

大學用書選譯

投資學

蔣友文譯

教育部出版
正中書局印行

5
2

F830.5
2F482

大學用書選譯

George W. Dowski
Douglas R. Fuller
蔣友文 著
譯

投

資

學

教育部出版
正中書局印行



版權所有

翻印必究

中華民國五十九年八月臺初版

中華民國六十五年九月臺三版

大學投資學
大用書選譯

(Investments)

全一冊 基本定價 三元二角

(外埠酌加運費滙費)

著	者	George W. Dornici		
		Douglas R. Fuller		
譯	者	蔣	友	文
出	版	者	教	育
發	行	人	黎	元
發	行	印	刷	正
			中	書
				局

(臺灣臺北市衡陽路二十號)

海外總經銷 集成圖書公司

(香港九龍油麻地北海街七號)

海風書店

(日本東京都千代田區神田神保町一丁目五六番地)

東海書店

(日本京都市左京區田中門前町九八番地)

新聞局出版事業登記證 局版臺業字第〇一九九號(6354)滙
(1000)

譯 者 前 言

本書是譯自杜立傳列兩氏合著的「投資學」(修正版) George W. Dowrie and Douglas R. Fuller, Investments, Second Edition, Second Printing, John Wiley Sons, New York, 1950。

杜立氏是意大利諾大學博士，曾在意大利諾大學，密歇根大學教授經濟學，任密尼蘇打 Minnesota 大學經濟系主任及商學院院長。在施丹夫 Stanford 大學任商科研究院財政學教授垂二十年；現為該大學退休教授及瑟爵斯 San Jose 州立學院經濟學教授。傅列氏由華盛頓大學授予博士學位，早年任北美投資公司副總經理，現任北部信託公司副總經理，中間亦曾充施丹夫大學商科研究院審議會會員近十年。以杜立氏之精心研究及傅列氏之實際經驗，合而寫成這部投資學巨著，有不少新的投資理論，尤注重投資政策及個別證券之分析技術，提示各種投資的原理，包括每一重要方面之大的問題。雖不免略嫌繁複，但兩氏丁寧反復之意，旨在闡明「投資尚遠非一正確的科學……只為經濟制度中之一環，正與投資制度本身一樣，是繼續生長擴大而非靜止的……不可認為已致成功的投資方法，亦可適用於將來而不變……」對於研究投資原理及從事投資實務者，實為一有力的指向。

書中有美國政府之管理投資一章，其調節投資與保護投資之措施尤為有關立法及行政人員之最寶貴的借鏡。

本書為議論與批評體而非敘述體，係假定讀者曾看過其他投資著述，故對於一般投資用語頗少詮釋，釋者偶作小註，標以〔〕，藉助瞭解，讀者應就書中上下文及前後各章參互印證之。

原書計分五篇，計三十二章，其第四篇投資分析中，公債有兩章（第二十二章第二十三章），普通股的選擇有三章（第二十九章第三十章第三十一章），公債之後一章為美國之各州市債，普通股選擇之最後一章為美國幾個較小公司的股票，不免過富於地方性，因所舉實例已多，特予略去，共成譯文三十章，都約四十萬言。譯就之日，謹併附誌於此。

蔣友文 四九年元月

原 序

本書旨在供應大專學校，金融機構人員，及一般讀者之用；後者雖可倚賴他人爲之管理投資，但對於選擇及監護投資證券所涉及的政策及程序，應有明白的瞭解。

雖然本書的重點，在批評而不在於敘述，但關於歷史的及說明性之資料，仍特予介紹，作爲理論上及分析上討論之必要的背景。

我們故意把鐵道，公用事業，政府機關，及其他使用投資資金者之過於詳盡的歷史及當前問題，避免深入探討。投資範域已如是之廣泛，無人能希望可成爲每一部門的專家。依我們的想法，一般投資教科書的任務，應該提示適用於各種投資的原理，而給讀者以一課題更重要方面之各大問題的闡述。

本修正版對於投資一般的歷史，及投資媒介與投資機構的討論，已予刪節，而加入新的課稅及優先股的分析各章。現行發展，特爲指出，統計資料均爲最近的。補充讀物及作業計劃，增列於每章之末。

在修正本稿中，下列各先生之裨助特多：Charles P. Burgess, Robert L. Cody, Jr., Thomas F. Duffy, Wesley W. Gratz, Frank W. Hausmann, Jr., Haward A. Judy, Carl, T. Lambrecht, Pat G. Morris, Clarence W. Morton, Herbert A. Smith, and John C. Smith.

