

绪 论

主题词：证券投资 · 资本结构 · 产权结构 · 市场效率

一、写作背景与意图

1. 证券投资学作为一门应用金融学，在国外是发展成熟的学科，从应用操作技术层面讲，已经发展到多学科的综合，接近边缘学科的范畴。综观研究动态，无论在国内还是国外，多偏重于微观层面上的证券投资运作方法、投资技巧和投资管理的应用理论和方法。例如：

H · E · Dougall 在《投资学》一书中指出：“投资就是投放现有资金，以便于以利息、租金或退休金的形式，或者以本金价值升值的形式取得将来的收入”。

W · F · Sharpe 的《投资学》认为“投资是牺牲一定的现值去换取不确定的期望值。”

台湾学者龚平邦在《投资学》中确定“投资学是在研究以最有效的方法，和最安全的途径，将资金用于再生产，以达到牟利目的之科学”；刘作人在《投资学原理》中提出“投资学是一种极为庞杂的应用经济学”研究对象主要有四点：（一）开发投资的经济理论与经济政策；（二）分析证券投资的性质与经营方法”；（三）“探讨居间投资，不动产投资及国外投资方式”；（四）提供市场调查与投资服务的意见。”

国外证券投资理论中颇具影响的 1990 年诺奖经济学得主

H·M·Markowitz 的“证券组合理论”阐述了证券投资收益和风险分析的主要原理和方法，研究的角度也偏重于投资管理或投资技巧。

国内学者近十年的研究，仍然沿袭上述思路探索前进，在研究视角和理论体系上，并无实质性的变化与进展。曹凤岐主编的《证券投资学》与另一本由中国财经出版社 1990 年出版的《金融投资学》，虽然分别提出“证券投资学是研究证券投资理论与方法的学问”、“金融投资学研究的主要内容是证券投资的基本理论，运行操作机制以及管理的方式、方法”；具体包括“金融投资在经济发展中的地位和作用；投资工具的创新和多样化；投资市场的开拓与健全；投资中介机构的设置与分布；投资效果的考核标准；投资管理的规范等等”但其研究的基本层面仍然是微观操作技术。

2. 中国证券投资的非常态发展，是当代中国在改革开放中引人注目、耐人寻味的经济现象。例如：一批有志青年学者早在 1984 年就提出：“开放金融市场是金融改革的突破口”的主张，实践中却突而不破；中国当代证券投资出现初期是需求过剩，供给不足，股市价格成百倍上涨。一旦扩容又转入供给过剩，需求不足，股价狂泻；直至目前，中国证券市场一直被称为“政策市”、“消息市”宏观经济一热就“收市”，股市立即进入低潮，“救市”消息一传，股市价格又迅速暴涨这些现象背后的原因是什么？间接融资与直接融资是一种什么关系，是否兼容？发展证券投资与国有企业和国有银行改革之间又是一种什么关系？发展证券投资能否成为解开“国家高债务、居民高债权、银行高利率、企业高成本”链条的一条新路径？……我国证券投资发展中所暴露出的许多根本性问题，都与理论准备不足、制度条件不具备、思想观点不适应有着本质的联系，而

这些问题的回答，又都不是在传统理论和研究层面上能作出说明的。

上述两方面原因促使笔者选择这一课题。西方学者在操作层面上的研究汗牛充栋，对于诸如证券投资所需要的制度条件、运行机理等基础层面的问题，却当作不言而喻的既定前提，不予展开研究。现有投资学理论还不足以解释我国证券投资发展中的主要问题。实践却表明对于处于转轨经济中的发展中国家来说，基础层面的理论较应用理论更有意义。理论与实践都要求建立一套适合中国证券投资发展，或至少能解释自身发展中有关问题的证券投资的基础理论。基础理论问题不解决，实践中难以避免操作技术的简单仿效以及不考虑基础条件的盲目移植。

