

基金策略

公司型基金：中国证券投资基金组织模式的基本选择^①

王 国 刚

证券投资基金（以下简称“基金”）就组织模式而言有两种形式——契约型和公司型，选择何种组织模式来有效推动中国的投资基金发展，一直是业界研讨的一个重大问题。2000年10月“基金黑幕”的曝光、年底中国证监会对有关基金管理公司违规操作的检查、2001年12月基金巨额申购“深高速”事件的发生等都提出了如何规范和发展基金的问题。笔者认为，维护基金持有人的权益是基金得以生存的基础性条件和发展的核心问题，从中国的金融市场条件和发达国家的基金发展趋势来看，发展公司型基金应成为基金发展模式的主要政策取向。

一、基金的组织系统及其核心

基金，作为资金运作的一种组织，是指按照共同投资、共享收益、共担风险的基本原则和股份有限公司的某些原则，运用信托关系的机制，将各个投资者彼此分散的资金集中起来以实现预期证券投资目的的投资组织制度。从参与者角度上说，基金是由基金持有人、基金组织、基金管理人、基金托管人等通过信托关系构成的组织系统；但从基金运作的核心点来说，这一组织系统的形成和运作始终围绕维护基金持有人的权益而展开，因此，基金在组织制度上有着如下一些基本规定：

第一，基金持有人的地位。基金持有人是指投资购买并持有

^①作者单位：中国社会科学院

基金证券的个人或机构。各国（和地区）在法律上都规定，基金持有人是基金资产的所有者，对基金享有资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权等法定权益；基金持有人大会是投资基金的最高权力机构，有权对投资基金的一切重大事项做出决策。因此，基金的设立、组织模式选择和投资运作都必须以维护基金持有人的权益为基本点。

由于基金持有人彼此分散，所以，《基金章程》就成为反映各个基金持有人共同意志和权益要求的法律文件。《基金章程》的主要内容包括：设立基金的目的、基金类型和规模、基金证券的发行与上市（或转让）、投资方向及有关规定、基金持有人的权益、基金管理人和托管人及其他当事人（如会计师、律师等）的选择、职责和权益、资产估值和运作情况的公布、基金收益分配政策、基金组织的终止和清算等等。《基金章程》应由基金持有人大会（或其他能够反映基金持有人集体意志的机制）决议通过，方才具有法律效力。

第二，基金管理人的职责。就业务运作来说，基金管理人的主要职责包括进行基金资产的投资运作、负责基金资产管理及其他与基金资产有关的经营活动；但就法律关系而言，基金管理人的最基本职责是，不违反基金章程、基金契约及有关法律文件的规定，不侵害基金持有人的合法权益，以维护基金持有人的权益并努力实现基金资产保值增值。

基金持有人通过信托关系将基金资产交给基金管理人管理运作。所谓信托关系，是指委托人基于对受托人的信任而将其财产权交由受托人投资经营，受托人以自己的名义为受益人的利益或特定目的管理或处分财产的资金运作关系。在投资基金组织体系中，基金持有人是信托关系中的委托人，基金管理人是信托关系中的受托人。在信托关系的形成中，《基金契约书》具有特别重要的意义。这不仅是因为《基金契约书》是规范基金持有人与基

金管理人之间的资产信托关系、各自职责和权益及其他有关事宜的法律性文件，其内容主要包括：信托条件、信托期限、基金持有人和基金管理人的各自职责和权益、管理费用、基金资产运作的有关界定、财务账目的处理、基金收益分配及基金持有人的其他权益等等，而且是因为《基金契约书》是基金持有人得以约束基金管理人管理和运作基金资产活动、解决与基金管理人之间权益纠纷的基本法律文件。因此，《基金契约书》的内容应经基金持有人（或其代表）与基金管理人认真磋商研讨，并经双方签署后方能生效。

