

## 巴西债券市场的债权人保护： 法律还是政治？\*

阿尔多·穆萨基奥(Aldo Musacchio)著\*\*

黄 韬\*\*\* 陈儒丹\*\*\*\* 译

**摘要:**法和金融学(Law and Finance)这一理论流派认为,不同国家金融发展水平的差异是由于受到了法律起源因素的影响,特别是会受到一个国家的投资者保护水平的影响。但是,这一理论忽略了历史的因素,巴西债券市场的发展就是一个例证。在1890年之后,巴西债券市场对债权人权利的法律保护得到了强化,巴西因此也在那个时代发展出来了非常发达的公司债券市场。因此,尽管巴西属于民法法系国家,但它在那时所拥有的公司债券市场在规模上要超过许多同时代的欧洲国家,而那时巴西公司债券市场的规模也超过了现在的巴西。转折

---

\* 原文题为“Legal Origin vs. the Politics of Creditor Rights: Bond Markets in Brazil, 1850 - 2002”,载 Stephen Haber, Douglass C. North, and Barry R. Weingast (ed.), *Political Institutions and Financial Development*, Stanford University Press, 2008。

\*\* 哈佛大学商学院教授。

\*\*\* 上海交通大学凯原法学院副教授,凯原青年学者,法学博士。

\*\*\*\* 华东政法大学国际金融法律学院副研究员,法学博士。

发生在1930年的军事政变，此后巴西债券市场的债权人所获得的保护逐渐变弱，当公司破产的时候，债券持有人不再享有优先权利，他们需要在工人工资和政府税收之后才能获得受偿，由此导致了巴西债券市场的枯竭。从巴西的历史来看，是政治因素而非法律渊源决定了金融市场发展的状况和投资者保护的水平。

**关键词：**巴西 债券市场 债权人保护 法律 政治

## 一、引言

制度可以跨越不同的时间阶段而持续性地存在并决定当下的经济表现吗？特别是，先前对法律传统的移植或者继承可以决定此后的制度发展与金融市场的进程吗？本文试图通过考察巴西这一民法法系国家的公司债券市场的历史变迁来回答这个问题。<sup>[1]</sup>

大部分社会科学家都同意的一点是，对于经济发展来说，制度是很重要的。但是对于以下这个问题则几乎没有共识：哪些制度会带来经济繁荣，而哪些制度对经济增长来说只具有偶然的意义。为了克服这一内生性的问题，社会科学家们已经把他们的研究视角转向历史领域，以期掌握能够用以解释我们所观察到的当今世界经济发展水平差异的外生性因素。特别地，他们想知道前欧洲国家殖民地建立之时的状况是否导致了他们去采用具有长期经济增长效应的特定制度。使用当下经济指标的研究已经发现了，早期的某些制度与现时的发展水平之间存在一种很强的关联性，这意味着制度可能会有一种超越时间阶段的恒久效应。<sup>[2]</sup>

与之相同的逻辑也反映在成果丰富并形成了一定影响力的一个研究领域，这就是法和金融学(Law and Finance)，这一理论流派论证了金融发展水平的差异是由于受到了法律起源因素的影响，特别是会受到一

---

[1] 在这里，制度应当被理解为一系列的信念、规范以及能够让行为模式常态化、合法化的组织特征(Grief 1994; North 1990)。

[2] 参见 Acemoglu, Johnson, and Robinson (2001) 和 La Porta, López - de - Silanes, Shleifer, and Vishny (LLSV) (1997, 1998)。

个国家的投资者保护水平的影响。按照这一流派的理论,对股东和债权人的保护程度决定了股东和债权人群体参与金融市场的意愿程度。这一学术流派所做的统计工作显示,投资者保护程度可以被很好地用来解释 50 个不同国家在金融发展水平上的差异。因此,法律起源对于解释这些不同国家投资者保护水平的差异而言是一个有效的外生工具。<sup>[3]</sup>

按照法和金融学理论的说法,在立法者选择保护投资者的方式之前(甚至是现代金融市场被创建之前),大多数国家就已经移植或者是继承了各自的法律传统,而法律起源就是这种移植或者继承的结果体现。这种解释大体上可以这样来解读:“因为法系的形成早于金融市场的出现,所以法律的制定不大可能是基于对市场压力而作出的行为。相反,是法系的特点塑造了法律规则,进而影响了金融市场。”[La Porta, López - de - Silanes, Shleifer, and Vishny (以下称为 LLSV) 2000, p. 9]。根据 LLSV (1998, p. 1126) 的观点,这么说的理由在于,“国家通常是以一种非自愿的方式而采用了某种法律体系(通过征服或者是殖民)。因此,对于一个国家的公司所有权和金融结构而言,法系被认为是外生的”。法和金融学理论研究者所作的稳健性统计支持了这样的观点:对于金融发展来说,法律起源是非常重要的。

法和金融学理论将全世界的国家分别归类为两大法律传统,分别是普通法法系和民法法系;有时候也界分为四种法律传统:普通法法系、法国民法法系、德国民法法系和斯堪的纳维亚民法法系。法和金融学理论倡导者所作的稳健性统计分析结果显示:“普通法国家能为外部投资者(包括股东和债权人)提供最好的保护,而法国民法法系国家所提供的保护则最弱。”(LLSV 2000, p. 8)

法和金融学理论把早期的制度与现时的经济表现联系在一起。在我看来,这样的研究是建立在明显的关于历史问题的理论假设之上的,但是他们却并没把有历史研究放在一个很重要的位置上。他们的研究

---

[3] 参见 LLSV (1997, 1998, 2000); Beck, Demirgüç - Kunt, and Levine (2003a, 2003b); Levine, Loayza, and Beck (2000); Johnson et al. (2000); La Porta and López - de - Silanes (2001) 以及 Glaeser and Shleifer (2002)。Berkowitz, Pistor, and Richard (2003) 采用了类似的计量经济学方法,在他们看来,就这个问题而言,不仅关乎法律起源,法律制度如何经过调整从而与当地环境相适应也是重要的因素。

模型是“历史的”，即早期的某一个事件将会决定那些如今已经建立起来的制度体系（如法律传统），但是在他们的学说中，历史学研究的踪影却看不到。在他们看来，历史进程是诸如法律传统这样的制度变量的结果，这仅仅是因为其与现时的金融发展措施之间有着高度的联系。在对待历史问题上，法和金融学说的态度是明确的：“历史是具有持久效力的。”（LLSV 2000, p. 2）

但是，法和金融学领域的研究文献所暗含的一个判断是：法律起源和金融市场发展这两者之间是一种线性关系，且具有跨越时间阶段的恒久性（由于同一法律传统内部存在时间因素差异和国别因素差异，因此会有标准误差）。如果一个国家属于民法法系传统的事实同其拥有较小的金融市场和较差的投资者保护程度是高度相关的话，那么这种法律起源和金融发展程度之间的关系在这个国家以往的任何时期都应当是可以被观察到的。但是，法和金融学大部分相关工作则是聚焦于这个世界的两个片段之间的关系：一个是在遥远的过去而另一个则是在当下。为了理解早期的制度是如何决定一个国家后来的经济发展路径，我们必须研究制度与金融发展之间的历史轨迹，但这样的工作却是非常少见的。

如果特定的法系包含路径依赖的属性，那么我们可以确定两件事情。其一，我们今天看到的不同法系之间的差异应当在过去同样存在；其二，如果一国投资者受到保护的程度及其执行状况是由其所接受的法律传统决定的，那么我们就不会发现该国投资者保护的状况随着时间的变化而有显著的不同。

我的观点建构将围绕三项检验而展开。首先，我要检验以下这一观点是否站得住脚，即对于金融市场的发展规模来说，法律起源能够施加一种持久性的影响。而我发现，在过去 150 年以来债券市场规模和债权人保护方面的显著变化并不支持法律起源具有持久性影响力这一观点。其次，我检验了法律起源的路径依赖效应影响能否解释巴西的债权人保护水平，结果发现，若遵循 LLSV (1998) 的研究方法，不同时间阶段的债权人保护水平变化非常大，以至于无法说其是由法律起源决定的。我的看法是，投资者保护水平在不同时间阶段的差异可以用政治经济学的方法来给予更好的解释。最后，我检验了法和金融学研究文献所假定的关

