

私募股权基金投资决策中估值偏差与对赌条款设计的风险防控机制

施超

交银金融资产投资有限公司

DOI:10.32629/ej.v9i1.3326

[摘要] 私募股权投资中估值偏差与对赌条款设计存在显著的风险耦合效应。估值偏差源于信息不对称、方法局限及主体动机差异,而对赌条款在指标设计、执行机制和法律效力层面均存在固有缺陷。两者交织形成风险共振,导致投资争议频发。本文通过剖析估值偏差成因、对赌失效模式及风险传导路径,构建了涵盖多维估值验证、动态调整机制、科学指标设定和弹性条款设计的系统防控体系,为私募股权基金优化投资决策、平衡各方利益提供实践参考。

[关键词] 私募股权基金; 估值偏差; 对赌条款; 风险防控

中图分类号: X820.4 **文献标识码:** A

Risk Control Mechanism of Valuation Deviation and Wager Clause Design in Private Equity Investment Decision

Chao Shi

Bank of Communications Financial Assets Investment Co., Ltd.

[Abstract] Private equity investments exhibit significant risk coupling effects between valuation deviations and performance-based valuation (PBV) clauses. Valuation deviations arise from information asymmetry, methodological limitations, and divergent stakeholder motivations, while PBV clauses inherently contain flaws in metric design, implementation mechanisms, and legal enforceability. This interplay creates a risk resonance that frequently triggers investment disputes. By analyzing the root causes of valuation deviations, failure patterns of PBV clauses, and risk transmission pathways, this study establishes a comprehensive risk mitigation framework. The system incorporates multi-dimensional valuation validation, dynamic adjustment mechanisms, scientifically calibrated metrics, and flexible clause design. It provides actionable insights for private equity funds to optimize investment decisions and balance stakeholder interests.

[Key words] private equity fund; valuation deviation; performance-based agreement; risk control

引言

私募股权投资作为支持创新企业成长的重要资本力量,其投资决策质量直接影响基金收益与市场生态。实践中,估值定价与对赌安排构成交易核心要素,但信息不对称导致的估值高估、方法选择引发的系统偏差,以及对赌指标设计缺陷、补偿机制执行障碍等问题持续困扰市场参与者。当估值泡沫推高业绩承诺基数,不可实现的对赌目标引发投资方与创业方关系破裂,风险在投资全周期累积传导,最终损害多方利益。近年来对赌纠纷案件激增暴露出现行机制的深层矛盾:估值技术固有局限性与交易主体利益博弈相互强化,对赌条款法律效力争议与企业经营扭曲同步发生,风险防控体系建设明显滞后于市场发展需求。系

统研究估值偏差识别、对赌风险传导机制及协同防控策略,对于完善私募股权投资治理结构、促进资本市场健康发展具有重要现实意义。

1 私募股权投资中的估值偏差识别与成因分析

1.1 估值偏差的主要表现形式

私募股权投资估值偏差在实践中呈现多维度特征。信息不对称导致的估值高估最为普遍,被投企业管理层基于融资需求倾向于美化财务数据,对行业前景作出过度乐观预测,投资机构受限于尽职调查深度难以全面核实。估值方法选择引发的系统性偏差同样显著,市场法中可比公司筛选标准宽松导致估值倍数失真,收益法对折现率、增长率等核心参数的主观判断存在较

大弹性空间, 资产法在评估知识产权、客户资源等无形资产时缺乏统一标准。市场环境波动造成的时滞性偏差更为隐蔽, 宏观经济周期转换、行业竞争格局剧变、技术迭代冲击等外部因素使投资时点的估值结论迅速偏离实际价值, 早期项目因商业模式未经验证其估值波动幅度更为剧烈。

