

## 信托制度与金融化

[美]布鲁克·哈林顿\* 汪其昌\*\*译

**编者按:**信托法律制度是一种财产权利、一种法律关系,更在全球财富管理活动中成为资本积累、要素流动与金融创新的一种重要工具和载体。随着我国金融制度性开放日益深入,认可信托关系是现代金融体系的基础法律制度,可以更好地与国际通行规则相接轨,并益于我国资本市场更好地解决上市公司“关键少数”及金融中介机构权责分配等现实问题。

---

\* 哈佛大学博士,美国达特茅斯学院社会学教授,主要研究市场的社会基础,包括:(1)经济社会学:金融市场和离岸银行;(2)阶层社会学:与不平等相关的财富与税收;(3)职业社会学:精英和专业人士;(4)政治社会学:不同国家税收天堂的法律与金融生态系统;(5)组织社会学:家族企业,不同群体与多样性。她最近十多年的研究聚焦于离岸金融。她的文章都发在顶流学术刊物上,如《人类关系、社会经济评论》《社会心理学季刊》等,她 2016 年出版的《无国界资本》(*Capital without Borders*)获美国社会学杰出图书奖,本文载入菲利普·马德、丹尼尔·默滕斯和纳塔斯卡·范·德兹万主编的《劳特利奇国际金融化手册》,劳特利奇出版社 2020 年版,第 276 ~287 页 [Philip Mader, Daniel Mertens and Natascha van der Zwan (editor), *The Routledge International Handbook of Financialization*, Routledge, 2020]。

\*\* 上海对外经贸大学副教授。

**摘要:**信托制度(trusts)是一种与金融全球化扩散相连的法律构造。虽然信托制度虽起源于中世纪的英国,但在当代金融中获得了新的意义。在公司结构融资中,信托制度成为常用工具,另外为高净值人士作为财产规划和资产保护装置发挥传统功能。本文从三个方面具体讨论信托结构促进金融全球化:赋予全球经济中的投资食利者(rentier-investor)以特权,绵延英美金融模式,日益提高相对民族国家的金融自主权。本研究拓展了克里普纳关于金融化的研究:比较信托制度与知名公司融资活动,阐明私人资本如何参与金融化经济中的公司财富创造。

**关键词:**金融化 财富 精英 金融服务

“信托被用来努力逃避资本主义不断加深和反复出现的危机。中上层阶级一直常用信托,但现在才羞羞答答承认无法解决资本主义的矛盾。”(Franklin,1933)

## 一、导论

正如金融化一直被认为是回应资本主义反复出现的危机(Arrighi,1994;Krippner,2011),信托也是如此。尽管上述引文是富兰克林在大萧条背景下得出的观察结论,阿瑞吉(Arrighi,1994)跟踪20世纪70年代的世界经济危机得出的观察结论亦如此。两人都指出反复出现的经济危机销蚀财富积累的久存模式(long-standing pattern)。信托作为持有资产的法律构造(legal structure)已被证明是一种有用工具,可保护财富免受这些危机的影响,并允许资本在这些危机中增长(Harrington,2016)。虽然这些在有益于公司的金融化文献中经常被忽视(Krippner,2011),但信托制度还是经常被用来组织构建国际金融(Langbein,1995)和私人财富的制度安排。

信托制度是一种资产持有结构,该结构利于利润最大化,促进金融化国际资本特征的流动性(Krippner,2005)。尽管信托制度起源中世纪的英格兰(Harrington,2012),但它具有罕见独特的“一般性和富有弹

性”(Maitland,1936),使其能够在从封建主义向资本主义转型中幸存下来,增益和适用金融化全球扩散。正如克里普纳(Krippner,2011)所载,曾根基于以制造和销售商品的经济体已经从创造财富转向分配财富:另一位金融化学者称之为“将财富从一只手转移到另一只手”(Mukunda,2014)。在20世纪最后25年,这种转变在美国和其他主要世界经济体中已站稳脚跟(took hold)(Krippner,2005),需要以最小成本和努力在国际上转移财富的工具。信托制度提供了一个现成的法律构造以达此目的(Beaverstock *et al.*,2013)。通过最大限度地减少合规成本和纳税义务,同时保护资产免受税务机关稽查和债权人追索以实现利润最大化,其独有特征允许资本几乎无摩擦全球流动。

因此,信托制度有助于金融相对于国家控制的自主权。对于个人和公司而言,免于纳税和多种形式监管的自由使信托制度成为“资本积累特权之所(privileged site of accumulation)”(Krippner,2005),也成为经济中轻松快速积累资本之方术(a position)。由此,信托制度从其为高净值人士服务的历史用途扩展到应用于公司之间大量国际金融交易(Parkinson,2008)。信托制度构建了债券发行、共同互惠基金、资产证券化等许多其他当代金融资本主义的核心基础制度(pillars)(Langbein,1995)。

通过研究信托制度在私人和企业融资中的作用,本文将论证它们以三种重要方式助益金融化:巩固投资者作为全球经济主角(central figure)的权力;促进英美金融的主导地位;提高民族国家体系中的金融自主权。与克里普纳(Krippner,2005)关于金融化的原创研究一样,本文提供了描述性和概念性的见解(descriptive and conceptual insights),还以两种方式扩展了对金融化的理解:将信托制度与众所周知的公司形式比较,阐明私人资本如何在世界金融体系中参与公司财富创造。二手数据表明,美国人以信托持有的私人资本总计至少达到16万亿美元,美国公司以信托持有的资本更多(Langbein,2004;Wolff,2012;Saez and Zucman,2014)。虽然这些估计是时点性的,但提示了一个值得更多学术关注的现象。

最后,本文对信托制度的研究将遵循阿瑞吉(Arrighi,1994)关于金融化研究的国际视角。私人和公司运用信托制度,通常都在跨国背景

下部署。本文提供的分析将有助于社会科学中对于经济全球化模式的持续论辩,克里普纳(Krippner,2005)将经济全球化模式称为“所有社会科学中最棘手问题之一”。具体而言,“全球化怀疑论者”将其解释为金融体系缺乏协调,于是通过金融对国家权力进行微弱挑战,本文将考察信托制度的国际演变和应用,表明这种解释忽略了不同类型协调的发展:一种不是基于硬法(hard law)和正式制度,而是围绕利用像信托制度及其实践惯例一样展开的组织构造传播。在金融监管方面,没有产生如许多人所预期的合流(Deeg,2012),当代金融对不同国家的法律采取了“分而治之(divide and conquer)”方式,利用差距和冲突(gaps and conflicts)获得发展。这种金融化采取了不同于所预期的差别化形式,部分是由于使用信托构造促进资本流动和获取盈利机会,而不是通过国家主导的协调。通过很大程度上不受监管的资本转移和积累的组织构造,“全球化地方主义(globalized localisms)”(Jensen and Santos,2000)终于(like)将信托制度与国际金融体系联接起来。

## 二、走向信托社会学

本节将描述信托制度的基本概念特征,以及经济社会学和金融化学者特别感兴趣的一些特征。正如耶林(Gerring,2012)曾指出,这项理论研究对知识做出了重要而独特的贡献,尽管它经常被低估。在自然科学中,命名、识别和分类一直被认为对推进研究至关重要。这样的工作对于信托社会学来说尤其必要,因为它们在法律研究之外的学术文献中相对不为人知(例如,Hofri,2015)。如下节所表明,信托制度可能会引起各领域学者的兴趣,包括经济社会学、法社会学和政治经济学。本研究聚焦于将金融化作为研究对象(area),这是所有这些交叉学科研究的领域。

信托制度是一种持有资产的组织构造,可通过如下方式最大限度提高资本流动性和获利,即一位学者称之为“操纵所有权诸方面”的一套“技巧”(tricks)(Moffat,2009)。信托获得这种权力由两个关键特征(defining features)决定:所有权分立(bifurcation of ownership)和独特的

法律地位。当一个人(熟知的受托人)为第三人(受益人)的利益接受他人(委托人)的资产时〔1〕,信托就成立。在这种安排中,资产的普通法所有权(legal ownership)和责任由委托人转让给受托人,但资产的使用和享有归受益人所有。因此,所有权分为两部分:普通法所有权和受益所有权(legal and beneficial ownership)\*。受托人有特定义务,包括作为“受信人(fiduciary)”的要求,即为了受益人的最佳利益(best interests of the beneficiaries)享有和管理信托资产,而不是为了个人利益(Langbein, 1995)〔2〕。

除了分立的所有权(divided ownership)之外,理论上信托的另一个独特方面是其法律上的地位和待遇(status and treatment in law)。与其他资产持有构造不同,例如基金会或公司,信托不是独立的法律实体(separate legal entities)。相反,信托是私人关系(private relationships),被许多国家的法律所承认,不享有其所有权权利的“法律人格”(legal personality)。这就产生了系列结果,如不能像作为法人实体的公司那样被诉或破产。

数世纪以来,信托的法律地位和“作为私人关系的传统”(Stebbins, 2007)是如此独特,以至于与信托相关的争议都没有在世俗民事法庭(law tribunals)审理。相反,他们是由教会法庭(ecclesiastical courts)的宗教领袖裁决的(Outhwaite, 2006)。这是因为,在其历史的大部分时间中,信托被视为受人际道德义务约束(governed by interpersonal moral obligation),该义务以“忠义义务(duty of loyalty)\*\*取代合同条款”(easterbrook and fischel, 1993)。将此理论化产生了实际有效影响,例如,为建立具有约束力的法律关系,通常信托被要求豁