于法律起源和债权人权利保护之间的相关性是否适用于解释不同法系的(少部分)国家在以往彼此之间的表现差异。我给出的实证资料表明,在1910年,法律起源是不能被用来解释我们今天所观察到的国别差异的。事实上,仅就我所研究的少数国家而言,法国民法法系国家平均来说比普通法法系国家有着更强的债权人权利。

Rajan 和 Zingales(2003)提供了关于金融市场规模差异的初步研究结果,他们发现在1913年,许多民法法系国家的金融市场规模(占GDP的比重)比如今的都要更大,与同时代的普通法法系国家的金融市场相比,同样也是更大。两位学者还发现,在同一年,不同组别的民法法系国家的股票市场规模比大多数普通法法系主要国家的股票市场的规模明显更大。根据他们的说法,对于绝大多数国家而言,大萧条之后股票市场的规模出现了大逆转,而在20世纪末则呈现了一个显著的加速趋势。他们列出的实证材料并不支持法和金融学领域研究文献中所预言的不同法系国家之间存在稳定的差异这样一种情形。

Rajan 和 Zingales(2003)提议用利益集团理论(interest-group theory)来解释他们所观察到的金融市场发展趋势。他们认为市场之中的商人们之所以反对金融发展,这是因为在第一次世界大战结束之时,跨境贸易和资本流动减少,而金融业的发展加剧了市场的竞争程度。两位研究者把贸易和资本的开放程度作为主要的外生变量(具体是将一个国家与其贸易伙伴的距离作为度量工具),他们发现那些在大萧条后仍然保持较大贸易开放程度的国家在金融发展上的倒退比较轻微。但是,他们没有研究在整个20世纪,就投资者保护而言到底发生了什么。我们不知道哪些法律发生了变化,是哪些利益集团改变了这些法律以及这些法律是如何被改变的。

我发现,在巴西,它的信用债券市场(debenture market)发展水平随着时间的变迁呈现出非常显著的变化。<sup>[4]</sup> 我的研究显示,20世纪初巴西的私人债券市场规模比今天的市场规模更大,Rajan 和 Zingales

---

[4] 自19世纪末以来,信用债券就已经成为了巴西最常见的公司债券品种。这一类型的债券通常都以实物资产作担保;并且,自1890年之后,债券持有人较之其他私人债务的债权人在破产程序中具有优先获得清偿的地位。在笔者所研究的历史期间内,政府和劳工的优先受偿地位是有变化的。

(2003)所观察到的股票市场的大逆转在巴西也发生了。即便是在今天，巴西债券的规模也还没有回复到1913年的水平。

债权人权利问题表现出了更为重大的历史性差异。我给出的实证材料说明了在1889年到1940年之间，巴西对债权人权利的保护相对更强。事实上，按照LLSV(1998)的标准，巴西在1890年至1908年间有四项有助于促进债券市场发展的投资者保护制度。此外，我还认为，债权人权利的变化是伴随着法院对债权人权利执行状况的变化。法学和金融学理论认为，在那些法治状况指数和制度发展水平较好的国家里，债权人的权利可以得到较好的保护。由于我们缺少过去的法治状况指数，这使得我们要比较过去和现在的情况就变得困难了。我通过巴西国家档案馆查阅了1850年至1920年之间破产法庭的判决，以判断巴西债券市场发展第一阶段期间的债权人权利保护程度。法院的判决显示，债券持有人在破产案件中享有优先权。一旦法官宣布一家公司破产后，债权人便接管了该公司控制权；他们可以立即取代管理层的职位，并且通过公司重整或清算来实现它们的债权请求。

巴西并不是仅有的一个对债权人给予很强保护的法国民法法系国家。我列出了法国、西班牙、比利时和阿根廷这四个国家在1910年左右的债权人保护情况的初步实证资料，这些实证资料表明在不同时间阶段一个国家内部的变化差异。多数国家在1910年左右的债权人保护力度要比1995年的情况来得更强。事实上，就1910年那个时期的债权人保护的平均程度而言，通常这些国家比我所研究过的一些普通法系国家和地区（即英国、美国、香港和海峡殖民地）更强。实证材料显示，随着时间的变迁，国家内部以及国家之间的情况都有着改变和不同。如果从上述小样本研究中得出的结论可以被推广的话，那么关于普通法传统和较强的债权人权利保护状况这两者之间的潜在相关性以及民法法系和较弱的债权人权利保护状况这两者之间的潜在相关性，并不是在任何时间阶段都成立的。

我认为，债权人权利和债权人权利的执行在不同时间阶段所发生的变化可以用政治因素来解释。根据Berglöf和Rosenthal(2000)的观点，美国破产法反映了不同国会成员在理念上的对立：一边是主张通过各州的破产法来缓解债务人（在经济危机之后的）困境的立法者；而另一边则是寻求联邦层面的破产立法来保护债权人的利益。在Roe(2003)看

来,一个社会若对劳工保护程度较高的话,通常其在投资者保护方面会较弱。在欧洲和日本,对劳工的保护是“二战”后社会偏好发生重大转变的一个结果,Perotti 和 von Thadden(2003)用一个模型解释了这个现象,这个模型表明遭遇 20 世纪 20 年代严重通货膨胀的社会在大萧条结束之后是怎样(通过银行、各州以及家庭)转而追求更强的劳工保护和更加集中的公司所有权。这个模型同时也被 Pagano 和 Volpin(2005)用来解释那些可以决定经合组织(OECD)中不同的国家对股东权利保护程度或强或弱的政治条件。〔5〕

与 Roe(2003)以及 Perotti 和 von Thadden(2003)的观点不同,本文认为巴西投资者保护状况的变化是不能用那些只影响欧洲的条件来解释的。巴西尽管没有怎么受到“二战”的严重影响,但仍然像欧洲大陆国家一样,在投资者保护方面也经历了更加倾向于保护劳工的变化趋势。通货膨胀因素可能是对巴西的投资者保护状况变化的一种更加合理的解释(巴西曾有严重通货膨胀的历史)。但是高通货膨胀率的最早出现是在 20 世纪 40 年代后期,而在此之前对债权人权利的保护已经让位于对劳工的保护。最后,在巴西出现的观念分歧并非像美国那样,呈现出要么偏向债权人,要么偏向债务人。为了保护劳工,政府在 1945 年采用了更加宽松的破产法律程序,这对债务人来说是有利的。但是,没有证据表明在巴西出现了支持债务人利益的院外游说活动。〔6〕

我得出的结论可以支持 Pagano 和 Volpin(2005)所持的一般性看法,也就是说,在巴西,更加民主的制度与债权人获得更好的保护这两者是趋向于联系在一起。在热图利奥·瓦加斯(Getulio Vargas)的独裁统治下,为了获得势力强大的巴西工会的支持,以牺牲债权人权利的保护为代价来换取对劳工的保护。

---

〔5〕 参见 Berglöf and Rosenthal(2000);Roe(2003);Perotti and von Thadden(2003);以及 Pagano and Volpin(2005)。

〔6〕 这里,我并不是把劳工当作债务人的一种,因为破产法只处理商业债权人和债务人之间的关系(如各种类型的公司组织以及合伙组织)。在大多数的民法法系国家中,个人破产问题都是适用民法,而非破产法。理由就是:在法律体系中,个人和商业组织的法律“人格”是完全不同的。个人被称为“自然人”(physical person),而公司则被称为“法人”(moral person)。

看起来,影响巴西将劳工保护置于投资者保护之上的外生因素似乎是大萧条。而巴西的一场政变又恰巧与大萧条同时发生。经过那场政变之后,原先由圣保罗州(São Paulo)和米纳斯吉拉斯州(Minas Gerais)的共和党精英联盟掌握的政权转移到南里奥格兰德州(Rio Grande do Sul)的军事独裁集团手中。由于无法获得来自咖啡出口者和原有的那些实业家的支持,新的统治集团很自然地将工会视为其所需要的广泛支持的来源。正是因为工会的存在,使得巴西在20世纪20年代出现了不断增长的要求保障劳工权利的社会压力,在大萧条以后更是如此。30年代开始掌权的政府通过立法赋予劳工更强的保护,同时削弱债权人权利,以此换来民众的广泛支持。

