

对赌协议在实践中的裁判观点及案例观察

受新冠疫情持续影响，今年国内宏观经济景气度下降，国内投资形势总体上呈“募资难、投资难、退出也难”的困境，企业的融资环境也不容乐观。在此大背景下，被投企业的发展可能很难达到投资方的投资预期，触发对赌协议的概率增大。目前对赌协议在司法实践中面临的主要问题是履行难。投资方为维护自身权益，更应了解对赌协议履行难之难在何处，掌握破解之道。本文旨在简要梳理对赌协议在我国司法实践中的规范历程，通过案例观察提出应对对赌协议履行之难的一点建议。本文也简要探讨了司法实践中对赌抽屉协议的效力问题。

一、对赌协议的概述

最高人民法院在2019年11月8日印发了《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”），首次在司法层面给对赌协议作了定义，并对其效力进行了明确。《九民纪要》中明确指出，“实践中俗称的‘对赌协议’又称估值调整协议，是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议。”

实践中对赌的主要形式包括现金补偿和股权补偿，具体如下所示：

| 对赌形式 | 协议条款 |
|------|---|
| 现金补偿 | 目标公司未达成与投资方约定的业绩指标时，目标公司或公司股东以现金方式补偿投资方。 |
| 股权补偿 | 股权回购 当触发约定事项时，目标公司或公司股东将以约定的价格（一般为投资方投资款加利息）回购投资方持有的部分或全部公司股权。 |
| | 股权补偿 目标公司未达成与投资方约定的业绩指标时，投资方可以以约定的价格（一般低于首次投资入股价格）或无偿从目标公司股东处受让目标公司股权，增加投资方在公司的持股比例。 |
| | 股权稀释 目标公司未达成与投资方约定的业绩指标时，目标公司应按照约定的价格（一般低于首次投资入股价格）向投资方增发注册资本，增加投资方在公司的持股比例。 |

二、对赌协议的规范历程

（一）《九民纪要》出台前

《九民纪要》出台前，并未有法律法规专门就对赌协议的概念、效力及履行等问题进行明确与规范，仅能通过既往的司法案例探究法院关于对赌协

议的态度。

就投资方与目标公司对赌,最早追溯至 2012 年“海富案”,最高人民法院裁判认为:“海富公司与公司对赌损害了公司利益和债权人利益”,因此驳回海富公司的诉讼请求。此后的司法裁判中大多沿用该观点,即投资方与目标公司对赌无效。但在 2019 年的“华工案”中,江苏省高级人民法院给出了不同的裁判观点,法院认为:“以扬锻集团公司为回购义务主体的回购约定没有违反法律、行政法规的效力性强制规定,签署对赌协议时,扬锻集团公司为有限责任公司,我国《公司法》不禁止有限责任公司回购本公司股份;有限责任公司履行法定程序回购本公司股份不损害资本维持原则和公司债权人利益”。对于投资方与目标公司股东或实际控制人之间的对赌,司法案例裁判观点较为一致,认为对赌协议有效。

(二)《九民纪要》出台后

2019 年《九民纪要》出台,其中对赌协议作了较为完善的裁判指引。《九民纪要》虽然不是司法解释,不能作为裁判依据,但是对统一各级法院裁判思路,规范法官自由裁量权,增强民商事审判的公开性、透明度以及可预期性,提高司法公信力具有重要意义,自此对赌协议在全国司法层面有了较为统一的裁判标准。

《九民纪要》在确立“既要坚持鼓励投资方对实体企业特别是科技创新企业投资原则,从而在一定程度上缓解企业融资难问题,又要贯彻资本维持原则和保护债权人合法权益原则,依法平衡投资方、公司债权人、公司之间的利益”原则的基础上,仍采取二分法就对赌协议的效力和履行提出指导意

见,即区分“投资方与目标公司股东或者实际控制人对赌”和“投资方与目标公司对赌”:

1、投资方与目标公司股东或者实际控制人订立对赌协议

此前司法实践中对该情况下对赌协议的效力及履行并无争议,《九民纪要》继续维持实践中的观点,即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。

