

股价挂钩型对赌协议危害公共利益

□ 杨 东 黄 陶

党的二十届三中全会决定中提出“鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资……发展耐心资本”。对赌协议是我国私募股权(Private Equity, PE)或风险投资(Venture Capital, VC)机构在投资企业过程中常见的合同条款,对于对赌协议的合理规制是我国完善耐心资本促进型资本市场基础制度的重要着力点之一。对赌协议本质是为了解决投融资双方信息不对称、目标公司未来发展的不确定性及代理问题,在投资方不能完全了解企业真实估值的前提下设置的收益保底条款,故又称“估值调整协议”。私募股权投资中的对赌协议作为投资方的退出保障机制,通常以企业能否成功上市为触发条件,以融资公司或其实际控制人回购股份或者现金或股权补偿为投资回收机制。与目标公司的实际控制人或者控股股东签订股票市值挂钩型对赌协议,是近年来在一级市场股权投资中兴起的一类做法,其核心特征在于以目标公司上市后的股票市值作为对赌协议的触发条件或者回购/补偿价款的确定依据。

对赌协议最初出现于本世纪初,几乎贯穿了我国资本市场发展壮大的历程。我国监管和司法机构对于对赌协议的监管态度总体呈现渐趋宽松的姿态。监管机构对于对赌协议的监管要求从核准制时代的“严格全面清理”转变为注册制时代的“部分清理”。在关于对赌协议的审判实践中,司法机构最初在2012年的海富案中区分对赌对象确立了:投资方与目标公司对赌无效,与股东对赌有效的基本原则;后《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》)确立了区分对赌协议效力与可履行性的裁判规则,即在效力层面适用合同法规则,不存在无效事由的情况下认定为有效;对于与目标公司对赌的情形,则在可履行性层面适用公司法关于股东不得出资、股份回购或利润分配的相关规定。

一、股票市值挂钩型对赌协议的潜在风险

(一)诱发大股东操纵股票市值风险在目标公司上市后,参与股票市值对赌的双方当事人转化为上市公司直接或间接持股的大股东。此类股票市值目标压力虽然可以激励创业企业家努力经营,但也可能造成激励扭曲,促使企业家为避免自身利益受损而采取机会主义行为达成对赌协议设定的股票市值目标。对于以股票市值为触发条件的对赌协议而言,上市公司实际控制人可能利用自身

的持股、信息和资金优势及其对上市公司经营权展开伪市值管理、操纵股价,直至完成对赌协议目标。而对于以股票市值为回购或补偿价款的计算依据的对赌协议而言,负有回购义务或价款支付义务的上市公司实际控制人出于减小自身损失的考虑,享有收益权利的投资方则出于利益最大化的考量均有操纵股价偏离其真实市场价值的利己动机。例如,在江苏硕世对赌协议案中,江苏硕世上市当日开盘价为52.33元/股,在风投机构发出回购通知前30个交易日股价启动一轮暴涨,期间涨幅达到160%,直至风投机构发出回购通知当日达到最高点469元/股。发出通知次日股价开始持续下跌,2个月即下跌至184元/股。依据江苏硕世股票在风投机构发出回购通知前后的价格走势,法院指出该案“不排除存在人为操纵江苏硕世股价的可能”。

(二)诱发实际控制人“隧道挖掘”行为的道德风险

风险投资合同中对赌条款的设计取决于创业者与投资者之间的议价能力,股票市值挂钩对赌条款反映了双方力量的不平衡,创业者出于公司发展的资金需求而以自身的偿债能力为投资方的收益提供保证。此种情况下,创业者的经济状况往往与公司的发展情况紧密攸关,创业者个人的主要资产系其所持的公司股份。此时,一旦对赌条件未能完成,创业者为应对巨额的价款赔付请求,可能通过自我交易等形式将资产和利润转移出公司以弥补自身利益损失,即所谓的“隧道挖掘”行为。

