对赌协议中市值调整条款的效力认定

胡改蓉*　梁恒奕**

摘要：《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)》第82条将市值调整条款一律认定为无效,其主要理由在于市值挂钩可能诱发市场操纵,但这一处理实际将潜在的履行风险直接转化为合同效力判断。市值调整条款应依合同效力与合同履行的二元区分路径进行评价：市值挂钩本身具有相应的商业合理性,与市场操纵之间不存在必然联系,不能单独构成合同无效事由,还应根据对赌义务主体作差异化判断,即上市公司直接承担回购、补偿义务的应为无效,控股股东、实际控制人以自有财产承担责任的原则上有效;在合同履行层面,市场操纵等违法行为原则上不应反向影响条款效力。由此,市值对赌的规制应从统一否定合同效力转向差异化效力判断与履行行为规制,并通过市场操纵行为识别、信息披露与声誉机制形成配套约束,以兼顾上市公司资本约束、证券市场秩序与商人意思自治。

关键词：市值调整条款　上市公司　双控人　合同效力　市场操纵

一、问题的提出

2016年12月,房某某、梁某某与高科新浚、高科新创达成协议,由后者向房某某、梁某某控制的绍兴闰康增资1亿元以投资江苏硕世,并约定江苏硕世上市满6个月后,投资方可要求房某某、梁某某或绍兴闰康回购合伙份额收益权,价格按发出回售通知前30个交易日股票收盘价均价计算。2020年7月13日,投资方发出通知,但义

*　华东政法大学经济法学院教授,博士生导师。

**　华东政法大学经济法学院博士研究生,贵州警察学院法律系助教。

务人逾期未付款,高科新浚遂起诉请求支付回购款及利息。一、二审均驳回诉请,认为该定价与二级市场短期股价挂钩,涉及金融交易秩序和国家金融安全,属于合同法第52条第(四)项损害社会公共利益的无效情形。[①] 对于法院的这一裁判结果,学界多持赞成态度,认为涉案条款之所以无效,并非仅因违反披露、清理要求,而在于条款使回购价直接挂钩短期市值,可能背离估值调整目的,结合回售前后股价异常波动,该机制可能诱发或伴随市场操纵,损害价格形成机制、交易秩序和金融安全,应因违背公序良俗而认定为无效。[②]

在"南京高科"案的基础上,最高人民法院于《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)》(下称《公司法司法解释(征求意见稿)》)第82条,对投资者与上市公司或者其控股股东、实际控制人约定以市盈率、市净率等股票市值指标作为回购、金钱补偿条件的安排作统一无效评价。[③] 围绕第82条,反对"一律无效"者指出,该规则否定融资方改善经营以实现市值目标的正当行为,过于武断,[④]还有可能抑制融资与流动性、助长短视经营,并且市值对赌并非必然伴随操纵,一律无效有违有效推定和比例原则。[⑤] 此外,通过合理机制和强制披露亦可控制风险,绝对无效反会压制创新、诱发隐蔽规避。[⑥] 而支持者则认为,回购或补偿与短期股价绑定,会诱使当事人操纵价格以促成条件成就,破坏价格形成机制、市场秩序和投资者利益,明确条款无效可消除激励扭曲,从源头预防操纵。[⑦]

但是,"一律无效"的立场是否具有合理性?市值调整条款的效力判断应遵循怎样的法理路径?这些问题仍然值得思考。

---

① 可参见上海市高级人民法院(2021)沪民终745号判决。

② 参见李建伟教授对"南京高科"案的点评,https://www.pkulaw.com/pfnl/08df102e7c10f2061686d8dcfe3bd06dac4f947ae3d67ac2bdfb.html,2026年1月7日访问。

③ 《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)》第82条:"投资者与上市公司或者其控股股东、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,由公司或者其控股股东、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,人民法院应予支持。"

④ 参见刘斌教授对《公司法司法解释(征求意见稿)》的修改意见,https://mp.weixin.qq.com/s/iYxot6yxIQRG0bMbGZCd9Q,2026年1月7日访问。

⑤ 参见黄学里、陈检:《市值挂钩型对赌条款的效力认定刍议——从国内首例市值对赌无效案切入》,载中国法学会商法学研究会2025年年会论文集。

⑥ 参见张梁、施仪欣:《论与上市公司市值挂钩的对赌协议之效力——兼评〈公司法司法解释(征求意见稿)〉第82条》,载中国法学会商法学研究会2025年年会论文集。

⑦ 参见2025年11月5日举办的"新公司法司法解释对赌协议条款专题研讨会"上专家学者的发言,https://finance.china.com.cn/roll/20251106/6276610.shtml,2026年1月7日访问。

二、“市值调整条款”一律无效论的反思

（一）一律无效论的自由悖论：商人自治的过度抑制

已有研究表明，上市公司的基本面质量与公司股价之间具有显著的正相关性，即基本面越好的公司，其股价表现也越好，公司市场定价逐渐向基本面靠拢，股价能够体现公司的真实质量差异。① 正因为能够反映公司基本面，以公司股价、公司市值等指标作为对赌条件，便具备商业合理性。既然市值对赌具有商业合理性，当事人选择该指标的自由即应受尊重。风险投资为初创企业提供资金，融资方接受投资方可能的机会主义风险，是为换取低成本融资，②其接受条款本身就说明交易更具经济性。③投融资关系本属双方互利的复杂合作，④理性商人会依融资需求、融资能力和标的判断，经磋商决定是否采用市值指标。⑤ 商主体以自主选择、利益计算和风险自负取得的交易正当性，⑥不应仅因采用市值指标而被否定。

