

東海大學社會學研究所博士論文

指導老師：高承恕 教授

# 資訊-知識(I-K)與市場結構

台灣股市的社會學分析

**Information-Knowledge and the Structure of Market:**

**The Sociological Analysis of Taiwan Stock Market**



研究生：吳宗昇

2005年05月

## 獻給我們的研究團隊

高承恕

劉維新

馬彥彬

涂一卿

楊凱成

何彩滿

林志遠

李育儒

徐秀琴

陳迪暉

## 摘要

經濟社會學對於市場的傳統看法，不外乎將市場視為網絡(network)、鑲嵌(embeddedness)、社會資本(social capital)、公司(firm)以及制度(institution)等概念。但近來金融市場社會學的諸多研究，對此傳統產生許多新的衝擊。亦即，市場的競爭分析應該採取更具體的經濟行動研究，以判斷市場的構成，以及其中經濟行動的競爭過程。

本論文延續以上的爭論，並嘗試在方法論上融合現象學和知識社會學的脈絡，擴大經濟社會學對於市場討論的基礎。分析對象則以參與層面最廣泛的股市散戶為出發點。研究方法則包含歷史文獻分析、連續訪談、螢幕基礎(screen-based)的無時差資料收集方式。在六年的研究過程中，共收集近百位小戶、中實戶、基金經理人、外資研究員、分析師等資料。

本研究不僅引進社會階層化(social stratification)的觀點，並具體分析股市中的競爭要素，提出資訊-知識(Information-Knowledge)的概念。最後發現在股市中，行動者因為受到資訊管道或是知識能力的雙重限制，而處在相對性的社會位置。此圖像，可稱之為資訊-知識年輪(I-K Ring)。在資訊流動快速的認識實體(epistemic reality)中（如外匯市場、股票市場），特別容易形成這種相對位置不均等的結構。另一方面，在股市現代化的過程中，詮釋股票價值的權力慢慢轉由評價系統(evaluation system)所主導。此系統由分析師、研究員及評等機構等組成，並結合物質主義的意識型態，製造理性而科學化的分析報告，並在發佈資訊的過程中傳遞股票價值的正當性。最後，它也製造了認識市場實體的方式。

本論文最後將論證，經濟社會學傳統認識市場的方式，過於強調廠商的競爭結構，而不注意產品(product)的性質，以及交易者對於產品價值的定價過程。因而，傳統經濟社會學無法清楚分析製造之外的市場，諸如變動快速的外匯市場或股票市場。其次，本文將提出在資訊-知識的競爭要素中，下層的競爭者將面臨非志願性蒙蔽的情況。越是理性化、產品複雜的市場，對行動者的限制將會更多；亦即，處於外圈的行動者將會受到更多隱形的非志願性蒙蔽(involuntary blinding)。

關鍵字：經濟社會學、市場社會學、資訊-知識、股市社會學、散戶、評價系統

## Abstract

**Title:** Information-Knowledge and the Structure of Markets: The Sociological Analysis of Taiwan Stock Market

**Date:** May, 2005

**Tutor:** Prof. Kao Cheng-Shu

**Key word:** Economics Sociology, Market Sociology, Information-Knowledge, Stock Market Sociology, Dispersed players, Evaluation system

From the viewpoint of traditional economics sociology, market is as the concept of network, embeddedness, social capital, firm and institution. Contemporarily, many sociological studies based on financial market impact the tradition of economics sociology. In order to distinguish the component of market and analyzes the competition factors of market, it must take much solid/concrete research toward economic action.

Continuing the dispute above, together with applying the methodology based on phenomenology and sociology of knowledge, this dissertation presents to expand the basis of economics sociology for further discussion on market. In Taiwan stock market, dispersed players who deeply participate with the market are the research subjects; historical literature, interviews, and data gathering by synchrony screen-based are the research methods. Over 6 years, there gathered about 100 databases from individual small players, middle players, to institutional fund managers, professional stock analysts and QFII researchers.

This dissertation not only introduces the viewpoint of social stratification and analyzes the competition factors of stock market, but also propose the concept of Information-Knowledge (I-K). Refer to the stock market, different actor states in different relative social position because of the information channel blockage and knowledge limitation. It is, so called, Information-Knowledge Ring (I-K Ring). This unequal structure of relative position is easily formed in epistemic reality in which the information flow is fast (ex. foreign exchange market or stock market). On the other hand, in the process of market modernization, the power to interpret the value of shares is gradually transferred and lead by evaluation system. This mechanism is constituted by professional stock analysts, researchers and rating companies that produce critics and reports through a rational/scientific way. Together with materialism ideology, evaluation system also creates the way to recognize market epistemic reality while it spreads/publishes the information to public and represents the legitimacy of stock value.

The final argument is that, economics sociology emphasizes more on the competition structure of producer, rather than the nature and pricing process of the product. As a result, it provides the way to analyze industrial market but not fast moving market (i.e. foreign exchange market and stock market). Moreover, the more rational and complex market, the more the limit goes to actor. That is, actor who position outside the core circuit of Information-Knowledge Ring (I-K Ring) will suffer the invisible involuntary blinding.

---

<b>第一章：序論</b> .....	1
<b>第一節、研究起源</b> .....	1
一、市場的疑惑？(What's wrong with the market?)	
二、社會學能作什麼？	
<b>第二節、問題背景脈絡：新興社會與古典社會學理論的線索</b> .....	4
一、新興社會與股市	
二、古典線索(1)：金融資本	
三、古典線索(2)：投資/投機的社會結構	
<b>第三節、問題與文獻</b> .....	13
一、金融行為學：溢價理論及其相關觀點	
二、政治經濟學：政治利益與經濟利益的辯證	
三、社會學的股市分析	
(一)、市場是一種網絡(Market as a network)	
(二)、市場是一種互動的社會結構(Market as a structure of social interaction)	
(三)、市場是一種資訊/知識的社會結構(Market as an information structure)	
四、研究對象與問題	
<b>第四節、研究方法</b> .....	28
一、參與觀察與訪談	
二、歷史文獻比較與分析	
三、資料與觀點分析方法	
<b>第五節、章節結構說明</b> .....	32
<b>第二章：台灣股市的歷史變遷</b> .....	35
<b>第一節、造市：組織與制度</b> .....	36
一、國家造市前的流通交易：財團、國家與地主(1945-1960)	
二、造市：集中交易與政府管理(1961-1980)	
三、市場擴大：物質與科技基礎(1981-1991)	
四、國際化的市場邊界	
(一)、完全管制階段(1983-1991)	
(二)、品牌與總額管制(1991-1996)	
(三)、流動管制階段(1996-2003)	
<b>第二節、金融市場與股市</b> .....	43
<b>第三節、台灣股市的人口結構</b> .....	46
一、行動者的背景與基礎結構	
(一)、投資者的歷史背景	
(二)、股市人口結構的基礎	

二、各種界定方式與指認方式

(一)、官方的界定與分類

- 1、資本來源的分類
- 2、交易量的分類
- 3、交易量的增長與淺碟市場的印象
- 4、官方分類的意義與不足之處

(二)、媒體的介面與定義

- 1、行動者的社會教育：集中於 1990 年前後
- 2、二度建構：主力與大戶

(三)、業內的界定與分類

**第三章、散戶的社會條件及其形成因素.....61**

**第一節、散戶(dispersed players)或小戶(small players)：比較與釐清.....61**

一、散戶、小戶或羊群

二、小戶的社會制約條件與功能

(一)、小戶的資本限制

(二)、小戶的社會功能

三、小戶的社會流動：資本積累的軌道比較

(一)、場外的中大戶：傳統中大戶

(二)、社會分工結構產生的中大戶：電子新貴

**第二節、資訊來源與社會網絡：公開或非公開的形式.....71**

一、公開的資訊管道

二、非公開的資訊管道

(一)、社會分工職業結構形成的管道

(二)、消費：購買形式的資訊管道

(三)、特殊的交換網絡管道

1、建立產業的食物鏈資訊

2、過濾與確認資訊

3、無目的性交往：資源動員的間接形式

三、公開與非公開資訊管道的比較

**第三節、知識作用及其限制.....85**

一、知識與身心狀態

二、知識的內容與表現形式

(一)、告知性資訊(Informative information)

(二)、市場知識(Market knowledge)

(三)、產業知識(Industrial knowledge)

(四)、市場知識、產業知識的混合表達資訊形式

三、市場意識型態：市場的知識信仰分析	
四、地方市場的意識型態：易經八卦的預測方式	
<b>第四節：小結</b> .....	103
<b>第四章：資訊-知識(I-K)與市場結構</b> .....	105
<b>第一節、資訊-知識(Information-Knowledge)的理論基礎</b> .....	106
一、市場是一種認識實體(Market as an epistemic reality)	
二、資訊作為知識的載體(Information as a form of knowledge)	
三、資訊-知識(I-K)概念的提出	
<b>第二節、資訊-知識(I-K)：經驗與概念</b> .....	117
一、知識理解能力決定「資訊」	
(一)、教育知識能力的資訊限制	
(二)、產業知識能力的限制	
(三)、市場知識與產業知識的學習過程	
(四)、背景知識與市場產業知識的結合	
(五)、專業知識的管理者或購買者	
二、資訊/知識的社會限制	
(一)、教育知識的限制	
(二)、資訊管道的限制	
(三)、資訊消費的限制	
三、資訊-知識(Information-Knowledge)的具體定義	
<b>第三節、股市的資訊結構：「資訊-知識」年輪(I-K Ring)</b> .....	126
一、資訊-知識(I-K) 與資訊-知識年輪(I-K Ring)	
二、波羅地海指數(BDI)與資訊-知識年輪(I-K Ring)	
(一)、新聞媒體的中介	
(二)、業內的「資訊-知識」	
(三)、產業研究員、公司內部核心經理人：資訊傳遞的更上游	
(四)、資訊傳遞的核心：資料製造者	
(五)、穿越資訊-知識年輪：大戶、中實戶、券商的 I-K 整合能力	
<b>第四節、小結</b> .....	133
一、資訊-知識(I-K)：觀察股市結構的概念	
二、資訊-知識(I-K)：社會限制與非自願蒙蔽	
<b>第五章、評價系統(E. S.)與資訊-知識(I-K)的價值製造</b> .....	139
<b>第一節、評價系統(Evaluation system)</b> .....	141
一、何謂評價系統？	



二、資金流動引發評價系統進入	
三、外資券商評價系統的組織建立	
(一)、1996年之前：香港區域中心	
(二)、1996年之後：進入與逐步設立	
(三)、2000年後：完整的買方(buy side)與賣方(sell side)結構	
<b>第二節、評價系統的功能與市場互動</b> .....	148
一、「評價系統」提供「評價」和「市場情境」	
二、「評價系統」提供「額外服務」	
三、評價系統的互惠關係	
(一)、賣方發動的「專業評價」的互惠	
(二)、買方發動的「餽贈」互惠	
(三)、「評價系統」的上游加強互惠	
四、評價系統佔據全球股市制高點	
<b>第三節、評價系統與市場預期</b> .....	157
一、行動者在不確定性中尋求理解框架(framing under uncertainty)	
二、市場預期是不斷結構化的資訊-知識	
(一)、不斷變化的資訊-知識(flowing I-K)	
(二)、評價系統的意識型態	
(三)、物質主義如何連結物質世界	
(四)、評價系統介入市場預期的過程	
(五)、評價系統的分類與正當性(classification and legitimacy)	
三、評價系統的社會意義	
<b>第四節、資訊-知識年輪(I-K Ring)與評價系統(E. S.)</b> .....	174
一、複數範疇(categories)	
二、來自其他來源的分類範疇	
三、資訊-知識年輪中的經濟傾向傳統行動	
<b>第五節、小結</b> .....	179
<b>第六章、結論</b> .....	183
<b>第一節、市場是什麼</b> .....	185
一、社會學與經濟社會學對市場的結構研究	
二、工業市場與金融市場的區別	
三、資訊-知識(I-K)的市場結構與理論對話	
(一)、重新將行動者帶回市場	
(二)、價格中隱藏著社會價值	
(三)、股市是由資訊-知識(I-K)及資本構成的結構	
<b>第二節、我們能提供社會什麼(What can we do for the society?)</b> .....	204

一、非自願性蒙蔽(involuntary blinding)與現代社會投資活動	
二、資訊-知識(I-K)與資本主義的想像	
<b>第三節、預期貢獻與未來發展</b> .....	209
一、預期貢獻	
二、本文的可能發展	
<b>附錄資料</b> .....	217
一、訪談清單	
二、研究報告資訊呈現形式	
<b>參考書目</b> .....	227

## 圖表索引

### 圖索引

圖一、上市公司家數與市值.....	44
圖二、上市股份市值與面值趨勢.....	44
圖三、二級市場匿名分界圖.....	45
圖四、指數與年增開戶數.....	48
圖五、法人交易量比例表.....	53
圖六、告知性資訊出現形式.....	89
圖七、告知性資訊與市場符號的連結.....	90
圖八、告知性資訊到市場知識出現的形式.....	91
圖九、產業知識出現形式及各種混合形式.....	92
圖十、市場產業結構透視圖範例.....	93
圖十一、樂透資訊表現（機率原則）.....	95
圖十二、市場意識型態的光譜.....	99
圖十三、Knorr Cetina 的市場資訊消費循環圈.....	114
圖十四、波羅地海相關指數(BDI).....	123
圖十五、BDI 訊息的傳遞過程.....	128
圖十六、資訊知識(I-K)傳遞的結構 (The ideal type I-K Ring).....	137
圖十七、BDI 訊息的實際傳遞過程.....	138
圖十八、評價系統的組成.....	141
圖十九、外資圈買賣關係圖.....	147
圖二十、外資交易的運作流程.....	154
圖二十一、外資圈評價資訊交換過程.....	155
圖二十二、評價系統提供框架的對象.....	156
圖二十三、評價系統連結價值的認知方向.....	165
圖二十四、評價系統為市場價值中介.....	168
圖二十五、Ezra Zuckerman 的價值合法性空間.....	171

### 表索引

表一、集中市場開戶數及各項指標.....	49
表二、自然人與法人近年交易比較表.....	52
表三、券商對客戶的分類.....	59
表四、「業內」所歸納的股市人口結構.....	59
表五、股市散戶人口估算表.....	60
表六、D-RAM 的產業知識與市場知識結合表現.....	94

表七、BDI 相關航運指數.....	123
表八、外資資金來源表.....	144
表九、外資券商成立明細.....	146
表十、Asia Money 2002 年台灣票選最佳分析師.....	153
表十一、市場意識型態與概念股.....	174
表十二、Swedberg 的歷史市場的社會結構.....	192
表十三、Swedberg 的現代資本主義市場的社會結構.....	192
表十四、訪談清單.....	217
表十五、外資研究報告形範例.....	221

## 第一章：序論

「市場中唯一清楚的就是什麼都不清楚」

**“The only thing clear about the market is that nothing is clear”**

Charles Smith, 1981, *The Mind of Market*: 11

### 第一節、問題起源

#### 一、市場的疑惑(What's wrong with the market?)

一位年輕美麗的基金經理人在陽光的午後，口沫橫飛但仍姿態優雅地跟客戶說明虧損的原因。頂著統計學碩士、美國名校的血統與頭銜，她最後仍然無法說服眾人其判斷是正確的。但她義正嚴詞地回答：「我們有維護資本市場的責任，另一方面我也比一般基準(benchmark)來得高，況且有美國基金公司的指導」。這幾句話我把它翻譯過來：第一點就是經理人要有維持市場的社會責任；第二點是在後面比我差的人還很多，你不要怪我，我已經比市場跌幅好一點了(beat the market)；第三點是，有美國公司的技術指導，非戰之罪。

在一堆專業術語的說明中，眾人的疑惑似乎越來越深。投資是要賺錢還是維護公眾利益；打敗市場還是賺錢重要，那市場究竟是什麼；美國或西方的技術比較好嗎，如果這樣的話，怎麼不像冰箱壞了可以有售後服務。這個產品(product)的本質是什麼？為什麼我們會簽訂一個不能保證什麼的股票基金合約？市場中有「社會責任」這種東西存在嗎？可是為什麼常常聽到散戶被坑殺這類的新聞。

後來我確定一件事，市場中唯一不變的就是不斷地變，市場中唯一清楚的就是不清楚。

漸漸地，我又知道想去理解市場是什麼，其實是件很神聖的事。

伯恩斯坦窮盡畢生精力研究股市，他認為人類對抗金融市場的風險，事實上就是與不可知上帝（自然）的對抗(against the Gods)，麻煩的是，不可測的上帝還不只一個(Berstein, 1998)。柯恩則將金融市場視為上帝玩骰子的混沌結構，不穩定但有些基本規則(Cohen, 2000)。諾貝爾獎得主沙謬森(Paul Samuelson)發展出效率市場(efficient market)的理論，或是俗稱的隨機漫步理論(random walk theory)，認為股價是不可預測的，因為股票價值在市場中反應的太快，所以任何一種股票都跟其他股票一樣值得（或不值得）購買。叫一隻猩猩在報紙金融版上任意射飛鏢選出的股票，績效甚至跟專業分

析師挑出來的一樣的好。在同一書中，墨基爾甚至聲稱專注圖形的技術分析師為「華爾街的現代占卜師」，只是為了交易而交易(Malkiel, 1996: 152, 187)。一堆諾貝爾獎得主開的長期資本管理公司(LTCM)，最後居然因為蘇聯和一些未發展國家的貨幣和公債，最後鑄下大禍慘賠的下場(Dunbar, 2001)。

