



ZHENGQUAN TOUZI JIN  
ZUZHI XINGTAI YANJIU

汪灏 | 著

# 证券投资基金 组织形态研究

组织形态作为投资基金运行的基本法律框架，  
决定了投资基金各方当事人的法律地位和相互间的权利义务关系，  
对保护基金投资人的利益起着非常重要的作用。



四川人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资基金组织形态研究/汪灏著. —成都:  
四川人民出版社, 2016. 8  
ISBN 978-7-220-09887-1

I. ①证… II. ①汪… III. ①证券投资—投资基金—  
研究 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 171913 号

ZHENGQUAN TOUZI JIJIN ZUZHI XINGTAI YANJIU

证券投资基金组织形态研究

汪 灏 著

责任编辑  
封面设计  
版式设计  
责任校对  
责任印制

石 云  
四川胜翔  
戴雨虹  
蓝 海  
李 剑

出版发行  
网 址  
E-mail  
新浪微博  
微信公众号  
发行部业务电话  
防盗版举报电话  
照 排  
印 刷  
成品尺寸  
印 张  
字 数  
版 次  
印 次  
书 号  
定 价

四川人民出版社 (成都槐树街 2 号)  
<http://www.scpph.com>  
[scrmcbs@sina.com](mailto:scrmcbs@sina.com)  
@四川人民出版社  
四川人民出版社  
(028) 86259624 86259453  
(028) 86259624  
四川胜翔数码印务设计有限公司  
四川胜翔数码印务设计有限公司  
146mm×208mm  
8. 25  
170 千  
2016 年 8 月第 1 版  
2016 年 8 月第 1 次印刷  
ISBN 978-7-220-09887-1  
26. 00 元

■ 版权所有·侵权必究

本书若出现印装质量问题, 请与我社发行部联系调换  
电话: (028) 86259453

## 序

资本市场上，投资基金是最重要的机构投资者，对于资本市场的发展和稳定起着重要作用。近年来，除了公募基金外，我国陆续放开了私募基金进入资本市场的各项管制，整个资本市场得到了繁荣和发展，但是对于规范投资基金的很多法律问题还需要进一步的深入研究。组织形态作为投资基金运行的基本法律框架，决定了投资基金各方当事人的法律地位和相互间的权利义务关系，对保护基金投资人的利益起着非常重要的作用。选择何种组织形态看似资本市场的一个小问题，但却事关众多基金投资者的根本利益，在一定程度上会影响到资本市场的发展和稳定。特别是证券投资基金，作为公募基金，将大量中小投资者的资金集合投入证券市场，选择合适的组织形态，一方面能够规范各方权利义务关系、保护各方参与者的利益，另一方面能够对资本市场的发展有正向激励，约束各种机会主义行为，防范道德风险。我认为，汪灏撰写的《证券投资基金

组织形态研究》的意义恰恰就在这里。

证券投资基金主要有契约型和公司型两类。主要发达国家在各自的证券投资基金组织形态历史变迁中,进行了不相同的选择,并无一个统一的范式。在证券投资基金引入我国的时候,选择的是契约型。为何作出这一选择以及经过近20年的发展这个选择的效果如何,对此的解释还停留在表面层次上。在此情况下,充分考察国外证券投资基金组织形态发展的经验,加以系统探讨和研究,给人们以科学的认识,并对我国引入契约型基金后的发展情况进行实证研究,提出完善现行制度框架的思路与建议,实为必要。《证券投资基金组织形态研究》的价值和贡献就在这里。该书对英国、日本和美国的证券投资基金组织形态的历史变迁进行了回顾,分析了英国、日本移植公司型基金的原因;比较了公司型基金和契约型基金的 legal 结构,二者在制度中心、监督机构设置和投资者参与程度上存在着明显的区别,特别在制度功能上公司型基金较之契约型基金具有制度优势;通过探寻契约型基金组织形态引入我国立法选择的真正原因,提出了中国证券投资基金组织形态制度创新的发展路径,并在此基础上提出了引入公司型基金的具体立法建议。

我作为汪灏攻读博士学位期间的指导教师,深知他在研究证券投资基金组织形态研究这一问题上所付出的努力。在3年的博士课程学习期间,阅读了相关领域的大量著作,并且通过 westlaw、lexis 等外文数据库检索了国外同类问题的最新论