当然，20 世纪以来，各国立法均已通过公序良俗限制契约自由，⑦并将公序良俗原则作为意思自治原则的“配套”制度，以对意思自治进行必要限制。⑧ 目前的共识是，过分扩张意思自治会影响国家治理，损害司法公信，但若过度解读公共秩序的范围也容易损害正常的市场经济，因此，应在尊重当事人意思的前提下，以公共秩序对意思自治加以必要约束，以期国家和社会的整体秩序不被破坏，公共利益得以维护。⑨既然学界共识指向“在尊重意思自治的前提下以公共秩序加以必要的约束”，那么问题的关键便在于，对于市值调整条款而言，何种程度的公共秩序干预是“必要”的？对此，比例原则的适合性原则、必要性原则和均衡性原则，⑩便提供了有益的思考框架。

---

① 参见靳馥境、姜富伟等：《优胜劣汰还是逆向选择——基于上市公司质量与股价表现关联的研究》，载《管理科学学报》2025 年第 2 期。

② See D. Gordon Smith, Venture Capital Contracting in the Information Age, 2 J. Small &Emerging Bus. L. 133, 134 - 135(1998).

③ 参见张波、费一文等：《“对赌协议”的经济学研究》，载《上海管理科学》2009 年第 1 期。

④ See D. Gordon Smith, Venture Capital Contracting in the Information Age, 2 J. Small & Emerging Bus. L. 133, 138 - 139(1998).

⑤ 参见徐睿：《以目标公司作为对赌义务人的合同效力研究》，载《证券市场导报》2015 年第 5 期。

⑥ 王兰：《商主体设定规范结构研究——基于法的现代性考察》，载《河北法学》2010 年第 11 期。

⑦ 参见黄喆：《合同效力之判定与公序良俗》，载《南京社会科学》2014 年第 4 期。

⑧ 参见王利明：《论无效合同的判断标准》，载《法律适用》2012 年第 7 期。

⑨ 参见贺小荣：《意思自治与公共秩序——公共秩序对合同效力的影响及其限度》，载《法律适用》2021 年第 2 期；于飞：《〈民法典〉公序良俗概括条款司法适用的谦抑性》，载《中国法律评论》2022 年第 4 期。

⑩ 参见黄忠：《比例原则下的无效合同判定之展开》，《法制与社会发展》2012 年第 4 期。

首先,适合性原则要求干预手段有助于实现维护公共秩序的目的,规制市场操纵行为当然有助于维护市场秩序,但宣告市值调整条款整体无效明显超出了实现这一目的的要求;其次,必要性原则要求在所有同等有效的干预手段中,选择对私人自治损害最小的那一种,仅因可能存在市场操纵风险就认为市值调整条款一律无效,不符合"最小干预"的要求;最后,均衡性原则要求干预的收益与成本相称,如果以牺牲商事主体的契约自由、抑制金融创新为代价,换取对市场操纵风险的彻底消除,似乎会造成"因噎废食"的制度失衡。因此,就市值指标的选择本身而言,不能因为该种商业安排可能关涉社会利益而一概否定其效力。

(二)一律无效论的逻辑困境:相似风险的特殊处理

从文义看,《公司法司法解释(征求意见稿)》第82条所称市值调整条款,是以股票或公司市值作为回购、补偿触发条件的约定条款,"南京高科"案争议条款却以回售通知前30个交易日收盘价均值计算行权价格,回购触发条件是上市满6个月。对比来看,前者决定是否触发,后者决定触发后的价格,二者并不相同。第82条实质上将"南京高科"案的行权定价问题前移至触发条件,此种安排会产生相似情形不同处理的逻辑矛盾。

不可否认,以股票市值作为回购或金钱补偿的触发条件,的确可能诱发融资方采取财务造假等违法手段达成约定条件,[①]但采取欺骗、伪造等手段以触发约定条件,并非仅存在于股票市值调整情形下,融资方通过非法手段达成业绩指标的情况屡见不鲜。例如,2015年,海伦哲以2.6亿元收购连硕科技,为达到业绩承诺,连硕科技在四年间持续虚增收入和利润;[②]2015年,特发信息以1.9亿元收购特发东智,为兑现业绩,原管理团队持续财务造假,人为操控利润。[③] 上述事例表明,履行阶段的违法风险并非市值对赌所独有,传统业绩对赌同样可能形成促使目标公司或其管理层通过不当方式实现约定指标的激励。而业绩承诺本身也会引发短期机会主义行为,并导致经济"脱实向虚",原因在于管理层始终有提升承诺期内公司业绩的动力,但这种动力很可能会引发各种不良行为。[④] 此外,以回购方式提升股价本就类似于市场操纵行为,[⑤]股

