

## 对 PE 估值调整协议效力的再思考

——从甘肃世桓“愿赌不服输”案看估值调整协议的“堵”与“疏”

符 望\*

**摘要:**“估值调整协议”(又译为对赌协议)是私募股权投资中的常见协议。作为舶来品,此类协议本来是投资界为了解决投资方对被投资企业信息掌握的不全面而开发设计出来的一种估值调整工具,但却在我国司法实践中引起了较大争议。本文从国内引起较大关注的首起案例出发,介绍了三级法院对该案协议效力认识的不同,并分析认为此类协议的核心并非赌博,实质是投资策略工具,并且具有期权性质。因此,不宜简单套用以往关于保底无效的法律规定否认协议效力,同时也要注意协议对补偿主体的约定不能导致公司资本的抽逃而损害公司债权人利益。最后,本文建议实践中对此类协议采用“疏”而非“堵”的政策,发挥此类协议的正面价值,同时避免其负面影响。

**关键词:**估值调整协议 对赌协议 私募股权投资

---

\* 法学硕士,上海市第二中级人民法院民六庭(金融审判庭)副庭长、审判员。

## 一、据以分析的案例

2007年11月,甘肃世恒、海富投资、香港迪亚(拥有甘肃世恒100%股权)、陆波(即甘肃世恒法定代表人)签订了《增资协议书》,约定海富投资出资2000万元人民币(以下除注明外均为人民币)对甘肃世恒进行增资,其中115万元作为注册资本,其余溢价部分进入资本公积,增资之后甘肃世恒注册资本由原来的384万美元变更为399.38万美元,其中海富投资占3.85%,香港迪亚占96.15%。另外,陆波应在2007年年底之前将其所有的锌矿过户至甘肃世恒名下。为促使甘肃世恒尽快上市,各方还针对业绩目标设定了估值调整条款:甘肃世恒2008年净利润不得低于3000万元,否则海富投资有权要求甘肃世恒给予约定的现金补偿,补偿金额 = (1 - 2008年实际净利润/3000万元) × 本次投资金额。如甘肃世恒未能履行补偿义务,海富投资有权要求香港迪亚履行补偿义务。同时约定了股权回购条件:如果至2010年10月20日,由于甘肃世恒的原因造成无法完成上市,海富投资有权要求香港迪亚回购海富投资持有的甘肃世恒股权,回购价格根据具体公式计算。在上述协议履行过程中,2008年,由于锌矿未过户,且甘肃世恒利润仅为2万余元,海富投资则起诉要求甘肃世恒、香港迪亚向其支付补偿款1998万余元。

一审法院认为,上述条款违反了法律关于利润分配应根据出资比例的规定,也损害了公司利益及公司债权人的利益,故条款无效,驳回海富投资诉请。二审法院则认为,上述条款违反了投资领域风险共担的原则,海富投资作为投资者不论甘肃世恒经营业绩如何,均能取得约定收益而不承担任何风险。最高人民法院《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》规定了“企业法人、事业法人作为联营一方向联营体投资,但不参加共同经营,也不承担联营的风险责任,不论盈亏均按期收回本息,或者按期收取固定利润的,是明为联营,实为借贷,违反了有关金融法规,应当确认合同无效”。据此认定合同无效,对于海富投资的款项,扣除115万元出资后,其余部分1885万元及利息判决由甘

肃世桓、香港迪亚返还。〔1〕

上述判决,引起媒体关注,报道称《对赌协议无效:PE的尴尬》〔2〕《我国首个对赌协议被判无效司法判例诞生》〔3〕无异是在PE投资界激起了巨大的水花。此后,甘肃世桓、香港迪亚还向最高人民法院申请再审。2012年11月7日,最高人民法院再审后认为,关于甘肃世桓进行补偿的约定,因损害公司债权人利益应认定无效,但香港迪亚对于海富投资的补偿承诺系当事人的真实意思表示,合法有效,最终撤销原判,改判香港迪亚向海富投资支付补偿款1998万余元,驳回海富投资其他诉讼请求。〔4〕

尽管该案最终有了定论,但笔者认为,本案中的估值调整协议,三级法院对其解读及认定大不相同,折射出此类协议具有较大的新颖性和争议性,因此仍需要法律界对其效力进行研究与反思。