市場是怎麼了(What's wrong with the market?)，就是這樣產生的。因為市場的意外與不可測之因素實在太多，沒有人可以有肯定的答案。如果有的話，那傢伙應該在瑞士銀行有個很大的保險箱，現在正在加勒比海的某個小島度假，而不肯把秘密分享世人吧。

但對社會學研究者而言，面對這個現象時，第一個反應的疑惑是這些「人們」到底怎麼了，難道沒有一些結構形成嗎。即使是螞蟻，都會有蟻后和工蟻的差別，羊群也會因為害怕狼而狂奔，難道市場只能由價格的假設，而只看到由數字計算出來的非人類形象嗎。美國的市場就等於台灣的市場嗎？

於是這個疑惑轉成另一種問句：「市場中的行動者怎麼了」(What's wrong with the actors of the market?)。

過多的金融研究與投資行為研究，集中於市場統計數字和個人的心理效應，而缺乏市場行動者的實體(reality)考察。面對這種狀況，社會學的發言權向來被金融行為學所支配，直至目前為止，這一類的社會學研究仍是低度發展的。擅長於社會思想考察，與社會行動分析的社會學，居然被一堆金融行為學量化模型捏著思考的嗅覺走，至少對我來說是件不可思議的事情。

市場中的行動者怎麼了，就是這個問題的主要動機。要探究的是這些行動者到底是誰(who)？行動者所形成的市場結構到底是什麼(what)？與金融理論比較起來，社會學是否能在這個結構中，看到支配的力量如何形成(how and why)。

此為本論文問題的原始出發點。

## 二、社會學能做什麼

2004年6月，台灣股市爆發博達(2398)公司債無法償還，聲請重整並且將在兩個月後下市。同時期前後爆發的還有皇統(2490)、訊碟(2491)等公司。一時地雷股爆發，人心惶惶。但仔細一查發行可轉換公司債的公司，還高達數百家。可笑的是，博達在同月初還發行另一檔將近30億元的公司債。<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> 詳可參見以下報導：高潔如(2004-06-02)、詹惠珠(2004-06-16)、蕭志忠(2004-06-16)、劉峻谷

許多金融業者將博達案(Procomp events)與 2001 年美國安隆案(Enron events)拿來比較，認為這是股票市場的老鼠屎，編造財報，欺騙投資人。但這種比較實際上卻相去甚遠。安隆案事後，財務長自殺、簽證會計事務所賠款上億元，最後被收購合併。3 個月後美國證交所推出沙賓法案(Sarbanes Oxley Act)，明訂會計師簽證等約束條款。博達案則是在新成立的金管會主導下，迅速對前、後兩家簽證會計師「懲罰」停簽兩年。至於博達董事長葉素菲則是收押禁見。最後，這 10 萬個投資人得到什麼呢--一堆跟壁紙一樣的股票。

另一方面，投資人保護中心（投保中心），則是立刻接受投資人申訴，並召開記者會痛斥「骯髒、下流」、「告給他死」(盧怡安，2004：34)。結果是，投保中心的申告直接被駁回。更諷刺的是，投保中心迄今 31 件案子，從來都沒有贏過。其原本提倡的股東集體主義(shareholders collectivism)概念，要替弱勢投資人討回一點「公道」，結果灰頭土臉，泥菩薩過江自身難保。總體而言，從金管會到保護中心，在這幾個事件中雷聲大雨點小。歸納起來，法律的判決出現市場邏輯和社會邏輯的矛盾，因為我們無法定義究竟誰是「需要被保護的人」？<sup>2</sup>

比如說，投保中心以股東身份申告，但有許多股東並沒有「虧損」，反而因為公司債事件獲利。其次，到底在什麼價位買進的才算是虧損，少賺的部分政府要賠償嗎。接著，如果通過賠償，最後還不是股東出的錢，拿自己的錢賠償自己，這樣划算嗎。如果清算公司，最後拿回一點餘額，不也就喪失「翻本」的機會嗎？

到底誰是弱勢者？廠商賣壞的黑心電視欺騙消費者，可以引用公平消費法要求退錢。可是股票市場買貴了，只能鼻子摸摸自嘆技不如人。這就是股市買賣的議價市場(auction market)，股價變動的難以預測本質，讓買賣邏輯跟工業市場的產品完全不同。「當你認定股價的同時，產品本身是沒有瑕疵的，有瑕疵的是你的判斷」。因此在這種邏輯之下，需要被保護的人剩下那些沒有「及早」把股票賣出去的那些人。如果這樣的話，那交易賠錢的是否也應受到保護，政府應該制訂「標準」價格，讓股票交易真正達到「投資」的目的，純粹以公司股利孳息為所得。就像保護農民一樣，制訂公定的米價，達到公平的交易。問題是，股票市場從期貨市場以及工業市場發展起來後，議價

---

(2004-07-01)。主因是董事長、財務長涉嫌編造財務報告，會計師「未經詳細查核」即簽證，公司更虧空現金高達 60 億元，公司債(ECB)30 億元也無法償還。

<sup>2</sup> 當然此問題的實質解決方式仍待商榷，如刑事訴訟和民事賠償的法律技巧，以及社會印象和金融當局的政策互動等。但此處要凸顯的是，當面對這種當代社會的金融現象時，我們需要新的觀點與思維來作為行動的綱領，如以股盲的角度重新考慮究竟誰是這個社會的受害者（吳宗昇，2004.07）。

的買賣就朝向「未來的價值預期」，本質上就完全不同於我們想像的實物交易。也因此，沿用習以為常的社會公義邏輯，只會徹底的被市場邏輯打敗。

套句社會學的話說，結構不同。也因此在股市中的行動者與行動邏輯也將不同於我們已內化的想像。接踵而來的問題是，股市中的行動者是誰，到底誰是弱勢的那群人，為什麼形成。此處弱勢的觀點更必須跳脫金融理論的先定假設，或是階級對立的唯一思考。弱勢不是盈虧所界定，而是由不可見的某些社會力量所決定

如果這一系列的問題能夠得到進一步的詮釋、分析與發現，那麼我們就能在幾個面向上做出貢獻：(1) 在金融行為學之外，提出社會學結構與行動者互動的股市分析，解釋在行為之上的結構因素到底為何；(2) 在社會學資本主義理論的脈絡中，找出當代社會金融市場的運作核心機制；(3) 重新提出股市的社會結構，找出不同行動者結構及弱勢群體，為當今台灣社會的股市現象提供新的解釋；(4) 提供金融相關政策制訂者關於股市社會學的解釋，俾助實現股市投資人的實質社會正義。

因此，此論文將鎖定世俗印象的「散戶」為研究出發點。研究目的致力於股市中市場結構的分析，並進行行動者層級的歸納。這樣的目的，不但是社會學理論的延伸，更是社會學對當代社會不均等現象的考察。

## **第二節、問題背景脈絡：新興社會與古典理論的線索**

在馬克思主義的傳統中，向來視生產工具為權力的主要來源。但在現代社會中，特別在世界體系的討論系列，資本積累的工具轉型，特別是各式各樣的金融市場與金融工具產生。使得金融資本積累不但是中介，更有佔據資本積累的核心戰略地位的趨勢。因此，就出現金融制權的看法(financial regime)，或金融霸權的新現象(Arrigiri, 1993; Boyer, 2000)。這個脈絡，基本上是從馬克思的傳統下來，主要觀察資本主義的發展過程中，資本積累的結構為何。

另一個脈絡則接近韋伯的經濟社會學傳統，以及近年金融社會學的討論。主要討論心態結構、在經濟行動中的社會結構與其關係。此路線也是近年來，經濟社會學中新興的路線。特別加強了知識信仰、資訊與知識的互動，以及全球跨國的金融交易討論(Smith, 1981, 2003; Cetina and Urs Bruegger, 2003)。



這兩條主要的脈絡，都吸收了傳統社會學古典理論的養分，尤其是韋伯和馬克思的觀點。但是在現代社會中，這些思想是否能面對這種情境，提供有效的啟發呢。特別是在股票市場中，其實際的情境與遊戲規則，已經發展出全新面貌，完全不同於百年前的情境。因此，作為問題的大背景與脈絡，以下將試著從新興的社會現象，以及重新進入馬派的傳統、韋伯、涂爾幹思想的蛛絲馬跡，提煉有關股市社會學的線索。

## 一、新興社會與股市

在現代社會中，人們的生活與股票市場，被某種不可思議的方式連結起來了。一台電腦包含了數十家上市公司的產品，「類股」概念更是包含了大部分的生活用品。對一個資深的股票研究員而言，只要進入任何一個地方，少說可以辨認出數十樣上市公司的產品。即使是遠在天邊的艾斯基摩人，也有半數以上的人為全球前五大的石油 Shell 等公司工作。旅行者走過中國承德偏僻邊境，法國上市的拉法基(La Farge)水泥公司廣告，誇張地遮住公路兩端的視線，現在這家公司已經是中國北方最大的供應商之一。這種情況在台灣，恐怕有過之而無不及。回到家，打開自己組裝的電腦，裡面有華碩(2357)的主機板、威剛(3260)的 DRAM、友達(2409)的螢幕、合勤(2391)的網路卡……。在每一個廠牌背後，還有一連串的上市、上櫃沒有名字的代工、加工廠。如果，這還不夠的話，出門的加油站，有一半是台塑石化(6505)開的，家家戶戶的電話都貢獻中華電信(2412)驚人的利潤。稍微貴一點的牛仔褲則幾乎都是合興(1451)代工的。如果你自覺跟這個體系毫無關係的話，查查存款和保險單，大部分應該都在金控公司資產中。連國有的台銀、郵局，也都將陸續提出上市計畫，加入民營化的行列。若是想學魯賓遜漂流記，脫離這種數字資本主義的生活控制，那還得小心您的僕人星期五要求配戴 NOKIA 的照相手機，不想要韓國加工的 Any Call。

這種壟斷性的資本主義產業結構，讓希法庭的「金融資本」以及史衛西的壟斷資本(monopoly capital)，在現代社會中有重見天日的可能性(Sweezy, 1994；希法庭，1998；後藤靖，2003：192)。多爾(Ronald Dore)更說這種股東資本主義分裂成兩大陣營，即德國、日本的萊茵河福利資本主義模式，以及英、美的股東資本主義模式，對現代企業組織經營，產生決定性的影響(Dore, 2000)。這種現象，不僅止於上層階級。在產業和產品的全面發展下，以往被認為中產階級，或是社會下層，也大量地將金錢捲進這個市場。

以美國為例，1950-1960 的新紀元(new era)口號高張。企業盈餘

急速增長，股市實質漲幅達到 94.3%，新資本主義的概念再度被提起。另一方面，1960 甘乃迪當選總統後，通過數項經濟提振方案，承諾在 1970 之前登陸月球。在這個黃金年代，股票投資被視為對抗通貨膨脹，參與未來經濟發展的工具，也造就一波波的非理性榮景 (Shiller, 2000: 107-111)。1972 年 Breton Wood 貨幣流通政策解除後，加上戰後嬰兒潮、1980 年退休基金(401k)法案的通過，其他金融工具的交叉應用（如選擇權、股票指數等），股票市場成為一般大眾最容易接近的投資工具。

對美國大多數的小額投資人來說，NAIC(The National Invest Corporation)是投資聯誼社最重要代表。該組織是教育一般大眾，甚至改善金融投資性別歧視的非營利組織。1970 年，投資聯誼社註冊數即達 14101 個，可見美國一般投資人熱中此道的程度(Whitaker, 1994:5)。此組織在 1970 後成長迅速，1980 風潮稍退，但亦高達 12000 個以上的俱樂部，個人會籍則有 49532 個。2002 年這個趨勢達到高峰，個人會員達 298,213 個，俱樂部則有 25571 個。<sup>3</sup>但隨著基金經理公司的增加，新聞媒體、報告網站的全面開放等，NAIC 逐漸減低其影響力，轉而由券商、專業經理人、分析師取代了 NAIC 這個資訊轉介的主流機構。

為何有 NAIC 這類機構的存在？這種類似台灣 1980 年代後期的股友社為何能發展得如此龐大？當市場逐漸膨脹、出現新紀元或是新經濟這類美好的想像時，投資人對股票市場資訊、知識以及投資經驗的強烈需求為何如此強烈。從 NAIC 的設立過程來看，一旦市場成熟後，上市公司逐漸增多，個別產業生產專業知識龐雜。加上交易工具多元化，市場資訊與分析逐漸變得無法理解與掌握。產業系統的分工與快速的資訊流動，使得小額投資人不得不向外求助，或是結盟。

對於這種知識、科技或資訊的社會結構變化，社會學家貝爾 (Daniel Bell) 早已提出預言。他認為知識 (knowledge) 與科技 (technology) 是下一個社會的結構關鍵概念。於是他對於下個世代知識做出如下的定義：

「知識是對事實或思想一套有系統的闡述、合理的判斷或者經驗性的結果，它藉著某種交流手段，以某種系統的方系傳播給其他人。因此，我把知識(knowledge)和新聞(news)區分開來。知識包括新的判斷（研究和學問）或者對老判斷提出新的看法（課本和教學）」(1976:213)。

這個後工業社會的知識社會，不止侷限在研究、高等教育和知識

---

<sup>3</sup>最新的活動資料可見：

<http://webwarper.net/ww/www.better-investing.org/about/fact.html> (NAIC Statistical Highlights)

的生產方面。知識，可以作為一種知識財產(1976:261)。貝爾講的這種知識財，在工業社會後階段的發展，深入地表達出現代社會知識結構。特別在股市的場域中，對於「新的判斷」、「對老判斷提出新的看法」更是預測股價、評估任何一家公司營運、獲利、與整體經濟趨勢的不二法門。股市研究員綜合了各種專業知識的門檻，將原來學院知識轉化成實用應用知識，變成生產體系的營利工具。股市的知識體系與社會結構的知識體系同步發展，有效地以消費的邏輯形成這個體系。

另一個趨勢是老年社會與國家福利體系的發展。其中影響股市深遠的就是各種基金的成立，如退休基金(pension fund)、共同基金(mutual fund)或保險基金雨後春筍般的成立。

根據沙奈(Francaise Chesnais)的研究，退休基金是金融自由化走出英、美的重要推力。1996年美國的退休、共同、保險基金全球投資金額就高達1兆6069億美元，這個數目將近同年其他國家投資總和的4倍。結果是，基金操盤人成為資本主義世界「投資主宰的200位老闆」(Chesnais, 2000: 179-192)。這些經理人、研究員，個個頂著專家的光環，在全球各地市場間形成投資網絡。在新興國家的市場中，這些基金經理人，還可以用公司治理的投資者名義介入公司政策。卡斯特爾(Manuel Castells)觀察到這種現象，並稱之為新經濟社會。他認為在資訊化經濟與全球化過程中，資訊生產競爭力主要來自於知識生產和資訊處理能力，也同時也是國家競爭關鍵工具。但在1990年代後，圍繞著資訊技術與金融業，和初萌芽的生物科技，新經濟取得了革命性的發展(2000:131)。金融業透過電子通訊網路(electronic communication networks)基礎，形成新經濟的策略性支配網絡(networks)。在金融市場中的網絡，利潤至上的價值進入到各種經濟活動中，所有的事物都開始暗藏「證券化」的價值。網絡化(networking)的過程，將資訊科技、金融產業與其他生產部門連結起來(2000:163, 166-167)。網絡化的過程其實是雙向的，一方面將知識金融化，取得現金資本。另一方面，資訊網絡加強內部的知識及資訊互動，強化對金融市場的獲利能力。但在股票市場中，這種網絡的傳遞與中介需要大量的專家系統來運作。這些經理人，毫無疑問就是全球金融與產業的主宰詮釋者，以及資訊經濟化的最精密網絡。

季登斯(Anthony Giddens, 1990)，則以「專家系統」(expert system)來描述這種支配「資訊網絡」(information networks)的論述系統。由專家知識網絡產生的詮釋，將逐漸向外擴張到其他面向，包含詮釋資訊、解讀各種言論等。「專家」成為各項知識的代言人。專家知識與專家系統的形成，在金融體系中成為信用的代表。就Giddens的觀點

來說，專家不止掌握知識系統，而是掌握了對於知識、資訊、論述的詮釋權力。此種觀點，在股票市場是再也貼切不過了的。所有的報告都需依賴研究員、新聞報導需要依賴投資名師解析，所有公開的言論都需有專家的背書。但在股票市場最特殊的是，允許專家們對同一事件有完全不同的詮釋與理解。

但不管是專家系統，或是網絡化，都沒有辦法在細部的基礎上，解釋整個運轉機制如何形成。因為經過上百年的發展，全球的股市已經發展出龐大的體系。第一，知識體系的分工與專家系統興起，產生資訊處理的專門職業團體；第二，投資者將投資的自主權大量交由專家處理，產生資本關係的代理現象（如退休、共同、保險基金等）；第三、隨著基金規模的逐漸擴大，以美國和歐洲為主的資金大量向世界各地流動，成為其他國家的資本來源與新影響力。這些專家系統和地方市場的互動，其實都沒有在經驗上確認，使得 Giddens 在概念上的宣稱，具有啓示，但卻很薄弱。

但這些新興社會現象，和理論上的對話關係。實際上在古典的社會學理論中已經零星地出現了，諸如馬克思、韋伯、涂爾幹等人的觀點。

## 二、古典線索（1）：金融資本

馬克思(Karl Marx)認為股票市場以及股份公司的制度，在資本主義的發展顛峰中，將加速資產集中，最後將成為資本主義滅亡的送終人。這是社會學首度以階級的觀點來看股票市場的發展，不過馬克思的觀點仍是從擁有生產工具有無來做區分的。即，工業生產工具的掌握，與金融資產的控制是同樣的階級結構。