二、研究任务与预期目标

根据上述背景和意图，本书力求对证券投资作出三个方面的探索性研究：

1. 对信用为何、因何、从何、如何由商业信用、银行信用演变到证券信用进行理论剖析，阐述这一演变逻辑的经济基础、内在条件和制度结构。对证券投资的产生和发展、运行机制和客观规律性作出说明，为发展我国证券投资提供理论参考。
2. 从我国经济体制变革现实的大背景出发，探讨证券投资在政府主导型积累模式向社会主导型积累模式转变中的地位、作用；分析证券投资与建立现代企业制度和商业银行制度的相互关系，研究构建市场经济体制的储蓄——投资转化的新机制和新路径。
3. 围绕上述两大目标，结合我国证券投资发展的实际，有

针对性地介绍发达国家的证券投资运行机理与操作管理方式、方法，作为研究发展我国证券投资及其交易市场的参照系。

三、研究思路与结构体系

证券投资理论与证券投资发展的研究要求揭示证券信用发生发展的经济基础、制度条件及其内在的运行机理，并形成研究证券投资的一般理论，进而藉以对中国证券投资发展问题进行实证研究。在本书中，笔者以马克思主义理论为指导，吸收发展经济学和制度经济学的积极成果，运用规范与实证相结合、理论与实践相结合的方法进行了探索性的研究。

本书总体由四个部分组成。分设十章四十一节，其中：

第一部分是立论基础。即第一章“证券投资的一般理论分析”，主要分析了三个问题：一、信用证券化发展的理论逻辑；二、金融交易行为主体与投资形式的关系；三、证券投资发展的经济基础和制度条件。通过对这三个问题的分析，为全书提供理论框架。

第二部分阐述证券投资的机理。包括第 2、3、4、5 章，第二章“证券与证券的经济机制”、第三章“证券投资形成和发展的基础”、第四章“证券结构的理论考察”和第五章“证券的需求与供给分析”，集中研究三个方面的问题：（一）证券投资的性质；（二）证券投资产生发展的基础；（三）内在结构和供求机制决定。试图说明证券投资是什么，为什么产生？它的运行机制是怎样的？为研究我国证券投资发展提供一般理论。

第三部分分析中国证券投资的现状和发展。包括第 6、7、8、9 章，第六章“中国证券投资结构的实证分析”、第七章“中国证券投资发展的宏观分析”、第八章“证券投资与现代企业制

度”和第九章“证券投资与银行制度”致力于四个方面的分析：一、揭示我国证券投资的特点；二、论证发展我国的证券投资与国有企业和国有银行体制改革的关系；三、阐述发展证券投资对经济金融体制改革可能产生的乘数效应；四、提出发展证券投资的战略性措施。

第四部分探讨发挥证券投资及其交易市场作用的保证条件。即第 10 章“证券市场效率与监管”，论证了建立完善的证券市场监管体系是规范社会信用、提高市场效率的根本保障。

四、研究结论与主要观点

1. 关于信用证券化问题。信用证券化的实质是“债经济”的财产形式日益转化为证券形式，资源配置日益以证券为媒介的经济价值化过程。它是货币经济发展的资金商品化、信用票据化、金融交易市场化和投资社会化的必然产物。

2. 关于证券投资的基础与条件问题。储蓄是投资的基础，储蓄结构由国民收入水平和分配结构所决定。“分财于民”的收入分配结构是证券投资发展的经济基础。但是，证券投资的现实发展则有赖于相应的制度安排，现代股份经济制度和商业银行制度以及有效的市场监管体系，构成证券投资发展的制度条件，我国当前客观上存在发展证券投资的经济基础，而缺乏发展证券投资的制度条件。

3. 关于证券的内在属性问题。本书提出的证券存在与发展的基础、条件是由证券内在属性推演而来的。收入性是证券的一个基本属性。我们强调的是证券的收入性建立在真实资本增殖上，这意味着“证券契约的缔结，在于真实资本的效率，在于生产的制度条件；当一个经济制度的产权安排允许交易者