1.2 估值偏差的深层驱动因素

估值偏差的形成根源于多重结构性矛盾, 这些因素在不同市场环境下相互作用、彼此强化。交易主体动机差异是核心驱动力, 创业团队面临运营资金压力、市场窗口期收窄时倾向于夸大企业价值以获取更多融资, 部分创始人为了避免股权过度稀释在早期轮次刻意抬高估值, 投资机构在年度业绩考核压力下为快速完成既定投资额度可能降低尽调标准、压缩决策流程, 基金募困难时期甚至出现“先投资再补调查”的倒置现象, 财务顾问、券商、律所等中介机构因交易佣金与估值规模挂钩存在利益绑定问题, 在估值分析报告中倾向于采用有利于提升估值的假设和方法^[1]。估值技术的固有局限性制约了定价准确性, 早期项目缺乏三年以上稳定现金流记录使未来收益预测充满不确定性, 预测偏差常态化超过30%, 互联网平台、生物医药等轻资产企业的核心价值体现为用户数据、研发管线、团队能力等难以用传统财务指标量化的要素, 并购交易中协同效应的价值测算高度依赖对成本节约空间、交叉销售潜力、管理效率提升等主观假设, 实际整合成效往往显著低于交易时预期。制度环境缺陷进一步放大了估值偏差, 非上市公司信息披露标准缺失导致财务数据可靠性不足, 部分企业存在多套账簿、体外循环等问题, 第三方评估机构受托于交易发起方且收费与交易完成挂钩难以保持独立性, 估值报告沦为交易背书工具, 估值争议发生后缺乏高效的专业调解仲裁机制, 诉讼周期长达两年以上且法院对估值技术问题的裁判能力有限, 市场对估值操纵行为的约束力度有限, 虚假陈述、内幕交易等违规成本远低于违规收益, 监管部门对私募领域估值乱象的整治手段不足。

2 对赌条款的风险传导机制与失效模式

2.1 对赌条款的核心风险点

对赌条款在设计 and 执行环节均存在系统性风险, 这些风险点在不同交易结构下呈现差异化特征。业绩承诺指标设计缺陷是首要问题, 以净利润为对赌目标的企业可通过提前确认收入、延迟费用列支、调节折旧摊销等方式操纵财务数据, 会计政策选择的灵活性为盈余管理提供了空间, 非财务指标如用户数、市场份额、技术指标等存在统计口径争议且难以第三方独立核验, 互联网企业的活跃用户定义、生物医药企业的临床进度认定均缺乏统一标准, 多重指标组合时可能出现增长率与绝对值目标、短期业绩与长期发展、财务回报与战略布局的内在矛盾, 过度关注利润增速可能导致企业放弃必要的市场投入^[2]。补偿机制的执行障碍制约了对赌条款的约束效力, 股权回购要求创始股东或目标公司支付大额现金但企业未达业绩目标时往往已陷入资金困境无力履约, 个人股东面临数千万甚至上亿元的回购义务时常出现失联或转移资产情形, 股权调整涉及工商变更需全体

股东签字配合且市场监管部门对基于估值调整的股权无偿转让持审慎态度, 部分地区要求提供完税证明或评估报告增加了操作难度, 现金补偿面临创始人个人资产有限、财产保全困难、执行周期漫长等现实障碍, 配偶财产分割、债权人异议等因素进一步复杂化执行程序。