〔1〕 此处的“人”指自然人和法人,如公司。

\* 在普通法系中,权利可按权利性质和救济方式分解,受益人所有权相对于普通法所有权又被称为衡平法所有权。国内通常将普通法所有权直译为法律所有权,不妥。——译者注

〔2〕 已经形成了一套保护信托受益人利益的法律。受托人受法律约束为受益人的最佳利益管理资产,并根据信托成立时规定的指示分配这些资产的收益。禁止受托人不得以任何方式使用资产或从资产中获益。

\*\* 国内普遍把“duty of loyalty”译为“忠实义务”,很不妥,不符合原意,没有体现“义”和“良心”的宗教与人性内容,也与中国传统的“义利”之说不匹配。——译者注

免“对价(consideration)”(付酬)(Langbein,1997)。事实上,数世纪以来,受托人都被禁止接受他们的工作报酬(Hall,1973);相反,他们被期望承担普通法所有权的责任(responsibilities of legal ownership),该责任对其施加“作为[他们]荣誉和良心的负担(as a burden upon the [ir] honor and conscience)”(Sanders,1791)。

在社会学术语中,信托制度受赠与逻辑而非补偿逻辑支配(Zelizer,1996)。法律也承认这一点,信托结构被正式理论化为“赠与和某个时间段的规划方案”(projected on the plane of time)(Rudden,1981)。在此情况下,该赠与由委托人向受益人作出;由于它不是一次性赠与,意欲随时间推移逐次赠与(传统的私人信托可持续存在超过100年),因此转移过程由受托人管理。尽管法律已更改为允许向受托人付酬作为规范,但他们仍然需要通过其受信人责任(fiduciary responsibilities)来制定赠与的逻辑,这涉及纯粹为他人利益行使所有权权利(ownership right)。

伴随赠与经济的持续联系,信托制度嵌入人际关系之中,是与之联系的社会利益和实际功能的关键。例如,在当代社会实践中,信托最受推崇的特征是其被视为合法的私人赠与关系。它们受到非常宽松的监管,并且为各相关方提供了近乎完全的隐私。由于信托不是独立的法律实体,它们的存在没有公开记录;对信托没有对应于公众公司的注册登记。这造成了与资产所有权有关的策略上的模糊性和不确定性(strategic obscurity and uncertainty)。事实上,信托“以严格保密方式隐匿资产”(shroud assets in cast-iron secrecy)(Shaxson,2011),这使很难对与资产相关的任何费用(costs)或法律限制施加责任。这些包括对资产流动的限制,以及偿付债权人的债务、征税或执行法院下令的罚款与和解。因此,一位法律学者提供了以下简单的定义:“信托是一种这样的装置,能够使人享有……所有权的利益,但不受产生于所有权的全部义务和责任之约束”(Scott,1922)。

在当代金融化时代,信托构造被开发利用为全球“空壳游戏”(shell game)的关键组成部分(Fitch,2003)。在该游戏中,律师和金融专业人士精心设计“以一种字面相符但与法律精神相悖的方式”(Moffat,2009)协调资本跨国流动。为了说明这些资本流动的范围,请

考虑培训专业受托人手册中介绍的以下“典型客户”情景：

拟议的委托人[将资产放入信托者]是巴西国民,但一直居住在加拿大达 15 年,他认为加拿大是其永久住所。受托人将是开曼群岛的信托机构,也是专业保护人,位于巴哈马。信托资产旨在包括两家标的公司的股份:一家为委托人的拉丁美洲商业帝国的控股公司,为注册在百慕大的免税豁免公司;另一家是在英属维尔京群岛注册成立的 IBC,组合持有股票和股份。全权受益人(discretionary beneficiaries)[受托人自行决定有权使用信托资产者]由居住在欧洲和南美洲的一类人组成(Parkinson, 2005)。

此例中的信托活动遍布三大洲,超过半打国家。此例提示如何使用信托来促进私人和企业财富,以满足全球化经济中密集资本流动需求。

由于信托没有公开注册,而且很少受到法律控制。较之受到更多高度监管的组织构造,如公司,信托有可能以很低成本全世界大量转移资本。正如一位法律学者最近所说,“与其他相竞争的法律制度相比,信托制度较好地用财产表现‘技巧’,更加强化了法律执行(legal reinforcement)”(Moffat, 2009)。这意味着以信托持有的资产之交易成本和合规成本更少,有益于利润最大化。这也是金融化的另一关键特征(Krippner, 2005, p. 200)。

信托制度组织资产所有权的独特方式使其不仅对于富人有用,对于公司本身也有用(Langbein, 1997)。例如,在全球金融体系中,信托制度的一个共同作用是充当公司股份的容器(container);18 世纪后期始,信托制度一直是构造共同互惠基金组织结构的基础(Reid, 2006)。信托制度也成为公司结构融资的工具,使基础债券发行和资产证券化成为可能(Langbein, 1995)。在全球范围内,“信托,尤其是目的信托,在国际金融交易中发挥着越来越重要的作用”(Parkinson, 2005)。

继耶林(Gerring, 2012)之后,图 1 提供了信托构造的简单类型,以说明它们在公司和私人情境中的主要用途。如图 1 所示,信托有两个主要子类型:私人明示信托,专供个人用于实现财产规划和资产保护等目标;目的信托,其中个人和公司都使用它来实现从慈善事业和家族企业保护到创建复杂的集合投资的目标。特别是离岸目的信托构成了许

多共同基金、债券发行和资产证券化项目的组织基础。

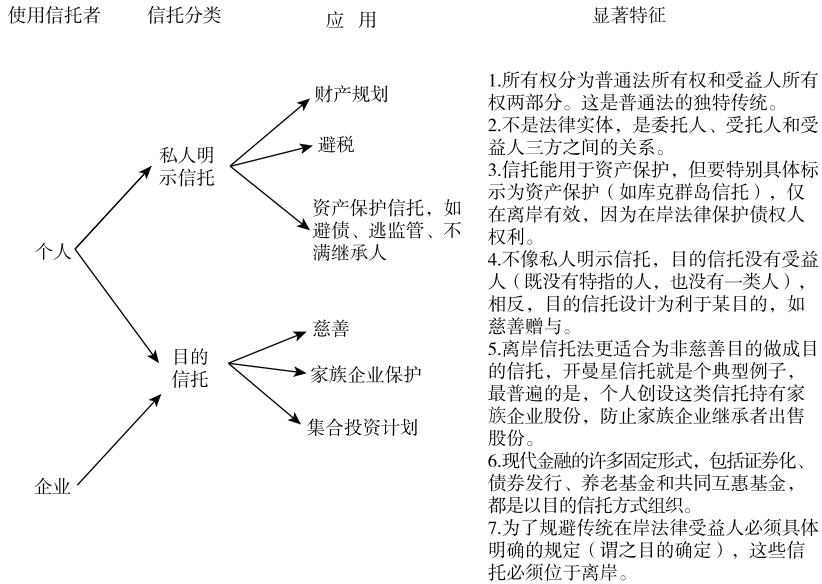


图 1 信托分类

注:这种分类涵盖了实践所用的主要信托形式,但不包括一些应用,诸如公司股东使用的表决权信托、通过信托的私人 and 公司之破产管理。这些特定的应用可能很大改变了常规的信托法律规定(Plank,2000)。典型的在岸资产保护信托通常设立私人明示信托,赋予受托人自由裁量权,大量负债和破产的受益人无权直接享有信托资产,仅享有从信托获得以受托人自由裁量权应有分配的权利。如果债权人打算见机以信托财产偿债,受托人可拒绝分配阻遏该要求。

如图 1 所示,在将信托与金融化联系起来方面,离岸金融中心起着特别重要的作用。许多司法管辖区的法律,如开曼群岛和库克群岛,一直专门为公司和个人量身定制以最大化信托所能提供的金融利益。尤其通过离岸立法,构成信托基础的所有权分离理论持续放大了其经济意义。通过最小化交易成本和合规成本以实现利润最大化,一个常见策略是将资产的普通法所有权授予位于离岸区的受托人,离岸区的税收和监管费用可以忽略不计,甚至不存在。根据国际法,信托资产仅受普通法所有者居住司法管辖区的监管和征税。因此,受托人战略性地将自己立足于能提供最低合规成本和税率的国家。世界各地的司法管



辖区相互竞争提供最具吸引力的制度 (Economist, 2013), 但在历史上英国连同其附属国 (territories) 和前殖民地一直占主导地位。

以这种方式使用信托, 居住在伦敦的俄罗斯人可以在开曼群岛以信托方式持有投资组合价值数百万美元的美国股票中获益, 且无须缴纳税款和利润, 因为他不是资产的普通法所有者。<sup>[3]</sup> 受托人仅是唯一对相关投资组合负有法律义务者, 开曼群岛不对资本利得或收入征税, 因此利润可以畅通无阻地流向在伦敦的受益人所有者。出于同样原因 (所有权分离), 俄罗斯的债权人、法定继承人和离婚配偶都无法触及信托财产 (Parkinson, 2005; Harrington, 2015)。最后, 如果开曼群岛信托受到强加义务 (unwanted obligation) 的威胁, 或者如果在其他地方出现更具吸引力的税收或监管制度, 信托型 (trust form) \* 可以很容易以最低成本将资产从一个司法管辖区转移到另一个司法管辖区。<sup>[4]</sup> 以下部分详细说明社会学家特别感兴趣的这些信托特征。