巴西是一个天然的实验室,它可以被用来检验如下的假设,即一个国家内部的制度和市场会在历史上表现出巨大的差异。具体包括:(1)一个发展中的民法法系国家在今天其股票和债券市场的规模还相对较小;(2)根据LLSV(1998)的归类(同时基于1995年的计量数据),巴西属于对债权人权利保护最不力的国家;(3)在所有关于财产权执行的法治指数排名中,巴西都很靠后。今天巴西的营商环境被认为较差,腐败普遍地存在,人们饱受政府违约以及合同执行不力之苦。

本文也阐明了关于1882年左右巴西早期金融改革的一些新见解。就在巴西19世纪80年代和90年代出现债券和股票市场的同时,其工业GDP、GDP总量和人均GDP呈现了加速增长的态势。尽管在整个19世纪的绝大多数时候,人均GDP的增长是非常平稳的(Leff 1982),不过从1890年到1946年期间,还是取得了年度综合增长率1.8%的绩效,并且在同一时期,GDP年度增长率约为4%。<sup>[7]</sup>很少有证据表明,这种快速增长是被银行信贷所激发出来的。因为银行在提供长期融资方面并不是特别地积极,所以大多数公司在20世纪的前半叶是通过股票和债券进行融资的(Levy 1977; Triner 2000; Hanley 1995, 1998; Haber 1998; Musacchio 2005)。

下一个部分会讨论这项研究所使用的资料和方法,之后得出一些主要的研究发现和结论。

---

[7] GDP数据的估算来源于Goldsmith(1986)。

## 二、研究资料和研究方法

为了检验在法律起源和投资者保护这两者之间不随时间变化的关系(time - invariant relationship),我分析了在1850年和2005年期间巴西的破产法中所包含的关于债权人保护的内容。为了尽可能地完成一个历史视角的研究,我对以下资料进行了汇编,分别是1850年商法典中关于债权人保护的内容;1882年、1890年和1891年的股份公司法;1902年、1908年、1929年、1945年和2005年的破产法。最后,我分析了2005年6月修订的破产法关于债权人权利保护的内容,不过我们还需要更多的时间来评价其效果。

我使用了LLSV(1998)的方法来编制关于债权人保护的指数,这些指数使得不同时间段之间,不同国家之间的债权人保护状况可以进行比较。我们的预计是,如果在一个国家,以下的权利得以保障的话,那么这个国家就会有规模更大的债券市场。

1. 对于一个享有担保权的债权人来说,其最基本的权利是在对方未履约的时候可取回担保品(不允许自动冻结该项财产)。对那些提出破产申请的管理层提供过度保护的立法使得债权人取回担保品的过程变得复杂了,进而削弱了债权人权利的保护。

2. 在许多国家中,劳工和政府都获得了相对于享有担保权的债权人优先的受偿顺位。但是,如果债券持有人没有获得优先的受偿权利,那么投资者在认购债券时会要求获得利率的溢价,以补偿其因为企业一旦破产时而将要面临的不确定性,这就使得企业在发行债券筹集资金的时候更难获得担保。

3. 债权人的批准是企业进行重整和债务本金、利息延期偿付的先决条件。如果债权人授权企业重整和延迟偿债的权利要受制于企业管理层的话,那么一旦出现财务危机,债权人就很难要回其先前的投入了。

4. 在企业重整过程中,要求替换企业现有的管理层,避免因为一些管理人员的不当管理行为或者腐败行为而侵蚀债权人的利益。

我把每一部破产法中的债权人权利的数量加总,以此产生债权人权

利指数(creditor rights index),进而去比较我的结论和LLSV(1998)基于其在1995年对49个国家的调查结果而得出的结论。我还编制了普通法系和法国民法法系跨部门国家在1910年左右的债权人权利指数。

LLSV(1998)作了如下的假设：如果破产法在重整程序中没有要求原有管理层被替换的话,那就是一种对不当管理行为的奖励。对于那些掌握了提出破产请求的公司控制权的管理层或股东来说,他们希望通过时间的推移来冲淡其曾经的错误决策和冒险行为而导致的结果,这样的破产法就是在奖赏他们。这些管理层人员或者是股东倾向于把债务的偿付推迟到重整完成之后,这是违背债权人利益的做法,其导致的结果就是减损了投资者购买公司债券或者银行发放大额贷款的激励。<sup>[8]</sup>

今天许多经济学家用法治指数来量度一个国家对投资者权利保护的执行情况。通常而言,这些指数倾向于关注政府和外国商人之间的商业关系。例如,这些指数被用来评估投资者对“影响商业活动,尤其是外国企业的法律体系的效率和完整性”的看法(LLSV 1998, p. 1124),用国际国别风险(International Country Risk)指标来量度的一国法律和秩序的传统(即法治状况),或者是政府撕毁商业合同的可能性。事实上,这些指数没有一项是和投资者权利的执行直接相关的。实际上,大多数用来量度财产权利总体执行状况的指数都不是十全十美的。正因为如此,这些指数主要是反映商业环境的,特别是对于外国公司而言。

我通过破产法执行的替代指标对债权人权利进行了研究。特别地,我系统性地检验了法院的判例以及其中关于破产程序过程中经理人、股东、债权人和法官行为的信息。

我检验了所有发行过债券公司的破产案件,大约40个案件(一些公司对应有一个以上的案件)。这40个案件中,大多数案件是由里约热内卢的民事和商事法庭审理的,具体情况可以在巴西档案馆中查阅到。尽管样本案例的数量相对比较少,但仍然可以揭示一些那个时代破产法的运作情况。这些案例涉及的公司来自于不同的行业,但都是积极利用了

---

[8] 有证据表明,在巴西,银行经常愿意就偿还贷款的条件进行谈判,或者不向债务人收回担保品(Triner 2000, pp. 142 - 143)。银行之所以会这么做,那是因为它希望与借款人保持长期的商业关系,因此其对于借款人在未来的还款情况会有一个预期的减损,而扣除预期减损之后的还款金额是要大于所收回的担保品金额的。

公司债券来进行融资。大多数公司是在里约热内卢获得牌照的,不过也有一些在其他地区经营的公司同样将案件提交至里约的法庭,因为在当时里约是国家法定的首都。里约热内卢在1967年之前都是巴西的首都,并且直到20世纪30年代都一直是巴西主要的金融中心。<sup>[9]</sup> 因为篇幅限制,所以在这里无法将所有的分析都呈现给读者,我会概括其中的一些结论并且通过举例来说明法庭的判例是如何反映债权人权利执行机制的运作状况的。

为了确保这些样本的代表性,我们本应将找出来的法院判例数量与股份有限公司破产的总数量进行比较。但是,关于这段时期在巴西发生的破产案件的确切统计数据是缺失的。对于我来说,唯一可信赖的数据来源就是刊登在财经报纸 *Restrospecto Comercial do Jornal do Comércio* 上的关于破产案件数量的年度统计。<sup>[10]</sup> 图1比较了我样本中的案件数量和1906年至1912年之间每一年公司破产的总数。这段期间内,我们可以发现几乎每年都有两到三个破产案件,除了1908年之外,那一年出现了6个案件。我发现从1912年到1916年,平均下来,每年大概有一到两个案例。

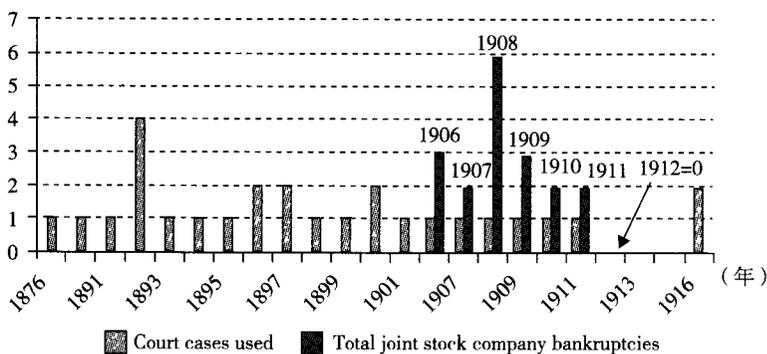


图1 破产案件总数以及研究所使用的案例

资料来源: *Restrospecto Comercial do Jornal do Comércio*, 1906 - 1916.