文，因而掌握了充分的资料，完成了自己的博士论文。本书就是在他的博士论文基础上修改完成的。汪灏多年来从事资本市场相关法律问题的研究，并曾在硕士阶段学过企业管理，由于在研究工作中有管理学、经济学的基础和民法、商法的法学基础，他奉献给读者的这本书，不仅资料详，而且视角新，是可以给读者新意的。

在这本专著问世之时，我愿作此序把它推荐给各位读者。

张里安

2016年5月8日

## 内容提要

证券投资基金的组织形态决定了证券投资基金各方当事人的法律地位和相互间的权利义务关系，对保护基金投资人的利益起着非常重要的作用。目前世界证券投资基金业主要有两种组织形态：公司型和契约型，其中公司型基金已经成为世界证券投资基金业发展的主流形态。而我国证券投资基金立法却选择了契约型作为唯一的组织形态。虽然主流观点认为我国应顺应世界发展的潮流，移植公司型基金，但没有很好地从制度功能的角度来论证公司型基金所具有的制度优势，也没有对公司型基金移植后如何与现行中国法律体系相融合进行深入研究，并提出可行性的法律制度设计，无法完全证明移植公司型基金的必要性和可行性。

书稿在明确证券投资基金组织形态概念的基础上，首先研究了世界一些有代表性的国家证券投资基金组织形态的历史变迁，把握证券投资基金组织形态的发展规律；然后对不同组织

形态的法律结构进行了比较研究，正确理解了公司型基金和契约型基金在法律结构上的真正区别；再对公司型基金和契约型基金法律结构进行功能分析，比较二者由于法律结构上的差异而在制度功能上的优劣；最后提出立法建议，认为我国应移植公司型基金，并保留契约型基金，让二者相互竞争共同发展，由资本市场作出选择，并为移植公司型基金提供了完善的法律制度设计。

除了导论外，书稿共分5章，从不同角度对证券投资基金的组织形态进行讨论。

第一章从介绍投资基金的产生与发展入手，回溯了证券投资基金在中国的发展情况，分析了证券投资基金的功能和意义。在此基础上，对证券投资基金组织形态概念和类型进行了分析，并将证券投资基金与股票、债券、代理、行纪和公司等法律概念进行了辨析。对证券投资基金组织形态概念的正确把握是开展证券投资基金组织形态研究的基础，并为整部书稿设定逻辑起点。然后通过历史分析的方法，对英国、日本和美国的证券投资基金组织形态的历史变迁进行回顾。英国证券投资基金的组织形态经历了从契约型到公司型再到以契约型为主、公司型迅速发展的两次重心转移；日本证券投资基金的组织形态经历了合伙→信托→契约型基金→契约型和公司型基金并存的发展历程；美国证券投资基金的组织形态一直以来就是以公司型基金为主，目前美国证券投资基金的主导组织形态还是公司型。其中，分析了英国移植公司型基金的原因是为了应对国

际金融竞争的需要以及公司型基金自身具有的简单、国际化和灵活性三大优势，自 1997 年移植后公司型基金发展迅速，截至 2006 年公司型基金已占英国整个开放式基金总额的 1/3。日本移植公司型基金的主要原因是：适应国际金融竞争的需要、公司型基金可以更好地保护投资者利益、增加金融产品多样性。在分别总结了三个世界上最重要的资本市场中证券投资基金组织形态发展规律的基础上，归纳了当前证券投资基金组织形态发展的趋势：公司型基金成为世界证券投资基金组织形态发展的主流，而在各国资本市场上公司型基金与契约型基金相互竞争共同发展。

第二章对公司型基金和契约型基金的 legal 结构进行比较分析，认为两种组织形态的证券投资基金，其基本法律结构都可以解释为一种包括管理人、投资者和监督人的三方制度安排。这种法律结构的设计源于证券投资基金法律关系中投资者与管理人之间的利益冲突，而证券投资基金中资产所有权与经营控制权相分离是投资者与管理人利益之间冲突的根源，这是一种典型的委托—代理问题，在这一利益冲突中管理人因为信息上的优势所获得的强势地位，不利于保护投资人的利益。为了化解这一利益冲突，于是在法律结构中设置了一个监督人来监督基金管理人，以保护投资人的利益。通过对英国、日本等国契约型基金法律结构的分析，提出契约型基金的 legal 结构体现了信托法律关系；再通过对英国、日本、美国等国公司型基金的 legal 结构的分析，提出公司型基金的 legal 结构体现了公司制度