### (一) 比较信托与公司作为资本积累特权之所

作为积累和增殖资本的工具, 信托制度早于更广为人知的公司组织形式。事实上, 公司形式在 19 世纪中叶广泛使用之前, 许多工商企业在过去的 100 年期间都是通过信托组织的; 这些企业被称为“财产授予契据” (deed of settlement) (Moffat, 2009)。到了 20 世纪, 通过提供有限责任和独立“法人人格”的便利, 公司成为主要商业组织形式, 可以签订合同和获得贷款。但信托仍然保留为集合投资、财产规划和私人资产保护的首选工具 (preferred vehicle)。

在当代金融时代, 对信托施加轻微监管负担一直是其持续吸引人的关键。这些品格使信托成为具有高度适应性的资本转移工具, 尤其是在国际范围内。由于适用于它们的规则很少, 因此信托可以为各种私人 and 商业目的度身定制。相比之下, 由于长期与欺诈和经济危机相

[3] 受益人有义务对从信托获得的分配纳税, 但有许多方法可以使这些分配免税, 例如, 将其标记为受益人的“偿还贷款”。

\* 其他可比组织是公司型、契约型等。——译者注

[4] 这种转移信托所在地的权力必须在信托文件中明确说明, 即列于信托计划文件中。这种权力, 被称为“逃逸条款” (flee clause), 通常包含在当代信托文件中, 特别用于离岸使用。

关联,公司在历史上引起了相当多的监管关注(Chancellor, 1999; Harrington, 2012)。在金融化时代,对公司的监管有所增加,部分原因是此类危机发生频率更高(Krippner, 2011)。但凭借其私人关系的重要地位,信托很大程度上避免了这种监管审查。与公司不同,监管信托不被视为公共利益问题。<sup>[5]</sup>因此,虽然公司“受累于旨在保护债权人和股东的监管性质所限……商业信托继续为交易计划者提供几乎无限设计的灵活性”(Langbein, 1997)。表1比较了两种组织资本的模式。

当然,这些弹性、一般性和设计灵活性的品格只有通过社会行动者(social agents)的干预才能实现,特别是金融和法律专业人士,他们将信托作为日常实践的一部分。这些专业人士承担受托人职责,与客户制定战略,确定哪些资产应以信托方式持有,根据哪些国家的法律创设信托。这指出了一个重要的区别:信托并没有创造金融化。相反,专家发现信托是一种现成工具,可以完成金融化所需的一些任务,例如以最小监管摩擦最大限度地提高资本流动性和利润。利用国家法律体系之间的差距和冲突,信托蓬勃发展,同时制造战略混乱(creating strategic disarray)而不是趋同(Harrington, 2016)。

因此,虽然信托有一些缺点,包括缺乏如公司那样的全球法律承认,但它们在许多方面都是克里普纳所说“资本积累特权之所”(Krippner, 2005)的典型例子。虽然她本人并未详细阐述这一概念,但她和其他人(例如,Labban, 2010)使用它来指代适应盈利而非生产的实体所产生优势。“特权”包括资本累积的便利和速率,这使经济中的某些组织或财务状况(certain structures or positions within the economy)成为可能。

例如,将公司资产转移到信托中可以为公司节省大量交易税赋和监管合规成本,同时也让它们更容易获得新资本。信托允许公司将债务“移出资产负债表”,使公司对投资者和贷方更具吸引力(Bentson, 2006)。这是因为信托在公司与负债(如失败的业务部门)之间创建了

---

[5] 熟悉美国历史的人可能会发现,在19世纪末和20世纪初,许多公共政策都集中在“取缔托拉斯”上。然而,这术语用词不当,因为它实际上是指公司垄断,其中一些公司,如标准石油,使用信托作为其组织构造一部分,尽管有术语,但制定政策当局并不是针对信托本身,而是针对垄断(Dudden, 1957)。

一道隐私“防火墙”(见表1):由于信托是未注册实体,因此无法将公司原始所有者的负债连接起来。对信托用作资本积累特权之所,安然公司为我们提供了一个最近最著名的例子:通过创建两个离岸信托来隐藏其负债,安然公司能够虚增2000年11亿美元的现金流入,隐匿超过33亿美元债务(Batson,2003)。这两者都增强了公司对投资者和贷方的吸引力。这使得这家资金实际大出血(reality hemorrhaging money)的公司却额外募集了38亿美元的资金(Batson,2003)。尽管安然公司倒闭了,但信托所提供的优势继续使它们对企业极具吸引力。许多公司现在经常使用信托作为其组织结构的一部分(Langbein,1997)。

表1 比较公司与信托

项目	公司	信托
主要目的	贸易和商业,股东价值最大化	为受益人最佳利益持有和分配财富
所有权	股东可以买股,也可能有投资损失	分为受益人和受托人,受益人无须付出,但受托人因付出劳动和承担风险获得补偿
法律地位	独立的法律实体(法人);全球承认	不是一个法律实体,但是一个私人契约;仅在普通法域被承认
管理	董事	受托人
税负	收入被征两次税:一次是公司年度层面,被分配给股东时再征	当被分配给受益人时,收入被征税一次;否则免税
资产保护	公司资产能被债权人和诉讼人查封,公司可以破产,股东一无所有	信托财产不能被债权人和诉讼人侵入,信托不破产
隐私	公司必须公开注册登记,披露董事姓名	无须注册登记,有些司法管辖区受托人必须公开记录,但受益人身份保密

续表

项目	公司	信托
合规成本	要求报告(收入、财报、审计等);对流动性和分配的严格限制	几乎没有要求报告和对流动性和分配的限制
易于转移	将公司从一个司法管辖区迁移另一个司法管辖区更加困难和高成本	将信托从一个司法管辖区转移到另一个司法管辖区相对容易且成本较低(“逃逸条款”)

因此,虽然公司形式作为资本积累特权之所受到学术界的大量关注,但使用信托所带来特权并没有得到应有认可。具体而言,在累积经济和政治权力方面,表1中确定的四个因素凸显了信托提供独一无二的优势。第一,信托免于整个层面或领域的征税,公司收入被征税两次:第一次在公司层面,第二次在被分配给股东时,但信托只征收一次,即被分配给受益人时〔6〕(即使这次也可被规避)。第二,除了这种特殊的税收地位之外,以信托形式持有资产还享有一定程度的保护,免于法律判决执行和其他索赔,这是公司所没有的;公司可以破产,但信托不能。第三,由于信托的监管比公司宽松得多,因此它们的合规成本要低得多。这些较低成本可能是富人财富以高于平均水平更快速度增长的一个原因,拥有巨额财富的富人是私人信托的主要使用者。例如,在美国,前1%的财富以每年超过30%的速度增长,超过35年多的全国平均水平(Wolff,2012)。

通过允许以信托方式持有资产更快积累资本,较之以公司结构持有资产较少受到威胁,前述信托的三个因素有助经济发展。除此之外,作为资本积累特权之所,第四个也是最后一个区别使信托比公司具有优势:隐私。虽然公司必须公开注册,并披露其董事和股东的姓名。除极少数国家外,几乎都不要求信托注册登记为实体,受益所有者身份随处可见被视为严密保护的秘密(Conn,2015)。这就提供了经济上和政治上的特权(privileges)。在经济上,隐私增加了法治的自由度:当资产的真实受益所有人无法被识别时,他们就不能被征税或受到监管(Shaxson,

〔6〕 同前注〔3〕。

2011)。在政治上,围绕信托的隐私提供了对公开问责的保护,允许个人通过诸如捐赠政治运动和游说活动等方式积累财富还有权力,所有这些都是匿名的,使用信托结构来保护他们的身份。公司和个人对信托的这种策略性利用的影响将在第3节详细说明。

## (二) 量化信托资产

缺乏对信托的监管和注册登记使得不可能知道全球信托的总数,或者它们所包含的资产价值(Chester,1982;Sharman,2006)。这是与精英研究相关的更一般性问题的一部分:富人几乎完全被排除在公开数据集之外(Kopczuk and Saez,2004)。调查“系统性地低估了富人的代表性,并没有反映超级富豪的资产”(Davies et al.,2008,p.17)。事实上,福布斯400大的成员甚至被明确排除在财富多重抽样调查的数据集中,例如消费者财务调查(Budra,et al.,2002)。为了进一步保护他们的隐私,有些人甚至为被排除在福布斯400大名单之外而付费(Demick 1990; Kolhatkar 2016)。

随着个人以及越来越多的公司对信托的重视程度越来越高,信托提供的保密和宽松监管变得越来越少。在其他金融领域,透明度正在成为常态(Seabrooke,2011);在这方面,信托在很大程度上是一个异数(outlier)。但是,使信托对用户有如此吸引力的相同特征也使它们非常难以研究。除了少数例外,经法律阻蔽后(behind legal barriers),可以让我们量化信托在国际政治经济中重要性的数据得到了谨慎细致保护。

