财经法学 No. 4，2025
pp. 51 - 66

关联企业实质合并破产的逻辑基础和标准重构
——公司法与破产法的双重审视

林一英*

内容提要：企业集团经营和治理的复杂性对传统单一法人理论范式构成挑战。法人人格独立和股东有限责任的重要意义是通过资产分割降低交易成本。企业集团内部资产分割功能因治理穿透与经济一体化显著弱化。企业实体理论将集团视为单一责任实体，虽矫正了单一法人实体的形式主义，却可能抑制集团协同优势并推高交易成本。关联企业实质合并破产是独立于人格否认制度的单独制度。实质合并破产的逻辑基础应包含资产分割功能的实际收益和经济实质双重考量。实质合并破产应摒弃人格混同清单式认定模式，转向以收益分析为核心的客观认定模式。人格混同重点审查导致资产分割失效的资产财务混同和交叉担保。当资产区分困难时，实质合并有必要性。实质合并破产应当符合债权人受益且公平清偿标准。《企业破产法》修改应当增加实质合并破产规则，明确认定标准，并通过指导案例等方式，细化区分资产成本、债权人利益损益评估方法，增强规则的确定性。

关键词：关联企业　人格否认　实质合并破产　收益分析

一、问题的提出

传统公司法以单一公司为规范基础，企业集团经济一体化运营模式对其形成挑战，导致传统公司治理机制难以有效适用，以个体公司为核心的公司法显得过时且功能失调。[1] 同样，破产法以单一公司为基础，在解决关联企业资产混同、财务记录混乱导致的清算障碍方面同样有局限。实

* 林一英，就职于全国人大常委会法工委经济法室。本文仅代表个人观点，与所在单位无关。

〔1〕 See Philip I. Blumberg, *The Transformation of Modern Corporation Law: The Law of Corporate Groups*, 37 Connecticut Law Review 605, 608 (2005).

质合并破产虽然通常出现在关联企业背景下，但同样适用于企业法人与自然人、合伙企业与合伙人、自然人（包括配偶和非配偶）的合并破产。本文仅讨论关联企业实质合并破产。起源于美国衡平法的实质合并破产制度，自创立以来就伴随着争议。我国司法实践中，对于采用何种认定标准也存在诸多不同观点。本文以资产分割功能为切入点，深入分析其在单一公司和企业集团的差异，揭示实质合并破产与法人人格否认的制度差异，进而提出应摒弃单一法人实体与企业实体理论的双重形式主义立场，为实质合并破产构建逻辑基础，在此基础之上，以经济收益分析为核心重构认定标准，最后对《中华人民共和国企业破产法》（以下简称《企业破产法》）的修改提出建议。

二、法人人格独立与否认——资产分割功能及其异化与矫正

（一）资产分割的收益与成本

人格独立和有限责任是现代公司法的制度基石。法人人格独立和股东有限责任最重要的意义在于通过资产分割（asset partitioning）降低监督成本。[2] 资产分割有两种类型：正向资产分割（affirmative asset partitioning）和负向资产分割（defensive asset partitioning），或称为所有者隔离（owner shielding）和实体隔离（entity shielding）。[3] 前者是公司的债权人相较于公司股东个人的债权人对公司资产有优先受偿的权利，当股东破产时，股东的债权人不能强制要求公司进行清算满足其债权。后者指公司股东个人的债权人相较于公司债权人就股东个人财产优先受偿，股东有限责任禁止公司债权人就股东个人财产主张对公司的债权。[4]

我国也已经有学者采用资产分割理论研究有限责任的经济社会效果和商事组织法律关系。[5] 有限责任（负向资产分割）具有显著降低监督成本的优势。其一，降低股东监督股东的成本。股东以出资范围担责，其他股东债权人不会因股东债务向公司求偿，股东无需调查或监督其他股东资产状况。普通合伙中合伙人承担连带责任，需相互监督，降低合伙份额流动性，而有限责任股东无需关注他人财务状况，消除相关成本。其二，降低股东监督公司管理者的成本。股东监督动机与责任大小成正比，若承担无限责任，除互相监督外还需监督管理者，可能需亲自经营，降低经营效率。有限责任下，公司股价反映公司资产盈利预期，与股东个人无关，购买股票无需调查股东资产，降低交易成本，提高股份流通性，利于控制权转移，分散投资风险。其三，有限责任将破产财产限定为公司资产，排除股东个人资产，法院无需审查股东资产，加速破产程序。同时，债权人仅能从公司受偿，不必调查股东资产并监督股东，降低信息监督成本。

正向资产分割也可以降低监督成本。不同业务的债权人只需关注相关业务资产，无需监督企

---

〔2〕 See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 Yale Law Journal 387, 393, 398 (2000).

〔3〕 See Henry Hansmann, Reinier Kraakman & Richard Squire, *Law and the Rise of the Firm*, 119 Harvard Law Review 1333, 1336 (2006).

〔4〕 See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 Yale Law Journal 387, 393 - 396 (2000).

〔5〕 参见曾思：《资产分割理论下的企业财产独立性——经济功能与法律限制》，载《中外法学》2019 年第 5 期；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》，载《中外法学》2018 年第 1 期。

业其他业务资产。公司债权人无需监督股东的个人资产或股东的其他投资风险，避免因股东个人债务波及公司资产。债权人专注于评估特定风险，信用定价更趋精准，公司融资成本也会降低。股东的债权人无法对公司提出强制清算，可以避免因部分资产清算损害公司整体价值。通过资产分割，债权人承担的风险仅限于公司自身，股东个人风险不会转嫁到公司债权人。

如无法定负向资产分割，可以通过以下方式实现：公司债权人与股东约定债权人仅能就公司财产主张债权，不得向股东主张；将资产转移至不可撤销信托，由受托人独立管理，隔离委托人的债务风险；通过商业责任险转移潜在赔偿责任。若无正向资产分割，股东所有债权人对其全部资产包括股东投资的公司财产按照债法一般规则，平等受偿。如果公司的债权人想取得优先受偿权，需要迫使股东与其所有个人债权人逐个谈判或采用标准化模板签订次级受偿协议。签订协议面临公司资产确定的难题，公司债权人也无法有效监督股东是否在所有个人债务中嵌入了次级受偿条款，股东有强烈动机与个人债权人合谋，通过不签订次级协议，将破产风险转嫁给公司债权人。公司债权人需要持续监控股东与其个人债权人。

负向资产分割虽能创造显著收益，但制度成本不容忽视。其核心问题在于激励股东冒险，将损失转嫁给债权人，导致债权人利益受损，交易成本增加。尽管负向资产分割可通过其他途径实现，但其重要性与净效益并不明确。相较之下，正向资产分割虽难以通过约定达成，但强制性实施带来的净收益更为显著。[6] 当然，正向资产分割也有其成本，如设立独立法人的法律与治理成本，以及母公司可能损害子公司利益形成的债务代理成本。然而，在公司多元化程度较高时，正向资产分割能通过专业化分工降低管理成本，对股东众多的公司尤为显著。若正向资产分割在风险隔离和融资优化上的优势超过其执行成本，将成为企业集团的优选策略。