第三，基金托管人的职责。就业务运作来说，基金托管人（又称基金保管机构，通常由商业银行等金融机构承担）的主要职责包括保管基金资产、监督基金管理人在基金投资运作中的各种资产活动、办理基金资产变动的有关事宜（如每日每单位基金净资产的核算、配发投资收益、办理基金证券和证券交易的过户手续等）等；但就法律关系而言，基金托管人的最基本职责是，代表基金持有人监督基金管理人运用基金资金进行投资运作的各种活动，对基金管理人违反基金章程、基金契约及其他有关法律文件的投资行为予以制止，以维护基金持有人的财产和权益不受损失。

《基金托管契约书》是规范基金持有人与基金托管人之间的资产托管关系、各自职责和权益及其他有关事宜的法律性文件，其内容主要包括：基金资产构成、托管期限和方式、基金组织和基金托管人的各自职责和权益、托管费用、投资项目的清算事项、资产估算和统计、信息披露等等。基金托管人既然是受基金持有人的委托，对基金管理人的投资运作进行监督，那么，《基金托管契约书》就应由基金持有人与基金管理人磋商研讨并经双方签署后生效。

基金的组织体系，可用图简单表示如下（图 1）：

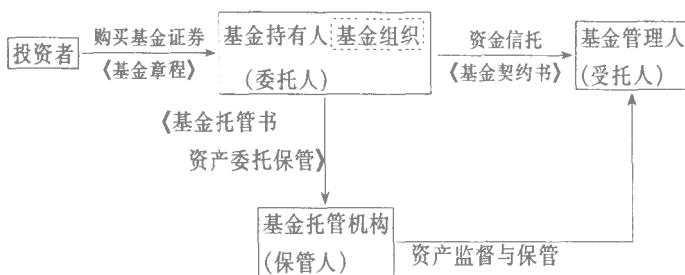


图 1 基金的组织体系简图

从基金组织体系图中不难看出，基金是通过集中彼此分散的投资者的资金而形成的投资组织，同时，在信托关系中委托人一旦与受托人达成协议，将财产交由受托人管理，在法律上，就视这些财产为受托人所有，委托人不能超越信托协议的规定干预受托人对财产的运作、管理和处分，由此，如何切实保障投资者的权益在现实中就成为规范基金运作并决定基金发展的基本实践要点。这至少包括四方面内容：

其一，通过何种机制来保障《基金章程》的法律效力形成？在股份有限公司中公司章程等文件通过股东大会决议并进行工商登记而成为具有法律效力的文件，那么，在基金中投资者彼此分散极难召开基金持有人大会的条件下，通过何种机制来形成《基金章程》的法律效力呢？

其二，通过何种机制来保障《基金契约书》的法律效力形成？其中包括：如何建立基金持有人对基金管理人的监督约束机制，以防止基金管理人违背基金持有人权益进行基金资金的运作，促使基金管理人守信尽职，避免资产损失、收益损失或资产风险增大？如何保证基金持有人在与基金管理人发生权益纠纷时有一个可依据的合法文件？

其三，通过何种机制来保障《基金托管契约书》的法律效力形成？其中包括：如何既强化基金托管人对基金管理人的监督约

束力度，使基金托管人守信尽职，成为维护基金持有人权益的重要机制，又避免基金管理人成为基金托管人的客户从而发生二者在某种程度上的“合谋”，伤害基金持有人的权益？

其四，如何通过竞争性遴选机制来选择基金管理人和基金托管人，从而既提高他们的服务质量又降低有关收费？

二、中国契约型基金的制度缺陷

1998年3月以后中国新设立的基金均为契约型基金，而1997年11月出台的《证券投资基金管理暂行办法》（以下简称“暂行办法”）是迄今有关基金设立和运作的最主要制度文件（《开放式证券投资基金试点办法》以“暂行办法”为基础）。契约型基金与公司型基金的最重要区别在于，没有一个专门代表并维护基金持有人权益的有形机构——基金公司，由此，在制度安排上引致了下述问题的发生：

