

# 资产分割理论下的企业财产独立性

## 经济功能与法律限制

曾 思\*

**摘 要** 资产分割理论与科斯定理一脉相承,从交易成本的角度解释了企业财产独立制度的经济功能。这一理论已为我国学界所关注,但其中蕴含的规范性意义尚未被充分意识到。资产分割理论表明企业财产独立制度同时产生社会成本与收益,法律有必要因时因地作相应的调整。同时,作为一项法经济学理论,资产分割理论主要关注企业财产独立制度的效率后果,而对其在公平维度上的效果探讨不足。本文总结归纳了不同情况下资产分割的效率与公平效果的主要影响因素,并建立了一个理论框架,可以对是否以及如何限制企业财产独立性提供指导。这一理论框架可以被运用于分析刺破与反向刺破公司面纱、关联企业实质合并破产、“债随物走规则”等法律问题。

**关键词** 资产分割 刺破公司面纱 反向刺破公司面纱 实质合并破产 债随物走

耶鲁法学院的汉斯曼(Henry Hansmann)与哈佛法学院的克拉克曼(Reinier Kraakman)提出的资产分割理论已经成为企业法经济分析的奠基性理论。<sup>〔1〕</sup> 这一理论已经被引入我国

\* 香港中文大学助理教授。

〔1〕 See Henry Hansmann, Reinier Kraakman, and Richard Squire, “Law and the Rise of the Firm”, *Harvard Law Review*, Vol.119, No.5, 2006, p.1335. Margaret M. Blair, “Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century”, *UCLA Law Review*, Vol.51, No. 2, 2003, p.387; Henry Hansmann and Reinier Kraakman, “The Essential Role of Organizational Law”, *The Yale Law Journal*, Vol.110, No.3, 2000, pp.387-440. John Armour and Michael J. Whincop, “The Proprietary Foundations of Corporate Law”, *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol.27, No.3, 2007, pp.429-465. Edward M. Iacobucci and George G. Triantis, “Economic and Legal Boundaries of Firms”, *Virginia Law Review*, Vol. 93, No. 3, 2007, p.515.

学界。<sup>〔2〕</sup>然而,现有研究大多运用这一理论来解释不同类型企业的经济功能,对其前提假设缺乏系统性的反思,因而没有足够关注到这一理论蕴含的更为重要的规范意义——对企业财产独立性的批判。同时,作为一项法经济学理论,资产分割理论以效率最大化为基本导向。我国学界在引入这一理论时对其在公平维度的讨论也存在明显不足。

本文将阐释资产分割理论与更为我国学界所熟悉的科斯定理之间的内在逻辑联系,理清其学术发展的脉络,并基于这一理论分析企业财产独立制度的效率与公平的后果,总结影响这些效率与公平后果的考虑因素,探讨对企业财产独立性合适的法律限制。本文建立的理论框架可以被运用于分析刺破与反向刺破公司面纱、关联企业实质合并破产、最高法院创设的债务随企业资产转移的规则(以下简称“债随物走规则”)等法律制度。

## 一、企业财产独立性的经济功能:资产分割理论的解释性启示

现代社会中法律为各种商事活动提供了许多类型的企业组织。在我国,商事投资者可以选择有限责任公司、股份有限公司等法人组织以及合伙企业、个人独资企业等非法人组织。不同类型的企业财产独立程度各不相同。法律提供的这些不同类型的企业具有什么经济功能?这一问题对于企业财产制度的理论以及企业法具体规则的设计都具有重要意义。

### (一)资产分割的社会效益

汉斯曼与克拉克曼指出,现代社会中经济活动一般由企业完成,这些企业的资产常常与其投资者相分割,体现为两个特征——正向资产分割与反向资产分割。反向资产分割保护了投资者的资产不受企业债权人的追索。而正向资产分割则确保了企业资产不受其投资者之债权人的直接追索。

学者们很早就意识到反向资产分割(即有限责任)这一制度具有重要的社会效益,<sup>〔3〕</sup>并展开了深入的研究。<sup>〔4〕</sup>我们不妨以有限责任公司与合伙企业为例简要加以说明。首先,有限责任与无限连带责任相比降低了投资者的信息成本。在有限责任下,公司股东在购买股权时并不需要调查公司其他股东的信用状况。在投资之后,股东也不需要持续地监督其他股东的资产状况。<sup>〔5〕</sup>相比之下,合伙企业能否清偿债务完全取决于合伙人是否有足够资产。且

〔2〕 参见李清池:“商事组织的法律构造——经济功能的分析”,《中国社会科学》2006年第4期,第141—152页;张永健:“资产分割理论下的法人与非法人组织:《民法总则》欠缺的视角”,《中外法学》2018年第1期,第59—83页。

〔3〕 See Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, “Limited Liability and the Corporation”, *University of Chicago Law Review*, Vol.52, No. 1, 1985, p.89.

〔4〕 See Henry Hansmann and Richard Squire, “External and Internal Asset Partitioning: Corporations and Their Subsidiaries”, in Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford: Oxford University Press, 2018, p.251. 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第188页。

〔5〕 Easterbrook et al, *supra* note 3, pp.89, 96—97.

每个合伙人的资产状况都可能影响其他合伙人所要承担之责任的数额。同理,有限责任也降低了债权人的信息成本。这是因为公司的债权人不必调查诸多股东的资信状况,仅仅需要监督与其交易的公司的资产状况,而合伙企业的债权人则需要收集更多的信息并持续监督合伙人的财务状况。

除了信息成本与监督成本以外,有限责任还促进了企业所有权份额的有效流通。在无限连带责任之下,合伙企业的财产份额的价值取决于合伙人的财富状况。资产雄厚的合伙人在购买合伙企业财产份额后会承担更多的责任,因此在购买企业财产份额时会更加慎重。相比之下,有限责任安排使得公司的股权转让更有效率,因为股权的价值与股东资产无关,仅仅取决于公司的资产状况,资产雄厚的股东也就不会因为担忧其可能承担的责任而放弃投资机会。<sup>〔6〕</sup>此外,在无限连带责任之下,企业财产份额的价值不仅仅取决于企业的价值,还取决于企业所有者的财富状况。因此,无限连带责任可能导致财产权份额的定价出现困难,降低其流动性。而有限责任则可以使得股权流通更为便利。

有限责任还可以促进分散投资。现代市场中,大量股东在采用分散投资的策略。有限责任可以允许投资者在每家公司中持有极小的份额,不用担心因此承担较大的责任。分散投资可以帮助股东有效降低其总体的投资风险,从而创造社会价值。<sup>〔7〕</sup>

最后,有限责任还可以简化破产程序。在公司资不抵债时,法院不再需要去逐个追究股东的责任,而只需要关注公司本身资产与债务情况。因此,在股东人数众多的情况下,有限责任大大减少了法院需要审查的信息。正是凭借着有限责任的这些优势,公司成为了现代资本市场上主要的经济主体。相比之下,普通合伙企业由于投资人需要承担无限连带责任,其投资者数量一般有限,无法筹集大量资金。

与反向资产分割相比,正向资产分割一直未受到足够的关注,然而这一安排具有重要的社会效益,有必要详加讨论。正向资产分割由两个方面的制度安排构成:优先权(priority)与清算保护(liquidity protection)。在正向资产分割的安排下,企业的资产优先对其债权人清偿。例如,倘若企业甲以其资产对外出资设立一家有限责任公司乙,新公司乙的债权人可以直接要求乙以相应资产清偿债务,而甲的债权人却无法直接向新公司乙追偿,只能要求执行甲的资产。而倘若甲名下唯一的资产为乙的股权,甲的债权人无法直接要求乙清偿甲的债务。乙的资产将优先清偿其自身债权人,剩余的资产才会支付给甲的债权人。总而言之,甲可以以其资产新设公司,从而改变其现有债权人对资产的受偿顺位,给予新债权人对于资产的优先顺位。

清算保护是正向资产分割的另一个重要的制度组成部分。以有限责任公司为例,在股东出资设立公司后,股东无法轻易要求公司清算其资产并返还股东的出资。这一效果被一些学者称为资本锁定(capital lock-in)。<sup>〔8〕</sup>相比之下,合伙企业的财产独立性明显受到更大的限

〔6〕 Hansmann et al, supra note 4, p.254.