## 二、名称之辩:估值调整协议与对赌协议

本案中涉及的“估值调整协议”是国外投资尤其是私募股权投资(PE)中非常普遍的投资方式。它作为舶来品,英文原文为 Valuation Adjusted Mechanism。就具体内容而言,它是为了解决投资方对被投资企业信息掌握的不全面而开发设计出来的一种调整工具,旨在要求被投资企业的创始人对投资人做出一个承诺,在被投资企业提供的信息有重大瑕疵,或者其承诺的业绩指标未达成时,投资人有权对企业重新估值,或由创始人对投资人进行相应补偿。国外的估值调整协议通常还涉及财务绩效、非财务绩效、赎回补偿、企业行为、股票发行和管理层

---

〔1〕 案号为(2011)甘民二终字第96号。关于二审判决书全文,载 [http://www.law-lib.com/cpws/cpws\\_view.asp?id=200401658491](http://www.law-lib.com/cpws/cpws_view.asp?id=200401658491),2012年7月1日访问。

〔2〕 欧阳良宜:“对赌协议无效:PE的尴尬”,载《第一财经日报》2012年7月25日。

〔3〕 刘登:“我国首个对赌协议被判无效司法判例诞生”,载《商界评论》2012年7月25日。

〔4〕 参见最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决书。

去向等方面。<sup>[5]</sup> 遗憾的是,国内无论是学术文章、新闻报道,通通将该协议称为“对赌协议”,此名称为此类协议赋予了负面的信息。这是因为在我国的文化中,“赌”自古以来就不被认可。这种翻译的不当无疑会使许多人认为“估值调整机制”是一个“有害”的东西。

什么是赌博?我国赌博文化源远流长,法律对其规制主要体现了刑事立法方面,比如,赌博被治安管理法规列为治安违法行为,刑法也对赌博做出了相关禁止性规定。对于一些特定的如彩票销售行为,也由国家有关部门批准。本案涉及的是民商事纠纷,但在民商事的审判实践中,至今没有一个法律来给“赌博”做出明确的定义。因此,在实践中,尤其是金融审判领域,经常一方当事人声称某协议是“对赌”,无论协议的内容如何。比如,深南电等国企与高盛全资子公司杰润公司基于原油价格签订了期权合约,媒体称高盛至少扮演了三个角色——预测家、投机商和对赌方。<sup>[6]</sup> 又比如,笔者所审理的一起某银行与某公司进行“与欧元利率挂钩的人民币利率掉期产品”交易,约定了挂钩指标为“欧元 30 年期 CMS 利率—欧元 2 年期 CMS 利率”,根据挂钩指标为正值或者为负值的天数,银行与企业根据不同利率向对方支付,某公司也提出了此类协议为“对赌协议”,要求认定无效。这些都给司法实践带来一定的难题。

在大陆法系,往往以射幸合同的理论来分析具有赌博性质的合同,并专门提到了保险不属于赌博,因为其具有积极的意义,保险合同双方当事人均不希望损失发生。而估值调整协议的双方,他们都希望企业能够经营得好,从而获得利润,而不愿意企业输掉。因为即便 PE 投资者此时能够获得一部分企业股权,但是企业业绩不佳也会导致投资者整体收益下降。因此有观点认为判断射幸合同是否合法的一个标准可以是合同双方的真实利益是否一致,如是,则合同合法;反之则违

---

[5] 胡晓珂:“风险投资领域‘对赌协议’的可执行性研究”,载《证券市场导报》2011年9月号。

[6] 畅远:“高盛开‘油价赌场’中国企业付高昂学费”,载《第一财经日报》2008年11月25日。

法。<sup>[7]</sup> 在英美法系,规则更为明确。比如,在美国的判例中,普遍运用了决定性因素标准(dominant factor test)来区分某些事项是否违反赌博法律。<sup>[8]</sup> 在有赌注的情况下,如果比赛结果主要是由技巧决定的(game of skills),如球类比赛,不违反赌博法。如果比赛结果主要是由运气决定的(game of chance),则违反了赌博法。另外,以往许多被认为是赌博的形式(如保险),通过立法将其合法化了。比如,美国2006年的互联网非法赌博法案中,<sup>[9]</sup>5262条对于“打赌”(bet)的定义,明确排除了类似于证券、商品交易、保险之类的商业交易。《2000年商品期货现代化法案》不仅继续确认了先前立法规定的场外衍生品交易不属于赌博,而且也明确一些新类型的以证券为基础的衍生品交易(如CDS信用违约互换)并不属于赌博。<sup>[10]</sup>