① 参见王蓓蓓:《对赌协议回购权纠纷实务疑难问题研究》,载《法律适用》2025年第8期。

② 参见凤凰网资讯报道:"高空作业车龙头海伦哲起诉连硕科技原股东:一审获赔2.34亿元,被告之一中亚图投资已被责令关闭",载https://news.ifeng.com/c/8musRBZl7OY?ch=ttsearch,2026年1月7日访问。

③ 参见南方日报报道:"特发信息并购合同诈骗案一审落槌,超1.7亿元资产待追缴",载https://www.nfnews.com/content/VoQVg1LAy5.html,2026年1月7日访问。

④ 参见张鹏:《业绩承诺、机会主义与企业金融化》,载《经济学动态》2021年第12期。

⑤ See Ok-Rial Song, Hidden Social Costs of Open Market Share Repurchases, 27 J. Corp. L.425, 427-428(2002).

份回购极易滋生市场操纵，但股份回购却不能被简单规定为市场操纵的例外情形。[①] 对于存在市场操纵可能性的股份回购，我国的立法态度是禁止借股份回购之名实施市场操纵行为，而非一律禁止股份回购。[②] 因此，在其他类型对赌同样可能诱发履行阶段违法行为的情况下，仅因市值挂钩便否定市值对赌的效力，难免陷入风险同质但处理方式迥异的逻辑困境。有观点进一步认为业绩对赌都应一概认定为无效，[③]这实际上动摇了对赌协议的商业基础。

（三）一律无效论的现实抵牾：市值调整机制的广泛适用

虽然从文义理解，《公司法司法解释（征求意见稿）》第 82 条适用于上市公司对赌的情形，但市值调整机制还广泛应用于各类商业实践中。在其他领域应用的市值调整条款，是否也应一律无效？

在我国，对赌协议一开始主要用于私募投资。[④] 现在除对赌协议外，以市值、股价作为权利取得或者调整条件的机制，也广泛存在于股权激励等商业安排中。例如根据迪哲（江苏）医药股份有限公司审议通过的《关于 2022 年限制性股票激励计划首次授予及预留授予部分限制性股票符合归属条件的议案》，公司市值增长率达到一定要求，便是部分限制性股票的归属条件之一；[⑤]小鹏汽车对何小鹏的股权激励计划，则完全与公司股价挂钩，25 亿港元股权激励的唯一指标条件便是公司的股价。[⑥] 已有多家公司在股权激励计划中加入公司市值指标，以此“促进公司市场价值的提升，并有效激发管理层和核心团队的积极性，从而推动公司整体战略目标的实现”。[⑦] 除股权激励，银行证券抵押贷款中也涉及股价指标作为触发条件的问题：当借款方质押给银行的股票价格下跌至一定水平时，银行便会要求借款方追加保证金或补仓。自 2024 年以来，多家上市公司实控人或董事长为了减缓质押股份的平仓风险，实施了市场操纵行为。[⑧]

---

① 参见朱庆：《上市公司股份回购中操纵市场行为认定与豁免探讨》，载《证券市场导报》2015 年第 4 期。

② 可参见 2025 年修订的《上市公司股份回购规则》。其中第 7 条规定，“任何人不得利用上市公司回购股份从事内幕交易、操纵市场和证券欺诈等违法违规活动”；第 39 条规定，“利用上市公司股份回购，从事《证券法》第 55 条禁止行为的，中国证监会依照《证券法》第 192 条进行处罚”。

③ 参见王蓓蓓：《对赌协议回购权纠纷实务疑难问题研究》，载《法律适用》2025 年第 8 期。

④ 参见胡援成、肖永明：《契约与兑现：上市公司并购重组业绩对赌靠谱吗？》，载《江西社会科学》2017 年第 11 期。

⑤ 参见“迪哲（江苏）医药股份有限公司关于 2022 年限制性股票激励计划首次授予及预留授予部分限制性股票符合归属条件的公告”，载 https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2025-12-18/688192_20251218_8722.pdf，2026 年 1 月 7 日访问。

⑥ 但需注意的是，小鹏汽车是 H 股上市公司。关于小鹏汽车对何小鹏股权激励计划的详细内容，可见 https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2025/0319/2025031900473_c.pdf，2026 年 1 月 7 日访问。

⑦ 冯心怡：《A 股公司股权激励有望激发市值管理新活力》，载《上海证券报》2025 年 5 月 29 日第 8 版。

⑧ 参见东方财富网报道：“针对操纵市场行为年内监管已下发 16 张罚单合计罚没金额超 12 亿元”，载 https://finance.eastmoney.com/a/202408193159681170.html，2026 年 1 月 7 日访问。

总而言之,与股价挂钩的触发条件在诸多商业领域有着广泛适用性,如果仅在对赌协议中以其与市值挂钩为由而认定无效,则会导致法律适用上的逻辑困境。

三、效力认定的二元解构:合同效力与合同履行的界分

(一)市值挂钩本身不构成无效事由

市值调整条款效力应依民事法律行为效力理论,围绕条款本身判断。依《中华人民共和国民法典》(以下简称《民法典》)及《合同编解释》第17条,[①]应先审查是否违反法律、行政法规的效力性强制规定;无具体规定时,再审查是否违反公序良俗。[②] 现行法律、行政法规并未因采用市值指标作为对赌条件而直接规定相关约定无效,故关键即在于其是否违背公序良俗。

