



定增保底协议效力之辨

——以上市公司利益相关方为投资人提供保底承诺为视角

陈 洁*

摘 要 相较于普通的对赌协议,定增保底协议因涉及证券市场上市公司而具有交易场景上的特殊性,由此其效力认定在相当程度上会受到证券监管规则的影响。当前,对于定增保底协议的效力认定,司法裁判与证券监管的立场呈现趋同态势。但定增保底协议本质上是一种风险转移工具和融资担保措施,是资本市场中为了解决信息不对称和稳定融资预期而产生的特殊契约安排。《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)》(最高人民法院2025年9月30日发布)第83条明确定增保底条款一律无效,势必阻碍资本市场融资效率、增大融资成本并严重影响融资秩序。为此,综合考虑上市公司保底承诺的特殊风险,建议司法解释针对定增保底协议效力采取主体区分路径,即认定上市公司与投资人约定的保底条款无效,但上市公司利益相关方与投资人约定的保底条款有效。

关键词 定增保底协议 合同效力 公平原则 买者自负 信息披露

引 言

定向增发,即上市公司以非公开方式向特定投资者发行股票的一种融资方式。^[1]因其具有审核流程相对简化、对发行主体盈利能力要求较为宽松等优势,逐渐成为我国证券市场上市公司进行股权再融资的主流方式。为确保定向增发的顺利实施,上市公司或其控股股东、实际控制人等,通常会与特定投资者达成保底收益或具有类似效果的隐性承诺安排,俗称定向增发保底协议(以下简称“定增保底协议”)。该协议的核心内容是:若未来公司股价跌破发行价导致投资者出现亏损,承诺方将对投资者的本金损失予以补偿,或保障其享有最低的投资回报。这

* 中国社会科学院法学研究所研究员,中国社会科学院大学法学院教授。

本文系国家社科基金社科学术社团主题学术活动“公众公司的制度机理与立法范式研究”(23STA020)、中国社会科学院学科建设“登峰战略”资助计划(DF2023YS32)的阶段性成果。

[1] 尽管有观点认为,上市公司不存在非公开发行问题,即便采用定向增发方式也属于公开发行,但基于《证券法》第9条关于公开发行之界定,本文认为,上市公司定向增发在性质上应属于非公开发行。

种“保本保收益”的机制,本质上是通过锁定投资的风险下限,降低股权融资所固有的收益不确定性,以吸引投资者提供即时的资金支持。

以签订主体为区分标准,定增保底协议可分为两种模式:一是由上市公司直接与投资人签订协议并作出保底承诺;二是由上市公司实际控制人、控股股东等关联主体(本文所指“上市公司利益相关方”)向投资人作出保底承诺。以保底方式为视角,定增保底协议大体也可分为两类:一类是固定收益型,即约定固定收益率,若投资人处置定增股票时未达该收益水平,由承诺方补足差额;另一类是股权回购型,即约定到期后由承诺方按特定价格回购股份。此外,部分协议中还设有“超额利益共享”条款,即处置股票所得超过固定收益的部分,由双方按比例分成。^[2] 总体来看,实践中定增保底协议多以差额补足协议、定增股份回购协议等形式存在,目的就是让投资人锁定投资风险。

鉴于定增保底协议与对赌协议(估值调整协议)在设定目的、签约主体及补偿方式等方面具有内在的逻辑一致性,理论上可将其归入对赌协议的范畴。正因如此,司法实践中通常参照对赌协议的既有裁判规则,对定增保底协议的效力进行判断。纵观对赌协议相关裁判规则的演进脉络,在不涉及上市公司特殊性的前提下,尽管“甘肃世恒案”^[3]曾确立“与股东对赌有效、与公司对赌无效”的裁判导向,但2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》(法[2019]254号,以下简称《九民纪要》)最终确立了对赌协议“合同效力”与“可履行性”相区分的裁判思路,即不再以对赌主体是股东还是公司作为效力判断的绝对标准,而是在合同效力层面原则上认定对赌条款有效;但在履行层面,若投资方与公司之间达成对赌,则公司履行对赌义务需受法定减资程序及盈余分配等规则的规制。由于《九民纪要》明确规定公司履行对赌义务须以“可履行性”为前提并受相关规则限制,实践中投资人逐渐倾向于采取与公司利益相关方直接签订保底协议的方式,以规避履行层面的不确定性。本文亦主要基于这一现实背景,围绕该类型协议展开讨论。

相较于普通的对赌协议,定增保底协议因涉及证券市场上市公司而具有交易场景上的特殊性,因此其效力认定在相当程度上会受到证券监管规则的影响,即在《九民纪要》的基础上,还需结合证券法及证券监管规则进行综合判断。这种影响反映在《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)》(最高人民法院2025年9月30日发布,以下简称《公司法司法解释》)第83条规定:“上市公司或者其控股股东、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者变相保底承诺,当事人请求确认该条款无效的,人民法院应予支持;当事人请求确认整个合同无效,并请求返还股份的,人民法院不予支持。”《公司法司法解释》是第一次以司法解释性质文件确立了包括定增保底条款在内的对赌协议的效力裁判规则,其在一般性地认可对赌协议具有法律效力的同时,特意在效力认定上对涉及上市公

[2] 参见姚栋财、汪若瑜:《上市公司定增保底协议效力的司法认定》,载《人民司法》2025年第24期,第10页。

[3] 参见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、陆波增资纠纷案,最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决书。

司的定增保底协议予以全面否定。^{〔4〕}

长期以来,关于定增保底等对赌协议的讨论,理论界与实务界多停留于“违反金融监管规章是否导致合同无效”的层面,并试图以“公序良俗”“金融秩序”等抽象原则作为效力判断的转介依据。然而,《公司法司法解释》的出台标志着对定增保底协议的裁判立场已从相对审慎的态度,转向“全部无效”的明确规范。这一转变引人深思:其背后的法理逻辑究竟是什么?这是否也意味着,既有的讨论框架本身存在着某种局限?事实上,当前的主流讨论大多未能深入触及一个更为根本的问题——定增保底协议究竟违反了《证券法》及《公司法》哪些具体的强制性规定?定增保底协议无效裁判的法律依据及其内在法理逻辑究竟是什么?本文认为,只有准确把握证券市场基本规则的规范意图,以及商事实践的内在机理,真正厘清判断此类协议效力的机制逻辑,才能在司法实践中形成更加清晰、稳定且具有说服力的裁判规则。如果仅仅以“公序良俗”“金融秩序”或“三公原则”等笼统而抽象的概念来否定当事人之间的意思自治,不仅难以契合商事实践的底层逻辑,也难以回应司法精细化发展的现实需求。

