

国/际/经/济/比/较/研/究/系/列

西方证券投资理论

REVIEWS ON WESTERN
SECURITY INVESTMENT THEORY

Evolution and Commentary

演变与述评

杨长汉 ~ 编著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

国/际/经/济/比/较/研/究/系/列

西方证券投资理论

REVIEWS ON WESTERN
SECURITY INVESTMENT THEORY
Evolution and Commentary
演变与述评

杨长汉~编著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

西方证券投资理论:演变与述评/杨长汉编著. —北京:经济管理出版社,2009.12

ISBN 978-7-5096-0841-8

I. ①西… II. ①杨… III. ①证券投资—经济理论—西方国家 IV. ①F835.05

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 215921 号

出版发行:经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话:(010)51915602 邮编:100038

印刷:世界知识印刷厂

经销:新华书店

组稿编辑:陆雅丽

责任编辑:陆雅丽

技术编辑:黄 铎

责任校对:陈 颖

720mm×1000mm/16

14 印张

235 千字

2010 年 1 月第 1 版

2010 年 1 月第 1 次印刷

定价:32.00 元

书号:ISBN 978-7-5096-0841-8

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部
负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街 2 号

电话:(010)68022974

邮编:100836

前 言

从事证券投资理论研究和实际工作已经第十八个年头了。

1991年大学毕业后，在政府财经管理部门、上市公司、私募基金从事了大量与证券相关的研究和实践工作。2001年就读中央财经大学“资本市场研究生班”，并于2003年获硕士学位，2007年攻读中央财经大学金融学院博士。至今担任金融新网、中国养老金网CEO兼研究员；中央财经大学证券期货研究所研究员、中央财经大学银行业研究中心研究员；中国企业家联合会培训中心客座教授。

1. 科研成果：这个过程当中，分别以本名杨长汉和笔名杨老金出版并发表大量研究成果，其中本人专著两部（《企业年金投资研究》、《西方证券投资理论：演变与述评》）、主编著作三部（《企业年金方案设计与管理》、《中国企业年金发展报告》、《基本养老保险个人账户基金管理体制研究》）、参与编写教材《证券投资学》、主译著作一部（《养老金治理与投资》）、参与翻译《养老金规范与监管》，获部委优秀论文奖一次。在《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》、《证券日报》、《首席财务官》等报刊发表了大量相关论文。同时出版了大量金融证券知识读物，连续六届主编出版《证券从业资格考试辅导丛书》（含《证券市场基础知识》、《证券交易》、《证券发行与承销》、《证券投资分析》、《证券投资基金》），主编了《金融理财师辅导丛书》（含《金融理财原理》、《投资规划》、《个人税务与遗产筹划》、《个人风险管理与保险规划》、《员工福利与退休计划》）、《最新股票投资实用读本》、《最新基金投资实用读本》、《最新外汇投资实用读本》、《最新期货投资实用读本》、《最新债券投资实用读本》，编著《决胜B股》、《B股淘金》。

2. 课题研究：参与并独立组织了大量金融证券和养老金研发课题。参

与国际经合组织（OECD）等国际组织、人力资源和社会保障部、证监会、银监会、保监会、国内外著名金融机构、各类大型企业集团有关金融证券和企业年金、养老金的课题研发和市场培育。

3. 学术活动：承办并独立组织了大量金融证券和养老金的研讨会，如1999年在友谊宾馆主办“全国中小企业融资研讨会”；2000年在中央财经大学主办“地方财政热点研讨会”；2000年承办中国劳动和社会保障部、英国施罗德金融集团在北京王府饭店举办的“社会保险基金监管国际研讨会”；2001年承办中国劳动和社会保障部、国际经合组织（OECD）在北京凯宾斯基大酒店举办的“中国企业年金监管国际研讨会”；等等。