在我国目前的司法实践中,各类监管规则,特别是金融监管规则,实际上是借助公序良俗这一通道成为判断合同无效的依据。以违反公序良俗为由认定违反规章、监管规则的合同无效,必须深入分析监管目的,审慎回答为何仅在当事人之间发生效力的协议,会对公共利益构成冲击。[③] 其原因在于,若轻易以损害公共利益为由将下级位阶规范引入合同效力评价,《民法典》将影响合同效力的强制性规定严格限定于法律、行政法规层面的立法目的将被完全架空。[④] 循此思路,从现行有效的《监管规则适用指引——发行类第4号》(下称《规则指引4号》)第4-3条的文义看,[⑤]监管规则虽将"对赌协议是否与市值挂钩"列为重点核查事项,但并未要求凡与市值挂钩的对赌协议均须清理,而是要求进一步审查其是否符合股权清晰稳定、会计处理规范等要求。虽然该规则主要适用于发行上市审核环节,但其处理方式至少表明,在现行监管规范体系中,"与市值挂钩"本身尚未被给予当然的否定性评价。既然监管规则尚未将市值挂钩一概视为不可接受的交易安排,则更难仅借助其背后的公序良俗直

① 《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1款:"合同虽然不违反法律、行政法规的强制性规定,但是有下列情形之一,人民法院应当依据民法典第一百五十三条第二款的规定认定合同无效……"

② 参见王利明:《论合同违背公序良俗——以〈合同编解释〉第17条为中心》,载《求是学刊》2024年第3期。

③ 参见刘贵祥、吴光荣:《关于合同效力的几个问题》,载《中国应用法学》2021年第6期。

④ 参见黄喆:《合同效力之判定与公序良俗》,载《南京社会科学》2014年第4期。

⑤ 中国证监会《监管规则适用指引——发行类第4号》第4-3条:"投资机构在投资发行人时约定对赌协议等类似安排的,保荐机构及发行人律师、申报会计师应当重点就以下事项核查并发表明确核查意见:……三是对赌协议是否与市值挂钩;……存在上述情形的,保荐机构、发行人律师、申报会计师应当审慎论证是否符合股权清晰稳定、会计处理规范等方面的要求,不符合相关要求的对赌协议原则上应在申报前清理。"

接否定市值调整条款的效力。

更为关键的是,市场操纵与合同效力之间并不存在必然关联。有学者在分析定向增发保底协议效力时就指出,操纵股价既可发生于协议签订之前,也可发生于签订之后,因而与协议效力之间不存在必然联系。[①] 当强制性规定旨在规制履行行为时,违反该规定原则上不影响合同效力,仅发生行为无效的法律后果,[②]因此,只要条款内容本身不违反效力性强制性规定,也未直接扰乱市场公共秩序,则应以行为作成时为标准判断其是否违反公序良俗,[③]即便在履行阶段存在市场操纵行为,也不应反向否定市值调整条款的效力。

从金融司法与金融监管的互动关系看,上述区分也更符合制度分工。我国规制市场操纵行为的现行体制,本就以行政执法为主导,[④]而司法的主要功能在于事后救济,并非事前替代监管。[⑤] 此外,法院的决策信息具有"地方性知识"特征,难以高频接触金融市场前沿,故不宜在合同效力判断中替代监管机关进行事前风险防控。[⑥] 因此,监管措施本身就是对私人自治损害更小的替代规制路径。以股权代持为例,有学者提出,可通过行政处罚、章程约束等方式维护公共利益,无需否定代持协议效力;[⑦]对于其他类型的合同,若行政追责、违约责任等替代方式足以实现规范目的,也不应轻易否定合同效力。[⑧] 民事否定评价的必要性,应考量行政处罚、刑事处罚是否不足以实现规范目的,即遵循"最小工具标准"。[⑨] 若仅因市值指标可能诱发市场操纵即否定其效力,容易使合同效力规则承担原本属于金融监管的风险预防功能,并进一步引发金融司法监管化以及裁判预期不稳定等问题。

因此,就第 82 条所特别关注的市场操纵风险而言,潜在的市场操纵风险不应当然转化为合同无效事由,以市值指标作为对赌条件本身也不足以构成市值调整条款无效的理由。不过,否定"市值挂钩一律无效"并不意味着不同主体承担回购、