将风险外化时，收入的虚拟性似乎消失了，证券交易会成为单纯追逐收益的疯狂行为。证券的第二个属性是其信用基础。信用关系与一般关系不同，它是对未来的承诺。而从“现在”到“未来”这段时间就为接受信用的人提供了施行机会主义行为的充分空间。因此，由法律、制度来规制交易行为、显化信息，减少不确定性是证券属性的内在要求。这是监管对于证券投资的意義。证券的第三个属性是流动性。证券的流动包括两个过程，既是债务的解除，又是债务的抵结，虽然不对债务总量产生影响，却使债务期限在不同持有主体间缩短、风险缩小，从而使期限更长、风险更大的债务能够缔结。这是交易的制度安排对于交易关系发展的意义。

4. 金融交易关系的形成问题。包括货币借贷在内的资金融通关系实质上是金融交易关系。而交易不仅是物品的实际移交，同时也是物品所有权的转移。金融交易的动机与一般商品一样，都是为了获取交易的潜在利益。因此形成金融交易最基本的条件是要求经济社会具有利益机制，这就直接要求交易主体对于交易物具有明晰的产权。只有对所有物拥有权利才可能享有利益，人们也才愿意交易。这是交易的制度条件。金融交易的产生也需要经济条件，这就是储蓄主体与投资主体相分离以及储蓄物品的扩大，它对于金融交易的意义在于使交易具有了一定程度的“强迫性”。投资者要获取规模收益、消费者要获取最大效用必须借助交易；创造了融资的组织制度，使证券投资规范化、制度化，有助于节约交易成本，推进证券投资的发展。

5. 关于储蓄增长的决定因素。发展、资源配置效率、金融创新是一国储蓄增长的决定性因素，在一定条件下，制度稀缺往往成为制约储蓄现实增长的关键。在我国，增大储蓄的途径在于弥合市场分割，包括消除对民营经济的政策歧视，提高国

有经济的资本收益率。

6. 关于证券结构与企业融资结构问题。证券结构是证券的种类与持有者结构的总和，不同性质的证券结构和持有者结构，在证券结构分析中具有重要意义。

企业资本结构是复合的。企业规模、企业性质以及一定制度安排下的交易成本影响并引导资本结构的变动。利用杠杆率启动更大的资本，为取得相应收益尽可能降低破产风险的期望，构成现实中债务与资本权益比率的上、下限。任何单一的债权与股权结构或对其中任何一种过度偏重都是悖理的，都会成为企业发展的障碍，造成证券市场的畸形发展，特别是在转轨经济中还会引起一系列的问题与矛盾。

债权证券、股权证券、初级证券、次级证券的不同比例对应着不同的融资结构与企业金融资本结构。一定时期的融资结构与企业金融资本结构的形成是利益机制、价格机制、供求机制等市场机制对证券交易双方作用的结果。也是融资机制自动择优限劣、增进效率的选择过程。在我国，直接融资的资源配置效率功能目前尚未发挥，有加速“马太”效应的趋势，间接融资使资金使用划地为牢，加剧了经济的分割，造成资本的逆效益使用，降低了总体资本收益率，削弱了证券投资进一步发展的基础。

证券在不同主体间的分布结构具有不同的宏观调控效应与治理结构效应。应根据不同效应，结合我国经济中的实际问题，如调控缺乏弹性，代理成本过高，监督不力等问题，安排国债和股票的发行和流通制度。

7. 关于证券的供给与需求问题。证券市场供给与需求问题的核心是市场主体。市场的形成不单是提供场所，配备组织机构的问题，关键在于培育市场主体，脱离市场主体讨论市场供