与契约制度的结合。在此基础上，通过全面系统地比较研究，提出公司型基金和契约型基金这两种法律结构在制度中心、监督机构设置和投资者参与程度上存在着明显的区别。首先，在公司型基金的法律结构中监督人是制度中心，作为监督人的董事会对于基金的运作和管理负有最终的责任，董事会批准并监督基金管理人的投资决策，对基金管理人的投资管理效果进行评估。相反，在契约型基金组织形态中，基金管理人法律结构的中心。契约型基金是一笔信托财产，并不独立于基金的发起人（也即基金管理人），其设立、运行和成败完全依赖于基金管理人，监督人也是由基金管理人来选择。其次，在监督机构设置上，公司型基金设置了一个独立的监督人——董事会，而契约型基金的监督人则是由基金托管人兼任并非独立设置。第三，公司型基金投资者有着广泛的表决权，能参与到公司型基金的运作中来，而契约型基金投资者的表决权范围就要小得多，其对契约型基金运作的参与程度也小得多。

第三章比较公司型基金和契约型基金这两种法律结构在制度功能上的差异。证券投资基金组织形态也是一种制度，因此可以从新制度经济学的角度对公司型基金和契约型基金的功能加以比较。通过对这两种组织形态法律结构在降低交易成本、激励基金管理人和约束基金管理人机会主义行为等功能方面进行比较，判断出二者在制度功能上的优劣。首先，制度可以降低成本，这是制度的基本功能之一。通过交易成本的规范分析，尤其是通过对英国公司型基金和契约型基金在交易成本上

的实证分析，发现公司型基金在降低交易成本上比契约型基金更有效率。其次，从新制度经济学的角度而言，基金组织形态的法律结构要设计一种高效的激励机制，激励基金管理人以基金投资者利益最大化为行为目的。公司型基金能够提供两种激励方式激励基金管理人：“以脚投票”和“以手投票”，而契约型基金则只有一种激励方式——“以手投票”。然后通过约束机会主义功能分析，发现由于公司型基金在法律结构上将监督人设计为制度中心，能够很好地缓解基金投资人与基金管理人之间的信息不对称状况；由于法律结构的不同，契约型基金的基金管理人较之公司型基金的基金管理人能行使更大的剩余控制权甚至全部的剩余控制权，这样契约型基金的基金管理人在行使剩余控制权时更容易做出有利于自己而不利于投资人利益的行为；由于公司型基金法律结构中董事会作为制度中心，这将减少基金投资人对基金管理人的依赖，而契约型基金法律结构中基金管理人作为制度中心，基金投资人对基金管理人的依赖性非常大，从而影响到对不称职基金管理人的更换。通过制度功能的比较，指出公司型基金较之契约型基金具有制度优势，为立法选择提供经济学上的论据。

第四章为中国证券投资基金组织形态的制度创新选择了发展路径。本章首先对中国契约型基金组织形态展开实证分析，分析了中国契约型基金独特的法律结构，指出这种独特的法律结构在监督和激励基金管理人上存在的制度缺陷，并梳理了这种制度缺陷在实践中所造成的危害。采用新制度经济学中的国

家理论分析契约型基金组织形态立法选择的真正原因。通过利益集团分析,发现在证券投资基金组织形态的立法选择中,存在着两大利益集团:中小投资者和基金管理公司。中小投资者往往是基金投资人,而基金管理公司则是基金管理人。基金管理公司人数少,从立法选择中获得的利益大,从而能够形成一致意见影响到立法者。从利益集团的构成来看,基金管理公司具有明显的优势,能够形成一致意见,同时基金管理公司的股权结构和高管人员结构能够非常便利地影响到基金立法的主导者——中国证监会。因此,制度效率较低但对基金管理人有利的契约型基金能够成为最终的立法选择。在此分析的基础上,根据制度变迁理论,提出了中国证券投资基金组织形态制度创新的发展路径。为了适应国际金融竞争,综合考虑制度优势和利益集团的阻力,中国证券投资基金组织形态的制度创新应该选择移植公司型基金,保持现有契约型基金的二元发展模式。让这两种组织形态在资本市场上相互竞争共同发展,由市场这个“看不见的手”作出最后的制度选择。