他認為，當生產關係與分配關係，在歷史階段達到相對應的環境時，資產階級透過私人財富的累積，以及資本的形成、增殖兩個條件。形成顧備勞動的資本控制，進一步構成積累的不平等。隨著大工業持續的發展，以及股票制度將資產分配兩極化後，資產階級最終會生產出自己的掘墓人(1965, 1981)。在這個分析過程中，馬克思將股票市場的發展與社會階級扣聯起來，股市的資產分布，就是階級的分布。經過股市中的資本積累、增殖的機制，兩極化的階級才能加速形成。

金融資本無疑繼承了這一路線的思考。希法亭(Rudolf Hilferding)繼馬克思之後，以「金融資本」概念將股份公司制與交易所的關係講得更深入。在《金融資本》(1910, *Das Finanzkapital*)一書中，他將信用和股份公司視為促進金融資本生產的有利杆桿，最後形成銀行資本和產業資本結合的機制。在股份公司的制度下，金融資本將取得壟斷性的地位。他特別強調「流通」為資本帶來的機制增殖效果。在這個

論述基礎下，「信用」本身使銀行和產業的關係密切化，在此結構上發展出來的股份公司，更爲銀行資本和產業資本提供了流通的條件，股份公司因此成爲普遍的企業形式。

透過股市產生的虛擬資本，以及股份公司的建立，資本家從企業家的職能中解放出來。透過發行股票，資本家提供可以轉變爲產業資本的貨幣資本，從而獲得優厚的創業利潤。在市場中，「股東」並不是「產業資本家」，而是「貨幣資本家」。這種類似「借貸資本家」（包含如銀行等）與產業資本家不同的是，貨幣資本家能以完全不同的方式支配自己的貨幣資本。關鍵是，要使股東成爲貨幣資本家，就必須透過「證券交易所」機構的存在，轉換成產業資本，而使貨幣資本吸取產業帶來的利潤，以及平均利息(1998：iii-vii, 105-110, 135-146)。希法亭的推論超越了工業資本家的類型，相對地，產生了靠金融技術和銀行資本結合的金融資本家。

他更進一步說，在發行股票後被支付的貨幣，完全不是股東當初提供和使用的貨幣，而是在資本化過程中進行流通的追加貨幣。同樣的，「股票價格」並不是企業固定資本或營業用資本的一部份，而僅僅只是按照一般利息率資本化的收益而決定。股票事實上是收益的憑證。首先取決於利潤量，其次取決於一般利息(1998：109-110)。希法亭的這個觀點，首次將工業市場和「金融市場」的邏輯區分開來。亦即在證券市場中交換的資金，並不是原始創業資本的資金。這一推論，已經脫離馬克思的掌握了。亦即，在二級市場中交換的資金原則，是可以完全和其工業運作「沒有關係」。事實上，對照於現代股市的現象，希法亭更精準地預測了後來的發展。他認爲股票交換的邏輯是依照「一般利息」的原則而來，也就是「獲利率」超越利息的概念。此觀點，更清楚地說明市場的交換邏輯並非透過勞動力剝削而來「剩餘價值」，而是公司的獲利能力基礎。但他又進一步推論，這種金融市場脫離原來工業基礎的抽象運作。

希法亭強調正因爲股票是一種收益證書，是由收益資本化構成股票價格。所以股票價格中存在著「第二資本」，這種資本純粹是虛擬性的。實際上的產業資本及其利潤，完全不妨礙「虛擬資本」的存在，或是市場援用「股份資本」的功能。因此，「股份資本」與「產業資本」之間就產生不一致。以壟斷、投機爲運作方式的金融資本，便在這套「金融技術」上展開，而後產生金融危機、區域競爭，以及超越工業基礎的投機行動，最後形成新的階級問題(1998：302ff, 389ff)。

從希法亭的論述中，控制銀行虛擬資本的擁有者，與控制產業的資本所有者，越來越結合爲一體，銀行資本與產業資本結合成爲金融

資本。這種由銀行支配，工業家運用的金融資本，最後將取得整個社會的控制權。<sup>4</sup>希法亭的觀點，同時也檢討了馬克思主義討論資本累積過程的形式。但是，他所認為集中化的金融調節機制，在現代社會中卻被國家所取代。<sup>5</sup>

希法亭的這一系列推論，隱藏了無數高價值的線索。

第一，金融資本的運作資金，可以完全與工業生產的資金分開來；第二，股市的運作機制，其邏輯主要依照一般利息等因素，與工業市場的供需獲利法則是不一樣的。這兩個觀察，都精確地指出當代社會金融市場的運作性質。在虛擬資本的交換過程中，出現不同的資本增值機制，這種機制的邏輯完全不同於工業資本的運作方式。但希法亭顯然也無法預見當今金融市場產品的複雜性，金融資本家的分配法則並不單純透過銀行來中介，反而是在股票市場找到工業生產和金融資本的介面。

那麼，我們能找到這個機制真正的運作面貌嗎？而不是只停留在百年前的政治經濟學考察。

### 三、古典線索 (2)：投資/投機的社會結構

在一般的印象中，韋伯(Weber)與涂爾幹(Durkheim)並沒有針對股市做過特定的研究。但有幾筆資料顯示，兩者其實都觀察到股市發展的現象，也提出很有趣的看法。

韋伯是在《經濟史大綱》以及〈交易所與商品交換〉的分析中，討論到資本主義的起源與外部事實(external facts)時，曾經提到股票公司、交易所以及金融泡沫等現象。他認為資本主義的經營前提是企業家生產物質手段之專有、市場之自由、理性的技術、理性的法律、自由勞動、經濟生活的商業化。另一個動力則是投機(speculation)。但他認為鬱金香狂熱不算是社會經濟泡沫情況，因為其影響的層面並沒有如南海泡沫等經濟危機，是牽涉到整個金融結構、證券化的貨幣制度(1981:279, 286)。

因此，股票市場的發展，對韋伯來說，是整體結構的同步進程。他認為股票市場的投機，是資本主義發展過程中的一環，週期性的投

---

<sup>4</sup> 希法亭的觀點並非毫無爭議。列寧顯然不滿意這種說法，認為金融資本的產生歷史階段，仍以產業資本的壟斷現象為主，因此希法亭對此點的定義是不完全的(列寧，1995：612)。但是，正因這兩者的爭議，更可看出金融資本與產業資本是不相同的。金融資本存在虛擬的交換性質，是無法用生產關係與剝削率等看法來計算的。

<sup>5</sup> 這個脈絡被世界體系理論(Wallerstein, 1996; Arrgiri, 1993; Boyer, 2000)等人所延續下來。主要針對匯率、債券以及後來發展的金融制權(financial regime)作分析。認為近代資本主義發展形式，將以金融領域為戰略切入點。但是，這些分析實際上對於連接工業市場和金融市場的股票制度，並沒有較深入的分析。

機/投資危機情況，起因於生產部門支出急速擴張，超過消費支出。但在投機過後，又反過來加強資本市場和金融市場的制度功能。所以，投機就被視為資本主義的擴張過程，同時也進行制度化的建立(Weber, 2000: 305-338)。這個觀點在百年前的確是很出人意料，主要是將投機活動置於資本主義發展的歷史脈絡，並視投機為資本主義建立的要素之一。最有趣的線索是他將這種「投機/投資」視為一種社會結構的制約條件與結果。但是，這個結構的內部究竟是什麼呢，他就沒有清楚地勾勒了。

涂爾幹則在《自殺論》中提到，經濟危機與自殺率(suicide-rate)有絕對的正面影響關係。經濟危機的自殺率提升絕非特例，而是某種「規則」(1951:242)。這種自殺類型，就是失序型自殺(anomic suicide)。關鍵是，他細膩地區分出破產(bankruptcy)與貧窮(poverty)兩種完全不同的情況，以駁斥天真地認為生活貧苦而想自殺的說法。同樣地，在工業發達的繁榮期，自殺率也會增加。原因無他，就在於某種集體的秩序失調。失調的原因在於，人們無法正確地認知到由公眾意見建立起來的那個「功能層級的正義性」(the justice of the hierarchy of functions established by public opinion)(同上引：250)。因此，經濟繁榮或危機時，屬於原來層級的生活情境，會往上提升或突然下降，當個人自我控制無法抵擋「社會」加諸於其上的力量，就很容易使他們不多作嘗試，而選擇自殺了。至於這種在現代社會起落的危機與失序，他更斬釘截鐵地說，是「常態」(normal)(同上引：256)。涂爾幹描述的「功能層級的正義性」，指的就是經濟活動中的層級結構，但最後他還是沒有分析這個經濟繁榮前/後的層級是什麼。

麥基(Mackey, C., 1841)以及錢思樂(Chancellor E., 1999)，則在社會學的路線外，補充了這個現象的描述。這兩者的觀點都認為在金融活動中，投機者完全展現動物血性，在熱潮一來時，憑著貪婪的本能或動物直覺，勇往直前。對這種情況，錢思樂：「我們不妨把人想成牲口，會成群發瘋，恢復理智的時候，卻是一隻一隻的清醒」(Chancellor, 1999:16)。同時，他們也都認為金德伯格(Kindleberg)的投機泡沫分析時，只從經濟的角度來看是不夠的，認為「在確定狂潮的定位上，社會和政治態度一樣重要」(Chancellor, 1999: 64, 67)。但無論如何，總有最後一隻老鼠會承接這狂潮的後果。

書中幾段精彩的投機史描述，充滿寓言與文學氣氛。但在這些過程中，兩人皆假設在一般狀態下，人是「理性」的存在，一旦社會充滿投機的氣氛時，投資者就會如牲口般橫衝直撞。這種現象的觀察與韋伯和涂爾幹幾乎是一致的，也就是假設了一個「非理性」社會狀態的產生。但韋伯和涂爾幹都認為，投資泡沫是經濟發展過程中是無法

避免的社會事實。韋伯的重點在於泡沫之後，制度與組織將形成更嚴密、龐大的發展。涂爾幹則認為在泡沫之後，將會有社會層級的激烈變動。也就是說經濟「泡沫」是社會的「非理性」狀態，但在大部分的時間中，社會結構是比較穩定的，而行動者也會比較「一隻一隻清醒」。

這條線索如果擺在社會史的脈絡下再三咀嚼，除了趣味性外，還有些引人深思的社會學問題。這些人都看到，在社會發展的過程中，金融市場（廣義）會存在著行動者之間的階層結構，相對來說比較穩定，行動者依照著既定的遊戲規則發展。但在投資泡沫的集體群眾行為中(crowds)，突然出現斷裂、行動者失去理性與自制，突然像動物一般地橫衝直撞，破壞了原有的層級結構。接著，泡沫後市場趨於低調，於是行動者的「理性」重新歸位，社會結構也產生對應性的結果，即制度的改革與升級，行動者對金融市場的熱潮也會趨於理性。此點聽來頗像 Parsons 的結構理論，適應(adaptation)、升級(upgrade)的線性發展。但值得質問的是，經過泡沫這種「革命性」的破壞，金融市場才逐步發展出新的結構來。金融市場的產品變化性，在本質上就預設了這種革命性破壞的命運嗎？

那麼，在革命前/後那個寧靜、相對穩定的行動者結構是什麼？

經濟學家們專注分析各種經濟數據可能造成的影響，金融學家則提出存款、熱錢等數據來證成經濟學的看法(Kindleberg, 1996; Shiller, 2000; 于宗先、王金利等，1999)。社會學家則仍沿用百年前工業社會的社會結構來觀察這個現象。那麼，我們如何看到泡沫破壞來臨前的那個充滿張力與鬥爭的行動者結構？

從這些理論觀點中取得的線索，引起了更多社會學的疑惑。馬克思認為股票市場是資本主義的馬前卒；希法庭提出虛擬資本的概念；韋伯將經濟泡沫視為資本主義發展過程中必要的一環；涂爾幹則認為在經濟活動中存在著層級結構。但在現代社會的股票市場中，卻已經發展出完全不同的面貌。社會參與層面廣闊，專家系統主導力量興起，工業資本流動，因此而暢通。差異更大的是，有人從其中獲利，也有人慘賠。我們無法辨識誰是階級的上層者，誰是被剝削的那一方。或者說，股市中也有中產階級的穩定性支撐力量嗎？這些問題，引起更多的迷惑與反思，股市中行動者的互動關係到底是什麼？

如果馬克思還在世的話，面對這個不知誰是剝削者的股票市場時，不知他會不會問：「這個市場的下層階級工人是誰？」



### 第三節、問題與文獻

以下文獻將分成三個部分，分別為台灣股市金融行為、市場投資或心理行為研究中，關於散戶、中實戶的文獻；第二部分是政治經濟學中，關於股票市場的結構研究。並由這兩條路線觀察投資行動者的研究中，是否有市場的支配者觀點。第三部分將藉由社會學中，關於金融市場社會互動、人類學的田野研究文獻，並逐步縮小研究焦點，在這些文獻基礎上逐步將問題定焦。

#### 一、金融行為學：溢價理論及其相關觀點

關於股市的金融研究不計其數，一般回顧的過程中，通常只注意到投資行為學的脈絡，如效率市場的假設、資產定價模型、價值投資理論等等(Berstein, 1992, 1996; Malkiel, 1996)等。需明辨的是，投資價值的相關理論，主要是針對股票本身的價值界定，提出不同技術上的定義與定價方法。因此，應被理解為市場中的一種專業知識或技能，其對象是股票而非市場或牽涉到行動者。但與行動者相關的，基本上可以區分為三類。

對社會學研究者而言，這三種不同的類型可分為：(1) 造市者(market maker and regulator)的市場研究，此類文獻強調市場的架構、功能、健全、以及與其他金融市場的連結性；(2) 公司治理(corporate governance)，此類文獻強調公司管理層面，不重視股價，而注重個別公司的運作需在股市中的運作狀況；(3) 以投資者(investor or speculator)的角度之研究，先假設市場行動者為均質的狀態，然後再論述市場的形成方式與構造，如效率市場與資訊不對稱的假設或溢價理論等。當然，零星超出這些範圍的文獻也有，如對於股市崩盤的研究，或是金融史這類非主流的論述(蔣國屏，1991；彭光治，2003)。

第一種類型的研究顧名思義是從政府或券商的立場出發的，討論各種市場風險和結構。亦即制訂遊戲規則，規範造市者、投資人、中介的券商應有的「規範」與行動準則(邱顯比 1994；馬黛 1993 等)。<sup>6</sup>此類研究的優點是從實用性下手，講求市場建立與穩定，在概念上會有一個「完美」的市場，特別是歐美的市場經驗。

第二類的研究跟第一類也有相關，即市場經營透明化的概念，當然主要目的就是要找出市場的「害群之馬」這類行動者。特別是作弊、交易壟斷、內線資訊交換或欺騙等違法行為的研究(Boatright, 2002；

<sup>6</sup> 這部分將在第二章中較完整地介紹歷史過程，說明國家在造市初期擁絕對權力，但市場擴大後將由市場的行動接手。

邱顯比、繆震宇，1994)。這一類不當交易或違法行爲，還必須有公司治理或會計、財務技術的遮掩技術（康榮寶 1994 等）。當然，還可能因爲掩蓋過程造成「知識不對稱」的討論（於貽彰，2002）。但嚴格說來，金融研究中對於「知識」的定義仍沒有清楚的研究脈絡，指的也只是資訊的掩蓋。

第三類型的研究，是金融行爲學或金融投資市場理論的主流，也是數量最多，最爲人稱道即爲效率市場的假設。Fama 認爲市場可分爲三種效率形式（強式、半強式、弱式）。在市場中，有關於公司的盈餘、獲利成長的各種消息，所有可能的影響因素（有利或不利），都已經在廣義的效率市場中反應完畢了。投資人會立刻針對已知的任何資訊進行分析決策，強式效率市場甚至認爲內線都對投資人沒有幫助。因爲任何已知、可知的股價都已經在第一時間反應完畢了(Fama, 1970, 1998)。因此，每個投資行動者將都是公平的，因爲我們跟猩猩一樣，都隨著「市場先生」漫步。

Fama 的理論觀點，看起來與前面關於公司治理的研究產生矛盾。第二種類型的研究專門在市場中找出「舞弊者」的組織或行動者，而 Fama 的理論推到極端時，認爲市場資訊傳遞的特性，不會存在資訊上的掩蓋。爲了解決 Fama 的這些技術問題，金融理論不斷推出關於行動和資訊互動的研究，如投資人之間的資訊不對稱(information asymmetry)，或是過度反應(over reaction)、反應不足等概念來強化這個假設（詹家昌，1991；杜俊霆，2001 等）。

但在第三類型的研究中，有幾個值得注意的議題，分別是權益溢價謎題(equity premium puzzle)，與「資訊不對稱」(information asymmetry)到「知識不對稱」(knowledge asymmetry)的討論。權益溢價的發問，主要是討論在何種情況下，哪些人、哪些方式會產生較高的投資報酬。資訊不對稱則是延續弱勢效率市場的假設，認爲市場並非完全效率。雖然過去已發生的消息沒有分析意義，但未來的資訊傳遞的不對稱，包含資訊取得成本、資訊分佈等，都會形成資訊不對稱的情況，讓投資者資訊傳遞速度影響獲利。<sup>7</sup>

權益溢價的討論，向來是金融財務學的主流。亦即，如何將獲利提升並超過一般的平均利息。此討論脈絡方向歧異，包含價格理論、投資策略、投資行爲、資訊不對稱或是特定金融商品等因素，這些都可能影響獲利。但近來有研究注意到社會階層的問題。如資本變數造