最近对阶层的兴趣揭示了估计信托资产范围和财富不平等来源所需“政治危险”信息是如何被隐蔽的(Pincon and Pincon - Charlot,1998)。例如,专业受托人可能因泄露有关信托资产或受益人的信息而面临民事或刑事处罚。即使他们认为他们管理的信托与非法活动有关,受托人也必须遵守严格的保密法规。这不仅确保向第三方披露客户信息可以在民事法庭上提起诉讼,还使违规专业人士可因刑事犯罪被处以罚款和监禁(Parkinson,2004)。

偶尔完全为人所知(do come to light)关于信托的数据通常有两个来源。第一个是诉讼,诉讼通常会产生公开审判记录,其中可以暴露以信托方式持有财富的规模和结构。例子包括芝加哥的普利兹克家族:受益人提起诉讼,指控受托人不公平地分配信托资产,由此该家族由60家

公司和 2500 个信托持有 150 亿美元财富(Jaffe and Lane,2004)的事实被公之于众。在公司领域,美国证券交易委员会的一项起诉曝光了数十个离岸信托的“迷宫”。这些离岸信托主要位于开曼群岛和马恩岛,被萨姆(Sam)和查尔斯·威利(Charles Wyly)兄弟用来隐藏其家族企业价值 10 亿美元的股票。这种构造使兄弟俩能够规避针对内幕交易的规制,并获得 5.5 亿美元的资本利得和免税(Guinto,2013; Savchuck,2014)。

信托的第二个主要数据来源是盗窃。近年来,发生了几起备受瞩目的案件,这些案件都是离岸银行和其他财富管理公司员工窃取信托受益人数据库并将其出售给政府和记者。这些被窃取的私人账户信息,包括来自列支敦士登、卢森堡和加勒比部分地区的机构(Bowers,2014; Gauthier - Villars and Ball,2010)。最近,一位匿名消息人士泄露了 1150 万份文件,其中包括近 40 年由位于巴拿马的莫萨克·丰塞卡公司(the Panama - based firm Mossack Fonseca)所设立和管理的信托财富(worth of trust)。这些文件揭示了商业领袖、名人和政治家在离岸信托中持有的数十亿美元,这些人士几乎是全球精英名人(a virtual “who’s who” of the global elite)。这包括为俄罗斯总统弗拉基米尔·普京(Vladimir Putin)的利益以离岸信托方式持有的数十亿美元。据反腐败活动家阿列克谢·纳瓦尔尼(Alexei Navalny)称,此次泄密只透露了普京实益所有信托资产的一小部分:“俄罗斯的反应是:‘哈,哈,他们只发现了 20 亿美元?’这是个人开支的零用现金。”(Seddon,2016)普京持有信托基金的进一步证据不太可能证实这些说法。这表明从泄密和诉讼中收集到的信托数据存在问题:它们通常是轶事且不系统,学术研究只能将它们用作例证。

关于信托数据不可获得模式之显著例外来自少数经济学家的辛勤计算。特别是,沃尔夫(Wolff,2012)和祖克曼(Zucman,2015)发现了一些估计部分信息的巧妙方法,这些信息将允许对以信托方式持有资产的范围进行有根据的推测,至少在美国是这样。沃尔夫和祖克曼(Saez and Zucman,2014)最近的研究表明,财富排名前 1% 的美国家庭的私人信托资产平均为 520 万美元;根据沃尔夫(Wolff,2012)估计,接下来 9% 的家庭持有信托资产平均价值为 949,800 美元。将此与西特科夫和尚岑

巴赫(Sitkoff and Schanzenbach, 2005)估计的国内私人信托账户100万美元平均值进行比较,信托资产价值明显上升,特别是在1%层级的家庭中,这与美国最富有家庭财富急剧增长的大趋势相一致,尤其是自2008年金融危机以来(Saez and Zucman, 2014)。

由于前10%的家庭拥有美国90%以上私人信托财富(Wolff, 2012),我们可以使用该组数据粗略估计这些信托所代表的资产价值。将赛斯和祖克曼(Saez and Zucman, 2014)的调查结果与沃尔夫(Wolff, 2012)的调查结果相结合,美国人的私人信托财富似乎刚刚超过16万亿美元<sup>[7]</sup>。这大致相当于美国的GDP,家庭财富与GDP间的关系吻合几十年前的趋势(Piketty and Zucman, 2014)。虽然美国的这个数字是推测性的,但它是目前得到的最好数据,并且似乎与我们掌握的关于更广泛的私人财富参数的其他信息一致。例如,最近的估计表明,美国有46亿美元的私人财富(Boston Consulting Group, 2015);本文提出的计算表明,其中约35%以信托形式持有。

然而,关于信托在全球经济中的地位,至少有两个关键问题没有答案。首先,由沃尔夫提供的估算(Wolff, 2012),还有赛斯和祖克曼(Saez and Zucman, 2014)提出的估算都是美国特有的:没有其他国家的对应数据。这项工作非常处于经济学和金融学研究的前沿。其次,不清楚有多少公司财富以信托形式持有。研究公司使用信托的专家声称这些商业信托的总资产使个人以信托持有的资产相形见绌,约为20:1(Langbein, 2004)。然而,这似乎不太可能,因为这意味着商业信托的总价值至少为32万亿美元,大大超过了对全球公司财富225万亿美元总价值的估计

---

[7] 具体而言,这涉及使用沃尔夫(Wolff, 2012)关于美国前10%的家庭以信托方式持有资产百分比的调查结果,然后将其与赛斯和祖克曼(Saez and Zucman, 2014)对这些前10%家庭总数的估计相结合,以及这些家庭的平均财富,不包括他们的主要住所(这是估计净值的标准)。赛斯和祖克曼与沃尔夫(美国消费者财务调查)使用相同的数据源,但添加了福布斯400大美国最富有家庭调查的数据。众所周知,消费者财务调查未能充分代表美国最富有的家庭(Kennickell, 2009),因此这一额外的数据集能够使赛斯和祖克曼更准确地估计美国最富有的家庭财富。然而,他们的研究结果仍必须与沃尔夫的研究结果相结合,以估计美国人以信托方式持有的私人财富总量,因为只有沃尔夫计算实际以信托方式持有的家庭财富的百分比。虽然赛斯和祖克曼承认信托作为财富来源的重要性,但他们并没有足够详细地划分家庭资产,估算以信托形式持有财富的百分比与其他形式持有财富的百分比相比。

(Lund et al., 2013)。

因此,很难准确量化信托在金融化经济中的重要性。目前可用的最佳数据表明,私人 and 公司以信托持有的财富总额达到数万亿美元,超过了世界上最大经济体的 GDP。在获得更好的数据之前,这项研究必须限制在表明信托在世界经济中所起作用的非定量方法。

### 三、信托制度和金融化

在上一节所提信托理论化的基础上,本文认为这些组织结构以三种重要方式促进了金融化:巩固投资者作为全球经济主角的权力;保持和扩大全球范围内英美金融的特征;提高民族国家的金融自主权。

第一,某种程度上通过各种大规模在法律上和经济上具有可行性的投资,信托制度巩固了投资者的权力。因此,他们首选共同基金、养老基金和其他机构投资作为组织形式。此外,拼凑现有私人信托数据表明其中的绝大多数资产是股票和债券。无论是公司还是个人投资者,均通过使用信托获得独特的盈利机会和保护,而不是利用其他可替代的组织结构(as opposed to alternative structures)。

第二,信托制度与受英美影响深远的金融化方式密不可分(van der Zwan, 2014)。对此,我们看到有两种方式:殖民和法律移植。作为英帝国扩张的一部分,普通法框架被强加给殖民地;信托概念是被移植法律制度要素中最“独特”的要素之一[Maitland, 2011(1909)]。信托仍然作为几乎所有前殖民地现代法律中的遗产保留下来,包括世界主要的避税天堂。甚至在从未成为英国殖民地,也从未采用普通法传统的国家,都日益认可甚至通过立法采用信托制度。这些国家一直被与英美金融方式主导的全球金融体系融合的压力所推动。换句话说,信托制度是英美模式金融化本质特征的表达方式和促进者。

第三,信托制度放松了法律对资产及其所有者的约束。信托制度提供的隐私和它们享有的轻微监管负担允许资产流动在不同司法管辖区之间基本上畅通无阻;所有者(受益人或普通法所有者)可以自由为这些资产“购买”最友好的法律制度。因此,信托制度使金融本身变得具



有超级流动性,从任何特定民族国家的法律约束中享有很大程度自主权。

### (一) 投资者的经济主导地位

金融化的一个决定性特征是将投资者而非生产者置于世界经济的主角(van der Zwan,2014)。通过为投资者提供免受损失和法律约束的特定自由,信托制度成就了这一主角地位。在金融化经济制度下,信托制度不承担与其他组织制度相同程度的风险和责任,投资者的权力最重要表现之一是能够获得投资收益(Sayer,2015)。投资者所享权力越来越大,大到他们可捕捉参与金融市场一切有利因素(尤其是利润)的限度,同时保护他们所积累的财富免受损失、税负和债务的影响。在金融化时代,信托制度已成为“资本积累特权之所”(Krippner,2005),其中特权不仅体现在盈利的容易和速度上,还体现在免除风险和义务上。