第一，基金的基本经济关系不清楚。基金的设立和运作以信托关系为基础。但在“暂行办法”中，既没有有关“信托”的用语，也没有有关“信托关系”的表述，甚至连“委托人”、“受托人”的概念都没有，由此，实际上很难说清楚基金持有人与基金管理人之间究竟是一种什么样的经济关系，而以下几个问题均与此直接相关。

第二，基金持有人权益在制度上缺乏基础性界定。“暂行办法”第29条规定：基金持有人享有6项权力，即出席或委派代表出席基金持有人大会，取得基金收益，监督基金经营情况并获取基金业务及财务状况的资料，申购、赎回或转让基金单位，取得基金清算后的剩余资产，基金契约规定的其他权力；第30条规定：有下列5种情形之一的应当召开基金持有人大会，即修改基金契约、提前终止基金、更换基金托管人、更换基金管理人和中国证监会规定的其他情形。稍细分析这两个条款，不难发现一

个最基本的问题——基金持有人大会定位并不清楚：其一，在基金组织体系中基金持有人大会处于何种地位？是一个最高权力机构从而有关该只基金的一切重大事项均需由该机构议决通过，还是一个一般的议事机构从而有关该只基金的重大事项可以不由该机构议决？其二，投资基金的设立是否需要召开基金持有人大会？一只基金的设立至少涉及到两方面事项：一方面《基金章程》、《基金契约书》、《基金托管契约书》等文件的议决通过，另一方面选择基金管理人、基金托管人等。如果基金设立需要召开基金持有人大会，那么，为什么在“基金持有人大会”的职权中没有关于“议决基金设立”、“议决并通过有关基金设立文件”、“选择基金管理人和基金托管人”之类的规定；如果投资基金设立可以不召开基金持有人大会，那么，这些事项又通过什么机制来解决？其三，既然基金持有人大会连议决《基金章程》等文件、选择基金管理人和托管人的权力都没有确定，那么，又何谈“修改基金契约、提前终止基金、更换基金托管人、更换基金管理人”等等？

第三，基金设立和运作缺乏基础性文件。从法律文件来说，在基金组织体系中，《基金章程》是一项基础性文件，《基金契约书》、《基金托管契约书》及其他文件都是以此为根据的。但在“暂行办法”的全文中却没有有关《基金章程》的任何内容，由此，提出了一个基本问题，在缺乏《基金章程》对设立基金的目的、基金类型和规模、基金资金运作、基金持有人的权益、基金管理人和托管人及其他当事人的选择、职责和权益、基金收益分配政策等一系列问题做出具体规定的条件下，《基金契约书》和《基金托管契约书》是根据什么而制定的？有人说根据“暂行办法”的有关规定。但是，“暂行办法”只是对各只基金中的一些共性规则做出了规定，并没有对每只基金特性做出具体规定，犹如在（公司法）与股份公司的《公司章程》关系中不能因为有了

《公司法》就可以没有股份公司的《公司章程》一样，也不能因为有了“暂行办法”就可以没有每只基金的《基金章程》，更不用说，“暂行办法”中并没有关于《基金章程》的内容。

第四，基金主要文件的法律效力难以形成。在基金中，《基金章程》、《基金契约书》和《基金托管契约书》等主要文件是否具有法律效力，对于保障基金持有人的权益和基金管理公司的规范化运作，具有根本意义。然而，在“暂行办法”第四章“基金持有人的权力和义务”中却没有涉及这些文件如何获得法律效力的规定。从实践来看，在基金发起设立和资金募集过程中，虽然有关发起人（如基金管理公司）在“基金招募说明书”中披露了有关信息，并将《基金契约书》、《基金托管契约书》等作为备查文件，供投资者查阅，但并没有任何法律法规明确规定，一旦基金设立，这些文件自然具有法律效力。