---

① 参见李燕:《定向增发保底协议效力的司法判定》,载《法商研究》2020 年第 4 期。

② 参见姚明斌:《"效力性"强制规范裁判之考察与检讨——以〈合同法解释二〉第 14 条的实务进展为中心》,载《中外法学》2016 年第 5 期。

③ 参见黄喆:《合同效力之判定与公序良俗》,载《南京社会科学》2014 年第 4 期。

④ 参见汤欣、高海涛:《证券市场操纵行为认定研究——行政处罚案例的视角》,载《当代法学》2016 年第 4 期。

⑤ 参见鲁篱:《论金融司法与金融监管协同治理机制》,载《中国法学》2021 年第 2 期。

⑥ 参见杨秋宇:《司法裁判参与金融协同治理的界限——以合同违法无效规则的运用为中心》,载《西南交通大学学报(社会科学版)》2025 年第 4 期。

⑦ 参见陈秋竹:《金融监管规则介入司法裁判的合理性及其限度——基于穿透式监管对商事合同效力认定的影响》,载《南方金融》2021 年第 3 期。

⑧ 参见何东宁:《金融司法适用监管政策的实践审视与路径优化》,载《中国应用法学》2024 年第 6 期。

⑨ 参见苏盼:《论金融监管规则的司法考量》,载《交大法学》2024 年第 4 期。

补偿义务时均应作相同评价。市值调整条款的具体效力,仍需结合义务主体进一步判断。

(二)义务主体的差异化效力判断:上市公司对赌与双控人对赌

市值挂钩本身不构成无效事由,并不意味着第82条所涵盖的不同主体的市值对赌均应作相同评价。上市公司与其控股股东、实际控制人是相互独立的法律主体,由何者承担回购、补偿义务,直接决定履约财产来源及其风险外溢范围。对此,应当针对不同对赌主体进行差异化分析。

对于由双控人作为相对方,与投资人签订对赌协议的,原则上应为有效。这是因为双控人与上市公司是相互独立的不同法律主体,双控人以自有财产承担对赌失败的责任,影响的仅是其本身资信,不会产生对上市公司资产安全的外溢风险。这种由上市公司以外的利益相关方承担对赌责任的情形,属于基础股权投资关系之外的第三方增信,并不改变上市公司与投资者之间的股权投资关系。①

而对于投资人直接与上市公司进行的对赌,应认定无效。理由在于,与上市公司直接对赌,会影响上市公司的资产信用,如约定的市值目标未达成而触发回购、补偿义务,上市公司直接以自身资产履行对赌失败的业绩补偿或股权回购,势必影响资本市场中未参与对赌谈判的公众投资者的权益。上市公司股权分散、公众股东人数众多,公众股东通常既未参与对赌谈判,也无法就相关风险转移作出同意,这与股东人数有限、协商基础较强的封闭公司明显不同。因此,一旦市值条件未成就即由上市公司回购股份或者支付补偿,实际上是以公司财产为特定投资者提供额外的风险保障,使其部分摆脱因股票价格波动而本应自行承担的投资风险,并将由此产生的成本转移至公司及其他股东。② 故而,对于上市公司直接承担回购、补偿义务的,应认定无效。

这里需强调的是,与上市公司对赌无效的理由并非市值指标本身存在问题,而在于上市公司承担对赌责任改变了股权投资的风险承担结构,因此不宜允许上市公司通过私人约定向特定投资者提供由公司财产支持的收益保障。与此不同,双控人以自有财产承担回购或者补偿责任,并不当然造成上市公司资产减损,也不改变上市公司与投资者之间的股权投资关系,在不存在其他无效事由时,此类市值对赌原则上应

① 参见陈洁:《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》,载《清华法学》2026年第2期。

② 参见刘俊海:《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》,载《财经法学》2026年第2期。

认定有效。当然,主体区分不能仅停留于合同名义。实践中虽约定由双控人承担责任,上市公司仍可能通过担保、差额补足、流动性支持等方式为其履约提供资助,或者双控人借助关联交易、资金占用等方式将私人对赌成本转移至上市公司。[①] 对此,仍应结合具体交易安排,判断对赌责任是否实际由双控人以自有财产承担,以及上市公司是否另行承担担保、财务支持等法律义务。

综上分析,《公司法司法解释(征求意见稿)》第82条不宜将投资人与上市公司、双控人的市值对赌一概认定无效,而应根据对赌义务主体及实际风险承担方式作差异化评价:上市公司直接承担回购、补偿义务的,应认定无效;双控人以自有财产承担责任的,原则上应认定有效。至于市值对赌在履行过程中可能伴随的市场操纵风险,则不宜继续作为合同效力判断的依据,而应转入履行行为层面作独立评价。

(三)履行行为的独立评价:市场操纵行为与市值调整条款的效力区分

合同履行中可能存在的市场操纵行为,已为证券法第55条所明令禁止,[②]故市场操纵应在履行行为层面受到否定性评价。这是因为市场操纵行为损害了市场定价功能,扭曲了正常的供求关系,影响了相关经济指标功能的发挥,[③]本质上损害了市场秩序。[④] 从我国刑法将操纵证券、期货市场罪规定在"破坏金融管理秩序罪"一节中,也可以看出市场操纵行为所侵害的法益,正是证券市场的秩序。[⑤] 因此,就本质而言,当事人以市场操纵手段促成约定的股价或市值条件成就的,该行为应属无效。

但是,正如前所述,履行阶段的无效事由,原则上并不影响合同效力。一方面,从违反效力性强制性规定的角度看,证券法第55条规范的是履行行为,而非合同效力问题;[⑥]另一方面,从违反公序良俗的角度看,虽然操纵市场会损害市场秩序,应为无效,但是否实施市场操纵行为与是否适用市值调整条款,二者之间不存在绝对的相关性。对市值调整条款而言,应当禁止或否定的是借市值调整条款名义实施的市场操纵行为,而非市值调整条款本身。