一、定增保底协议效力裁判路径的变化脉络

自2006年推出定向增发这一再融资方式,我国证券市场对其监管经历了从宽松到趋严的不同阶段。反映到审判实践层面,针对上市公司定增保底协议的效力,本着尊重市场、尊重意思自治的原则,早期大多数司法裁判认可其效力。但随着金融监管力度的加强以及证券监管规则的逐渐细化,考虑到上市公司涉及公众利益,2022年6月,最高人民法院印发《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》(法发〔2022〕17号,以下简称《新三板保障意见》),明确了“上市公司定增保底协议无效”的裁判思路,并最终在《公司法司法解释》第83条得到完整呈现。

(一) 定增保底协议效力认定的三个阶段

对上市公司定增保底协议效力的司法认定,大体经历了从“原则有效”到“主体区分认定”再到“全部无效”的转变。这一演变过程与证券监管立场的演进密切相关,二者相互呼应、彼此影响。

1. 第一阶段(2020年以前):原则有效

在2020年之前,相关监管规定并未直接对定增保底协议作出明确禁止,而是通过禁止“财务资助或补偿”的方式间接涉及保底承诺,这些表述较为委婉,监管力度相对温和。例如,2006年《上市公司证券发行管理办法》(中国证券监督管理委员会令第30号,已废止)第73条及2018年《证券发行与承销管理办法》(中国证券监督管理委员会令第144号,已被修改)第17条均规

〔4〕 参见陈甦:《公司法司法解释的系统性思维与体系化建构》,载《法律适用》2026年第1期,第31页。

定,发行人不得向参与认购的投资者提供财务资助或补偿。〔5〕与此相呼应,最高人民法院在这一阶段倾向于尊重当事人意思自治,认定定增保底协议有效。例如,在“明某与工投公司证券交易合同纠纷案”中,〔6〕法院明确指出《证券发行与承销管理办法》属于部门规章,不属于《合同法》第52条第(5)项规定的“法律、行政法规”范畴,且保底承诺是股东为自身利益及公司经营发展吸引投资的激励措施,不损害投资者合法权益,因此不违反强制性规定。

2. 第二阶段(2020—2022年):效力分歧

2020年2月证监会发布《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》(中国证券监督管理委员会公告〔2020〕11号,已废止),新增第29条明确禁止上市公司及其相关方作出保底承诺,〔7〕这是监管部门首次在规范性文件层面明确禁止上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东向发行对象作出保底保收益或变相保底保收益承诺。由于上述规定在规范位阶上属于行政规范性文件而非法律或行政法规,其能否导致合同无效在司法实践层面存在争议。因此,尽管部分法院开始认定定增保底协议因违反监管规则而无效,但部分法院依据“法不溯及既往”原则或合同自由原则继续认定定增保底协议有效。例如,在“芒果传媒公司、中南红文化公司与中南重工集团合同纠纷案”中,〔8〕最高人民法院借助“法不溯及既往”原则,回避了对该实施细则是否影响合同效力的直接判断,实质上延续了此前的有效认定思路。

值得注意的是,这一时期,司法实践中开始出现基于主体区分认定定增保底协议效力的倾向:对于上市公司大股东、实际控制人等作出的保底承诺,多数法院仍认定有效。除个别地方法院(如上海浦东新区法院、上海金融法院)在部分案件中认定无效外,最高人民法院及多数下级法院在诸如“舜耕天禾案”“芒果传媒案”和“杭州逸博案”等多起案件中,均维持了有效认定。〔9〕例如,在“德豪投资公司等与华鑫信托公司证券交易合同纠纷案”中,〔10〕最高人民法院认为案涉保底协议的义务主体是股东而非上市公司,未损害上市公司其他股东利益或社会公共利益,故仍认定有效。但与此同时,对上市公司作出的保底承诺,多数法院认定无效。〔11〕

3. 第三阶段(2022年至今):司法态度与监管立场趋同

最高人民法院于2022年6月发布的《新三板保障意见》第9条规定,“在上市公司定向增发

〔5〕 参见2006年《上市公司证券发行管理办法》(中国证券监督管理委员会令第30号,已废止)第73条及2018年《证券发行与承销管理》(中国证券监督管理委员会令第144号,已被修改)。

〔6〕 参见明朝勇、贵阳市工业投资(集团)有限公司证券交易合同纠纷案,最高人民法院(2017)最高法民终492号民事判决书。

〔7〕 参见《上市公司非公开发行股票实施细则》第29条规定。

〔8〕 参见芒果传媒有限公司、中南红文化集团股份有限公司合同纠纷案,最高人民法院(2020)最高法民终1161号民事判决书。

〔9〕 参见阮万锦:《上市公司大股东在定增中保底协议效力浅析》,载中银律师事务所2021年8月2日,<https://www.zhongyinlawyer.com/Home/LibraryDetail?>。

〔10〕 参见芜湖德豪投资有限公司、王冬雷等证券交易合同纠纷民事申请再审审查民事裁定书,最高人民法院(2021)最高法民申4844号民事裁定书。

〔11〕 参见周喆人、蔡晖、高溱徽:《上市公司并购及投融资争议2021年度观察——保底承诺》,载国浩律师事务所2022年8月4日,<https://www.grandall.com.cn/ghsd/info.aspx?itemid=24890>。

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,人民法院应依法认定该条款无效。”该意见一改既往司法实践对定增保底条款倾向“有效”的主流态度,直接规定定增保底条款因违反证券公平原则与相关监管规定而无效。这是最高人民法院首次在司法规范性文件明确否定定增保底条款的效力。这一意见标志着司法态度的根本性转向。2023年1月10日全国法院金融审判工作会议形成的最新司法裁判规则,其实重申了这一立场,进一步强化了司法与监管的趋同态势。

在监管层面,《上市公司证券发行注册管理办法》(中国证券监督管理委员会令第206号)第66条^[12]及新修订的《证券发行与承销管理办法》(中国证券监督管理委员会令第208号)第38条延续了禁止保底承诺的监管立场。^[13]值得注意的是,2022年以前,由于2020年《上市公司非公开发行股票实施细则》(中国证券监督管理委员会公告〔2020〕11号,已废止)在效力层级上并非法律与行政法规,法院在认定相关条款无效时不能将该细则直接作为裁判依据,势必要借道《合同法》第52条第4款“损害社会公共利益”或《民法典》第143条第3款的“违背公序良俗”条款。然而,鉴于引用“损害社会公共利益”“违背公序良俗”常被诟病,2022年以后,法院开始通过明确的法律强制性规定来否定定增保底协议的效力。典型的就是最高人民法院审理的“某资产管理有限公司、卢某等合同纠纷案”,该判决认定“为定向增发投资者提供保底承诺的约定违反《中华人民共和国公司法》第126条第1款、《中华人民共和国证券法》第27条的强制性规定,依法应当认定为无效合同。”^[14]