（二）资产分割功能异化的矫正——法人人格否认

为保护债权人免受股东投机主义转嫁风险的损失，英美法系判例法发展出来法人人格否认制度，即在承认公司独立法人人格的前提下，在特定法律关系中，否认公司与其股东各自独立的人格及股东有限责任，要求股东对债权人直接承担责任，而将公司债务归于股东承担。法人人格否认是平衡有限责任收益与成本的重要原则之一。

分身论（alter ego theory）和工具论（instrumentality theory）是人格否认判例中采用的最重要的两个理论。[7] 尽管分身论与工具论表述略有差异，但其核心要件一致，即：过度控制；欺诈或道德可责行为，如根本性不公平；漠视公司形式。当上述因素并存时，法院将无视独立人格，要求股东承担责任。法院在人格否认案件中采用动态清单认定模式，会综合考量多种因素。[8] 人格否认成功的案例中各个要素出现的概率不同，例如资产混同出现的概率为 85.71%，资本不足为 73.33%，未遵守公司形式为 66.89%，经营者重叠为 56.53%。[9]

---

〔6〕 See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 Yale Law Journal 387, 393, 423 (2000).

〔7〕 See Robert B. Thompson, *Piercing the Corporate Veil: An Empirical Study*, 76 Cornell Law Review 1036, 1063 (1991).

〔8〕 See Jonathan Macey & Joshua Mitts, *Finding Order in the Morass: The Three Real Justifications for Piercing the Corporate Veil*, 100 Cornell Law Review 99, 107-108 (2014).

〔9〕 See Robert B. Thompson, *Piercing the Corporate Veil: An Empirical Study*, 76 Cornell Law Review 1036, 1063 (1991).

虽然各个理论及其标准内涵不同，但核心是因为股东过度控制、规避义务或欺诈行为等要求其直接对债权人承担责任。实证研究表明，欺诈或虚伪陈述是法院否认人格的最重要考量因素，过度控制也是法院最常提到的判断因素。[10]“资本不足”不是一项独立的判断标准，其与判决结果关联性弱，常与欺诈、破产规避共同出现才会导致人格否认。[11] 公司形式瑕疵，如未遵守公司形式本身无意义，除非其存在掩盖资产转移或欺诈才会导致人格被否认。[12]

人格否认分为正向和反向两类，两类否认均可能侵蚀资产分割的制度效益，因此需通过法律标准严格限制其适用。[13] 正向人格否认是对负向资产分割的否定，反向人格否认是对正向资产分割的否定。如前所述，正向资产分割的净收益较为确定，负向资产分割净收益相对不确定，且正向资产分割无法通过约定实现，只能法律强制规定，因此正向资产分割更为重要。反向人格否认可能会导致较高的交易成本，其适用在各国都比较谨慎和罕见。[14]

有限责任作为缺省规则，意味着法律不会强制股东内化所有风险。因此，人格否认不仅要识别被外部化的风险，还必须区分股东应当内化的风险与法律允许外部化的风险。在此过程中，法院必须综合考虑多种因素。[15] 法人人格否认最大的批评是其采用模糊的清单测试标准，法官自由裁量权太大，导致结果不确定和不可预测，从而增加小企业的交易成本。此外，有限责任公司的股东可以通过遵守最低限度的形式独立和最低限度的资本免于被否认人格。如此，人格否认也难以为股东创造激励机制从而由股东内化社会成本。因此，人格否认普遍被视为补充性法律原则，其适用需遵循严格的谦抑性原则。其适用必须满足穷尽性原则，即只有在其他法律规范途径均无法有效解决争议时，方可审慎适用。

（三）人格否认到股东直接责任

法定有限责任作为缺省规则，实质形成对股东的隐性补贴。[16] 此种补贴也被视为一种政策补贴，用以抵消侵权制度对小企业造成的不对等负担。当扩张的侵权责任制度使企业过度暴露于风险时，法律系统通过有限责任实现责任范式的反向平衡。当特定领域的规则僵化产生制度成本时，市场主体会自发转向更具效率的替代性制度安排。[17] 立法层面对有限责任适用的扩张，反映了从“单纯鼓励和保护被动投资者”向“积极促进商业发展”的转向。[18] 通过降低投资风险，让普通人参与投资，分散企业所有权，打破富人垄断，促进经济民主，确保公民政治参与，维护

---

〔10〕 See John H. Matheson, *The Modern Law of Corporate Groups: An Empirical Study of Piercing the Corporate Veil in the Parent-Subsidiary Context*, 87 North Carolina Law Review 1091, 1154 (2009).

〔11〕 See Jonathan Macey & Joshua Mitts, *Finding Order in the Morass: The Three Real Justifications for Piercing the Corporate Veil*, 100 Cornell Law Review 99, 147 - 149 (2014).

〔12〕 See Jonathan Macey & Joshua Mitts, *Finding Order in the Morass: The Three Real Justifications for Piercing the Corporate Veil*, 100 Cornell Law Review 99, 124 - 128 (2014).

〔13〕 See Henry Hansmann, Reinier Kraakman & Richard Squire, *Law and the Rise of the Firm*, 119 Harvard Law Review 1333, 1344 - 1345 (2006).

〔14〕 参见曾思：《资产分割理论下的企业财产独立性——经济功能与法律限制》，载《中外法学》2019 年第 5 期。

〔15〕 See Stephen M. Bainbridge, *Abolishing Veil Piercing*, 26 Journal of Corporation Law 479, 506 (2001).

〔16〕 See David Millon, *Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability*, 56 Emory Law Journal 1305, 1319 - 1321 (2007).

〔17〕 See Larry E. Ribstein, *The Evolving Partnership*, 26 Journal of Corporation Law 819, 836 (2001).

〔18〕 See Stephen M. Bainbridge, *Abolishing LLC Veil Piercing*, 2005 University of Illinois Law Review 77, 104 (2005).

社会公平。[19] 此外，从实然层面看，有限责任的优势在一定程度上被夸大，实践中债权人要求股东为公司债务提供担保，实际上通过约定方式否定了强制的负向资产分割，股东通过个人不当行为将风险外化仍受到若干法律制度的规范。

鉴于人格否认制度本身的制度成本，特别是规则模糊导致的不可预测和增加交易成本，人格否认有向股东直接责任转化的趋势。德国联邦最高法院在 2007 年 Trihotel 案中认为，因股东滥权未补偿给公司财产造成侵害，从而导致公司进入破产，则股东违反《德国民法典》第 826 条规定故意以悖于善良风俗的方法损害公司，股东应当对公司承担存续消灭的侵权损害赔偿责任，在本案中法院放弃适用有争议的直索责任。[20] 直接责任机制实质构成了对人格否认的功能性替代。

有观点认为，法院应当更支持侵权债权人的人格否认请求。然而实证研究表明，债权人是侵权债权人还是合同债权人对人格否认率没有显著影响。[21] 在此背景下，直接责任原则为侵权债权人提供了额外救济通道。美国伊利诺伊州、路易斯安那州通过判例确认直接责任，相关案例增加趋势明显，而这两个州的人格否认率均低于全国平均水平。[22]