[9] 我对圣保罗州最早的两家民事法庭的档案记录进行了查阅,这些档案记录涵盖了20世纪初期之前大多数的商事案例,不过其中连一个公司破产的案例也没有。这些档案记录可以在圣保罗州的司法博物馆(Museu da Justiça)查阅到。

[10] 《司法部报告》(*Relatório do Ministério da Justiça*)中也有关于破产案例的年度统计,但是它并没有按照企业类型(股份公司还是合伙)进行分类,并且其报告的方式在这段期间内发生了数次变更,这就增大了对不同时间阶段的情况进行比较的难度。

为了估计巴西债券市场和股票市场的规模,我使用了从 1905 年到 1931 年这段时期以及从 1944 年到 1947 年这段时期发表在 *Relatorios da Câmara Sindical de Corretores de Fundos Públicos da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro* 之上的里约热内卢股票交易所年度统计。<sup>[11]</sup> 其他的关于 1932 年至 1942 年期间的市场规模数据来自于 *Anuário da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*。1886 年至 1905 年期间的债券和股票市场规模的数据来源于刊登在 *Jornal do Comércio and Retrospecto Comercial do Jornal do Comércio* 的年度统计,这份报纸是那段时期里约热内卢最重要的财经报纸。至于圣保罗的数据,如果可以获得的话,这些数据都被添加到整个股票市场的规模估计值中(这个过程中注意了防止因为交叉上市的缘故而进行了重复计算)。大部分关于圣保罗的信息来源于 Hanley(1998)的《商业融资》以及 1932 年至 1950 年期间的 *Anuário da Bolsa Oficial de Valores de São Paulo*。由于很难计算出相关的年度序列数据,所以 1960 年之前的圣保罗州债券市场数据没有加入我的估算中。尽管这样,但是关于 20 世纪前半段的圣保罗州债券市场规模估计值的缺失并不影响我的观点成立:20 世纪上半叶的巴西债券市场规模要比现在来得大。1990 年之后的股票市场和企业债券市场规模数据来源于《巴西公司手册》(*The Brazil Company Handbook*)(1993 ~ 2003 年)和《巴西债券市场服务》(*Brazilian Debenture Service*)。我使用了 Goldsmith(1986, tables 3.1, 4.2)所估算的 GDP 数据以及巴西应用经济学研究所(*Brazilian Institute of Research in Applied Economics, IPEA*)收集的最新数据来标准化股票市场和公司债券市场的数据。<sup>[12]</sup>

---

[11] See Câmara Sindical de Corretores de Fundos Públicos da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, *Relatorio da Valores do Rio de Janeiro, Relatorio da Câmara Sindical de Corretores. . . 1905 - 1930*.

[12] 对于那些同时在圣保罗和里约将股票挂牌上市的公司,我并没有重复计算其在股票和债券市场上的市值规模。关于宏观数据和 GDP 的不变价格指数,可以参见 [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)。关于近期的债券市场和换手率数据,可参见 [www.debenture.com.br](http://www.debenture.com.br)。

### 三、研究结果:1850 年至 2001 年期间巴西的债权人保护与债券市场

#### (一)1886 年至 2003 年期间的债券市场

巴西债券市场的情况是否符合 Rajan 和 Zingales(2003)的大逆转理论?图 2 绘制了从 1886 年至 2002 年期间巴西股票市场和债券市场相对于 GDP 总额的规模。图 2 中所揭示的两个发现是尤其重要的。其一,第一次世界大战之后,相对于经济总规模,巴西的股票和债券市场都萎缩了。在那一时期,流入巴西的国际资本急剧减少,咖啡出口行业则面临了非常大的困难。其二,在 1890 年之后,巴西债券市场的发展速度非常快,并且在 1914 年达到了峰值,但在此之后的数十年中经历了一个比股票市场更加严重和持久的规模萎缩。

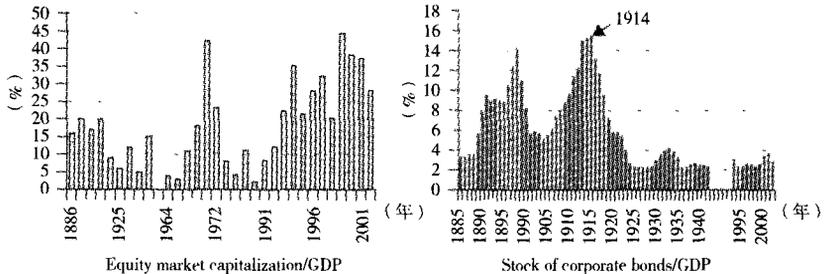


图 2 1886 年至 2002 年期间,巴西股票市场  
和债券市场规模占 GDP 的比重

资料来源:本文作者的估算,参见正文内容。

说明:图表中的水平标尺之所以是非均匀分布的,原因是很多年份的数据存在缺失。圣保罗股票交易所的 1920 年、1925 年以及 1935 年数据是缺失的。1947 年至 1964 年之间的数据被排除在外,这是因为当时的立法要求所有的股份公司在股票交易所登记,这就使得这一期间的数据和其他期间的数据之间是不可比的。1940 年之前的债券市场数据估计值要比实际上的小,图表中只反映了里约热内卢的数据。

巴西债券市场的情况同 Rajan 和 Zingales(2003)所记录的全世界股票市场发展趋势是相契合的,例外之处在于,巴西金融市场相对于 GDP

的规模尚未恢复到 1913 年的水平。在 Rajan 和 Zingales 看来,金融市场发展状况在 20 世纪 90 年代得以复苏,这是因为那时国际资本流动与国际贸易恢复到了第一次世界大战之前的水平。但是,巴西债券市场的增长却并没有和 90 年代股票市场那样出现井喷。在 20 世纪头二十年中,巴西债券市场筹资的规模占到了 GDP 的 5% 至 12% 之间,而在 90 年代却只占到 GDP 的 2.5% 至 3.5% 之间。<sup>[13]</sup>

1890 年之后,两个法律方面的变化给企业债券市场带来了繁荣。一方面,通过改革实现了对债权人利益的基本保护。从 1890 年起,企业债券持有人的地位从一个普通债权人变为了享有优先权利的债权人,这赋予了他们在公司破产情况下的第一顺位的受偿权利。另一方面,由于激励机制的改变,使得公司更倾向于发行债券而不是发行股票。铁路和港口公司被允许发行超过他们公开资本金额的企业债券,而其他经过登记的公司则可以发行与他们账面资本价值总额等同的企业债券。发行企业债券有利于早期的资本积累,给企业提供运作资金,帮助工厂规模的扩张。<sup>[14]</sup> 这些监管规则变化所带来的综合效应可以从图 2 中看出。这显示了,在 20 世纪头二十年,企业债券市场增长迅速。这种增长趋势在 1905 年和 1913 年间更加明显了,那时巴西采用了金本位制度。

以外币标价的巴西企业债券在国外得以成功发行是因为巴西的汇率风险较小,而如果发生违约情形的话,外国的债券持有人可以起诉至巴西法院(他们要回部分投资的可能性是很大的)。

与债券市场衰落同时发生的有:破产程序中债券持有人优先权的丧失;金本位制度在“一战”期间停止适用以及外资从这一新兴市场上的撤退。到了 1945 年,当债权人的权利在破产立法中被抹去的时候,企业

---

[13] 由于在 1930 年之后出现了通货膨胀率的猛升,而与物价指数挂钩的货币发行制度直到 20 世纪末期才被引入,这导致了在整个 20 世纪出现了企业债券市场的严重萎缩。