〔7〕 Reinier Kraakman et al, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford: Oxford University Press, 2009, p.10.

〔8〕 Blair, supra note 1, p.387.

制。例如,我国《合伙企业法》第42条规定,倘若合伙人个人财产不足清偿其个人所负债务的,合伙企业可能需要对该合伙人办理退伙。<sup>〔9〕</sup>可见,合伙企业的正向资产分割效果不完全,企业随时有可能因为部分合伙人不能清偿其个人债务而需要返还合伙人的投资。

不同类型的企业在正向资产分割的效果上并不一致,可以被区分为“弱资产分割”的企业(如合伙企业)和“强资产分割”的企业(如有限责任公司)。<sup>〔10〕</sup>股东可以通过设立公司对公司的债权人提供优先权,又可以获得清算保护——股东的破产不会影响公司运营。相比之下,合伙企业法一般仅仅提供优先权,即允许合伙企业债权人对合伙企业资产享有优先的清偿顺位,但是并不提供清算保护。除了这两种企业组织以外,一些非营利组织被认为是具有“超强资产分割”的法律实体。<sup>〔11〕</sup>出资人一旦将资产投入这些非营利组织,就不能通过利润分配、清算等方式撤回出资。因此,即使出资人破产,出资人的债权人也不能对非营利组织享有任何权利。非营利组织的债权人对该组织的财产享有的权利强于公司债权人对公司的权利。

正向资产分割发挥着重要的作用。同样以有限责任公司为例,清算保护确保了公司现金流的稳定性。由于公司提供了清算保护,股东破产时公司无需拿出相应的现金满足股东撤资的要求。考虑到资产通常具有一定的专用性(specificity),公司假如需要在短时间内清算资产,可能会蒙受一定的损失。因此,清算保护维持了公司运营的稳定性与持续经营价值。清算保护的这一功能比优先权更加重要,也是合伙企业等“弱资产分割”与公司等“强资产分割”企业的核心区别。<sup>〔12〕</sup>

正向资产分割的安排还可以降低信息成本与监督成本。对于公司债权人而言,在资产分割的安排下,每个公司资产不受其股东业务的影响,公司的债权人就可以专注于该公司的业务与运营风险。例如,一个公司集团可能通过不同的子公司分别经营酒店业务和房地产业务。而不同的业务可能涉及不同的商业风险,不同的子公司可以向不同的债权人获得融资。由于放贷给酒店业务的银行和放贷给房地产业务的银行可能具有不同的专业知识,将不同业务的资产分割开来有助于债权人发挥其对某一业务的专业知识的优势,从而让公司以更低成本获得融资。这对于公司和债权人是双赢的结果。正向资产分割还会降低债权人的监督成本。债权人只需要时刻关注与其交易的公司的资产状况,而不需要去调查并监督该公司的所有股东的资产状况。而倘若法律不提供正向资产分割,每一个投资者一旦陷入财务困境,都可能导致公司的经营受到影响,导致债权人难以准确衡量其交易风险,造成一定的不确定性,进而损害社会效率。

正向资产分割同样可以降低股东的信息与监督成本。在一家公司有多个股东的情况下,正向资产分割确保了每个股东的个人债务不会影响公司的运营,因而股东没有必要相互监督。相比之下,由于合伙企业财产独立性较弱,每个合伙人都可能陷入资不抵债的境地,而法院就

〔9〕 这一处理的前提是“其他合伙人未购买,又不同意将该财产份额转让给他人的。”

〔10〕 Hansmann et al, supra note 1, p.394.

〔11〕 Hansmann et al, supra note 1, p.395.

〔12〕 Hansmann et al, supra note 1, p.403.

可能要求合伙企业办理退伙、返还投资,进而影响合伙企业的持续经营价值。在这一财产权处理结果下,倘若合伙人数量较多,每个合伙人都需要调查所有其他合伙人的资产状况,就会导致巨大的信息与监督成本。合伙企业的合伙人一般相互了解,否则很难通过合伙企业投资于共同的事业。而对于股权分散的上市公司而言,要求投资者相互了解几乎不可能。可见,正向资产分割是大型公司运营必不可少的制度基础。

此外,正向资产分割对于简化破产成本也有重要意义。在优先权与清算保护的安排下,股东与公司的资产分离,倘若股东陷入破产,法院仅需要处理股东的资产与债务,无需考虑其所持有公司的资产与负债。破产程序因而得以简化,法院可以更迅速地确定债权人应得受偿的数额。<sup>[13]</sup>

最后,正向资产分割还可以使负债累累的企业家获得新的融资,东山再起。企业家可以设立新公司,并由新公司对外融资,开展新的业务,而企业家原本的债务并不影响新公司的运营。倘若新公司运营失败,该公司的债权人也对该公司资产享有优先权。这就保障了新设公司债权人的利益。有才能的企业家也就不会因为一两次失败而无法将其有价值的新想法付诸实施。<sup>[14]</sup>

## (二)企业财产独立性的经济功能

上述的讨论阐明了资产分割制度的社会效益。然而,这还不足以完全解释这些法律制度的经济功能。科斯定理表明,如果交易成本为零,产权的初始配置不会影响经济效率,因为交易各方可以协商改变其权利义务关系。<sup>[15]</sup> 资产分割本质上是对企业、投资者、债权人的权利安排。法律可以对这些权利安排加以规定,也可以允许交易各方通过合同的方式自行约定。因此,要解释法律的作用,我们还必须回答“科斯之问”——如果相应的安排是有效率的,交易的各方是否可以通过合同的方式自行约定?<sup>[16]</sup> 企业法对于企业财产独立性的安排是否是必要的?

在两种资产分割中,反向资产分割(即有限责任)常常被认为是现代公司的一个基本特征。<sup>[17]</sup> 然而,汉斯曼和克拉克曼指出,有限责任仅仅是公司法的一种缺省安排。有限责任规则对于商事交易而言并不起根本性的作用。即使在公司法明确规定股东承担有限责任的情况下,在实践中股东也常常向公司的债权人提供担保。而即使法律规定了合伙企业的合伙人需要对企业债务承担无限连带责任,合伙企业也可以通过合同要求其债权人放弃对合伙人的追索。当然,在企业与大量债权人交易的情况下,每一个合同中都需要加入类似的条款,将会产生一定的交易成本,但是相应成本仍然有限。实际上,在19世纪,英国的许多公司都缺乏法律

[13] Hansmann et al, supra note 4, p.256.

[14] Hansmann et al, supra note 4, p.257.

[15] See Ronald Coase, “The Problem of Social Cost”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 3, No. 1, 1960, p.1.

[16] Armour et al, supra note 1, p.985.

[17] Lynn Stout, “The Economic Nature of the Corporation”, in Francesco Parisi (ed.), *The Oxford Handbook of Law and Economics*, Vol. 2, 2017, p.339.

赋予的有限责任,而公司通过合同形式限制了股东的责任。<sup>[18]</sup>这一历史经验表明,在法律不提供反向资产分割的情况下,交易各方通过合同自行约定有限责任是完全可行的。

与反向资产分割相比,正向资产分割更为重要。汉斯曼与克拉克曼认为,在缺少企业法规定、仅由当事人通过合同约定的情况下,有理由认为商事主体难以实现有效率的优先权配置与清算保护安排。举例而言,倘若一位经营某项业务的企业家想将对资产的优先权配置给一家银行,企业家可以与银行协商,以合同方式授予其对资产的第一顺位的优先权,使其在企业破产时优先于其他所有债权人受偿。然而,倘若要实现这一安排,企业家需要寻求所有在先债权人对这一安排的认可。否则根据合同相对性的原理,银行在企业家不能偿还债务时,无法要求企业家的其他债权人承认其对企业家资产的优先权。<sup>[19]</sup>而要寻求企业家所有在先债权人的同意,企业家的所有合同中都需要加入认可银行优先权的条款,这需要耗费大量的成本。此外,企业家还需要承诺银行在日后所有交易中都要求债权人同意并认可银行对其资产的优先权。事实上,这一承诺难以执行。倘若企业家经营不善,陷入资不抵债的境地,此时为了挽救现有的投资,企业家就可能会选择与新的债权人订立融资协议。出于降低融资成本的考虑,企业家可能不会要求新债权人认可银行的优先权。如此一来,企业家就可以以较低的利率获得融资,而银行的利益则会受损。而此时银行在企业家违约时只能起诉企业家要求损害赔偿,而对于企业家的新债权人没有任何请求权。银行若要确保企业家在所有合同中都加入认可银行所持优先权的条款,就需要持续监督企业家的经营活动,审查其与其他债权人订立的合同,这一任务无疑是过度困难的。在一家企业有多个投资者,而每个所有者都有其个人债权人的情况下,审查监督成本会急剧上升。企业将时刻面临着来自股东债权人的追索,其持续经营价值将会遭到破坏。

