接或者通过利益相关方向发行对象提供财务资助或者其他补偿等方式损害公司利益”。被废止的《上市公司非公开发行股票实施细则》第 29 条的内容也与之相若。

遗憾的是，这两部文件均是部门规章，并非法律或行政法规。因此，法院除非将上述两条体现的监管意志解释为《民法典》第 153 条第 2 款项下的“公序良俗”，很难依据这两项部门规章条款确认上市公司双控人的定增保底条款无效。尽管如此，仍有裁判文书持无效说。

例如，在北京信达恒业投资管理有限公司等与马某明等合同纠纷一案中，一审判决认为，案涉《协议书》《确认协议》《会议纪要》作为当事人的真实意思表示，不存在法定无效事由，上述合同所涉主体均应秉持诚实信用原则，按照合同约定正确行使合同权利，全面履行合同义务。但因信达恒业公司未在诉讼时效期间内行使请求权，在相对人提出诉讼时效抗辩的前提下，信达恒业公司基于《协议书》对马某明、华誉公司提出的诉讼请求无法得到支持。^[30]但是，二审法院指出，因目标公司未能上市或未能达到约定业绩，对于投资方与目标公司股东或实际控制人订立的对赌协议，约定对融资方股东进行必要的补偿，如无其他无效事由，一般会认定为有效并支持实际履行。但信达恒业公司当时未及时主张权利。本案问题在于，此后，华誉公司已于 2016 年 12 月在“新三板”挂牌，现仍“新三板”挂牌公司。作为非上市公众公司，华誉公司应依法接受证券市场正常监管。在援引《证券法》（2019 年修正）第 63 条、《非上市公众公司监督管理办法》（2025 年修正）第 3 条与第 21 条的全文之后，二审法院认为依据合同法、民法总则、民法典等相关规定，因存在违反涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗之情形，《协议书》《确认协议》《会议纪要》均属无效。信达恒业公司依据应当被清理的《协议书》内容，要求张某、赵某锁、马某明支付股权回购款、退出补偿款、利息及违约金等主张，缺乏正当性，法院不予支持。信达恒业公司作为独立的商事主体，应自行承担风险。^[31]信达恒业公司继续申请再审，再审裁定指出，申请再审理由系申请人自身理解认识问题，申请再审理由因依据不足而不成立。^[32]

又如，在天恒公司、赵某与正弘公司申请不予执行仲裁裁决纠纷案中，正弘公司通过资管计划购买了天恒公司定向增发的股票，天恒公司与正弘公司签署《差额补足协议》承诺正弘公司购买的定向增发的股票年收益率不低于 10%，不足部分由天恒公司补足。为明确差额补足款，天恒公司与赵某共同向正弘公司出具《承诺函》，明确阶段性补足款的时间、金额以及赵某的连带保证责任。正弘公司依据该《承诺函》向仲裁委提起仲裁，要求天恒公司支付补足款，赵某承担连带清偿责任。仲裁委裁决支持正弘公司的仲裁请求，正弘公司向苏州市中级人民法院申请强制执行，天恒公司与赵某提出不予执行仲裁裁决申请。苏州市中级人民法院经审查后认为，《承诺函》具有“定增保底”性质，违反“同股同权”的法律规定及股票市场“买者自负”的投资风险分配

[30] 参见北京市第二中级人民法院（2021）京 02 民初 169 号民事判决书。

[31] 参见北京市高级人民法院（2022）京民终 330 号民事判决书。

[32] 参见北京市高级人民法院（2023）京民申 905 号民事裁定书。

基本规则，扭曲了股票发行市场的定价机制，扰乱了金融监督秩序，影响金融稳定。仲裁委作出认定上市公司定向增发保底收益的协议有效的仲裁裁决，与相关法律及行政规章的规定相悖，违反了社会公共利益，遂裁定不予执行仲裁裁决。^{〔33〕}

（四）认定上市公司双控人对赌条款有效的主要理据

在上市公司双控人对赌之争中仍普遍存在同案不同判现象。大部分裁判文书都能持之有据，言之成理。除了认定双控人对赌条款无效的上述案例外，也有不少仲裁机构与法院认定上市公司与非上市公众公司（新三板公司）双控人签署的定增保底等投资风险对赌条款有效。