英国在 2012 年 Chandler v. Cape plc 案确立母公司通过集团安全政策、技术指导及合规监督等实质性介入子公司经营时，须承担直接责任。[23] 这一规则在 2019 年的 Vedanta Resources plc v. Lungowe 案中被明确。[24] 母公司通过集团政策间接控制子公司，即对第三方产生注意义务，需为子公司的侵权直接担责。该责任区别于传统人格否认中的支配或混同要件，以“实质性控制”为核心标准，将股东责任从事后救济转为事前风险分配，体现司法对制度成本的适应性调整。

三、实质合并破产的逻辑基础——法人实体到企业实体理论

（一）企业集团穿透治理规则加剧股东与债权人的利益冲突

债权通常与特定实体的资产挂钩，保持资产分割有助于降低债权人的信息成本和企业融资成本。但是股东作为剩余索取权人，其经济利益不受子公司法律边界的影响，因此穿透实体边界可以降低股东代理成本，提高监控效率，从而降低股权融资成本。[25] 简单将子公司视为完全独立法人或彻底无视其法人地位，均不符合公司法实践。[26] 立法与司法正在形成有限穿透的第三条

---

〔19〕 See Stephen B. Presser, *The Bogalusa Explosion, Single Business Enterprise, Alter Ego, and Other Errors: Academics, Economics, Democracy, and Shareholder Limited Liability: Back towards a Unitary Abuse Theory of Piercing the Corporate Veil*, 100 Northwestern University Law Review 405, 407 (2006).

〔20〕 参见〔德〕托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔：《德国资合公司法》（第 6 版，下册），高旭军等译，上海人民出版社 2019 年版，第 608－609 页。

〔21〕 See John H. Matheson, *Why Courts Pierce: An Empirical Study of Piercing the Corporate Veil*, 7 Berkeley Business Law Journal 1, 20－27 (2010).

〔22〕 See King Fung Tsang & Katie Ng, *Direct Liability and Veil-Piercing: When One Door Closes, Another Opens*, 27 Fordham Journal of Corporate & Financial Law 141, 182－183 (2022).

〔23〕 See [2012] EWCA Civ 525, CA.

〔24〕 See [2019] UKSC 20.

〔25〕 See Mariana Pargendler, *The New Corporate Law of Corporate Groups*, 14 Harvard Business Law Review 339, 343 (2024).

〔26〕 See Hollinger Inc. v. Hollinger Intern., Inc., 858 A. 2d 342, 374－375 (Del. Ch. 2004).

道路，即在维持法人独立原则的前提下，允许母公司股东穿透行权，例如股东双重代表诉讼制度，还有母公司股东穿越法人屏障，查阅子公司材料的查阅权穿透规则。

特拉华州等辖区通过经济实质审查，优先考察集团内部权力配置与利益客观状态，而非机械适用独立法人外观。在子公司董事信义义务方面，全资子公司董事义务及于母公司，母公司对子公司的重大事项有决定权。特拉华州法院认为，全资子公司的设立目的就是为母公司利益服务。[27] 全资子公司的董事只遵循母公司的战略不会导致子公司违反义务。有偿付能力的全资子公司的董事应追求母公司利益，[28] 非全资子公司的董事必须追求子公司本身的利益。[29] 美国《示范公司法》还要求子公司重大资产出售需母公司股东批准。

通过允许母公司股东穿透法人屏障行使监督权，实质将子公司管理层纳入母公司治理框架。母公司股东通过直接问责子公司董事，降低了控制权与监督权区分导致的股权代理成本；子公司董事义务向母公司利益倾斜，消除了集团内部利益冲突带来的管理效率损耗。但是，当子公司董事优先服务母公司利益时，其资本配置决策可能导致子公司偿债资产被稀释。重大资产出售需母公司股东批准的设计，客观上模糊了子公司法人资产的独立边界，穿透监督还可能引发财务混同风险，这些都可能加剧公司与债权人的代理成本，损害债权人利益。

（二）企业集团内部资产分割收益弱化

公司通过内部层级组织能降低合同协议与执行成本。随着公司规模扩大，业务更加复杂，组织机构管理变难，联合经营可进一步降低成本。企业集团还能通过多元化经营分散风险、提升管理的专业化和效率、优化内部资源配置。然而，企业集团结构易成为不公正和欺诈的引擎。[30] 法人独立形式与实际割裂，法律虽将其成员视为独立主体，但实际运行中集团及其债权人常忽视这种独立性。控股股东决策多从集团整体利益出发而非子公司利益。且母公司虽因合并报表披露整体财务信息，但子公司透明度不足，增加了债权人评估风险的成本。

关于内外部资产分割功能差异的研究为我们理解企业集团特殊责任机制提供了新的视角。根据股东身份及控制程度将资产分割分为外部分割和内部分割，外部分割是指公司与其最终所有者（即个人或机构股东）之间的分割，内部分割是指公司集团内由一个母公司直接或间接完全控制的子公司之间的分割。[31] 根据以上定义，若某一公司拥有一位或多位自然人股东，则该公司与其股东之间的分割属于外部分割；若某一公司仅有一位法人股东，则二者的分割属于内部分割；某一公司拥有多个法人股东且无自然人股东，则该公司与其股东之间的分割仍属外部分割，除非这些股东由同一母公司直接或间接全资控制。

内部资产分割的功能本质上属于外部资产分割功能的延伸。但是外部分割的部分功能内部分

---

〔27〕 See Trenwick Am. Litig. Tr. v. Ernst & Young, L. L. P., 906 A. 2d 168, 173 (Del. Ch. 2006).

〔28〕 See Trenwick Am. Litig. Tr. v. Ernst & Young, L. L. P., 906 A. 2d 168, 201 (Del. Ch. 2006).

〔29〕 See J. Travis Laster & John Mark Zeberkiewicz, *The Rights and Duties of Blockholder Directors*, 70 Business Lawyer 33 (2014 - 2015).

〔30〕 See Jay Lawrence Westbrook, *Transparency in Corporate Groups*, 13 Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law 33, 34 (2018).

〔31〕 See Henry Hansmann & Richard Squire, *External and Internal Asset Partitioning: Corporations and Their Subsidiaries*, in Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., The Oxford Handbook Of Corporate Law And Governance, Oxford University Press, 2018, p. 253.