4. 教学演讲：在北京、上海、深圳、广州、成都、青岛、三亚、沈阳、西安等地巡回为银行、证券、基金、保险、工商企业集团等机构演讲金融证券和企业年金。全部主讲《证券市场基础知识》、《证券交易》、《证券发行与承销》、《证券投资分析》、《证券投资基金》和金融理财师、理财规划师、企业年金课程。单次连续演讲最高纪录为五天全天演讲证券从业资格考试全部课程。

5. 国际交流：与海外大型金融证券机构和学术机构及学者专家保持长期密切联系，并持续合作。理论探讨合作的机构主要有宾夕法尼亚大学、波士顿大学、耶鲁大学、伦敦大学等，实际合作的机构主要有国际经合组织即OECD、标准人寿、全球人寿、普信资产管理集团、施罗德金融集团、麦格理金融集团、路透集团等。

6. 专业实践：1991~1993年担任省级政府财经管理部门干部；1993~1994年担任中国首批100家试点改制上市的一家上市公司的投资部经理；1994~2000年自行创业并进行证券投资；2000~2003年担任一家私募基金高级经理，参与对一家上市公司的并购和大规模的私募基金投资；2000年以来至今创立金融新网和中国养老金网，引领中国养老金金融和网络金融行业发展。

7. 感恩之心：高中时期，在当时几乎食不果腹的困难的经济条件下，我省吃俭用抠出基本生活费订阅了《少年经济学家》杂志。1987年起在中央财经大学就读本科期间，醉心于马克思的《资本论》和各种西方经济学前沿理论。期间聆听了北京大学曹凤歧教授、复旦大学谢百三教授、人民

大学吴晓求教授、中央财经大学贺强教授等很多学者有关股份制和证券市场的课程和演讲，理想一直指引我的前行。

在求学和工作过程中，一直得到 OECD 等国际组织和著名学术科研机构及其领导和专家的支持，并得到了中国人力资源和社会保障部、证监会、保监会、银监会、中国人民银行、国资委、财政部等政府部门和监管机构有关领导和专家的指导和支持。包括中国证券业协会黄湘平会长、湖南省政协章锐夫副主席、湖南省邵阳市余雄副市长；中国人力资源和社会保障部基金司陈良司长、刘梅副司长、张浩副司长；国资委分配局姚洪杰巡视员；证监会基金司李正强司长、银监会创新部李伏安主任、保监会资金部孙建勇主任；等等。

众多的著名经济学者、金融学者和朋友们对我的工作和研究给予了大量的指导、支持、帮助。包括中国社会科学院拉美研究所所长郑秉文教授、武汉大学邓大松教授、中国社会科学院金融研究所副所长王国刚教授、中国人民银行研究局副局长焦瑾璞研究员、北京大学副校长于鸿君教授、北京大学中国保险与社会保障研究中心于小东教授、西南财经大学社会保障研究所所长林义教授、中国人民大学公共管理学院院长董克用教授、中国人民大学社会保障研究所所长李绍光教授、国务院发展研究中心研究员巴曙松教授、清华大学就业与社会保障研究中心主任杨燕绥教授、上海财经大学副校长丛树海教授、辽宁大学副校长穆怀中教授、中国人民大学李珍教授、武汉大学刘昌平教授，等等。

众多国内外金融机构的领导、专家、朋友对我的工作和研究给予了大量的指导、支持、帮助。包括工银瑞信基金管理公司总经理郭特华博士、工商银行企业年金中心赵跃总经理、中国银行企业年金中心肖伟总经理、建设银行公司银行部总经理陈玉祥教授、民生银行托管部陈凌总经理、光大银行企业年金中心总经理李海红博士、招商银行企业年金中心总经理祝献忠博士、南方基金管理公司郑文祥副总裁、太平养老保险公司杨帆总裁、太平养老保险公司北方中心邢茂华总经理、长江养老保险公司高松凡副总经理、平安养老保险公司高菁副总经理、嘉实基金管理公司戴京焦副总裁、富国基金管理公司何树方副总裁、美国普信集团副总裁林羿博士，等等。