杜 立 傳 列

一九四九年十一月

目 次

第一篇 投資的性質

第一章 投資問題的意義	1
第二章 資本的來源與運用	13

第二篇 投資媒介及投資機構

第三章 投資媒介的類別	33
第四章 投資機構	46
第五章 政府管理投資的措施	58

第三篇 投資政策

第六章 長期投資計劃的重要	75
第七章 投資的基本風險	88
第八章 循環波動的風險	99
第九章 購買力的風險	117
第十章 金融利率的風險	131
第十一章 所得稅與投資政策的關係	144
第十二章 個人的投資計劃	151
第十三章 信託基金及留本基金的投資政策	166
第十四章 銀行的投資政策	178
第十五章 保險公司的投資政策	196
第十六章 投資公司的投資政策	210

第四篇 投資分析

第十七章 分析要點	231
第十八章 資料的來源	246
第十九章 平衡表	256
第二十章 損益表	283
第二十一章 固定收益證券的選擇	301
第二十二章 公 債	319
第二十三章 工業債券	333
第二十四章 鐵道債券	350

第五篇 投資管理

第二十五章 公用事業債券	379
--------------------	-----

第二十六章 不動產及不動產抵押債務	406
第二十七章 優先股的選擇	426
第二十八章 普通股的選擇	439
第二十九章 普通股的選擇（續）	466
第三十章 投資顧問與投資管理	506

第一篇 投資的性質

第一章 投資問題的意義

名詞的泛用 「投資」一詞，由於廣泛的應用，以致其涵義常含糊不明。儘管有許多教科書上所下之定義十分正確，但在我們開始討論此一問題時，先瞭解投資在一般「實際事務上」之過於籠統的使用，是一要緊的事。經濟學者對於投資的意義，較之一般證券商及市場中人，是大大有區別的；他們依據經濟的理論，會把投資看作在生產過程中資本裝備 Capital equipment 的增加。反之，證券商，基於其實際觀點，常視投資為透過顧客謀取生活之一交易過程。至於一般市場中人，則認為投資只是一種金錢的支出，由此而獲致收益或價值的增漲。

在投資範域下，應該包括各機關之將其留本基金「投放」於債券或抵押借款，或某一個人，就其積蓄所有，「投入」不動產或開設一個百貨商號。又凡希冀大的獲利機會，把個人的資金購買公司股票或提倡一種新的發明，以及購取高級免稅的債券，都是所謂投資。再引伸一點說，銀行就其所創造的信用「投入」公司債券，或公司把經由銀行貸入的資金設立新的工廠，也是投資。甚至一個行員，和總經理的女兒結了婚，也可說對其命運的前途投資。

由於近許多年來經濟劇烈的變化，使得許多作家修正其以前所持的見解，更增加了此一問題的複雜性。假如我們能就投資所引起的典型問題加以說明，再就可能範圍內及其實際意義上，下一定義，我們或者可以澄清這些模糊及不易明瞭的概念。

個人的投資問題 幾乎每一個人，都想在其生命持續中，賺取其生活費用以外的一點東西。由於儲蓄及謹慎管理其所得的節餘，大家往往企圖展開其收益來源以提高其將來的生活標準或保證其經濟上的獨立。如何管理個人的節餘以求繼續保障其所有而獲致不斷的收

益，即是我們對於個人投資問題應研討的主要觀念。

不幸的，除了生意中人能利用節餘去發展其自己的事業外，這種如何管理資金的智識，在一般個人生活中，大都茫然一無所知。事實上，這種智識實具有其極大的領域。現代企業及財政，都是非常複雜而變幻無端的；投資者至少要對於此一問題的性質，有一實際的瞭解，更須有一套指導及保障大家免於遭遇重大損失的投資理論。