当然,除了通过企业来设置优先权,担保物权制度提供了另一个设置优先权的法律机制。然而,企业若要通过担保物权制度设置优先权,就需要对担保物进行登记,且担保人的身份必须确定。企业的诸多资产可能难以作为担保物,且企业的债权人也时刻在变动,难以概括性地对他们设置担保物权。我国《物权法》提供了浮动抵押的制度,允许企业将其现有的与未来的生产资料对某债权人设置担保物权,这在一定程度上缓解了担保物必须确定所带来的弊端。<sup>[20]</sup>然而,浮动抵押的担保物权人仍然必须确定,故而浮动抵押与正向资产分割相比仍然有一定不足。<sup>[21]</sup>更为重要的是,担保制度即使可以实现优先权的配置,也无法实现正向资产分割的另一项重要功能——清算保护。在企业家将部分物权资产抵押给银行后,如果企业家资不抵债,其债权人还是可能申请企业破产。银行即使享有担保物权,其利益也同样会受到企业家破产而无法持续经营的影响。相比之下,倘若企业家将资产对外出资新设公司,在其自身

[18] Hansmann et al, supra note 1, p.430.

[19] 当然,企业可以通过担保物权实现优先权的设置,后文将论及这一点。

[20] 《物权法》第181条规定:“经当事人书面协议,企业、个体工商户、农业生产经营者可以将现有的以及将有的生产设备、原材料、半成品、产品抵押,债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现抵押权的情形,债权人有权就实现抵押权时的动产优先受偿。”

[21] Hansmann et al, supra note 1, p.418.

无法偿还其个人债务时,新设公司并不因此受到影响,正向资产分割因而保证了公司的持续经营价值,实现了担保物权制度所不能实现的功能。

## 二、企业财产独立性之限制:资产分割理论的规范性意义

汉斯曼等人对资产分割的经济分析已经堪称这一领域的奠基之作,为我国学界所关注。<sup>[22]</sup>然而少有人注意到这一理论潜在的对企业财产制度的规范性意义。<sup>[23]</sup>根据我国《民法总则》,“法人是具有民事权利能力和民事行为能力,依法独立享有民事权利和承担民事义务的组织。”据此,公司等法人的财产与其股东相分离。即使是合伙企业等非法人组织,其财产也具备一定的独立性——合伙企业的财产优先对其企业债务清偿。然而,企业财产的独立性在任何法律体系下都非一成不变,其财产独立的程度往往随着具体案件的因素变化而有所差异。例如,尽管我国《公司法》赋予了公司独立人格,《公司法》第20条仍然提供了法人人格否认的规则。此外,如最高法院颁布的“债随物走规则”,以及实践中一些法院采纳的关联企业实质合并破产制度都有对公司财产独立性的限制。<sup>[24]</sup>

资产分割理论为这些法律上复杂的制度提供了一个更为简洁明了、逻辑更加一致、对于规则的构建与完善更具指导意义的分析框架。这一理论表明,不同企业财产制度安排会导致不同的社会效益与成本。这也就意味着在不同时期,不同制度的环境下,资产分割的制度安排需要相应的调整。在这些成本超过了资产分割的社会效益的情况下,法律过度尊重企业财产的独立性可能反而损害社会效率。

### (一)资产分割的社会成本

尽管资产分割产生诸多社会效益,这一制度也有相应的成本。反向资产分割(有限责任)的弊端早已被学者认识到。以公司为例,在有限责任之下,公司在股东的控制下有动机追求高风险投资,或是通过增加负债与利润分配提高其杠杆率。由于风险与收益相对,股东通过提高公司投资运营的风险,可以获得潜在的高收益,而亏损则与债权人分享。因此,提高公司风险能够使股东获益而债权人受损。为了防范这些行为,债权人一般需要持续监督股东,通过合同约定保护自己的利益。然而,合同保护有一定的局限性。且不论签订完备合同所需要的诸多成本,债权人中有很大大一部分的非自愿债权人根本没有与债务人订立合同的机会。这些债权人同样受到债务人不当行为的影响。在有限责任的保护下,公司没有动机投入足够多的资源防范侵权行为的发生。在这种情况下,有限责任的成本可能超过其收益,法律有必要对其进行

[22] 参见张永健,见前注[2],第59—83页;李清池,见前注[2],第141—152页。

[23] 我国关于这一理论的研究主要集中于解释性研究。在美国法学界,关于资产分割理论的规范性启示的研究同样较少。即使是汉斯曼等人,也仅考虑了资产分割理论对于刺破公司面纱以及关联企业实质合并破产的启示。See Hansmann et al, supra note, p.251.他们并未考虑对其他一些类似制度,如反向刺破公司面纱等制度的启示。

[24] 参见徐阳光:“论关联企业实质合并破产”,《中外法学》2017年第3期,第818—839页。

一定的限制。<sup>〔25〕</sup>

正向资产分割同样容易导致债务人的机会主义行为(debtor opportunism)。<sup>〔26〕</sup> 反向资产分割下债务人一般通过将资产输送给其股东或投资者的方式损害债权人利益,而正向资产分割下债务人可以通过将资产对外投资,损害债权人利益而从中获益。由于资产在投资后转变为股权,债权人难以直接就企业财产变现受偿。同时,对外投资的行为改变了债权人的清偿顺位。企业新设公司的债权人对于资产获得了与新设公司股东的债权人相比更优的顺位。这一行为被一些学者称为“资产替换”(asset substitution),对于债权人而言是一种因债务人不当行为而产生的代理成本(agency cost)。<sup>〔27〕</sup> 这一代理成本虽然直接由债权人承担,但是实际上是一种社会成本。由于资产替换的可能性,债权人在与债务人交易时会更加慎重,从而使得债务人的融资成本与交易成本也相应提高。在正向资产分割的社会成本超过其潜在收益时,法律对其企业财产独立制度的限制就是必要的。

支持企业财产独立的观点可能会认为,债务人对外投资的行为对于债权人而言属于商业风险。债权人理应预料到债务人的这一行为对其债权可能导致的损害,并在与公司交易的合同中加入防止公司对外投资的条款,如在域外普遍被使用的限制性债务契约(debt covenant)。<sup>〔28〕</sup> 然而,且不论债务契约的订立与执行都会产生一定的交易成本,并非所有债权人都与债务人订立合同的机会。一些非自愿债权人,如侵权受害人、政府机构,难以通过合同获得保护。在自愿债权人中,也有一些债权人,如雇员、消费者等明显处于谈判弱势地位。在这一情况下,债务人在相应决策上就不会考虑对这些债权人的影响,其决策将不符合社会效率。诚然,许多其他法律规则,如《劳动合同法》《消费者权益保护法》等可以对这些债权人提供一定程度的保护。例如,我国《消费者权益保护法》第55条规定:“经营者提供商品或者服务有欺诈行为的,应当按照消费者的要求增加赔偿其受到的损失,增加赔偿的金额为消费者购买商品的价款或者接受服务的费用的三倍。”第56条规定:倘若经营者“提供的商品或者服务不符合保障人身、财产安全要求的,”可能要承担五十万元以下的罚款,或被吊销营业执照。然而,这些保障都假定企业本身有能力承担损失,而在债务人本身资不抵债、陷入破产的情况下,并不能发挥其作用。倘若企业可以通过对外投资规避对侵权受害人的损害责任,那么企业可能会进行过度的高危行业的投资,或是生产不合格的产品。这些对社会的负外部性不会被企业

〔25〕 因此,汉斯曼与克拉克曼认为,在公司侵权损害赔偿问题上,股东应当承担更多的责任。Henry Hansmann and Reinier Kraakman, “Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts”, *Yale Law Journal*, Vol.100, No.7, 1991, pp.1879-1934.

