



對賭協議的缺失與改善*

——法經濟學視角



作者文獻

王文宇 · 臺灣大學法律學院兼任教授

摘要

對賭協議的效力與履行是中國大陸創投市場的主要法律爭議；本文另闢蹊徑，從法經濟學視角探討協議效率，期望促成市場自發調整。由於創投市場特性，契約可能存在不理性與無效率。本文援引不完整契約與交易成本等理論，剖析其中爭議性條款，指出不時造成利益衝突與決策扭曲，使契約之餅無法做到最大。最後從契約面提出改善之道（如分期融資機制），並建議融入組織面思考，以建構更完整的交易模式。

🔍 關鍵詞：對賭協議、法經濟學、有效率契約、不完整契約、交易成本、利益衝突、資訊不確定、分期融資機制

目次

- 壹、前言
- 貳、問題意識
- 參、對賭協議在中國大陸的發展脈絡
- 肆、對賭協議缺失1——不完整契約視角
- 伍、對賭協議缺失2——交易成本視角
- 陸、對賭協議缺失3——利益衝突視角
- 柒、法制面改善之道——締約決策與股債關係

DOI: 10.53106/172717629101

* 本文初稿曾分別於2025年11月1日清華大學法學院舉辦的「21世紀商法論壇」，以及2025年10月29日北京大學法學院舉辦的「全球化與比較法律系列講座」發表，作者感謝與會者提供的寶貴意見。作者亦感謝下列人士提供研究資料與相關建議：美國Delaware州衡平法院J. Travis Lester法官，北京大學劉燕教授、華東政法大學李詩鴻副教授，以及蔡卓瞳助理教授。臺灣大學法律學研究所研究生曹今聚協助整理資料與文稿，謹此一併致謝。

本檔案僅供試閱，完整內容請見本刊或月旦知識庫。

捌、契約面改善之道——締結有效率

契約

玖、契約架構改善之道——分期融資機制

拾、結語

壹、前言

自蒙牛、海富等案之後，對賭協議已成為中國大陸風險投資及私募股權投資領域，應用最廣的股權融資架構。從公司財務視角來看，目標公司發行普通股與投資人，並賦予投資人請求買回的選擇權，類似「附賣回權股」(Puttable Shares)的變形，不外是一種結合股權與債權的金融工具，無足為奇。此外，從某些公司的對賭結果來看，不乏各得其所喜劇收場的案例。因此基於契約自由原則，法律似無禁止之必要。

但是，常見的對賭協議涉及的不僅是「估值調整」而已，它不但賭得大、賭得絕，而且賭得全面，似已產生「不對賭即無融資」的現象，箇中緣由值得探討。追根究柢，投資方與新創公司應如何善用契約與組織規則，妥適安排彼

此間的權利義務關係，使雙方的「契約之餅」做到最大，具有高度研究價值¹。

近年中國大陸經濟下行，不少新創公司對賭失敗，破產案件日益增多，對賭協議法律效力之討論，再度浮上檯面。如最近學者指出對賭協議「名股實債」之特性，乃是「以合法形式掩蓋固定收益訴求」，呼籲加強監管²。可惜迄今為止，中國大陸法界就對賭協議發表之千餘篇論文，多僅聚焦於協議的法律效力問題，2019年《全國法院民商事審判工作會議紀要》（下稱「九民紀要」）³後履行僵局、回購權定性等討論，也未超越有效說的範疇。但是除了探討效力問題外，法律人不宜迴避的議題是：即使對賭協議均屬有效且可履行，是否某些受到特殊因素影響，以致產生無效率的契約？如答案為肯定，我們又應如何因應？

關於對賭協議的效率，中國大陸主流論述多服膺契約自治與經濟理性的精神，認為「契約自由」與「經濟效率」兩者相輔相成、若合符節⁴。此假設在運作順暢的市場固然可以成立，但是當

¹ 王文宇，探索商業智慧——契約與組織，頁143-144，2019年。

² 人大法學院院長楊東：對賭是以合法形式掩蓋固定收益訴求高法應發布指導案例，創頭條New，2025年6月11日，<https://mp.weixin.qq.com/s/FtiaYVNk9O6cGe9Nhsihqg>（最後瀏覽日：2026/02/18）。

³ 全國法院民商事審判工作會議紀要（法〔2019〕254號），（一）。

⁴ 陳克，對賭協議履行僵局是個偽命題嗎？，2025年2月17日，<https://m.sohu.com/a/>

本檔案僅供試閱，完整內容請見本刊或月旦知識庫。

市場機制遭扭曲時，卻未必成立。例如，引發2008年國際金融海嘯的美國「次貸風暴」，即可歸因於大規模借貸契約之無效率。此外，之前中國大陸信託業推出理財產品時，曾推出保本金保收益的「剛性兌付」約款，後因扭曲市場機制而遭主管機關取締⁵。