根据目前的观察,归结而言,证券市场已经不可避免地迎来司法裁判观点与金融监管立场的一致性,即不管是上市公司还是公司实控人等利益相关方提供的保底承诺,定增保底协议因破坏金融秩序、违反公共利益而应一律认定为无效。^[15]推究这种演变过程可知,在相关监管规则颁布初期,法院还需要去识别、判断相关监管规范对民事裁判的影响问题,如该监管规范在效力层级上是否属于法律、行政法规的禁止性规定?是否涉及公序良俗?是否必须通过否定合同效力的方式实现监管目的等,以尽可能地处理好行政监管与合同自由之间的关系。因此,在前期阶段,裁判机关对合同效力的认定往往更加谨慎,不会轻易去否认合同的效力;而在“后监管时代”,因裁判经验和案例素材更加丰富,对相关问题的理解也更为透彻,法院对否定定增保底协议效力的认识渐趋一致,以致最终在《公司法司法解释》中得以确认。

(二) 定增保底协议效力认定的裁判理由

尽管司法实践对定增保底协议效力的认定最终形成了“有效说”“无效说”两派,但两派各自的裁判路径及裁判理由却是五花八门。

[12] 参见2023年《上市公司证券发行注册管理办法》第66条规定。

[13] 参见《证券发行与承销管理办法》第38条规定。

[14] 参见某资产管理有限公司、卢某等合同纠纷案,最高人民法院(2022)最高法民终167号民事判决书。

[15] 参见张兴中、张洁、蒋泰志:《定增保底协议之无效法律责任确定——以司法实践对上市公司大股东责任认定为视角》,君合律师事务所,2025年3月21日,载 <https://www.junhe.com/law-reviews/2643>。

1. 认定定增保底协议有效的理由

其一,意思自治与契约自由维度。保底协议本质上是目标公司股东、实际控制人与投资者之间对投资风险及投资收益的判断与分配,属于当事人意思自治范畴。只要当事人之间的协议系各方真实的意思表示,无欺诈、胁迫或通谋虚伪等虚假意思表示等情形,则该协议属于商事主体对投资风险与收益的自主分配安排,应受法律保护。

其二,法律位阶与规范性质维度。合同无效必须依据全国人民代表大会及其常务委员会制定的法律、国务院制定的行政法规的强制性规定,仅违反部门规章或监管规则不导致合同无效。鉴于证监会发布的《证券发行与承销管理办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等均属部门规章或规范性文件,不属于《合同法》第52条第5项(现《民法典》第153条)规定的“法律、行政法规”范畴,即便违反监管要求,也仅属于对管理性强制性规定的违反,其法律后果应为行政处罚或民事赔偿,而非直接导致合同本身无效。

其三,公共利益与市场秩序维度。保底协议系当事人之间的私益安排,未损害不特定投资者利益,未破坏证券市场稳定性。正因为协议系当事人间的内部约定,仅约束协议双方,并非针对不特定多数人,不构成《证券法》禁止的公开劝诱,既未损害证券市场公共利益,亦未扭曲资本市场定价机制、没有明显增加证券市场风险、没有扰乱金融监管秩序,也未破坏证券市场稳定性。

其四,从公司利益与债权人保护维度。如果保底承诺的主体是上市公司股东或实际控制人,而非上市公司本身,股东对投资者的补偿承诺,不涉及公司资产的减损,不属于“与公司对赌”需履行的法定减资程序。该约定不构成抽逃出资、不构成利益输送,未损害公司、公司其他股东及公司债权人的合法权益。

其五,从其他违法事实与证据维度。无证据证明当事人存在操纵市场、内幕交易等损害其他投资者权益的违法行为时,应尊重当事人的商业安排,推定协议有效。

以“明某与工投公司证券合同纠纷案”为例,^[16]该案全面体现了上述五大理由。法院认为,股东保底承诺系内部约定,非公开劝诱;本质系股东与投资者间的风险分配,属意思自治范畴;不损害公司及债权人利益;《证券发行与承销管理办法》属部门规章,不能作为认定合同无效的依据;且无证据证明存在操纵市场等违法行为,故应认定保底协议有效。

2. 认定定增保底协议无效的理由

司法实践中认定定增保底协议无效的理由,主要从公司法和证券法角度展开,判断其是否违反《证券法》《公司法》的基本原则以及相关强制性规定。

首先,证券法层面的无效理由。一是违反“三公原则”。《证券法》第3条规定:“证券的发行、交易活动,必须遵循公开、公平、公正的原则。”第4条规定:“证券发行、交易活动的当事人具有平等的法律地位,应当遵守自愿、有偿、诚实信用的原则。”定增保底协议因违反“三公原则”而无效。二是违反证券投资风险的“买者自负”原则。《证券法》第25条规定:“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。”定增保底协议突破了股权投资中风险自担的本质属性而应被认定无效。三是扰乱上市公司信

[16] 参见同前注[6]民事判决书。

息披露秩序。定增保底协议作为未披露的“抽屉协议”，误导市场和投资者，损害投资者利益与交易安全，违背公序良俗。具体涉及《证券法》第78条第2款关于“信息披露义务人披露的信息，应当真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”之规定以及《民法典》第153条第2款关于“违背公序良俗的民事法律行为无效”之规定。四是扭曲资本市场定价机制，影响定增价格形成与二级市场价格走势，变相推高企业融资成本。定增保底协议损害社会公共利益，破坏证券市场监管秩序与金融安全，其应被认定无效。五是规避证券监管，如规避证监会关于公司上市前清理对赌协议的要求等。定增保底协议侵蚀注册制根基，甚至存在操纵股价风险等应被认定无效。具体涉及《证券法》第55条关于禁止任何人操纵证券市场的规定和《九民纪要》第31条关于违反金融规章的相关规定等。

其次，公司法层面的无效理由。一是违反“同股同权”原则。《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。”定增保底协议使投资方获得优于其他同种类股东的特殊收益保障，破坏证券发行公平性，因此应被认定无效。二是违反关于财务资助的强制性规定。《公司法》第163条第1款规定：“公司不得为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助，公司实施员工持股计划的除外。”定增保底协议违反该规定应认定无效。

二、定增保底协议违反强制性法律规定辨析

如前所述，2022年以后，法院开始倾向通过明确的法律强制性规定来否定定增保底协议的效力。主要涉及《证券法》第78条关于强制性信息披露的规定、《证券法》第25条关于买者自负的规定、《公司法》第143条关于同股同权规定以及《公司法》第163条关于禁止财务资助的规定。

（一）定增保底协议是否属于强制性信息披露范畴

鉴于证券监管规则已明确禁止定增保底协议，实践中此类安排多以“抽屉协议”的形式存在。从近年来的行政执法案例来看，监管机构已将上市公司未披露定增保底协议认定为违反《证券法》信息披露制度的行为，并对相关责任主体采取行政监管措施。在司法审判领域，相当多裁决也认定定增保底协议违反了《证券法》第78条关于强制性信息披露的规定。对此，本文认为，基于证券法信息披露制度的基础法理及相关规定，判断未披露的定增保底协议是否构成对强制性信息披露制度的违反，核心在于厘清以下两个关键问题：其一，定增保底协议的签约主体，即上市公司利益相关方是否属于信息披露义务人？其二，定增保底协议本身是否属于证券法规定的应当强制披露的信息事项？