认定上市公司双控人对赌条款有效的典型表述为“涉案协议是双方当事人真实的意思表示，内容并未违反法律、行政法规中的效力性强制性规定，且不违反公共秩序，应当认定为合法有效的民事合同行为，双方当事人均应受到其约束”。由于仲裁机构的裁判思维更倾向于尊重意思自治，仲裁裁决认定上市公司双控人对赌条款有效的案例比法院更普遍。对此类仲裁裁决，多数法院予以尊重，既不撤销，也不裁定不予执行。

例如，广州仲裁委员会（2021）穗仲案字第1889号裁决书认定上市公司控股股东签署的定增保底条款有效。而被申请人主张该条款严重违反证券法公平原则及相关监管规定，严重扰乱市场金融秩序，危害社会公共利益，当属无效。广州市中级人民法院认为，案涉仲裁纠纷涉及平等主体之间因质押合同引发的民事纠纷，该裁决与我国善良风俗、道德准则、正义观念及国家或社会的重大利益没有关联，亿利公司认为案涉仲裁裁决违反了社会公共利益，并无依据，法院不予支持。^{〔34〕}

不少法院对《新三板意见》的适用范围作出限定解释。例如，上海市高级人民法院发布的2023年度上海法院金融商事审判十大典型案例之六中，新三板公司双控人不因丧失控制地位而免除承诺义务。在甲证券公司诉虞某股权转让纠纷案中，上海市静安区人民法院判决虞某履行股权回购义务。其裁判要旨是，在新三板公司申请终止挂牌的情况下，双控人出具回购异议股东股份的《承诺》，并经公司发布公告确认。该承诺不同于投资方利用优势地位在上市公司定向增发等再融资过程中与上市公司及其控股股东、实际控制人订立的“定增保底”性质条款，未违反证券法公平原则和相关监管规定，一经作出即生效。在未与相对人协商一致的情况下，原双控人之回购义务不因承诺出具后其控制地位或身份关系的变化而免除。^{〔35〕}

鉴于《新三板意见》主要针对新三板公司，鉴于新三板公司属于《证券法》提及的“股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司”，鉴于《证券法》在规定信息披露义务时一并提及上市公司与新三板公司，鉴于认定双控人对赌条款有效的不少案例也聚焦于新三板公司，有必要提纯与细品裁判文书认定上市公司双控人对赌条款有效的主要理据。

首先，上市公司双控人对赌条款有效符合意思自治原则。我国素有守约践诺传统。西晋《杨绍买地券》记载：“民有私约如律令。”^{〔36〕}《民法典》第5条要求民事主体遵循自愿原则。为遏制其见利忘义的道德风险，与其确认上市公司双控人对赌条款无效，不如确认有效，更能维护平等

〔33〕 参见江苏省苏州市中级人民法院（2021）苏05执异150号民事裁定书。

〔34〕 参见广东省广州市中级人民法院（2022）粤01民特1171号民事裁定书。

〔35〕 参见《2023年度上海法院金融商事审判十大案例发布》，https://www.sohu.com/a/782403076_121106832，2025年11月1日访问。

〔36〕 张晋藩：《论中国古代民法研究中的几个问题》，载《政法论坛》1985年第5期，第7页。

自愿、意思自治、诚实信用的公序良俗。信息披露体现公序良俗，守约践诺更体现公序良俗。为激浊扬清，上市公司双控人可以与外部投资者约定惩罚性违约金。^{〔37〕}

其二，证券法与部门规章规定的股份转让方式仅系对赌条款履行环节要解决的技术问题，不属于对对赌条款合法性的价值否定。倘若履行方式不符合监管要求，当事人应承担公法责任，但不撼动对赌条款的契约效力。即使合同约定的履行方式无法满足监管要求，也仅导致履行方式的变更，而非导致对赌条款无效。更何况，在大多数情况下，对赌条款不存在履行的法律与事实障碍。

其三，证券法与部门规章规定的信息披露亦不导致对赌条款无效。倘若按监管要求披露对赌条款信息，披露义务人是目标公司与双控人。双控人不能为规避信息披露义务而否定对赌条款效力。伴随于信息披露的“慢走规则”也旨在规制股份转让的履行行为，并非否定对赌条款的效力。强制性的信息披露制度是造福公司的债权人与公众投资者。