给与市场需求问题是舍本逐末。因此考察证券供需问题有意义的是了解主体行为特点以及形成这一特点的制度基础。目前中国证券供求有三个显著特点： 证券供给的重筹资，轻转制倾向； 证券供给的非市场约束性； 初级证券与次级证券的供求常常发生错位与混乱。

8. 关于我国投资模式转化合理性的判断问题。经过十八年市场化、分权化的经济体制改革，在宏观上的突出变化是权力与利益主体的形成，储蓄与投资的分离，金融中介作用的增强，市场“交易规则”的启动。这一切标志着财政主导型投资转向金融主导型投资已经具备了一定的基础。

9. 关于证券投资在制度变革中的作用问题。我国证券投资的发展是以国债和股票为主，从试验到发展、从债权到股权、从简单的筹资到制度变迁的渐进发展过程。发展证券投资对深化国有企业改革，完善要素市场，推动社会保障制度、财政制度和金融制度改革，改善宏观调控机制，促进产业结构调整诸方面，都有不可替代的作用，发挥着重要的筹资、改革、转制三重功能。

10. 当前我国证券投资发展中的问题与可供选择的措施。在体制转轨过程中，新旧两种机制相互碰撞，证券投资功能扭曲，资本证券发展滞后，货币证券资本化现象严重；上市公司的股权结构失衡，不流通的国有股权比重过大，统一的证券市场被割裂，这是现阶段我国证券市场的显著特征。我国证券投资进一步发展的关键在于重塑市场主体。在市场经济国家，企业的产生是追求效率的结果。竞争与交易成本决定了企业与市场的边界，或管理与市场的边界。相形之下，传统体制下“巨型”国有企业缺乏理性，重塑市场主体最重要的任务之一就是完成政府职能的转变。发展资本市场，培育多元化投资主体，

由改变企业资本结构入手（如允许一些非国经济成分进入国有企业内部）使国有企业资本结构多元化、社会化，将经济民主化引入经济中，进而减少政府干预，是可供选择的政策思路。

11. 企业是各种生产要素产权的载体，企业的效率取决于产权的不同安排，只有在产权明晰的主体之间才有可能产生规范的证券交易行为。企业产权制度作用于效率的传导机制是激励与监督机制。激励监督机制有助于降低代理成本，是公司治理结构的核心。公司治理结构的权力与责任由财产所有权和法人财产权的相互关系中产生。因此，产权证券化和证券参与主体多元化程度影响公司的治理结构。我们认为采取日本式的主银行制来消除代理成本，除兼得债权人与股东控制的优势之外，对于我国防止国有资产流失，解决部分债务问题具有特殊的意义。

12. 信用制度——融资结构——产权安排——企业组织形式是企业演变的逻辑过程。这一认识是我们理解企业制度与银行制度必须配套改革的关键。当我们不仅考虑由一种企业组织形式向另一种形式演变的结果，而且考虑与这种演变同时发生的“环境”的变化，可以发现，与企业产权制度并行的信用关系的发展，企业融资结构的变化是企业产权组织形式更替的逻辑过程。

13. 信用关系发展程度不同，金融投资行为不同，企业资本结构不同，要求的产权安排也不同。信用关系不发达时，盛行的是企业主制的企业形式，企业融资结构单一，产权结构单一。单一的资本所有权不可能启动大量的债务。而在其后的合伙制中，融资结构已呈多元股权与债权的混合结构，产权形式较为复杂，但个别资本仍未社会化。在股份制中，融资结构的变化使产权形式发生了质变，所有权的具体承担者已不再有意义，公

司法人作为一个独立实体与单个资本相对立。只有这种产权安排才最好地释放了组织潜在的规模收益。当然，也有新的问题出现，从企业角度看是代理成本、道德风险问题，从证券投资的角度看，证券投资者对资金运用的监督费用提高了，这是证券市场的“市场缺陷”。消除代理成本，维护所有者权益，无疑也是弥补证券市场缺陷的举措。在我国，信用关系的发展从某种程度上说依赖于融资制度的变革，必须深化金融体制改革为企业制度创新提供“环境”。揭示企业制度与信用关系的互相影响，不仅为探讨证券投资发展路径提供线索，也为金融体制与企业制度配套改革提供了理论依据。