其他投資問題 個人如何運用其節餘以從事投資之一問題，應該從長研討。但此一問題，若持與另一類投資問題比較，似已屬於次要。所謂另一問題，係指有固定性 Fixed 的一切資金之管理問題。此類資金，不屬於個人賺得而有定期性增加的，但其收入之再投資仍可包括在內。例如，個人可由承受一項遺產而獲得之資本資金。在美國，很大一部份之積聚的資金，是屬於這一類，其形式為不動產，信託基金，留本基金，慈善基金等等。同樣的，儲蓄銀行，保險公司，及其他擔任個人資金保管的機構，均保持大量資金的來源。這一類的機構，俱有其顯著特點與其應受的限制，我們以後再說；這裡所要指出的，就是他們都共同面臨一大問題，即如何使用其資金以獲取最大收益而同時又能臻於安全。

本書最大注意，就是這些「投資者」——個人及團體之資本供給者的問題，但同時也不可忽略了其相對方面——需要方面的重要，即資本使用者的問題。在使用資金方面，本書只間接的予以論及，但對於握有兩重地位一面為資金供給者同時又為資金使用者之主權股票的投資者，仍須作較為詳盡的說明。

投資的定義 投資在廣義上的意義，可說是：以謀取利得為目的之資本使用，其形式為利息的收益或本金的增值，或兩者兼而有之。但此種廣義的概念，常視資本支出之目的而可作狹義的解釋。例如，製造業在其生產及銷售過程中所付出之日常費用，在理論上應該是一種短期投資，但一般均視為製造費用與銷售費用。反之，長期支出，其目的在增加工廠的設備或效能，或創造商譽，可在某一期間增加其報酬的，却都視作投資。其區別的關鍵，在其支出的目的，究為

求取一次之利益或為獲得繼續性之長期報酬；後者謂之投資，前者則否。另一區別的標準則在過程的久暫，如某一交易，雖為謀取一次之利益，但在時間上可延展至若干久之一長時期，也就視為投資。

投資的職能 投資可就其擔負經濟上職能之不同性質而加以區別。主要的職能，為在工業意義上或其他方面去創造全國的「生產設備」。當然，在現代工業制度下，大量的財富，應該遏止其耗用於日常消費，而使之轉入於鑛、農、工、水電、運輸、營業用房產，及其他分配機構——這些都是真正生產的前提。這樣積聚的生產資本，是一國生活水準之最大的決定力，名曰資本貨物 *Capital goods*，間接的及最終的才轉入消費，這與消費貨物 *Consumption goods* 是對待的。資本貨物，只在生產其他貨物之過程中而漸漸的消逝；如能有效的使用，定可增加其生產力並獲致經常的利潤，足敷維持及其最後換新之用，同時還可給予資本供給者以一定的報酬。工業以外之生產資本，也隨在皆有，如各級政府之廣大的興建計劃及辦公與居住的大廈等等，尤為其顯著之例。這些資本，俱可能直接消耗，但其消耗是逐漸的，而可延長至一很久期間。

從供給資本者或投資者之觀點言，投資是供給資金出路之一種經濟的職能。經此出路，可將積聚的財富轉入於生產用途而獲得收益的報酬。透過現代證券市場，資本可大量的並活躍的轉移。報酬是誘致擁有資金者限制其日常消費，使其一部份相當可觀的購買力，轉入於投資之一重要因素——雖非其唯一因素，而却是具有最大決定性的因素，這在本書以後各章中可以看出。

投資的涵義，當然較資本主義的涵義更為廣泛。在古代歷史中，甚至在手工業時代以前，投資曾表現過許多不同的方式，也有各種不同的生產制度；不管其在任何政體下，均有其相當的成就。例如，在共產主義國家裡，也可用資本裝備來投資，不過其主體為國家而非個人。我們這裡所說在財政意義上的投資，却是私有資本主義，尤其金融資本主義 *Finance Capitalism* 之一部份；與此相伴而來的生產機構，日益擴大，所需龐大的資本，決非任何個人可以肩負。這就是現