综上所述,笔者认为,在金融领域,许多协议都具有一定的零和游戏的性质,一方的收益就是另一方的损失。但如果以此来判断双方在“对赌”而一律认定协议无效,则完全忽略了许多协议的正面价值。一般来说,通常的赌博,不确定性是人为制造的,结果完全是靠运气。而估值调整协议中约定的业绩条件需要事先测算,其完成与否跟公司管理层的努力密不可分。它作为一种投资策略工具,具有合法经济用途,不能认定其为赌博。

### 三、回归本质:估值调整协议用于企业的估值

之所以为要为“估值调整协议”正名,因为其真正的目的在于投资时的“估值”,并针对估值进行调整。这种协议作为一种特殊的投资和融资手段,体现的是投资方与融资方对企业价值的不同预期,因此允许

---

[7] 李岩:“对赌协议法律属性之探讨”,载北京大学金融法研究中心主办:《金融法苑》(第78辑)。

[8] 参见 [http://en.wikipedia.org/wiki/Dominant\\_Factor\\_Test](http://en.wikipedia.org/wiki/Dominant_Factor_Test),2012年7月28日访问。

[9] Unlawful Internet Gambling Enforcement Act of 2006.

[10] 参见 [http://en.wikipedia.org/wiki/Commodity\\_Futures\\_Modernization\\_Act\\_of\\_2000](http://en.wikipedia.org/wiki/Commodity_Futures_Modernization_Act_of_2000),2012年7月28日访问。

投资者与融资者对于企业未来经营绩效的不确定性进行约定,根据运营的实际绩效调整企业的估值,从而重新界定投资者的风险与收益。为什么此类协议经常出现在 PE 行业,是因为 PE 所投资的企业往往具有巨大的不确定性,使原来的估值方法难以适应。传统的对企业估值方法如净现值法(NPV),尤其是将期望现金流按照风险调整折现率贴现的净现值法应用最为广泛。由于存在假设和现实情况的矛盾,这些方法具有很大的局限性,对于具有较大不确定性的项目,原有办法往往会使投资者对项目价值的估计过低,或者使投资者在投资决策中,特别是在具有灵活性或战略成长性的投资项目中无法把握各种潜在的投资机会。正是在这种背景下,经济学家开始寻找能够更准确地评估投资项目真实价值的理论和方法,并引入了实物期权(Real Option)的理论。该理论是由麻省理工学院的 Stewart Myers(1977)提出的,<sup>[11]</sup>他认为当投资对象是高度不确定的项目时,传统净现值理论低估了实际投资,一个投资方案产生的现金流量所创造的利润,来自于目前所拥有资产的使用,再加上一个对未来投资机会的选择。也就是说企业可以取得一个权利,在未来以一定价格取得或出售一项实物资产或投资计划。这样一来,可以运用金融期权的定价技术来决定投资,由于其标的物多为实物资产,故将此性质的期权称为实物期权。Timothy Luehrman 教授更是在哈佛商业评论中指出“用金融观点来看,企业投资更似一系列的期权,而不是一系列静态的现金流”。<sup>[12]</sup>

简而言之,期权是投资者支付一定费用之后获得做某件事情的权利,期权持有者在有利的条件下可以行使权利,在不利的条件下可以选择放弃权利,期权的两种基本类型为看涨期权、看跌期权。<sup>[13]</sup>实物期权与通常的金融期权既有相似之处,也有不同之处,比如实物期权并非

---

[11] 参见百度百科对“实物期权”的定义,载 <http://baike.baidu.com/view/609281.htm>, 2012年8月1日访问。

[12] Timothy Luehrman, *Investment Opportunities as Real Options: Getting Started on the Numbers*, Harvard Business Review 76, No. 4 (July-August 1998), pp. 51 - 67; *Strategy as a Portfolio of Real Options*, Harvard Business Review 76, No. 5 (September-October 1998), pp. 87 - 99.