---

<sup>7</sup> 實際上，「溢價」投資理論歷史悠久。從 Graham 的價值理論、Sharp 的資產定價模型(CAPM)、Fama 的效率市場假設(Efficient Market Hypothesis)、Sharp 的  $\beta$  值（衡量風險係數的指標）、基本分析(fundamental analysis)、技術分析(technical analysis)、Markowitz 的投資組合(theory of portfolio)、MM 資本結構(Modigliani & Miller)等概念，詳可見 Berstein(1992)。

成的借貸限制(borrowing constraints)、資本取得限制(access limited)以致形成進入市場的限制(limited participation)，或是投資者只是部分參與(Constantinides, 1997)等等。國內實證可見陳巧芬(2002)對於借貸限制和資訊不對稱的分析。但這些文獻仍以股市整體交易數字為計算基礎，所以仍無法實際看出投資人在行動上的能力差異。

從這些文獻中，可以歸納出兩個繼續延伸的觀點。

第一、溢價謎題與社會條件是有關的。溢價謎題討論「個人條件」可能受到的限制時（如資本取得），可見金融理論已經開始思考關於社會條件的問題。對社會學研究者而言，個人的各種條件無法「抽離」其社會脈絡，但金融理論仍將個人行動者視為單獨發生的事件，這個現象提供了線索，同時也是金融理論與社會學可能的銜接點。

第二、資訊不對稱的觀點，可以更深入研究行動者的社會條件。從資訊不對稱可看出，投資人在資訊接收出現落差，以及特定交易人擁有內部資訊等不爭的事實。但這一類型的研究只注意交易量和特定資訊的關係，或是交易指數和特定事件的統計模型驗證。相對地，完全拋棄了交易者的社會條件。對社會學研究者，當然會觀察到資訊不對稱的現象，但其不對稱的過程應該有其社會條件的差異。<sup>8</sup>

總體來看，金融理論的歧異性大過於相同性。但就共同點而言，情形是金融研究者幾乎都朝遠方假設了一個「完美」的市場，每個人都可以成為「理性」的交易者。一旦非理性的情況發生，市場自然會產生相對的懲罰。如果集體或個人處在非理性的狀態，那麼可以透過各矯正方式，使得市場最終走向完美而公平交易的狀態。但在社會的現實觀察中，那些被形容成「羊群」的小戶或散戶，好像沈靜地走向屠宰場，完全從這個圖像中消失。連創造市場的政治力，諸如國家這類的巨靈都可以被抹平。

面對這個現象，恐怕政治經濟學家們會說：「全世界的政客們，團結起來吧。」

---

<sup>8</sup> 另一類則是強調普遍通則的人類心理層面因素。此類認為只透過模型或傳統金融經濟學的解釋仍是不足，因此提出許多新的觀點。特別是將股權溢價謎題帶進社會結構或社會心理學討論的例子。如 Shiller(2000)提出的乘數效應(amplification mechanisms)、資訊傳遞的回饋機制(feedback loop)，以及跳躍性推論(nonconsequentialist reasoning)等。Kahneman and Tversky (1982:163)則提出代表性啟發(representativeness heuristic)說明在投資過程中，結果可能只是因為許多「啟發」(heuristic)所引起的決策判斷，更有可能其實是一連串的偏見(Bias)。理性選擇本身並非完全理性，個人心理偏見在金融市場的影響會更大。Shiller, Kahneman 研究之財務投資現象，集中於一般的投資者，主要說明一般投資行為與心理因素，但也沒說明行動者之間的社會差異。

## 二、政治經濟學：政治利益與經濟利益的辯證

英國的金融與股市，無疑最具有歷史與現代社會性的討論意義。Carruthers 曾經針對 1712 年倫敦股票市場的交易，找出三種不同類型的理念利益團體，分別為政黨 (political party)、清教徒團體 (ethnic-religious group)、同業公會 (guilds)。政黨團體利用國內外的局勢控制控股公司，宗教團體則透過股市取得對法戰爭的資金。對這兩個團體而言，他們顯然透過經濟手段來達成其理念目的 (1994: 165)。

如同韋伯所說，任何經濟活動的產生、個人行動包含了追求理念 (ideal) 與物質 (material) 的利益 (1968: 202)。對於不同的政黨或宗教團體來說，在表現上而言，經濟行動雖然是主要特徵，但是卻不能不考慮其他的主要驅動因素 (mainspring)。此點，也就是經濟人和政治人的差異，更直接挑戰經濟學理性選擇的說法。如果透著這樣的視角，觀察台灣近年來一系列的股市政治經濟學研究，就比較能理解其利益驅動因素為何了。

在郭承天以及其研究團隊所進行的一系列討論中，有兩個主要的分析脈絡。首先是以親信資本主義 (crony capitalism) 和民主政治體制兩個概念來分析銀行和金融政策。其次再加進政黨因素，特別是國民黨的裙帶關係，和地方派系分析在股票市場的影響力，或是將股市當成「提款機」的過程 (Kuo, Chengtian, 2000; 郭承天、陳尙懋、黃宗昊, 2000; 鄧晏翔, 2001; 陳尙懋、郭承天, 2002)。

這種以新制度主義 (Neo-Institutionalism) 為分析方法的核心，主要認為經濟行為透明化 (transparency) 與權責相符 (accountability) 的民主制度並未建立，使得台灣在民主化的過程中產生了「親信資本主義」的運作模式。「國民黨、財團、地方派系與民意代表」四類行動者的政經壟斷聯盟運作，使金融體制，包括股票市場的正常、公平行為受到扭曲。若要解決這種情況的話，須從這四者的制度關係作根本的改革。而 2000 年的政黨輪替，則提供了改革的機會，至於改革成效則必須視後續的金融體制的力量而定 (陳尙懋、郭承天, 2002)。

許甘霖則以「民粹金權主義」 (populist plutocracy) 的概念來形容當時股市中的政黨力量。他認為在 1990 年代的時空環境中，民粹主義與金權政治，產生了親近性。他引用 Sumner 的說法，認為在金權政治中，會產生某種待價而沽的階級 (a class of men who have their price)。同時，透過 Pareto 所說的民主本質，台灣社會存在某種「恩庇主-侍從關係」 (patron-client relationship)，並發展出「財閥投資階級」的金權政治體 (2002: 1-13)。

在民粹主義跟金權政治的矛盾中，許甘霖以批判的立場發展出

「民粹金權主義」這個概念。「譁眾取寵的財閥」、「譁眾取寵的投機階級」與「待價而沽的投資階級」成爲作者假設的三個主要行動階級。透過召喚、動員，以及經濟利益的動機而支持的群眾，在國民黨的民粹金權主義下，得以透過股票市場進行動員。在「一般民眾」構成「待價而沽的投資階級」範疇中，作者推論 5 種類型。分別是：(1) 股市散戶：90 萬至 260 萬人；(2) 黨營事業小股東：30 萬到 60 萬人以上；(3) 黨營事業小債權人：20 萬人左右；(4) 黨營事業員工：約 8 萬人左右；(5) 依附以上四個範疇生活者。所以，這些人數加一加，大概會有 150 萬—350 萬人以上，若又加上引用林忠正認爲台灣民眾的理財決策，有 69.5% 是同家人商量的話，這個數量就很可觀了（同上引：28）。因此，他總結了這個「民粹金權主義」的金字塔：

「頂層是譁眾取寵的財閥，包括國民黨當權派及透過黨資本建立的政商關係；中層是由民意代表、黨營事業主管、黨中層幹部、券商、股市大戶和地方派系等構成之譁眾取寵的投機階級；底層則是包括厭惡不確定性又期待政治行情的股市散戶、黨營事業小股東和小債權人，以及依附整個民粹金權體制而獲利的群體所構成之待價而沽的投資階級」（同上引：49）。

串連起這三個層級的，當然就是黨資本了。在歷史的偶連必然性中(contingent necessity)，作者選擇「民粹金權主義」來詮釋這個歷史年代的政權結構。最後並提出「示範經濟」(demonstrative economy)的前瞻性概念，試圖取代民粹金權主義（同上引：61）。

無論如何，此文是台灣社會學界第一個提出股市行動者層級性的分類架構。從文章的脈絡看來，觀察的時間應該在 1989-2000 年之間。也是首次以「階級」的概念來描述市場行動者的觀點。當然，黨資本建立的官商派系在文中是最後的大贏家。儘管 2000 年後現實政治發展，否定了這個階級結合體的假設，但將政治階級與股票市場行動者結合的手法，現在看來仍相當具有創意與貢獻。

總結節郭承天的「國民黨、財團、地方派系、民意代表」，以及許甘霖的「譁眾取寵的財閥、譁眾取寵的投機階級、待價而沽的投資階級、一般大眾」，的行動者觀點。可以發現，兩者在定義上都相當接近。但無論是親信資本主義，或是民粹金權主義的概念，其主要發動者都是國民黨的政商集團。但這是長期的發展趨勢，或是有其他因素呢？從這些例子看來，政治團體似乎是股市中唯一的支配者。

但在相近的研究中，卻出現了不同方向的結果。在鄧晏翔的分析中，他以政治學傳統中「政治景氣循環」(political business cycle)的概念來分析股市。原先是要觀察國民黨透過市場干預或政策利多的情

況形成選舉上的利多（郭文、許文提的狀況），但卻意外發現台灣政治場域中，國民黨靠股票市場籌錢的特殊現象。

鄧文中將政策分為貨幣性政策、財政性政策兩種，但這兩種政策的因素實際上相當多，諸如貨幣調降重貼現率、存款準備率等等。或是財政性地調降證交稅、漲跌幅、信用交易成數等等（2001：69）。但最後發現這些因素，實際上只是經濟議題中的一小部分，無法形成選民最後認同而作為投票的依據。另外，從政大選舉研究中心 2000 年總統大選的電話訪問中，發現有無股票對於候選人的喜好傾向幾乎沒有影響。選前的漲跌情況也幾乎無法改變選民的投票決定。在選舉行為中，選民決策因素反而是以「候選人取向」、「政見取向」最高，其次才是「政團關係取向」、「私人關係取向」、「社會關係取向」等因素（同上：78-83, 106）。有趣的是，從其提供的資料，可以發現國民黨雖然放出利多政策，但卻在選舉年的選前 10 個月到 3 個月間，出現密集申報轉讓的情況。簡單地說，就是「國民黨利用股票市場的利多政策，藉機籌措選舉經費和選舉資金」（同上：107）。

鄧晏翔的分析結果，出現與前面矛盾的情況。主要「政府」、「政黨」的角色出現矛盾。它同時兼具政策利多的製造，又是趕緊賣出股票的大金主。另一方面，選民跟股民之間似乎也不是等號，手腳若是慢一點，搞不好還殺到下游的民意代表、或是一般民眾。這既不符合「親信」、「裙帶」共利的關係，也沒有「恩庇主-侍從」的義氣領主關係。說穿了，政黨就是要經濟利益和政治利益同時拿到。

這個現象，如果單純從經濟利益出發的社會行動者來看，就會完全界定出不同的意義來。待價而沽的民意代表、投機大眾，共同的利益對象是在買賣價差，而不是政治目的。

舉例來說，2000 年政黨輪替前後，張真卿先生出版了一本流行暢銷股友書。他在書中以產業分類整理了 6 種類股，10 種多頭的「主流概念股」。這 10 種主流股是「資產概念股」、「年底集團作帳概念股」、「外資概念股」、「黨、官概念股」、「董監改選概念股」、「除權行情概念股」、「繳款行情概念股」、「中國概念股」、「借殼上市概念股」、「週休二日概念股」（2000：167, 211-235）。所謂黨官股「就是公司的股份大部分為國民黨或官方事業所持有」；財團股，就是「該上市公司的股份由某一財團控制並由其經營」。他定義如下：

「由於黨官、財團背後有官方、國民黨或財團的支持，因此其股價走勢與操作手法有別於一般上市公司……一般而言，黨官股在選舉前後會製造一波選舉行情。這類股票的選舉行情來自於執政黨為提供其候選人資金，或是爭取投資人選票，而運用其影響力，撥出一筆資金進入

股市，將個股股價炒高，使炒作者或部分投資人從中獲利。」(同上：221-222)<sup>9</sup>

既然名為「概念股」，表示該黨股票在模糊的臆測空間會與國民黨官股，或是相關的財團掛連起來。特別是金融股，幾乎都可以指認出來（三商銀、開發、農銀、中銀、彰銀、復華、中產、國票、興票、華票）。可見這件事情對於市場人士來說，各自有各自的盤算。重點是，「黨、官概念股」只是所有類股裡面的其中一種類型，代表的是某一特定時間點，有「主力」或「金主」進場護盤的股票。但若論起市場行動者是否形成共利的團體，其代表性仍值得商榷。舉另一個例子來說，當 SARS 發生的時候，也會出現「SARS 概念股」等。製造口罩、不織布、研發疫苗的公司也會獲其利而上揚。此點，簡單卻扼要地看出，黨官結構只是某一特定時間，市場內特定人士的操作活動之一，並不表示政黨控制了市場。

從投資行動者的角度看來，唯一可以證實的是，政黨（政府）撈錢的動作是很明顯的。投資人在市場中將政黨視為一個「經濟行動者」，就像跟隨一個公司派的大戶一樣，純粹是物質利益上的考慮。至於政黨欲透過股市動員選票，應是經濟政策的理念認同，誘發股民的經濟利益考慮，從而轉引到政治（選票）上的認同。但鄧晏翔的選調資料卻又說明，在選舉這種高度理念認同過程，股市政策並不是最重要的。由此可見，政黨的階級結構，並不完全相對應市場內的行動者結構。

若在「股票換選票」的方向，討論政府的執政邏輯、政府護盤動作，或「國安基金」的運作狀況，國安基金可能是解釋政治目的更貼切的例子。這一類的討論如林志遠（2002）、謝忠正（2002）、呂玉霖（2002）對國安基金及退輔基金的運作狀況，以及政府建構政治體利益的過程等等。這些討論的路線主要有兩個。第一、國安基金主要的目的是在鞏固「政府」局勢，基金投入市場本身講究的是指數與交易量的穩定；第二、因為基金本身的資本來源，必須對基金提供者（如四大基金）的投資績效提出表現。

因此，國安基金會「政策」（政治目的）與「績效」（經濟利益）兩者間擺盪，形成政治結構與金融投資的矛盾。但這個矛盾在最近的發展中，終於得到舒緩的解決之道。2002 年後除國安基金外，四大基金一律委由基金公司操作，並逐年以績效評比，「政府」本身不再過問投資手法。至於國安基金自身，因為資本來源由國家持股，向各大行庫質押借款。行政院表面上擁有主控權，好像脫離市場邏輯的控

<sup>9</sup> 底線為筆者所加。

制。但 2003 年一連串的釋股、發行 ETF(Exchange trading future)的動作，暴露出行政院亟欲把手上大量股票「解套」，不再「干預」市場的焦慮心態。<sup>10</sup>

但國安基金屬於非常特殊的例子，在性質上比較接近造市者維護市場流動性的作法。朝向的目標是公眾利益(public interest)，此種行動在組織或政府的討論中又當屬另一個脈絡，亦即政府作為一個實際參與者，事實上也存在著跟一般行動者同樣的經濟獲利焦慮。<sup>11</sup>

因此，就這幾篇文獻的脈絡歸納起來。即使是國民黨或是官股強力運作，「國民黨」、「財團」、「地方派系」與「民意代表」、「一般大眾」這五者，在歷史時間點上，並沒有出現過支配性的共利團體。因為資訊傳遞的過程過長，一支個股若能將股價資訊傳遞到一般民眾，而且達成政治利益上的共識（包含選票），實際上不太可能。

第一，沒有任何證據可以指出「地方派系」參與過任何一次公開市場政策的操盤戰役。更何況是「一般股民」或「民眾」；第二，沒有任何資料可看出民意代表中參與股票投資操盤，鄉鎮長或村里長之類人士更難窺其究。第三、即使是黨團與財團之間，也常常出現手腳被戳破的風險（如台鳳案、農林、台開案等等）。但除了台鳳案是典型二級市場的買賣壟斷外，其他案件都夾雜了各種非市場之外的弊端，人數都侷限很小的範圍。第四，若不包含官股，國民黨的股票佔整體市場也並不高。這幾點理由，只說明一件事。或許有「待價而沽的投機階級」，但是，上一層的「政商關係」、「黨/財團」卻沒有想往下分享的動作。如果從鄧晏翔（2001）的分析看來，這些黨官上層階級甚至還利用這些「投機階級」，進一步墊高價格，從股市裡撈錢。其操盤手法甚至比「庄家」、「大戶」還遜色幾分。<sup>12</sup>

所以，若以一級市場的參與者來看的話，國民黨、財團的利益結合體是有趣的指稱，但「股票換選票」的分析顯然不成立。鄧晏翔（2001）「意外發現」國民黨的籌錢管道，可能是比較能成立的說法。亦即，黨團本身的操盤人利用論述優勢，趁機賺錢。但在政黨輪政後，國民黨充其量也是個「法人戶」，財團優勢集中於「籌碼」，與大戶或公司派本質接近。黨團與財團的共利主要出現政策與產業優勢，而非二級市場的交換舞弊。地方派系的資金運作，則類似大戶外圍的「跟

<sup>10</sup> 國安基金兵分三路釋股，分別是國外 ADR，國內與寶來證券合作的 ETF，以及部分進場賣出取得現金，可見 2003.7.11, 2003.9.29, 2003.11.01 中國時報財經版。