其四，部门规章不能直接作为认定合同效力的法律依据。对赌条款只有在既违反部门规章，也扰乱金融秩序、威胁系统性金融安全、破坏市场秩序与损害公共利益时才能例外被认定为无效。

其五，双控人若以其在签署对赌条款时曾受到胁迫（如不配合年报发布、不配合目标公司申请贷款、不配合目标公司申请进行上市）、存在重大误解或者对赌条款显失公平为由而诉请撤销对赌条款，必须承担严格的举证责任。

（五）认定上市公司双控人对赌条款有效、但追究双控人违反信息披露责任的公法责任的裁判方案

前已述及，认定上市公司双控人对赌条款有效与无效的观点各有千秋。既然两种观点不分伯仲，《征求意见稿》确认上市公司的双控人对赌之债无效也并非没有道理。其一，对赌之债涉嫌违反《公司法》第143条规定的公平、公正的股份发行原则。该条要求同次发行的同类别股份的每股发行条件和价格应相同，认购人所认购的股份的每股应支付相同价额。公众股东立于平等地位，须在享受投资收益的同时承担投资风险。而对赌协议允许部分股东获得稳定的保本收益而不承担股价变动的投资风险，放任其他投资者承担投资风险。这种投资者之间的不公平现象违背了风险与利益并重、收益与损失自担的本质属性，扰乱了市场秩序，损害社会公益。其二，违反《证券法》规定的“三公原则”以及第27条有关“股票依法发行后，发行人经营与收益的变化，由发行人自行负责；由此变化引致的投资风险，由投资者自行负责”的规定。其三，对赌之债涉嫌违反2025年《证券发行与承销管理办法》第27条第5项禁止发行人和承销商及相关人员“以直接或通过其利益相关方向参与认购的投资者提供财务资助或补偿等方式损害公司利益”。

两利相权取其重，两害相权取其轻。无效说似乎更有利于落实信息披露原则，维护股东平等原则，但也有弊端。一是未充分考虑到，双控人是对赌型投资的最大受益者。公司增资扩股会提升公司的盈利能力与核心竞争力，提升双控人的股权投资价值。双控人持股比例高，因他人投资而获益的比例也水涨船高。二是容易助长从对赌型投资中获益的双控人动辄以对赌条款无效为由撕毁契约，最终导致契约严守精神危在旦夕。三是忽视了双控人对赌义务对投资者是否投资、以何种对价投资的重大影响。若双控人不承担对赌之债，外部投资者就有可能望而却步；即使投

〔37〕 参见徐海燕：《惩罚性违约金例外酌减制度的解释与重构：契约自由与契约正义的平衡视角》，载《法学杂志》2023年第2期，第85-106页。

资，也会以更低的股票估值作为定价依据，而不会接受与对赌相匹配的较高溢价。既然外部投资者基于对对赌条款有效性的信任而投资于上市公司，若允许双控人坐收渔翁之利，就会颠覆外部投资者的事先预期。四是在忽视对赌义务与投资义务成正比的商业逻辑之后，契约正义可能会因对赌条款无效而付之东流。五是允许与鼓励双控人毁约，有违诚实守信的核心价值观。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条第2款就强调：“人民法院在认定合同是否违背公序良俗时，应当以社会主义核心价值观为导向，综合考虑当事人的主观动机和交易目的、政府部门的监管强度、一定期限内当事人从事类似交易的频次、行为的社会后果等因素，并在裁判文书中充分说理。”我国情理法文化强调人之常情、事之常理、国之律法三位一体，对当前诚信建设仍有借鉴意义。^{〔38〕}在诚信滑坡的特殊历史时期，修复诚信秩序也是公序良俗的重要组成部分，至少不会逊于双控人因履行对赌义务而遭受的个体不利。六是在法律与行政法规未明确规定上市公司双控人对赌条款无效的情况下，若将部门规章禁止此类对赌条款的监管意志解释为影响资本市场与公众投资者的公序良俗，容易滋生自由裁量权的滥用、抑制投资兴业、弱化契约精神，因而有矫枉过正、因小失大之嫌。