割难以实现，如母公司破产，外部分割可以保护母公司股东的个人资产不被母公司债权人追索，但内部分割中母公司与子公司分割无法提供这种保护，因为内部分割仅涉及集团成员间的资产隔离，与股东无关。内部分割的收益是外部分割收益的子集，外部分割中的部分功能内部分割没有收益或收益很小。集团内子公司仅有单一股东，或其股权受统一控制，则股东间冲突无从产生，则分割降低股东间监督成本功能在此场景下无法发挥作用；所有子公司股东仅有一人，提升股权流动性功能也丧失。

企业集团治理的特殊机制导致关联交易常见，企业子公司边界往往与企业实际内部结构不匹配；企业不编制子公司层面财务记录，仅以合并报表向债权人披露。在此情形下，内部分割也难以增进控制权转移。理论上，通过资产分割方式实现资产与负债匹配相较于担保等形式能节省债权人交易成本。但是企业集团边界不清导致资产分割在降低信息成本方面不如担保物权制度有效，因此企业集团普遍存在交叉担保。[32] 当公司或股东向特定债权人提供集团内部担保时，公司自愿放弃法定分割保护，子公司债权人也以集团资产而非子公司资产为信赖基础。

内部资产分割的收益仅在理论层面存在。实践中企业集团内部成员独立性丧失容易导致财务混同，增加会计成本；控制股东的风险转移动机与债权人信息劣势被企业集团治理结构放大，债权人因无法穿透集团控制结构，被迫信赖母公司信用评估风险，导致债权人必须持续监控企业集团而非特定公司的债务结构，增加代理成本。[33]

（三）企业实体理论及其运用

企业集团内部资产分割功能失效的结果是，控制公司通过支配从属公司经营实现风险隔离，又可凭借法人独立原则规避责任。为解决企业集团有权无责导致的债权人利益保护失衡，有学者提出了企业实体理论（the theory of enterprise entity），当多个公司实质上构成单一经济实体运营时，法院会忽略其各自法律人格，将企业集团的资产与负债合并视为同一经济实体的组成部分，使其作为整体对外承担责任。[34] 企业实体理论通过控制权和经济关联性认定企业集团为单一经济体，而非拘泥于法律形式。企业集团化运行模式催生“关系法”范式转向——法律权利与义务的设定基于结构性身份而非个体合意。企业实体理论通过预设身份关系分配风险，颠覆了梅因“从契约到身份”的论断，标志全球法学正以身份本位重构商业社会的责任逻辑。[35]

此外，美国多个州的法院也在企业实体理论基础上发展出单一经济体理论（single business enterprise），用以处理关联公司人格否认问题。[36] 法院将单一经济体理论视为独立于传统人格

---

〔32〕 See Morgan Ricks, *Organizational Law as Commitment Device*, 70 Vanderbilt Law Review 1303, 1316 - 1320 (2017).

〔33〕 See Henry Hansmann & Richard Squire, *External and Internal Asset Partitioning: Corporations and Their Subsidiaries*, in Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., The Oxford Handbook Of Corporate Law And Governance, Oxford University Press, 2018, p. 266.

〔34〕 See Adolf A. Berle, Jr., *The Theory of Enterprise Entity*, 47 Columbia Law Review 343, 344 (1947).

〔35〕 See Phillip I. Blumberg, *The Transformation of Modern Corporation Law: The Law of Corporate Groups*, 37 Connecticut Law Review 605, 614 (2005).

〔36〕 See Stephen B. Presser, *The Bogalusa Explosion, Single Business Enterprise, Alter Ego, and Other Errors: Academics, Economics, Democracy, and Shareholder Limited Liability: Back towards a Unitary Abuse Theory of Piercing the Corporate Veil*, 100 Northwestern University Law Review 405, 420 (2006).

否认的新理论，弱化了对滥用公司形式的证明要求，仅强调控制这一标准。[37] 关联公司人格否认更接近于企业实体理论，母公司需为子公司债务负责，其核心逻辑并非否认子公司独立人格，而是承认母子公司构成经济意义上的单一实体。将企业实体理论确立为独立规则，能更清晰地界定企业集团的责任边界，推动公司法从独立法律人格的教条转向经济功能一体化的务实立场。[38] 企业实体理论更适合于否定内部分割，而不适合于否定外部分割。[39]

传统公司法建立在自然人股东和公司概念上，资产分割赋予股东有限责任收益大；否认关联公司人格并不会导致任何自然人承担无限责任，因为债权人仅可以追加母公司的公司财产。允许债权人向母公司追偿不会损害有限责任制度价值，但能有效解决企业集团特有的责任规避问题。[40] 有限责任的初衷是保护投资者免受公司债务牵连，但母公司不同于单纯投资者，其本质是参与子公司共同商业活动的经营主体，将有限责任原则适用于母子公司可能诱发企业集团通过层层设立子公司逃避其在集团统一商业活动中的债务责任。[41] 企业集团结构更常被用于管理、会计、税务、人员或其他战略性的商业考虑，包括适应跨国企业的地方法律和文化，追求有限责任可能并不是一个重要的目的。[42] 在企业集团中，债权人仅需向母公司主张权利，无需追溯分散的少数股东，大幅降低诉讼复杂度与成本。对于企业集团，法定资产分割固然不可或缺，鉴于有限责任在企业集团中更易诱发投机和负外部性，保留企业集团的有限责任实属政策考量之需。[43]

因此，从理论上来说，否定子公司人格比否定自然人控制公司的人格更具有理论和实践的可行性。但实证研究却并非如此，相关统计显示，被告股东是公司时的否认率比被告是个人时略低。[44] 也有统计显示，被告是自然人的否认率是 39.29%，[45] 母子公司否认率是 20.56%。[46] 我国实证研究则显示二者没有统计学上的差异，法人股东否认率是 61.11%，自然人股东否认率是 64.2%。[47]

理论与实践的割裂，可能源于法院往往以公司形式是否被充分尊重而非资产分割的效益是否超越成本作为裁判标准。以资本不足和形式违规为由否认企业集团人格的比例远低于自然人股东的情况，说明集团更易通过结构性合规规避责任，如通过注资、担保等安排确保子公司资本充

---

〔37〕 See Grayson v. R. B. Ammon and Associates, Inc., 778 So. 2d 1 (La. Ct. App. 2000).

〔38〕 See Stephen M. Bainbridge, *Abolishing Veil Piercing*, 26 Journal of Corporation Law 479, 528 - 534 (2001).

〔39〕 See Gideon Parchomovsky & Asaf Eckstein, *Corporate Empires: Past, Present, and Future*, 109 Iowa Law Review 1157, 1205 (2024).

〔40〕 See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Limited Liability and The Corporation*, 52 University of Chicago Law Review 89, 99 (1985).

〔41〕 See Phillip I. Blumberg, *Accountability of Multinational Corporations: The Barriers Presented by Concepts of the Corporate Juridical Entity*, 24 Hastings International and Comparative Law Review 297, 302 - 303 (2001).

〔42〕 See Kurt A. Strasser, *Piercing the Veil in Corporate Groups*, 37 Connecticut Law Review 637, 659 - 660 (2005).

〔43〕 See Mariana Pargendler, *The Fallacy of Complete Corporate Separateness*, 14 Harvard Business Law Review Online 1, 10 (2024).

〔44〕 See Robert B. Thompson, *Piercing the Corporate Veil: An Empirical Study*, 76 Connecticut Law Review 1036, 1055 (1991).

〔45〕 See John H. Matheson, *Why Courts Pierce: An Empirical Study of Piercing the Corporate Veil*, 7 Berkeley Business Law Journal 1, 14 (2010).

〔46〕 See John H. Matheson, *The Modern Law of Corporate Groups: An Empirical Study of Piercing the Corporate Veil in the Parent-Subsidiary Context*, 87 North Carolina Law Review 1091, 1114 (2009).