<sup>11</sup> 相關分析亦可見 Ellen Hertz(1998)，但這種情況都是非常特殊的社會脈絡。如台灣的國家基金，中國大陸的國有股減持等例子。

<sup>12</sup> 詳可參見童再興（1990）。



風者」。<sup>13</sup>

若這一系列政治經濟學的文獻檢討起來，不管是新制度論或是民粹金權主義，同樣都假設有一個「更健全」的政治環境，不應該存在「不公平」的交易手段。凡是透過不當交易手段，進而達到政治利益都應該是不允許的。Paul Hirsch 研究金融市場時，就曾對經濟學家批評，他們往往以假設好的模型，去理解市場的運作。用一種「乾淨的模型 vs. 骯髒的手」(Clean models vs. Dirty hands)的前導性思維邏輯(Hirsch, 1990:39)。這個批評，對政治經濟學來也是如此。即先行假設了一個完美的政治經濟架構，然後直接推論股市有黑手。

當然，國家或政府無庸置疑具有影響股市結構的力量，但這通常發生在「造市者」(market maker)的角色，特別是國安基金的例子。透過各種與股市相關產業政策制訂過程中，政黨可以制訂市場疆界，以及制訂市場內的遊戲規則。但「黨、官」的互利情況，反而是利用市場的結構進行經濟行動上的獲利，並不是持續性的市場結構。

總結政治經濟學對於台灣股市的研究，Carruthers 的觀點是較有說服力的。政黨團體只不過是股市中影響力量的來源之一，有時也不是最大的。政黨團體同樣透過股市經濟活動的形式，取得獲利收入，得以支撐理念意義(ideal interest)的目的。其次，透過這些政策的論述，國家的政策影響力，不一定回饋到政黨結構來。

總地來說，政治經濟學的觀點提供政治利益的角度，理解市場運作的情況。但若以市場為研究主體的話，則政治力量只是影響力的其中一種。在不同的歷史階段，其影響力也不盡相同。至於接下來社會學對於金融市場的研究，近年來蓬勃發展，所提供各種角度的視野，也逐漸寬廣。

### 三、社會學的股市分析

在社會學傳統中，對於金融市場現象的研究主要仍以貨幣(money)為出發點。Ingaham(1998)曾對這個現象提批評，認為社會學忽略了關於貨幣社會生產的分析，而集中在社會影響(social effect)與社會意義(social meaning)兩個面向上。在第一個方向上，主要是以馬克思的傳統為主，將金錢視為社會關係而分析其內在價值之後的支配情況，故稱之為社會影響。如 Mandel(1992), Leyshon and Thrift 等等。另外

<sup>13</sup> 其他類型散落出現的論文如，臧聲遠的〈從金錢遊戲與金融解嚴看台灣金權政治之形成〉(1993)、李夢霞的〈解嚴後選舉與經濟政策關係之探討〉(1997)。另有一些討論金權與政治體系之間關係的文獻，如陳東升，1995，《金權城市：地方派系、財團與台北都會發展的社會學分析》。王振寰，1996《誰統治台灣？轉型中的國家機器與權力機構》、等等。

一個方向，則強調金錢或貨幣的社會意義，如 Simmel(1978), Viviana Zelizer(1997)，以及綜合這兩者如 Nigel Dodd(1994)等人。

Ingham 認為在這些取向背後有兩組分裂的概念，其一即貨幣是被「掩蓋的面紗」(veil masking)概念。另一個則是貨幣代表「實際」(real)的經濟或生產的「社會關係」(social relation)。前者指的貨幣是中立的，而背後的社會關係才是真實的。真實的社會關係表現在貨幣關係上，金錢就展現經濟力量而超越其中立性。如果要解釋資本主義的話，則必須在貨幣計算的方向，如通貨膨脹、利率、匯率加強分析，才可能找到關於「定價鬥爭」(price-setting struggle)的社會結構。此研究觀點，提供金融市場研究的觀察新視角。亦即由價格的鬥爭本身找出支配與不均等結構。

但是，Ingham 所指涉的是貨幣自身背後所代表的制度性結構，而非生產性的「資本」。Marx, Hilferding 並非只研究貨幣背後的結構，而是研究某種「錢滾錢」的資本積累邏輯。Ingham 混淆了貨幣和資本，而欲以貨幣的流動本身形式，解釋資本的增值過程。即，貨幣的制度研究指明的是政治制度的貨幣發行系統的匯率、利率定價鬥爭，而非資本市場中協議、買賣定價鬥爭。因而，Ingham 的觀點，也反應大多數社會學家的觀點，認為日常生活貨幣交換，並不完全具備資本鬥爭的本質，也因此忽略了像股市這類的貨幣交換鬥爭。

但是，這些表面上看似「溫和」的貨幣交換形式與意義，真的沒有支配性存在嗎？越來越多的研究指出，各種金融市場「中立」的社會因素，實際上是牽涉經濟利益的金錢鬥爭。如分析師在股市中的評價是一種非正當性的計算(Zuckerman, 2004)，市場的交易行為其實是政治鬥爭的形式(Fligstein, 2001)。

因此，表面看似溫和的網絡、社會互動分析，在最基進的態度上蘊含了批判力量。不見得只有從事國家金融體制，或是財稅政策的分析手法，才能取得社會學主流的批判「正當性」。相反地，揭露底層的活動者，分析資本主義中最細微的運作機制，說不定會有出人意料的結果。

以下，將在金融行為學觀點、政治經濟學的壟斷觀點之外，提出三種將市場視為社會結構的觀點，找出社會學目前的研究基礎，並將問題核心意識往內推進。

### (一)、市場是一種網絡(Market as a network)

Wayne Baker 在 1980 年代就開始注意到金融市場中的互動結構。他將證券市場中的結構，區分規模小、密度大；以及規模大、分

化程度很高而結構鬆散的兩種市場形式。市場規模的大小，影響價格波動程度，也決定資訊交換的網絡形式。繼承交易理論的假設，他認為代理人是有限理性的，而且至少部分代理人存在著機會主義。因此，交易者處理複雜資訊時，其決策能力是在有限理性的情況下。機會主義則是指行動者不一定完全可靠，有可能行動者會依其利益欺騙或是隱瞞(1984:775-801)。

Baker 的研究貢獻在於證明經濟學將市場視為單一型態，結構越大，制度越多就越完善的市場，是一種觀念上的錯誤。他同時對微觀和宏觀的網絡進行分析，發現在宏觀的市場中，網絡的分化程度也很高。沿著這個路線，Ronald Burt 在討論網絡結構與社會資本(social capital)時，強調聯結關係的結構洞(structure hole)。信任(trust)決定了關係了強弱關係(Burt, 1992)。此觀點一方面補足 Baker 在網絡形式上的細微分析，同時對於網絡內容做出進一步的解釋。此系列的研究，對於經濟社會學拆解人際關係、資源競爭的看法，有重要的批判補充。以此觀點進行市場觀察，就能看到特定群體的資源、資本的轉換狀況。亦即，市場中的行動者其互動形式不同，所處的社會位置也不一樣，影響了行動者在結構中的優勢。

網絡研究雖點出了二級市場中互動群體的資訊差異，但仍沒有指出差異的本質與根源在哪裡。資訊的交換密度與頻率很高的話，會構成群聚的網絡，有連結網絡能力的人會佔優勢。問題是，資訊本身內容的質量是否有差異？機會主義者應該穿梭在什麼樣的資訊網絡中才佔到優勢？在二級市場中，資訊是非常「實用」性的工具，如果沒有使用的話，即使身處網絡中，資訊也是無效的。其次，密度與頻率雖然有利於克服資訊時差的問題，但如何定義「有效」的資訊？因為在隨時變動的市場中，沒有人可以保證獲得的資訊是有效的，那如何解釋在不確定狀態下資訊的交換網絡是穩固的？

Paul DiMaggio(2003)則認為應該朝集體行為的方向來解釋。在金融市場中資訊還是匱乏的，但在投資者、消費者及企業家三種行動者戶動之下，會對信心產生集體期待狀態。集體的信心和期望(expectation)牽動到凱因斯所說的動物血性(animal spirit)。在這樣的觀點之下，衝動、貪婪和恐懼是一種集體認同與行為，他認為，當動物血性上升，共識認同(common identity)也會上升。而且，動物血性與概化信任(generalized trust)產生共變，一旦一般的集體信任持續上升，最後將導致消費者、企業、投資者的信心上揚(consumer confidence)。到了這個階段，股價與買氣就會全面爬升了。他的作法將資訊交換，由網絡的基礎推論到整個社會。預期、決策、經濟結果，這三者都是互賴關係(interdependent)。從理性預期看，股市的投資人

必須考慮其他人可能會作的決策，因此，股市投資人在市場情境必須處理兩種不確定性：「自身對世界未來狀態的不確定性」以及「其他投資人對於世界未來狀態的信念的不確定性」。因此，股市中所有行為，都是一種集體信任與認同。

DiMaggio 將股市行為有效地引導進社會學中集體行為的領域，此點與 Robert Shiller 的跳躍性推論或崩盤的非理性繁榮有異曲同工之妙，同時也彌補了網絡研究對於資訊交換的社會關係觀察薄弱處。但是，他大力批評經濟學將市場的集體行為視為單獨的個體總和，而主張社會學的責任應該處理行動者之間的互賴關係時，卻又假設了一個社會的「集體投射對象」，而這集體投射對象卻又來自「資訊」本身。問題是，當市場一筆交易成交時，代表同時存在兩個不同信心方向的行動者，在不斷交易的過程中，總有另一邊是在不同方向的。那麼，如何解釋這種人的背反存在？股市的集體行為與互賴關係，事實上就是在這種「背反」的狀態下不斷被建立的。DiMaggio 的說法相當有啓示性，但卻存在著矛盾。也正因矛盾，讓我們看到不同的行動者存在，資本市場中的大魚、小魚。網絡可能會在市場中存在，但關鍵是交換的資訊是否有效。集體信任雖然會發生，但卻沒有辦法解釋在一般情況下，那些參與交易，但卻處在不同期望方向的行動者。

另外，研究工業市場中的競爭網絡也值得一提。這一個理路，傾向觀察買賣方的廠商競爭網絡結構，以及由競爭者所構成的位階關係 (White, 1981; Himmelstrand and Brulin, 1987; Podolny, 1993; Beckert, 1996)。這些研究假設幾乎都與 1960 年代結構功能論的觀點，或多或少有認識論的牽連。即市場中網絡的產生條件，與原來社會結構的制度和社會位置有連帶關係。此種競爭網絡，必須先將市場中的行動者，賦予進一套特定的產業關係中，然後固定其相對位置。此點使得市場行動者的結構被固定下來，不容易看到廠商作為行動者，對產品的交易、流動如何產生。最後，其競爭關係就成為網絡，但卻將產品的交易過程給消除了。

## 二、市場是一種互動的社會結構

1992 年，Ellen Hertz 對於中國上海股市的「股票熱」(stock fever) 做了詳盡的民族誌觀察。他將行動者歸納為三大類，分別是對股價起落最有影響力的「國家」(Guojia)，影響力次之的大戶(the big player; dahu) 以及數量龐大的散戶(the dispersed player; small player; sanhu)。他認為在中國股市中，國家的支配力最大，也是永遠的贏家。大戶則大部分是贏家，散戶則幾乎小打小鬧地，雖偶有行情賺一票，但在資訊和行動上，幾乎都受到前兩者的支配(1998: 129, 152, 174,

188)。

他對於散戶的觀察特別細膩，在散戶的資訊傳遞過程中，他以謠言(rumor)、小道消息(gossip)和信息(information)的模式，區別出五種資訊交換的類型。分別是：(1)聚眾(crowd cluster)；(2)非正式群體(informal groups)；(3)非正式俱樂部(informal clubs)；(4)成人教育班(adult-education classes)；(5)股票沙龍(stock salons)等。聚眾指的是滿腦股票發熱，日以繼夜地聚在號子討論和獲取資訊的群眾。非正式群體就是以原有的親友關係或形式集聚人們。接下來則是非正式的俱樂部。非正式俱樂部是上海新興的現象，傳承了傳統的茶館或「會」、「社」集聚這類的性質。至於沒有親友，又無法打入俱樂部的，可以去參加成人教育的股票教學班，教學內容則從「市場派」、「學院派」一直教到「公司派」的手法。股票沙龍則是由券商和半官方機構組織起來的信息吸收團體，介於半正式俱樂部與成人教育班之間的。國家的影響力主要來自於政策(political policy)制訂。但政治政策與政治結構(political structure)是完全不同的。任何國家的政策對於股市的影響都大小通吃，連大戶也一樣。但政治結構只是市場的配角，不一定會參與市場的行動。大戶則是擁有數量可觀的籌碼，動輒以「莊家」的手法作價，能跟得上莊家的外圍散戶就能撈上一票。

Hertz 的這個分析，推翻將社會結構視為完整或封閉系統的看法。他認為「社會」不是一個整體，文化也不該被視為一個系統(culture-as-system)。特別是在上海的股票市場的研究中，可以看到不同的金融制度，在不同的社會結構中，社會本身的特殊性和不同的行動邏輯。社會，某些時候更像是由缺席的藩籬(absent closure)所表現的失序系統(1998:7)。行動者面對不同的情境時，其開放程度與自主性與原來其他社會因素結合，而將行動的邊界向外推展。比如說，聚眾就是個失序的例子；非正式俱樂部融合了原有的地區文化，發展出與其他股市完全不同的資訊傳遞模式。因此，不會有一個完全相同的市場系統，更不會有完全封閉的社會文化結構。

另外，Gamble(1997)在 Hertz 的基礎上，更深入地研究「中國特色」的股市特徵。他特別注意炒股票(chao gupiao)這個俚語，形容股市中如廚師一樣快速地翻動與油炸的迅速動作。最重要的是，要炒股票，需要的是人氣(renqi)與市氣(shiqi)。這種快速進出的投機行為，在多頭時特別容易形成。因為國家在籌資的限制下，不得不盡量讓股市往上漲，因此中國的股市就成為只能往上漲的市場。大戶，掌握籌碼加上內線，成為賺錢的成功者。關鍵是，在股票市場的投機活動中，交易者遊走法律邊緣的作法，民眾爭相參與「資本主義」的投資活動，使得社會主義的政黨國家其所能控制的邊界逐漸模糊。但國家另一方

面卻成爲資本的最大集中者。此點，這正是中國股市發展的矛盾與兩難(181-215)。

無論如何，Hertz 與 Gamble 都非常強調行動者的主動性。但嚴格說來，Hertz 與 Gamble 的投資者主要只有大戶及散戶兩類，中戶則作爲兩者之間界線不明顯的交界。由此兩類行動者的分析中，才能看出國家的角色。但在比較大戶與小戶的差異時，除了籌碼與資訊內線交換外，他並沒有舉出其他類型的行動者。其次，中國股市從 1991 年開放，到 1992 年 Hertz 的研究階段，整個交易市場停頓近 40 年，稱不上時間縱深很長的市場。對於基本分析與制度，無法與時間相類似的文獻比較。諸如 Mackay(1841)在討論 1720 年南海泡沫事件，一樣出現交易狂眾(trading crowd)的情況。因此，從時間向度的問題來看，Hertz 等人時間縱深仍顯不足。最後一點是，大戶、外圍與小戶的依賴情況，Hertz 只解釋資訊交換的形式差，並沒有更深入說明差異根源。

但從這些民族誌文獻我們可以看到，市場內行動者的互動構成不同的資訊群體。在不同的群體間，有不同的聚合方式。此點，貢獻了社會團體和社會階層觀點的想像。但在這些互動形式的分析中，這些文獻並沒有清楚說明資訊的質量，以及資訊交換過程中，資訊的有效性爲何。因此，市場的全景圖像，就變成一個較和平的世界。文化意義大過於權力差異，資訊的詮釋鬥爭能力並沒有被表達出來。這個遺憾，在以下的文獻中可以得到一些說明。

### 三、市場是一種資訊\知識的社會結構

金融市場的資訊社會學研究，近來已經成爲經濟社會學研究的主流之一(Abolafia, 1996; Knorr certina, 2003; Knorr certina and Urs Breugger, 2000, 2002a, 2002b, 2002c, 2003; Zuckermann, 2004, Zajac, 2004)。金融市場的社會學研究，更是目前可見的新穎題材(Knorr certina and Preda, 2005)。

這系列的研究文獻，有幾個主要的理路。

第一種情況是機會主義(opportunism)的隱蔽。Abolafia 以機會主義和理性選擇困境的概念研究股票及外匯交易市場。發現有三種以上的機會主義形式，分別爲一般的機會主義、代理人機會主義(agent)和內線機會主義(insider opportunism)。其運作形式包含提供不完整的資訊，利用同業的無知獲利，或提供錯誤的資訊，公開虛假的價格拉抬。但代理人機會主義和內線機會主義，就牽涉到更嚴重的欺瞞與作弊情節(1996:19-22)。

第二種情況是資訊的消費環(consumer circuit)。Knorr Certina 在研究市場知識的建構過程中，發現於資訊結構中，資訊消費者、知識生產者構成第一個循環(circuit)；研究員、分析師、評等機構、統計辦公室、新聞媒體構成第二循環；個人投資者、法人投資者、對沖基金、資產管理公司、壽險公司等構成第三個循環。他認為在金融市場中，資訊的傳遞基礎是依循消費的邏輯(the logic of consumption)。透過這種資訊的消費，消費者同時也建構了時間世界的外在性。而我們所面對的「市場」，終究是由知識製造者，所製造出來的再表現(apresentation)與衍生。亦即，在不同消費循環的行動者，其掌握的資訊與對未來信心的世界觀是不同的(2002, 2003)。