再來就是交易當事人「決策理性」的假設。現代經濟學——特別是行為經濟學——早已揚棄傳統理論，改採有限理性(Bounded Rationality)的視角來分析商業行為⁶。此外各界論及對賭協議的經濟理性時，多援引「資訊不對稱」做為依據，但是我們也應關注資訊經濟學的其他概念，如「資訊不確定」(information uncertainty)，對設計契約架構的啟發。是故，我們應跳脫傳統法學窠臼，另闢蹊徑全面分析，才能看得更深更遠。

有鑑於此，本文從法經濟學的視角，分析對賭協議本身的利弊得失以及

之外的寬廣世界。首先梳理契約效力與履行、股權與債權，以及契約效率等基本概念，後扼要敘述對賭協議於中國大陸的法規及市場背景脈絡，並點出理想上與現實上對賭協議之出入。其次透過「不完整契約」、「交易成本」及「利益衝突」之視角，檢視對賭協議之缺失，指出當前的多數對賭條件設計，與投資方權利行使框架，為中國大陸特殊創投領域的產業背景下，雙方尋租(rent-seeking)⁷思維之體現，可能不利於契約價值最大化。結語部分自法制面及契約面提出改善方案（例如建立分期融資機制），期望提升創投交易的效率。

貳、問題意識

一、契約的效力與履行

就對賭協議之討論，可以九民紀要為界分，切割為效力問題及履行問題。前者涉及與公司對賭之契約，於法律上

860209796_121123817/?pvid=000115_3w_a (最後瀏覽日：2026/02/18)。

⁵ 參：打破剛性兌付是信託業轉型的必然選擇，財經時評，A04版，2024年4月21日。

⁶ Oliver Hart (溫秀英等譯)，公司、合約與財務結構，頁42-51，2016年。

⁷ 所謂尋租(rent-seeking)，乃指單純為取得既有經濟價值進行投入，其目標並非創造經濟價值，而僅係就既存的經濟價值進行分配，參WARD FARNSWORTH, THE LEGAL ANALYST 66-68 (2007)；於對賭協議等商業交易中，當事人為競爭既存經濟價值，即有誘因為尋租行為，故有透過交易架構設計，使雙方利益一致為提升經濟總剩餘，並避免機會主義與尋租行為。See generally Victor P. Goldberg, *Relational Exchange: Economics and Complex Contracts*, 23(3) AM. BEHAV. SCI. 337 (1980); Victor P. Goldberg, *Relational Exchange, Contract Law, and the Boomer Problem*, 141(4) J. INT'L & THEORETICAL ECON. 570 (1985)。

本檔案僅供試閱，完整內容請見本刊或月旦知識庫。

是否有效；後者涉及對賭契約的部分條款，於法律上得否及如何被履行。可見中國大陸司法實務，已正確認識契約之有效與否及可否被履行，乃截然不同的議題。

的確依基本法學理論，某些契約雖然「合法有效」(legal and valid)，但其中部分條款可能「不能履行」(unenforceable)，因此嚴格區分契約的有效性及可履行性二概念。後者乃指契約雖有效，但因請求並未滿足一定條件，而無法透過法院獲得履行。此與九民紀要就對賭協議之限制不謀而合，因組織法上原理原則之限制，於公司法上的減資程序、分紅程序未獲滿足前，投資方縱依約享有回購權或金錢補償權，仍無法透過法院請求融資方履約。

二、股權與債權的區分

對賭協議雖為股權融資架構，惟投資方透過此資本性交易，除取得普通股外，亦依約享有其他特別權利，如於對賭失敗時，可對公司行使股份回購、金

錢補償請求權，使其權利地位、角色認定產生困難，甚至可能導致其同時具有股東及債權人之雙重身分，而產生利益衝突⁸。此時，股權與債權之概念區分，即有討論實益，蓋股權與債權二者因蘊含權利、風險不同，在投資方行為決策、融資方公司治理等層次，皆有顯著差異。

於法律上權利義務的觀點，債權代表企業所欠的款項，債權人有權在特定時間內收回本金並獲得固定的利息支付。基於債權應獲優先受償之基本原則，債權人對公司資產擁有優先求償權，此於公司違約或清算時尤其重要。總結而言，債權人承擔的風險相對較低，因為其享有固定收益和優先求償權，然其報酬潛力也較為有限。

股權則代表股東對企業的所有權，其對公司的收益、資產僅擁有剩餘索取權(Residual-Claimant Status)，即在支付所有債務後才能獲得分配。但如果公司表現良好，股東的報酬潛力是無限、「上不封頂」的⁹。

⁸ 山茂峰，論公司對賭義務履行的絕對性，財經法學，3期，頁167-168，2022年；包康贊，利益衡量視角下對賭協議可履行性判斷的規則設計，清華法學，18卷5期，頁152-153，2024年；劉俊海，目標公司對賭條款無效的法理證成，河北法學，40卷4期，頁56，2022年。

⁹ Oliver E. Williamson, *Why Law, Economics, and Organization?*, 1(1) ANN. REV. L. & SOC. SCI. 369, 386 (2005).