2.2 对赌失败的典型情形分析

对赌条款失效的后果呈现多样化特征, 从企业经营扭曲到投资血本无归均有实际案例支撑。过度对赌引发企业经营扭曲最为常见, 管理层为完成短期业绩目标采取压低产品价格抢占市场份额、放宽信用政策虚增收入、削减研发和市场费用等激进销售政策透支未来增长空间, 某消费品企业为达成对赌目标将三年渠道拓展计划压缩至一年完成导致后续增长乏力, 重大战略投资如并购整合、产能扩张、技术升级因担心影响当期利润而被反复推迟, 错失行业整合窗口期, 核心技术人员、销售骨干因高强度业绩压力、工作氛围恶化选择离职导致团队稳定性下降, 某科技公司对赌期内研发团队流失率超过40%。对赌条款法律效力瑕疵削弱了其约束力, 最高人民法院判例确立投资方与目标公司直接对赌因损害公司资本维持原则、侵害债权人利益而无效, 仅与股东对赌有效, 股权回购、现金补偿、股权调整等条款对股东权利的限制可能违反公司法关于股东平等、资本维持的强制性规定, 优先清算权倍数过高、反稀释条款过于严苛的安排面临效力挑战, 法院对显失公平的对赌条款依据民法典公平原则行使司法干预权导致补偿金额大幅削减, 某案例中法院将约定的5倍股权补偿调整为1.5倍。外部环境变化使对赌陷入困境的案例激增, 互联网反垄断、平台经济监管收紧使相关企业业绩目标完全不可实现, 数十家已签署对赌协议的企业陷入履约危机, 新冠疫情对餐饮、旅游、线下零售等行业造成持续三年冲击引发对赌免责适用争议, 企业主张疫情构成不可抗力而投资方认为仅构成情势变更应部分调整, 芯片、新能源、人工智能等领域技术路线变革导致原有商业模式估值基础坍塌, 某芯片设计企业因技术架构选择失误导致产品竞争力丧失, 对赌目标实现概率归零但补偿义务依然存在引发激烈纠纷^[3]。

2.3 估值偏差与对赌条款的风险共振效应

估值偏差与对赌条款风险相互强化形成恶性循环。高估值与高对赌的组合在市场繁荣期被广泛采用, 高估值推动投资方要求更严苛的业绩承诺以弥补估值泡沫风险, 创业方为获得高估值被迫接受难以实现的对赌目标, 当业绩无法达标时巨额补偿义务引发投资方与创业方激烈冲突甚至对簿公堂。估值调整机制与对赌条款的冲突加剧了风险复杂性, 后续融资估值下降触发反稀释条款要求调整投资方持股比例, 同时业绩未达标又启动对赌补偿导致创始团队股权被双重稀释, 多轮融资各方采用不同估值方法和参数使得股权结构调整缺乏统一基准。风险在投资生命周期中的累积传导最终导致系统性损失, 投资前期估值虚高埋下隐患但各方基于交易需求选择忽视, 投资后对赌执行过程中矛盾逐步显现但缺乏有效协商机制, 退出阶段IPO审核、并购谈判时估值偏差和对赌纠纷集中爆发严重影响

响交易进程,部分项目因此错过最佳退出窗口导致投资收益大幅缩水。

3 估值偏差与对赌条款的风险传导与防控机制

3.1 估值偏差的风险传导路径与对赌条款的防控机理

估值偏差作为私募股权投资的核心风险源,其传导机制呈现多层次、多路径的系统性特征。从风险形成看,估值偏差源于信息不对称导致的预期差异、市场环境变化引发的假设失效以及融资博弈中的策略性高估,这些偏差通过业绩承诺的刚性约束转化为对赌履约风险。风险传导遵循“估值高估→业绩目标过高→对赌触发概率上升→补偿义务激活→企业价值受损”的链式反应,其中对赌条款既是风险显现的触发器,也是风险控制的关键节点。对赌条款的防控机理在于通过条款设计重构风险分配格局:科学的指标体系能够过滤估值中的非理性成分,多维度指标组合(营业收入、毛利润、经营性现金流)相较于单一净利润指标可降低财务操纵空间约40%,引入相对绩效指标($R=(G_i-G_m)/G_m$)(其中 G_i 为标的企业增速, G_m 为行业平均增速)能够隔离宏观经济周期与行业波动的系统性影响^[4]。动态调整机制的嵌入将静态对赌转化为可修正的动态契约,当实际经营环境偏离估值假设超过阈值时,触发业绩目标重置程序,通过里程碑事件(产品上线、重大客户获取、盈亏平衡实现)与估值重估的联动机制,使对赌条款与企业真实价值创造能力保持一致性。这种设计本质上是将估值偏差的事后补偿机制前置为事中纠偏机制,从根源上降低对赌失效风险。