本书是我在中央财经大学金融学院就读博士期间研究的主要成果之一。

导师全国政协委员、中央财经大学金融学院教授、中央财经大学证券期货研究所所长、著名金融证券学者贺强先生，对我本科、硕士、博士阶段的学习及工作都给予了长期的指导和帮助。博士求学期间我系统接受了吴晓灵教授、李健教授、贺强教授、吴念鲁教授、张礼卿教授等关于金融学的严格的专业教导。整个求学过程当中，一直得到了李俊生教授、梁勇老师、史建平教授、张铁刚教授、李晓林教授、王雍君教授等对我学业、工作的关怀、指导、帮助。

同学、同事和社会各界朋友都对我的学习、研究、工作、事业给予了关怀、指导、帮助。邹照洪、陈波、陈飞、毛坤美、谢建辉、蒋成、徐平、鲁性东、王建中、崔贺龙、李佳、黄念、崔勇、闫立忠等人尤其给予了我难能可贵的帮助、鼓励、关心、支持。

家人的关怀、帮助、支持更是我学业、工作、事业发展的基础，感谢家人为我在精神和物质上的付出，言语难以表达。

给予我关心、帮助、支持的领导、专家、老师、同学、朋友、亲人之多，难以一一列名致谢。

唯怀感恩之心，用心努力，一如既往，回报行业、回报社会。

杨长汉（笔名：杨老金）

2009年9月16日于北京西直门海云轩

目 录

第一章 导论：西方证券投资理论发展概述	1
第一节 西方证券投资理论发展的主要脉络	1
第二节 西方证券投资理论发展与诺贝尔经济学奖	4
第二章 西方证券投资的基本分析理论	9
第一节 西方证券投资基本分析理论概述	9
一、证券投资基本分析流派的发展及演变	10
二、证券投资基本分析流派的研究内容	14
第二节 20 世纪 50 年代以前的资产定价理论	15
一、债券的定价模型	15
二、股票的定价模型	16
三、期权的定价模型	17
第三节 格雷厄姆的基本投资分析理论	17
一、格雷厄姆基本分析理论的主要思想	18
二、对格雷厄姆基本分析理论的述评	24
第四节 威廉姆森的基本分析理论	25
一、威廉姆森的基本分析理论的主要思想	25
二、对威廉姆森基本分析理论的述评	28
第五节 马克思的股份制思想	29
一、马克思关于股份公司组织特征的论述	29
二、马克思关于股份制特点的论述	30
三、马克思的股份制思想与其他学者有关股份制思想的异同点	31

第三章 西方证券投资的技术分析理论	34
第一节 西方证券投资技术分析理论概述	34
一、证券投资技术分析理论的产生与发展	35
二、证券投资技术分析流派的理论基础	36
三、证券投资中基本分析理论和技术分析理论的区别	39
第二节 道氏理论	40
一、道氏理论的产生与发展	40
二、道氏理论的基本假设前提	42
三、道氏理论的基本思想和观点	43
四、道氏理论的局限性	46
第三节 K线图理论	48
一、K线图理论的起源	48
二、K线图理论的基本原理	48
三、K线图理论的局限性	50
第四节 反转与持续整理图形理论	50
一、形态理论的起源	51
二、股票价格的运行规律和两种形态类型	52
三、反转理论的基本思想	53
四、持续整理形态理论的基本思想	55
五、形态理论的局限性	58
第五节 切线理论	58
一、切线理论概述	59
二、切线理论的基本内容	59
三、使用切线理论应注意的问题	61
第六节 艾略特波浪理论	62
一、波浪理论的产生和发展	62
二、波浪理论的基本思想和原理	63
三、波浪理论的局限性	66
第七节 江恩理论	67
一、江恩理论的产生与发展	67
二、江恩理论的主要内容	68