鉴于无效说的上述美中不足，建议司法解释对上市公司双控人对赌条款采取温而不火的裁判立场：一方面原则上认定上市公司双控人对赌条款有效，除非存在可撤销、不生效的法定情形；另一方面，在判令双控人履行对赌义务的同时，落实双控人在签署与履行对赌条款过程中因违反信息披露等监管要求而承担的行政责任与信用责任。无论是估值调整协议，还是定增保底条款，都是上市公司领域对赌各方不敢公开披露的“抽屉协议”。按照笔者建议，双控人既要对外部投资者履行对赌之债，也要对监管者承担公法责任，更要对市场承担信用责任，解释与适用公司法条文的因而必然会感到得不偿失。如此一来，就可以有效倒逼双控人果断抛弃对赌型融资。诚如是，有效论与无效论就有异曲同工之妙。唯一不同的是，无效论是借助国家与政府的公权力，强制双控人抛弃对赌型融资；而有效论是借助双控人的利己之心与双方博弈的利益杠杆，诱导双控人见贤思齐，择善而从。

六、结 论

前已述及，《征求意见稿》设计的对赌条款效力规则存在五大缺憾。首先，从谋篇布局看，起草者基于区别对待上市公司与非上市公司的差异化理念，将对赌裁判规则分置于第三部分与第七部分。这就割裂了一般公司与上市公司之间的内在联系，造成了规范形式上的碎片化。其二，从规范价值看，非上市公司领域的对赌一概有效论与上市公司领域的对赌一概无效论之间水火不容，而且都与二元论存在尖锐对立，都缺乏二元论的包容度与灵活性。其三，从目标公司的同质性看，非上市公司与上市公司同为公司，但公司对赌之债的裁判尺度却有天壤之别。这就忽视了上市公司与非上市公司在公司法框架中的一体敬畏资本维持原则的同质性义务，割裂了各类目标公司承担的对赌之债产生的一般危害性。似乎非上市公司对赌可游离于资本维持原则之外，而上市公司对赌才受制于资本维持原则。其四，从双控人的同质性看，非上市公司双控人对赌与上市公司双控

〔38〕 参见张姗姗：《情理法视野下传统契约诚信文化及其现代价值》，载《光明日报》2025年6月20日，第11版。

人对赌的效力竟有云泥之别。似乎非上市公司双控人可无拘无束地享受契约自由的制度红利，而上市公司的双控人只能望而兴叹。其五，从公司与股东的异质性看，《征求意见稿》混淆了公司与双控人在公司法框架中的不同法律人格，否定了上市公司双控人签署对赌条款并不必然侵蚀公司资本信用的现实。

非上市公司领域的对赌一概有效论与上市公司领域的对赌一概无效论严重割裂的碎片化现象既源于监管者与裁判者的不同专业分工，也源于公司法证券法职业共同体的核心价值体系、职业话语体系与竞争合作平台的缺失。其实，资本维持原则及其派生的减资规则与分红规则普适于上市公司和非上市公司。遗憾的是，《征求意见稿》过分夸大了非上市公司与上市公司在恪守资本维持原则方面的本质差异，最终对两类公司中的对赌效力采取了截然不同的司法态度。我国名辩学派的鼻祖公孙龙首倡“白马非马”和“离竖白”，注重分析概念多重关系及其差异性。^[39]但个性不能否定共性的存在。

鉴于公司与双控人的异质性以及上市公司与非上市公司的同质性，建议深度整合并全面校正针对非上市公司领域采取的一概有效论与针对上市公司领域采取的一概无效论，建立健全稳定透明、公平合理、预期精准、多赢共享的二元论裁判规则体系。

首先，建议司法解释确认各类公司对赌条款无效，打破上市公司对赌与非上市公司对赌的规则壁垒，彻底抛弃第37条规定的目标公司对赌有效论。既然各类公司的对赌之债具有同质性与危害性，上市公司与非上市公司就必须一体遵守资本维持原则。股东无论资格深浅、入资早迟，无论是PE，还是VC，抑或普通自然人，都是公司的剩余索取权人，都要一体遵循股债两分、先外后内、礼让债权的基本公司法逻辑。^[40]即使公司对赌条款无效，也不妨碍外部股东在公司法的轨道上行使股东的自益权与共益权。倘若企业家恶意侵占或挪用公司财产，可破例赋予外部股东以股东身份对滥用控制权的创始股东行使直接损害赔偿请求权，而不再拘泥于英国判例法拒绝保护股东反射性利益的保守做法。^[41]笔者亦主张在例外情形将股东反射性损失确认为股东的直接损失。^[42]