第三種情況是主體的知識信仰。Smith 對美國證券市場的研究中，以行動者的知識的行動邏輯，區分出主要的四種知識範疇。分別是基本面信仰者(Fundamentalist)、內線交易者(Insider)、圖形交易者(Cyclist-Chartist)以及一般交易者(Trader)。這些不同的交易者，分別由不同的業務員服務，其個人理性與「跟隨者」(follower)的習慣也不盡相同。關鍵是，這些人的知識信仰差異，形成他們對市場認知態度的不同，因此資訊吸收的內容就不同(1981:151)。Knorr Certina and Urs Bruegger 後來則是針對這種對資訊的態度與處理方式，以資訊知識(information as a knowledge)的概念來形容。認為市場內的資訊事實上是種特殊的知識形式，是由流動而變動迅速的資訊所組成的。資訊是一種知識的形式(information as a form of knowledge) (2003)。此點，亦提示了資訊本身含有知識形式的意味。

這三種情況都將資訊本身的社會性做了更深入的挖掘。第一種情況特別是個人機會主義與社會的結構限制(structure constrain)，以及組織公共利益(public interest)之間的緊張與矛盾問題。第二種情況則點出金融市場中，組織位置的資訊便利性與資本能量消費邏輯。第三種情況則牽涉到個體自身的知識背景與基礎，在主動層次上，行動者會選取親近的知識。在被動層次上，行動者則被網絡藩籬或知識基礎所限制。這三者也都是社會建構的理論思考，分別強調制度、文化脈絡與知識形式、定價機制都是在不同的社會中，不同的環境下行動者互動所建構的。

這些針對金融市場或股票市場的社會學研究，不約而同都將焦點鎖定在資訊和知識兩大因素。因為在金融市場中，資訊的交換是最重要的事，如果沒有資訊的流動，就不可能構成價格（價值）。但是市場中的資訊流動情況，在台灣股市的研究仍是一片空白。主因是台灣股市的社會參與層面廣泛，行動者的互動群體變得更複雜。上述的這三個理路，都專注在特定階層，或是特定團體的研究，因而無法提出

較完整的圖像，直接用來分析台灣股市。其次，知識的作用仍沒被更深入地挖掘。知識社會學的分析脈絡，致力於各種社會行動團體的知識構成的社會條件分析。但若將階層因素放進來考慮，各種知識的形成就有其社會背景與社會繼承的作用。此點，亦是上面這些文獻被忽略的因素。

從上述社會學文獻的整理中，基本可以看出幾個兵家必爭之地。資本市場的研究，已經不僅是資本的流動和壟斷分析，而必須深入檢視資本的權力來源。在資本市場中，社會能力所構成的權力關係，存在於資訊的流動和知識的形成關係。另外，個體的差異性要被重新帶入，否則無法觀察到行動者的相對關係為何。因此，在下面的研究問題中，將集中討論這幾個因素的關係。

#### **四：研究對象與問題**

本論文的研究對象，將以股市中被稱為「散戶」的投資者為出發點。並在進行的過程，逐步納入中實戶、大戶、法人、基金經理人作為對比。為何是散戶？主要因為這是股市中數量最多的行動者，但卻背負了無數的刻板印象。然問題的目的，還是所有行動者所構成的市場結構。以下將針對幾個關鍵問題，進行更深入的考察。

- 1、散戶的資本、資訊、知識如何形成，形成社會條件為何，有何社會限制？
- 2、這三要素是否形成某種股市行動的社會結構，如何解釋？
- 3、對散戶而言，股市的最大支配力量從何而來，如何產生？
- 4、此研究結果，能提供什麼社會學知識的對話？

前三點問題，主要試圖檢證資訊和知識是否為股市中，構成社會層級的要素。並試圖解答這幾個要素的運作機制為何？最後一個問題，將針對市場結構的問題，提出新的詮釋與對話。

#### **第四節、研究方法**

質化研究學者 Emerson 曾經認為「田野工作的核心並不在於收集事實，或者對客觀事件的控制觀察；相對的，是一種對他者生活方式、行為，以及思想整體經驗的學習」(Emerson, 1983:13)。此論文的研究方法基本上是朝著這方向進行，更希望透過不同的方法，來達到此目標。即，由市場中行動者的生活方式、行為及想法來究竟有什麼社會行動者與結構的關係。



因此，在認識論假設上，如欲擺脫單純由生產關係出發的社會巨型結構觀點。在方法論的考慮，以及「社會事實」的資料收集上，就必須小心避免落入過於實證論化的解釋方式。另一方面，則盡量發展具有原創性觀念(original idea)的觀念與思考，並透過社會建構論等其他面向的思考，對現有的股市提出新的理解與解釋。

在目前的研究方法上，有幾個相近的路線值得借鏡與檢討。Abolafia(1996)、Hertz(1998)、Gamble(2002)採取民族誌(ethnography)的方式，透過大量的現象描述，分析行動符號互動的過程，找出社會結構以及心態(mentality)的構成。Smith(1984)則是社會建構論的作法，密集對特定事件的做行動者的知識信仰分析，進而找出社會建構（定義市場）的過程。建構論的方法策略，將事件(events)在時間向度上前後擴展。並在分析對象時，以相對力量關係對涉入者做分析(relational analysis)。此種方法，接近個案研究(case study)的綜合方式，但在時間與歷史的縱深，強調透過多種來源來支持其信度，並藉由其他理論基礎衍生新的觀點(Orum and etl.,1991:7)。本文採取這樣的基本策略，但更強調藉由歷史資料、訪談過程、同時間涉入行動者的判斷，以取得更多樣的分析基礎。

另外，Karin Knorr Cetina、Alex Preda 以及 Urs Breugger(2002, 2003)的著作亦是值得參考的研究。他們主要是透過詮釋學與現象學的詮釋，分析訪談稿的內容，企圖找出行動者所建構的生活世界(life-world)，並以此論述金融市場快速變動的實質世界(virtual world)。這個路線，在手法上又有兩種方式。第一個方式是 Certina 延續科學知識研究，強調知識理解如何產生，並將之套用在金融市場的研究。企圖找出「理解」及經驗世界的意義來源，並解釋其生活結構。第二種方式則是 Preda 歷史論述與社會史分析的手法，在社會史的物質物件(object)和行動(action)之間，找出互動結構關係。

在理論靈感啓發過程，將以社會建構論為方法論的基礎。由現象本身導引出行動者的動機、意圖，以及其互動關係的內涵。股票(stock)，在 Berger 等人的脈絡中，同時有兩個意思。當然第一種就是股票，第二種是表示知識倉儲(stock of knowledge)。但是，任何知識倉儲都是由個人的實用利益(pragmatic interests)所關連起來的，不操作股票當然對股市的知識不感興趣(1966: 45)。知識的社會建構過程，如何造成個人行動判斷，並同時結晶化社會制度和結構的觀點，是本論文思考的重要導引(同上引：163-173)。知識倉儲同時也暗示了知識來源的社會力量不盡相同，Berger 等人此處雖然留下線索，但並沒有處理類似的題材。

因此，所有的研究方法將以此方法論為基礎。透過各種方式去指認、歸納這些行動者在市場中的互動關係，以及資訊和知識的傳遞、使用過程。就方法技巧而言，訪談、參與觀察、二手文獻、個人文件分析是進行過程中將使用的工具。

### 一、參與觀察與訪談

著名質化研究學者 Burgess 曾經認為在田野中使用參與觀察(participant observation)、非結構式訪談(unstructured interview)、個人文件(personal document)等方式，主要目的就是要以多種的資料來完成三角測量(triangulation) (1993:143-145)。Burgess 從心理學借來三角測量的概念，意味盡量以各種角度去考驗同一個受訪者。以各種不同資料逼近訪談核心。此點，對研究的訪談與分析過程，具有技巧上的啟發意義。特別是個人文獻缺乏時，就必須轉向集體的歷史文獻或二手資料來建立個人生命軌道。

在研究進行初期，除了文獻掌握外。非結構性訪談進行的次數最多，主要的訪談對象包含中實戶、基金經理人、散戶、營業員等各種社會定義下的行動者。主要訪談的基本脈絡分別是「市場情境的界定」、「資訊管道來源」、「資訊的社會網絡」、「研究報告的判讀方式」、「經理人工作程序」、「推薦股票以及其原因」、「資本額大小及運用方式」、「何謂市場？」等非結構問題（名單可見附錄一）。

在參與觀察部分，除涉入幾個關鍵小戶的活動外，同時在建立關係後保持密切聯繫。在市場出現特殊事件或異常現象時，可以透過電話、聊天等方式得知其定義與動態。較特殊的參與是觀察是，透過電子郵件或螢幕的同時參與觀察(screen-based observation)。以第四章 BDI（波羅地海指數）的分析為例，透過共享的螢幕市場資訊，在一星期內同時對記者、研究員、基金經理人、小戶、電子公司員工作電話訪問。請行動者解釋散裝海運股的行情，以及對此名詞的理解，並以電子郵件溝通對同一關鍵字看法。<sup>14</sup>

這種方式同時包含了訪談、個人文件的使用。透過螢幕與這些行動者共享同一個情境，並觀察其反應。這種資料取得方式，除了網路文化的研究外，在其他文獻中並沒有見過。但研究者主要考慮市場變動時間太快，在一、兩個小時內其情境就有可能完全不同，因而採取這種方法。比如說，記者、研究員所接收到的資料可能方向就相反，故在特殊事件時採取與行動者共享螢幕情境的作法，就可看到反向交

---

<sup>14</sup> 在方法上，也很難判斷這是哪一種。基本上這些受訪者都已經進行過面訪(face to face interview)。但透過這種方式，觀察者得以和這些人共享同一種情境。當然，因為電子傳遞的條件發達，這種同時間，進入不同行動者的情境脈絡才得以可能。

易的情況，以及反向的定義。

研究角色部分，研究者採取公開態度(overt)。記錄方式則由逐字訪談稿中做脈絡分析(context analysis)，再逐漸發展成類似紮根理論的格狀形式(grid format)。其他觀察與紀錄或非正式訪談採取細旅問題(mini-tour questions)及開放結論(open ended)的方式。至於論文寫作方式，則將以事件(events)為軸線，發展成主題章節。<sup>15</sup>牽涉到研究倫理與關係的問題，則在資料公開前，徵得主要報導人同意並採取部分匿名。

## 二、歷史文獻比較與分析

一般說來，使用民族誌或訪談資料論述分析的方法者，很少交代歷史文獻與二手資料或資料庫來源。但有幾個資料庫以及文獻反覆交叉使用，在此部分中交代，以應檢索。

歷史文獻部分，除蔣國屏(1991)，陸續出版的如劉昌博(2001)、彭光治(2003)市場歷史文獻等。「證券交易所」也開始開放部分資料庫供線上檢閱，但原則上仍不開放研究者計算自然人交易資料。「證券暨期貨基金會」則是書面檔案最多的專區。公司資料則以〈台灣經濟新報〉資料庫最齊全。事件簡報資料庫則以大中華知識銀行、聯合知識庫的中國時報、聯合報系為主。提供免費過期研究報告如鉅亨網、理財網等等。至於當期的研究報告與資訊現在各大券商的會員入口網站中幾乎都已提供。<sup>16</sup>

歷史文獻的分析主要集中於第二章，大略可分成兩部分。第一是台灣股市建立的歷史結構背景，以及由官方歸類出來的制度結構。第二個部分是台灣股市目前的人口結構與行動者分類，包含由各種證交所的數據以及由記者描述出來的狀況，並以券商所計算出的數據與官方資料作對比，描述兩大類的人口。在這些人口中，有一類顯然不同於95%俗稱散戶的行動者，在資金、社會網絡差異性都很大。此數據也是目前台灣僅可看到的股市人口數字和圖像。

## 三、資料與觀點分析

此論文資料主要以高承恕教授 2000 年國科會研究計畫〈金融市

<sup>15</sup> 以事件(event)為軸線，發展成特定主題與概念的手法，如吳宗昇、高承恕(2003)。主要以 BDI (波羅地海指數) 指數，密集地在同一時間內對不同的投資者進行重複訪問。結果發現處在不同的社會位置的行動者，對此指數的理解與投資心態完全不同。因此發展出「資訊-知識」(Information-Knowledge)的概念，以說明在特定市場情境中，投資者事實上是處在分層化的環狀資訊傳遞結構中。

<sup>16</sup>詳可見：聯合知識庫 <http://udndata.com/>，台灣交易所 <http://www.tse.com.tw/home.htm>，證基會 <http://www.sfi.org.tw/newsfi/>，大中華知識銀行 <http://www.gcinfobank.com.tw/>，鉅亨網 <http://www.cnyes.com/>，理財網 <http://www.smartnet.com.tw/>，台灣經濟新報 <http://www.tej.com.tw/>

場的社會建構：以台灣股市為例〉為基礎。合計訪談收集券商 29 篇、中實戶 7 篇、散戶 19 篇、BDI 事件訪談 15 篇，其他外資其及記者 5 幾篇。基金經理人訪談資料則由楊凱成博士〈專家知識的建構：股市分析師的社會分析〉所提供，共計基金經理人訪談 16 篇（請參考附錄一）。另外則是散戶或紫微斗數的股民訪談，這部分由筆者與王俊進行。此計畫現有成果有高承恕、吳宗昇（2002、2003、2004）；劉維新、林志遠（2002、2003）；楊凱成（2003）；涂一卿（2003）等。

訪談稿與其他資料的分析，採取雙管齊下的策略。

第一是使用質化方法的紮根分析，找出一些關鍵的影響因素或社會力量。此部分主要是在研究初期時大量進行。這個策略在 Strauss and Corbin 的紮根理論(grounded theory)中使用得極為細膩(1987, 1990)。主要原則由關鍵字(key words)→項目(item)→範疇(category)→概念(conception)一步步分析上來的。在分析過程中，找到幾項如「資訊」、「知識」的關鍵詞，並歸納出一些各類行動者的差異。但在研究的第二個階段，將這些歸納項目重新組織，被納進社會結構的階層因素分析。這個方法在第三章、第四章發揮作用，從關鍵字的掌握，可以理解投資者對特定產業的知識掌握狀況。因此，才有可能看出出資訊和知識兩者的結合情況。

第二個階段的資料分析，則大量參考其他研究者的理論觀點，並歸納架構比較其差異。主要可比較對象如(1)、Charles Smith 的「知識建構」類型；(2) Karin Knorr Certina 等人的「知識消費圈」、「專業知識生產」；(3)Ellen Hertz 的「股民互動類型」的架構。同考慮古典理論對資本因素的背景，由上述這些研究者的貢獻，找出資本、資訊、知識三種因素構成股市中社會層級結構的重要性。並經由理論的閱讀與對話，找出較具解釋力的分析架構。

## 第五節、章節結構說明

本論文內容共分六章，結構上分成三個部分，第一章、第二章為問題意識、方法，以及歷史脈絡；第三章、第四章、第五章為主要研究發現與分析，第六章為理論對話與討論。

第一章：包含問題起源、問題背景脈絡以及研究問題的相關文獻。主要透過問題脈絡和文獻清理問題的戰場(battlefield)，將問題定焦在社學討論的社會階層的因素。特別是由資本、資訊和知識等因素構成的結構。後半部包含研究方法及觀點的分析過程。

第二章：由制度性的歷史股市結構、人口結構的描述兩部分構成。透過描述制度性的結構變遷(包含官方造市、券商職業團體進入、外資等主力改變過程等)，確定研究年代與主要行動者。主要研究二級市場的行動者互動結構。並在第二部分敘述一般認知的行動者類型(包含官方、券商、記者等)，並試圖估計整個台灣的股市人口結構。

第三章：主要是收集資料的初步歸納與分析。特別是透過小戶的社會軌道(social trajectory)與中實戶、大戶的比較中，可以看出資本大小以及來源的不同。此章可看到，職業分工的社會位置限制資訊管道以及行動的方向，小戶不具有資訊消費的能力等因素。小戶、大戶的資訊和知識背景不同，使得資訊質量不同。知識的限制包含理解市場「世界觀」、「教育程度」等。本章的重要性在於，建立概念發現的經驗基礎，並從中發現資訊-知識(I-K)的原形和影響方式。

第四章：此章將綜合討論資訊和知識，如何在股市的空間中發揮作用。特別以波羅地海指數(BDI)為分析策略，並輔以螢幕參與觀察，理解不同行動者在同一時間的資訊管道、知識基礎等因素。在這個分析中，不同行動者對同一報告、新聞、事件所產生的不同反應，可以看出資訊管道和知識背景的差異性。本章並同時分析股票市場的形上實體(epistemic reality)，並提出「資訊-知識」(Information-Knowledge)的工具性概念。在此概念的觀察下，可以發現投資者形成「資訊-知識年輪」(I-K Ring)的結構。資訊-知識年輪中的層級性結構，也是觀察市場小戶、大戶等相對位置的基礎。

第五章：將針對資訊-知識年輪中(I-K)，最有能力製造價值來源的「評價系統」(evaluation system)進行分析。並具體解釋股票的價值與價格的如何形成，以及市場意識型態和物質世界如何產生關係。在股市中，評價系統提供了評論、研究報告、新聞和股票的價值，同時也提供了股民理解的架構(framing)、理解(understanding)以及市場的定義。