1. 上市公司利益相关方是否属于信息披露义务人范围

在证券市场中，信息披露活动主要涉及两类主体：一类是信息披露义务人，另一类是信息披露责任主体。信息披露义务人通常指发行人（包括上市公司）及其特定关联主体；^{〔17〕}而信息披

〔17〕 特定关联主体主要指上市公司控股股东，控股股东在特定情形下也要履行直接的信息披露义务，例如，当控股股东持有的公司股份或其控制权状况出现重大变动时，必须立即告知上市公司。

露责任主体的范围则比较宽泛,除发行人及相关人员(如董事、监事、高级管理人员及其他直接责任人员)外,还包括作为市场“看门人”的中介机构。然而,现行监管规则却将二者混同。例如,中国证监会《上市公司信息披露管理办法》(中国证券监督管理委员会令第226号)第62条将“信息披露义务人”界定为“上市公司及其董事、监事、高级管理人员、股东、实际控制人,收购人,重大资产重组、再融资、重大交易有关各方等自然人、单位及其相关人员,破产管理人及其成员,以及法律、行政法规和中国证监会规定的其他承担信息披露义务的主体”。这种对信息披露义务人的泛化解释,实际上混淆了信息披露义务人与信息披露责任主体的内涵及外延边界,在一定程度上对司法实践中的主体认定和责任划分造成了困扰。

从信息披露制度法理出发,发行人作为信息披露义务人的基础逻辑在于:发行人披露的信息主要涉及其自身经营状况,包括基本情况、发行安排、主营业务情况、主要财务数据与指标、盈利预测、公司治理安排等。这些信息均由发行人掌握和生成,是这些信息的原始拥有者,并以其名义对外披露。同时,发行人也是信息披露行为的决策主体,掌控信息披露的时机、方式与内容。^[18]因此,发行人理应对所披露信息的真实性、准确性、完整性、及时性承担责任。而且,证券法对发行人设定的是无过错责任——即一旦信息披露存在瑕疵,无论发行人是否存在主观过错,均须承担相应的法律责任。

综上,通常情况下,上市公司以外的主体,包括其实控人、控股股东等并非信息披露义务人,因此,这些主体也不负有将其签订的定增保底协议进行信息披露的义务。但是,尽管实控人、控股股东等并非信息披露义务人,基于实控人、控股股东在上市公司的特殊身份地位,上市公司应该知悉其签订的定增保底协议内容。鉴于证券法明确规定上市公司应该披露“投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息”,^[19]以及“可能对公司证券交易价格产生较大影响的重大事件”^[20],即具有重大性的信息均应披露,而且《证券法》第80条规定:“公司的控股股东或者实际控制人对重大事件的发生、进展产生较大影响的,应当及时将其知悉的有关情况书面告知公司,并配合公司履行信息披露义务。”因此,如果实控人、控股股东签订的定增保底协议内容具有重大性,则上市公司作为信息披露义务人,也应该披露这些信息。

2. 定增保底协议是否构成重大性信息

《证券法》第80、81条分别列举了十余项可能对上市公司的证券交易价格产生较大影响的重大事件。在列举的12项中,涉及实控人或大股东的,只有第8项“持有公司5%以上股份的股东或者实际控制人持有股份或者控制公司的情况发生较大变化,公司的实际控制人及其控制的其他企业从事与公司相同或者相似业务的情况发生较大变化”。就该款规定而言,如果保底协议仅仅是对收益保底的承诺,不涉及股权重大变化,则不构成重大事件,也就无需履行信息披露义务。如果涉及股权回购,并且可能导致控股股东或实控人股权发生重大变化的,则属于重大事件范畴,应该予以披露。可见,在现行证券法框架下,保底保收益或差额补足之类的定增保底

[18] 参见陈洁:《全面注册制下中介机构责任边界的阶层构造》,载《证券市场导报》2024年第7期,第4页。

[19] 参见《证券法》第19条。

[20] 参见同上注第80条。

协议不应属于强制性信息披露范畴。即便股权回购场合,只有股权回购导致控股股东或实控人的股权发生重大变化的才需要予以披露。因此,大多数情形下,定增保底协议并不违反信息披露制度。最高人民法院诸多裁决也曾经秉持该观点。例如,在“杨某华等与某甲信托公司合同纠纷案”中,法院并未支持被告关于案涉《信用增级协议》违反证券法信息披露规则的主张。^[21]

值得注意的是,基于证券监管实践已经形成明确的监管立场,即定增保底协议对投资者决策有重大影响,属于非公开发行事项中的重要内容,应当予以披露;而2022年1月21日最高人民法院出台的《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(法释[2022]2号,以下简称2022年《若干规定》)第10条也规定:“虚假陈述的内容属于监管部门制定的规章和规范性文件中要求披露的重大事件或者重要事项”的,人民法院应当认定虚假陈述的内容具有重大性;此外,自2003年《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(法释[2003]2号,已废止)确立前置程序以来,司法审判实践已经习惯将监管部门对信息披露违法行为的行政处罚决定书作为民事诉讼中虚假陈述行为重大性的证明或替代。尽管业界对此做法提出了质疑,但《九民纪要》第85条规定,如果虚假陈述已经被监管部门行政处罚的,应当认为是具有重大性的违法行为。这表明经过行政处罚的虚假陈述行为在民事赔偿中的重大性要件是不需要证明的。^[22]但在法理层面,行政监管与民事诉讼对虚假信息重大性的要求存在本质差异。基于维护国家金融管理秩序的法益,行政监管关注的往往是信息披露义务人的行为与规范要求的偏离程度,即行政监管只要求“披露行为的违法性”这一构成要件,重大性并非必要的考量因素,且行政处罚对重大性采取综合审查认定的方式。而民事诉讼对重大性的认定,主要考察虚假信息是否足以影响证券交易价格或交易量。^[23]因此,不能将行政处罚认定的违反信息披露义务行为或行政处罚认定具有重大性的信息直接等同于民事诉讼中的重大性认定,进而由此直接以违反《证券法》第78条为由否定定增保底协议的效力。

(二) 定增保底协议是否违反“买者自负”的强制性规定

《证券法》第25条是确立证券市场风险分配基本原则的核心条款。该规定在法理与实务中通常被概括为“买者自负”原则。基于此原则,有判决主张,^[24]为定向增发投资者提供保底承诺的约定突破股权投资风险自担的本质属性,改变了定增的股权投资性质,违反证券法关于买者自负的强制性规定,应当认定为无效合同。

在法理层面,定向增发本质上是股权的发行,而股权的核心特征在于投资者与发行人“风险共担、收益共享”,因此股权投资回报不应具有固定性收益。若在定向增发中附加保底条款,则实质上赋予了股权投资以固定收益的属性,这与股权的根本属性存在内在冲突。因此,当上市

