

日內瓦的三十少女：金融史上第一次證券化

Dr Alexander Ressos, TEP

Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),

Solicitor (England & Wales)

1760 年至 1789 年間，日內瓦銀行家搭建了一種投資結構，它滿足現代證券化的全部要素：他們買入現金流，將其彙集成池，再把資產池分割為可交易的份額出售給投資者。這些現金流來自法國的終身年金，而年金的終止取決於兒童的死亡。這段歷史值得研究，一方面是因為其中的每一種機制都在後世反覆出現，另一方面是因為它所引出的倫理問題在當時就已有有人提出。

1 法國王室如何舉債

十八世紀的法國王室依靠多種方式為自身融資：稅收、以現金出售的官職、永久年金（rentes）以及終身年金。終身年金契合一個既想立即獲得資金、又傾向於承擔會自行消滅之債務的國家；它同樣契合那些希望獲得收入、又不願承擔可贖回貸款信用風險的投資者。

大約在 1760 年，王室改行統一利率，無論年金所依附的被保險人年齡如何，一律按同一利率支付。以七十歲老人的生命為基礎的年金，與以七歲兒童的生命為基礎的年金，利率完全相同。從王室的角度看，這是行政上的簡化；而在能夠計算預期壽命的投資者看來，這無異於一份長期有效的邀請。

2 日內瓦人的應對

日內瓦人做了計算。他們從健康長壽的家庭中挑選五至十歲的女孩，這些家庭往往就是認購者自己的家庭，其中包括 Jean-Louis Pictet 和 Philibert Cramer 的女兒。1774 年以前，被指定人須年滿七歲，以確保她們已度過天花致死的風險期；接種疫苗普及之後，最低年齡降至四歲。

挑選只是第一步。由於投資的價值取決於這些生命，必須對其進行持續監測。被指定人須每週到法國駐日內瓦代表處接受檢查。候選名單由醫生擬定，醫生的報酬由合夥人支付，女孩們的醫療費用也由合夥人承擔。她們的健康狀況會刊登在日內瓦的報紙上。

3 結構設計

單筆年金是一場賭博：一旦被指定人死亡，收入即告終止，本金隨之損失。日內瓦人的辦法是將約三十筆這樣的年金組合成一個資產池，並把收入分割為可交易的份額。若有一名被指定人死亡，資產池損失三十分之一的收入；份額持有人會感受到收入減少，但其本金得以保全。

銀行家 Jacob Bouthillier Beaumont 為 1763 年的年金髮行設立了第一個辛迪加，並於 1771 年將其完善為 *Syndicat des Trente Demoiselles*（“三十少女辛迪加”）。份額通過一種稱為 *billets solidaires* 的票據在全城分銷。

以現代術語描述，這筆交易具備了今天與證券化相關聯的所有要素：負責挑選資產的發起人、彙集資產的載體、分割為可轉讓權益的分層安排、服務安排（通過持有授權委託書的代理人在巴黎收取欠款），以及對基礎資產表現的持續監測。

4 規模

這絕非奇聞軼事。在 1770 年代和 1780 年代，日內瓦的資產池最多買下單次國家年金髮行量的 30%，平均略低於四分之一。1775 年以後，所有以第三人生命為基礎的法國終身年金中，約有三分之一由日內瓦持有。1793 年，該城持有此類年金約 1030 萬里弗爾，年息為百分之九至十。

其表現令人矚目。有一個資產池的平均壽命達到 63 歲，遠超當時的預期。相應地，單個死亡事件的後果也十分重大：八歲的 Elizabeth Pernette Martin 去世時，超過 20 萬里弗爾的收入隨之消失。

5 當時的批評

同時代的人並不認為這一結構是中性的。議員 Pierre-Joseph Cambon 後來譴責 1779 年至 1787 年間的借款，稱其證明了君主制的無能，並使國家陷於破產。這種批評的依據是財政性的：一個對專門針對它挑選出來的生命支付統一利率的國家，實際上是在補貼挑選者。

道德問題——即一項投資的回報取決於有名有姓的兒童能否存活，而她們的健康每週受到檢查並見諸報端——被提出的次數較少。這一結構的辯護者可以指出，正是由於這項投資，被指定人所得到的照料比同齡的大多數兒童都要好。

6 結局

這一架構存在一個無論怎樣分散都無法彌補的缺陷：所有現金流都依賴於同一個債務人。三十條生命完美地分散了死亡風險，卻對法國王室的信用風險毫無作用。

大革命帶來了指券（assignats）：1789 年 12 月首次發行時，它是一種年息百分之五、以收歸國有的教會土地作擔保的債券，至 1790

年9月被轉為紙幣，流通量從4億里弗爾增至12億里弗爾。1792年起的戰爭加速了其貶值。1797年對革命時期債務的合併以及對其中三分之二的註銷，摧毀了日內瓦人的持倉。生於日內瓦的Étienne Clavière在1790年參與創設指券，並兩度出任公共稅收部長。他於1793年6月2日與吉倫特派一同被捕，並於1793年12月8日死於獄中。

7 今天的啟示

錯誤定價終會被發現。一個國家若在為某種工具定價時不考慮決定其價值的特徵，就會遭到能夠衡量這一特徵之人的逆向選擇。這是逆向選擇最純粹的歷史形態，而它在王室修改條件之前持續運作了將近三十年。

分散化只能應對一種風險。彙集三十條生命可以消除個體死亡風險，卻絲毫不觸及共同的風險敞口。2008年的教訓，即相關聯的違約會擊潰一個建立在獨立性假設之上的結構，對於在1789年正確解讀日內瓦資產池的人而言，早已清晰可見。

結構取決於服務安排。日內瓦辛迪加之所以能夠運轉，是因為其行政機制運轉良好：由醫生擬定的挑選名單、每週檢查、授權委託書、巴黎的收款代理人，以及對被指定人生存狀況的公開披露。一個結構的好壞，取決於維持其運轉的各項安排。這一命題在每一次關於服務風險的現代討論中都會再次出現。

倫理問題屬於結構設計，而不屬於市場營銷。如果一種產品的回報取決於可識別個人的生命、健康或不幸，那麼是否應當構建這一產品，本身就是設計工作的一部分。把這個問題留給公眾去回答，同樣是一種會帶來相應後果的選擇。

僅供一般參考。本文不構成法律或稅務意見，不能取代針對個別情況的專業意見，亦不建立律師與客戶關係。本文反映截至2026年9月的法律狀況。

網上版本：hk.helveticaregister.com/thirty-maidens-geneva-securitisation