一些人认为，1997 年底中国证监会出台的《证券投资基金基金契约的内容与格式（试行）》（证监基字 [1997] 3 号）可以作为依据，因为其中第 23 条要求“说明基金契约经三方当事人盖章以及三方法定代表人签字并经中国证监会批准后生效”，“说明基金契约自生效之日对基金契约当事人具有同等法律约束力”，^①然而，这一文件提出的要求，只是针对基金发起人在申请设立基金时有关申报文件的格式和内容而言的，并非从制度上界定只要“基金契约经三方当事人盖章以及三方法定代表人签字并经中国证监会批准”就可直接在法律上生效，更不用说，在向中国证监会申请设立投资基金时，基金证券尚未发行，投资者尚未通过购买基金证券而成为基金持有人（即便是基金发起人也尚

^①参见林义相等著《证券投资基金投资分析和运作》附录部分，上海远东出版社，1998 年 12 月版。其中，“三方当事人”分别为“基金发起人”、“基金管理人”和“基金托管人”

未真正通过购买基金证券而成为基金持有人），同时，契约型基金并无一个有形的机构——基金公司，也就谈不上“法定代表人”，因此，在“三方当事人”和“三方法定代表人”中“基金持有人”这一方是不存在的，与此对应，基金持有人这一方的“盖章”、“签字”也是不存在的。

在一些新设基金的《基金契约书》中明确规定：“本基金契约经各方当事人盖章以及各方法定代表人或其授权的代理人签字并经基金持有人大会决议通过后自移交基准日起生效”。^①但由于如何召开基金持有人大会是一个尚未解决的难题，所以，这一规定依然没能解决《基金契约书》的法律效力如何形成问题。

第五，如何选择能够维护基金持有人利益的基金管理人和基金托管人，是一个悬而未决的问题。“暂行办法”虽然对基金管理人和基金托管人的任职资格、职责、退任、更换等做出了规定，但基金管理人、基金托管人究竟由谁选择及如何选择，在基金运作中又代表谁的利益、为谁负责均没有明确规定，由此引致了两方面现象的发生：一是基金主发起人与基金管理公司的第一大股东合一，就此而言，基金主发起人发起设立基金的基本意图究竟是为广大基金持有人谋取利益还是为了从担任基金管理人中获得高额收益？说不清；二是基金托管人究竟应由基金持有人选择从而为基金持有人负责，还是应由基金管理人选择从而努力为基金管理人提供高质量的服务？尽管基金托管人如何形成没有明确规定，但在现实中，基金托管人均由基金管理人选择；同时，当“基金管理人充分理由认为更换基金托管人符合基金持有人利益”时应当更换基金托管人并由“基金管理人提名新任基金托管人”^②的规定，更是使基金托管人将基金管理人当作一个马首

① 引自《中国证券报》2000年8月1日第28版。

② 引自《中国证券报》2002年2月25日第15版。

是瞻的客户，难以大胆地行使监督职能。

三、中国契约型基金的实践问题

基金组织体系在制度上的不完善必然引致实践中的种种问题发生。从 4 年多的基金运作来看，下述一些问题令人关注：

第一，基金与基金管理公司的关系。在契约型基金中，基金资金实际上由基金管理公司控制和运作。在运作基金资产中，基金管理公司可以有两种取向：一是在信托关系制约下，受“代人理财”的信誉制约，重视维护基金持有人权益，积极为基金持有人谋取尽可能高的收益，同时，严格防范基金资金的运作风险；二是将基金资产看作是一笔可由自己控制运作的资产，在不公开或直接违反“暂行办法”及有关文件规定的条件下，尽可能地为自己谋取利益，甚至通过某种方式“转移”基金资产的收益。在中国的实践中，突出表现有三：

其一，申请设立基金的发起人与申请设立基金管理公司的发起人或者基本合一或者主要由基金管理公司担任，与此对应，设立基金的各项申报材料或者由主要发起人制作或者由基金管理公司制作，由此，设立基金究竟是广大投资者的需要还是基金管理人的需要说不清，基金文件中的一系列规定（除“暂行办法”中规定的以外）内容，究竟是为了维护基金持有人的权益还是维护基金管理人的权益也说不清。