2012年米特·罗姆尼(Mitt Romney)竞选总统期间,使用信托从投资中获利而不受法定税负水平的限制引起了广泛关注。当罗姆尼披露他只以13.9%的实际税率缴纳,而不是按法律规定针对其收入水平以39.6%的税率缴纳时,他遭到了公众的谴责。他的收入来源是2.5亿美元的财富,其中绝大部分以金融证券形式存在,分散在从澳大利亚到开曼群岛的7个信托组织结构中,从而其收入获得税收保护(Dwyer,2012)。

罗姆尼的情况是常态而非例外,至少就其信托基金的内容而言:美国家庭中4.3%是以私人信托方式持有资产,其信托资产的绝大部分(88.5%)由股票和债券组成,其余部分是房地产和其他投资(Bricker et al.,2014)。相比之下,其他90%的家庭财富主要是住宅。因此,虽然不到90%的美国家庭持有者用他们的钱来建立他们的房屋净值,这通常是一种缓慢而适度的积累财富方式,但前10%的家庭利用他们的财富通过投资进一步丰富自己的财富。也就是说,拥有信托资产的家庭不仅比其他家庭更富有,而且他们还拥有能够产生收入的财富:美国私人信托的投资每年至少产生97亿美元的收入,这些收入几乎免税(Rosenmerkel,2013)。这种利用信托持有金融投资的做法集中在社会经济领域的精英人士(at the pinnacle of the socioeconomic spectrum):前1%的家庭将其38%的资产置于信托中;接下来9%的家庭将其43%的

资产放在信托中(Wolff,2012)。这表明,只要财富和权力主要累积于投资者(wealth and power accrue primarily to investors),金融化环境中信托的控制力(power of trusts)就会加剧社会经济不平等(cap - gemini, 2014)。

专业投资者都在利用信托制度来巩固他们的组织和经济权力,这确实不仅在个人中如此,在企业界亦如此。在过去的几十年里,大致与金融化兴起同时,相对不受监管监督的自由,信托使其成为诸如债券发行、共同基金、养老基金和对冲基金等大规模投资方面非常有吸引力的工具。虽然所有这些投资都可以通过其他组织结构进行组织,但出于多种原因,信托制度更受青睐,包括降低交易成本和诸如如何偿还债权人等问题上具有灵活性(Moffat,2009)。

因此,较之公司形式的大额投资更好的是,信托允许曾经不可行的大规模投资得以可行,而且这样做能减少监管摩擦。这促进了关键金融领域的发展,例如共同互惠基金业。正如马尔基尔(Malkiel,2013)所指出,截至1980年,美国的共同互惠基金管理资产不到260亿美元;到2010年,共同基金的资产总值增长到3.5万亿美元,增长135倍。伴随多股力量驱动资本涌入,无人告知信托结构是如何使这种增长成为可能,且有利可图。通过降低交易成本,信托制度使集合投资成为一个利润丰厚的金融领域;在组织上,它提供了使数百万美国人能够参与金融市场的工具。新投资者的大量涌入是美国经济金融化的关键一步:可能原来很难买得起少数股票(平均为35美元/每股)者,可以通过共同互惠基金机制突然投资于广泛的行业(Harrington,2008)。于是,信托与“从被动储户向主动投资者的转变”密切相联,投资者又与金融化相关(Beaverstock et al.,2013,p.843)。

在此,促进资产大量流入像共同互惠基金一样的集合投资工具(collective investment vehicles),信托如此成功地促成了金融化,以至于使这些集合投资的管理者能够积累巨大的政治和组织权力。管理集合投资信托的这些“机构受托人”(institutional fiduciaries)现在有能力控制美国大部分公司。这种现象已被贴上“受信资本主义”(fiduciary capitalism)标签(rounds and rounds,2012,p.36)。在此意义上,信托形式已被证明是大型投资池管理者的“资本积累特权之所”(Krippner,

2005)。

当代金融化经济中,构成 2008 年崩溃基础的次贷抵押危机部分显示了信托赋予投资者的权力。信托所受监管相对宽松,便于高风险、高利润的投资。因此,当银行开始寻找新的方式来吸引资本,他们转向信托结构,用它们捆绑抵押贷款和将它们作为转售的投资载体(Langbein, 1995)。数以百万计的个人抵押债务被注入信托,就像注入到砂锅里的配料一样;当时的内容被切成“多份”(tranches)出售给世界各地的投资者。

整个次贷抵押危机所依据的这一方案与所有权分离概念紧密相关(hinged on):虽然信托拥有作为一个整体的所有抵押物,但收取偿还抵押贷款的权利被打包分给作为信托“受益人”的数千名投资者。通过扩宽能投资的个人和实体之范围,这种所有权分离结构极大提高了这些证券的获利潜力(Winnett, 2008)。不幸的是,这种广泛的范围,加上标的证券的风险,事后发现摧毁了世界金融体系:其结果是扩散的损失就像被“被污染食物”传播一样成为“传染源”(Dodd and Mills, 2008)。没有信托,可能不会有次贷危机;因为信托,危机蔓延全球。这加强了信托将投资者置于经济中心地位的能力,尽管是以负面方式。

危机过后,据观察,银行和投资公司设法将其利润私有化,同时将其遭受损失社会化,把参与市场的成本转嫁给纳税人(Kristof, 2011)。鲜为人知的是私人投资者如何通过信托完成这类壮举(accomplished a similar feat)。正如本文开头引言所示,信托已成为经济精英保护金融财富免受资本主义重复发生危机影响的重要工具(Franklin, 1933)。这一观察可以解释 2008 年危机对私人财富的不同影响。

由于信托提供的税收优惠和债权人保护,经济精英实际上能够从危机中受益,巩固他们作为投资者的权力。被富兰克林和其他人(例如, Wolff, 2012)认为是信托主要使用者和受益人的这些最富有家庭,现在比危机前富裕 45%;与此同时,中位数家庭仍未恢复其 2008 年所损失的财富(Bricker et al., 2014; Rugaber, 2014)。这很可能说明这种基本机制(mechanisms underlying)对不同人群造成的冲击不一,包括信托免受债权人和国家所提供的保护。

虽然精英们和其他人一样在危机中亏钱(cap - gemini, 2014),但与

他们的信托资产是绝缘的:从图1中回想一下,私人明示信托(个人使用信托的主要形式)可以保护资产不因偿还债务或税负被没收〔8〕。因此,尽管许多家庭看到他们的房屋被取消赎回权,或者他们的其他资产被债权人主张,但最富有的人通常通过将他们的房屋和家庭财富的其他组成部分以信托形式持有,从而保护财富免受这场灾难的影响(Paik, 1998; Bricker et al., 2014)。他们不但可以保留这些资产,而且可以将其用作补充收入和抵押品的来源,例如出租信托财产(因此实际上成为食利者),或提供其信托资产中的受益权益作为银行贷款的担保。因此,信托为富人创造了一个私人安全网,或许更重要的是提供了获得追加信贷(additional credit)和新投资的手段。

以自己的名义和通过信托(de Willebois et al., 2011)获得资本的多种方式让全球精英有机会在危机后以极低折扣价获得资产。由于以信托方式持有资产的特殊保护,世界上最富有的人可以在其他人都在卖的时候买进。随着复苏期间前期买入的证券和房地产价格上涨,这使他们利润最大化(Irwin, 2014)。因此,尽管大多数美国人拥有的金融证券比2008年之前要少得多,但财富排名前10%的家庭实际上拥有的证券比以前更多,因此比以往任何时候都更富有(Wolff, 2012)。

正如这个例子所表明的,信托为私人和商业用户的财富积累提供了特殊的优势。通过提供特权的获利机会,以及针对风险的特殊保护,它们使投资者能够巩固其权力。这促进了金融化在经济中的拓展。

## (二) 英美金融化方式的全球传播

学术文献一直将金融化描述为“一个显而易见的英美现象”(van der Zwan, 2014; 另见 Deeg and O'Sullivan, 2009)。随着这种现象蔓延全世界,信托已经成为这一现象中不可分割的部分。随着18世纪英国全球殖民和19世纪将普通法传统强加于每个帝国领土,由此搭建了这个舞台。这意味信托随着普通法框架的其余部分渗透到英帝国的每个角落。在当今主要离岸金融中心中仍然可以观察到这种遗产的残余,其中

---

〔8〕 自由裁量信托尤其如此,由于其资产保护特性,也被称为“挥霍信托”。在自由裁量信托中,受益人仅在受托人的自由裁量权下接收资产。因此,如果债权人要求受益人从信托资产中偿还债务,受托人可以简单地拒绝进行分配,从而阻止进入信托基金。因此,受益人可以如实说他们无法用属于信托的资金偿还债务。

大部分是现在或以前属于英国的版图。这些司法管辖区现在是许多信托(尤其是公司金融信托)的注册地,其中大多数法律和信托设计的创新都发生在此(Parkinson,2004)。

世界上许多在岸金融大国,诸如美国和英国前殖民地,都把信托神圣奉为其适用普通法传统的一部分。正如近一个世纪前一位学者在回顾英帝国时所说:

无论普通法渗透到哪里,它都带着年轻妹妹衡平法(Equity),信托机构(apparatus of Trusts)和普通法所有权与衡平法所有权的区分都影从衡平法……只做一件事:获得司法裁判权(capitulate)(Lee,1915)。

也许更令人惊讶的是,信托进入普通法司法管辖区以外的法律体系中。例如,虽然欧洲民法系制度直到最近才正式承认信托的有效性(见下文),长期以来它们一直事实上认可:“英国信托在任何地方都像布谷鸟一样在民法巢穴中种下了自己,正如你会同意的,这是引人注目的情况。”(Amos,1937)<sup>[9]</sup>令其“引人注目”的原因是大陆民法系不承认信托所有权分离的概念,这一概念是信托赖以存在的基础。

当考虑到信托起源于中世纪时,信托的传播和持久情况变得更加引人注目(Harrington,2012a)。在此期间,许多地主离开英格兰参加一次军事行动时,遗嘱不被认为是转让财产的有效手段,贵族在圣地期间冒着失去地产的风险。由于妇女和未成年人不能拥有财产,成年男性地主的缺席或死亡使庄园容易被篡夺。即使地主留下了一个成年男性继承人,对国王来说遗产转让税可能严重受损。

通过允许原始土地所有者将其财产的所有权转让给可信赖的朋友或亲戚,即受托人,信托立即解决了所有这些问题。原土地所有者或其家人继续作为受益人占用该财产,但通过在委托人还活着的情况下进行转让,无须缴税。如果原地主死于上述军事行动,财产仍然可以免税转

---

[9] 杜鹃在其他鸟类的巢穴中产卵,杜鹃的幼鸟与其他鸟类自己的幼鸟一起长大。根据结构的多功能性和有效性,勒波勒(Lepaulle,1927)解释了普通法信托在欧洲大陆实践中的传播;信托现在已经遍及普通法国家社会机构的所有领域。它们就像那些在巴黎林荫大道上被小贩出售的同时治疗牙痛、脚踝扭伤和秃顶的非凡药物;他们同样很好地解决了家庭问题、商业困难、宗教和慈善问题。令持怀疑态度的平民感到惊讶的是,他们真的解决了这些问题!

让给他的成年男性继承人,因为受托人和产权持有人还活着。如果没有成年继承人,只要原主人的妻子和未成年子女活着,受托人就为了他们的利益以信托方式持有财产。虽然偶尔有受托人为了自己的利益私吞土地的欺诈事件,但该制度基本运作良好,因为它依赖于紧密团结的土地贵族群体之间的社会封闭(Marcus, 1983; Harrington, 2012)。信托几乎是贵族阶层致力于针对规避税收和继承法的团结一致行为,这对耗散王朝财富构成威胁(trusts were taken up almost as an act of class solidarity against tax and inheritance laws that threatened to dissipate dynastic fortunes)。

随着从封建主义向资本主义的转变,土地财富越来越多地被金融资产所取代;在这种情况下,信托为精英提供了一种控制手段。该手段不易通过契约或公司来复制。信托经久不衰的关键在于其设计的灵活性,使其能够跟上资本主义本身变化的步伐:

虽然封建法律不再需要规避,但信托却因为它改变了功能而得以延续。信托不再是自由保有土地的转让工具,取而代之的是成为持有金融资产的管理工具(Langbein, 1995)。

没有用公司结构取代信托,而是公司自己开始使用信托作为结构融资的支柱(Parkinson, 2005)。信托的传播创造了一个为个人和公司有效转移资本的制度,实现了英国在18世纪和19世纪开始的全球金融协调方案。该资本转移制度不是由国家主导的协调,就像英美信托制度一样,是与“全球化的地方主义(globalized localisms)”联系在一起(Jensen and Santos, 2000)。

尤其值得注意的是,在过去的几十年里恰逢金融化兴起,信托制度已被从未属于大英帝国的国家正式承认甚至采纳为法律。这表明信托制度被认为是英美传统普通法中“最独特的成就”[Maitland, 2011 (1909)],也可能是英美金融化制度世界范围内传播的一个因素。未整体采用普通法制度的国家之所以采用信托,是因为一直受到私人资本和公司资本流动的压力推动所致。这些资本越来越不考虑国界,寻求“新的全球积累回路”(Robinson, 2001),需要信托结构以最小监管摩擦实现最大化流动性。正如一名法律学者在金融化时代早期所观察,“随着资本和人员流动性的增加,发现越来越多的信托资产、受益人和受托人在

非信托国家中出现(例如,法律制度不承认信托概念的国家)”(Hayton, 1987)。因此,除了通过殖民主义传播信托外,就是英格兰之外的国家通过采用普通法框架吸收信托法的结果。这是促成信托传播的第二个因素:私人和公司寻求全球资本流动的巨大力量。

几个关键事件发展导致了全球信托制度传播。首先是通过了1985年《关于信托适用和承认的海牙公约》。该公约发生在金融化早期阶段,可能在其全球传播中发挥了作用。该公约的签署方包括许多从未成为大英帝国一部分的国家,诸如意大利、法国、卢森堡和荷兰。他们的签署代表了金融化全球传播迈出了重要一步。民法法系国家首次正式承认普通法地域创建信托的有效性和可执行性,这并不意味着签署国将信托融入其法律制度,但此举确实承认了这些国家的居民有从信托资产中受益的权利,以及将这些民法法系国家的财产置于信托中的权利。后一项举措是提供金融化资本流动性特征的关键步骤,因为它允许位于受民法法系管辖国家的资产能在普通法域以信托方式合法拥有。这一举动受到了国际金融家的欢迎,例如,前尤科斯石油公司董事长米哈伊尔·霍多尔科夫斯基(Mikhail Khodorkovsky),为免受普京政府的侵占,他试图通过将大部分股份置于根西岛信托基金中拯救他的公司。不幸的是,民法法系的俄罗斯不是海牙公约的签署国,霍多尔科夫斯基的举动并不成功(Sixsmith, 2010)。

然而,俄罗斯的两个邻国(日本和中国),通过将信托直接纳入其国家法律体系,成功地进入了全球金融体系。中国在当代金融化历史上相对较早地开始了这项努力:立法者1993年开始起草第一部信托法,其明确目标是使该国成为现代全球金融的成功竞争者。正如一项研究指出,“立法者希望信托法能够……使中国的金融基础设施现代化,并为……私人投资的进一步发展提供平台,如证券投资基金、职业养老基金、集合投资信托等”(Lee, 2009)。2001年《信托法》的最终通过对中国经济的金融化起了重要作用:促进了国有企业的私有化和信托基金的成立,中国崛起成为外国投资最有吸引力的全球中心之一。

在日本,2000年通过的《投资信托法》使大陆法系国家的金融化取得了巨大成功。除其他外,它通过房地产投资信托基金为房地产开发创造了巨大的国际和国内市场。该市场部门的价值呈爆炸式增长:资产超

过 1020 亿美元,是世界上最成功的房地产市场之一(association for real estate securities,2013)。这种将信托用于商业目的是日本政府利用金融化克服国家经济危机战略的关键:“日本一直致力于将自己转变为投资导向型社会。在这方面日本房地产投资信托基金(J-REITs)做出了重大贡献”(Tamura,2012)。与其他房地产开发方式相比,通过为开发商和投资者提供实际更大盈利机会,房地产信托在金融化中发挥作用。例如,它们为开发商提供了一种以较低成本筹集资金的方式(包括利息费用和合规成本),而不是通过银行贷款,并以比债券实际更高的收益率奖励投资者(Fuchita and Litan,2007)。紧随其后,2014年5月中国创建了第一只房地产投资信托基金(Ang,2014)。

尽管信托已在全球范围内传播,远远超出了大英帝国的范围,但英国及其领地国仍保持其作为信托活动中心的首要地位。尽管大多数新财富是在欧洲和北美以外产生的,但其中大部分会在某个时候返回到那些传统的信托活动中心(White,2014)。这是出于对稳定的追求:“东欧、中东、北非和俄罗斯都是政治不稳定或高流动性的地区……因此它们是财富管理的关键市场。服务……无论我们谈论哪个市场,总是不变地与伦敦有联系”(Marr,2014)。换句话说,世界上大部分财富在任何时候通过伦敦可以从财富管理服务中受益,其中信托的创建和管理发挥着重要作用。

这是信托在全球范围内传播英美金融模式(Anglo-American model of finance)的第三种方式:通过英国在信托服务市场上的持续主导地位,来自世界各地的资本全被吸引到伦敦。《经济学人》将其描述为“提供信托服务的司法管辖区之间激烈竞争的市场”(bitterly competitive market)(2013年),对每个地区的信托数量和管理资产的范围通常秘而不宣(typically kept under wraps),部分是为了避免给他们自己和他们的客户带来不受欢迎的审查。已认识到的一些现象表明,外国人在英国的信托至少持有 100 亿美元房地产投资,包括为他们的个人财富寻求避风港(a safe haven)的俄罗斯人和中东人,他们在伦敦拥有价值数百万美元的房地产(Leigh et al.,2012)。