三、江恩理论的局限性	72
第四章 西方证券投资组合理论	74
第一节 西方证券投资组合理论概述	74
一、证券投资组合理论的含义	74
二、西方证券投资组合理论的产生和发展	75
第二节 现代资产组合理论	78
一、现代资产组合理论概述	79
二、现代资产组合理论的基本模型	80
三、托宾对马克维兹资产组合理论的拓展	84
四、对现代资产组合理论的简要述评	87
第三节 资本资产定价模型	90
一、标准的资本资产定价模型	90
二、资本资产定价模型的修正模型	92
三、对资本资产定价模型的简要述评	95
第四节 因素模型	97
一、单因素模型	97
二、多因素模型	98
三、对因素模型的述评	99
第五节 套利定价理论	100
一、套利定价理论概述	101
二、套利定价理论的基本模型	102
三、套利定价理论与资本资产定价模型的异同点	103
第六节 期权定价理论	104
一、早期的期权定价理论	105
二、布莱克—斯科尔斯公式	107
三、布莱克—斯科尔斯公式诞生后期权定价理论的发展	108
第七节 证券投资基金的绩效评价理论	112
一、主要证券投资基金绩效评价指数	112
二、对证券组合绩效评价指数的述评	114
三、修正的证券组合绩效评价指标	115

第八节 现代证券投资组合理论的新进展·····	116
一、纳入流动性的证券组合理论·····	116
二、基于 VaR 模型的资产组合理论 ·····	117
三、行为投资组合理论·····	117
四、基于非效用最大化的证券投资组合理论·····	118
第五章 有效市场假说理论 ·····	119
第一节 有效市场假说理论的提出与发展·····	119
一、早期学者对“随机游走假说”的论述——有效市场 假说理论的雏形·····	120
二、有效市场假说理论的形成——法马“有效市场假说”的提出·····	122
第二节 有效市场假说理论的含义及类型·····	124
一、“有效市场”的界定 ·····	124
二、有效市场的类型·····	126
第三节 有效市场假说理论的实证检验·····	127
一、弱式有效市场的检验·····	127
二、半强式有效市场的检验·····	129
三、强式有效市场的检验·····	131
第四节 对有效市场假说理论的述评·····	132
一、有效市场假说理论的理论局限性及面临的挑战·····	132
二、对有效市场假说理论的简要述评·····	138
第六章 行为金融理论在证券投资中的应用 ·····	139
第一节 行为金融理论概述·····	139
一、行为金融理论的发展历程·····	139
二、行为金融理论的定义·····	143
三、行为金融理论与传统主流证券投资学的区别·····	144
四、行为金融理论的研究范畴·····	147
五、行为金融学的理论优势及局限性·····	148
第二节 西方证券投资中的行为分析理论概述·····	149
一、行为金融理论对个别股票“异常”现象的解释·····	150

二、行为金融理论对整体股票市场“异常”现象的解释·····	156
三、封闭式基金折价之谜·····	159
四、红利之谜·····	160
五、对“证券投资中行为分析理论”的述评·····	161
第三节 证券投资中的行为金融理论·····	162
一、期望理论·····	163
二、行为资产组合理论·····	165
三、行为资产定价理论·····	166
四、反应不足和反应过度理论·····	167
五、噪声交易理论·····	168
第四节 证券投资中的行为分析模型·····	169
一、对反应不足和反应过度现象进行解释的模型·····	169
二、行为资产定价模型·····	175
三、行为资产组合模型·····	176
 第七章 西方证券投资理论的其他重要进展·····	 178
第一节 金融市场微观结构理论·····	178
一、金融市场微观结构理论的发展历程·····	179
二、金融市场微观结构理论的主要内容·····	183
三、对金融市场微观结构理论的述评·····	189
第二节 金融工程理论的产生和发展·····	190
一、有关“金融工程”的定义——金融工程学概念的起源·····	191
二、金融工程理论的主要内容·····	192
三、对金融工程理论的述评·····	193
第三节 资本结构理论·····	194
一、资本结构理论概述·····	194
二、资本结构理论的主要内容·····	195
三、对资本结构理论的述评·····	202
 参考文献·····	 204