[14] 1890 年之前设立的公司可以在其股本金只支付了 20% 的情况下就开始运营,1890 年之后设立的公司可以在其股本金只支付了 40% 的情况下就开始运营。那些只实际注资了 20% 或者 40% 的公司可发行相当于其注册资本金额 100% 的债券,这使得其在短期内就可以获得相当于账面资本金总额 1.4 倍的融资(其中 100% 是企业债券的形式,40% 是股票的形式),其中只有少部分是股东的投资。在 1891 年,政府授权公司以及公共服务企业也获得了超过其资本金发行债券的资格。

债券市场就变得更加不重要了。

对于债权人权利在 20 世纪 40 年代的被削弱,投资者并没有抱怨,部分原因是 1932 年引入的优先股(preferred share)已经取代了企业债券,成为了最常见的固定收益证券。优先股是债券的一个很好的替代品,原因有三:第一,优先股为投资者提供了一个最低的固定股息作为其净收益的一部分(另一部分净收益是浮动的,取决于公司盈利状况)。第二,若公司破产,则持有优先股的股东被赋予了在第一顺位就其所投入资本获得清偿的权利。第三,优先股的实际价值不会因为高通胀而迅速下跌。一旦债券持有人在破产程序中的优先权不复存在,那么企业债券较之优先股就没有什么优势了。

20 世纪 40 年代之后,通胀率高涨,这使得债券市场在未来的复苏变得更加复杂了。在 40 年代,持续性的通货膨胀开始成为一个问题,到了 50 年代问题愈发严重了,而到了 60 年代早期,通胀率突破了 80%。即便在 60 年代后期,出现了与物价指数挂钩的企业债券品种,但市场也一直没有恢复到 1913 年的水平。

在 2005 年,巴西国会试图通过颁布一部对债权人权利有更好保护的新破产法来复兴债券市场。但是,现在的问题不是通过改革赋予债权人多少的权利,而是如何转变负责执行这些权利的法官的态度。一份在 2003 年所做的有关巴西法官对待信用契约态度的调查显示,绝大多数的法官坚持认为,在大多数情况下,为了实现一个更高的社会正义目标,对信用契约的违反是可以被接受的。<sup>[15]</sup>

## (二)1850 年至 2001 年期间的债权人权利

在这个部分,我将分析法律起源决定投资者保护水平的这一假设。表 1 列出了从 1850 年以来巴西债权人权利保护的指数。1850 年商法典所确立的破产法律程序给予了债权人更高的保护程度。LLSV(1998)所认为的对于债券市场发展来说具有重要意义的四项规定中,有三项出现在了 1850 年商法典中。在 1890 年至 1908 年期间,当债权人享有排位第一的优先权利被写入法律之后,LLSV 列举的所有债权人保护指标都在

---

[15] 参见 Pinheiro(2003);以及 *O Estado de São Paulo*, elections supplement, October 28, 2002。

巴西破产法中得以呈现了。在 1910 年到 1920 年期间,法院的判决都体现了这四项对债权人的保护措施。

1908 年破产法取消了债券持有人和有担保债权人在破产程序中的优先权,但是这一点还只是停留在法律文本上。尽管法律规定未缴纳的税赋和部分员工的补偿款被移到了优先权清单的最上面,但在实践中,法院仍然给予了债权人以首位的优先权。1914 年颁布的 10902 号法令再一次地将破产程序中税款的清偿置于债权人之前,但是法官还是坚持让享有担保权的债权人优先受偿。<sup>[16]</sup>

我们可以这么来评估 2005 年之前巴西对债权人的保护力度,如果巴西 1995 年对债权人的保护与其在 1850 年到 1945 年期间的程度相当(那时候的债权人保护指数是 3),那么它将优于世界上绝大多数国家的债权人保护力度。通过表 2 我们可以看到,如果这些保护债权人的制度还存在的话,那么巴西的债权人保护水平排名大致会相当于 1995 年的新西兰和泰国(这两个国家的债权人权利保护指数都是 3)。事实上,在 1850 年至 1929 年期间,巴西的法律给予了债权人权利很高的保护程度,要胜于现在澳大利亚、加拿大、爱尔兰和美国的法律(这些国家的债权人权利保护指数都是 1)。在 1890 年和 1908 年期间,巴西法律对债权人权利的保护程度如果维持到现在的话,那么其排名将仅次于位居最前列的英国、香港、马来西亚和以色列(这些国家或地区的债权人权利保护指数都是 4)。

表 1 和表 2 中列出的实证材料与如下的假设部分相悖,即民法法系的制度设置无法保护债权人。事实上,一个半世纪以来的债权人保护状况的变化情况应该提醒我们去思考破产法的政治经济学问题。是什么样的政治因素让巴西在 1945 年前能够制定对债权人实施强有力保护的律法? 债权人权利保护制度的执行力度如何? 而到了 1945 年,又是什么因素导致了之前的制度机制产生了逆转?

---

[16] 尽管这部法令在其第 139 条和第 240 条规定了,如果破产债务人存在欠税情况的话,破产案件程序应当转化成联邦程序,由财政部扮演检察官的角色。实际上,财政部并不参与破产案件,也不关注刊登破产通告的司法文书。

表1 1850年之后巴西的债权人权利

| 法律或者法令                              | 1850年商法典 | L.3150 (1882年12月4日) | D.917 (1890年1月17日) | D.603 (1891年) | L.859 (1902年8月16日) | Lei 2024 (1908年) | D.5746 (1929年9月12日) | Dec.-Law 7661 (1945年6月21日) | 1995年 (LLSV 1998) | Law 11101 (2005年) |
|-------------------------------------|----------|---------------------|--------------------|---------------|--------------------|------------------|---------------------|----------------------------|-------------------|-------------------|
| 取回担保品的权利 (不存在自动止付的规定)               | 1        | 1                   | 1                  | 1             | 1                  | 1                | 1                   | 0                          | 0                 | 1                 |
| 有担保的债权人的清偿顺序排在第一位 <sup>a</sup>      | 0        | 0                   | 1                  | 1             | 1                  | 0                | 0                   | 0                          | 0                 | 0                 |
| 企业重整要经过债权人批准 (不包括第11章的规定)           | 1        | 1                   | 1                  | 1             | 1                  | 1                | 1                   | 0                          | 1                 | 1                 |
| 原有的管理层不再保留 (在宣布破产之后, 受托人是否接管公司的运营?) | 1        | 1                   | 1                  | 1             | 1                  | 1                | 1                   | 0                          | 0                 | 0                 |
| 指数                                  | 3        | 3                   | 4                  | 4             | 4                  | 4                | 3                   | 3                          | 1                 | 2                 |

资料来源: Brazil, *Coleção das Leis e Decretos*, Law 11, 101 of February 9, 2005; 参见 <http://www.planalto.gov.br>。

<sup>a</sup>根据1850年商法典, 在所有类型的债权人中, 企业债券持有人的受偿顺序排在最后。在1890年至1908年之间, 法律很明确地规定了, 企业债券持有人的受偿顺序则绝对是排在第一位的。1908年之后, 根据法律文本, 企业债券持有人不再享有第一位的受偿地位, 不过法官并没有执行修订之后的法律。

表2 1995年巴西和世界各国的债权人权利

| 国家(地区)                             | 取回担保品 | 优先权 | 批准重整 | 替换管理层 | 指数 |
|------------------------------------|-------|-----|------|-------|----|
| 英格兰、香港、马来西亚、以色列以及1890年至1908年之间的巴西  | 1     | 1   | 1    | 1     | 4  |
| 1850年至1890年之间的巴西; 1908年至1945年之间的巴西 | 1     | 0   | 1    | 1     | 3  |

续表

| 国家(地区)               | 取回担保品 | 优先权 | 批准重整 | 替换管理层 | 指数 |
|----------------------|-------|-----|------|-------|----|
| 新西兰和泰国               | 1     | 0   | 1    | 1     | 3  |
| 德国和丹麦                | 1     | 1   | 1    | 0     | 3  |
| 日本和乌拉圭               | 0     | 1   | 0    | 1     | 2  |
| 智利、意大利和荷兰            | 0     | 1   | 1    | 0     | 2  |
| 台湾和比利时               | 1     | 1   | 0    | 0     | 2  |
| 2005 年之后的巴西          | 1     | 0   | 1    | 0     | 2  |
| 如今的巴西                | 0     | 0   | 1    | 0     | 1  |
| 阿根廷、瑞士和芬兰            | 0     | 1   | 0    | 0     | 1  |
| 澳大利亚、加拿大、爱尔兰和美国      | 0     | 1   | 0    | 0     | 1  |
| 法国、墨西哥以及 1945 年之后的巴西 | 0     | 0   | 0    | 0     | 0  |