其二，绝大多数基金管理公司的法人代表均由基金第一发起人的法人代表担任，主要管理人员也大多来自基金发起人机构（甚至第一发起人机构），由此，代表基金持有人和基金管理人在《基金契约书》、《基金托管契约书》上签字的实际上是同一个人，结果是，这种签字究竟是站在基金持有人利益立场上还是站在基金管理人立场上说不清。

其三，基金管理公司运作基金资金的行为与其第一发起人之

间存在着千丝万缕的内在关联。1999年，北京大学一位学者说到：“新基金的发起人都是国内知名的大券商，而它同时又是该基金的管理公司发起人，也是该基金发行协调人，基金进入正式运作后，又因为向该大券商租用席位成为长期客户。例如，金泰基金的主要发起人是国泰证券有限公司，该基金的管理人国泰基金管理公司的主要发起人是国泰证券有限公司，金泰基金发行协调人也是国泰证券有限公司。金泰基金1998年年报显示，该基金通过国泰证券有限公司席位交易量及佣金占其全年成交量和全年佣金量的比例分别为96.19%和96.16%，其他各家基金的比例也都在90%以上，最高达98%。”^①2000年以后，股市中的种种传闻恐非空穴来风：基金管理公司协助其第一发起人“坐庄”，联手“抬价”；第一发起人与其基金管理公司进行关联交易，后者“承接”前者“吐出”的“被套”股票，协助前者转移风险，或者前者买入后者的获利股票，进行盈利转移；基金管理公司将一部分基金资金“借给”第一发起人，当所购股票“被套”时以股还资，当股票盈利时售股还账；等等。

第二，基金管理公司对基金业的垄断。基金管理属资产管理范畴，本是一个竞争性市场，但在中国的契约型基金组织体系中，基金持有人无法行使选择管理人、托管人及其他方面的权力，实际上处于缺位状态，而基金管理公司又是以管理运作基金资产为惟一职能的机构，对基金设立和运作有着左右各方的能量，因此，基金业实际上被基金管理公司所垄断。具体表现有四：

其一，在中国契约型基金中担任基金管理人的机构只能是基金管理公司，维护基金管理人的共同权益成为基金管理公司的一致性行为。一个典型的事件是，2000年10月，《财经》杂志刊登

^①吴文菁：《中国证券投资基金运作状况浅析》

了“基金黑幕”一文后，10家基金管理公司不是各自认真反省自己的运作行为，而是联手出击，信誓旦旦地发表声明说，基金管理公司的运作是各类机构投资者中最规范的，绝无“黑幕”，并保留对“基金黑幕”作者提起诉讼的权力。然而，随后的中国证监会调查却证明一些基金管理公司的运作有着明显的违规现象，个别人甚至问题严重。按理说，10家基金管理公司各有自己的独立利益，同时，每家基金管理公司对其他9家的内部情况也不见得一清二楚，因此，要联手发表声明实在是来之不易之事，鉴此，联合声明的发表只能建立在一个共同利益的基础上——维护垄断利益。事实上，按照发达国家的法律规定，仅仅就10家基金管理公司发表联合声明就足以判定为“同盟”或“垄断”。

其二，基金管理公司影响着基金法规政策的形成。在中国现行体制下，有关基金的法规政策在形成中，以征求业内意见为重要机制。由于基金管理公司是基金业内占居支配地位的机构，基金持有人缺乏有形机构来独立地反映他们的意见，所以，所谓征求基金业内意见实际上主要是征求基金管理公司的意见，由此，基金管理公司对基金法规政策的形成就有了重要的影响力。如前所述，在契约型基金的制度缺陷中可以清楚地看到，一系列制度规定明显有利于基金管理公司，不利于维护基金持有人的权益。

其三，在基金托管人由基金管理公司选择的条件下，基金托管人对基金管理公司的运作监督流于形式。2000年10月“基金黑幕”一文披露了基金运作中的一系列问题，此时，人们就已提出疑问，基金托管人对这些“黑幕”操作究竟是知道还是不知道？又是如何监督的。2001年12月，在“深高速”增发新股的申购中，各家基金在基金净值仅为780多亿元的条件，47只基金申购资金总量高达1056亿元^①，对此，人们再次提出，基金