[13] [加]约翰·赫尔:《期权、期货和其他衍生产品》,华夏出版社2000年版,第4页。

标准化的可交易产品。实物期权的一般形式包括放弃期权、扩张期权、收缩期权、选择期权、转换期权、混合期权、可变成成交价期权以及隐含波动率期权,等等。<sup>[14]</sup>以本案协议为例,笔者认为就是一种放弃期权(option to abandon),<sup>[15]</sup>海富投资以支付20倍的股权溢价形式向世恒公司投资,这种投资模式有别于普通的股权增资,为保障自己的利益,海富投资通过合约的形式,支付了股权的溢价款作为期权费用,获得了一个放弃期权,当第一年投资业绩不佳时及时放弃对项目的投资并取得约定的现金补偿,以减少损失。

正是因为估值调整协议可以视为期权合同,因此它与其他金融衍生工具相比,同样具有避险保值的功能。根据财政部《企业会计准则第24号——套期保值》的定义,套期保值是指企业为了规避外汇风险、利率风险、商品价格风险、股票价格风险、信用风险等,指定一项或一项以上套期工具,使套期工具的公允价值或现金流量变动,预期抵消被套期项目全部或部分公允价值或现金流量变动。估值调整协议同样起到保护投资的作用。当管理层无法实现约定的业绩指标时,估值调整协议就成为了投资机构的保护伞,这时估值调整协议就体现为一种(对投资者而言)低收益的保值性衍生工具。

#### 四、保底之争:估值调整协议中的风险与收益

根据上文所述,估值调整协议具有一定的避险保值功能,由此一

---

[14] 关于扩张与放弃期权的例子,参见 Aswath Damodaran, *The Option to Expand and Abandon*, 载 <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/optexpand.pdf>, 2012年8月1日访问。

[15] 即如果项目的收益不足以弥补投入的成本或市场条件变坏,则投资者有权放弃对项目的继续投资,并可能收回成本。这类期权在英美国家往往可以通过约定退出条款形成,如回购条款(Redemption and buy-back)、清算优先权(Liquidation)条款等。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,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,企业经营的风险将在很大程度上由融资方承担,而投资方却回避了相应的风险。

来,便有观点认为估值调整协议违背了风险与收益对等的公平原则,属于华尔街式的金融手段和霸王条款,使投资者处于一种进可攻退可守的局面,无论企业发展好坏,自己均能收回投资,风险完全由融资者承担。在本文所引用的案例中,二审法院也引用了关于联营合同的司法解释,认为此类协议“不论盈亏均按期收回本息,或者按期收取固定利润”,具有保底性质,因此应认定为借贷,据此法院否定了估值调整协议的效力。笔者认为,联营合同司法解释是 1990 年出台的,当时我国连《公司法》都没有,而 PE 投资是近 10 年方兴未艾的经济活动。以一个过时的司法解释来应对新兴市场,难免容易被业界诟病。

### (一) 估值调整协议中的风险不同于普通的风险

首先,投资协议本质上是风险与收益的分配契约。风险与收益是成正比的。一般的借款,特别是在有抵押、有担保的情况下风险低,但一般只能获得不高的固定回报。普通的出资入股,风险则比借款大,必须建立在一定“人合”(股东之间的信任)的基础上,因为在我国,即便是上市公司,分红并不多见,更不用说非上市公司的中小股东容易被大股东所压迫。而 PE 投资本身是一项高风险、高收益的投资活动,当 PE 投资于成长中的中小型企业时,往往面临一些不确定的盈利前景、不熟悉的大股东,甚至要溢价取得股权,风险无疑是巨大的,完全有可能血本无归。这种情况下,PE 投资的目的在于投资有潜力的项目,取得高额股权收益,而不是如借款一样收取利息,这样才能维持 PE 的生存。这一点,被投资的企业亦是心知肚明。因为就成长型企业而言,在许多情况下,他们无法满足银行贷款条件或者上市要求,在得不到风险偏好较低的资金时,风险偏好较高的 PE 投资成为其依赖和首选甚至是唯一的融资方式,这是一个不容忽视的现状。笔者认为,如果没有区分投资的对象,而简单套用普通联营的思路来对待 PE 投资,无疑是不恰当的。

其次,估值调整协议投资方的风险是与其付出的成本联系在一起的。以本文案例为例,海富投资用 20 倍的溢价取得了不到 4% 的股权,这种成本已经完全不同与普通的投资,而甘肃世恒相当于事先获益。除此之外,还有许多隐性成本,包括:(1) 目标企业搜寻成本。主要体现在对于合适目标的寻找,以及在寻找过程中,投入的专门的人力



和财力,分析甚至是亲临现场调研都会形成成本。(2)改善治理结构辅佐成本。对产权关系不明确但业绩良好的目标企业,投资方需要辅佐企业进行改制或者重组,由此涉及的成本。(3)资本运作成本。一方面是为了对目标企业投资而筹集资本的成本;另一方面是为了目标公司将来有好的业绩和整体价值而将其运作上市的成本。<sup>[16]</sup>