代及今日美國所面臨的階段。雖然在近許多年來美國政府事業的發展，已漸漸轉移了公私投資間的平衡，然而私人投資，還是投資的中心問題。

投資在財政上的意義 如上所述，我們討論的重心，在着重「投資者」的問題及其決策，而非着重經營者或企業者之一方面。這就是說，以後對於投資一詞的應用，僅指其在財政上的意義，把資金置諸他人手中供其使用而取得書面憑證；凡持有此項憑證者，均有權可以收取定額收益或分享其預期利潤。投資者在出資以後，很少能參加其資金的管理。其所持有之書面憑證，通常稱為「證券」¹，（此一名稱，常引起容易受騙者的誤解。）具有各種不同之形態，觀其如何規定而異其性質。

投資者當前問題的重大，單就一九四七年終紐約股票交易所登記上市 listing 的證券，即有二二七九種之多，可以覘其一斑。計包括一三七九種股票，共十九億股。另有債券九百種，包括美國庫券在內，大部份不在交易所交易。同日，據紐約場外交易所 New York Curb Exchange 報告，計有九〇八種個別證券。全國其他各地交易所，在此龐大證券總額以外的，僅為相當的小量。

我們依然可以看到鉅量未經登記 unlisted 而在「櫃檯交易」over-the-counter 的證券；〔即不在證券交易所交易的〕包括各州市公債，短期國庫券，銀行與保險公司的股票，以及不動產債券。在一九四七年終，州市公債，估計在一百四十億元以上。國庫債券，借證，票據，超過四百七十億元以上。不動產抵押債券雖無確實總數，估計一九四七年農場債券近五十億元，都市不動產抵押近四百億元。²此外，還有大量的各式股票，因其發行數量不大，歷史不久，不普遍推銷，管理者不願供給足夠的內容，以及其他原因，以致不能在公開交易所交易。

準上所述，即使投資管理專家，如要熟悉此一無量數中之大部份證券，殆為不可能之事。進一步能作較深切的研究，判斷其內在風險的，為數將更有限。在此情形之下，凡屬時間有限經驗有限所得資料

有限的一般投資者，其遭遇之困難，當可想像。爲使投資者加深其管理資本的認識以臻於安全，即爲本書討論之重要目的。這種認識，無論其爲自己直接投資，或爲委託他人管理投資，都是很重要的。

是科學抑是藝術？ 投資之是否爲科學，其爭論是無止境的。長期繁榮時代下固若磐石的「投資科學論」，一俟後來不景氣之降臨，其基礎便完全瓦解。代之以起的爲「投資是藝術」，但其立論是很脆弱的。依我們的意見：投資是科學，同時也是藝術，但主要的是科學；在某種範圍內，投資比較的能予以系統化而不真倚賴天才與靈感。我們可以這樣說，在短期動盪或長期循環中的證券經營，其大部份的成功是藝術，或更確切一點的指出，這是一種社會心理學，係基於人類行爲之廣泛的觀察。然而談到投資政策，雖也要把短期或近期的劇烈價值變化打算在內，却只是次要的。我們不能把成功的安全要素，付諸未來變化的預測。投資政策之要點，是在長期保持其資本的完整與合理的收益報酬。

購買力的保持 近幾十年來物價與幣值之劇烈變動，引起了一種強烈主張，即所謂資本完整的保持，應該說是資本購買力的保持。例如，生活費用增加一倍，則投資者之定額本金及定額收益，就會減少一半；許多投資者大致都有這種痛苦的經驗。自第一次世界大戰以來，這種經驗，就是創立「普通股票投資理論」的最大原因，尤其在一九二四年施密斯 Edgar L. Smith 之「普通股票長期投資」³與一九二五年施特納 Kenneth Van Strum 之「投資購買力」⁴兩書發表以後。一九三〇年間以後的事實，略略修正了這些理論，大家認爲投資應有極度的彈性，以避免通貨膨脹與通貨緊縮兩極端趨勢的危險。通貨膨脹趨勢之無可避免，尤其自第二次世界大戰以來，更予投資者以警惕與鞭策，莫敢對資本購買力的保持，漠視其重要性。