〔26〕 Hansmann et al, supra note 4, p.251.

〔27〕 William W. Bratton, “Corporate Debt Relationships: Legal Theory In A Time of Restructuring”, *Duke Law Journal*, Vol.1989, No. 1, 1989, p. 92, 127. See also Michael C. Jensen and William H. Meckling, “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No. 4, 1976, pp.305-360.

〔28〕 参见曾思:“美国法上的限制性债务契约制度评析”,《公司法评论》2014年第24期,第152-175页。



所有者考虑在内,然而其成本却是由外部侵权受害人承担。因此,资产分割的安排可能损害资源配置的效率。

将债务人对外投资的行为看作是债权人所必须应对的商业风险的这一观点本身回避了更为根本的问题——何为商业风险,以及谁应当承担风险,因此无法反驳法律应当对企业财产独立规则进行必要的限制的这一主张。债务人对外投资这一风险是否应当由债权人承担本来就是资产分割理论致力于解决的问题。根据科斯定理,在交易成本较低的情况下,法律对于产权(当然也包括风险)的初始分配无关紧要,当事人完全可以通过合同协商改变法律的安排。倘若法律将风险配置给债权人,尊重企业的资产分割安排,而债权人可以自行通过与债务人订立合同条款改变这一安排。而倘若立法者认为这一风险并非商业风险,而是可以为债务人所控制,那么完全可以解除正向资产分割的效果,要求企业在对外投资时新设的公司对其股东债务承担责任。只不过,按照汉斯曼和克拉克曼的资产分割理论的经济分析,如果法律不提供正向资产分割的安排,那么当事人很难通过合同的方式自行构造类似的法律安排。而倘若法律要求债权人承担风险,债权人通过合同改变这一安排则相对容易。然而,对于非自愿债权人以及某些弱勢的自愿债权人而言,法律无论如何配置风险,当事人都难以通过合同加以改变,那么固守资产分割与公司财产独立性就会导致相应的成本。

除了债务人的机会主义行为以外,正向资产分割还导致投资者的资本锁定在企业内,无法轻易撤回出资。以有限责任公司为例,股东若想撤回出资,必须通过公司股东会决议减少公司注册资本,公司还要履行公司法下减资时对债权人的义务。这一成本对于小股东而言尤其高昂。小股东无法决定公司是否进行利润分配、股份回购、清算解散,其权利的实现受到公司治理机制的决策约束。因此,资产分割的安排可能会导致大股东压迫的问题。<sup>[29]</sup>

因此,在汉斯曼等人看来,正向资产分割利弊并存,并非放诸四海而皆准的规则。提供资产分割功能的企业财产独立制度也并不是自古就有,只有在其社会效益超过成本时才会出现。汉斯曼等人的研究表明这一理论框架可以解释企业制度在意大利、英国和美国的演变过程。<sup>[30]</sup>

## (二)资产分割的财富分配效果

汉斯曼等人提出的资产分割理论在被用于解释不同企业制度的历史发展时,主要关注的焦点是社会效率。在考虑资产分割理论的规范性意义时,我们必须同时关注相应制度在效率与公平两个维度的效果。<sup>[31]</sup> 尽管财富分配的目标在价值判断层面存在一定争议,当今各国

[29] Hansmann et al, supra note 1, p.1354.

[30] 正向资产分割的出现依赖于部分前提性制度。一个最为重要的制度是强有力的破产法制度与法院。在历史上,破产法律尚不完善的国家往往采用一种债权人“先到先得”的规则,即谁先提起诉讼要求执行债务人财产就可以获得优先受偿。而资产分割规则下的企业只有在清偿其所有债权人后,剩余资产才会被用于偿还企业所有者个人债权人。这一规则要求法院准确估计企业资产与债务的比例,判断企业诸多债权人的债权请求权是否成立并有效,同时要监督企业在破产程序前的行为。随着破产制度的完善,企业财产制度才逐步发展。Hansmann et al, supra note 1, p.1352.

[31] 公平的概念存在很大的模糊性。本文所指的公平主要指法律规则的财富分配效应。

无不致力于解决贫富差距,促进社会和谐稳定。我国的法律政策也不能仅仅关注效率,还要考虑公平维度的后果。<sup>〔32〕</sup>

资产分割理论的基本假设——当事人可以通过合同改变法律界定的财产配置——对于部分类型的债权人并不成立。资产分割可能损害这些债权人的利益,导致社会不公。一方面,债权人可能缺乏专业知识,无法通过合同自我保护。另一方面,很多债权人也欠缺与债务人实际谈判的能力。因此,无论是反向资产分割还是正向资产分割,都有利于债务人而不利于弱勢的债权人。

然而,处于弱勢地位的自愿债权人以及非自愿债权人与债务人相比可能恰恰正是需要法律额外提供保护的群体,如企业雇员、消费者等。资产分割对于部分有专业知识、债权价值相对较大的债权人,如银行等金融机构并无太大影响,甚至还可能有利于其利益。相比之下,雇员、消费者的债权数额较小,这类债权人人数较多,力量较为分散,他们一般难以通过合同或担保物权的方式自我保护。侵权债权人甚至根本无与债务人谈判的机会。反向资产分割的风险分配方案无疑在提升公司福利的同时损害了相对弱勢的债权人的利益。

反向资产分割导致的潜在社会不公效果可以从我国实践中发展出来的一些制度中得到佐证。例如,我国近年来逐步发展的商业银行股东责任的制度,就体现了政策制定者对反向资产分割导致的不公后果的担忧。商业银行面临的存款人众多,每个存款人不可能与银行谈判并通过合同限制银行的贷款行为。在有限责任制度的激励下,商业银行有动机追求高风险进而获得高回报。而导致的亏损则由存款人共同承担。<sup>〔33〕</sup>我国银监会在允许民营银行成立时一般要求其股东承诺承担股东加重责任。这一安排可以有效避免资产分割导致的财富分配后果。股东既然从商业银行的运营中获益,那么在其高风险导致的亏损发生时,理应补偿储户的损失,以避免有限责任造成的风险与收益不对应的问题。

此外,要求股东承担加重责任还可以部分缓解纳税人的负担。由于金融机构可能产生系统性风险,出于维护稳定的目的,政府可能不得不出手挽救银行,而这无异于由纳税人承担金融机构的亏损,造成了社会不公的问题。<sup>〔34〕</sup>尽管商业银行的债务最终并未由其债权人承担,然而政府实际上也可以被看作非自愿债权人,为了维护金融体系的稳定而不得不承担商业银行的债务。政府救市对社会公正的损害本质上仍然是资产分割导致不公后果这一普遍规律的一个具体现象而已。要求商业银行的股东在银行资不抵债时补充资本金或承担额外的加重责任,则有助于缓解这一不公的财富分配效应。

与反向资产分割相比,正向资产分割导致财产分配的效应受到的关注较少。在正向资产分割下,公司可以将其重要的资产对外投资于子公司,并通过该子公司获得融资。如此一来,

〔32〕 目前无论是国内外关于资产分割理论的研究,都主要以社会效率为唯一主导价值。

〔33〕 其他一些制度,如存款保险制度,可能在一定程度上可以规制银行承担的风险,然而受制于道德风险等问题,存款保险制度也同样存在缺陷,无法完全解决有限责任制度下银行的不当激励问题。See Steven L. Schwarcz, "The Governance Structure of Shadow Banking: Rethinking Assumptions About Limited Liability", *Notre Dame Law Review*, Vol.90, No.1, 2014, pp.1-30.

〔34〕 *Ibid.*, p.18.