14. 银行信用与证券信用是金融结构的不同组成部分，其演进不是单一的过程，也不是发展过程中的两个阶段，而是平行发展或整体演进过程，是两者既矛盾又统一的发展过程。信用证券化趋势不会削弱银行的作用，银行作用的增强也不会阻挡信用证券化趋势。

15. 现代银行是证券市场重要的创新主体与交易主体。这是由银行性质内生的。现代银行的作用不仅限于充当简单的存贷中介，与此同时，购进对借款人的要求权，出售对自身的要求权，创新证券品种，使信用关系更具有约束力，促进了证券投资的发展。在我国，发展证券投资与改善商业银行经营的外部环境是相互受益的过程。传统计划金融制度与发展证券投资不具有兼容性，重塑国有银行的产权制度，建立适合我国证券投资发展的交易主体，构造投资的微观制度条件。

16. 银行业与证券业综合经营，分业管理是一种发展趋势，从分业经营到综合经营是金融制度演进的漫长过程，与管制金融、规制金融，“自由”金融发展阶段相适应，银行业与证券业的关系，客观上存在着一个由两业分离到有限交叉再到综合

经营的逻辑演进过程。

17. 对证券投资及其交易市场的监管，内生于金融交易的需要。证券投资的不确定性、价格机制扭曲、以及金融机制的特殊风险，会降低市场效率。监管成为维护“有效市场”的公共选择。监管是公正地将交易行为导入交易秩序的最权威性力量，通过证券投资及其交易的监管，保护交易双方的利益和权利，约束双方的行为，为交易各方创造和维护“公开、公正、公平”的交易环境，实现证券投资及其交易的稳定发展。

第一章 证券投资的一般理论分析

内容提要：

- 货币经济的资金商品化、信用票据化、金融交易市场化和投资社会化，形成证券投资发展的理论逻辑。

- 经济行为主体决定投资形式，证券投资是经济主体多元化必然选择的投资形式。

- 股份经济和商业银行制度的发展，要求优化债权、股权结构，这是银行信用与证券信用融合成长的内在机制，而证券信用的价值流通变现功能、收益与风险约束机制、以及证券信用的硬约束和可控程度高，决定了银行信用证券化的必然性。

- 储蓄是投资的基础，国民收入水平和分配结构决定储蓄结构，一个“分财于民”的收入分配结构是证券投资发展的经济基础。现代企业制度和现代商业银行制度以及健全的市场监管体系，构成证券投资发展的制度条件。

证券投资是以证券信用为载体，通过市场交易而形成的资金商品化、市场化、社会化的筹资、融资方式。它是商品经济、货币经济和信用制度发展到成熟阶段的产物。银行业、金融市场、股份经济企业诸多因素有机结合，构成现代证券投资体系。

信用为何、因何、从何经由商业信用——银行信用演变到证券信用；这种演变的内在理论逻辑是什么？演变的经济基础和内在条件是什么？这是证券投资研究中存在的一个薄弱环节，国内外有关金融投资、证券投资、资本市场的教科书、学术专著，都把上述问题作为既定前提，多数只讲是什么？怎么样？很

少涉及为何、因何、从何产生和发展的问題。显然，在发达市场经济条件下是合理的，也完全符合西方学者的现实应用型思维方法，甚至是无可非议的约定俗成。然而，对于从中央计划产品经济制度向市场经济制度转变的国家来讲，要重建要素市场体系，发展金融市场和证券投资，通过证券投资构建储蓄转向投资的市场机制，为国有企业和国有经济转变机制，建立市场经济体制的微观经济金融基础，则具有极为重要的意义。因为，只有从理论和实际的结合上搞清楚信用为何、因何、从何经由商业信用——银行信用——证券信用演变的历史逻辑，才有可能正确地把握证券投资的客观规律，深化现存体制改革，创造发展证券投资的内外制度条件。