^①参见《基金业再爆黑幕》，《经济参考报》2002年1月9日。

托管人的监督职能何在？事实上，在基金托管人由基金管理公司选择的条件下，各家商业银行都将基金管理公司当作重要的大客户，惟恐“得罪”基金管理公司而失去这笔大业务，因此，睁一眼闭一眼，在监督上很少与基金管理公司“叫劲”。这不仅使一些基金管理公司的违规行为得以实施，而且也加强了基金管理公司在基金业中的垄断。

其四，基金管理公司收取的基金管理费具有垄断性质。在发达国家，通过基金管理人之间的竞争，基金管理费呈下降趋势。但在中国，由于基金管理人只能由基金管理公司担任，而基金管理公司又通过审批程序产生（从 1998 年至今，经审批设立的基金管理公司不足 15 家），由此，基金管理公司极容易在共同利益的基础上通过协商（在发达国家称为“合谋”）达成基金管理费率的一致意见，从而形成垄断收费。1998 年证券主管部门规定基金管理费率为基金净值的 2.5%；1999 年几家基金管理公司达成协议，将基金管理费下降到基金净值的 1.5%。以此为例，假定 1 家基金管理公司管理 80 亿元规模的基金资金且基金净值等于基金原值，则按 1.5% 计算，每年收取的管理费数额高达 1.2 亿元，而 1 家基金管理公司在运作基金资金中所耗费的各项成本大致在 2000 万元左右，差额高达 1 亿元左右。如将这些差额计为基金管理公司的盈利，再考虑基金净值的增长，那么，就基金管理公司的注册资本而言，基金管理公司发起人的每年投资收益率可稳达 100% 以上，远远高于其他各个产业的投资收益率。

第三，基金运作中存在着一些不规范的现象。基金作为一类机构投资者在证券市场中应与其他机构投资者和个人投资者处于公平地位，基金运作应遵守有关规定和《基金契约书》的规定，但在几年的实践中，这些基本的行为规范并没有真正得到贯彻。主要表现有二：

其一，基金特权。在 1998 年设立新基金以后，中国证监会

就开始给基金以特权。当时规定，在每只新股（IPO）发行中，每只基金可以不参加申购，而直接按新股总发行额的 5% 购入新股；由于各只新股品质不同，由此，基金还可根据自己的取向选择是否运用这一特权。众所周知，在中国股票市场中发行价与交易价之间存在着巨大的差额，在发行市场中认购新股后再在交易市场中卖出该股，一般可获得 50% ~ 100% 的差价收益，高的可获得 150% ~ 200% 的差价收益，因此，授予基金直接购买新股的特权，实际上就是直接将这部分差价收益“送”给基金（在这种背景下，基金运作“跑赢”股市绝非基金管理人之力，而是特权的“功劳”）。2000 年以后，这种认购新股的特权被取消了，但新的特权又出现了。例如，2002 年 4 月 9 日，有关媒体报道说，根据基金申购新股有关文件的最新规定，基金管理公司运用基金资产参与股票发行申购，单只基金所申报的金额不得超过该基金的总资产^①。这实际上意味着，基金管理公司可以单只基金的总资产来申购新股，而其他机构投资者和个人投资者均只能按照所持有的货币资金量申购新股。如若某只基金账面资产结构为证券 90%、货币资金 10%，则意味着按总资产申购新股的数量要比按货币资金申购新股的数量大 9 倍。

基金为何拥有特权？各种猜测纷纷。一种说法是，有关主管部门需要将基金作为调控股市的政策力量以使股市走势符合政策意图，由于在充当股市调控工具的过程中基金并不总是可以得利，因此，需要给基金特权以弥补其损失。另一种说法是，由于基金属机构投资者范畴，发展机构投资者就是发展基金，所以，为了增强基金对其他投资者的吸引力，以加速发展机构投资者，需要给基金特权。再一种说法是，由于基金的投资者大多数是个人投资者，为了保障这部分个人投资者的利益，需要给基金特