在这场主导信托业务的国际竞争中,英国的领先地位被公开讨论为国家战略。例如,前英国财政部长报告了与他的卢森堡同行(一位信托



服务行业的长期竞争对手)的谈话,承认“我们所有的银行家和[卢森堡的]金融律师说,如果你真的,真的想藏钱,去到伦敦设立信托”(MacShane,2009)。从这个意义上说,信托对推动英国经济的金融化起到了重要作用,以及通过三种机制传播英美金融模式:殖民主义,未受英国殖民影响的国家承认和接受信托,最后是在信托服务的国际竞争中受英国伦敦城绝对主导。

### (三) 民族国家的金融自主权

正如范·德尔·兹万(van der Zwan,2014)所观察到的,金融化特征部分由越来越独立于民族国家的政治经济所赋予。正如上一节所提示,数世纪以来,信托一直被富有的精英作为服务自己的工具,该工具用于保护其资产免受来自税收和其他国家权力行使的侵害(protect their assets from taxation and other exercises of state authority)。如果国家权力以其有效征税能力构成(Goldstone,1991;Li,2002),那么信托一直对这种权力构成重大威胁。

当代金融化的新事物是用信托结构来完全超越民族国家制度。这通过两个关键机制发挥作用:强化围绕信托的“保密措施”(shroud of secrecy)(Shaxson,2011,p.42),以及为信托及其所包含资本创造超级流动性(Beaverstock et al.,2004)。通过这两个机制,信托已被用于推进比避税更雄心勃勃的议事清单(agenda)(Harrington,2015,2016)。实际上,它们使金融从业者和资本能够逃离“主权国家牢笼”(Palan,2002)。

由于私人 and 商业信托中包含的大部分资产都是金融资产(Parkinson,2005;Bricker et al.,2014),利用自由裁量信托扩张,有效地将金融领域置于国家法律机构影响之外(beyond the reach of the state's legal apparatus),还有选择地利用不同国家法律制度之间的冲突和差异来实现他们所有人的自主权。信托实践的这种发展提供了“摆脱民主约束的自由”(Monbiot,2012),并有助于金融从臣服于国家权威中日渐独立出来(detachment of finance from subjugation to state authority)。

在金融化兴起的同时,20世纪末期“经历了旨在使信托无法识别受益所有人的自由裁量信托鼎盛期,以便没有人会对这些资产征税,也没有人的债权人能够收回他们的债务”(Hofri,2015)。这些结构也被称为资产保护信托,使信托或其受益人难以(即使不是不可能)受国家管辖

权约束:即对债权人、继承人和诉讼人履行纳税义务或责任。明确设计旨在阻止此类义务的信托由库克群岛开创,该岛属于1989年《国际信托法》中规定的南太平洋偏远管辖区。除其他外,该法案规定,库克群岛信托持有的资产不受外国法院任何判决的拘束,也不能用于惩罚性赔偿或偿还债权人款项。实际上,这将此类信托置于“法治之外”(Wayne, 2013)。

这些信托设计不仅旨在避税,而且通常用于规避法律(law)。事实证明,这是为企业和富人提供不受国家权力影响的自由而非常成功(且利润丰厚)的部署(strategy)。著名的案例包括西班牙的蒂森-博内米萨卡门男爵夫人(Baroness Carmen Thyssen - Bornemizsa)的价值数十亿美元私人艺术收藏品,其通过库克群岛和其他司法管辖区的信托拥有(Kandell, 2002; Cabra and Hudson, 2013);还有一个案例,是已故的法国埃利·德·罗斯柴尔德男爵(Baron Elie de Rothschild of France)创建了一个人际网络,仅在1996年至2003年间,该网络在库克群岛就有20多个信托基金。库克群岛在美国人中特别受欢迎,例如巴尔的摩的科迪什房地产王朝(the Cordish real estate dynasty of Baltimore)(库克群岛信托资产达1.16亿美元)和耻辱交易员马克·里奇(Marc Rich)的前妻丹尼斯·里奇(Denise Rich):她的库克群岛信托包含1亿美元的资产,资产包括她的157码游艇、她的利尔喷射机(Learjet)和她的瑞士银行账户。

这种受欢迎程度部分源于该司法管辖区阻碍(stonewall)其他国家法律机构(legal authority)的不间断记录。迄今为止,尽管包括美国政府在内的其他大国进行了不懈尝试,任何试图击败库克群岛信托的努力一直没有不失败的。同时,6家注册库克群岛的信托公司产生的收入占该岛3亿美元GDP中的8%,排在旅游业之后和渔业之前(Wayne, 2013)。至少有25个其他国家效仿库克岛制定自己的资产保护信托立法,竞争这些信托收费的份额。

正如这个例子所表明的,与信托有关的法律主要用于保护信托的结构及其受益人。相比之下,很少有法律(如果有的话)可以保护公共利益免受使用信托的影响,即使是防止它们被用于方便洗钱和腐败(Hofri, 2015)。正如最近一项关于国际金融犯罪研究得出的结论,“信托……证明对调查、起诉(或民事判决)和资产追回造成如此难以逾越

的障碍,以至于它们很少在调查中不被优先考虑”(de Willebois et al., 2011)。

信托提供的流动性是创造金融活动自主权的另一个关键因素。信托促进了阿瑞吉(Arrighi, 1994, p. 2)所说的“自1970年以来的趋势……是资本趋向更大跨地域流动性”。20世纪60年代,这种流动性为许多国家放松货币管制所触发,随后税收急剧增加(Genschel, 2005)。这些发展刺激金融(a motive for finance)提高民族国家的自主权,信托提供了实现此目标的工具手段(means)。

信托制度日益被全球认可(见本文3.2节)使资本能够快捷跨境流动。这一点至关重要,因为“在一个不仅是资本主义而且金融化的经济体中……资本必须尽可能流动”(Sayer, 2015)。以信托持有资产无须受任何特定司法管辖的拘束,相反,受托人可以在“全球‘法律市场’”“逛购(shop around)”(Frankel, 1998),寻求最适合他们利益的法律和金融制度。这以“逃逸条款”形式内置于许多信托中,每当他们受到法律诉讼威胁时,该条款允许信托及其资产自动从一个司法管辖区转移到另一个司法管辖区(Pusceddu, 2014)。这表示虽然法律可能有一条长臂,但信托很容易从其指间溜走。因此,资产保护信托的现代实例化是“一种创新,即使不是完全逃避,也是允许参与者把中央集权国家法律减至最低限度,从而寻找到其他更适宜信托存在的法律体系”(Quack, 2007)。

例如,卡门·蒂森—博内米萨(Carmen Thyssen - Bornemisza)将她的艺术收藏品信托保存在库克岛和其他地方。她将自己的作品移动进行跨国展览或销售时,信托结构为其提供了“最大灵活性”(Cabra and Hudson, 2013)。通常,她拥有的作品包括梵高和马奈的画作将受到严格的法律控制,限制其流动;这种水准的艺术品通常不仅被视为私有财产,而且是一个国家遗产的一部分,受联合国教科文组织1970年《关于禁止和防止非法进出口文化财产及非法转让其所有权的公约》管辖(UNESCO Convention of 1970)(Weber, 2006)。将艺术收藏品放入信托避免了蒂森—博内米萨的律师所说的这些国家法律限制的“噩梦”;“这很方便”,他说“你有更多的自由来移动这些资产,而不仅仅是买卖,而且可以传播”(Cabra and Hudson, 2013)。通过增加她财富的流动性,信托结构也最大化了蒂森—博内米萨的获利机会:让她可以将作品卖给世

界任何地方出价最高者。

相对于法律,日益增加的资本自主权似乎意味着“民族国家干预资本积累过程的能力不断下降……反映了跨国资本获得超越民族国家的新发现权力”(Robinson, 2001)。本文拓展了这一洞见:详述信托是资本跨国流动和金融化全球扩张的一种手段。除其他外,只有在他们方便的时候,信托才能允许金融参与者关注国界和国内法律。富人和企业实体都确实如此。正如美国国会委员会在其关于安然的报告中所说,利用信托的公司允许公司将“法规(regulation)视为一条单行道(a one-way street),当法规支持所期望回报机会时[例如,获利机会],法规应当被信赖;当法规与这种立场相反时,法规应当被置之不理”(US Congress, 2003)。

最后,那些淡化全球金融兴起的人,经常指出国家之间缺乏适当的制度协调,或者如克里普纳用外交辞令所说“国际经济一体化的程度相当有限”(2005年)。但是,利用这个支离破碎的系统可能对金融化不断增长的权力至关重要。这表明那些怀疑全球金融相对于国家权力的优势的人(克里普纳称他们为“全球化怀疑论者”)可能正在寻找“新世界秩序”的错误所在。它没有采取国际化的“超级国家”形式管理全球金融,而是采取一套惯例,例如私人和企业使用信托制度,以利用旧威斯特伐利亚秩序的分歧并繁荣发展壮大。

#### 四、讨论

信托提供了一种法律结构,使金融化得以传播和巩固全球权力。由于其“巨大的弹性和一般性”(Maitland, 1936),这种信托比在中世纪产生它的原始条件更持久。几个世纪以来,信托的实际用途不断发展,以满足资本主义不断变化的需求。事实上,布罗代尔(Braudel)曾经对资本主义所作观察,由于“无限灵活性、变化和适应的能力(adaptation)”(1982年),资本主义才得以持续存在。可以说,这同样适用于信托结构。从最初作为持有土地财富所有权的工具发展成为积极投资证券的工具,使信托成为当代资产保护和结构化金融的中流砥柱(Langbein,