無可否認的，購買力，或較貨幣對貨物與勞務更有力的控制力，是投資者所應真正努力去保持或創造的。但依經驗所示，在「投資購買力」的大道上，發現了種種重要的障礙。這在本書以後將有更詳細的討論，這裡只略略指出，在「保持購買力的觀念」與「投資觀念」

兩者之間，存在着重大矛盾。前者的主張是淨化論，保持現有資本於一理想的境界，而在另一方面，投資却是一積極的力量，不單是要保持其資本，而同時要經由生產的使用以擴展其資本。

投機與投資 有許多投資的論著，着重於劃清投機與投資間的界限；又有許多近年來才有屬於犬儒派的作者，却否認兩者的區別，他們引用一句老的俗語說：投資只是投機的成功，而投機則在經驗中之已失敗的投資而已。在此兩種說法中，後者毋寧更為安全有利，因可使大家警惕戒備，以減少投資內在的危險。同時，在目的上仍然劃清兩者之界限，却也是很有道理的。因為投機只是關心市場價格之漲跌以謀取短期間的利益，而投資則着重於固定收益或由於個別情況的發展與改善其已發生的長期利益。有許多作者根據投資目的之在利益 Profit 或收益 Income 作為其假定的分界。在很多營業活動中，對此兩者之極不易區別或區別之無益，是可想像而知的。

投機是一種先見與將來趨勢的預期，在這一點上，與投資只是程度上的差別，因為投資也一定要包括未來情況之測度的。在一般習慣上，以安全與否去判斷一種活動為投機而非投資，主要的以其所冒風險之大小為準，而利益與收益之區別則在其次。還有，對投機所作種種道義上的指斥，則為投資所無。道義上對投機的不滿，大多基於相信投機是一寄生物的活動，對於社會經濟結構毫無裨益，而只是利用一般反映於市場上所已創造的實際經濟價值以滿足個人的慾望。投機又常視同賭博，利用借入之資金操縱市場價格以企求個人的利益而往往與社會福利相反。我們承認，這種觀點在歷史上已有不少的佐證予以支持；然而，同時我們必須指出，對證券價格短期活動的投機行為，實已完成了「創造市場」的任務。在真正長期投資幾乎完全在市場絕跡時，投機却擴大了證券的交易，使一切業務仍有秩序的在市場中進行。

投機主要的罪惡，是在其傳染性。自有證券市場以來，經由預期漲跌而倖中的厚利，掀起了大眾的投機巨浪，加速及擴大價格之波動而終於釀成不可收拾的災害。大量投機很早的先例，是著名的一七一

九年與一七二〇年相繼崩潰的「南海及密西西比泡幻」 South Sea and Mississippi Bubbles。這兩者的例，時常發現於近代過度的投機交易中；詳細研究這些現象，可使希望明瞭證券價格行動的學者得到不少的益處。⁵這顯示證券之易走入大量投機的特性。很顯然的，這些教訓是一般投資者應該鄭重引為殷鑒的。

在現階段中，對投機與投資，作劃清界線的努力，是很少有益處的。大堆的證券，均含有不同程度之風險與其潛在的收益或利益；當購買或出售證券時，應該牢記其目的究為短期或長期，這無論對於投機者或投資者，均同樣有認識清楚之必要。投資者萬不可存此幻想，自以為正在投資而非投機，就可安全無慮。同時也不可以為其活動具有投機性而即無法另尋更合理的自拔途徑。

風險的無可避免 基於以上的討論，我們認識了一基本事實為任何健全投資計劃所必須瞭解的，即風險之無法倖免。無風險的投資，世上絕不會存在的。不單是風險之無可避免，而且風險之發生，廣泛而無涯際，如科學之進步，戰爭之爆發，天災之流行，商業上之欺詐傾陷與貨幣之貶值，以及無窮盡的政治、經濟、法律之變化等等。何時何地可予投資者以打擊，無法前知，只有隨時作應變之準備，以盡其責之在我。