^① 《基金申购新股有新规》，《中国证券报》2002 年 4 月 9 日。

权。不论基金持有特权的理由有多少，有一点是极为清楚的，即这种特权是以损害股票市场的公平原则和其他投资者（包括机构投资者和个人投资者）的权益为前提的，它只能引致股票市场更加不规范，不利于股票市场的健康发展。

其二，基金融资。2000 年以后，随着国债抵押贷款、股票质押贷款、非银行金融机构进入拆借市场等融资渠道的拓展，一些基金管理公司也开始运用基金资产进行融资。其中尤为突出的是，一些基金管理公司将基金资产中的国债用于抵押，获得贷款后再投资于股票；一些基金管理公司通过拆入资金认购新股（IPO），以争取获得较多的新股筹码。这些行为一方面使“暂行办法”中关于“1 个基金投资于国家债券的比例，不得低于该基金资产净值的 20%”的规定形同虚设，另一方面也违反了基金设立时的《基金契约书》中的有关规则，许多基金将“动用银行信贷资金从事基金投资”、“从事资金拆借业务”、“将基金资产用于抵押、担保、资金拆借或者贷款”等列入“基金管理人禁止行为”中^①。基金融资的直接结果是，基金负债。不论有多少理由证明这种负债多么有利可图，负债总是有风险的（例如，2001 年 7 月以后，股市快速下落，市值损失高达 30% 以上），一旦风险发生，后果的最终承担者总是基金持有人，由此，这种基金融资是否得到了基金持有人的同意？

一些基金管理公司强调说，基金融资是有关法规政策准许的，因此，没有违规之处。但如若没有一些基金管理公司的强烈呼吁（甚至多方游说）解决融资问题，如若各家基金管理公司在有关政府部门征求意见时能够充分强调基金持有人的权益保障问题，那么，这些法规政策中准许基金融资的具体条款可能就没有了。

^① 参见《中国证券报》2002 年 2 月 25 日第 15 版。

四、中国契约型基金的条件制约

在历史上，契约型基金最初是由英国创造的。为了投资购买海外高利率债券，1868 年英国政府出面组织了由专业人士管理运作的以投资美国、欧洲和殖民地国家高利率债券为主要对象的“外国和殖民地政府信托投资”（Foreign and Colonial Government Trust），由此，迈出了设立契约型基金的第一步。此时英国基金选择了“契约型”的主要原因有三：其一，缺乏股份有限公司的法律规范。英国的股份有限公司法是在 1878 年出台 1879 年实施的。在股份有限公司制度不存在的条件下，要集中众多投资者的资金从事海外债券投资，必然受到有限责任公司制度中关于股东人数限制的制约，由此，为了突破这一制度的制约，英国在经济组织模式上选择了“契约型”，同时，以下两个条件也为契约型基金的形成提供了制度保障。其二，有着比较完善的信用制度。通过第一次产业革命，英国不仅成为世界上最富有的国家，殖民地面积达到英国本土面积的 110 倍，而且建立了比较完善的信用制度和信用体系，在此背景下，守信尽职已成为公司高管人员的第一要则和行为习惯，由此，能够在较高程度上保障基金持有人的合法权益不受侵害。其三，有着比较成熟的信托制度。在世界各国中，信托制度最初是在英国建立的，并且英国的信托制度也最为成熟。不论是财产信托还是金钱信托或是私人信托，在 19 世纪 60 年代的英国都已相当成熟，由此，守信尽职地为委托人管理运作好财产不仅成为受托人的第一要则，而且也是信托市场竞争得以约束受托人行为的基本机制。

与此对比，中国的制度条件是：第一，《公司法》已于 1994 年 7 月开始实施，股份有限公司制度不仅合法，而且在近 8 年的实践中积累了丰富的经验。第二，信用制度迄今相当不完善，不论是个人的社会信用体系还是机构的信用体系都还存在着严重的