其二，建议将第82条与第83条规定的上市公司对赌无效论扩张为各类公司对赌无效论。具体文字可以表述为：（1）公司与股东签订的增资扩股协议或其补充协议约定，当公司在一定期间内达不到约定的业绩指标、不能实现公开上市或者股权（股份）交易价格低于约定指标等时由公司回购股权，当事人请求确认该约定无效的，人民法院应予支持，但是能够举证证明公司已经依法履行减资程序的除外；（2）公司与股东签订的增资扩股协议或其补充协议约定，当公司在一定期间内达不到约定的业绩指标、不能实现公开上市或者股权（股份）交易价格低于约定指标等时由公司承担金钱补偿义务，当事人请求确认该约定无效的，人民法院应予支持，但是能够举证证明公司已经符合分配利润的条件与程序的除外。

其三，建议司法解释将对赌无效的裁判规则统一置于《征求意见稿》第二部分“股东出

[39] 参见张立文：《燕赵文化的精神特质》，载《光明日报》2015年4月6日，第8版。

[40] 参见刘俊海：《论债权人友好型的公司退出制度重塑——以股东与债权人理性博弈为中心》，载《政治与法律》2025年第6期，第19-38页。

[41] See *Foss v. Harbottle* (1843) 2 Hare 461.

[42] 参见刘俊海：《论控制股东和实控人滥用控制权时对弱势股东的赔偿责任》，载《法学论坛》2022年第2期，第81-97页。

资及出资有关的责任”之中，而不宜将其继续留在第三部分“股权代持与投资者权益保护”之中。这是由于，公司对赌条款无效的内容旨在维护公司资本维持原则。股东对公司享有的对赌之债无效、被法律禁止，因而不构成法律保护的投资者权利。第三部分“股权代持与投资者权益保护”的名称与公司对赌条款的内容南辕北辙，存在严重错配现象。为实现名实相符，公司对赌条款无效的内容应移入《征求意见稿》第二部分。一体化处理的次选修改方案是将公司对赌条款无效的内容分别规定在第二部分与第七部分。第七部分“上市公司的特别规定”主要源于中国证监会的建议。凸显上市公司裁判规则的重要性与特殊性符合公众投资者与监管者的诉求，但利弊参半。若争议项下的公司法律关系具有同质性，而司法解释对其人为予以肢解，并分别采取保护与禁止的相反态度，就会必然破坏公司法秩序的统一性与权威性。非上市公司与上市公司裁判规则碎片化产生的矛盾与漏洞，不符合市场主体平等原则，也滋生规则套利的机会主义行为，更会扼杀诚信公司的竞争力。综合权衡之下，次选方案不如优选方案。

其四，建议确认双控人签署的对赌条款有效，抛弃第82条与第83条规定的上市公司双控人对赌无效论。现代法治尊重契约的相对性，弘扬契约自由、契约正义与契约严守密不可分的契约精神。双控人签署对赌条款并非无缘无故，而是源于双控人是新股东投资的实质受益人。在新股东增资扩股的场合，双控人因新股东贡献注册资本与资本公积金而间接受益。在股权转让的场合，双控人因向新股东出让股权而直接获得股权转让款的对价利益。保护新老股东基于理性博弈而缔结的对赌条款具有一举两得之妙：一是鼓励新股东投资于目标公司，与老股东共襄盛举，携手促进公司发展；二是尊重契约自由，提升双控人的商业信誉。若确认双控人对赌之债无效，则会使双控人获得不当利益。而且，公司对赌与双控人对赌的风险外溢程度、法律后果并不相同。公司对赌损害公司资本信用，侵害公司的生存权与发展权，侵害未享受对赌利益的其余股东的核心利益，更剥夺公司的债权人（尤其是不特定的潜在债权人）优先于股东分红权或者回购权而获得清偿的法定固有权利，因而自然归于无效。而双控人对赌并不滋生上述弊害。遗憾的是，《征求意见稿》第82条与第83条并未严格甄别确认上市公司对赌与上市公司双控人对赌的不同法律效力。