即使公司陷入破产,公司的主要资产也会优先清偿其子公司的债权人。这一安排可以降低融资成本,有利于公司及其股东。在企业资产总价值一定的情况下,企业以其资产新设公司,新设公司的债权人获得了相对于企业原债权人更优先的顺位。在极端的情况下,企业甚至可以将全部的资产转移给一个新设公司,利用该公司对外融资,并以回租的方式取得资产的使用权进行经营活动。倘若企业因为运营不善破产,资产分割的安排使得其员工、消费者或侵权债权人等非自愿债权人均不能要求其变现财产清偿债务。通过这一方式,企业可以逃避其债务或侵权责任,降低融资成本,而这一安排产生的外部性则由非自愿债权人或弱势债权人承担。<sup>[35]</sup>可见,正向资产分割同样会导致对社会不利的财富分配后果。

反对在企业法中考虑财富分配效果的观点可能会认为,其他的社会保障制度,如保险、税收、资本管制等规则可以更好地保护弱势债权人与非自愿债权人的利益,因而没有必要通过修改公司法制度来实现这些目标。然而,这些其他的制度同样有其自身的问题。以商业银行存款保险制度为例,尽管这一制度可以为储户提供一定程度的保护,却仍然无法改变或至少削弱商业银行追逐风险的动机。在商业银行进行高风险交易的时候,存款保险人并没有很好的控制商业银行的手段。倘若存款保险人要求商业银行缴纳更高的保费,就会进一步提高其运营风险。存款保险人也不能威胁停止保险,因为如此一来可能引发银行“挤兑”。而要求银行股东承担加重责任,解除反向资产分割的安排则可能更有效地实现控制金融风险的目标。

诚然,倘若资产分割符合社会效率,政策制定者可能需要在效率与公平间做出一定的抉择与平衡。需要注意的是,上述分析已经表明,资产分割并非在所有情形下都具有社会效率。在这一安排对社会而言既无效率又不公平的情况下,企业财产独立性自然应当受到一定限制。

### 三、企业财产独立制度的考虑因素:资产分割的理论分析框架

既然正向资产分割在某些情况下可能导致效率与公平两方面的不利后果,企业财产独立性可能被滥用于损害部分债权人的利益。法律应如何对企业财产独立性加以限制?这就需要结合资产分割的社会效益与成本,提炼出若干重要的因素,并以此构建限制企业财产独立性的分析框架。

#### (一)投资者人数

影响资产分割社会效益与成本的一个最为重要的因素是公司的投资者人数。投资者人数这一因素在有限责任的成本收益分析中早就被学者意识到。早在1967年,法经济学的鼻祖曼尼(Henry Manne)教授就指出,公司制度实际上处理的是两种类型的公司,股权分散且具有流动性的公司以及人数有限的封闭公司。<sup>[36]</sup>后续的法经济学研究一直延续了这一区分。伊斯布鲁克(Frank Easterbrook)与费舍尔(Daniel Fischel)也认为法院可以更多地由公司由一家

[35] See Lynn M. LoPucki, "The Death of Liability", *Yale Law Journal*, Vol.106, No.1, 1996, p.30.

[36] Henry G. Manne, "Our Two Corporation Systems: Law and Economics", *Virginia Law Review*, Vol.53, No. 2, 1967, pp.259-284.

母公司全资持有时刺破公司面纱,而倘若公司股东人数众多,那么刺破公司面纱应更慎重。<sup>[37]</sup>

在投资者人数众多的公司中,有限责任降低信息成本的作用尤为明显。如果股东个人需要对公司负债承担连带清偿责任,股东承担责任的数额将取决于其他股东是否有足够的资产承担债务。在无限连带责任制度下,任何一个股东都需要监督其他股东的资产状况。而当股东频繁转让股权时,每一次转让都可能改变每一个股东的投资风险。同样,对于公司的债权人而言,股东承担无限连带责任并不会使他们处境明显变好。表面上看,债权人可以追索的对象增加了。但是债权人需要了解股东个人资产状况,才能更好地衡量与公司交易的潜在风险,进而确定合同的价格(如贷款的利率)。可见,在投资者人数众多的公司中,无限连带责任会产生大量的信息成本。相反,倘若公司仅有一个股东,有限责任的突破并不会产生这些社会成本。公司的债权人也可以对该股东进行一定的尽职调查,以评估债权风险。

投资者数量这一因素同样会影响正向资产分割的社会效益与成本。<sup>[38]</sup> 当投资者人数众多时,每一个投资者都可能陷入资不抵债的财务困境。倘若企业法不提供正向资产分割的规则,投资者的个人债权人就会向企业要求撤回出资,进而威胁到企业的持续经营。企业的每个投资者倘若要准确衡量投资风险,也都需要对其他投资者进行一定的调查。同时,企业的债权人如果不享有对企业资产的优先权,或者虽然享有优先权但是企业随时可能因为其投资者的个人债权人的追偿而利益受损,也都需要了解企业投资者的资产状况。相比之下,当投资者人数较少,或者仅有一人的时候,无论法律是否赋予企业正向资产分割,投资者与债权人的利益都不会明显受到影响。因此,正向资产分割降低信息成本这一社会效益在投资者人数较少时并不明显。同时,当一个企业中投资者人数众多时,每一个投资者通过将资产投入到企业中来规避其对个人债权人的债务的动机将会受到削弱。相应的投资更加可能是正常的投资行为而非企图损害债权人利益的不当行为。此时正向资产分割的社会成本相对较低。投资者人数的多寡还会直接影响到企业的股权或权益份额的流动性。对于公开上市的公司而言,股权有足够的市场流动性,正向资产分割带来的社会成本并不明显。这是因为即使并不占主导地位的小股东也可以用脚投票,因而不会因为正向资产分割失去股权流动性,并遭受其他股东的压迫。而封闭公司由于股权流动性受到很大限制,小股东受到的负面影响更大。这也是法律对于公开上市公司一般会尊重其正向资产分割的另一原因。

## (二) 债权人身份

除了企业投资者人数和股权流动性以外,债权人的身份类型也有可能影响资产分割的效率与公平后果。<sup>[39]</sup> 如前所述,资产分割对于不同类型的债权人影响不一。无论是反向资产分割还是正向资产分割,其理论上具有社会效率的前提都是企业与债权人可以通过合同自我

[37] Easterbrook et al, supra note 1, p.111.

[38] Hansmann et al, supra note 1, p.402.

[39] 汉斯曼等人并未明确这一因素。See Hansmann et al, supra note 4, p.251.然而,无论是从效率还是公平的角度考虑,债权人的类型都应当是一个重要的考虑因素。

保护,然而实践中这一假设并非必然成立。

具体而言,企业的债权人可以大体分为三类。第一类为银行等具备专业知识的债权人。他们可以通过债务契约或索取担保物权等方式保护自身利益。资产分割不会对他们造成过高的成本。因此一般而言不应当突破企业财产独立的制度来保护他们的利益,以确保资产分割发挥社会效益。第二类为企业的非自愿债权人,如侵权债权人。这类债权人一般没有与企业协商谈判的机会,无法通过合同等方式保护自身利益。资产分割对其造成的不利影响最为明显。第三类同样为企业的自愿债权人,但是却由于缺乏相应的知识与谈判地位,无法像银行等金融机构那样自我保护。这些自愿债权人包括企业的员工、消费者等群体。对于这些债权人而言,资产分割的效益与成本并存,其受影响程度介乎第一类与第二类债权人之间。

### (三)独立银行账户与准确的会计账簿

企业是否通过会计账簿准确记录其资产负债状况以及是否有独立银行账户也是判断企业财产独立性是否符合效率与公平目标的一个重要因素。<sup>[40]</sup> 每一个企业作为独立的财产持有者,都应当记录相应的资产负债,以向投资者与债权人提供相应的信息。同时,企业也应当开设独立的银行账户,以确保其账户资产与其投资者的资产实现隔离。诸多保护债权人的制度,包括欺诈性资产转让以及资本管制,都依赖于公司的会计记录。<sup>[41]</sup> 在会计账簿完整、准确的情况下,债权人可以基于会计账簿证明公司是否存在欺诈性资产转让等情形,因而债务人不当行为会受到约束,资产分割造成的代理成本较为有限。而倘若企业未能提供准确、完整的会计账簿,或是缺乏独立的银行账户,法律即使尊重企业财产独立性也并不能有效降低债权人的信息成本,债权人仍然需要同时审查债务人及其投资者的资产状况。因此,会计账簿是衡量反向资产分割社会效益与成本的重要因素。

### (四)业务风险的混同程度

影响资产分割社会效率与公平的另一个重要的因素是企业与其投资者在经营业务风险实际上的关联与混同程度。如前所述,资产分割的一个重要的社会效益是降低债权人的信息成本,发挥其专业优势。如果投资者与企业完全经营着不同的业务,不同的债权人可以专注于不同的业务,资产分割可以发挥不同债权人的专业优势。而如果投资者与企业经营的业务混同,风险关联性较大,那么资产分割的这一社会效益则并不明显而成本则相对较高。相应地,解除资产分割造成的社会成本也会较为有限。

## 四、对中国法的启示

汉斯曼等人提出的资产分割理论对于我国现阶段的大量问题都有重要的理论指导意义。

[40] Hansmann et al, supra note 4, p.268.