(三)破坏证券市场公正价格形成机制以股票为代表的证券价格围绕其内在价值持续波动,各类信息和交易行为均有可能使证券价格偏离或趋近其真实价值。金融市场的证券价格充分反映了所有可得信息,上市公司、董监高、实际控制人和大股东等各类负有信息披露义务的主体真实完整地披露与上市公司及其证券有关的各类信息参与证券价格的形成,是确保证券市场价格形成机制公正性的重要制度安排。与股票市值挂钩的对赌协议,无论形成于目标公司上市前还是上市后,均伴随着诸如抽屉协议之类的信息隐藏行为。上市后达成的对赌协议,往往约定以固定股价与股票市值之间的差额确定实际控制人的补偿价款,而此价格差额并非由市场机制形成,且不对外公开,与公正透明的证券价格形成机制相悖。

(四)违反上市公司股东平等原则,损害中小投资者权益

目标公司上市后,投资方所持股份经过限售期解禁后与普通投资者通过二

级市场集合竞价所取得的股票无异,均属于普通股。投资方与公司实际控制人订立的与股票市值挂钩的对赌协议,虽非公司发行的特殊类型股份(如优先股),但在实质上融合了股权和债权的属性,赋予了投资方更多的权益,造成了投资方与普通投资者所持股票的权益不平等。上市公司实际控制人和投资方相对普通投资者均存在信息优越性。因此前者交易行为往往是后者交易决策的重要参考,属于具有重大性的信息。而对赌协议的安排往往隐藏于实际控制人与投资方之间,不为普通投资者所知。因此,未披露的大股东间对赌协议,无论是在IPO阶段还是上市交易阶段,均应视为对公众投资者权益的损害。

(五)证券衍生合约可能引发系统性金融风险

股票市值挂钩型对赌协议本质上是一种特殊的期权合约,将上市公司大股东的利益与证券市场股票价格密切绑定,形成多种金融风险传导链条,容易引发金融稳定性风险。高额的补偿价款可能使现金流有限的上市公司实际控制人不得不变卖其股份获取履约价款,因此引发的流动性风险经由证券市场、金融机构传导放大,可能引发系统性金融风险。因此,在美国证券法上,此类与股票价格挂钩的对赌协议本质上是非金融实体之间、非通过注册交易平台达成与单一证券价格挂钩的非标准化私人协议,会被认定为证券衍生合约(security-based swap)而被纳入美国证监会的监管框架履行交易报告义务,以预防可能产生的金融风险。

二、股票市值挂钩型对赌协议的监管困境

(一)监管不力：对赌协议清理与披露规则的不完善

对赌协议的监管规则主要存在信息披露和清理终止等方式。现行对赌协议清理规则仅针对上市前签订对赌协议的情形且容易规避,不符合持续监管的要求。证监会于2019年发布的《首发业务若干问题解答》中规定了四类必须清理的对赌协议类型包括:(1)发行人作为对赌协议当事人;(2)与市值挂钩;(3)存在可能导致公司控制权变化的约定;(4)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。与股票市值挂钩的对赌协议,同时存在导致公司控制权变化、损害投资者权益等风险,应属IPO阶段必须清理的协议类型。上述对赌协议的清理规则则未应发挥涤除附着于目标公司股份上的特殊权益及安排保障目标公司

上市后股票的透明度及公平性的功能。但在实践中投资方与公司的实际控制人在满足公司上市的监管要求后,通过抽屉协议、事前约定等形式将对赌条款延续至公司上市后,或在公司上市后重新达成对赌协议。而现行清理规则事实上仅对目标公司上市前的对赌协议发生效力且未能彻底阻断对赌协议延伸至目标公司上市后,未能完全发挥资本市场“看门人”的功能。而监管预期与市场实践的错位导致了上市后的对赌协议监管规则的缺位,为实际控制人与投资方通过订立与股票市值挂钩的对赌协议创造了套利空间。