[21] 参见杨振华等与平安信托有限责任公司等合同纠纷案,最高人民法院(2020)最高法民终1294号民事判决书。

[22] 参见丁宇翔:《新证券法实施以来资本市场民事司法保护的新发展》,载《法律适用》2025年第8期,第153页。

[23] 参见陈洁:《证券虚假陈述民事赔偿中重大性要件的适用》,载《中国法学》2025年第6期,第116页。

[24] 参见同前注[14]民事判决书。

公司自身作为保底承诺的主体时,这种以“债性收益”介入“股性融资”的做法,与股权的基本逻辑相悖。但是,当保底承诺由上市公司利益相关方提供,情况则有所不同。在利益相关方提供保底承诺的构造下,上市公司仍为股权发行人,而保底义务由上市公司以外的独立第三方承担,其对投资人所作的保底安排,本质上是由基础法律关系以外的第三方提供的增信措施,^[25]并不改变上市公司与投资人之间形成的股权投资关系。因此,该等安排未动摇增发股份的“股性”基础,^[26]未与定增股权属性发生本质冲突。客观而言,公司利益相关方愿意承担保底义务,主要目的在于保障发行顺利实施,体现其对发行成功的支持和信心。此举可视为利益相关方基于自身利益考量而自行设定的额外义务——若公司后续经营良好,其所持股份将实现更高价值,从而获得潜在的超额回报。对利益相关方而言,这一保底义务属于纯粹的义务承担,依靠其自身信誉或资产为担保,以增强投资人对发行的信心,故该担保行为并无不当之处。

此外,“买者自负”条款清晰地划分了发行人与投资者之间的责任边界。发行人须对自身的“经营与收益的变化”负责。这意味着,公司管理层应当勤勉尽责,其经营决策的后果(如盈利、亏损)由公司自行承担,不得转嫁给投资者或公共资金。投资者须承担由前述经营变化所引致的“投资风险”。即公司上市后,其股价因基本面变化而波动,投资者因此可能获得回报,也可能承受本金损失,这部分后果由投资者自行承担。在卖方已尽责(信息披露真实、推荐适当)的前提下,投资者必须为自己的投资判断承担最终的财务结果。这也正是注册制下“将选择权交给市场”的核心法理基础。但该原则主要调整发行人与投资者之间的关系,在由上市公司利益相关方提供保底承诺的情形下,无法适用《证券法》第25条之规定。在定向增发的背景下,上市公司实控人等作出的保底承诺本质上是当事人之间的意思自治,属于对投资风险的自主分配,在不存在利益输送或变相的利益输送等前提下,定增保底协议应当认定有效。概而言之,当前监管层面对定增保底协议“一刀切”的规制模式存在一定的逻辑混淆。毕竟上市公司本身提供的保底承诺与第三方提供的保底承诺属于不同的法律关系和商业逻辑,如果将上市公司的保底承诺与利益相关方为投资者提供的承诺混为一谈,既不符合制度设计的本意,也难以回应市场的实际需求。

(三) 定增保底协议是否违反公司法的强制性规定

1. 定增保底协议是否违反同股同权原则

《公司法》第143条确立了同股同权原则,即同次发行的同类别股份,每股的发行条件和价格应当相同。认购人所认购的股份,每股应当支付相同价额。据此,有观点指出,上市公司定增,参与认购对象可能有多个,由于保底收益抽屉协议只是双方互知、第三方并不知道,可能同次发行股票背后隐含的发行条件并不一样,^[27]因此违反了同股同权原则。

关于“同股同权”的核心要义,主要是在“同一批次”的股份发行中,要求对每一位股东都公平对待。这是“同股同权”最基础、最严格的要求。这意味着,在同一轮融资(定增)中,公司不能

[25] 参见刘保玉、梁远高:《“增信措施”的担保定性及公司对外担保规则的适用》,载《法学论坛》2021年第2期,第100页。

[26] 参见胡晓静:《股权概念的反思与重构》,载《清华法学》2025年第4期,第209页。

[27] 参见熊锦秋:《定增保底抽屉协议又惹祸》,载《董事会》2021年第3期,第13页。

对 A 投资人报价 10 元/股,却对 B 投资人报价 8 元/股;也不能让 A 支付现金,却让 B 以资产折价入股(除非资产价值经严格评估且实质上等同于现金)。如果违反了这一条,比如搞“价格双轨制”,那么支付更高价格的股东,有权请求确认该发行行为无效,或者要求公司承担违约责任。

如前所述,在由上市公司利益相关方提供保底承诺的情形下,在上市公司发行层面,只要本次定增股票发行条件一致,即所有定增投资方都是以同样的价格认购股份,则并不违反“同股同权”的法定内涵。至于利益相关方自愿向投资人提供保底承诺,其可能根据投资人的具体情形确定不同的保底条件,这些保底条件属于利益相关方与投资人的意思自治范畴,本质上属于利益相关方自行设定额外义务的行为,只要不存在利益输送等行为,都不应简单认定协议无效,更谈不上违反同股同权原则。

2. 定增保底协议是否违反禁止财务资助的强制性规定

财务资助是指公司为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助的行为。^[28] 根据《公司法》第 163 条规定的规范解释,财务资助行为的认定需同时满足以下要件:一是行为要件,公司提供了赠与、借款、担保或其他具有经济利益输出的财务资助;二是目的要件,资助的目的是帮助相对方取得本公司或其母公司的股份。该禁令的核心目的在于防止公司资产被滥用、维护资本维持原则、保护债权人利益。除《公司法》外,证券监管规则对上市公司财务资助设置了更为严格的程序要求,包括禁止向关联方提供财务资助。例如,深圳证券交易所发布的《上市公司规范运作指引》规定,上市公司不得为董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人及其控股子公司等关联人提供资金等财务资助。

就以投资人与上市公司利益相关方签订的定增保底协议而言,由于是利益相关方提供保底承诺,并非由上市公司提供担保,因此显然不属于《公司法》第 163 条规定的禁止财务资助的情形。但如果上市公司通过担保等方式帮助控股股东等履行保底义务,则可能落入禁止财务资助的范围。值得注意的是,公司为大股东提供担保行为,若经过股东会决议批准程序,也可以避免其无效。

此外,关于财务资助行为的效力,《公司法》并未明确,但从该条第 2 款的规定可以看出,如果是为公司利益,经股东会决议,或者董事会按照公司章程或者股东会的授权作出决议,公司可以为他人取得本公司或者其母公司的股份提供财务资助。该规定与《公司法》第 15 条公司提供担保的规则逻辑基本一致,即只要严格履行决策程序并确保不超过限额,且能从商业实质上证明“为公司利益”,则即便是公司提供的保底承诺都不应当属于无效行为,更遑论公司利益相关方提供的保底承诺。