第五章对中国移植公司型基金提出了完善的立法建议。首先全面梳理、分析了移植公司型基金与现行法律体系存在的法律冲突。移植公司型基金将与现行的公司法和税法产生冲突。公司型基金资产处于变动状态,这与现行公司法上资本不变原则发生冲突;公司型基金的治理结构是“一元制”,只设立董事会,而现行公司法则采取的是大陆法系所推行的二元制公司治理结构,规定有限责任公司和股份有限公司应设立股东会、

董事会和监事会，二者发出冲突。在所得税征收上，现行税法的规定将对公司型基金实行双重征税，会严重影响到移植后公司型基金的健康发展。本章还分析了影响公司型基金移植后取得实效的关键因素，认为根据公司型基金的制度安排，公司型基金移植后要取得实效，关键是董事会真正发挥作用，而董事会要发挥作用其关键在于保证独立董事能够不受基金管理人等利益关系人的影响，并具有足够的专业知识及时发现基金管理人等在投资活动中存在的问题，对基金管理人的投资活动给予准确评价，从而达到保证投资人利益的立法目的。因此移植公司型基金后，影响公司型基金运行能否取得实效的最大问题是能否确保独立董事的独立性和专业性。本章最后结合中国的国情提出了合理的立法选择，并设计了比较完善的法律制度。通过单独制定《公司型基金管理办法》，对影响公司型基金移植的法律冲突进行特别规定，克服移植公司型基金与现行法律体系之间的法律冲突。为了保证独立董事的独立性和专业性，使董事会真正发挥其作用，保护投资人的利益，对公司型基金核心法律制度进行设计，通过发起人制度、基金管理人制度和董事会制度共同发挥作用，使公司型基金移植后取得实效。

# 目 录

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| 序 .....                     | (001) |
| 内容提要 .....                  | (001) |
| 导 论 .....                   | (001) |
| 第一章 证券投资基金及其组织形态 .....      | (021) |
| 一、证券投资基金的产生与发展 .....        | (021) |
| (一) 投资基金的产生与发展 .....        | (021) |
| (二) 证券投资基金在中国 .....         | (024) |
| (三) 证券投资基金的功能和意义 .....      | (030) |
| 二、证券投资基金的组织形态 .....         | (037) |
| (一) 契约型基金和公司型基金 .....       | (037) |
| (二) 证券投资基金与有关法律概念的辨析 .....  | (040) |
| (三) 证券投资基金组织形态的研究意义 .....   | (051) |
| 三、证券投资基金组织形态的历史变迁和发展趋势 ...  | (052) |
| (一) 英国证券投资基金组织形态的历史变迁 ..... | (053) |

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| (二) 日本证券投资基金组织形态的历史变迁 .....        | (060)        |
| (三) 美国证券投资基金组织形态的历史变迁 .....        | (065)        |
| (四) 证券投资基金组织形态的发展趋势 .....          | (074)        |
| <b>第二章 不同组织形态证券投资基金的法律结构 .....</b> | <b>(077)</b> |
| 一、投资者与基金管理人之间的利益冲突 .....           | (078)        |
| (一) 基金投资者与基金管理人之间利益冲突的根源 .....     | (078)        |
| (二) 投资者与基金管理人之间代理人问题分析 ..          | (079)        |
| (三) 处理利益冲突的法律结构 .....              | (081)        |
| 二、契约型基金组织形态的法律结构 .....             | (083)        |
| (一) 英国契约型基金组织形态的法律结构 .....         | (083)        |
| (二) 日本契约型基金组织形态的法律结构 .....         | (089)        |
| (三) 契约型基金组织形态法律结构的法理分析 ..          | (092)        |
| 三、公司型基金组织形态的法律结构 .....             | (094)        |
| (一) 美国公司型基金组织形态的法律结构 .....         | (094)        |
| (二) 英国公司型基金组织形态的法律结构 .....         | (112)        |
| (三) 日本公司型基金组织形态的法律结构 .....         | (115)        |
| (四) 公司型基金组织形态法律结构的法理分析 ..          | (117)        |
| 四、契约型基金与公司型基金法律结构上的比较 .....        | (119)        |
| (一) 制度中心上的差异 .....                 | (119)        |
| (二) 监督机构设置上的差异 .....               | (122)        |
| (三) 投资者参与程度上的差异 .....              | (124)        |
| <b>第三章 证券投资基金组织形态法律结构的功能分析 ..</b>  | <b>(127)</b> |