对于公司上市后达成的对赌协议,清理规则已不再发挥监管功能,而信息披露规则亦不能完全覆盖。对赌协议涉及的信息披露规则,主要系股份减持的相关规定。证监会《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》第八条规定大股东减持股份的披露内容包括:拟减持股份的数量、来源、减持时间区间、方式、价格区间、减持原因。在对赌协议约定固定股票价格或价格区间的情况下,投资方无论通过大宗交易还是集合竞价方式减持股份所披露出的股票价格并非其真实取得的减持股份对价,后者应包含公司实际控制人承诺补偿的差价;而大股东对减持原因的披露,也往往套用“自身资金需求”等常见理由,而隐瞒减持乃是为兑现对赌协议收益的真实原因,对中小投资者信息披露的不充分同时造成了证券市场的扭曲。

(二)效力认定：金融监管与司法衔接不畅

在私法上否定股票市值挂钩型对赌协议的效力,是除金融监管手段外维护证券市场交易秩序重要形式。然而,现阶段金融监管机构 and 司法机构对于对赌协议规制还存在衔接不畅的问题,未能充分发挥金融监管与司法的合力。主要表现为:其一,监管规则未能成为司法机构评判对赌协议效力提供依据,无论是上述清理规则还是披露规则在法律位阶上均不属于法律、行政法规和规章,不能成为直接否定股票市值挂钩型对赌协议效力的依据,这导致了司法机构不得不通过公序良俗条款转介认定。虽然《九民纪要》第31条规定了涉及金融安全、市场秩序等公序良俗的规章可以作为否定的合同效力的依据,但其效力仅限于法院系统,对于仲裁机构的相关裁决并无约束力;且对赌协议清理和披露规则主要源自交易所的自律性规定,不属于部门规章,法院在适用相关条款时仍须依照公序良俗的一般原则开展论述。其二,如前所述,对赌协议清理规则不完善,且信息披露规则涵盖范围不明,也导致了法院在认定股票市值挂钩型对赌

协议效力时难以引用相关规则充实公序良俗条款。而在客观层面,由于股票市值挂钩型对赌协议的隐蔽性及其对证券市场价格及交易秩序作用机制的复杂性,其对证券市场秩序等公序良俗的破坏性有时难以察觉,在意思自治主导且不易否定合同效力裁判思维的指引下导致司法未能发挥金融秩序保障的兜底功能。

三、加强股票市值挂钩型对赌协议监管的制度设计

监管规则的设计应该使得法律主体有动力去遵守法律并采取符合公序良俗、不损害他人利益的行为,而不能诱使其采取损害公共利益的手段来规避责任或获取不当利益。对赌协议的监管思路,整体上可以区分为意思自治的合同逻辑、信义关系的公司逻辑和抑制风险的监管逻辑三类思路。股票市值挂钩型的对赌协议,涉及上市公司及其实际控制人、大股东以及中小投资者等各方主体利益,更密切相关乎证券市场正常交易秩序,具有较强的外部性,意思自治的私法逻辑已不足以完全应对,而应以保护公众投资者为本位出发构建监管层面、公司层面和合同层面的一体化监管规则,并协调畅通金融监管与司法之间的衔接路径,以抑制潜在金融风险。

(一)以投资者保护为本位,健全对赌协议清理和披露规则

在监管层面,对于股票市值挂钩型对赌协议应根据持续监管的原则进一步完善对赌协议上市前后的清理和披露规则。对于规制IPO监管规则订立于目标公司上市前而效力延续至上市后的股票市值挂钩型对赌协议,监管部门应探索建立上市后强制补充披露和清理的规则,以弥补上市程序瑕疵,保证上市前后监管态度的一致性和持续性。对于订立于上市后的股票市值挂钩型对赌协议,应探索建立与股票市值挂钩的证券衍生合约的交易报告制度,完善证券衍生品风险防范机制;同时应基于重大性标准构建上市后对赌协议的信息披露规则,根据对赌协议涉及的股票数量、对赌协议当事方是否为上市公司的大股东或董监高等因素综合判断是否属于对于上市公司证券价格或公众投资者交易决策有实质性影响的重大信息,基于重大信息强制披露、其他信息自愿披露的原则构建“硬护栏”与“软约束”相结合的对赌协议监管规则。