最后,正是由于上述隐性成本的考虑,即便认定估值调整协议有效而允许投资方收回显性成本,投资者仍面临风险。一个错误的投资决策,难以弥补其隐性的融资成本或者时间成本,更不用说由于协议相对方因破产或其他原因无法履行协议导致连显性成本都收不回的情况。还有的估值调整协议,投资方会在某种情况发生时取得控股权,而不是类似本文案例中提到的现金补偿或者股权回购,但此时企业能否继续经营产出利润使得股权增值,都具有更多的不确定性。

## (二)“保底”之评判应尊重投资目的与考虑交易成本

正是因为上文所述的风险,投融资双方通过估值调整协议这一契约安排,获得了放弃期权,将投资失败时的风险进行了转移。笔者认为这种风险分摊机制完全基于契约自由原则,因此司法应当尊重当事人的约定。在商业实践中,具有类似保底性质的条款非常多,比如,某些银行理财产品约定了保底收益或者保本,还有在融资租赁的实践中,出租方往往在其与设备的生产商、销售商的合作协议中签订回购条款,约定在承租方无法支付租金时由生产商、销售商对出租方所购买的设备履行回购义务,此时出租方的风险大大减少。对于这些条款,极少有当事人以保底条款为由,要求认定相关协议无效。因此,并非“保底”则导致契约一律无效。

### 1. 当事人缔约目的是认定协议性质的基础

笔者认为,看待一个协议,必须尊重当事人签约目的,探求当事人缔约真意。直接在协议中约定固定的保底收益,和约定在特定情况出现时的类似于“保底”的义务(如本案中的现金补偿或者股权回购),还是有所不同的。前者不考虑具体的经营情况,往往是一个固定百分比的利润回报,确有偏离投资本意之嫌。而后者与前者则有很大不同。

[16] 曲雪峰:“浅析创业板市场中对赌协议之合法化”,载《企业导报》2010年第6期。

以本案为例,首先,相关的现金补偿或者股权回购价格不是固定收益率,而是通过一个事先约定的、与特定期限经营情况相挂钩的公式来决定,因此是变动的。其次,特定经营情况的出现往往与合同相对方的某些行为有关,如在本案中,海富投资作出投资决定的重点考量因素是约定的锌矿过户,但实际并未过户。最后,这种约定仅仅是一个期权,投资方有权行使也有权放弃。比如,本案双方约定了净利润指标为 3000 万,如果届时净利润指标为 2800 万而不是 2 万余元,有可能投资方不会行使这一期权。综上,笔者认为,从目的上来说,估值调整协议签订的出发点和基础仍是投资而非借款。它虽无担保之名,却有担保之实,保障的是股权出资而非债权出资。最高人民法院在再判决书也明确“二审法院认定……名为联营实为借贷,没有法律依据,本院予以纠正”。<sup>[17]</sup>

## 2. 保底条款的认定应结合利弊分析

保底条款在我国司法实践中经常处于相当大的争议之中,在一些特定领域中,也会认定保底条款无效(如证券委托理财中的保底条款)。但细究之后不难发现,此时实际上运用的是经济法的思维,而不是民商法的思维,<sup>[18]</sup>主要考虑某些保底条款对于经济秩序的破坏性。从这个角度而言,对待估值调整协议的保底之争,也需要作相关的利弊分析。

首先,承担保底义务的主体是利弊分析的重要因素。如果估值调整协议中约定由被投资的公司来履行现金补偿义务,则会造成公司资产减少,对于投资方而言类似于抽逃出资,这种行为在目前我国的法律框架下,会极大影响公司对于外部债权人的偿债能力,危害了交易的安全,弊大于利,这种约定法律不应鼓励而应限制。但如果是由另一股东来补偿,则不存在这一问题。也就是说,在本文案例中,只能由香港迪亚而非甘肃世桓来承担补偿义务。本案再判决书也强调了这一观点。

[17] 胡晓珂:“风险投资领域‘对赌协议’的可执行性研究”,载《证券市场导报》2011 年 9 月号。

[18] 徐子良:《“民商事”审判中经济法思维之应用》,法律出版社 2012 年版,第 135 页。

其次,估值调整协议的正面价值远大于其负面价值。此类协议的签订有助于在具有较大不确定性的情况下鼓励投资。<sup>[19]</sup> PE 投资的对象具有高风险,具有较大的不确定性。通常的投资决策要进行尽职调查,有时尽管花费较多的人力和财力仍难以掌握真实情况。而估值调整协议在全球 PE 界如此盛行的根本原因,在于它使投资方在信息不完全明朗时仍可做出投资决策,从而大大降低了交易双方的成本,达到了科斯定理所要求的通过制度设计降低交易成本的目的<sup>[20]</sup>,同时也间接地控制了管理层的“道德风险”,形成了有效的激励机制。因此,估值调整协议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,能间接的创造价值。至于其负面价值,比如,可能引起被投资企业盲目追求短期目标,或者有时会引起控股权的变动并进而引起股价的大幅波动,则可以通过充分披露等手段尽量消除。

