

日内瓦的三十少女：金融史上第一次证券化

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),
Solicitor (England & Wales)

1760 年至 1789 年间，日内瓦银行家搭建了一种投资结构，它满足现代证券化的全部要素：他们买入现金流，将其汇集成池，再把资产池分割为可交易的份额出售给投资者。这些现金流来自法国的终身年金，而年金的终止取决于儿童的死亡。这段历史值得研究，一方面是因为其中的每一种机制都在后世反复出现，另一方面是因为它所引出的伦理问题在当时就已有有人提出。

1 法国王室如何举债

十八世纪的法国王室依靠多种方式为自身融资：税收、以现金出售的官职、永久年金（rentes）以及终身年金。终身年金契合一个既想立即获得资金、又倾向于承担会自行消灭之债务的国家；它同样契合那些希望获得收入、又不愿承担可赎回贷款信用风险的投资者。

大约在 1760 年，王室改行统一利率，无论年金所依附的被保险人年龄如何，一律按同一利率支付。以七十岁老人的生命为基础的年金，与以七岁儿童的生命为基础的年金，利率完全相同。从王室的角度看，这是行政上的简化；而在能够计算预期寿命的投资者看来，这无异于一份长期有效的邀请。

2 日内瓦人的应对

日内瓦人做了计算。他们从健康长寿的家庭中挑选五至十岁的女孩，这些家庭往往就是认购者自己的家庭，其中包括 Jean-Louis Pictet 和 Philibert Cramer 的女儿。1774 年以前，被指定人须年满七岁，以确保她们已度过天花致死的风险期；接种疫苗普及之后，最低年龄降至四岁。

挑选只是第一步。由于投资的价值取决于这些生命，必须对其进行持续监测。被指定人须每周到法国驻日内瓦代表处接受检查。候选名单由医生拟定，医生的报酬由合伙人支付，女孩们的医疗费用也由合伙人承担。她们的健康状况会刊登在日内瓦的报纸上。

3 结构设计

单笔年金是一场赌博：一旦被指定人死亡，收入即告终止，本金随之损失。日内瓦人的办法是将约三十笔这样的年金组合成一个资产池，并把收入分割为可交易的份额。若有一名被指定人死亡，资产池损失三十分之一的收入；份额持有人会感受到收入减少，但其本金得以保全。

银行家 Jacob Bouthillier Beaumont 为 1763 年的年金发行设立了第一个辛迪加，并于 1771 年将其完善为 *Syndicat des Trente Demoiselles*（“三十少女辛迪加”）。份额通过一种称为 *billets solidaires* 的票据在全城分销。

以现代术语描述，这笔交易具备了今天与证券化相关联的所有要素：负责挑选资产的发起人、汇集资产的载体、分割为可转让权益的分层安排、服务安排（通过持有授权委托书的代理人在巴黎收取欠款），以及对基础资产表现的持续监测。

4 规模

这绝非奇闻轶事。在 1770 年代和 1780 年代，日内瓦的资产池最多买下单次国家年金发行量的 30%，平均略低于四分之一。1775 年以后，所有以第三人生命为基础的法国终身年金中，约有三分之一由日内瓦持有。1793 年，该城持有此类年金约 1030 万里弗尔，年息为百分之九至十。

其表现令人瞩目。有一个资产池的平均寿命达到 63 岁，远超当时的预期。相应地，单个死亡事件的后果也十分重大：八岁的 Elizabeth Pernette Martin 去世时，超过 20 万里弗尔的收入随之消失。

5 当时的批评

同时代的人并不认为这一结构是中性的。议员 Pierre-Joseph Cambon 后来谴责 1779 年至 1787 年间的借款，称其证明了君主制的无能，并使国家陷于破产。这种批评的依据是财政性的：一个对专门针对它挑选出来的生命支付统一利率的国家，实际上是在补贴挑选者。

道德问题——即一项投资的回报取决于有名有姓的儿童能否存活，而她们的健康每周受到检查并见诸报端——被提出的次数较少。这一结构的辩护者可以指出，正是由于这项投资，被指定人所得到的照料比同龄的大多数儿童都要好。

6 结局

这一架构存在一个无论怎样分散都无法弥补的缺陷：所有现金流都依赖于同一个债务人。三十条生命完美地分散了死亡风险，却对法国王室的信用风险毫无作用。

大革命带来了指券（assignats）：1789 年 12 月首次发行时，它是一种年息百分之五、以收归国有的教会土地作担保的债券，至 1790

日内瓦的三十少女：金融史上第一次证券化

年9月被转为纸币，流通量从4亿里弗尔增至12亿里弗尔。1792年起的战争加速了其贬值。1797年对革命时期债务的合并以及对其中三分之二的注销，摧毁了日内瓦人的持仓。生于日内瓦的Étienne Clavière在1790年参与创设指券，并两度出任公共税收部长。他于1793年6月2日与吉伦特派一同被捕，并于1793年12月8日死于狱中。

7 今天的启示

错误定价终会被发现。一个国家若在为某种工具定价时不考虑决定其特征的价值，就会遭到能够衡量这一特征之人的逆向选择。这是逆向选择最纯粹的历史形态，而它在王室修改条件之前持续运作了将近三十年。

分散化只能应对一种风险。汇集三十条生命可以消除个体死亡风险，却丝毫不触及共同的风险敞口。2008年的教训，即相关联的违约会击溃一个建立在独立性假设之上的结构，对于在1789年正确解读日内瓦资产池的人而言，早已清晰可见。

结构取决于服务安排。日内瓦辛迪加之所以能够运转，是因为其行政机制运转良好：由医生拟定的挑选名单、每周检查、授权委托书、巴黎的收款代理人，以及对被指定人生存状况的公开披露。一个结构的好坏，取决于维持其运转的各项安排。这一命题在每一次关于服务风险的现代讨论中都会再次出现。

伦理问题属于结构设计，而不属于市场营销。如果一种产品的回报取决于可识别个人的生命、健康或不幸，那么是否应当构建这一产品，本身就是设计工作的一部分。把这个问题留给公众去回答，同样是一种会带来相应后果的选择。

仅供一般参考。本文不构成法律或税务意见，不能替代针对个案的专业意见，亦不建立律师与客户关系。本文反映截至2026年9月的法律状况。

在线版本: cn.helveticaregister.com/thirty-maidens-geneva-securitisation