任何金邊 Gilt-edged 投資，均有其無可避免的風險。試根據複利繼長增高的定理，以簡單的數學計算證明之；倘一百萬富翁，能享受複利的利益而不受投資機會之限制與損失，則其子孫只須在幾代中便可富甲全國。潘德利⁶曾引文藝復興時代佛羅倫斯梅姓富族一個故事說：若一敏銳銀行家在六百年前，以五厘複利，安全投放等於十萬美元的資金，到現在，其本息之累積，可達於 \$517,100,000,000,000 之不可思議的數字。

投資者過信現狀為永恒 雖然有許多機警的投資者，也確認風險之無可避免，但同時却把一切風險與機會的估計，限於其本身所經受之經驗；似乎偏於相信現有的投資背景是永恒而不變的。殊不知最近許多年來巨大政治與經濟的變化，留予投資者之創痕與留予其他社

會機構之創痕是一樣的，投資者應該對其影響特別警惕。

其實，就經驗與環境所昭示，我們現在所討論的投資問題，其歷史相當短暫。投資只是經濟制度中的一環，正如經濟制度本身一樣，是繼續生長擴展而非靜止的，尤其在近代發展得特別快。

自十八世紀產業革命英國運用機器生產以來，現代證券歷史只蟄伏在一極短小的弧度，其最大的發展，却在拿破崙戰爭以後。愛德華 G. W. Edward 在其「金融資本主義之進化」一書，⁷曾作全盤檢討，說：

早期經濟制度的進化，從羅馬帝國之強盛至於崩潰，歐洲封建制度之繼起與過渡，以迄個人資本主義的抬頭，經過幾百年無形中之從容前進。但自證券資本主義發展以後，忽在人類文明史上邁步直往，有如山洪暴發，一瀉千里，極戲劇性之變化。

承認此種急劇進化為基本事實，投資者應該面對現實去解決其問題，不要以為投資是一已經成熟了的有機體，有其固定或早已奠定的規律可循。茲特將近幾十年來所發生之若干事實述之如次，藉資考證。

第一次世界大戰開始時的投資情況 在第一次世界大戰前之二十年間，全世界的投資者，均能遵循一定的投資原理與實務，具有一種信心為前此或以後所無。最謹慎的投資者，一致相信英國統一公債，法國政府公債，及其他類似的債券，都是很安全的，對於其他證券，亦可從其類別而正確估計其相當風險。雖然懷於列強之經濟戰及軍費負擔之增加，但回顧自拿破崙戰爭以後百餘年來之驚人進步，並不使之稍有顧慮。資本主義，放任政策，與經濟情況的進展，常是相伴而來並駕齊驅的。生產、貿易，及利益的龐大擴展，大有助於個人財富之累積及生活水準之提高。各大國政治與貨幣的安定穩固，在投資者之記憶所及，早已是既定的事實。公司、銀行、證券交易所，久已發展健全，資本之供給繼續增強，使此一時期利率之低為從所未見。投資者也未嘗不知尚有不可靠的證券之存在，不定期的繁榮與衰落，以及劇烈投資利益的波動；但大家一致相信，只要把投資政策控

繫於毫無問題的健全基礎，或稍踰越此基礎而企求更大的收益或利益，略略估計其所應冒的風險，投資便可視為一很簡單而平常的事。

戰時及戰後的問題 這種現狀的滿足及對將來的信心，都在第一次世界大戰下完全消失；相信政府或資本主義之可以長期安定的幻想，已證明是一何等重大的錯誤。尤其，軍費的擴張，破壞了很多國家的貨幣，即幾個最大國家的貨幣，也在不斷的動搖中。租稅負擔日益加重，許多國家，開始對內部經濟事務加以干涉。物價在戰時的飛漲，及戰後的財務清理，使一般工商業及證券市場突然解體。法、德、意，及其他國家貨幣的貶值，使長期投資者終於破產而加深了戰後經濟重整的困難。許多最大國家（除美國外）在以後各年，均未能恢復「正常」，而代之以起的却為長期不斷的政治與經濟的變動，大大的削弱了資本主義及私人投資的機構。