三、定增保底协议违反民商法基本原则辨析

除了具体的强制性规定,根据当前主流的司法裁判观点和金融监管立场,定增保底协议还因违反了证券法公平原则、违反公序良俗原则及危害金融安全等应被认定为无效。^[29]

[28] 参见王翔:《新〈公司法〉时代背景与内容解读》,载《中国法律评论》2024 年第 2 期,第 46 页。

[29] 参见陈浩:《最高法就深化新三板改革发文 定增保底协议将被认定无效》,载《每日经济新闻》2022 年 6 月 29 日第 8 版。

(一) 定增保底协议是否违反证券法公平原则

《新三板保障意见》第9条规定：“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，人民法院应依法认定该条款无效。”该意见认定定增保底协议无效，法律依据援引的是“证券法公平原则”，而以往裁判在利用违反“行政规章”否认协议效力时，往往向违反“公序良俗”的角度导引，这种援引视角的转变逻辑值得关注。

1. 证券法上公平原则的核心意涵

作为民法的基本原则，公平原则贯穿于整个民事立法和司法活动。公平原则是指民事主体从事民事活动，应当秉持公平理念，合理确定各方的权利和义务。^[30] 通常情形下，民事主体的权利和义务应当对等，既不能只享有权利而不承担义务，也不能只承担义务而不享有权利。显失公平作为一个可撤销的民事法律行为的特定类型，可以说是公平原则在具体制度中的体现。根据《民法典》第151条的规定及司法解释精神，认定显失公平必须同时满足以下两个要件：一是客观要件，即利益显著失衡。双方当事人民事法律行为中的权利义务明显不对等，利益严重失衡。判断时点严格限定在“民事法律行为成立时”，而非履行过程中因市场变化导致的结果不公平。二是主观要件，即一方具有利用之故意。一方当事人主观上意识到对方处于危困状态或缺乏判断能力，并有意利用了这一情形牟取不正当利益。

证券法上的公平原则可以说是民法公平原则在证券法领域的拓展。这一原则的精髓可概括为“平等对待”，即要求所有投资者在信息获取、交易参与和风险承担等方面处于同等地位，不得受到任何形式的歧视性对待。对证券法上“平等”的理解，可从以下两个层面展开：其一，主体平等，这是公平原则的首要之义。它具体体现为法律地位的平等与机会的平等。其二，合理修正，这是公平原则的深层要义。值得注意的是，公平并不等同于简单的平等。“公平”的概念内在地包含了“合理”的维度，即公平是经过合理性校正后的平等。引入“合理”作为公平的第二层含义，是因为在诸多情形下，形式上的平等未必总能导向实质上的合理结果。当对平等的片面强调极有可能导致有违常理的局面时，便需要以“合理”作为标尺，对平等进行必要的补充与修正。所谓“合理”，意指契合市场经济有序运行与可持续发展的内在规律，符合市场主体之间利益均衡、发展协调的客观要求。鉴于保护投资者权益在证券市场中的特殊重要性，证券法所践行的公平原则，尤其强调“经过合理性修正的平等”。如所周知，普通投资者在证券市场中往往处于相对弱势的地位，但如果投资者在参与市场的机会（包括信息掌握程度）或交易过程中的信息不对称，仅仅源于其自身禀赋（如知识、经验、资金等）的客观差异，那么弥补这种个体差异，并非证券法的法定职责。^[31]

2. 定增保底协议的合理性分析

首先，定向增发是上市公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股份的行为，按照监

[30] 参见段威：《民法典合同编：人、自然、社会/国家的相融共进》，载《民主与法制时报》2020年8月2日第2版。

[31] 参见陈旌：《证券法专题研究》，高等教育出版社2006年版，第64页。

管要求,定向增发的发行对象有明确的人数限制,发行价也有明确的规则,且定向增发的股票也有锁定期的限制。因此,定向增发背景下的投资者是特定投资者,不是普通意义上的公众投资者。能够成为定向增发的对象,本身具备一定的身份条件和资金条件,并根据不同身份对所持股票有锁定期的差异。因此,不能简单将定向增发的逻辑与公开发行股份的逻辑相提并论。

其次,定增协议主体双方地位平等,并不存在显失公平之情形。上市公司之所以需要定向增发,往往是为了吸收优质资产、融入资金、提升上市公司持续盈利能力。正是因为特定投资者具有普通投资者所不具有的特殊优势,所以才能满足定向增发的条件。实践中常见的情形是,上市公司急需资金用于项目发展或补充流动性,在找不到足够多的市场化投资者认购时,大股东只能自己承担风险来吸引资金。客观而言,定增保底条款在商业实践中已成为融资方与投资方促成交易的重要工具。该条款的设置一方面有助于融资方获取投资方信任,满足其紧急的资金需求;另一方面也能够降低投资方的投资风险,从而实现双方的商业共赢。从制度功能的角度看,保底条款的核心作用在于明确市场主体的行为预期,能够实现产权激励,并降低交易成本。^[32]

至于最高人民法院在相关司法文件中指出的,定增保底条款“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”,^[33]使投资方“旱涝保收”的观点,一方面完全忽略了公开发行与定增发行的不同逻辑场景,另一方面也忽略了定增投资者可能的风险。对于定增投资者而言,即便是在保底协议有效的前提下,协议有效后的求偿风险、承诺方的履约能力风险都是无法回避的。实践中,需要签署保底协议的大股东,本身可能已面临资金链紧张问题。一旦股价下跌触发保底义务,承诺方可能已无力履约。在“某资产公司、卢某与渤某信托合同纠纷案”^[34]中,上市公司因实控人不作为而被迫进入破产程序,投资目的完全落空。^[35]因此,定增保底协议看似增强信用,实则将投资者命运与上市公司实控人等的个人资产深度绑定。一旦实控人个人陷入债务危机或法律纠纷,定增保底形同虚设。

(二) 定增保底协议是否扰乱金融安全与市场秩序

“扰乱金融安全及市场秩序”是我国金融监管的核心概念,其实质是对破坏金融管理体系、危及市场公平基础、损害公共利益行为的否定性法律评价。尽管有相当多意见支持只要行为违反了金融监管规章,就应被推定为扰乱金融秩序,但这一逻辑在近年司法实践中被逐步修正。《九民纪要》及司法实践已明确:违反部门规章或规范性文件本身,不等于合同无效。认定“扰乱金融秩序”需要实质性判断——行为是否破坏了市场的基本运行逻辑,是否损害了公共利益的