(二)以信义关系为约束,压实大

股东违反信披义务的责任

上市公司及其实际控制人、大股东和董监高均对于证券市场公众投资者负有信义义务,在其未按法定或约定履行真实、完整信息披露义务的情况下,应进一步完善责任追究机制。就监管责任而言,对于大股东隐瞒对赌协议、规避上市审核等违反法定或自律性信息披露义务的行为应由监管机构给予行政处罚或者采取通报批评、公开谴责或者记入证券期货市场失信记录等自律性惩戒措施。就民事责任而言,在不足以构成虚假陈述的情形下,应由大股东根据其在招股说明书中所作的信息披露公开承诺承担收益归入上市公司或者对投资者进行损害赔偿的责任。

(三)以公序良俗为转介,明确股票市值挂钩型对赌协议无效情形

在当下监管规则未对上市后对赌协议的清理作出明确规定的前提下,法院对于上市前订立的股票市值挂钩型对赌协议效力的认定事实上能够发挥上市程序瑕疵的补救功能。对于上市时规避对赌协议清理的监管要求的,并且明显违背金融市场公序良俗,可能引发金融风险的股票市值挂钩型对赌协议,通过认定该对赌协议自始无效,可使上市公司及大股东、公众投资者相互之间的权利义务关系恢复至未订立对赌协议时的状态,能够在一定程度上缓解中小投资者的信息不对称状态,从而对于未披露或清理对赌协议而成功注册的公司上市程序瑕疵发挥弥补功能。对于股票市值挂钩型对赌协议所引发的风险,应通过金融监管和司法的良性互动机制予以妥善应对:一方面,在金融监管部门监管规则和自律性规范足够完善足以应对市场争议时,法院应对金融监管部门的专业判断保持必要的尊重,并可在裁判文书中引述作为专业性支撑;另一方面,对于因金融监管规则欠缺所引发的争议,司法部门本着投资者保护和市场秩序维护的基本立场能主动发挥资本市场法治的兜底保障功能。

(作者分别系中国人民大学法学院院长、博士研究生)

公正与效率论坛

责任编辑 唐亚南
见习小编 武凡熙
电子邮箱 llb@rmfyb.cn
llzk@rmfyb.cn

治安管理处罚法修订 筑牢未成年人保护的法治屏障

□ 伏思宇

治安管理处罚法对待未成年人的理念侧重偏移体现了立法与未成年人社会认知、生理发育的同步优化。

明确矫治适用，增识法治理性

法治的动态生命在于治理，而以行政拘留为代表的刚性惩戒措施仅仅只是治理体系的一环，对于违反治安管理的未成年人，新修订的治安管理处罚法从刑法中借鉴并深化了相对柔性的矫治教育等措施，将教育、感化、挽救的基本方针系统性地嵌套进未成年人违反治安管理的领域。

治安管理处罚法新增的第二十四条有显著的制度突破，一方面，该条款将已满十四周岁不满十八周岁不执行行政拘留的未成年入明确纳入适用矫治教育等措施的范围；另一方面，将不满十四周岁违反治安管理的未成年入也全面涵盖在内。此种制度设计标志着治安管理处罚法首次实现对所有不满十八周岁违反治安管理的未成年入处置措施的全面覆盖，填补了以往低龄未成年人违法后缺乏法定干预手段的空白。

值得注意的是，新修订的治安管理处罚法确立了矫治教育对于低龄未成年人和不执行拘留的未成年人的法定适用，这表明对于符合条件的依法不执行治安管理处罚的未成年入，接受矫治教育不再是可选择的弹性措施，而是法律规定的必经程序。这种制度安排的深层考量，充分体现立法机关对未成年人违法程度和频率治理规律的深刻把握。