1995)。

然而,700 多年来,信托制度的一个显著特征一直没有变:所有权分离的概念。将利益与享有财产的责任相分离的概念使信托的许多法律“技巧”成为可能(Moffat,2009)。这也提供了一个现成工具来服务于金融化的利益:当资本流动性上升时(Arrighi,1994),信托就促进几乎无摩擦的国际资产转移;当寻求新的利润最大化来源时(Krippner,2011),信托提供了一种独特方式削减税负和监管合规成本。信托并没有创造金融化,而是与之相吻合,加速金融全球化现象的扩散。

信托通过三种方式实现了这一目标:通过促进投资者的经济主角地位;通过维护和增益英美金融传统的标志性特征(by representing and facilitating the imprint of the Anglo - American tradition on finance);通过为金融行为者和从民族国家体系中所获资产提供更大自主权。如前几节所述,这些结果源于国际法和信托结构本身的一系列迭代修正(modifications),以应对日益金融化的经济体之需求。20 世纪 70 年代后期,金融化兴起后不久,这些修正就开始了,一直延续到今天。

最近的发展涉及立法,允许信托将公司许多最具吸引力的特征作为一种法律结构。这种新改进版的信托可以进一步推进金融化,特别是在利润最大化方面。在此方面,有两个特别重要的变化:受托人有限责任的增长,以及取消对信托持续期限的传统时间限制(称为反永续规则(the rule against perpetuities))。

传统上,受托人对信托资产的处理方式一直受到严格限制。法律强调资产保护高于增长,对因以信托持有财富所受任何损失要求受托人承担个人责任(Langbein,1997)。这阻碍了逐利行为,并使受托人“经济上独善其身”(Hall,1973)。一些司法管辖区责任规则的变化越来越多地赋予受托人为公司高管所享有的有限责任保护,从而使受托人能够从事更多高风险—高利润的投资(Hofri,2015)。

尽管方式不同,废除反永续规则也有利于信托的利润最大化:扩大信托相对于公司享有的特殊税收保护。从历史上看,信托相对于公司的一个主要缺点是,虽然公司可以永续存在(至少在理论上),但信托必须在成立后大约一个世纪解散。自 20 世纪 80 年代开始,一些司法管辖区开始取消对信托的存续时间限制,在不受税务机关或债权人“干预”的

情况下,允许信托所包含的财富永远增长(Hofri,2015)。事实证明,信托借用(appropriation)公司特征对于公司和富有的个人极具吸引力:1997年至2003年期间,在美国,“利用废除反永续规则的有利机会,大约1000亿美元的信托基金已经流动到[司法管辖区]”;这6年间,每个废除该规则的司法管辖区所管理的信托资产都增加了20%(Sitkoff and Schanzenbach,2005)。

正如这些最近事态发展所表明的那样,信托不仅促进了金融化的扩散,而且为金融化所改变。最近的一份法律文本指出,“我们今天所知道的信托是几个世纪演化的产物”(Rounds and Rounds,2012)。自金融化开始以来的几十年里,演化节奏明显加速。经过几个世纪缓慢适应后,信托经历了前所未有的的一系列修正回应金融化经济的需求(Hofri,2015)。

这一过程中的一些关键事件已在正文中进行了讨论,其他几个值得一提的关键事件如表2所示,便于了解过去几十年这种演变的连续性。时间表从通过《海牙信托公约》开始,这引发了民法法系国家对信托的正式法律承认的传播。这包括世界上两个最大的民法法系国家中国和日本最终通过了信托立法,该立法成为这些民法法系国家政策制定者促进金融化所做明确努力的一部分(见第3.2节)。与此同时,在普通法领域中,一系列创新提升了信托法的灵活性,赋予信托额外的资本积累特权之所:这包括新的税收豁免和取消在岸存续期限限制,以及额外的资产保护和离岸隐私保护。

表2 金融化背景下信托制度演化的重大事件

年份	事件	影响
1985	《海牙信托公约》签署	如第3.2节所述,这极大地扩大了民法国家对信托结构的正式认可和接受
1896	美国政府给予私营信托特别免税	因为股票、债券和其他证券的私人所有权增长,立法者改变了税法,使信托成为一种更具吸引力的结构来持有财富(Sitkoff and Schanzenbach,2005)

续表

年份	事件	影响
1989	《库克群岛资产保护信托法》	如第 3.3 节所述,为信托提供法律保护的创新加速了金融独立于国家的自主权。事实证明,这一举措非常有效且有利可图,以至于其他 25 个司法管辖区也通过了类似的法律
1993	中国开始起草信托法	如第 3.2 节所述,中国立法者将此视为国家金融体系现代化的重要一步。该法最终于 2001 年通过,也是中国经济金融化的重要力量,极大地拓宽了私人投资和获利的机会
1995	拉华州废除反永续规则	这开启了信托在保留信托自身独特优势的同时具有许多公司最吸引人的特征的进程。事实证明,该规则的废除如此受欢迎,以至于美国其他大多数州也纷纷效仿
1997	创立《开曼特别信托替代制度法》(STAR)	《开曼群岛的特殊信托替代制度(STAR)法》消除了对信托有受益人的需要。在吸收公司组织结构协调方面又进一步,使信托用于商业投资更便利。特别是,这一举措对于对冲基金业发展并吸引更广泛的国际投资基础发挥重要作用(Strachman,2008)
2000	《日本投资法信托》	如第 3.2 节所述,这个大陆法系国家采用信托结构使日本房地产市场金融化,并创造了数十亿美元的投资产业
2003	创立《英属维尔京群岛特别信托法》(VISTA)	通过免除受托人监管公司的责任,该法律使信托更容易拥有公司。这使 VISTA 信托在安排债券发行时特别受欢迎(Duckworth,2007)

正如这个时间表所表明的那样,信托例证了“全球化的地方主义”的概念(Jensen and Santos,2000)。中世纪的英国地主见证经历了异乎寻常的时代和系列特殊境遇,信托幸存下来了,围绕全球化,信托又经历了一系列适应变化。近几十年来,在日益金融化的压力下,这一过程加速了,将信托变成了实现利润最大化和资本流动性的最强大工具之一。对于公司和富有的个人来说,信托都发挥着全球范围内“润滑……资本市场”的核心作用(Rounds and Rounds,2012)。

## 五、结论

本文将信托制度确定为全球金融化扩张的关键战略工具。本文认为,信托有三种方式一直与金融化的传播联系在一起:将食利—投资者置于全球经济的主角地位;促进英美传统在全球金融领域占主导地位;增强相对于民族国家的金融自主权。此外,本研究从两个方面扩展了克里普纳的工作:阐释私人资本如何密切参与该系统,主张信托应与公司一起被视为金融化经济中的“资本积累特权之所”(Krippner,2005)。

与公司不同,信托是私人契约安排。因此,它们无须公开注册,也无须如公司那样承担被施加的大部分监管负担。信托的隐私是学者学术研究兴趣的关键,也是企业和高净值人士对信托有实际吸引力的关键。在以不断加强市场监管为特征的政治经济体中(Seabrooke,2011),信托栖居于(inhabit)一个抵制透明度和监管的独特空间。在学术文献中,尽管它们一直被广泛忽视,但信托在保密性、灵活性、利润最大化方面提供了不同寻常的优势,便利国际流动性。通过类型化和与更知名的公司结构比较,图1和表1总结了信托的具体特点。信托的特点,尤其是所有权分离模式,已经帮助信托持续数世纪成为公司结构融资、财产规划和高净值人士资产保护的基础。

作为食利者阶层的一项特权,信托有助于经济体中投资者的重要性日益增加。最初的封建地主食利者用信托规避对国王的纳税义务,巩固他们对抗国家权威的经济权力(Harrington,2012)。当代资本主义的投资食利者使用信托服务于类似的目的,同时保护他们的财富免受金融市场的风险。在现代用途中,信托制度为利润和新的财富积累创造了难得的和非凡的机会。这不仅适用于个人,还适用于对信托感兴趣的公司将其作为结构金融战略的核心要素。整个政治经济体也确实如此,例如中国和日本的经济体,它们一直明显采纳英美金融模式的基础原理(element)。在全球化进程中,随着国际金融需求的不断变化,信托制度也在形式和用途上进行了调整(见表2)。因此,信托不仅促进了金融化的发展,还一直为金融化所改变。未来的研究应该审视金融化与信托结



构和实践的演变之间相互构成的基本关系。

最后,这项研究有助于全球化对国家权力影响的持续争论。在构建私人和企业财富方面,信托的国际适用与金融化“趋同理论(convergence theories)”的预期是一致的(Deeg,2012),但它并没有导致所预期形式的合流,以此替代正式金融监管的跨国制度,信托一直传播在世界范围内占据主导地位的一套概念和实践惯例。这包括独特的所有权分离观念和法律-金融“技巧”(Moffat,2009)。这使信托制度在不同司法管辖区之间的差距和冲突中茁壮成长。通过研究信托制度在跨国资本转移中的作用,对金融化的资本积累特征模式,本文力求为不断增长的知识体系做出贡献。

(编辑:宋 澜)