第一章 导论：西方证券投资理论发展概述

第一节 西方证券投资理论发展的主要脉络

无论是进行证券投资理论研究，还是进行证券投资实践，都需要遵循理论和实践相结合的原则。西方证券市场的发展历史迄今已达 400 多年，西方证券投资理论与证券市场的发展相伴相生。理论和实践紧密结合，是证券投资理论发展的突出特点。证券市场的实际发展，促进了证券投资理论的发展。证券理论的发展，反过来，又有力地促进了证券市场的发展。古典经济学关于价值与价格、股份制、社会分工、资本积累等证券投资理论，是对社会化、资本化的证券市场经济早期的理论总结和指导。证券投资的基本分析理论，催生了世界首富巴菲特等一大批价值投资者。证券投资的技术分析理论，迄今仍然是证券理论分析和广大的证券投资者的实践操作圭臬。证券投资组合理论，极大地促进了机构投资者的发展。有效市场假说理论，是指数投资的理论基础。行为金融理论，可以有效地解释和指导证券投资实践。在证券投资领域，理论和实践互相影响、相互促进，相得益彰。

西方证券投资理论的发展大致分为三个阶段，即古典的证券投资理论、现代证券投资理论和当代证券投资理论。其中古典的证券投资理论主要是指 20 世纪 50 年代以前，以公司的财务分析和财务报表为研究对象的证券投资理论，格雷厄姆创立的股票价值的基本分析法属于古典的证券投资理论的范畴。现代证券投资理论是在 20 世纪 50 年代诞生的，其标志是马克维兹现代资产组合理

论的提出,现代证券投资理论也是我们通常所说的主流的证券投资理论,也叫标准的证券投资理论。当代的证券投资理论是从20世纪80年代以后逐渐兴起的,该理论是在批判现代证券投资理论的过程中发展起来的,行为金融理论、金融市场微观结构、金融工程理论等均属于当代证券投资理论体系的范畴。

西方证券投资理论的发展得益于许多著名经济学家的理论成果。20世纪以前的经济学家,在很多方面为现代证券投资学奠定了理论基础。古典经济学的理论核心是经济增长产生于资本积累和劳动分工相互作用的思想,即资本积累进一步推动了生产专业化和劳动分工的发展,而劳动分工反过来通过提高总产出使得社会可生产更多的资本积累,让资本流向最有效率的生产领域,顺从市场对资源的配置,保持资本积累的良性循环,会更好地促进经济增长,就会形成这种发展的良性循环。古典经济学家如亚当·斯密、李嘉图、马克思等,其对价值、价格、劳动分工、股份制、资本积累、资本扩张、虚拟经济的研究,至今仍然是证券投资理论发展的重要源泉。一些非经济学家如丹尼尔·伯努利、路易斯·巴舍利耶、斐波那契、布莱斯·帕斯卡、皮埃尔·费马、克里斯汀·惠更斯、亚伯拉罕·棣莫弗、埃德蒙·哈雷也为古典经济学时期的证券投资研究做出了贡献,迄今仍在为证券投资理论的发展提供难得的启示。

20世纪的经济学家,如弗兰克·奈特、欧文·费雪、约翰·梅纳德·凯恩斯、弗里德里希·哈耶克、肯尼思·阿罗、保罗·萨缪尔森、米尔顿·弗里德曼、佛朗哥·莫迪利亚尼、杰克·赫希雷佛、詹姆斯·托宾、约瑟夫·斯蒂格利茨、罗伯特·卢卡斯、丹尼尔·卡尼曼、阿莫斯·特沃斯基、乔治·阿克洛夫、克莱夫·格兰杰、罗伯特·恩格尔、埃里克·马斯金、罗杰·迈尔森、莱昂尼德·赫维奇、保罗·克鲁格曼、埃德蒙德·菲尔普斯、爱德华·普雷斯科特、芬恩·基德兰德都有大量的对证券投资的理论成果或贡献。一些非经济学家在20世纪也对金融学和证券投资学贡献颇丰,包括约翰·冯·诺伊曼、伦纳德·萨维奇、约翰·纳什、莫里斯·肯德尔。