〔47〕 参见黄辉：《中国公司法人格否认制度实证研究》，载《法学研究》2012 年第 1 期。

足，通过独立董事会、单独账目、区分办公场所等满足公司形式要求。[48] 债权人主张股东欺诈时，法院更倾向于认定自然人股东存在主观恶意，而法人股东因决策机制复杂、行为形式合法，往往被推定无欺诈意图。[49] 此外，母公司通过董事会提名、战略指导等隐蔽方式间接控制子公司，债权人举证困难。法人被告否认率低于自然人股东显示出传统人格否认个案平衡式裁判难以应对形式独立与经济实质割裂带来的责任失衡。相较于自然人股东，法院对母公司的优待催生了一种扭曲的激励，人们倾向于设立子公司而非单一公司。[50]

（四）实质合并破产的逻辑基础

1. 实质合并破产与企业实体理论

实质合并是将关联公司的资产与负债合并，统一清偿企业集团所有债权人。实质合并破产本质是政策选择。采法人实体说，关联企业原则上不互相承担债务；采企业实体理论，则推定关联企业债务连带。前者将合并视为例外，后者要求常态适用实质合并。[51] 许多评论认为实质合并破产是传统实体原则的例外，是向企业实体理论的转变。[52]

企业集团成员的独立法人地位若被机械适用，将掩盖其内在经济联系，纵容控制公司通过集团形式转移风险，陷入形式主义窠臼。企业实体理论主张以控制关系和经济实质作为判断标准，前者考察股权比例与管理控制权，后者关注统一经营目标、财务依赖、资源共享及管理一体化等要素。其核心在于以经济实质替代形式独立，从而克服法人独立性的形式化弊端。然而，若仅因控制与经济一体便全盘否定子公司独立性，要求母公司直接承担债务，同样是一种形式主义。企业实体理论并非重构实体概念，而是基于实用主义，为实现特定法律目的将集团视为整体。[53] 其本质是法律工具的灵活运用，而非颠覆独立法人制度。机械适用企业责任原则将抑制企业集团的协同效应，削弱规模经济优势，逆向激励企业回归中小模式。[54] 法院过度干预可能破坏合法风险隔离，而非独立即一体的二元路径难以匹配集团经济现实，需在法人独立性与经济实质间寻求平衡，关键衡量标准是资产分割的实际效果。

2. 实质合并破产与资产分割理论

实质合并破产通过司法强制打破资产分割规则，将关联企业资产合并为单一清偿池，使债权人可跨实体求偿。这导致原本针对特定公司的债权人被迫与集团其他债权人竞争，引发不同债权人群

---

〔48〕 See Robert B. Thompson, *Piercing the Veil within Corporate Groups: Corporate Shareholders as Mere Investors*, 13 Connecticut Journal of International Law 379, 387 (1999).

〔49〕 See Henry Hansmann & Richard Squire, *External and Internal Asset Partitioning: Corporations and Their Subsidiaries*, in Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., The Oxford Handbook Of Corporate Law And Governance, Oxford University Press, 2018, p. 270.

〔50〕 See William O. Douglas & Carrol M. Shanks, *Insulation from Liability Through Subsidiary Corporations*, 39 Yale Law Journal 193, 193 (1929).

〔51〕 See J. Maxwell Tucker, *Substantive Consolidation: The Cacophony Continues*, 18 American Bankruptcy Institute Law Review 89, 89-90 (2010).

〔52〕 See Timothy E. Graulich, *Substantive Consolidation—A Post-Modern Trend*, 14 American Bankruptcy Institute Law Review 527, 538 (2006).

〔53〕 See Phillip I. Blumberg, *The Increasing Recognition of Enterprise Principles in Determining Parent and Subsidiary Corporation Liabilities*, 28 Connecticut Law Review 295, 299 (1996).

〔54〕 See Gideon Parchomovsky & Asaf Eckstein, *Corporate Empires: Past, Present, and Future*, 109 Iowa Law Review 1157, 1202 (2024).

体间的价值转移。虽然企业集团内部的资产分割效益可能有限，但有限责任制度作为信用评估和风险定价的基础框架，其稳定性直接影响市场预期。若泛化适用实质合并，将动摇法人独立性的法律根基，削弱资产隔离功能，破坏市场主体通过法律形式管理风险的制度基础。这种对既定交易规则的溯及性调整，无异于在交易完成后改变规则。[55] 因此，要求司法介入必须严格遵循重大利益失衡救济的底线逻辑。

通过实质合并破产否认关联公司的资产分割，主要原因还是企业集团导致资产分割收益减弱，实质合并破产不过是法院对企业集团资产未分割状态的事实确认。美国 2000—2004 年实证数据显示，大型公司适用实质合并破产的比例超过 50%。[56] 这一结果显示出实践与理论上谨慎适用实质合并破产的冲突。尽管这一事实不能证明资产分割功能不重要，但它确实表明资产分割在集团内部应被弱化考量，企业集团内部结构实为成本效益权衡、管理控制需求与外部监管约束的复杂产物。[57] 企业集团存在子公司账目记录混乱、内部交易定价机制模糊等问题，导致法院在缺乏准确财务数据支撑的情况下，难以有效区分集团内部资产归属。若强行适用传统资产分割规则，将产生高昂的审计与验证成本，甚至可能因证据不足导致司法裁判失准。与此同时，债务代理成本因集团内部治理缺陷而持续加剧，子公司常被用作母公司转移资产的工具。实质合并破产能够系统性降低资产区分成本，并有效防范母公司利用集团结构向子公司转嫁债务风险，从而实现债权人整体利益的平衡保护。

3. 实质合并破产与法人人格否认的关系

实质合并破产与人格否认实质都是对法定资产分割的矫正，但有诸多区别。从适用范围和功能看：实质合并破产适用于企业集团成员，债权人可突破子公司独立人格，让母公司等以集团整体资产偿债；人格否认针对股东滥用公司独立地位的情况，债权人可追索股东资产。前者是优化破产程序与保护债权人整体利益的工具，后者是公司法领域的个案救济工具，纠正特定法律关系中的利益失衡。在责任形态上：人格否认是垂直责任，股东为公司债务负责，若股东将大部分资产投入其他公司，原告需主张反向人格否认向其他公司主张债权；实质合并破产是横向责任，债权人可就关联企业所有财产主张债权。从适用标准看：法人人格否认以形式混同与欺诈行为为核心，强调法律关系独立性被破坏；实质合并破产以经济实质与债权人利益平衡为核心，更关注资产分割失效的客观后果。所以，实质合并破产认定应超越人格否认的个案平衡判断，建立系统性规则。

企业集团形态复杂，有控股子公司模式，还有通过多层控股形成的金字塔结构。在持股方面，有全资子公司，还有相对控股和参股模式。在管理权限方面，有母公司高度集权管理，还有松散联盟形式。这些因素对于实质合并破产规则都有影响。垂直整合集团通过集中资产控制权降低交易成本，但各环节法人实体的利润分配依赖管理指令而非市场机制，导致债权人权益与法人独立性严重脱钩。横向及多元化集团则因业务单元隔离形成微型资本市场，资产转移多通过股

〔55〕 See William H. Thornton, *The Continuing Presumption against Substantive Consolidation*, 105 Banking Law Journal 448, 452 (1988).

〔56〕 See William H. Widen, *Report to the American Bankruptcy Institute: Prevalence of Substantive Consolidation in large Public Company Bankruptcies from 2000 to 2005*, 16 American Bankruptcy Institute Law Review 1, 5, 8 (2008).