一、证券投资的理论发展逻辑

证券投资理论根源于货币经济理论。证券投资从萌芽、发展到成熟，在时间跨度上经历了三百多年的演变过程，从理论上分析，证券投资是货币经济的资金商品化、信用票据化、金融交易市场化、投资社会化逻辑发展的必然产物。

（一）资金商品化：现代证券投资形成的胚胎

货币从普通商品分离出来执行价值和流通手段职能，成为与一切商品相交换的特殊商品，在商品经济和信用制度的发展中，货币获得一种全新的增殖职能，成为资本（资金）。在信用制度下资金转变成为可以交易的商品。马克思深刻指出：“在这里，它的使用价值正在于它转化为资本，作为生产利润的手段的这种属性来说，它变成了商品，不过是一种特殊的商品，或者换一种说法，货币作为资本变成了商品。”

这就是说，作为资本的货币与作为货币的货币，具有完全

不同的流通形式和特点。作为货币的货币其流通形式 $W—G—W$ 是为买而卖，货币不过是一种交易的手段。作为资本的货币的流通形式 $G—W—G'$ 表明货币的现在价值大于未来价值，这种货币时间价值的差异使等量货币在不同偏好的所有者手中存在不同的效用，资金交易就是交易双方按照各自的偏好追逐效用、从交易中获得货币增殖的行为，一方转让资金使用权，另一方获得使用权而承诺未来支付一定报酬。转让资金使用权是信用制度发展中的一次质的飞跃，由此开始了资金商品化的新纪元。资金商品化，大大拓宽了产业筹资、融资的渠道，使企业可以超越自身的资本积累能力，在信用机构和金融市场上，获取短期资金融通和长期投资的资金。从货币的产生到货币资金化，以及货币资金在信用制度下转化为借贷资金的过程，反映了资金商品化的发展轨迹，这正是现代证券投资发展的初始胚胎。

（二）信用票据化：现代证券投资体系的雏形

商品经济的发展，商品交易和价值实现在时间上和空间上的分离，使价值实现形式由现金交易演进到延期支付，卖方成为债权人，买方成为债务人。货币在这里取得了新的支付手段职能。随着信用制度的发展，在支付手段职能基础上，出现了约定债权债务关系的信用票据。信用票据化首先是在商业信用中出现的，商业本票是商品交换中最早出现的信用票据，商业汇票是随着国内外市场的发展形成的信用支付工具。商业票据经过银行信用的保证，又产生银行承兑票据，相应出现银行信用票据化。银行本票、支票、承兑汇票等短期信用工具，成为现代货币市场的交易对象。

信用票据化最重要的发展是债券和股票的产生。债券和股票长期信用工具的出现，标志着信用证券化的发展，由于这些

长期信用工具是产业扩充资本的信用，所以，国外又称这种信用工具为“资本证券”。它与“货币证券”的商业票据，作为货币的代替物节省货币使用不同，债券、股票是筹集资本的工具，具有收益性、变现性、安全性和期限性相统一的特征，获得了资本的性格，成为现代资本市场证券投资的理想对象。由此可见，信用票据化的演变过程是商业信用票据化—银行信用票据化—信用证券化的渐进过程。^①