2、投资方与目标公司订立对赌协议

《九民纪要》对该情形下对赌协议效力的判定更为审慎。一方面,原则上“投资方与目标公司订立的‘对赌协议’在不存在法定无效事由¹的情况下,目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由,主张‘对赌协议’无效的,人民法院不予支持。”

另一方面,就“对赌条款的实际履行”的判定,《九民纪要》规定,人民法院应当审查是否符合公司法关于“股东不得抽逃出资”及股份回购的强制性规定,判决是否支持其诉讼请求。具体而言:(1)投资方请求目标公司回购股权的,人民法院应当依据《公司法》第 35 条关于“股东不得抽逃出资”或者第 142 条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查,目标公司未完成减资程序的,人民法院应当驳回其诉讼请求。(2)投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的,人民法院应当依据《公司法》第 35 条关于“股东不得抽逃出资”和第 166 条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查,目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的,人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时,投资方还可以依据该事实另行提

¹ 《民法典》中关于合同无效情形的规定:

第一百四十四条 无民事行为能力人实施的民事法律行为无效。

第一百四十六条 行为人与相对人以虚假的意思表示实施的民事法律行为无效。

第一百五十三条 违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为

无效。但是,该强制性规定不导致该民事法律行为无效的除外。违背公序良俗的民事法律行为无效。

第一百五十四条 行为人与相对人恶意串通,损害他人合法权益的民事法律行为无效。

起诉讼。

因此,《九民纪要》实际将投资方与目标公司订立的对赌协议区分为“协议的效力”与“协议是否能够实际履行”两个维度,虽然对赌协议合法有效,也并不意味协议当然履行,法院还应依据《公司法》相关规定,审查对赌协议是否能够实际履行。

三、投资方与目标公司对赌的履行之难及破解之道

(一) 履行之难

1、投资方请求目标公司回购股权受限于减资程序是否完成

根据《九民纪要》的指导意见,投资方请求目标公司回购股权的,目标公司未完成减资程序的,人民法院应当驳回投资方的诉讼请求。经检索相关案例,《九民纪要》出台后,法院均按照该思路进行裁判,如在(2020)最高法民申2957号北京银海通投资中心与新疆西龙土工新材料股份有限公司股权转让纠纷再审案、(2020)最高法民申1191号新余甄投云联成长投资管理中心与广东运货柜信息技术有限公司新增资本认购纠纷、买卖合同纠纷再审案及(2021)京民终495号张冬驹等与南京钢研创业投资合伙企业(有限合伙)股权转让纠纷二审案件等案件中,虽然法院认可投资方与目标公司之间签署的对赌协议合法有效,但均因受限于目标公司未完成减资程序,导致法院认为目标公司因履行不能而未支持投资方请求目标公司回购股权。

因此,投资方只有在依赖目标公司和其他股东的协助完成减资的法定程序²后,方可请求目标公司回购股权。然而,实践中投资方之所以要求目标公司回购股权,通常因目标公司发展状况未达投资方的投资预期,触发对赌协议中的相关约定。此时目标公司是否情愿协助编制相关报表及清单、股东会(很大程度上取决于其他股东,其可能也在寻求自身利益)是否能召开并通过减资决议均存在很大的

不确定性,实际上很多对赌协议纠纷的司法案例中能看到就是因目标公司及其他股东不配合、减资程序无法完成,导致投资方请求回购的诉求未能获法院支持。

2、投资方请求目标公司承担金钱补偿义务受限于目标公司是否存在利润

根据《九民纪要》的指导意见,如对赌形式为金钱补偿,投资方请求目标公司承担补偿义务受限于目标公司是否存在利润,且该利润应为按照《公司法》第166条的规定弥补亏损、提取公积金后所余税后利润。例如在(2020)鄂05民初31号上海平宸投资管理有限公司与湖北邓村绿茶集团股份有限公司、黄宗虎请求公司收购股份纠纷案中,湖北省宜昌市中级人民法院认为投资方要从公司获得金钱补偿,只能从公司可以分配的利润中支付,否则就构成抽逃出资,但目标公司处于亏损状态,无利润可供分配,故投资方主张的金钱补偿对目标公司不发生效力。