## 五、堵不如疏:估值调整协议的司法应对

综上所述,估值调整协议为创业者提供了资金支持,在目前资本市场不利于中小企业融资、民间借贷活跃的市场情况下,尤其具有重要意义。从这个角度出发,对于估值调整协议,法律的态度应该是“疏”而不是“堵”。笔者认为,一方面,估值调整协议作为一种投资估值工具,

---

[19] 经济学界则用不完全契约理论来说明这一点。该理论认为,当目标公司的成长性存在较大的不确定性时,即便契约的参与方采取了各种手段,仍存在不能详细说明企业在未来可能发生的状态。因此是一种不完全的契约状态。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。在双方信息不对称的情况下,法庭通过认可不完全契约,可以迫使有信息优势的一方主动揭示信息。参见杨瑞龙、聂辉华:“不完全契约理论:一个综述”,载《经济研究》2006年第2期。

[20] 科斯定理认为,在分配产权时,分配者应该尽量减低有可能出现的交易成本,使市场参与者能够进行交易,这样市场才能够达到有效率最终状态。参见维基百科相关词条,载 <http://zh.wikipedia.org/wiki/%E7%A7%91%E6%96%AF%E5%AE%9A%E7%90%86>,2013年3月2日访问。

它是中性的,如果工具使用者的动机不纯,让外界有“赌”的感觉,法律也不能因此怪罪工具进而否认估值调整协议的效力,否则就是因噎废食。另一方面,在金融创新层出不穷的时代,司法的滞后是一种必然状态,尤其是采用成文法制度的国家。这种滞后往往带来不确定性。正是由于司法的不确定性,实践中为了避免麻烦,各方当事人一般在境外设立离岸公司,通过离岸公司作为载体来运作估值调整协议,如果发生争议,也极少进入我国司法领域进行处理。本案中,在最高人民法院再审判决出来之前,原审判决让业界一片哗然。<sup>[21]</sup> 如果司法一直以一种守旧的态度来对待新事物,则会形成经济发展的阻力。正如经济学家研究历史所发现的,资本积累需要法律保障,如果没有能够长期促进和保障资本累积的法律制度环境,则经济发展难以成功。<sup>[22]</sup>

当然,对于估值调整协议的负面影响,也应通过疏导来消除。估值调整协议并不是解决一切问题的灵丹妙药,不应鼓励所有企业在解决资金短缺时都采用估值调整协议。首先,对于企业来说,如果有更好的方式筹集资金,完全可以不采用估值调整协议,无须承担不必要的风险。即使选择了估值调整协议,也需要对协议的具体条款与内容认真分析,在博弈之后最终做出适合企业实际和需要的理性决策。其次,对于投资方而言,不能因为分摊了风险之后,就忽视了对被投资企业的前期调查与后续经营。这一点国内的 PE 投资方尤其需要重视。海外 PE 注重的是对企业的长期投资,不仅对其进行股权融资,还在改判公司治理结构、加强竞争力方面提供各种支持,投资年限较长,而国内 PE 更多的是一种短期投机获利的心态,不参与所投资公司的管理和运营,不创造价值而仅是一种财富分割行为。<sup>[23]</sup> 笔者认为,不改变这种心态,很有可能与被投资方一起陷于双输的结局。最后,由于 PE 投资的终极目的往往是上市变现,作为相关监管部门而言,应要求企业在上市时披露估值调整协议内容,将决定权留给市场,让市场来判断相关风险并采取相应的投资策略。

[21] 目前研究估值调整协议的学术文章,几乎没有观点认为此类协议应认定无效。

[22] [秘鲁]赫尔南多·德·索托:《资本的秘密》,王晓冬译,江苏人民出版社 2000 年版。

[23] 何朝丹:“从 PE 腐败问题看后危机时代的中国资本市场监管”,载《证券法苑》(第 3 卷),法律出版社 2010 年版。