（三）金融交易市场化：证券投资的基本条件

资金商品化拓宽了筹资和融资渠道，信用票据化为资金交易提供了多样化的证券投资工具，从而创造了金融交易市场化的基本条件。

从理论抽象的一般意义上讲，最原始的金融交易方式是私人间的直接借贷，这是一般的民间借贷，随着信用制度和银行制度的发展，银行成为强有力的社会资金融通中介，逐步取代民间私人直接借贷，银行间接融资成为近代金融交易的主流，以银行信用为中介的借贷市场是近代信用制度中有组织的金融市场。从原始的无组织的私人直接融资到有组织的银行间接融资的演进，标志着金融交易市场化发展过程质的飞跃，决定着交易市场化的一切条件。由银行间接融资到通过金融市场以证券信用为对象的直接融资，不过是信用交易关系扩大的形式罢了，因为无论是货币市场还是资本市场，都离不开银行信用的支撑。可见，以证券交易市场为基础的直接金融交易，只是改善了资金盈余者和亏绌者的融资投资的地位和条件，而不是形成这种地位和条件，从这个意义上讲，证券投资的产生和发

信用证券化的实质，在于债经济的财产形式日益转化为证券形式，资源配置日益以证券为媒介。

展，是近代信用制度演变的题中之义。

（四）产业资本形成的社会化和结构多元化：证券投资发展的内在要求

随着生产社会化和生产规模的扩大，资本的积聚远远不能适应生产发展对资金的需求，要求通过资本的集中来加速资本的积聚。金融市场特别是资本市场的主要特征是它的公开性和社会性，能够最大限度地发挥集中社会资金的功能，这就成为证券投资发展最根本的原因。股份制的产生，证券投资的迅速发展，形成了以银行信用为基础的间接融资与直接融资相得益彰的现代金融市场体系。

社会化、公开化的证券交易市场与银行借贷市场相比，具有独特的优势，社会化的公开市场首先具有良好的投资环境，入市者不受个人或机构和地域上的限制；价格形成有充分的市场公开竞争机制；这是促进投资社会化的主要因素。其次，交易工具多样化，为入市投资者提供了不同收益和风险的投资工具，能够最充分满足对收益性、风险性、流动性不同偏好的投资需要，从而大大提高了投资社会化的水平。再次是证券面值小额化，又为众多的小额投资者广泛参加证券投资提供了现实可能性。

二、经济行为主体与投资形式

投资是一种经济行为。投资形式是经济主体采取的投资方式。经济行为主体不同，投资所采取的方式也各异。以国家（政府）为投资主体的条件下，投资一般采取财政拨款方式；以企业（包括金融企业）为投资主体时，或采取信用借贷方式，或采取股票、债券投资方式；在以个人为投资主体条件下，往往

采取银行存款或基金投资方式。以资本市场为基础的证券投资，则是国家、企业和个人都可以充分利用的投资形式。

长期以来受传统理论偏见的束缚，把投资形式同社会制度联系起来，甚至划上等号，财政拨款投资方式被视为社会主义计划经济制度的投资形式，把购买债券、股票等“资本证券”投资形式，看成资本主义制度的投资形式，这样，就从根本上否定了投资形式的同一性。现代经济发展的历史证明，财政拨款的投资形式和证券投资形式，无论是在资本主义制度还是社会主义制度都是储蓄转化投资的形式。虽然，在其发挥作用时打上某些社会经济制度的烙印，但是，证券投资形式，作为合理组织生产要素（资金）的交易工具，又是可以超越社会制度而独立存在和发挥作用的。问题不在于投资形式本身，关键在于如何利用不同的投资形式。

诚然，财政拨款投资形式和现代证券投资形式，又具有显著的区别，特别表现在五个方面：

——经济基础不同。财政投资形式建立在一般社会经济基础上，无论是物物交换经济，还是商品经济抑或是产品分配经济，只要是国家权力所能管理的经济，都足以形成财政投资；证券投资则必须建立在发达商品信用经济基础上。

——经济关系不同。证券投资体现的是交易关系，而财政投资则体现行政分配关系。

——资金来源渠道不同。财政投资的资金来源主要通过税收集中，而证券投资则通过市场渠道动员。

——投资主体不同。财政投资是单一的国家主体，证券投资是多元化的，包括了政府、企业和个人的投资。

——投资风险集中程度不同。财政投资风险集中，证券投资风险分散。