---

① 参见黄尹旭:《资本市场公共性视角下对赌协议的治理逻辑与制度优化》,载《中国法学》2026年第4期。

② 《中华人民共和国证券法》第55条第1款:"禁止任何人以下列手段操纵证券市场,影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量……"

③ 参见孙宝玲:《操纵市场类型化认定的理论审思与制度构造》,载《财经法学》2024年第2期。

④ 参见北京市西城区人民法院(2018)京0102行初262号判决书。

⑤ 参见刘宪权:《金融犯罪刑法学原理》,上海人民出版社2017年版,第206页。

⑥ 这是因为,只要否定了履行阶段的市场操纵行为,即足以实现《证券法》第55条的规范意旨,并无必要波及以之为义务内容的对赌协议及其市值调整条款。关于何为"独立的履行行为规制",可参见姚明斌:《"效力性"强制规范裁判之考察与检讨——以〈合同法解释二〉第14条的实务进展为中心》,载《中外法学》2016年第5期。

当然,如果投融资双方必然以市场操纵的方式达成股价或市值条件,则属于《合同编解释》第16条规定的“履行必然导致合同无效”情形,[①]应当认为市值调整条款无效。所谓“履行必然导致合同无效”,是指一开始就意图使用非法行为履行合同义务,[②]德国法上的例子是,缔结承揽合同时,不提供发票的偷税行为不导致合同无效,但偷税是合同主要目的时合同无效。[③] 这种情形与非法目的合同有些类似,即如果当事人的订约目的已经违反公共利益,则法律需要进行否定性评价。[④] 此时应特别注意区分合同目的与合同动机。正如“如果仅以麻将可以用于赌博,菜刀可以用于实施犯罪,因此就宣告相关合同(购买麻将机和菜刀)无效,就会使一些基本消费品的买卖变成违法行为而被认定无效”,[⑤]故只有当市值调整条款与相关条款能够明确表明当事人的操纵目的时,才能认定市值调整条款无效。

总之,除双方当事人本就以市场操纵为目的外,履行阶段的操纵行为并不影响市值调整条款的效力。对于前述依法有效的市值对赌安排,当投资方或融资方一方操纵市场时,不因其违法行为而导致市值调整条款无效,以此保护相对方的合同请求权;[⑥]当双方各自实施市场操纵行为时,不必考察各方是否明知对方违法,因为“主张无效方本身违法”有违诚实信用原则。[⑦]

四、市值调整条款的规制重心与利益再平衡

(一)市场操纵风险的规制重心:履行阶段

市值调整条款的效力认定,既是合同效力与合同履行二者关系的“技术性”问题,更是意思自治所代表的个体交易自由、商业创新活力、金融效率追求与公共秩序所代

① 《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16条第2款:“法律、行政法规的强制性规定旨在规制合同订立后的履行行为,当事人以合同违反强制性规定为由请求认定合同无效的,人民法院不予支持。但是,合同履行必然导致违反强制性规定或者法律、司法解释另有规定的除外。”

② 参见易军:《论合同违反强制性规定无效的判断标准——以〈民法典合同编通则解释〉第16条为中心》,载《清华法学》2024年第1期。

③ 参见税兵:《超越民法的民法解释学》,北京大学出版社2018年版,第271页。

④ 参见黄忠:《违法合同效力论》,法律出版社2010年版,第71页。

⑤ 王利明:《论依规范目的认定合同无效:以〈合同编通则解释〉第16条为中心》,载《中国法学》2024年第6期。

⑥ 参见姚明斌:《“效力性”强制规范裁判之考察与检讨——以〈合同法解释二〉第14条的实务进展为中心》,载《中外法学》2016年第5期。

⑦ 参见姚明斌:《“效力性”强制规范裁判之考察与检讨——以〈合同法解释二〉第14条的实务进展为中心》,载《中外法学》2016年第5期。

表的证券市场公平、投资者利益保护之间的利益冲突与平衡问题。而平衡的关键，便是在合同效力与合同履行的二元区分下，将规制市场操纵风险的重点聚焦于履行阶段，实现对市场操纵行为的有效遏制。就市值挂钩本身而言，效力评价首先解决当事人能否选择市值指标作为风险与收益的分配工具，至于具体条款效力，还应结合义务主体及实际风险承担方式判断。在前述差异化效力判断的基础上，利益再平衡的重点应转向履行阶段，对借助市场操纵促成或者阻止市值条件成就的行为进行重点规制。在相关给付安排本身合法有效的前提下，若市值指标经由正常市场交易形成，当事人依约主张回购、补偿或者价格调整，自应受到法律保护；若市值指标是通过拉抬股价、打压股价、虚假申报、误导性信息披露等不正当方式形成，则应对相关行为作出否定评价。此时，就市场操纵风险而言，被否定的不是市值调整条款这一交易安排，而是借该安排实施的具体市场操纵行为。

据此，首先需要解决的是市场操纵行为的识别问题，只有准确识别行为与条款利益之间的关联，才能将正常市场行为与借市值调整条款实施的市场操纵行为区分开来。其次，需要借助信息披露制度提高市值条件成就过程的透明度。最后，还应发挥声誉评价机制的辅助约束功能。