目标公司在经营不达投资方预期或亏损的情形下触发对赌协议中的金钱补偿义务时,一方面目标公司是否有利润难以确定;另一方面若投资方持股比例不高,也无董事会席位等特殊股东权利,在自身较为弱势且不参与目标公司日常经营的情况下,希望目标公司配合其查阅会计账簿、获取利润数据等资料用于举证也存在一定的难度。

(二) 破解之道

基于上述,根据我们的理解和经验,提出以下几个思路供投资方参考,以避免对赌协议的履行陷入僵局:

1、选取恰当的对赌义务主体

对投资方而言,选取目标公司股东和/或实际控制人作为对赌主体较为恰当,当然前提是判断目标公司股东和/或实际控制人具有对赌实力。

² 根据《公司法》第177条的规定,减资的法定程序包括:目标公司编制资产负债表及财产清单、作出减资的股东会决议、通知债权人及公告,

对异议债权人清偿债务或提供相应担保等,

如上文所述，首先，就投资方与目标公司股东和/或实际控制人之间对赌协议的效力，《九民纪要》出台前后司法实践均认可在无法定无效事由的情况下应认定有效的裁判观点；其次，目标公司股东或实际控制人在实际履行的过程中，无论是股权回购或金钱义务补偿，均无须受限于相关前置程序，投资方更容易实现退出。因此，投资方在洽谈投资交易时，可以先提出由目标公司股东和/或实际控制人作为对赌义务人的条件。

若目标公司较为强势，仅同意目标公司作为对赌主体，则建议投资方要求目标公司创始股东和/或实际控制人等其他主体就对赌义务承担连带责任，并在协议中进行明确约定，若后续发生纠纷，在无法请求目标公司实际履行的情况下，也可向法院请求公司创始股东和/或实际控制人承担连带责任。

例如在（2020）最高法民申 6234 号广东某某影视传媒集团有限公司与广东某某影视传播有限公司公司增资纠纷再审案件中，最高人民法院支持了目标公司股东应对目标公司在对赌协议中的义务承担连带责任的请求。最高人民法院认为：“因对赌协议中已约定目标公司股东对目标公司在协议中的义务承担连带责任，虽然对赌协议约定的股权回购主体为目标公司，但在目标公司无法承担回购股份义务时，由目标公司股东承担回购股份义务，符合合同约定，目标公司股东、目标公司提出目标公司股东未参与对赌，无需承担股权回购责任的主张不能成立。”

但我们也注意到，司法实践中亦有法院认为股权回购义务在目标公司及股东之间无法连带。如在（2021）津 03 民终 6950 号雷雨田、肖楠等与公司有关的纠纷民事二审案件中，天津市第三中级人民法院认为：“连带责任的内容应限定为违反民事法

律义务后所应承担的赔偿责任，其次‘连带’应指向共同的、一致的、不可分的内容。具体而言，回购义务主体的不同必然导致履行结果的不同：（1）投资方请求目标公司履行回购义务的，依据公司法关于‘股东不得抽逃出资’及股份回购的效力强制性规定，目标公司必须先履行减少注册资本的义务，以保护公司债权人的利益，贯彻公司资本维持的原则，最终产生的是目标公司注册资本减少的对外效力；（2）请求股东履行回购义务，则实现的是目标公司股权在股东之间的转让流转，须遵循公司章程中的规定，最终调整的是公司内部股东之间的权利义务。因此，公司履行回购义务和公司股东履行回购义务的实现程序和法律后果截然不同，不具有可以相互替代之特征，显然也不能互相成为连带责任的对象。”

根据我们的检索，虽多数案例³中法院认为目标公司与股东之间就回购义务可以承担连带责任，但为稳妥起见，当对赌的形式为股权回购时，如已约定目标公司股东承担连带责任，建议投资方在可能的情况下进一步要求目标公司实际控制人（并非股东）等其他义务主体加入承担连带责任。

2、在对赌协议中明确约定目标公司其他股东的配合义务并取得附条件生效的相关文件

投资方通常都会要求在股东权利中加入回购权，同样也希望在触发回购时能顺利实现，因此各投资方之间协商相互配合完成减资程序具有商业合理性及可行性。投资方可在对赌协议中明确约定目标公司其他股东有配合投资方完成减资程序的义务，并设置明确的违约责任，由其他股东共同签署，或其他股东以出具承诺函的形式承诺配合完成减资程序。