[41] 债权人要证明债务人欺诈性转移资产,一般需要证明债务人未获得公允价值。而准确的会计报表有助于债权人证明这一事实。此外,企业会计账簿还会显示企业对其投资人的利润分配。在缺乏准确的会计账簿的情况下,债权人也无法证明公司的利润分配是否违反资本管制等规则。Hansmann et al, supra note 4, p.268.

在我国,有限责任公司与股份有限公司享有法人地位,其财产独立于投资者,不因为其投资者的个人债务而受到影响。然而,公司财产独立性不应当是绝对的,而是需要根据其制度的效益与成本在不同情形下做出相应的调整。这一理论对于我国目前诸多法律问题,包括刺破公司面纱、反向刺破公司面纱、关联企业实质合并制度、“债随物走规则”等都有重要启示。

### (一)刺破公司面纱与反向刺破公司面纱

关于刺破公司面纱的研究在国内外都已经十分丰富。<sup>[42]</sup>一些法经济学的分析也已经被我国学者运用于分析我国的法人人格否认制度。例如,我国学者已经注意到投资者人数、股权流动性、债权人身份等因素对于法院判决的重要性。<sup>[43]</sup>尽管如此,资产分割理论还是在现有研究的基础上又提供了一些新的启示。

现有的刺破公司面纱的研究列举了大量的影响法院刺破公司面纱的因素。以美国法为例,实证研究表明,倘若债务人作出了虚假陈述而构成欺诈时,法院一般会支持债权人的诉求。<sup>[44]</sup>在公司资本不足(thin capitalization)时,法院也有很高的概率刺破公司面纱。除此之外,法院还会考虑公司是否是股东的另一人格(alter ego)或仅仅是股东的工具(instrumentality)。在考虑这一问题时法院关注的因素包括股东是否过度控制公司,公司是否遵循了程式(formalities),包括股东会与董事会的程序,选举董事的程序,维持独立的银行账户,以及能够提供准确的会计报表。<sup>[45]</sup>

汉斯曼等人的研究表明,在法院考虑的这些因素中,一个重要的因素是公司是否能提供完整、准确的会计报表。有了会计报表提供的资产负债信息,债权人才能准确地衡量其风险,并通过合同中的债务契约条款,以及欺诈性资产转让、资本管制规则等制度对债务人的不当行为进行限制。<sup>[46]</sup>法院将这一因素纳入考虑可以有效激励债务人准确、完整地记录其资产负债状况,从而强化债权人自我保护的能力,降低资产分割带来的对债权人的不利影响。而对于公司是否遵守章程规定的程序定期召开会议、选举董事,汉斯曼等人认为这些并不会显著影响债务人的机会主义行为以及代理成本,因而其重要性程度较低。<sup>[47]</sup>

以上讨论对我国也有重要意义。我国《公司法》第20条第3款提供了关于法人人格否认的规则。法院已经运用该条在许多案件中刺破公司面纱,要求股东对公司的债务承担责任。<sup>[48]</sup>有学者发现我国实践中经常存在股东与公司“共用一本账”,“共享银行账号”的情形,

[42] 我国学者更加惯用“法人人格否认”一词。参见黄辉:“中国公司法人人格否认制度实证研究”,《法学研究》2012年第1期,第3—16页。本文采用刺破公司面纱的用词,以与反向刺破公司面纱相区分。

[43] 同上注,第7页。

[44] See Robert B. Thompson, “Piercing the Corporate Veil: An Empirical Study”, *Cornell Law Review*, Vol.76, No. 4, 1991, p.1063.

[45] Hansmann et al, supra note 4, p.269.

[46] Hansmann et al, supra note 4, p.271.

[47] Hansmann et al, supra note 4, p.269.

[48] 黄辉,见前注[42],第3—16页。

并认为这是人格混同的一个特征。<sup>[49]</sup> 在这种情况下,尊重公司财产的独立性并不能有效实现资产分割的社会效益。因此,法院在考虑是否否认公司法人人格时应当着重关注这一因素。

资产分割理论还能够为我国关于反向刺破公司面纱的讨论提供重要的启示。实践中,《公司法》第 20 条主要被运用于刺破公司面纱,有疑问的是,这一条是否也应当适用于反向刺破公司面纱?<sup>[50]</sup> 从各国经验来看,反向刺破公司面纱与刺破公司面纱相比较为罕见。<sup>[51]</sup> 资产分割理论的分析表明,与刺破公司面纱相比,法院对于反向刺破公司面纱应当持更为慎重的态度。如果说刺破公司面纱是公司法对反向资产分割的限制,那么反向刺破公司面纱则对应着对正向资产分割的限制。如前所述,正向资产分割与反向资产分割相比更为重要。商事交易的各方很难通过合同的方式约定投资者的债权人不能向被投资的公司追偿。<sup>[52]</sup> 因此,法院反向刺破公司面纱可能会导致较高的交易成本。

然而,这并不意味着反向刺破公司面纱在任何情况下都不可能。研究表明,美国法上的反向刺破公司面纱经历了一个逐步被法院认可的发展过程。<sup>[53]</sup> 在早期的 *Kingston Dry Dock Co. v. Lake Champlain Transportation Co.* 案中,<sup>[54]</sup> 汉德法官将反向刺破公司面纱看做是与刺破公司面纱类似的规则。汉德法官认为,刺破公司面纱要求债权人证明公司是股东的另一人格,股东滥用了法人人格。那么债权人主张反向刺破公司面纱时就应当证明子公司反向控制了其股东,插手其事务,因而需要对其股东的债务负责。汉德法官表示,这样的情形即使不是不可能,也是极为罕见的。<sup>[55]</sup> 不过,在后续的案件中,美国法院并未完全遵循汉德法官的判决逻辑。在 2000 年的 *LFC Marketing Group, Inc. v. Loomis* 案中,内华达州最高法院支持了债权人反向刺破公司面纱的请求,允许债权人直接向债务人威廉的兄弟罗伯特持有的一家公司追偿债务。<sup>[56]</sup> 债务人的兄弟罗伯特是公司的唯一股东,也是公司的总裁。法院发现债务人威廉实际上操纵了该公司的所有交易,主导了合同的签订与谈判过程。同时,威廉也自认是该公司的主要所有人。法院还发现有证据表明该公司与威廉所持有的其他公司存在财务混同的情形。而债权人历时三年也无法从威廉处获得清偿。法院综合考虑了这些因素后决定反向刺破公司面纱。法院在该案中并未考虑该公司是否反向控制了其个人股东。<sup>[57]</sup>

[49] 刘俊海:“揭开公司面纱制度应用于司法实践的若干问题研究”,《法律适用》2011 年第 8 期,第 16—22 页。

[50] 反向刺破公司面纱有两种,内部人请求的反向刺破公司面纱与外部人请求的反向刺破公司面纱。本文所指主要是后一种,即股东的债权人作为外部人提起的要求公司以其资产承担责任。参见廖凡:“美国反向刺破公司面纱的理论与实践——基于案例的考察”,《北大法律评论》,2007 年第 2 期,第 532—548 页。

[51] 黄辉,见前注[42],第 7 页。

[52] 这是因为投资者可能与企业成立后与新的债权人签订合同时不加入这一条款,而企业的其他投资者难以时刻监督某一投资者对外签订的合同。

[53] 参见廖凡,见前注[50],第 532—548 页。

[54] 31 F.2d 265 (2d Cir. 1929).