〔57〕 See William H. Widen, *Report to the American Bankruptcy Institute: Prevalence of Substantive Consolidation in large Public Company Bankruptcies from 2000 to 2005*, 16 American Bankruptcy Institute Law Review 1, 27 - 29 (2008).

息、内部贷款等显性方式进行，便于债权人通过欺诈转移规则追溯，合并破产必要性低于垂直模式。[58] 而母公司对子公司的持股形态影响资产分割功能，全资子公司式的企业集团仅存在内部资产分割，其分割功能收益最小，母公司非全资控制的企业集团的合并则涉及外部资产分割的否定，母公司持股比例越低，其外部分割的收益越大，合并必要性逐渐降低。对于全资子公司模式的企业集团实质合并破产可以考虑采用举证责任倒置，而母公司持股比例低的则需要由主张合并方承担举证责任。[59]

四、实质合并破产标准的范式转换——形式主义到经济收益分析

对关联企业实质合并破产大都是由法院在具体案例中适用，并无明确的成文法标准。司法实践中，实质合并的认定具有高度事实依赖性，法院审查涉及多种因素，其相对重要性因案而异，影响结果和确定性，明确的认定标准对于实践非常必要。

（一）人格混同

2018 年最高人民法院印发《全国法院破产审判工作会议纪要》（下称《破产审判会议纪要》）之前，我国法院认定实质合并破产的理由较为单一，多数都以关联公司人格混同作为唯一标准。[60] 例如闽发证券合并清算案、纵横集团合并重整案等。[61] 此后，采用多种因素认定实质合并破产时，人格混同也是最重要的标准之一。美国 1980 年的 Vecco Construction Industries Inc. 集团诉讼案[62]也采用清单式认定标准，核心内容也是人格混同：确定企业的独立财产和负债的难易程度，企业间的财务报表是否有合并，以合并为单一实体方式运营的盈利能力，资产和营业的混同情况，不同公司所有者结构和利益的同一性，具有公司内部间的债务担保，是否具有不符合章程规定的资产转移。虽然法院列举了判断实质合并破产的要素清单，但是对于各个要素之间的权重以及具体条件并不明确，且人格混同的各类表征因素仅用于解释不当行为的发生机理，其本身并不构成适用实质合并的独立理由。

资产与财务的独立性是法人资格的核心特征，也是资产分割功能的关键体现。资产和财务混同导致资产分割功能丧失，如果债权人知道关联企业之间存在财务混同，可能会调整自己的交易条件，比如提高利率来补偿风险。与其他混同因素相比，财务混同往往需要更复杂的审计和资产追踪，尤其是在长期经营中形成的资金交错，可能会导致资产被不当转移或隐匿，进一步损害债权人的利益。

企业集团中的非常规交易也是法院审查的内容之一，如控制公司通过非市场化手段操纵被控

---

〔58〕 See Christopher W. Frost, *Organizational Form, Misappropriation Risk, and the Substantive Consolidation of Corporate Groups*, 44 Hastings Law Journal 449, 494 (1993).

〔59〕 See Gideon Parchomovsky & Asaf Eckstein, *Corporate Empires: Past, Present, and Future*, 109 Iowa Law Review 1157, 1205 (2024).

〔60〕 参见赵惠妙、左常午：《我国关联企业实质合并破产的裁定标准》，载《法律适用》2022 年第 4 期。

〔61〕 参见徐阳光：《论关联企业实质合并破产》，载《中外法学》2017 年第 3 期。

〔62〕 See In re Vecco Construction Industries Inc., 4 B. R. 410 (Bankr. E. D. Va. 1980).

制公司的交易条件，实施不公平交易。[63] 关联企业的交叉担保则是最为重要的考量因素，集团内部交叉担保实现了子公司债务与母公司绑定，表明资产分割未产生预期收益，意味着公司放弃资产分割。同时，关联公司交叉担保本质是“双重求偿”，交叉担保使债权人可通过多个关联实体重复受偿，导致无担保债权人债权被稀释，违背破产法公平清偿原则。实质合并既不破坏担保债权人的信赖利益，又通过衡平法路径矫正形式主义导致的实质不公。[64]

在人格混同认定中，财务与资产混同具有决定性意义，而业务与管理混同仅具辅助性。业务协同属于企业集团正常经营范畴，不应单独作为人格混同依据。财务记录缺失等程序缺陷虽可解释资产识别功能失效，但不应成为实质合并破产的决定性标准。关联公司基于效率采用现金集中管理等一体化措施具有合理性，关键应区分管理需求与实质混同结果。[65] 各子公司将现金均汇入母公司所指定的单一账户，由母公司统一管理，只要财务记录明确记载资产流向，汇出资金借记为子公司债权，不构成资产混同。子公司重大投资、高额支出或重要资产处置应经母公司同意，是大股东或母公司为维护其投资的正当行为，不足以说明母公司对子公司不当控制。[66]

在法人人格否认适用中，法院还要审查人格混同对实质不公平后果的影响，法院审查核心是发现需要纠正的不当行为，而非单纯证明公司间存在实质性混同。在美国判例法中，早期的实质合并破产与法人人格否认标准非常相似，当公司被债务人用来阻碍、拖延或以其他方式欺骗债权人时才进行实质合并。[67] 法院在 Stone v. Eacho. 案中提出了实质合并的破产法理由，即提升破产程序的效率与公平性，实质合并破产制度的功能之一是公平对待所有债权人，而不是某个特定债权人。[68] 因此，实质合并不同于欺诈性转移，[69] 实质合并破产不需要发现欺诈、意图阻碍或拖延债权人，而只需要认定在这种情况下合并对各方更公平。[70]

从实质合并破产独立于人格否认的特有制度演进来看，欺诈理由在实质合并破产构成要件中逐渐式微。[71] 人格否认旨在矫正特定债权人因股东欺诈行为遭受的个体损害，本质上是对股东不当行为的惩戒。实质合并破产是解决因集团经济一体化导致的资产责任匹配失衡，核心是矫正客观存在的资产混同。因此，实质合并破产的正当性源于经济事实状态，而非道德可责性判断，是否存在欺诈对于资产混同的客观实际并无影响。[72] 如果将欺诈作为实质合并破产的要件，意味着将本应由法律规制的集团结构风险，转化为债权人的审查义务。欺诈要件的证明需要满足主观恶意、行为与损害之间的直接因果关系等条件，意味着法院需要进行复杂的主观意图审查，使

---

〔63〕 See Taylor v. Standard Gas & Electric Corp., 306 U. S. 307 (1939).

〔64〕 See William H. Widen, *Corporate Form and Substantive Consolidation*, 75 George Washington Law Review 237, 240 (2007).

〔65〕 See In re Acushnet River & New Bedford Harbor Proceedings, 675 F. Supp. 22, 34 (D. Mass. 1987).

〔66〕 See Japan Petroleum Co. (Nigeria) Ltd. v. Ashland Oil, 456 F. Supp. 831, 846 (D. Del. 1978).

〔67〕 See Maule Indus., Inc. v. Gerstel, 232 F. 2d 294, 297 (5th Cir. 1956).