从政策理性的角度来看，对待违反治安管理的未成年入，既不能采取简单羁押

化的“一关了之”，亦不可采取缺乏后续干预的“一放了之”，因为前者易割裂其社会联系，后者则可能导致再犯风险。只有在“惩戒”与“关怀”的理念之间寻求相对平衡，才能促使未成年入真诚悔过、端正行为，实现在“拔节育穗期”的健康成长。

从社会理性的角度来看，过度依赖羁押措施会衍生未成年入违反治安管理的行为可能衍生产一些负面效应，特别是“三观”可塑性极强的未成年入在羁押环境中可能受到“社会标签化效应”和“不良行为交叉感染风险”的影响，导致其难以从违法犯罪的染缸中脱困。而强制矫治教育作为非监禁性替代措施，能够让他们在社区或专门机构接受针对性的心理辅导与行为矫正，有效隔离不良环境干扰，降低其再社会化的障碍，因此更有利于实现未成年入长远发展与社会整体安全的需要。

强化特殊保护，护“未”健康成长

未成年入保护工作的难点之一在于侵害具有隐蔽性。医疗机构、校园区域、娱乐场所、监管场所等非公开场域，由于具备特定功能、或具备管理特殊性，客观上常常成为侵害未成年入和未成年入施加恶害的“战术掩体”。新修订的治安管理处罚法直面此挑战，通过四项立法创新进一步严密了未成年入保护的治安法网。

第一，治安管理处罚法第五十三条第一款新增第二项，明确了对于未成年入负有监护、看护职责的人虐待被监护、看护人的行为，视情节严重程度受到两

个梯度的处罚规制。第二项的规定实际上是对原第一项的新增，将原本的虐待行为从限制在家庭成员之间，突破到负有监护、看护职责的人之上，以此对包括但不限于家庭内部、医疗机构、托管场所等负有管理和直接责任的主体，提出了更明确的履职要求，以行政拘留的手段倒逼其严格担负起监护、看护的职责，进而从源头预防可能出现的风险。第二，治安管理处罚法新增第六十条，首次明文聚焦了学生欺凌问题的治理。该条第一款明确了公安机关对发生在校园及其延伸区域的学生欺凌行为的具体处置措施，阻断了学生欺凌在处置上可能存在的“和稀泥”情况。该条第二款更是创造性地新设了学校对于严重学生欺凌和侵害未成年入学生犯罪的强制报告与处置义务，并明确了直接负责的主管人员和其他直接责任人员的追责机制，压实了学校的主体责任。这种公安机关与学校的双重主体责任，是治安管理处罚法应对学生欺凌现象的重大突破。

第三，新修订的治安管理处罚法第四十八条、第八十一条第二款分别对涉未成年入的组织、胁迫有赔偿侍行为和组织播放淫秽音像行为进行了补充性规定，表明了治安管理处罚法严惩“软性”性剥削未成年入的态度。对组织未成年入进行有赔偿侍的行为是否属于违反治安管理的定性曾经一度有争议，但当前新修订的治安管理处罚法给出了明确回答并赋予了处罚的刚性，对此类行为的组织者、胁迫者必然处以行政拘留。组织未成年入播放淫秽音像但未导致了不良信息传播，而且对于未成年入

的身心健康会产生不可逆的影响，因而规定了对这类行为的从重处罚。

第四，新修订的治安管理处罚法第一百一十七条第二款为可能执行行政拘留的未成年入及其监护人另设了申请听证制度，完善了未成年入的程序权利保障。与普通听证程序相比，对可能执行行政拘留的未成年入听证制度的另行表述，不仅仅是形式上增设监护人作为启动听证程序的合格主体和确定这类听证的不公开进行，而是在实质上通过引入更为审慎、透明、民主的听证程序，以确保监禁未成年入的行政处罚决定兼具合法性与合理性。这是听证制度在未成年入保护领域的生动实践，体现了程序正义原则在未成年入特殊保护中的延伸适用。