[55] 31 F.2d 267 (2d Cir. 1929).

[56] 8 P.3d 841, 843 (Sep. 2000).

[57] 8 P.3d 841, 902 (Sep. 2000).

倘若严格按照汉德法官提出的标准,债权人几乎不可能在反向刺破公司面纱案件中胜诉。公司一般难以反向支配及控制其股东。资产分割理论揭示了汉德法官推理的问题所在。从资产分割理论的角度来看,子公司是否反向控制股东并不应当是关键的因素。股东以其资产设立子公司,避免了其个人债权人对其资产的直接追索,本身就会导致债权人无法轻易实现债权,构成对债权人利益的损害,产生社会成本。同时,正向资产分割的社会效益在股东人数较少,股东与公司业务风险、财务混同的情况下并不明显。基于上述分析,我国法院在一定程度上反向刺破公司面纱是有必要的,且公司反向控制股东不应当被作为一个构成要件。<sup>[58]</sup> 法院仍然应更多关注债务人是否通过将其资产对外投资设置公司,使得其资产转变为股权,进而拖延乃至于阻止了债权的实现,损害了债权人利益。

## (二)关联企业实质合并

在我国司法实践中,部分地区的法院借鉴了美国法,逐步发展出了实质合并规则,在一些案件中已经逐步开始对关联企业采取实质合并的处理方式,将其资产统一用于清偿债务。然而,目前各地法院对于是否以及何时应当将关联企业财产在破产时合并的意见仍不一致。部分省份认为破产时不应将有独立法人人格的不同公司财产合并,有的则持相对开放的态度。<sup>[59]</sup>

实践中,被实质合并的一般都是受到同一实际控制人控制的公司,通常是公司集团内部的成员公司。例如,在闽发证券有限责任公司与北京辰达科技投资有限公司、上海元盛投资管理有限公司、上海全盛投资发展有限公司、深圳市天纪和源实业发展有限公司合并破产清算案中,闽发证券出资设立了四家公司,在管理和资产上都严重混同。<sup>[60]</sup> 又如,在纵横集团破产案件中,法院发现该集团内部五家子公司与控股公司财务混同。法院在这些案例中采取的措施类似于“横向刺破公司面纱”,或刺破了“姊妹公司”的面纱。<sup>[61]</sup>

目前,我国学者主张这一规则的适用应考虑司法效率与债权人的利益。<sup>[62]</sup> 然而,对于如何构建这一制度,目前的研究尚未从理论层面给出指导。有学者主张我国借鉴美国法上的判例法,并总结了多达 26 项法院应当考虑的因素,包括“关联企业之间是否存在合并财务报表的

[58] 我国也有学者认为这一条有必要扩大适用至反向揭开公司面纱以及刺破姊妹公司面纱的情形。我国实践中经常存在“一套人马,若干牌子”的情形。公司经常将资源在不同壳公司间调度,达到损害某一公司的债权人的目的。朱慈蕴:“公司法人格否认:从法条跃入实践”,《清华法学》2007年第1期,第111—125页。

[59] 参见徐阳光,见前注[24],第818—839页。

[60] “闽发证券有限责任公司与北京辰达科技投资有限公司、上海元盛投资管理有限公司、上海全盛投资发展有限公司、深圳市天纪和源实业发展有限公司合并破产清算案”,《中华人民共和国最高人民法院公报》2013年第11期。

[61] 陶蛟龙、史和新:“关联公司合并破产重整若干法律问题研究——以纵横集团“1+5”公司合并重整案件为视角”,《政治与法律》2012年第2期,第23—30页。横向刺破公司面纱在英国与德国公司法上较为常见。在美国,实质合并制度实际上是横向刺破公司面纱的一种替代,起到了类似的经济功能。Hansmann et al, supra note 4, p.272.

[62] 参见徐阳光,见前注[24],第818—839页。



情形”“各关联企业之间在利益和所有权方面的一致性”“关联企业之间的相互担保情形”“分离和识别每个企业的资产和责任的难度”“资产在关联企业之间的非正常转移情况”“资产的混合程度”“董事和高级职员的交叉任职情况或者母公司不时派驻人员到子公司董事会的情况”等因素。<sup>〔63〕</sup>

资产分割理论可以为实质合并制度在我国的发展及其制度设计提供一个理论视角。首先,实质合并制度一般适用于公司集团内部公司的破产处理。姊妹公司的股东一般都仅有一人。美国法院一般也只在“各关联企业之间在利益和所有权方面”具有一致性的情况下才适用这一制度。关联企业破产时的实质合并本质上也是一种对公司财产独立性的限制。在资产分割的安排下,每个公司仅对其自身的债权人负责。而实质合并后的公司资产则被一并处理,共同对所有被合并公司的债权人清偿。从资产分割的角度来看,实质合并会对公司的债权人造成一定的信息与监督成本——债权人不仅需要考虑与其交易的公司的资产状况,还需要考虑该公司股东及其所持其他公司的风险。不过,由于这些成员公司的股东仅有一人,相应的信息与监督成本与股权分散的公司相比相对有限。

当然,即使被实质合并的公司股东仅有一人,也并不意味着法院必然应将相关联的公司合并处理。哪怕是在公司集团内部的公司之间,资产分割也发挥着一定的社会效益。资产分割有利于债权人发挥其专业优势。债权人可以专注于监督某一个公司的资产状况、业务风险,从而做出更有效率的决策。同时,公司总体融资成本也会降低。在考虑实质合并时,法院应当关注不同公司成员间业务风险的独立性。如果关联企业的业务实际上紧密关联,风险也是一致的,那么这就说明关联企业的资产分割并不能发挥债权人的优势,不能起到降低信息成本的作用。这一理论分析可以解释美国法院考虑的许多因素,如“关联企业之间的相互担保情形”。理论上,如果姊妹公司之间相互担保,那么其债权人在交易时就不能仅仅依赖于具体某一公司的资产状况,而是要考虑为债务提供保证的公司的资产状况。因此,此类案件中公司一般业务并无独立性,尊重资产分割的效果也不能让债权人发挥其针对某一业务的专业性,不具有降低信息成本与融资成本的社会效益。相应的,解除资产分割也就不会造成过高的社会成本。因此,即使没有获得担保的债权人,也应当能够请求法院横向刺破公司面纱,避免公司集团通过内部交易往来损害某些债权人的利益。

除此之外,法院还应当考虑公司是否独立设置了银行账户与公司会计账簿。这是因为这两个因素会显著影响资产分割的社会效益与成本。我国的一些法院在实践中也关注到类似的因素。例如,浙江省高院认为在处理实质合并案件时,法院应当重点审查关联企业是否有“混同的财务报表”。<sup>〔64〕</sup>在纵横集团破产案件中,法院也发现“各关联公司只设会计,不设银行出纳,全部的结算活动由集团融资部操作”,认为关联公司构成了财务混同,故而决定将其实质合

〔63〕 奚晓明:“当前审理企业破产案件需要注意的几个问题”,《法律适用》2012年第1期,第4—5页。参见徐阳光,见前注〔24〕,第818—839页。

〔64〕 浙江省高级人民法院《关于审理涉财务风险企业债务纠纷案件若干问题指导意见(2009年)》第14条。

并。相比之下,其他一些因素,如不同公司高管人员的重叠,并不会显著影响资产分割的效果,法院没有必要过度关注。<sup>[65]</sup>

### (三)“债随物走规则”

资产分割理论还对我国法学界争议颇大的“债随物走规则”有一定启示。<sup>[66]</sup>最高人民法院于2003年发布了《最高人民法院关于审理与企业改制相关的民事纠纷案件若干问题的规定》(简称《改制司法解释》),其中第6、7条创设了“债随物走规则”。在这两条规则中,第7条引起的争议尤为激烈。该条规定:“企业以其优质资产与他人组建新公司,而将债务留在原企业,债权人以新设公司和原企业作为共同被告提起诉讼主张债权的,新设公司应当在所接收的财产范围内与原企业共同承担连带责任。”对其适用条件及背后的理论,实务界与学界均存在争论,先后提出了法人财产、欺诈性资产转让、继受人责任、以及公司分立理论。<sup>[67]</sup>