3.2 对赌条款的风险隔离设计与协同防控体系构建

对赌条款的风险隔离设计需在补偿方式、执行机制与协议整体架构三个层面建立系统性防线。补偿方式的风险隔离功能体现在通过结构化设计分散单一冲击:股权补偿为主、现金补偿为辅的组合方案既避免企业现金流枯竭影响持续经营,又通过股权稀释实现投资方损失弥补,补偿义务分期履行(三至五期)将集中风险转化为可承受的渐进式调整,补偿上限设定(如不超过投资额的150%)防止过度补偿导致创始团队丧失经营动力形成“破罐破摔”的道德风险。弹性执行机制构建了风险缓冲空间,不可抗力免责清单(疫情、战争、重大政策调整)与行业整体增速联动的业绩目标调整条款(如行业增速下降超过20%时按比例下调目标)将不可控外部风险从对赌责任中剥离,协商终止对赌的退出通道为双方在情势变更时提供了重新谈判的制度化渠道,避免刚性条款在极端情况下导致双输局面^[5]。协同防控体系的构建需将对赌条款置于投资协议的整体框架中权衡:对赌条款的严厉程度应与优先清算权、董事会席位、信息披露义务等

保护性条款形成梯度配置,避免保护机制的重复堆砌或保护真空,超额业绩奖励与股权激励的正向激励机制与对赌的负向约束形成对称设计,争议解决委员会(投资方、被投资方、独立专家三方组成)与定期沟通会议制度提供了争议化解的程序保障。这一多层次防控体系的核心在于将对赌条款从简单的“估值保护工具”升级为“风险分担与价值创造的动态平衡机制”,通过前端估值透明度提升(完整披露财务数据来源、业务预测逻辑、参数选择理由)、中端指标科学设定、后端执行弹性保障的全流程设计,实现估值偏差风险的系统性防控,使对赌条款真正发挥促进投融资双方利益协调与企业健康发展的制度功能。

4 结论

私募股权基金投资决策中估值偏差与对赌条款风险呈现显著的系统关联性,两者交织形成的风险共振效应已成为影响投资成功率的关键因素。本文研究表明,估值偏差源于信息不对称、方法局限和主体动机差异的多重作用,对赌条款在指标设计、执行机制和法律效力层面存在结构性缺陷;高估值推高业绩承诺、估值调整与对赌补偿冲突、风险跨周期累积等问题突出。系统防控需构建涵盖估值前端控制与对赌优化设计的双轨机制,通过多维估值交叉验证、动态调整程序、科学指标体系、弹性条款设计等手段,在保护投资方利益与维护企业经营稳定之间寻求平衡。未来应进一步完善信息披露标准、强化第三方机构独立性、健全争议解决机制,推动私募股权市场从博弈对抗型向合作共赢型转变,为创新企业成长提供更加稳定高效的资本支持。

[参考文献]

- [1]魏凤.私募股权投资中对赌协议的风险防控研究[J].支点,2023(3):83-85.
- [2]张子怡.私募股权投资中对赌协议的应用研究——以XM私募股权为例[J].科技经济市场,2023(7):92-94.
- [3]冯春阳,靳玲.企业私募股权融资对赌协议风险研究[J].财会通讯,2023(14):151-154.
- [4]邹语钦.私募股权投资中对赌协议风险的防范策略探究[J].财讯,2021(31):154-155.
- [5]韩智博.私募股权投资中对赌协议风险的有效防范[J].商讯,2020(11):62-63.

作者简介:

施超(1978—),女,汉族,江苏启东人,硕士,交银金融资产投资有限公司,研究方向:股权投资业务风险控制。