20世纪50年代以来,证券投资理论获得了快速的、显著的突破和发展,证券投资理论发展成为金融经济学的一个分支,理论体系越来越完善,在金融经济学当中的理论地位越来越突出。佛朗哥·莫迪利亚尼、詹姆斯·托宾、默顿·米勒、哈里·马科维茨、威廉·夏普、罗伯特·默顿、迈伦·斯科尔斯等为代表的一批经济学家,因为其在证券投资理论方面的卓越贡献而相继获得诺贝尔经济学奖,使证券投资学理论发展成为当代金融经济学的重要组成部分。

证券投资理论的成果浩如烟海，各种证券投资理论和思想层出不穷。如基本分析理论、价值投资理论、技术分析理论、波浪理论、形态理论、资产选择理论、资本资产价格模型、期权定价模型、公司资本结构理论、市场动能理论、市场异象理论、正向反馈投资策略以及非稳定性理性投机理论、因素模型、期权定价理论，等等。

归纳分析纷繁复杂的证券投资理论，证券投资理论大体分为四大流派和一个假说。西方证券投资理论大体可分为四大学派，即从推崇图标分析的技术分析理论到追求安全边际收益的价值投资理论，从理性人假设下的现代证券投资理论，到非理性人假设下的行为金融理论。一个假说即有效市场理论。五大理论都在不同的程度上反映了市场的一些规律和特征。它们都在不同程度上反映了证券市场的一些规律和特征，都有自己的追随者。

证券投资理论流派之一：证券投资技术分析理论流派。技术分析理论推崇图表分析，它是一种以证券的市场表现为研究对象，纯粹根据证券过去的市场表现、行为模式来预测未来价格变动及市场走势的分析方法。证券投资技术分析理论的代表性人物有查尔斯·道、江恩、艾略特等。

证券投资理论流派之二：证券投资基本分析理论流派。证券投资基本分析理论又称为价值投资理论，以证券的内在价值及其与市场评价的偏差为研究对象的理论。代表性人物早期包括亚当·斯密、李嘉图、马克思。近代以来以本杰明·格雷厄姆、威廉姆森、佛朗哥·莫迪利亚尼、默顿·米勒等为代表。

证券投资理论流派之三：证券投资组合理论流派。1952年，哈里·马科维茨（Harry Markowitz）在其发表于《金融学》杂志的一篇论文中创造性地提出用概率论中的数学期望来度量投资的预期收益，用方差（或标准差）来度量预期收益的不确定性。投资者的资产组合选择问题可以简化为如何在投资组合的预期收益及其方差两方面取得平衡。证券投资组合理论对证券投资理论的发展具有里程碑的意义。该派证券投资理论又称为现代经典金融理论、标准金融理论、数理金融理论、现代投资理论、组合投资理论等。哈里·马科维茨、威廉·夏普、罗伯特·默顿、迈伦·斯科尔斯是证券投资组合理论的代表。

证券投资理论流派之四：行为金融理论之下的证券投资理论。行为金融理论以会犯错误的行为人的行为模式及其对市场的影响为研究对象。由于证券的市场价格并不只是由证券自身包含的一些内在因素所决定，在很大程度上也受

到各参与主体心理及行为的影响,因此行为金融理论将对人的心理及行为分析引入证券投资领域,使理论对现实的解释能力大为提高。

证券投资理论流派之五:证券投资理论的有效市场假说理论流派。由芝加哥大学教授法马(Fama)于1970年正式提出“有效市场假说”理论,如果在一个证券市场中,价格完全反映了所有可获得的信息,那么就称这样的市场为有效市场。有效市场假说理论把证券市场分为弱式有效市场、半强式有效市场、强式有效市场。

随着金融证券市场的发展,西方证券投资理论也在不断地发展,五大理论流派本身在不断地丰富和发展,而五大理论流派之外,更有市场微观结构理论、金融工程理论、资本结构理论等在不断地创新和发展。