目标公司其他股东配合召开股东会，并就投资方持有的注册资本减资通过股东会决议，这种不按

3 如在（2021）苏 06 民终 1657 号南通智造链科技有限公司、季小军与南通金玖惠通二期创业投资基金合伙企业、凌葛锋与公司有关的纠纷案、（2021）京 0108 民初 179 号滨州高新区合泰股权投资中心（有限合伙）与北京嘉田胜景影视文化传播有限责任公司等合同纠纷案、（2020）京民终 165 号上海巨什机器人科技有限公司等与苏州兴博九鼎投资中心

（有限合伙）合同纠纷案、（2020）最高法民申 6603 号上海巨什机器人科技有限公司、毕京洲合伙协议纠纷案中，在“投资方与目标公司股东对赌，目标公司承担连带责任”的情形下，法院认为目标公司与股东可就回购义务承担连带责任。

股东股权比例同比例减少公司注册资本，通常称作“定向减资”，目前法规层面对定向减资并无明文限制，根据《公司法》第43条规定，增加或者减少注册资本必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。然而定向减资作为一种导致股权比例发生变化的特殊减资形式，是否需要遵循更严格的内部决议程序，如应由全体股东同意？对此并未有相关法律法规给出明确意见，且在司法实践中也存在不同观点。因此，我们建议投资方在约定目标公司其他股东有配合义务时，应争取将所有股东纳入配合范围。

此外，如投资方处于优势地位，签署交易文件时还可要求所有股东在该时点配合签署附条件生效的减资程序所需的相关配套文件，例如目标公司同意回购投资方股权、减资的股东会决议等文件，提前设置好在触发回购事件时相关配套文件即可生效的安排。但需注意的是，随着目标公司后续融资中公司股东可能发生变动的情况，相关配套文件可能需要重新签署。

3、在对赌协议中明确约定目标公司的违约责任及违约金

投资方仅与目标公司对赌的情形下，建议投资方在协议中明确约定，当目标公司应履行回购义务或金钱补偿义务时，若在约定时限内目标公司未完成，则应向投资方承担违约责任并赔偿违约金。该情形下，投资方即使因相关前置程序未完成而导致回购股权的诉求无法得到法院的支持，亦可通过请求目标公司承担违约责任及赔偿违约金的方式获得赔偿。

例如在（2021）京民终495号张冬驹等与南京钢研创业投资合伙企业（有限合伙）股权转让纠纷二审案件中，北京高院支持了投资方要求目标公司承担违约责任及支付违约金的请求。北京市高级人民法院阐述的核心理由及逻辑在于：（1）各方在签

订对赌协议、补充协议时及合同履行过程中，应当对己方能否履行相应的义务有合理预期并如实履行；（2）目标公司未能及时履行减资程序违反了合同的附随义务，导致其未能在约定时间内足额支付投资方的股权赎回价款，目标公司应承担因未及时履行合同义务而产生的迟延履行违约责任。此外，在该案件中，目标公司提出若目标公司支付逾期回购违约金，即相当于投资方变相抽逃出资的上诉意见，但北京市高级人民法院未支持该理由，法院认为《公司法》规定“股东不得抽逃出资”是为贯彻资本维持原则，保护公司债权人的利益。目标公司在不回购股权的情况下，基于未履行股权回购义务支付违约金，并不导致公司注册资本的减少，亦不必然导致债权人利益受损。因此，鉴于资本维持原则的规范目的及目标公司对于其因未完成减资程序而一时（自始）回购不能具有可归责性，目标公司应当按照对赌协议的约定向投资方支付逾期履行违约金。