第六章：結論。將針對市場結構的理論進行對話，並以台灣股市的研究結果，反駁將金融市場與工業市場運作機制視為同一結構的觀點。在股票市場中，商品的價值依賴該市場中的評價系統提供評價。因而，評價系統在流動的「資訊-知識」結構中取得權威的詮釋地位。在市場中的行動者會歷經自我蒙蔽(involutary blinding)的過程。而製造資訊-知識(I-K)的評價系統，對於市場的資金流動起著決定性的影響力量，在未來的社會中將產生越來越大的支配力。

## 第二章 台灣股市的歷史變遷

經濟和物質兩個領域事實上是多重演變的成果，十五到十八世紀的物質生活是古老的社會和經濟的延伸物。

Braudel, 1982:28

做為一個社會學的研究，本章將提出台灣股市組織、制度的歷史變革，描述其市場疆界的變化。同時，對市場中的人口做較詳盡的描述與估計，做為之後分析的基礎。

台灣股市正式設立於 1962 年，至今已經超過四十幾年的歷史。從每年數百萬的交易量，到現今數十兆不可思議的交易量，以及在全球中僅次於韓國的驚人周轉率。台灣除了工業奇蹟之外，股市事實上也創造出另一種資本市場的奇蹟。極盛時期的 90 年代，大家樂與股票瘋，讓台灣披上賭博之島的惡名。但，台灣股市創造的奇蹟，並不僅止於怪力亂神的社會現象，反而沈默地經歷了一場寧靜革命。

1980 年代，台北股市在全球資本市場(capital markets)的城市層級中，屬於最下層的部分。與以色列的特拉維夫(Tel-Aviv)、漢城、新加坡、雪梨、曼谷等城市屬於倒數幾個。到了 1990 年代，台北股市向上提升，與法蘭克福、巴黎、多倫多屬於第二層，僅次於紐約、東京與倫敦。1998 年的調查，雖然被阿姆斯特丹、盧森堡等歐洲城市拉近，但在亞洲區仍只列於東京之後，還超過新加坡、香港與漢城等城市。基本上，已經確立了「前段班」的態勢與地位(Poon, 2003:141-145)。

但到現在普遍仍存在著一些印象，台灣股市是「散戶」為主的市場，是個淺盤的市場。電視頻道的明牌老師仍滿天飛舞，同時段卻是分析師講解石油價格與國際經濟對台灣的影響。沒錯，法人、經理人、中大戶、散戶同時存在這個市場，開發與未開發國家這類的名詞已無法清楚定義台灣市場。但台灣股市卻已非昔日阿斗，諸如 1980 年代同級如曼谷的亞洲城市，在資本城市中已經名落孫山。至於加勒比海的任何一個國家，都已經從資本城市中消失了。

當這些過往的記憶逐漸被淡忘，但現在台灣股市卻充斥著外資、全球化資金流動、全球金融市等名詞，已經成為全球投機客不可忽略的新興市場。這是一個奇蹟嗎？是的，但我們對歷史注視得太少。

## 第一節、造市：組織與制度

### 一、國家造市前的流通交易：財團、國家與地主(1945-1960)

1945 年是台灣政治體制與社會結構重要的分界點。在此之前，股市可分為日治時期和國民政府（源自上海）的兩個系統。此後，1953 年的「耕者有其田」政策，開始了「公有股票」的流通。此政策下徵收的土地，發給政府公債七成，另外三成則發給台灣水泥、台灣紙業、台灣農林、台灣工礦四大公司股票，以賠償地主，作為徵收土地的價款。因此，這四大公司的股票逐漸在市面流通。

以當時的市價來看，地主一甲田可配到抵一萬斤米糧的債券。同時搭配每股面值 10 元的台泥等四大公司股票三百股，總共面值是三千元，這三百股中又綜合四家公司股份，又稱為「綜合股」（蔣國屏，1991：120）。此時，開始有人收購這種「股條」，這些人就成為第一批的「證券經紀商」，造就了國民政府時期的「店頭市場」。當然，股票面值定價是由政府決定，但是民間交易價格，則由「券商」和股票擁有者協定而出。同時因為 1949 年通貨膨脹的餘悸猶存，所以在南部地區，都以一元到一元兩角就能低價收購，北部則是一元五角。供需關係非常明確，價格因籌碼而相對穩定。大券商如李齊教（潮州李）、薛森榮（南方薛）等等。待這四大公司公開發行後，擁有眾多股票的生意人，便購足股票，依據該股資產帳列淨值，要求公司「分營分售」。這樣的方法，會比在市面投資置產便宜三分之二以上，亦即以「以股票、換資產」的垃圾債券分割處理資產模式，取得公司資產。新光集團的前董事吳火獅、農林集團的台鳳公司，都是以此模式打下基礎（同上引：121）。<sup>1</sup>

1954 年，這種店頭市場型態的「證券行」已有六十幾家。為了「管理」這些券商，台灣省政府公布「台灣省證券商管理辦法」，此時交易的股票已經擴展到民間企業與大公司股票。主要的交易者都是在財團和同業之間，多空交戰與今日比起來不遑多讓。交易價格的訂定，是以「櫃檯喊價買賣」為主，散戶進場傾家蕩產時有所聞，券商間因為收入不多，同時也發展出「哈搭」的期貨喊價對賭模式。<sup>2</sup>嚴格說來，面對面的溝通喊價與籌碼心理臆測是主要的評判標準，龐大的土地資產是這些股票最能估計的「物質基礎」。在這之前，「期米」的交易熱絡不已，以日本為定價基礎的廣播電台，是許多地主

<sup>1</sup> 同樣資料可見欒忠悌（1987），經濟日報 1987.09.23。

<sup>2</sup> 同樣資料可見有澤慶巳所著《證券百年史》一書，東京日本經濟新聞社出版。他也提及日治時期台灣買賣日本股票的風氣興盛，後期則以期米為最風行的交易。

與擁有現金的財主主要的投資管道。

同年(1954)，台灣省政府爲了地主的債券、股票以及股條可以變通現金，加速發展。頒佈「台灣省券商管理辦法」(1954.1.29)，規定必須有「資本額在 10 萬元以上，並辦妥公司登記，具專用固定之營業場所、申請並繳交保證金後，始得營業；…所有證券交易須採個別方式，嚴禁集合開拍(集中競價買賣)，並以現貨為限……..證券商本身不得自行買賣股票，亦不得接受同時買進賣出而計算其差額之委託」(合作金庫調查研究室編，1994：405)。此時的上市公司，乃開始以台灣省財政廳所審議財務狀況，認可通過才得發行上市。這個規定，使得店頭交易開始轉爲公開，並有固定的交易場所。以往跑單幫、甚至貼個紅紙條就開始做起股票買賣的風氣，此時才步入體制內的軌道。<sup>3</sup>

這些動作可以視爲政府開始「固定」券商，並將券商與交易者納入「控制」範圍的濫觴。

## 二、造市：集中交易與政府管理(1961-1980)

1955 年，行政院頒佈「修正台灣省證券商管理辦法」，放寬券商代表人資格。同時取消分區規定，採自由申請制度，除政府公債外，券商亦可自行買賣股票。交割地點也不再限制於營業場所內的台灣銀行或由台灣銀行指定之銀行。券商向買賣雙方收取的佣金由 1% 降至 0.5%，年底又公布「證券交易稅條例」開始徵收交易稅。這也是第一次由官方徵收市場的「交易稅」。1956 年修正的「台灣省券商管理辦法」更趨嚴密，國家系統的管理此時延伸入證券交易的系統。這個店頭市場的基本架構，一直到了美國證券專家 George Freis 於 1960 年來台，籌組證券市場與證券交易所後，走進正式組織的階段(同上引)。

1961 年底，由 43 家公民營金融、企業機構共同出資成立「台灣證券交易所」的法人團體。隔年(1962 年)正式開業，主要任務是提供證券集中交易的場所。其中，官股佔 42%，民營機構認股 58%。但若仔細考究其資本結構的來源，官方色彩就更加濃厚(台灣證券交易所，1992：28)。當時依循的法源是經濟部「證券商管理辦法」，由經濟部「證券管理委員會」核定。雖然稱之民間法人，但管理權實際上還是由政府控制。

<sup>3</sup> 這個規定其實包含許多有趣的爭論點。如，設開立券商條件，卻又不准公開集合競價，頗有「菜市場」的管理意味。亦即，只在行動上將交易者限定在空間範圍內，但卻鼓勵「個別買賣」，定價可以不同，時間差問題也不考慮。只是一昧抑制交易範圍的擴大，就好像管理一堆分散的菜市場攤販一樣。



台灣省政府規定，以往在證券管理辦法公布前，已經有經常買賣及公開行情報導之證券，視同公開發行證券，一律在台灣交易所上市（就地合法）。同時，原分散在各地之證券交易，全部納入台灣證券交易所集中買賣，嚴禁場外交易，亦即交易行為從「店頭」跨入「集中市場」的階段。在證商公布價格的處所，一律以黑板抄寫，這也是我們仍時常聽到股市老手常說「黑板」，指的就是當時公布股價的方式（彭光治，2003：47-50）。

1962年，是台灣股市定型的重要關鍵。國家以行政系統將分離於各地的「店頭」交易買賣，逐步「收歸」於管理範圍內。台灣股市交易由此正式進入國家系統的管理，以券商為中介，國家行政系統為後援，清楚劃定「市場」的疆界。此時期的股市參與者仍以地主、公司金主、大企業財團為主。流通籌碼以國有企業和民營大企業為主，全年交易量為4億4千六百萬，每日平均交易量為160餘萬元。

此時期的交易方式，由分盤競價改為全盤競價的口頭唱報方式（試行上市股票專櫃申請）。當交易熱絡時，台北市懷寧街工礦大樓的交易廳內，就擠滿了券商代表人，同時進行口頭唱報，一片喧鬧。代表人以手勢表示買進買出，口頭喊出價格，當價格一致時即刻填單成交。直到1972年因為規模不足，遷往延平南路城中大樓，同時設置熱門股電動報價揭示牌，揭示行情報價，才使得交易的價格出現黑板的「公定價格」。交易者透過各地的券商定價，電傳或電話給交易中心的代表人或代理人，參與集中競價，成交後再回報到券商或定價者，並於交易所登陸成交記錄，以俾進行交割業務。（蔣國屏，1991：141-145；台灣證券交易所，1992：29-30）。

1972年後，交易方式改為書面申報競價。1973年，國內貿易鉅幅出超，再掀高潮。開戶數由一萬兩千人增加至七萬三千餘戶，年交易金額達八百七十二億。但因為接下來的全球景氣衰退與通貨膨脹，加上「美、中建交」等事件發生，量價均急速萎縮，直至1979年才又趨好轉。在這時期（1972-1985年）的書面交易方式，是各地券商交易集中競價單並電傳給交易所的代理人，集中填寫買賣明細。專櫃人員代製表單參與競價，如未能成交，仍須留待場內繼續交易。當年（1978），最高年成交量達3616億新台幣，平均每日成交金額最高達15億元（同上引）。但遇到大量交易出現時，交易單的時間落差，亦常常造成業務員可以圖利特定的交易者。<sup>4</sup>

<sup>4</sup> 這種情況在訪談中時常出現，即交易時間上出現落差。營業員可以圖利特定的交易人士，將特定單子先成交。延緩的單子就會賣出較低價格，或買到較高價格。

1975 年因交易熱絡，台灣證券交易所即開始研擬電腦輔助，先從較冷清的第三類上市股票開始實施電腦交易。1976 年，採用「電腦證券清算交割電腦作業」。同年，又分別納入金融保險股實施輔助交易，以及紡織、化學、電子、橡膠百貨類股。之後陸續增加交易類股，整個搓合、交割、清算系統略具雛形。此系統一直沿用到 1980 年代，交易制度法令與電腦技術讓市場的「遊戲規則」逐漸變得明顯。

### 三、市場擴大：物質基礎與科技(1981-1991)

1980 到 1989 年的大投機風潮之前，台灣股市歷經一場「隱形革命」，交易人數變多，交易量也逐步穩定成長，但公司家數並無明顯大幅度增加。整體說來，股市隨著台灣經濟環境的整體成長，而使得游資增加，同時也培養了大量的人口。<sup>5</sup>

在這個年代，交易系統運作的穩定性是一個不可忽略的因素。科技環境的發展，間接促進市場交易「效率」，使得大量交易成為可能。而大量交易帶來的商機和人口，又反過來刺激政府與券商不斷更新「效率」的設備。關於技術環境改善與市場的關係，事實上存在著許多爭論。但就階段性的發展而言，技術環境的改善無庸置疑使得市場交易變的有效率(Preda, 2002)。但這種「交易效率」就歷史資料看來，其實也充滿了許多弔詭性。<sup>6</sup>

1989 年此系統正式完成整合。將零股與鉅額交割全數納入，隔年（1990）全額交割股納入後，台灣的股票交易全面連線。該年集保業務也由復華公司集中保管業務，正式移交到「台灣證券集中保管公司」，全國券商完成連線作業。使台灣證券的平均單日交易額，從 1985 年的 6 億 7 千萬到 1989 年的 785 億 2 千萬。此後，「股票市場」的交易方式與價格顯示系統起了重大的轉變。手中的兩本存摺，「交易存摺」與「集保存摺」成為資產的證明，金錢的流動則是劃

<sup>5</sup> 關於台灣股市參與人數增加的結構因素，將在下一節分析。

<sup>6</sup> 事實上，電腦系統在 78 年 1 月間，在 8 天內出現 3 次包含主機故障、傳輸線路毀損的重大缺失，造成投資人「摸黑交易」或「交易中斷」，引起投資者嚴厲批評。1989 年 1 月 30 日的故障，簡直就是連續劇高潮迭起的變化。時值金融股急漲的「大多頭」，但在 9 點時，數十家券商的揭示板出現傳輸故障，造成沒有看到揭示板的券商號子出現慌亂賣壓，但在修復後，股價持續上揚 147 點，直逼 6000 點大關。經過此一事件後，證交所交將「拓有公司」壟斷性的電腦系統收回自辦。但同樣之前發生在 1 月 22 日的電腦穿幫，卻被歸咎為「電腦穿幫、拉下常黑」，當日下跌 123.78 點（中國時報，1989.01.22，第六版；1989.01.31 第六版）。但若回顧電腦交易之前的「黑板」交易模式，卻沒有投資者會抱怨。從現在的科技眼光來看，1989-1990 年之前還使用「交割單」的模式，簡直是不可思議。在訪談中，曾經出現此特殊案例。日盛證券新莊分行的大廳由電影院改建，當數百個客戶湧進交易廳時，因為必須填單子交易，所以就以釣竿將單子「甩」過去給交易員。難怪 Preda 等學者將技術環境視為市場結構的一環是有道理的，因為一旦回到歷史脈絡，就較能理解市場的擴大跟科技基礎是有關係的。

撥或電傳的數字。對於股票的認識則是一連串的代碼與新概念，與接踵而來各式各樣的報導資訊。

另一方面，有些「特殊」社會條件所形成的物質基礎，也在這個時期蓬勃發展。如各種財經新聞媒體、股票雜誌等資訊。

1988年三月，中時晚報、聯合晚報兩大報系都增加股市報導為兩個版面，增加部分如〈股市拾遺〉、〈專家話股市〉、〈國際股市〉等專欄。同年2-3月間，報導內容同時增加「焦點股」等分析，登錄各家簡單的「財務分析表」，對於股市的主要影響者「主力大戶」、「丙種」、「公司派」、「金主」、「業內」以及「法人」等動態，也增闢專欄介紹。在這個階段後，市場對於這幾種人物的描述，才開始出現較清楚的報導與界定。新名詞如「股本灌水」（增資）、「資產股」（資產比重股）、「騙線」（虛偽K線）、「拔檔子」（主力波段操作）、「除權行情」、「國際基金」等等（中晚，1988.02-1988.04；聯晚，1988.02-1988.03）。同時，《財訊》等專業書籍也於該年出刊，當時該書還是租書店最熱門的出租書。

另外，由於政治環境的因素，新聞媒體大量開放。晚報的銷路跟股市的發展有直接的關係。當時有線電視的頻道尚未完全開放，在收盤之後觀察各路人馬交易量、追蹤大戶的進出動態，以及學習新的「技術」，都必須透過晚報來完成。媒體的報導，提供股民認識「市場動態」的框架。在沒有外資的研究報告之前，晚報更是大戶、中實戶、散戶吸收市場資訊的主要來源。

1988年後，台灣股市進入另一個時局。前一年(1987)的全球股市的黑色星期五崩盤，似乎沒造成任何長期性的影響。台灣市場的狂熱像出口業一樣的火紅忙碌。

1989年，民間游資充分供應、券商開放、信託基金的成立等因素，指數在9月24日達到8789.78點。隨後即因證所稅與林園工業事件，再一次崩盤。1989年到1990年，是台灣股市史最戲劇化的與代表性的階段。交易量、加權指數、開戶數屢創新高。從1989年的4873.18點，到1990年2月10日的12495.34點，再下滑到10月1日的2560.47點。當時，「買股票」與「大家樂」是台灣人民參與人數最多的「賭場」活動。<sup>7</sup>

1990年大崩盤，一直到1993年間持續盤整，巨量的交易只是

---

<sup>7</sup> 日交易量曾高達2千162億元新台幣(1990.03.16)；開戶數達5百多萬戶(5033088戶；1990.12.31)；指數最高達12495.34點(1990.02.10)（台灣證券交易所，1991；財政部證期會，1999，證券統計要覽）。

偶發性地出現。但就社會學的研究觀點而言，1991年這個市場出現另一個革命性的變化，新的行動者加入這個市場了。「外資」的開放與隨之而來的制度性變化，使得市場出現完全不同的發展。