〔68〕 See Stone v. Eacho. 1127 F. 2d 284, 289 (4th Cir. 1942).

〔69〕 See In re S & G Fin. Servs. of South Florida, Inc., 451 B. R. 573, 583 (Bank. S. D. Fla. 2011).

〔70〕 See In re Munford, Inc., 115 B. R. 390, 394 (Bankr. N. D. Ga. 1990); In re Tureaud, 45 B. R. 658, 661 - 662 (Bankr. N. D. Okla. 1985), affd, 59 B. R. 973 (N. D. Okla. 1986).

〔71〕 参见刘江伟：《企业集团实质合并破产认定的动态体系论》，载《清华法学》2024 年第 3 期。

〔72〕 See Mary Elisabeth Kors, *Altered Egos: Deciphering Substantive Consolidation*, 59 University of Pittsburgh Law Review 381, 385 - 386 (1998).

合并决定受制于难以证明的主观因素，迟延破产程序，与破产程序追求的效率价值存在冲突。

（二）资产区分难度大

人格混同的实质是资产分割功能失效，而资产分割失效的直接后果是区分关联企业资产的成本高。区分成本损害债权人利益标准是基于破产法效率原则的要求。[73] 我国学者多数认为资产区分难度大可以作为人格混同程度的判断标准，[74] 有的认为资产区分难度大可以作为辅助性判断标准。[75] 本文认为，资产区分难度大作为重要考量因素体现了法人人格否认与实质合并的差别，前者重点关注高度混同下公司作为股东的工具损害债权人利益，资产区分成本对债权人影响不大，因为债权人直接追索股东即可，区分资产难度可以作为财务混同的一个判断因素。如果区分资产难度大损害全体债权人利益，则合并成为必要，以避免破产程序陷入技术性障碍，同时可以避免司法实践中将资产区分难度大作为财产混同的另一种表达方式，进而为了追求破产效率泛化适用实质合并破产。

法院将资产转移、交易记录等区分的难易程度作为认定标准，即财产混同达到不能区分或区分财产归属消耗成本巨大以至专业机构认为达到“令人绝望”的程度。[76]“令人绝望”必须是无法厘清关联企业成员之间的内部关系，至少是无法在不减少债权人受偿数额的情况下处理清楚。[77] 在《破产审判会议纪要》发布之后，尽管人格混同还是实质合并破产中最普遍的理由，但是司法实践出现了其他标准，如区分各公司资产与负债困难、欺诈行为、债权人交易时的主观信赖、保护债权人公平清偿利益等情形。指导案例 163 号和 165 号虽然也采用了资产区分困难的认定标准，但是并未给出详细的阐释。

总之，现有司法实践并没有给出资产区分难的明确判断标准，《破产企业集团对待办法》对于这一要件也仅有定性描述。如果关联企业按照单个公司分别破产，就要分别建立完整的财务会计记录，区分各个公司的资产，关联公司之间的可撤销交易需要债权人分别行使撤销权，此过程必定需要耗费法律调查、财务调整、撤销权行使等成本。如果关联企业财务会计记录缺失，无法重建，或重建费用将吞噬普通债权人绝大部分清偿财产，导致全体债权人遭受综合性损失则属于区分资产困难的典型情形。[78]

现行制度下，若强制要求通过编制独立资产负债表等高成本方式证明资产混同，反而会消耗实质合并制度本应节约的司法资源，形成程序上的矛盾。因此，应当由会计师事务所等专业机构对两类成本进行量化比对，即资产区分的审计费用和时间成本与实质合并可能节约的费用及提升的清偿率。仅当后者显著高于前者时，方可推定债权人整体利益最大化，从而正当化实质合并的适用。若资产区分难度不大，应优先适用破产撤销权与无效行为制度，通过追索欺诈性转让、偏颇清偿等不当资产转移行为，恢复债务人破产财产。若控制企业利用关联交易不当转移从属企业资产，可依据衡平居次原则将控制方债权劣后于外部债权人受偿，而无需适用实质合并破产。

---

〔73〕 参见贺丹：《破产实体合并司法裁判标准反思——一个比较的视角》，载《中国政法大学学报》2017 年第 3 期。

〔74〕 参见温世扬、谭悦彤：《中国实质合并破产制度的反思与重构》，载《苏州大学学报（法学版）》2024 年第 3 期。

〔75〕 参见肖彬：《实质合并破产规则的立法构建》，载《山东社会科学》2021 年第 4 期。

〔76〕 See In re Chemical Bank New York Trust Co. v. Kneel，369 F. 2d 845（2d Cir. 1966）.

〔77〕 See In re Flora Mir Candy Corp.，432 F. 2d 1060（2d Cir. 1970）.

〔78〕 参见王欣新：《关联企业实质合并破产标准研究》，载《法律适用》2017 年第 8 期。

（三）债权人受益且公平清偿

实质合并虽能降低破产成本并提高总偿付额，但可能导致部分债权人因分配比例调整或优先级变化而利益受损。实质合并的制度正当性在于须同时满足债权人整体受益与分配结果公平性的双重检验标准。收益权衡方法第一次出现在 Snider Bros 集团诉讼案中，法院提出确定实质合并破产的标准是合并需避免因维持法人独立性导致的更大经济损害、合并带来的债权人整体利益提升需显著超过对反对债权人的损害。[79] 在 Auto-Train Corp 集团诉讼案（以下简称 Auto-Train 案）中，法院采用举证责任转移的方法扩展了上述权衡测试。法院认为实质合并应符合如下标准：申请人应当证明实行合并的各个公司之间具有实质的关联；申请人应当证明实施实质合并破产可以带来好处或避免损失；若有债权人对申请合并破产持反对意见，则应证明其在与债务人交易时所信赖的是其交易公司的单个信用而非集团信用，同时该债权人会因实质合并而受到损害。[80] Augie/Restivo Baking Co. 集团诉讼案中（以下简称 Augie/Restivo 案），法院提出了两个标准：债权人与债务人交易时，是否将各关联公司看作一个实体，还是以另一方的独立法人身份进行交易，此时债权人在交易中对债务人的判断非常重要，如果债权人意识不到债务人与其他公司间的关联关系，实质合并破产将会对债权人的利益造成很大的伤害；各关联公司的债务混同是否严重，实质合并破产能否使得所有债权人获得清偿利益。[81] Owens Corning 集团诉讼案（以下简称 Owens Corning 案）中，实质合并的申请者必须证明：债权人在与债务人企业成员交易时相信对方各成员企业是一个不可分割的整体，债权人事实上合理地相信了这种不可分割的状态。[82]

上述这些测试的衡量标准缺乏清晰性，没有明确法院用何种指标来确定实质合并破产可能带来的收益和损害。[83] Augie/Restivo 案法院认为实质合并必须有利于全体债权人，即使实质合并所带来的利益大于成本，也不能牺牲部分债权人的利益。但在 Auto-Train 案中，法院则认为实质合并所带来的利益大于损害时即可允许合并，且即使反对合并的债权人举证证明其将因该合并而受有损害，法院仍可以基于合并的利益远大于合并所带来的损害允许实质合并。

实质合并通过取消对集团成员的单独核算程序实现成本节省，并以改善所有债权人清偿率的方式分配这些节省成本，符合帕累托改进，即所有债权人的预期清偿率均未降低且至少有一方清偿率提升，应当允许实质合并破产。[84] 当合并总收益大于总损失，即便存在个别债权人受损，但受损债权人得到了补偿，合并可能是最优的，也符合卡尔多-希克斯改进。[85] 而 Augie/Restivo 案与 Owens Corning 案要求实质合并必须满足严格的帕累托改进，排除了卡尔多-希克斯改进可能带来的效率提升，导致潜在社会总福利损失。

---

〔79〕 See In re Snider Bros., Inc., 18 B. R. 234, 8 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 1016 (Bankr. D. Mass. 1982).