对赌协议中应明确约定违约金的金额或违约金计算方式⁴，例如可参考按照股权回购价款或金钱补偿价款的金额进行合理约定，有利于法院进行认定，支持诉求。若未明确约定违约金金额或计算方式，仅笼统地约定违约方应赔偿守约方的损失，则法院可能会综合考量违约金的支付金额，而且投资方还可能被要求对其损失举证，投资方存在无法全额获赔损失的风险。例如在（2020）鄂01民终6169号林际军、张辉德合同纠纷案中，武汉市中级人民法院认为：“双方并未明确约定违约金的计算方式，应当坚持以补偿性为主、以惩罚性为辅的违约金性质，根据案件的具体情形，以违约造成的损失为基准，综合衡量合同履行程度、当事人的过错、预期利益、当事人缔约地位强弱、是否适用格式合同或条款等多项因素，根据合同法规定的诚实信用原则、公平原则予以综合权衡。”

尽管有违约责任和违约金的约定，在主张违约责任前，投资方仍应尽力推动并敦促目标公司履行

计算方法。

⁴ 《民法典》第585条 当事人可以约定一方违约时应当根据违约情况向对方支付一定数额的违约金，也可以约定因违约产生的损失赔偿额的

回购义务，否则其违约责任主张可能不被法院认可。

例如在（2021）京 0117 民初 105 号李勇与熊维平等股权转让纠纷一案中，投资方作为持有目标公司股权比例 10%以上的股东，根据《公司法》相关规定，其有权提议召开临时会议，推动目标公司完成减资程序，但并未行使该权利，导致北京市平谷区人民法院未支持其追究目标公司违约责任的请求。该案件中法院认为：“目标公司履行回购股权义务，应依法履行减资程序，减资事项属于公司自治事项，投资方作为持股 10%以上股东，亦未就减资事项依照法律及章程的相关规定召集召开股东会。法院无法确认目标公司是否能够履行股权回购义务，以致无法最终确认目标公司是否违约。”

四、投资方与目标公司签署对赌抽屉协议的效力探究

根据目前中国证监会及沪深交易所各板块的监管规则，投资机构在投资发行人时约定对赌协议等类似安排的，发行人原则上应在申报前清理，但同时满足以下要求的可以不清理：（1）发行人不作为对赌协议当事人；（2）对赌协议不存在可能导致公司控制权变化的约定；（3）对赌协议不与市值挂钩；（4）对赌协议不存在严重影响发行人持续经营能力或者其他严重影响投资者权益的情形。

基于上述规范要求，实务中如公司（拟上市公司）作为对赌当事人的，按照监管要求应当彻底清理；如对赌一方为公司股东或实际控制人的，在申报时通常有两种解决方式：一是对赌双方签署补充协议，补充约定“附条件恢复效力”条款，即公司向证券监管机构申报材料并获受理之日起，对赌协议中止执行；公司公开发行股票上市之日起，对赌协议终止执行；若公司未上市成功，自上市未成功的时间节点起对赌协议恢复效力⁵，相关案例如拓斯达（SZ. 300607）、越博动力（SZ. 300742）、中持股份（SH. 603903）及康隆达（SH. 603665）等；二是签署补充协议约定彻底终止对赌协议，并确认对赌

自始无效，该类情形案例较多，不再一一举例。

然而实践中，有些投资方虽表面配合目标公司按照证券监管机构要求清理对赌安排，但为保障己方利益又私下与目标公司和/或实际控制人签署“抽屉协议”，例如：双方表面终止对赌协议，私下签署抽屉协议约定对赌协议附条件恢复效力；双方表面终止对赌协议，私下约定对赌协议自始至终均有效；或双方表面约定对赌协议附条件恢复效力，私下约定对赌协议自始至终均有效。对投资方来说，签署“抽屉协议”的效力如何，在发生争议时，能否得到法院支持？

上述三种情形在探究其效力上实则可分为“附条件恢复效力的对赌协议的效力”和“自始至终均有效的对赌协议的效力”两类：

1、附条件恢复效力的对赌协议的效力

基于前文所述，对赌的形式分为现金补偿和股权补偿，实践中又以涉及股权回购居多，证券监管机构严格核查发行人是否存在对赌安排，实则为核查发行人是否存在可能影响股权结构稳定、控制权发生变更的风险，避免破坏证券市场秩序。