资料来源：表 1 以及 LLSV (1998, table 4)。

### (三) 破产立法的政治经济学

我们应当怎么解释 1945 年之前巴西对债权人权利实施加强保护这一现象呢？包含在破产法和商法典中的债权人权利是利益集团和立法者互动的产物。在巴西，破产法通常是由国会起草的，在起草过程中，国会会同商会组织保持密切的磋商。但是到了 1945 年，情况就不同了，法律的出台并没有经过国会的批准，而是由独裁政府直接起草并予以通过。尽管在独裁政府上台之前的 1937 年至 1945 年由国会通过的法律更多地回应了商人或者债权人的需求，但 1945 年的法律则更倾向于保护劳工利益。

巴西取得独立(1821 年)之后，该国建立了君主立宪制。1824 年宪法建立了由皇帝提名部长和总理的国会制政体。这个国家的所有经济活动是由议会来负责规制的，议会分为参议院和下议院，这两者的成员都是通过间接选举产生的(1881 年之前)。选民选出投票人，然后投票人通过参加州选举团来选举议会立法者。选举的资格被限制为那些拥有超过 100 密尔雷斯\* 并且年龄超过 21 岁的巴西男性(这个收入要求在

\* 密尔雷斯(milréis)是巴西 1942 年之前的货币单位。——译者注

1846 年增长了一倍)。<sup>[17]</sup>

刚独立时的巴西采用了 1807 年拿破仑商法典,这部法典在殖民地时代的最后几年被广泛地采用。商法典中的破产规则不适用于商人,并且对债务人异常严格,将某些违约行为界定为犯罪并施以监禁的处罚。

巴西在 1850 年开始制定首部商法典,而在那时候商人们与该项工作联系紧密,他们被邀请参与立法协商。就在那一年,司法部部长 Eusebio de Quéroiz 组建了一个由他牵头的负责法典起草工作的委员会。Quéroiz 邀请商业立法方面的国会专家以及 Mauá 子爵, Mauá 是巴西在 19 世纪拥有最多产业的商人,他建设了从里约州的内陆地区到海岸线的第一条铁路,拥有多家银行,并在里约热内卢开发了不少基础设施和公用事业项目。

商法典中的破产法一章内容可以起到很强的债权人保护作用。如表 1 所示,债权人得到了强有力的保护,例如他被允许在债务人违约时取得担保品,以及在破产期间控制资不抵债的公司。在那个时代,企业或个人的赖账行为被认为是犯罪,经常要被处以监禁的刑罚。

在 1889 年,伴随着共和运动的兴起,巴西的君主体制在和平的方式下被推翻了。联邦共和制很快被建立了起来,并且两年之后一部新起草的宪法问世了。1891 年宪法的内容包括了总统、副总统和国会成员的直接选举。总统和副总统每四年选举一次,并且不得连选连任。参议院的议员任职期为 9 年,国会下议院议员任职期限为 3 年。获得选民资格的收入标准被取消了,取而代之的是文化程度要求。帝国时期采用的无记名投票制度被记名投票制所取代,目的是消除盛行于帝国时期的重复投票行为和其他选举欺诈行为(Nicolau 2002)。

新的政治体制强化了政治上的竞争,并且鼓励国会议员去讨好那些可以影响大批选民的利益集团。商业协会具有很强的政治话语权,在有文化的男性选民中根基很深,所以非常自然地成为政客们的目标。此

---

[17] 下议院的议员任期为四年,而参议员则是终身任职。代表每个州的参议员数量是下议院议员数量的一半。在参议院,选举团根据每一个参议院席位的投票结果列出一个获得最多选票的三人名单。皇帝有权从这三个候选人中挑选一人出来担任参议员。选举人和议员的收入必须超过 200 密尔雷斯(1846 年之后增加到 400 密尔雷斯)。例如,参见 Nicolau(2002, pp. 10 - 12)。

外,有实力的商人和商业协会还能够为竞选活动和政党运作提供资金支持。

共和国政府在 1890 年主导的政策转向之一就发生在破产立法领域,特别是赋予公司债券持有人在破产程序中的优先受偿权利。公司债券持有人自 1882 年之后就获得了合法的身份,但是在 1890 年以前这种类型证券的发行并不多见。而 1890 年制定的公司法规定了债券持有人优先于其他债权人受偿,这部法律中还包含了其他鼓励债券发行的内容。

在第一共和国时期,国会愿意就任何破产法的改革计划咨询商业协会。1902 年通过的法律以及 1903 年通过的程序规则广泛地征求了“法院、律师协会、法学院、大城市的商业协会以及大量法律专家”的意见。<sup>[18]</sup> 在 1928 年,负责制定新破产法的国会委员会邀请圣保罗商业协会以及里约热内卢和圣保罗的股票经纪人协会对法律修订提出意见。结果,圣保罗商业协会的律师只是对 1908 年的法律提出了很少的修改建议,这表明了商业协会对当时的法律状况是感到完全满意的(Lima 1929)。

在一场短暂的内战之后,热图利奥·瓦加斯在 1930 年成为巴西的总统,他立即成立了临时政府,解散了国会,并且创建了一个负责裁判政治案件的平行司法系统。在 1932 年圣保罗州共和力量发起的一场短暂的反对革命运动之后,瓦加斯的临时政府试图通过召集制宪会议来建立一种新的社会模式。在 1934 年,根据新的宪法和选举法,瓦加斯当选总统。新的宪法和选举法恢复了秘密投票制度并且创设了选举法庭。但是这些推动民主的制度是非常短命的。在 1937 年,瓦加斯的助手们编造出来一场莫须有的革命,基于这样的借口,瓦加斯宣布国家进入紧急状态,并且暂停了政府部门的运作。在这些行动之后,一个独裁政体建立了起来,国会解散了,瓦加斯开始建立起一种在性质上属于墨索里尼社团主义国家(corporatist state)的新型社会模式。

瓦加斯和工会之间达成了一项默示的契约,用对劳工的保护来交换工会对其的政治支持。瓦加斯的主要支持者就是来自工会,尤其是来自

---

[18] “A novíssima lei de fallencias”, in *São Paulo Judiciário*, October 2003, p. 157.

第一届总统任期期间内他所刻意建立的那些工会组织。从 20 世纪 30 年代早期开始,他的政府就已经开始推动劳工立法,这些立法引入了对劳工的基本保护,如最低工资、带薪休假以及养老基金。<sup>[19]</sup> 1943 年统一劳动法(Consolidação das Leis do Trabalho, CLT)的立法活动开始了对劳动法进行强化的进程。劳动法领域的大部分变化是由部长 Alexandre Marcondes Filho 所领导的劳工部推动的,瓦加斯还提名 Alexandre Marcondes Filho 兼任司法部部长。作为法律改革的一部分, Filho 于 1945 年制定了新的破产法,以实施统一劳动法。与此前对破产法的修改不同,新的破产法急剧改变了对债权人的保护。这部法律是由忠于瓦加斯的律师协会起草的,在未经国会批准的情况下就作为总统法令而获得了通过。<sup>[20]</sup>

1945 年的破产法保护了那些公司现有的管理层和劳工,并且废除了很多关于债权人保护的重要内容。该项立法最主要的目的就是帮助企业能够持续经营;也就是说,即便是那些本来根据 1929 年破产法要被债权人接管的企业,在新的法律下还可以继续经营。根据新的法律,债务人为了免于被清算,他可以提交一份重整计划,这一重整计划被称为 concordata preventiva,而这样的计划在 1945 年前只适用于合伙关系。concordata preventiva 还包含了延期偿付债务的内容,而这一项安排是无需债权人批准的;同时 concordata preventiva 允许管理层在破产保护的情况下继续经营公司。最后,根据新的立法,工人的社会保险和工伤补偿在破产程序中居于优先受偿的位置。在 1945 年之后,有担保的债权人排在受偿顺序的第三位,排在前面的债权人是劳工和财政部。