[32] 参见邱梦蝶:《风险隔离视角下“保底条款”的立法路径探析——基于全国495份裁判文书的实证研究》,载《法律与金融》2016年第1期,第303页。

[33] 参见管秀丽:《北京金融法院:探索创新证券纠纷解决机制》,载《中国证券报》2024年4月17日第A02版。

[34] 参见同前注[14]民事判决。

[35] 参见黄妍、曹明哲:《协议无效但损失犹在:论上市公司定增保底协议无效的法律后果》,载《金融市场研究》2025年第10期,第119页。

法益。^[36]换言之,法院要认定合同违反金融规章无效,则行为不仅违反监管规则,还必须对金融体系的稳定性、市场参与者的公平性、金融信用的可靠性等构成实质性的损害或威胁。^[37]就定增保底协议而言,“扰乱金融秩序”不应是一个空洞的标签,即便其违反了监管规定,而是需要结合具体行为是否破坏市场定价机制、是否损害不特定投资者利益、是否危及系统稳定性等实质要素进行判断。

首先,定增保底协议是否扰乱市场定价机制。认定定增保底协议无效的一个重要裁判路径是其扭曲市场定价机制。保底协议的存在可能使定增价格偏离真实市场价值,影响发行定价的公允性,给交易公平性、投资者信心造成实质损害或重大风险。客观而言,定向增发与配股等再融资方式相较,普遍存在较高度度的折价。但为了避免定增中的不当行为,定增价格历来是监管的重点。根据现行规则,上市公司进行定向增发,一般需要经过四个阶段:董事会决议、股东会批准、监管部门核准、正式发行上市。在第二阶段的股东会上,如果中小投资者认为自身利益受到了侵害、对定向增发的具体内容持有异议,可以采用反对票的方式表达意见。^[38]换言之,定向增发作为公司的重大事项,需要报股东会审议表决,并在会后向市场单独披露中小投资者对该议案的表决情况。^[39]此外,定增发行股票还需要经过交易所审核和证监会同意注册的程序。具体到定增价格的确定方式,根据现行规定,定增发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80%,这种定价机制既考虑了市场价格水平,又给予了一定的折扣空间,平衡了发行人和投资者的利益。至于最终的实际发行价,往往是通过市场化的竞价方式产生的。

就公司利益相关方与投资者签订保底保收益条款情形下,如前所述,定增保底协议通常不具有重大性,不属于强制披露事项,在现有监管规则明确规定定价机制及相关决议、核准程序之下,定增保底协议通常难以扭曲定价机制。进一步而言,如果监管层面并不禁止利益相关方提供保底承诺,则定增保底协议就可以不再是“抽屉协议”,那么股票价格就可以更好地体现投资者与融资者在特定情形下相互博弈的信息,就更不可能扭曲证券市场以供求关系为基础的定价机制,也就不会扰乱证券市场交易秩序。也正因此,在“德豪投资公司等与华鑫信托公司证券交易合同纠纷案”^[40]和“杨某等与平安信托公司等合同纠纷案”^[41]等案件中,法院均认为定增保底行为并没有损害上市公司其他股东的利益和社会公共利益、没有明显扰乱金融安全和市场秩

[36] 参见蓝学友:《互联网环境中金融犯罪的秩序法益:从主体性法益观到主体间性法益观》,载《中国法律评论》2020年第2期,第133页。

[37] 参见魏昌东:《引入“利益法益观”推动金融刑法更新》,载中华人民共和国最高人民检察院网2018年8月19日,https://www.spp.gov.cn/spp/llyj/201808/t20180819_388852.shtml。

[38] 参见蔡宁、张闻捷、吴国强:《中小投资者异议与股东大会治理作用——基于上市公司定向增发定价的研究》,载《会计研究》2023年第10期,第161页。

[39] 参见《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发〔2013〕110号)规定。

[40] 参见同前注〔10〕民事裁定书。

[41] 参见同前注〔21〕民事判决书。

序。“李某与袁某合同纠纷案”的判决更是指出，^[42]协议双方当事人通过《差额补足协议》最终投资的股票为上市公司定向增发的股票，而非已经在二级市场上自由流通的股票。该定向增发的股票具有较长的交易锁定期，且锁定期满后上市交易还需遵守中国证券监督管理委员会以及证券交易所的相关规定，一般不会造成股价的大幅波动从而危害金融秩序。

其次，定增保底协议不涉及不特定多数主体或具有风险外溢的可能。行为是否危及不特定多数人的利益，是否破坏市场公平基础，是否具有涉众性并可能引发金融市场系统性风险的发生是认定是否“扰乱秩序”的关键。现有认定定增保底协议有效的绝大部分案例均提及“补足义务主体系上市公司的股东而非上市公司本身，此种补足安排并不损害上市公司本身及其他股东和债权人的利益，不会损害金融安全和证券市场交易秩序。”^[43]此外，公司的运营虽然涉及多方当事人，但公司制下，投资人财产一旦投入公司则具有了独立性，当公司经营不善面临破产，公司债权人通常不能以股东个人资产主张权利，这是基于公司的独立人格和股东的有限责任（除非涉及刺穿公司面纱的情形）。^[44]所以，公司制下的资产隔离能有效地减少负外部性，避免金融市场系统性风险的发生。因此，定增保底协议通常不会引发金融市场系统性风险的发生。

再次，定增保底协议是否构成操纵市场。操纵市场行为直接破坏市场的“三公原则”，损害投资者对市场的信任基础，是典型的扰乱市场秩序行为。在特殊情形下，定增保底协议有可能通过虚假交易、蛊惑交易等手段，人为扭曲供求关系，制造虚假价格，从而导致破坏金融市场秩序、损害中小股东的合法权益。但是通常情形下，正如“李某与袁某合同纠纷案”中，^[45]最高人民法院认为，《差额补足协议》并无双方集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，或者以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易及以其他手段操纵证券交易市场等操纵或者影响、扰乱证券交易价格或者证券交易量的约定，故不构成市场操纵行为。当然，对具有操纵市场性质的保底协议，法院应当认定为无效。如在“大东南公司与沈某合同纠纷案”中，杭州市中级人民法院认为，沈某关于大东南公司要求其持续买入大东南股票以拉升股价、从而使大东南公司能以较高的股价进行第二次定向增发的陈述，可以认定该承诺函的内容涉及操纵证券市场，扰乱证券市场秩序，侵害投资者的合法权益，因此认定承诺函无效。^[46]

最后，定增保底协议是否违反“公开劝诱”禁止性规定。《证券法》第9条第2款规定：“非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式”。除此规定之外，公开劝诱散见于部门规章与行业规定之中。鉴于其概念及构成要件并无明确的法律界定，对公开劝诱或许更应归属于审判实务，由法官在个案中进行具体判断。公开劝诱的核心在于是否通过网络、媒体、推介会等途径向社会公开宣传，推介行为涉及不特定多数主体。通常情形下，定增保底是面向特定投资者的非公开发行行为，正常情形下不会触及公开劝诱。在“明某与工投公司证券交易合同纠纷