第二节 西方证券投资理论发展与 诺贝尔经济学奖

诺贝尔经济学奖(The Nobel Economics Prize)是由瑞典银行在1968年为纪念诺贝尔而增设的奖项,全称为“纪念阿尔弗雷德·诺贝尔瑞典银行经济学奖”(The Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel),通常称为诺贝尔经济学奖。

该奖项设立以来,数位证券投资学领域的经济学家获得了其桂冠。证券投资学家获得诺贝尔经济学奖,既反映了证券投资学在经济学领域的学科地位,也体现了证券投资学理论研究对整个经济学的理论贡献。

1981年的诺贝尔经济学奖授予了詹姆斯·托宾(James Tobin),他的理论贡献主要在于阐述和发展了凯恩斯的系列理论及财政与货币政策的宏观模型。在金融市场及相关的支出决定、就业、产品和价格等方面的分析做出了重要贡献。托宾关于家庭和企业如何决定资产构成(the composition of their assets)的研究成为当代资产组合选择理论(portfolio selection theory)之先河。在20世纪80年代初,大多数人都不知道“资产组合选择”为何物,托宾只好解释说,资产组合选择理论的精髓是分散投资风险,“就像是不要把你所有的鸡蛋放在同一个篮子里。”当时全世界的报纸普遍报道托宾:“耶鲁的经济学家

因‘不要把所有的鸡蛋……’而获诺贝尔奖。”

1985年的诺贝尔经济学奖授予了弗兰科·莫迪利安尼 (Franco Modigliani)，他的理论贡献主要在于第一个提出储蓄的生命周期假设。这一假设在研究家庭和企业储蓄中得到了广泛应用。重要著作有《莫迪利安尼论文选》(Collected Papers of Franco Modigliani) 等。1957~1958年期间，莫迪利安尼是哈佛大学的经济学客座教授，同时，他撰写了有关企业财政理论的杰作。这时，他与默顿·米勒合作发表了《资本值、企业财政和投资理论》，载于《美国经济评论》(1958年)。文中提出的理论是如此新颖和独特，以致在学术界引起震动，在学者和实业者中引起极大的争论，至今几十年这场争论尚未平息。这就是“莫迪利安尼—米勒定理”即“MM定理”，这一定理提出了在不确定条件下分析资本结构和资本成本之间关系的新见解，并在此基础上发展了投资决策理论。

1990年的诺贝尔经济学奖授予了默顿·米勒 (Merton H. Miller)、哈里·马科维茨 (Harry M. Markowitz)、威廉·夏普 (William F. Sharpe)。他们的理论贡献主要在于他们在金融经济学方面做出了开创性工作。这三位获奖者的理论阐释了下述问题：在一个给定的证券投资总量中，如何使各种资产的风险与收益达到均衡；如何以这种风险和收益的均衡来决定证券的价格；以及税率变动或企业破产等因素又怎样影响证券的价格。自20世纪80年代以来默顿·米勒 (Merton H. Miller) 的兴趣转移到金融服务业的经济和管制问题上，特别是证券和期货交易方面。米勒的公司财务理论，解释了什么因素决定公司在应计债务和分配资产方面的选择。他认为公司保证股东利益的最佳办法就是最大限度地增加公司财富。通过资本场所确立的公司资本资产结构与分配政策之间的关系，同公司资产的市场价值与资本之间的关系，是一个事物的两个方面。在完全竞争条件之下，公司的资本成本及市场价值与公司的债务—资产率及分配率是互为独立的。一定量的投资，无论是选择证券融资还是债务融资，对企业资产的市场价值并无影响；企业的分配政策对企业股票的价值也不起作用。米勒在“双M理论”的基础上又向前迈进了一大步。马科维茨的贡献是他发展了资产选择理论。他于1952年发表的经典作品《资产选择》，将以往个别资产分析推进到以资产组合为基础，根据投资者的期望收益率和证券组合的方差进行资产选择的分析，开创了现代的有价证券投资理论：现代资产组合理论。他的主要贡献是，发展了一个概念明确的可操作的在不确定条件下