「新時代」的幻夢 在大戰期中，好像所得大於所失的，只有美國。美國一向是債務國，由於戰事的結果，一躍而為全世界的債權國。對外的出超及國內事業的興盛，電力電燈的發展，汽車業與其附屬事業的大量增加，使美國在一九二〇年間成為世界上最重要及唯一繁榮的國家。大多數美國人，早已自認這是他們的宿命，自然毫不遲疑的運用任何手段以達成其所企求；其矜越的態度，可於「不要少覬了美國」Don't sell America short 之一口號下覘之。在此情形，證券價格的上漲及其相伴而來的產業繁榮，最後掀起了美國全國上下的投機狂。大眾參加廣泛的投機活動是史無前例的，這由於繁榮之無遠弗屆，交通運輸之改進，使得僻遠的小市鎮亦能與金融中心密切聯繫。還有其他的重要因素，如政府在戰時之大量舉債，使一些稍有積蓄的，亦熟諳證券投資的方法；大規模與高度組織的企業，採用零售法推銷證券，亦日益增多。其最大的影響力量，可說是早期就加入繁榮浪潮而大大獲致收穫的鼓勵。在戰前不敢投資於含有風險的主權股票者，鑒於戰時之物價上漲，固定收益債券之微薄收入不能認為滿足，到現在也願對股票投資加以考慮。

綜合這些力量，形成了空前的證券繁榮。在紐約股票交易所登記

的證券市場價值，由一九二四年之 \$27,072,000,000 增至一九二九年九月一日之 \$89,668,000,000。未登記的股票及在小交易所登記的股票，其數量與價值也大增。債券的發行，除國債外，也實際的增加，尤以不動產借款，公用事業借款，外國借款，及州債與地方債為多。證券持有者的人數也激增。美國電話電報公司之股票持有者，由一九二一年終之 186,488 人，增至一九二九年終之 469,801 人；通用汽車公司股票持有者，由一九二九年終之 66,837 人增至一九二九年終之 198,600 人。在這裡，發生了公司主權分散於少數股東的趨勢，使公司的所有權與管理權分離。⁸ 一連串的公司合併，使從前的大公司淪於次要，少數人控制的大公司，也將管理權轉移於一般公眾，藉以獲得在公共市場上資本的機動性。隨着證券持有者之激增，間接投資於儲蓄銀行的存款及保險公司之保險亦高速度的加大，因此而形成一切投資團體證券需要的擴展。

雖然保守的金融家開始感覺這種趨勢難於繼續下去，但實際上市場的勃興仍然持續了多年，除少數人外，大家相信美國最後已進入了一個「新時代」New Era，金融控制可以屏除嚴重的不景氣，實際的繁榮，應該建築於生產及利益增大的穩定趨勢。普通股票的估值，應該以公司盈利的「增長趨勢」為其基礎，甚或在多少年以後，而個人也更加倚賴其股份之逐年的預期利潤為其一部份的經常收益。更有許多的人，惑於劇烈波動的價格可獲致暴利，借入大的資本到股票交易所去賭博。紐約股票交易所之每月的股票交易量，從一九二三年不到二千萬股的，增至一九二九年之九千三百萬股。普通股票價格指數，依最著名的杜鐘斯 Dow-Jones 三十種工業平均統計，從一九二四年五月之 88，漲至一九二九年之最高峰的 381，其間只有很短暫的間斷。

在繁榮時代無法發現的嚴重經濟弱點，終於爆發了無可避免的崩潰，股票價格指數在一九三二年六月降至 41，隨以俱來的是一般物價，債券價格，不動產價值之慘痛的萎縮，以及銀行的失敗，一般借款，及抵押借款之倒帳的惡浪。

一九三〇年間的喪失信心 「新時代」大夢覺醒，繼之為一九