其五，建议将第38条规定的双控人对赌有效论由非上市公司领域扩张为普适于各类公司的双控人对赌有效论。具体文字可以表述为：新股东与双控人约定，当公司在一定期间内达不到约定的业绩指标、不能实现公开上市或者股权（股份）交易价格低于约定指标等时由双控人回购股权或者承担金钱补偿义务，当事人请求确认该约定无效的，人民法院不予支持，但是法律、行政法规或者司法解释另有规定的除外。其实，最高人民法院在海富公司诉甘肃世恒公司、香港迪亚公司和陆某增资纠纷再审案中确立公司对赌无效、双控人对赌有效的二元论裁判思维以后，《九民纪要》第5条与《征求意见稿》第37条、第38条一脉相承，都确认双控人对赌之债的效力。

其六，建议增强上市公司双控人对赌条款的透明度，对违反信息披露等监管要求的双控人课以公法责任与信用责任。既然上市公司双控人厚此薄彼、秘而不宣的歧视性对赌条款的消极作用与负能量可通过行政监管、行政处罚或者信用制裁予以破解，就更没有理由颠覆双控人对赌条款的有效性与可强制执行性。只有如此才能做到“三升三降”：一是提升失信成本，降低失信收益，确保失信成本高于失信收益；二是提升守信收益，降低守信成本，确保守信收益高于守信成本；三是提高维权收益，降低维权成本，确保维权收益高于维权成本。只有健全褒扬诚信与惩戒失信的信用奖惩机制，才能终结“好人受气、坏人神气”，“劣币驱逐良币”的逆淘汰乱象。

综上所述，目标公司对赌条款违反资本维持原则和公司法的效力性强制性规范，损害公司的生存权与发展权，损害局外债权人利益，阻碍公司可持续发展，扼杀企业家精神，贬损 PE/VC 公信力。即使综合考量成本与收益的制度性价比，公司对赌条款有效而履行不能的裁判思维也弊大于利，无法实现政治效果、法律效果、社会效果、道德效果、市场效果与国际效果的有机统一。为实现固本培元，建议确认公司对赌之债无效，适度放开双控人对赌之债，以解公司融资的燃眉之急。为遏制上市公司双控人对赌的道德风险外溢，建议同步激活行政监管、自律监管、信息披露、行政处罚、民事责任与信用约束等工具箱。为培育耐心资本、弘扬企业家精神，建议将双控人的无限对赌责任条款转型升级为以其在目标公司所持股权为限承担责任的有限对赌条款。从长远看，建议对标国际投资的商业惯例，践行耐心资本理论、契约精神、企业家精神与股债两分定律，逐渐引导双控人对赌条款淡出历史舞台。双控人不承担对赌责任是我国资本市场与风险资本真正走向成熟的试金石。只有如此，才能贯彻资本维持原则，确保股债两权分离，促进股权礼让债权，夯实公司资本信用，确保公司内和外顺，维护外部交易安全，推动新旧股东与目标公司同舟共济，打造各方主体各行其道、各得其所、多赢共享、永续发展的公司利益共同体。

Abstract: Gamble clauses not only alleviate financing difficulties for private firms but also give rise to chaotic growth. Distorted gamble models weaken corporate core competitiveness, stifle entrepreneurial spirit, harm the interests of creditors and minority shareholders, and constrain high-quality economic development. The rules on the validity of gamble clauses designed in the “Interpretation on the Company Law (Draft for Solicitation of Comments)” have major shortcomings. First, it separates the adjudication rules for gamble between listed and non-listed companies. Second, gamble by non-listed companies and their controllers is deemed universally valid, while gamble by listed companies and their controllers is deemed universally invalid. Third, it ignores the homogeneity of the principle of capital maintenance between listed and non-listed companies. Fourth, it ignores the homogeneity of controllers. To promote benefits and eliminate harms, it is recommended to establish a binary adjudication system for gamble clauses: first, confirm the invalidity of corporate gamble obligations; second, moderately relax gamble obligations for controllers to address corporate urgent financing needs. It is recommended to simultaneously activate an administrative toolkit, including administrative supervision and credit constraints targeting such behavior. To cultivate patient capital and promote entrepreneurial spirit, it is recommended to transform the unlimited gamble liability clause of controllers into a limited gamble liability clause. In the long term, it is advisable to benchmark international practices, gradually guiding controller gamble clauses out of the historical stage.

Key Words: gamble clauses, controlling shareholders, actual controllers, target companies, venture capital

(责任编辑：周 游)