附条件恢复效力的对赌协议生效的前提是目标公司上市申请已遭证券监管机构否决，无法登陆证券市场，该时点下附条件恢复效力的对赌协议已和证券市场监管无关，与证券监管机构审核对赌协议的初衷也不相违背；此外，根据《九民纪要》，不存在法定无效事由的对赌协议有效，因此实践中主流观点认为附条件恢复效力的对赌协议合法有效。经检索相关案例，例如在（2014）湘高法民二初字第 4 号深圳市中南成长投资合伙企业（有限合伙）诉廖志强合同纠纷案、（2018）京 03 民终 3463 号郭丛军与北京普思投资有限公司与公司有关的纠纷二审案及（2019）津民终 2 号胡秀芳与成都中铁高端交通装备产业创业投资合伙企业等股权转让纠纷上诉案等案件中，法院均认为附条件恢复效力

⁵ 根据我们最新发行审核实践经验，监管反馈意见通常会要求中介机构核查发行人对赌协议是否存在效力恢复条款。如果存在，一般中介机构

会要求公司终止效力恢复条款。

的对赌协议系签署双方真实意思表示，且不违反法律法规的强制性规定，应属合法有效。

2、自始至终均有效的对赌协议的效力。

关于“自始至终均有效的对赌协议”的抽屉协议的效力，实质上看，约定自始至终均有效的对赌抽屉协议与证券监管机构的监管规定与监管精神相违背，投资方在提起诉讼时目标公司可能向法院提出如下理由抗辩对赌协议无效：（1）抽屉协议是因故意规避监管规定而签署，会影响金融资本市场秩序稳定，违反公序良俗等；或（2）抽屉协议违反《公司法》第126⁶条及《首次公开发行股票并上市管理办法》第13条⁷规定，违反法律、行政法规的强制性规定，如该等理由被法院认可，该类对赌协议存在被法院认定无效的风险。在司法实践层面，目前可检索到的相关案例较少⁸，难以系统性总结和

梳理法院对该类对赌协议效力认定的态度，因此有待进一步观察。

综上所述，我们理解，就投资方与目标公司签署对赌抽屉协议的效力，一方面根据《九民纪要》的相关指导意见，在双方真实意思签署协议的基础上，如不存在法定无效事由，双方之间的对赌协议应为有效；另一方面法院拥有自由裁量权，将根据《民法典》中规定的合同无效情形，结合对赌协议具体条款，在个案中具体问题具体分析，审慎判断对赌协议效力，若对赌协议中存在有悖于社会公共利益、扰乱金融资本市场秩序，违反公序良俗等导致法定无效事由，将存在被认定为无效的风险。仅从减少被认定为无效的风险考虑，投资方可尽量避免签署“自始至终均有效的对赌协议”。

叶军莉 合伙人 电话：86-10 8553 7637 邮箱地址：yejl@junhe.com

郭晓明 律师 电话：86-10 8553 7854 邮箱地址：guoxm@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。



6 《公司法》第126条 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。

7 《首次公开发行股票并上市管理办法》第13条 发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。

8 案例一：（2020）粤01民终9783号案件中，虽然目标公司在全国中小企业股份转让系统挂牌时隐瞒了对赌协议，但法院并未认为协议因违反证券监管规定公序良俗而无效。案例二：（2021）粤09民终36号案件中，法院认为“对赌协议”是否有效，除了审查是否符合当事人的意思自治原则和有无法定无效事由之外，还应当从市场监管规则以及市场秩序和投资者保护等因素进行考量；目标公司在全国中小企业股份转让系统挂牌时，没有遵守如实披露信息的法定义务，违反了全国中小企业

股份转让系统于2016年8月8日颁布实施的《挂牌公司股票发行常见问题解答(三)-募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资》（以下简称“解答(三)”）对于股票发行存在特殊条款时的监管要求，因此不能确保目标公司的股权真实清晰，对投资者股权交易造成不确定的影响，则损害了非特定投资者合法权益、市场秩序与交易安全，不利于金融安全及稳定，违背了公共秩序。尽管解答(三)属于部门规章性质，但因其经法律授权并为证券行业监管基本要求，且“新三板”是全国性的交易场所，社会影响面大，应当加强监管和交易安全保护，以保障广大非特定投资方利益；故违反此解答(三)的合同也因违背公序良俗而应当认定为无效。因此，综合考量各种因素，法院认定案涉《股权回购协议》无效，不具有法律约束力。