---

[19] 瓦加斯在 1937 年起草的宪法仍然保留了 1934 年宪法中关于劳工权利的内容。劳工保护的具体内容在此后通过立法而得以实现。最低工资制度于 1938 年被确立,工会在 1939 年被改组为按照职业类别划分的全州或全国性组织,1940 年的法律规定了缴纳工会会费是一项强制性的义务。Justiça do Trabalho(劳工法庭)于 1941 年通过立法而设立,劳动争议可以通过仲裁庭来解决。更多关于统一劳动法所编纂的已经由之前的立法所确立的劳工权利,可参见 CLT in Decree - Law 5,452 of May 1, 1943。

[20] 关于 Alexandre Marcondes Filho 的信息来自于 Fundação Getúlio Vargas, CPDOC, A Era Vargas—1º tempo—dos anos 20 a 1945, available at [http://www.cpdoc.fgv.br/nav/historia/htm/ev\\_apresentacao.htm](http://www.cpdoc.fgv.br/nav/historia/htm/ev_apresentacao.htm)。

#### (四) 巴西的司法破产案件以及债权人权利的执行

如今我们对司法案件的研究揭示了,在 1889 年和 1930 年期间,巴西的法官对于债权人权利的执行力度很强。债券持有人在破产案件中享有优先受偿的权利;一家公司被宣告破产之后将被置于其债权人的控制之下,而债权人可以立即更换管理层,并对公司进行重整或者将公司清算以实现债权请求。

在 1850 年至 1930 年期间,有两种主要的破产安排在巴西盛行。其一是强制清算,或者被称为 *liquidação forçada*,在 1908 年之后被称为简易破产 (*falência*),它与美国破产法第七章的制度或者英国立法中的简易破产制度相类似。<sup>[21]</sup> 事实上,巴西的程序规则与英国很相似,都是规定了:首先是债权人要求法院宣告一个公司破产,这时候他需要证明该公司已经处于资不抵债的状态或者已经停止偿还债务。法官有 24 个小时来审议债权人的申请并宣告公司破产,之后就会启动受托管理人接管公司的程序。为了启动清算程序,法院会要求债务人提供一份债权人清单。<sup>[22]</sup>

第二种类型的安排或许是更加普遍的,它被称为 *concordata*(重整或者协议),它的形式是一项延期支付协议或者一项债权转股权的安排。<sup>[23]</sup> 根据美国《破产法》第十一章所规定的安排,管理层可以免于债权人更换,并且被给予了对公司进行重整的时间;而在巴西,法律规则并不相同,只有当公司已被宣告破产,并且负责经营公司的受托管理人已经确定的情况下,*concordata* 才会出现。只有债权人同意公司继续经营的前提下,管理层才能留任。1945 年破产法引入了 *concordata preventiva* (预防性协议),这种重整安排与现行美国《破产法》第十一章提供的破产保护制度具有性质上的共同性,这一制度包含了资产的自动冻结、管

---

[21] 与《股份公司法》(第 603 号法令,1891 年 10 月 17 日)相关的法令汇编对破产安排进行了更加明确的分类。参见关于强制清算的第 233 ~ 235 条。在 1850 年商法典中,这种类型的破产被称为 *simply quebra*。

[22] 与巴西的破产程序类似的英国法律制度见于 32 & 33 Vict., c. 71 (1869) 以及 8 Edw. VII, c. 69 (1908)。参见 *Bankruptcy Act (1969) and Companies (Consolidation) Act 1908*。

[23] *Concordata* 计划规定在 1850 年《商法典》的第 842 ~ 854 条。

理层的持续经营以及债务的迟延支付。<sup>[24]</sup>

对于铁路公司来说, *concordata* 是非常常见的。在 1897 年, Leopoldina 铁路公司被宣布破产, 而此前代表英国债券持有人的 Edward Herdman 提供了证据, 证明公司停止支付债务已经达到了两年的时间(强制清算的最低时间要求是六个月)。因为 Herdman 所代表的债权人持有的债券占公司总债务的比例相当高, 所以他成为了清算活动的受托管理人并且同共和国银行一起控制了公司。他以公司的利润来向债权人偿付债务的利息, 然后与债券持有人签订了一项协议, 以债转股的方式维持了公司的经营。<sup>[25]</sup>

*Concordata* 协议使得 Leopoldina 铁路公司很快地恢复了营运。根据《投资者月度指南》(Investor's Monthly Manual) 的记录, 该铁路公司债券的最后一次利息支付发生在 1895 年 7 月。破产程序于 1897 年启动, 而从 1898 年夏天起, 公司新发行的普通股在伦敦上市交易, 以替代之前以黄金计价的债券。普通股的持有者并不保证能够获得股息, 而公司确实也没有派发股息。公司在 1898 年新发行了一批利率为 4% 的债券, 并很快地在 1899 年 1 月起支付利息。在第一年, 这些债券的交易价格是票面价值的 83%。<sup>[26]</sup>

Leopoldina 公司的破产案对于我们理解巴西在第一次世界大战前之所以能够成功地吸引外资是非常重要的, 因为这个案件树立了一个巴西法院保护外国人的范例。以前, 按照法律的规定, 只有一个在巴西完成注册的商业实体才有资格启动债务人的破产程序。在 Leopoldina 公司破产案之后, 法学家宣称: “只要债务人是在巴西设立的, 那么即便住所所在巴西以外的外国债权人也都可以启动破产程序, 而无须在当地的注

---

[24] 在 1945 年之前, *concordata preventiva* 这类破产安排只适用于合伙, 据此债务企业可以与大多数的债权人展开协商。根据这类安排, 若在破产宣告之前达成债务偿付的安排, 债务人则被允许继续开展经营活动, 这就排除了法官和受托管理人的干预。如果债权人同意了这样的安排, 那么法官对此也必须批准 (*homologação*)。例如, 参见 Faria (1902, p. 146) 以及其他对破产法的解读。

[25] See Corte de Apelação, Estrada de Ferro Leopoldina, 1897.

[26] 《投资者月度指南》的外国铁路部分(1894 年至 1908 年)。

册机构登记注册。”<sup>[27]</sup>

Sapucaí 铁路公司的外国债权人是那些从 Leopoldina 公司破产案所确立的范例中获益的群体。在 1899 年,当法院处理了发生在公司和国内债券持有人之间的争议之后,公司管理层停止了向以英镑计价债券的持有人付息。公司的股东以及前任的董事会成员向英国的债券持有人提议了一项债转股的安排。这些英国债券持有人建立了一个债券持有人协会并且选派一个代表赴里约热内卢。对于债券持有人而言,这是一项不错的交易,因为米纳斯吉拉斯州政府已经允诺了,会支付最低 6% 的公司股息。并且,只要公司重整成功,它就能从政府那儿获得一条新线路的许可权。<sup>[28]</sup> 债券持有人接受了这项协议,并且最终获得了公司 80% 的股权。

规模较小的公司通常只能通过破产程序来清算其资产,以对债权人进行支付。一家叫做 Carmita 的玻璃制品公司的债权人通过破产程序获得了占公司债务 25% 比例的偿付。一家叫做 Anonyma Coudelaria Cruzeiro 的马匹养殖公司也是类似的情况。债权人接管了这家公司,并且对其进行了清算以偿付债券持有人的债权,即便是不享有优先权的债权人也获得了他们投资总额 25% 比例的债务偿付。类似地,圣玛丽纺织厂的资产在破产程序中被受托管理人拍卖,用以偿付其债务。<sup>[29]</sup>

破产程序也可以被用来保护债权人,防止出现公司管理层为了在账户上囤积现金而停止偿付债务的行为。债权人可以通过强制清算程序来获得这部分公司运营资金,Companhia de Tecidos e Fiação Santo 纺织厂的受托管理人在 1916 年就是这么做的;公司在不同的银行账户里的资金被归集起来用以对公司债券持有人进行偿付。类似地,当一家叫作 Cervejaria Bavaria 的啤酒酿造公司在 1898 年被宣布强行清算之后,受托管理人控制了这家公司并且用其账上的现金来对债券持有人进行偿付,

---

[27] 引自 Faria(1902, p. 19),由作者翻译,最早发表于 *Revista de Jurisprudencia*, Vol. 2, 1897, pp. 84 - 86。

[28] Corte de Apelação/Viação Férrea Sapucaí( Viação Férrea Sapucahy), 1899.