〔80〕 See In re Auto-Train Corp., 810 F. 2d 270, 276 (D. C. Cir. 1987).

〔81〕 See In re Augie/Restivo Baking Co., 860 F. 2d. 515, 518 (2d Cir. 1988).

〔82〕 See In re Owens Corning, 419 F. 3d 195, 211 (3d Cir. 2005)

〔83〕 See Scott R. Bowling, *Substantive Consolidation and Parties' Incentives in Chapter 11 Proceedings*, 66 New York University Annual Survey of American Law 341, 348 (2010).

〔84〕 See William H. Widen, *Corporate Form and Substantive Consolidation*, 75 George Washington Law Review 237, 285 - 287 (2007).

〔85〕 See Seth D. Amera & Alan Kolod, *Substantive Consolidation: Getting Back to Basics*, 14 American Bankruptcy Institute Law Review 1, 23 - 24 (2006).

实质合并虽可通过降低交易成本提升破产财产总额，但当合并导致的受损债权人损失总额超过程序成本节约时，受益债权人获取的额外清偿实质上来源于对受损方权利的侵蚀，构成财富转移。[86] 此种情形下，破产财产总额的增长仅反映资源再分配而非真实价值创造，债权人整体利益并未实现帕累托改进。如果实质合并通过拉平子公司间资产差异实现清偿公平，本质是债权人受偿率的平均化，违背了破产法债权人利益最大化的核心原则。[87] 因此，实质合并的适用须以债权人群体整体受偿率提升为底线，避免将成本节约异化为权利剥夺的工具。

对于债权人信赖利益是否应当作为单独的标准存在争议。债权人信赖利益标准在实质合并破产中的适用，实质构建了金融机构主导的利益分配机制。金融机构在放贷时通过提高利率覆盖合并风险，破产时又以信赖利益为由阻止合并，通过利率溢价回收与资产池稀释止损实现双重套利。普通债权人因信息不对称、议价能力弱，被迫依赖司法救济，无法通过合同条款对冲风险，容易因合并破产利益受损。[88]

实质合并破产传统审查标准聚焦资产混同、公司形式缺乏等清单列举因素，但呈现碎片化特征，导致裁判基准模糊化，结果不确定。以资产分割功能收益为基础，通过评估实质合并破产降低会计和债务代理成本与债权人利益的损益，在交易成本降低与债权人利益损害间进行动态权衡，能够确保符合债权人受益且公平清偿。从美国实践来看，破产法院审理实质合并申请时，通常考量一系列因素，而上诉法院则将实质合并破产正当性建立在债权人平等对待基础上，尽管各个上诉法院采用的标准不同。这也许能够从一个角度解释美国破产法院实质合并制度的适用频次明显高于上诉法院的一个原因。[89]

五、我国关联企业实质合并破产的立法完善

从公司法视角看，法人独立人格与有限责任构建资产分割机制，旨在降低股东、债权人监督成本，促进投资。但当关联企业通过交叉担保、统一现金池等安排形成经济一体化运营时，子公司独立法人外壳与经营实质的背离已构成对法定资产分割的否定。此时，继续固守形式独立将产生负外部性，债权人基于分立主体作出的风险定价失真，母公司利用资产转移规避债务的道德风险加剧。破产法视角则揭示，维持形式分割将产生高昂程序成本，包括资产归属争议引发的诉讼迟延、多案管辖导致的财产贬损等，最终侵蚀破产财产价值，损害全体债权人利益。虽然公司法提供了法定资产分割，但资产分割程度并非源于法律逻辑的内在必然性，而是立法与司法在经济效率与社会公平之间权衡的制度选择。法人人格否认与实质合并破产本质上均构成对法定资产分

---

〔86〕 See William H. Widen, *Corporate Form and Substantive Consolidation*, 75 George Washington Law Review 237, 290 – 291 (2007).

〔87〕 参见王欣新：《关联企业实质合并破产标准研究》，载《法律适用》2017 年第 8 期。

〔88〕 See Scott R. Bowling, *Substantive Consolidation and Parties' Incentives in Chapter 11 Proceedings*, 66 New York University Annual Survey of American Law 341, 364 (2010).

〔89〕 See Henry Hansmann & Richard Squire, *External and Internal Asset Partitioning: Corporations and Their Subsidiaries*, in Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., The Oxford Handbook Of Corporate Law And Governance, Oxford University Press, 2018, p. 274.

割的否定。我国企业破产法没有实质合并破产的规定，早期的少数司法解释和规范性文件对实质合并破产持否定态度。随着实践发展和理论认识深化，在“先行先试”“审判创新”等司法政策驱动下，司法实践开始接受“合并破产”这一破产审理的救济机制。实质合并破产已经从局部探索走向制度化。关联企业合并破产的实践为该规则的成文化奠定了基础，《企业破产法》修订应当以资产分割收益与企业集团经济实质为基本逻辑构建实质合并破产规则，明确构成要件，并通过指导案例方式明确资产区分成本量化和债权人利益损益评估方法。既避免机械适用成文法的形式主义僵化，又防止主观判断导致的司法任意，实现实质公平与法律确定性的平衡。

Abstract: The operational and governance complexities of corporate groups pose challenges to the traditional single legal entity paradigm. The significance of separate legal personality and limited shareholder liability lies in reducing transaction costs through asset partitioning. However, the asset partitioning function within corporate groups is significantly weakened by governance penetration and economic integration. While the enterprise entity theory, which treats corporate groups as single liability entities, corrects the formalism of the single legal entity approach, but it risks suppressing synergies within corporate groups and increasing transaction costs. Substantive consolidation in bankruptcy, a legal mechanism distinct from the doctrine of piercing the corporate veil, should be grounded in a dual analysis: the practical benefits of asset partitioning and the economic substance of group operations. Courts must abandon checklist-based criteria centered on identity confusion and adopt a benefit-centric objective assessment framework. Identity confusion should focus on asset and financial commingling and cross-guarantees that undermine asset partitioning. When it is difficult to distinguish between assets, substantive consolidation is necessary. The application of substantive consolidation must satisfy both creditor benefit and equitable distribution standards. Revisions to China's Enterprise Bankruptcy Law should codify substantive consolidation rules, clarify adjudicative standards, and enhance procedural certainty by refining methodologies for assessing asset differentiation costs and creditor interest impacts through judicial guidelines or precedents.

Key Words: affiliated enterprises, piercing the corporate veil, substantive consolidation in bankruptcy, benefit analysis

（责任编辑：王湘淳）