（二）市场操纵行为的识别

市值调整条款以股价或公司市值为触发条件，决定了其与一般的市场操纵不同，履行阶段的市场操纵往往围绕行权窗口期展开，操纵动机、行为方式与证明路径均呈现出鲜明的“条款驱动”色彩。

从操纵动机看，市值调整条款会在不同主体之间形成方向相反的激励，但具体操纵方向取决于条款的触发机制与定价机制。对于以股价、市值低于约定标准作为回购或补偿触发条件的安排，权利人可能具有促使条件成就的动机，义务人则可能具有阻止条件成就的动机；若回购价格本身又与股票价格挂钩，则当事人的利益方向还可能随定价方式发生变化。“南京高科”案的回购价格以“发出回售通知前30个交易日收盘价均价”计算，因此，只需在关键窗口内对股价施加影响，即可能显著改变回购价格；对于真正以市值指标作为触发条件的条款，相关行为还可能影响条件是否成就。这种围绕特定时间窗口和条款利益实施的操纵更具针对性，也增加了识别难度，因而，不能仅以行权窗口期内股价上涨或下跌推定操纵存在，而应结合条款结构、交易方向、账户行为、交易时点等因素综合判断行为是否具有影响证券价格、制造虚假交易信号等操纵意图。

在证明路径上,主观故意的认定始终是区分操纵与合法交易的核心。[①] 对于市值调整条款,应重点关注以下异常信号:行权窗口期内交易量显著放大且集中于少数账户;买卖方向与条款利益方向高度一致;交易时点精准围绕回购等的关键日期;信息披露频率异常且内容与行权条件关联密切。美国法院近年来亦采用数据驱动的认定方法,在Set Capital案中,法院结合既往波动事件中的交易影响、相关产品发行规模及事发时集中交易等事实,认为有关事实足以支持操纵故意的推断;[②]在Harrington案中,法院则是依据毫秒级订单取消、诱饵订单与真实订单的悬殊比例认定幌骗(spoofing)行为。[③] 这表明客观数据的综合推断已成为主观故意认定的重要路径。

(三)信息披露制度的运用

在市值调整条款的规制体系中,信息披露扮演着关键角色。充分的披露可以使监管者与投资者判断行权窗口期的交易是否异常,通过信息透明压缩操纵空间,也可避免因直接否定市值调整条款而否定当事人的商业安排。

信息不对称是股票市场操纵成功的必需条件,增强信息透明度则有助于抑制操纵行为。[④] 新证券法的实施已证明,对信息披露的强化能显著抑制操纵行为,尤其对信息披露质量较差的公司效果更为明显。[⑤] 此外,高质量的信息披露还能向市场传递公司治理水平良好的信号,稳定投资者情绪,减少非理性跟风交易,从而进一步降低操纵成功的概率。[⑥] 对于达到重大性标准、足以影响投资者判断或者证券交易价格的市值对赌安排,信息披露应当覆盖协议订立、存续和履行的重要阶段。依法触发披露义务后,上市公司应当披露协议主体、触发条件、调整机制以及实际履约资金来源等核心信息,使投资者能够判断相关安排所产生的风险。协议存续期间,触发条件、义务主体或者履约资金来源等重要事项发生重大变化的,应当及时更新披露;进入行权阶段后,行权价格计算依据、履约进展以及与行权相关的异常交易等达到披露标准的信息,亦应及时予以披露。尤其是在双控人承担回购、补偿义务的情形下,披露重点

① 参见汪青松、张汉成:《新〈证券法〉下市场操纵行为规制的实证检视与完善》,载《学术研究》2023年第2期。

② Set Capital LLC v. Credit Suisse Grp. AG, 996 F.3d 64 (2d Cir. 2021).

③ Harrington Glob. Opportunity Fund, Ltd. v. CIBC World Mkts. Corp., 585 F. Supp. 3d 405 (S.D.N.Y. 2022).幌骗行为(spoofing)的核心目的在于诱骗他人从事超出证券真实价格的交易行为但自己不做真实交易。See Tom C.W. Lin, The New Market Manipulation, 66 Emory L.J. 1253, 1288-1290 (2017).