注重执行细节，彰显治理效能

治安管理处罚法的修订体现出富有时代特色的少年法治理念，从制度层面凸显了未成年入法治保护的重大进步。然而良法的“文本优势”如何向实质的“治理效能”不断推进，则有赖于进一步确立统一、明确、合理的办案程序要求。具体来说，可从以下三个方面去落实好新修订的治安管理处罚法。

第一，对于对“情节严重、影响恶劣”等阻却不执行行政拘留的抽象法律术语，公安机关应当会同司法机关进一步协商，以部门规章、法律解释或者典型案例的形式发布实质的认定标准。在标准的制定过程中，应综合考量未成年入的主观恶性、行为性

质、危害结果、案件的社会影响力等因素，规避执法办案中可能存在的裁量权恣意，确保执法过程的公开性和处理结果的公正性。

第二，矫治教育措施的落地生效不应流于形式。我国当前社区矫正管理机构的建设已经相对成熟，而其职能多数是针对涉及刑事犯罪的罪犯开展社区矫正，有较为丰富的工作经验。因此开展未成年入的矫治教育工作，应以社区矫正管理机构为职责主体，深度联动特殊教育学校、公安机关、街道社区党组织及具备资质的社会专业机构，进一步明确权责边界、实现信息共享、做好追踪反馈，对实施矫治教育的未成年入因人施策、精准施策，确保矫治教育的效果符合治理的期待。

第三，制定可能执行行政拘留的未成年入的听证程序实施细则。未成年入的听证程序与一般违法入应当有所区别，例如一般违法入听证程序的启动并不必然发生暂缓执行行政处罚的效果，而对于可能执行行政处罚的未成年入的听证，可以适当放宽执行行政拘留的暂缓条件。这是由于未成年入与一般人相比，其独立生活的能力相对欠缺，多数仍然依赖于监护人的具体帮扶，因此在听证期间暂缓行政拘留的执行，不至于产生未成年入潜逃的不利后果。

保护未成年入不受侵害与打击未成年入实施的侵害是开展未成年入保护工作的一体两面。新修订的治安管理处罚法已经在维稳层面构建了一套具有中国特色的未成年入保护制度，政法机关就更有必要在日常工作中围绕未成年入保护持续发力，让法治成为护航未成年入最温暖的底色，让熠熠生辉的法律条文为每一个孩子的成长成才注入强劲的法治理力量。

(作者系西南政法大學刑法學博士研究生)

法治视点

2025年6月27日新修订的《中华人民共和国治安管理处罚法》在未成年人保护领域迈出了具有里程碑意义的一步，不仅加大了对侵害未成年人身心健康行为的打击力度，而且对未成年入“屡教不改”施加侵害的行为予以了更精准的“梯度式处置”制度设计，进一步深化了对待未成年入“教育为主、惩罚为辅”的执法理念，为保护未成年入合法权益、预防和打击未成年入违反治安管理规定提供了更合理的法律依据。

精准分级惩戒，回应民众呼声

针对未成年入违法频发加剧社会担忧的困境，新修订的治安管理处罚法第二十三条第二款新增规定，分别从“行为性质”和“违法频率”两个角度对未成年入执行行政拘留设置了两道“安全阀”。第一，违反治安管理规定情节严重、影响恶劣的，即使是已满十四周岁不满十六周岁的未成年入，或者是初次违反治安管理的已满十六周岁不满十八周岁的未成年入，都应当执行行政拘留处罚。第二，对于已满十四周岁不满十六周岁的未成年入，一年之内二次以上违反治安管理的，应当执行行政拘留处罚。此条款实际上是对应当执行行政拘留的未成年入进行分级评价，今后衡量是否对未成年入执行行政拘留，需要公安机关综合考量违法情节、社会危害及主观恶性进行认定。