[29] 参见 Corte de Apelação, Companhia Vidraria “Carmita”, 1916; Corte de Apelação, Companhia Anonyma Coudelaria Cruzeiro, 1892; 以及 Corte de Apelação, Companhia de Fiação e Tecidos Santa Maria, 1909。

其中还包括已经逾期的利息。<sup>[30]</sup>

从 1850 年至 1889 年期间,债权人的权利保护得到了很好的执行;对这段时期内发生的破产案件的研究揭示了,有担保的债权人在遭遇违约的情形下有权取回担保品;公司的清算和重整程序则是在债权人的控制之下进行。(Musacchio,2005)

### (五) 国家内部的差异和国家间的差异

上述材料显示了,在一个国家内部,不同时期的投资者法律保护水平和金融市场规模会呈现出巨大的变化。但是这一结论在其他国家是否也同样成立呢?较之法学和金融学领域文献所反映的研究结果,一小部分跨类别国家关于债权人保护的初步实证材料所显示的国家间的差异则要更大。

观察一下表 3 中所列的 LLSV 给出的普通法系和法国民法法系两大类别国家的债权人保护指数。首先请注意的是,巴西的数据并非是一个异常值;其他的民法法系国家在 1990 年左右对债权人的保护力度也相当大。另外也请注意,表格中所覆盖的一些普通法国家在 1910 年时的债权人保护水平要弱于在 1995 年时的债权人保护水平。例如,1910 年间香港和马来西亚殖民地时期破产法中的投资者保护指数仅为 2(参见表 3),然而,到了 1995 年,这些地区的债权人保护程度是最高的,指数达到了 4 的级别(参见表 2)。

表 3 部分国家或地区的债权人保护状况(1910 年左右)

|                                | 普通法系   |        |        |                       | 法国民法法系 |             |             |             |        |
|--------------------------------|--------|--------|--------|-----------------------|--------|-------------|-------------|-------------|--------|
|                                | 英<br>国 | 美<br>国 | 香<br>港 | 海<br>峡<br>殖<br>民<br>地 | 法<br>国 | 比<br>利<br>时 | 西<br>班<br>牙 | 阿<br>根<br>廷 | 巴<br>西 |
| 1. 有担保债权人可以取回担保品<br>(没有自动止付机制) | 1      | 0      | 0      | 0                     | 1      | 1           | 1           | 0           | 1      |
| 2. 有担保债权人享有第一顺位的优<br>先受偿权利     | 1      | 1      | 1      | 1                     | 1      | 1           | 1           | 1           | 1      |

[30] Corte de Apelação, Companhia de Tecidos e Fiação Santo Aleixo, 1916; 以及 Corte de Apelação, Cerveja Bavaria, 1900.

续表

|                     | 普通法系   |        |        |                       | 法国民法法系 |             |             |             |        |
|---------------------|--------|--------|--------|-----------------------|--------|-------------|-------------|-------------|--------|
|                     | 英<br>国 | 美<br>国 | 香<br>港 | 海<br>峡<br>殖<br>民<br>地 | 法<br>国 | 比<br>利<br>时 | 西<br>班<br>牙 | 阿<br>根<br>廷 | 巴<br>西 |
| 3. 重整需要债权人的批准       | 1      | 1      | 1      | 1                     | 1      | 1           | 1           | 1           | 1      |
| 4. 公司管理层在重整过程中不再被保留 | 1      | 0      | 0      | 0                     | 0      | 0           | 0           | 0           | 1      |
| 指数                  | 4      | 2      | 2      | 2                     | 3      | 3           | 3           | 2           | 4      |

数据来源：

英国：*Companies(Consolidation) Act 1908*；美国：*Huberich, Commercial Laws*；香港：*Bankruptcy Ordinance No. 7 1891*；海峽殖民地：*An Ordinance to Amend the Law of Bankruptcy No. 2 1888 (December 3, 1888)*；法国：*G. Horn, Commercial Law*；比利时：*Hennebicq, Commercial (根据 1910 年修订后的 1872 年商法典)*；西班牙：*Benito, Commercial*；阿根廷：*Quesada, Commercial*；

巴西：参见本文的表 1。

最后,表 3 中部分跨类别国家数据显示了,无论在民法法系国家还是在普通法系国家,一个国家内部的差异是非常大的。在 1910 年左右,普通法国家的债权人保护水平要低于法国民法法系国家的水平(英国除外)。如果这些样本研究的结果是可以被一般化的,那我们可以得出结论,在 1910 年左右,普通法国家对债权人保护的平均水平是要低于法国民法法系国家的。换言之,如果我们把历史数据考虑进来,那么法和金融学流派的研究文献中所要揭示的法律起源与债权人保护的关系是不显著的。

#### 四、结论

本文中列出的实证资料所要指出的是,法律起源、投资者保护以及金融发展之间的联系是十分微弱的。首先,本文的研究显示了,随着时

间的发展,债权人权利保护和金融市场规模很容易发生持续性的变化。与金融市场的规模大小更为相关的因素似乎是国际资本流动,而非国内制度。其次,债权人权利则会随着主要的政治拥护者的利益变化而变化。最后,从1910年以来的实证资料表明,在法律起源并不决定债权人权利保护水平和金融发展程度这一命题上,巴西并非是一个特例。许多法国民法法系国家在1910年比现在有更高的债权人保护水平,并且其中一些国家(如法国和比利时)在过去也有较好的金融市场发展水平(Rajan and Zingales 2003)。就因为如此,一些债权人保护程度在过去较弱的普通法国家到了20世纪90年代才拥有了更高的债权人保护水平。

本文的内容有重要的政策含义,这是因为当政者的利益决定了投资者所要面临的法律环境,其中包括了法律给予他们的保护程度以及法院和监管机构实施这些投资者保护制度的力度。如果当政者决定了法律环境的好坏,而法律环境又决定了金融市场的发展程度,那么金融市场的发展在很大程度上就取决于谁掌握着政权。这个政治经济学问题也与政治学家所称的“承诺难题”(commitment problem)相关:任何一个强大到足以确认和保护财产权的政府同时也有足够强大的能力在必要时剥夺这些权利。<sup>[31]</sup> 当政者的变化会让这个进程变得复杂,政府一方面承诺保护投资者,但结果却是阻碍了金融市场的发展。

由于金融市场发展与经济发展之间存在诸多的因果联系(King and Levine 1993; Levine and Zervos 1998; Rousseau and Sylla 2005),因此若政治对于金融市场的发展是如此重要的话,那么承诺难题将会对经济福利产生负面影响。<sup>[32]</sup>

也许锁定金融发展的唯一方法是让金融市场的好处惠及普罗大众。如果一个强大的团体可以从抑制金融发展中获益的话,那么就没有任何东西可以保证政府可以就投资者保护给出一个可信的承诺。而另一方

---

[31] 例如,可参见North and Weingast(1989)所作的解释,内容是关于英国在17世纪建立英格兰银行的时候是如何提供了可信的承诺,让人们相信它不会侵犯投资者。

[32] 大体上,我们可以用金融机构将资金从投资者输送至公司或个人借贷方的能力来量度金融市场的发展程度。不同的研究对于量度金融市场发展程度的方法是有区别的,不过常见的指标有资本市场市值与GDP的比值,每年的首次新股公开发行(IPOs)数量以及每百万人拥有的股份有限公司的数量。

面,如果社会上每个人都可以从金融发展中获益,那么降低投资者保护水平、抑制金融发展就会变得困难(金融危机、资本流入骤停以及其他决定资本流动的外部因素除外)。举例而言,如果工人们可以通过私人养老基金、共同基金、各类储蓄工具而从金融市场中获益,那么他们不大会去游说当政者,让投资者保护的水平遭受改变。