|                                           |       |
|-------------------------------------------|-------|
| 一、降低交易成本功能 .....                          | (128) |
| (一) 交易成本分析方法 .....                        | (129) |
| (二) 证券投资基金组织形态交易成本的规范分析<br>.....          | (133) |
| (三) 证券投资基金组织形态交易成本的实证分析<br>.....          | (136) |
| 二、激励功能 .....                              | (141) |
| (一) 激励功能的制度分析原理 .....                     | (142) |
| (二) 证券投资基金法律结构激励功能比较 .....                | (143) |
| 三、约束机会主义行为功能 .....                        | (145) |
| (一) 约束机会主义行为功能的制度分析原理 .....               | (145) |
| (二) 证券投资基金法律结构约束机会主义行为的<br>功能比较 .....     | (148) |
| <b>第四章 中国证券投资基金组织形态制度创新的路径选择</b><br>..... | (154) |
| 一、中国契约型基金组织形态的实证分析 .....                  | (155) |
| (一) 中国契约型基金组织形态的法律结构 .....                | (155) |
| (二) 中国契约型基金组织形态运行存在的主要问题<br>及危害 .....     | (162) |
| (三) 中国契约型基金组织形态立法选择的利益集团<br>分析 .....      | (178) |
| 二、证券投资基金组织形态的制度创新 .....                   | (183) |
| (一) 制度的局限 .....                           | (184) |

|                                       |       |
|---------------------------------------|-------|
| (二) 制度创新的概念、动力、过程和模型 .....            | (187) |
| (三) 制度变迁中的时滞与路径依赖 .....               | (191) |
| 三、中国证券投资基金组织形态制度创新的路径选择 .....         | (199) |
| (一) 证券投资基金组织形态制度变迁的类型及其<br>影响因素 ..... | (200) |
| (二) 中国证券投资基金组织形态制度变迁的模式<br>选择 .....   | (204) |
| 第五章 公司型基金的立法建议 .....                  | (209) |
| 一、移植公司型基金存在的法律障碍 .....                | (210) |
| (一) 公司法上的法律障碍 .....                   | (210) |
| (二) 税法上的法律障碍 .....                    | (213) |
| 二、公司型基金移植成功的关键：独立董事的独立性<br>和专业性 ..... | (215) |
| (一) 独立董事独立性的思考 .....                  | (216) |
| (二) 独立董事专业性的思考 .....                  | (219) |
| 三、公司型基金移植的法律制度设计 .....                | (220) |
| (一) 公司型基金移植的立法选择 .....                | (220) |
| (二) 中国公司型基金核心法律制度设计 .....             | (224) |
| 结 语 .....                             | (229) |
| 参考文献 .....                            | (231) |
| 后 记 .....                             | (243) |

## 导 论

### 一、研究背景及主题

我国基金业发展时间，至今不过 22 年，若从 1997 年 11 月《证券投资基金管理暂行办法》颁布实施算起则仅有 18 年多。但在这短短的十几年中证券投资基金这种集合投资工具由于具有专家理财、组合投资、流通性强、安全规范等优势，在管理层的大力推动下，取得了超常规跨越式的大发展。其中起伏伏，既经历了 2000 年的基金黑幕事件，证券投资基金地位受到质疑，基金业的发展遭遇重大障碍；也在管理层的大力推动下并借力 2006、2007 年的大牛市取得了跨越式的发展，基金资产管理规模在 2007 年一年中跨越 3 个万亿关口；2008 年又随着股市波动我国基金行业规模十年来首度出现了负增长，行业总规模从年初的 3.3 万亿元缩至约 1.8 万亿元。由于