④ 参见赵涛、郑祖玄:《信息不对称与机构操纵——中国股市机构与散户的博弈分析》,载《经济研究》2002年第7期。

⑤ 参见李志辉、胡进展、李梦雨:《法制建设与股票市场操纵》,载《中央财经大学学报》2025年第8期。

⑥ 参见李志辉、李向楠、季山:《上市公司信息披露质量对市场操纵的影响研究》,载《财经科学》2025年第2期。

还应包括其履约资金是否来源于自有财产，以及上市公司是否通过担保、差额补足、资金占用或者关联交易等方式实际承担对赌成本。

在此基础上，应当在强制披露与自愿披露之间形成必要区分。对于已经订立且达到重大性标准的市值对赌安排，协议的存在、主体、触发条件、调整机制及实际履约资金来源等均属于已经形成的交易事实，应当依法纳入信息披露。与此不同，股价或市值是否可能触及约定标准则具有较强不确定性，不宜一概纳入强制披露范围。这类预测性信息，可以通过自愿披露规则加以引导，但不宜当然适用强制披露的启动标准和程序要求，否则可能干扰投资者对重大信息的获取。① 根据现行规则，预测性信息与实际经营情况存在重大差异的，并不当然构成虚假陈述；只有在未对影响预测实现的重要因素进行充分风险提示，预测信息所依据的基本假设和编制基础明显不合理，或者预测信息所依据的前提发生重大变化而未及时更正时，披露义务人才应承担相应责任。② 据此，若上市公司充分揭示不确定性，即不宜仅因预测结果未能实现而认定其构成虚假陈述；但若相关预测缺乏合理基础，隐瞒已经存在的重大不利因素，或者在前提发生重大变化后未及时更正，则不能援引安全港规则免责。③

“以信息披露为基础”的市场监管，其核心原则可归纳为三点，即信息披露的充分性与完整性、真实性与准确性、及时性。④ 在信息披露监管层面，监管重点不在于替代市场主体判断交易是否公平合理，而在于确保足以影响投资判断的信息得到真实、准确、完整、及时披露。以此观之，就市值挂钩所产生的市场操纵风险而言，信息披露较统一否定合同效力更具针对性。

（四）声誉机制的约束功能

当市场参与者获知某上市公司或其双控人存在市值对赌安排，或在条款履行过程中出现可疑交易时，便会重新评估上市公司的治理风险以及双控人、相关义务主体的诚信状况与履约能力。这种评估将直接转化为商业决策：交易对手可能减少合作，金融机构可能提高融资门槛，投资者可能抛售股票。实证研究表明，监管机构对违规公司的处罚公告发布后，公司股价会出现显著的异常损失，且这一损失中仅有极

① 参见王琦：《证券信息公平披露规则的规范分析与检讨》，载《北方法学》2022 年第 2 期。

② 参见高振翔：《证券预测信息“安全港”制度：美国经验与中国镜鉴》，载《证券市场导报》2023 年第 6 期；李震东：《上市公司预测性信息安全港规则的反思与优化》，载《江西社会科学》2024 年第 9 期。

③ 参见陈洁：《证券市场自愿性信息披露的规制》，载《法学研究》2025 年第 3 期；齐萌、韩晴晴：《预测性信息披露背景下的安全港规则：适用障碍与制度完善》，载《上海财经大学学报》2024 年第 2 期。

④ 参见李国秋、崔松月：《信息不对称与强制性信息披露——浅析证券市场监管体系的发展方向》，载《情报科学》2000 年第 11 期。

小部分可归因于罚款本身,绝大部分来自市场的声誉惩罚。①

对于市值调整条款而言,声誉机制的约束力尤为突出。研究发现,企业因违规受到处罚后,其长期贷款与债券在总负债中的比例显著下降,金融机构会下调企业的风险评价,这将严重抑制上市公司的长期融资能力。② 除此之外,数字经济的发展进一步强化了声誉机制的约束效能。研究发现,在数字基础设施发达的地区,高声誉企业一旦违规将面临更严重的股价损失,反映出市场对声誉资本的价值重估。③

当然,声誉机制的有效运行,有赖于信息的真实性与传播渠道的畅通。没有充分、准确、及时的信息公开,市场就无法形成有效的声誉评价;声誉机制又是信息披露制度的自然延伸,当信息被公开后,市场自会做出反应。二者相互支撑、彼此强化,共同构成对市值调整条款履行行为的柔性约束。

市值挂钩本身并不当然违反公序良俗,其潜在的市场操纵风险亦不足以直接否定效力,但上市公司与双控人承担对赌义务的效力评价,却并不相同。上市公司直接承担回购、补偿义务,应作无效评价,双控人以自有财产承担义务的,则原则上应尊重当事人的风险分配。对于合同履行过程中发生的市场操纵,则应在履行行为层面予以独立规制。由此,《公司法司法解释(征求意见稿)》第82条不宜在“一律无效”与“一律有效”之间简单选择,而应形成义务主体差异化的效力判断与履行行为规制相结合的规范结构。

进一步而言,市值调整条款所引发的争议,也反映出资本市场治理中司法与监管、交易自治与公共秩序之间的关系。随着资本市场不断完善,资本市场法治更需要依靠信息披露、行为监管与责任追究以实现对不同风险的精细化治理,而不宜使合同无效规则承担过多的风险预防功能。成熟的资本市场既需要对公司资本、公众投资者与市场秩序保持必要保护,也应为具有真实商业目的和合理风险配置功能的交易安排保留适当空间。如何通过更加清晰的规范分工形成稳定、可预期的市场规则,仍是市值对赌之外更值得关注的问题。

(责任编辑:王昕宸　沙含)

① 参见甘顺利:《金融市场监管:经济处罚与声誉损失》,载《投资研究》2013年第4期。
② 参见朱沛华:《负面声誉与企业融资——来自上市公司违规处罚的经验证据》,载《财贸经济》2020年第4期。
③ 参见赵静梅、何宝露:《企业声誉与违规行为——基于数字经济视角的新考证》,载《金融研究》2025年第7期。