许多学者对这一规则提出了猛烈的批评。<sup>[68]</sup>倘若企业对外投资并未获得合理对价,相应的交易可能构成欺诈性资产转让,新设公司可能需要返还相应的出资。然而,倘若债务人获得了新设公司的股权,且债权人无法证明债务人所获对价不公允,要求新设公司承担其投资者的债务就会侵犯子公司法人财产独立性。<sup>[69]</sup>公司应当以其资产对其债务负责,而股东与公司为两个不同的法律实体,公司自然不应对其股东债务负责。<sup>[70]</sup>在股东资不抵债时,债权人可请求执行其资产,获得相应的股权。而要求子公司直接对股东之债务承担责任可能不利于投资活动,也损害了子公司其他债权人的利益。<sup>[71]</sup>在公司可能对其股东的债务负责的安排下,公司的其他投资者在投资公司时会慎之又慎。公司的债权人在不了解股东资产状况的情况下也不会贸然与公司交易,这些都会影响公司正常的运营活动,不利于社会效率。按照这一观点,只有在新设公司未获得公允对价的情况下,法院才应支持债权人的诉求。

然而,实践中,大量法院仍然在没有证据表明债务人对外投资交易不公允的情况下

[65] Hansmann et al, supra note 4, p.269.

[66] 我国学界的争论,参见王军:“评‘企业债务随企业财产变动原则’——法释[2003]1号司法解释的一个理论误区”,《法学》2007年第2期,第136—143页;彭冰:“‘债随物走原则’的重构与发展——企业重大资产出售中的债权人保护”,《法律科学:西北政法学院学报》2008年第6期,第147—158页;楼建波:“化解企业部分改制下债权僵局的制度设计——兼对最高人民法院改制司法解释第6条、第7条理论基础之争的反思”,《清华法学》2009年第3期,第26—45页。

[67] 参见王军,见前注[66],第136—143页;彭冰,见前注[66],第147—158页;楼建波,见前注[66],第26—45页。

[68] 参见王军,见前注[66],第136—143页;彭冰:“企业改制中的债权人保护——论‘债务随企业财产转移原则’”,《烟台大学学报(哲学社会科学版)》2005年第18卷,第159—165页。

[69] 参见彭冰,见前注[68],第159—165页。

[70] 参见王军,见前注[66],第136—143页。

[71] 参见王军,见前注[66],第136—143页;彭冰,见前注[68],第164页。

适用了“债随物走规则”。<sup>〔72〕</sup> 资产分割理论可以为这一司法实践提供一个理论基础。反对“债随物走规则”的观点忽视了正向资产分割的成本。即使投资行为不构成欺诈性资产转让,投资行为本身就足以改变债权人的受偿顺位,这是典型的债务人机会主义行为。要求公司承担其股东的债务等同于“反向揭开公司面纱”,<sup>〔73〕</sup> 否认了公司的独立人格。只不过,“债随物走规则”对于反向刺破公司面纱施加了更多的限制。债权人只有在债务人新设公司并转让资产的情况下才可以请求新设公司承担责任。且新设公司承担责任的范围以债务人投资资产的价值为限。

资产分割理论还对于法院适用这一规则的条件提供了一定的启示。在现有研究中,有学者认为“债随物走规则”的适用应当考虑公司对外投资资产占其总资产的比例。在公司以重大资产对外投资时,所供清偿债权人的资产可能减少,而债权人的利益也可能会受到损害。“债随物走规则”确保了企业资产无差别地对所有债权人提供保护,有适用的必要。<sup>〔74〕</sup> 另一个观点认为,“债随物走规则”在投资类案件中适用的理论基础是继受人责任与防止欺诈。<sup>〔75〕</sup> 企业对外转移重大资产时由于营运资产的转让往往缺少可比市场交易,其价值难以确定。倘若资产出让方和受让方之间在股权、人事、业务等方面存在延续性,资产出让方欺诈债权人的可能性较高。此时法院可能应基于继受人责任规则要求资产受让方承担出让方的债务。资产分割理论表明,除了公司对外投资的资产占总资产的比例,以及债务人与新设公司在股权、管理层、员工以及业务方面的关联以外,法院在裁判中还应当考虑几个其他的因素。

其一,新设公司的善意股东人数。法院有必要考虑平衡债权人与公司善意的股东之间的利益,降低交易时的调查成本,维护商事活动的确定性。在新设公司善意股东人数较少的情况下,即使法院适用“债随物走规则”解除了正向资产分割的效果,也不会对相应的交易造成过多的不确定性。投资者在向新设公司注资时可以对公司的其他股东进行一定的调查,从而控制其风险。只有在外部投资者人数众多,相应调查成本过高时,“债随物走规则”的弊端才明显地体现出来。

其二,提起诉讼的债权人类型。资产分割安排的一个重要前提在于债权人可以通过合同与担保物权等方式自我保护。然而,实践中,并非所有债权人均能自我保护。银行或其他金融机构一般可以通过合同订立相应的条款防范风险或是要求公司设置担保物权,不需要“债随物走规则”的过度保护,而其他债权人,例如公司的合同相对方和个人,可能缺乏相关的知识与能

〔72〕 鲁山县兴安煤业有限公司与李军奇、平顶山市荣昌煤业有限公司买卖合同纠纷一案二审民事判决书,(2012)平民二终字第685号。禹州神火正德矿业有限公司、禹州市友好工矿机械有限公司买卖合同纠纷,(2018)豫10民终1758号。中国银行(香港)有限公司与新会市涤纶集团有限公司、江门市新会区经济和信息化局、广东新会涤纶厂股份有限公司担保合同纠纷民事裁定书,(2011)民申字第167号。

〔73〕 有学者指出,《改制司法解释》第7条已经“具有反向刺破公司面纱的意味。”楼建波,见前注〔66〕,第42页。

〔74〕 楼建波,见前注〔66〕,第44页。

〔75〕 彭冰,见前注〔66〕,第155页。

力。因此,如果债权人是银行或其他金融机构,法院理论上应更倾向于拒绝该债权人的诉讼请求;而当债权人是缺乏自我保护相关知识的非金融类债权人及个人时,法院应更倾向于支持其请求。

## 五、结 论

资产分割理论从交易成本理论的角度解释了法律在构建企业财产独立性上的重要作用。我国学界尚未注意到这一理论的规范性意义——企业财产的独立性尽管具有重要的社会效益,但是也会产生相应的制度成本。在其成本超过效益时,企业财产的独立性有必要受到一定的限制。更何况,企业财产独立性在这些情况下可能还会产生对社会不利的财富分配后果。本文总结提炼了影响企业财产独立性社会效率与公平的若干考虑因素,包括投资者人数、债权人身份、企业是否建立了独立银行账户与会计账簿、投资者与企业间业务风险的混合程度等。这一理论框架与相应的因素可以被用于分析刺破与反向刺破公司面纱、关联企业实质合并破产、“债随物走规则”等制度,为法院判决相应案件提供理论指导。

---

**Abstract:** The theory of asset partitioning, like the Coase theorem, focuses on the question of whether law matters in the allocation of property rights. By analyzing the transaction costs associated with property rights arrangements of enterprises, the theory of asset partitioning offers an explanation for the economic functions of enterprises law. Current studies have not fully recognized the normative implications of this theory; it suggests that respecting the separate property arrangements of the enterprise generates both social costs and benefits which need to be taken into account in the design of enterprise law. Meanwhile, as a law and economics theory, the theory of asset partitioning focuses almost entirely on efficiency but not equality. This article develops the current theory into a framework and identifies certain factors that may affect the costs and benefits of different property rights arrangements in enterprise law, which can be employed to analyze several issues in Chinese law, including the piercing and reverse piercing of corporate veil, substantive consolidation, and the rule of debt—follow—asset.

**Key Words:** Asset Partitioning; Piercing the Corporate Veil; Reverse Piercing of the Corporate Veil; Substantive Consolidation; Rule of Debt—follow—asset

---

(责任编辑:贺 剑)