[42] 参见李某与袁某合同纠纷案，最高人民法院（2021）最高法民申2922号民事裁定书。

[43] 同前注[21]民事判决书。

[44] 参见前注[32]，邱梦蝶文，第304页。

[45] 参见同前注[42]民事裁定书。

[46] 参见浙江大东南集团有限公司诉沈利祥合同纠纷案，浙江省杭州市中级人民法院（2014）浙杭商初字第46号民事判决书。

纷案”中,在当事人主动提出存在公开劝诱致使保底协议无效的情形下,法院才对是否构成公开劝诱进行界定,在判决理由中表述为“工投公司与明朝勇之间的内部约定,并非针对不特定多数人所作,不属于证券法上的公开劝诱形式”。〔47〕

(三) 定增保底协议是否违反公序良俗原则

在认定定增保底协议无效的裁决中,主流观点认为定增保底条款“不仅违反证券法及证券市场相关监管规定,实质上也影响其他投资者对上市公司股票价值的判断,对正常的证券交易秩序造成不良影响,因此保底协议违背公序良俗,损害社会公共利益,应属于无效。”〔48〕此外,支持适用公序良俗的观点认为,金融监管规章往往先于法律法规给予新兴事物法律评价,适用公序良俗原则不仅可以克服金融审判的局限,也为法院审理民商事疑难案件开辟重要裁判路径。

公序良俗是民法中一项极具弹性但又至关重要的制度。它既是社会基本价值的守护者,也是法律赋予法官在法无明文规定时,依据社会主流价值观念进行裁判的重要工具。因此,通常在法律法规有明确规定时,就不能适用公序良俗原则。鉴于定增保底协议在证券监管规则层面已经有明确的规定,所以通常情形不能再适用公序良俗原则来否定定增保底协议的效力。

即便在法无明文规定的情形下,鉴于证券市场公序良俗主要涉及经济秩序问题,涉及国家经济政策和市场监管的底线,具体如严重扰乱证券市场定价机制、损害不特定投资者利益、破坏金融安全的行为,因此,法院对定增保底协议进行实质审查时,可能需要考量以下要素:首先,行为性质层面,定增保底协议是单纯的商业安排,还是根本上挑战了社会秩序的底线?如果在非上市公司层面,对赌协议包括保底承诺是有效的,那么上市公司层面的保底承诺通常也不应该被认定为损害金融秩序而无效。其次,损害对象层面,定增保底协议是仅涉及特定当事人之间的利益(私益),还是损害了不特定多数人(社会公共利益)的利益?甚至损害了整体市场的利益?最后,主观状态层面,定增保底协议当事人是否存在利用自身优势地位,恶意损害他人或社会利益的情形?

在这样的实质审查中,法官首先要看有无具体法律规则(如《证券法》的强制性规定);无具体规则时,再看行为是否触及了公序良俗的某一具体类型(金融安全、家庭伦理等),判断该行为的危害是否已经大到足以否定当事人之间的意思自治约定;最后需要权衡,保护契约自由的价值更大,还是维护特定社会秩序的价值更大?如果行为的负面效应已经溢出到社会层面,动摇了人们对市场公平、社会伦理的信心,那么契约自由就要让位于公共秩序。但总体而言,公序良俗条款不能滥用,只有当行为的反社会性足够明显、足够严重时,才能动用这一“核武器”。

余 论

从域外市场考察,定增融资为投资者提供了比传统私募更高的流动性,定增保底协议具有

〔47〕 同前注〔6〕民事判决书。

〔48〕 参见马志健:《基石投资者法律制度研究》,华东政法大学2023年博士学位论文,第67页。

获得超额回报的潜力以及增强投资整体安全性的合同特征。^[49]就本土市场而言,相较于公开增发和配股,定向增发具有审核流程短、发行门槛低、操作灵活等优势,已成为我国上市公司最主要的融资渠道之一。据统计,2025年A股定增市场迎来爆发式复苏,募资总额大幅增长,充分印证了其在满足企业融资需求方面的核心地位。^[50]从功能价值来看,定向增发对上市公司的发展具有多重积极意义。其一,有助于企业高效筹集资金,用于业务扩张、项目投资或债务偿还,改善流动性和财务结构;^[51]其二,能够引入战略投资者,优化股权结构,提升公司治理水平和市场信心;其三,较长的锁定期设计可缓解二级市场减持压力,降低股价波动,一定程度上保护中小投资者的利益。^[52]因此,市场观点认为,定增保底安排有其坚实的现实合理性。对定增保底协议持否定论者显然忽视了更为全面动态的考量——若无利益相关方的保底承诺,大部分定增可能难以成功,上市公司发展受阻,只能导致公众投资者利益受损,最终损害我国资本市场的长远健康发展。

概而言之,定增保底协议本质上是一种风险转移工具和融资担保措施。表面上看,它将定增投资者本应承担的股价下跌风险,转移给了上市公司的控股股东或实控人,这使得投资者更像是一个“高息债权人”,而非纯粹的“股权所有者”,但这是资本市场中为了解决信息不对称和稳定融资预期而产生的特殊契约安排。尽管保底承诺本身可能诱发诸如利益输送、操纵市场、扰乱发行定价秩序等问题,但这只是一种潜在风险,并非必然出现该种危害结果。鉴于定增保底协议具有促进投融资双方“共赢”的积极功能,因此,公司法司法解释所要做的是,如何通过裁判机制,在发挥保底条款价值的前提下减少其产生的负外部性影响,在尊重保底条款当事人意思自治的前提下尽可能减少保底条款对金融市场造成的负外部性影响和可能性风险。^[53]如按照《公司法司法解释》第83条认定定增保底合同无效,势必阻碍融资效率、增大融资成本、严重影响融资秩序,为此,综合考虑《九民纪要》业已确立的对赌协议“合同效力”与“可履行性”相区分的裁判思路以及上市公司保底承诺的特殊风险,建议《公司法司法解释》采取主体区分路径,即认定上市公司与投资人约定的保底条款无效,但上市公司利益相关方与投资人约定的保底条款有效。

[49] Douglas J. Hoffer, *Quagmire: Is the SEC Stuck in a Misguided War against PIPE Financing*, 2011 Transactions; *The Tennessee Journal of Business Law* 2 (2011).

[50] 2025年成为我国定增市场的转折之年。截至当年12月,A股已有148至164家上市公司实施定增,募资总额达到7888亿至9593亿元,较2024年全年增长约454%,逼近万亿大关。这一跃升不仅终结了前期融资低迷的困局,更成为市场信心回暖的显著信号。参见崔文静:《8245亿定增“解渴”A股》,载《21世纪经济报道》2025年12月29日第2版。

[51] 参见潘国亮:《定向增发在上市公司融资战略中的角色与影响》,载《现代营销》第2024年第3期,第37-39页。

[52] 参见王莉婕、叶陈刚、崔婧:《上市公司多次定向增发影响因素研究——来自中国证券市场的经验证据》,载《金融发展研究》2021年第4期,第81页。

[53] 参见同前注[32],邱梦蝶文,第306页。