#### 四、國際化的市場邊界(1991-2003)

1990年後，交易系統與技術環境已經定型，但外部的資訊與參與者，卻不斷持續進入並改變影響市場的力量。

首先，是由港商詹金寶（匯豐集團）引進的外資投顧與分析(1988)。接下來一系列開放證券投資信託基金、融資融券(1988)、外資券商來台設立分支機構(1989)、國際股市與貿易市場的消息大量而系統性地開始影響市場訊息(如1990波灣戰爭等)、開放國外法人機構有限制直接投資資本市場(1991)、開放發行信託憑證(1992)、設立店頭市場(1994)、政府進場炒股(1996年「股市穩定基金」)、摩根史坦利(MSCI)將台灣指數列入新興市場(1996)、開放發行認購權證(1997)、發行台灣股市指數期貨(1997)、開放代客操作(2000)、全面開放外資直接投資(2003)等措施。

台灣證券市場引進外資的過程，充分表現出地方政府金融政策與全球資金之間的管制互動。從政府管制的過程可大略分為三個階段，分別是（1）完全管制階段；（2）品牌與流動管制；（3）資本額與流動管制，一直到目前僅以外匯管制的登記制階段(黃允治，2003:5-6；彭光治，2003:242-250)。<sup>8</sup>過程如下：

##### (一)、完全管制階段(1983-1991)：

初期階段只開放台灣中國國際商銀(ICBC)籌組投資信託公司，在國外募集基金(ROC Taiwan Found)，並於倫敦證券交易所掛牌，讓全球對台灣感興趣的資金有投資管道。1986年後又陸續開放3家證券信託公司，在國外募集基金，投資台灣股市。除了資金是取自國外，基金經理人、操作方式等等，都在台灣進行。此種方式只能算是「間接」投資台灣股市，因為外資無法決定投資標的與資產配置。

##### (二)、品牌與總額管制(1991-1996)：

1991年台灣第一次開放「符合一定條件」之國外專業投資機構投資台灣股市，使「外資」可以「直接」投資台灣股市。

<sup>8</sup>此區分方式，主要依據開放的法規過程，主要法源可見「財政部證期會」的「外資簡史」(<http://www.sfc.gov.tw/7-5.htm>)。詳細的法規條款演進則可見「台灣證券暨期貨令判系統」(<http://www.selaw.com.tw/new.asp>)

此次開放目標是「優良」的國外專業投資機構(Qualified Foreign Institutional Investors)，這也是台灣對外資常簡稱為「QFII」的由來。在資金流動方面，同時建立新的模式。規定申請後 3 個月內必須匯入資金，匯入後必須至少滿 3 個月才能匯出，每年必須結匯 1 次。並且在投資總額採取 25 億美元的上限，因此外資所佔比例不得超過當時市值的 5%。<sup>9</sup>

### (三)、流動管制階段(1996-2003)：

1996 年 3 月，證管會進一步取消投資總額限制，並開放非專業投資人的境外法人和自然人投資(Non-QFIIs, General Foreign Institutional Investors)。在 2000 年世界貿易組織(WTO)的會外談判中，承諾取消個別公司持股上限，以及提高個別機構投資總額上限。但仍採取總額度流動管制，不讓流動資金造成股市水位暴增，控管單位開始由證管會轉到中央銀行。不過仍可看出，此階段的大幅度開放，仍秉持資金「前期控管」原則，透過央行的匯市干預，控制整個金融體系和資本中市場的水位。<sup>10</sup>

從 2003 年 9 月起，證管會正式廢除外國專業投資機構之限制，全面取消專業機構制度，同年 10 月將「審核制」改為「登記」制。對於資金控管，只針對「非善意資金」管制。2003 年 12 月，同時開放國外自然人分戶制度，讓國外個人投資者，得以用自己名義進行投資，而非登記在託管銀行名下。此幾項制度具有重大意義，之前對所有資金的進出，採取「事前」管制。自此之後，則採取「事後監督」，同時也納進國際的個人投資資金。<sup>11</sup>

到了第三個階段，台灣股市的想像都必須被重新界定。關於股市「全球化」這個名詞，此時才稍微出現想像空間。諸如揚揚沸沸關於金融全球化的討論，台灣市場一直要到 2003 年才有接近現實基礎和相關性。如 Susan Strange(1997), Ray Canterbury(2001), François

<sup>9</sup> QFII 的合格規定是：(1)銀行：需於自由世界銀行資產 500 名內，同時持有證券資產 3 億美元以上；(2)保險公司：需經營保險業務 10 年以上，及證券資產總額在 5 億美元以上；(3)基金管理機構：成立滿 5 年以上，經理投資金額在 5 億美元以上。當時規定的範圍，現在看來仍是任意而有歧視眼光的。如什麼是「自由世界」，證券暨期貨管理委員會卻沒有明確的說明。

<sup>10</sup> 自 1996 年的開放起，MSCI(Morgan Stanley Capital International)也正式將台灣列入新興市場指數。

<sup>11</sup> 此系列改變與「經濟合作組織」(OECD)的公告項目有直接相關。國外經濟直接投資(Foreign Direct Investment)以及資本市場之組合投資(Foreign Portfolio Investment)，分列為不同資本投資項目(OECD 項目：資本自由協定 Annex A, List A, Item I)。就台灣股市部分，投資 5 千萬美元以上，並參與公司經營外資，改向經濟部「投審會」核備，而非向證交所登記。

Chesnais(1996) 等人討論的賭場資本主義(Casino capitalism)、華爾街資本主義(Wall street capitalism)、資本全球化(La mondialisation financiere)諸現象與概念，才有與台灣股市搭上線的情形。

簡略歸納的話，從 1996 年之後，台灣股市與全球金融資本流動正式接軌。2003 年之後，外資的一連串限制才大幅放寬，這不但是台灣股市與全球關連，同時也是股民正式認知到外資的影響力，與全球「資本流動體系」的開始。外資的進入，不單影響到公司治理(Corporation governance)，同時也打開全球和在地市場的認識架構的窗戶。

## 第二節、金融市場與股市

討論股市的結構，就必須重新觀察股市的橫切面。主因是在界定股市的時候，會因為投資角度的不同，出現不同的定義。對政府而言，股市同時兼具兩種功能。分別是是籌資目的的一級市場，以及收取交易稅為主的次級市場。對公司而言，若不參與投機的過程，股市的資金流動所可能造成的影響，就只出現在回收庫藏股(repurchased)的過程，以及股東質押換取資金的關係。對投資的法人而言，一級市場主要是承銷、購買股票的市場，二級市場則是買賣交換。無論如何，在進入研究細部分析前，對金融市場的基本定位都必須做一些說明。

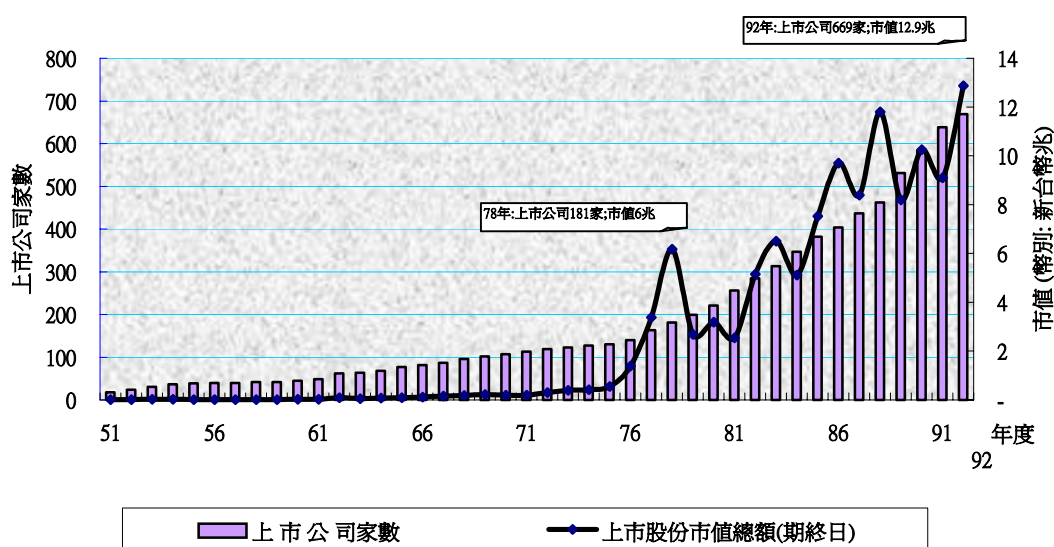
金融市場(financial market) 針對交易產品的特性，在功能上可區分出許多市場，如貨幣市場、借貸市場、資本市場(capital Market)、外匯市場、衍生性商品市場、信託市場等等。在資本市場中，又可分為股票市場與債券市場。在股票市場中，又分發行市場（一級市場）以及流通市場（二級市場）。當然，二級市場同時包含上市公司與上櫃公司（劉億如等人，1999；陳春山 1999）。

在本文中，主要要談的是二級市場的社會結構及其行為。至於未上市盤，或稱之為第三市場的非正式股票交換體系，在興櫃仍未制度化前，其制度與社會化行為仍待觀察。另一方面，如果從金融的行業別來看的話，「證券業」的資產是很小的。根據《商業週刊》與《台灣經濟新報》的整理調查，2001 年即使購併整合後，進入百大產業的證券金融公司只有 4 家，而且資產都遠遠落後其他金融業（商業週刊，2002.05.20）。

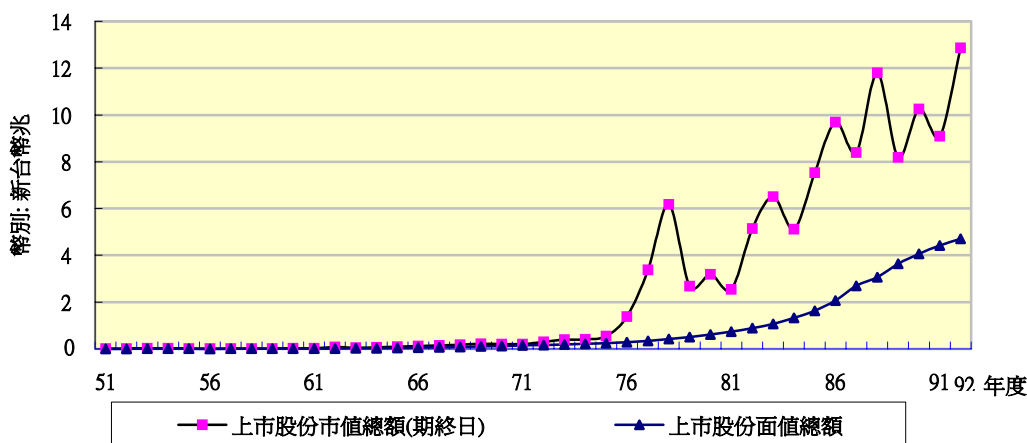
就次級市場的內部來說，2003 年底(5800 點)，上市公司有 669

家，上市公司面值達 4 兆 7 千億元新台幣，市值超過 12 兆，年交易量則超過 20 兆元以上（台灣證券交易所，2003 年上市證券概況）。但單單未上市的 4 大公營金融事業（郵政儲金匯業局、台灣銀行、合作金庫銀行、台灣土地銀行），其資產總額就幾乎等同二級市場的面值。另外，「證券業」在金融市場中的位置，其資本額相當微小。但證券業扮演的角色，主要是串連起產業與資金之間的流動，透過發行機制，將資本從銀行、投資機構、民間引進，促進生產部門利用資本再進行投資。正是透過這個證券業的發動機功能，公司家數與市值近 10 年來持續穩定增加（參看圖一）。

圖一、上市公司家數與市值



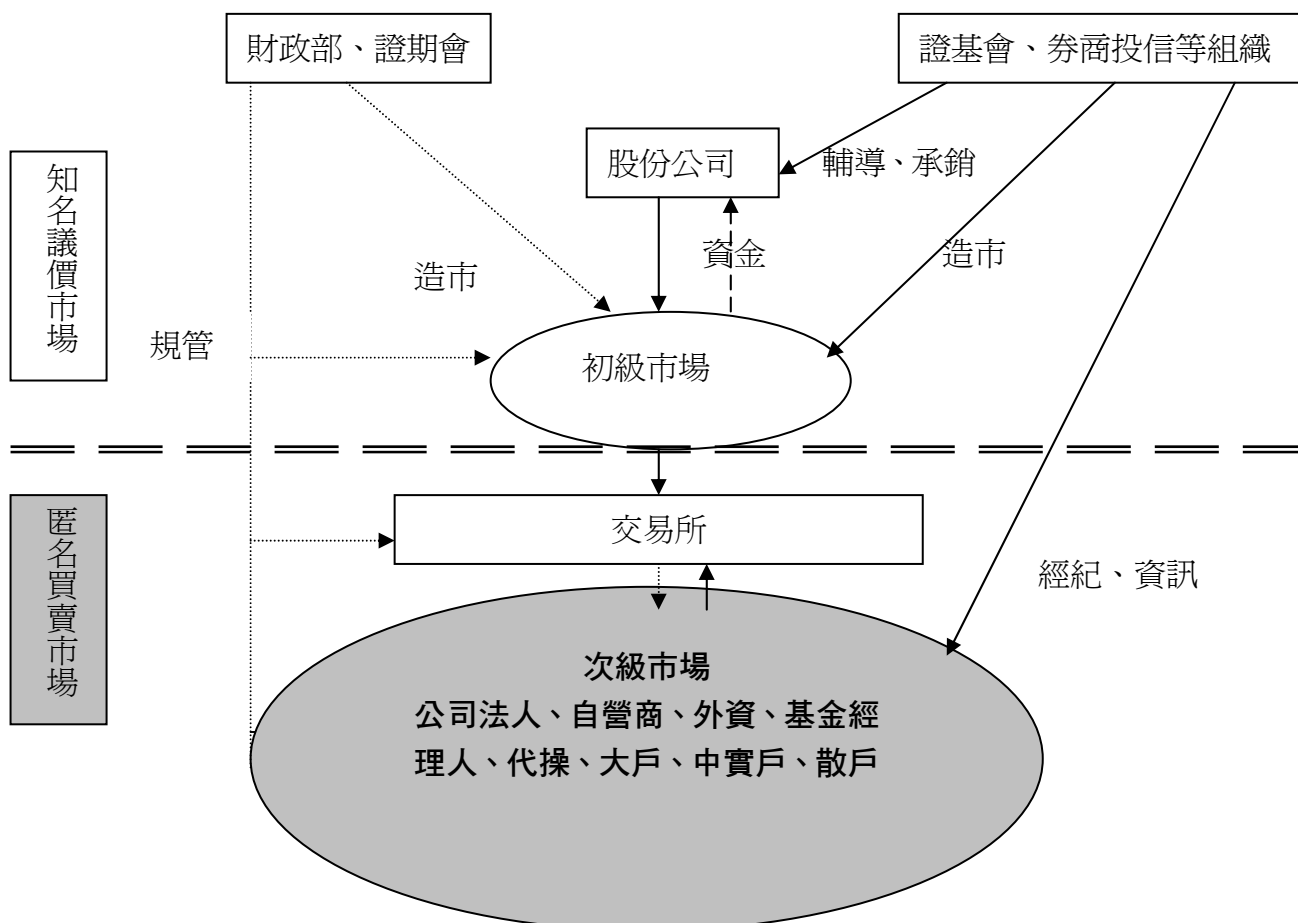
圖二、上市股份市值與面值趨勢



另一方面，套句希法亭的話來說，這些多出來的錢都是「虛擬資本」。如果單計算公司的資產「淨值」與「市值」的差異，每年的差額至少在 5-7 兆元之間。若加上店頭市場與三級市場，這個數目則將更更高（參看圖二）。此點，究竟有什麼樣的意義呢？

傳統的上市公司如果不進行質押、發行債券、可轉換公司債，那這些「虛擬資本」基本上跟公司經營是沒有關係的。即使股價跌到 10 元，或是漲到 100 元，也不影響經營資金。但就社會學的角度來看，市場中平白無故多出了超出公司淨值數倍的資本，終究是令人起疑的？這些「虛擬資本」到底是由哪些人在操縱，其遊戲規則與結構究竟是什麼，其間社會互動的結構到底是什麼。這個問題就必須回到二級市場中的行動者來解析。圖三可以區分成兩個部分：上半部是一級市場，下半部是次級市場（高承恕、吳宗昇，2003）。在一級市場中，發行的價格是由券商和公司所「協議」出來，牽涉到公司自認的價格與券商認為的「折價」空間。但下方的二級市場卻是由買賣雙方依照供需的價格來交換，這些交換依照的是「預期」、「預測」的心理價格。其價格協議方式，完全不同於一級市場。

圖三、二級市場匿名分界圖





因此可以看到，雖然券商的資本額很小，但卻在一、二級市場扮演資本流動的角色。又從上一節的歷史資料中可以看出，券商事實上也是「造市」的發動者之一。與政府機關配合，制訂遊戲規則與條款，在平時則退居仲介商的角色。

相對來說，一級市場的參與人數、制訂過程，人數上較少，也更集中在財經社會地位擁有者之間的談判、議價(auction)。但在二級市場中(上圖下方)，不但參與人數更多，互動結構也容納更多層面的人參與。若論起「社會參與」，絕對更具社會學分析的趣味與意義的。豪門巨賈固然值得流傳，但平常百姓成爲生物鏈的下游，更應抽絲剝繭其關係，才能建立整個圖像的廣大社會深度，這也正是本文力圖研究之處。

以下，將繼續拆解二級市場中，行動者的人口結構。

### 第三節、台灣股市的人口結構

台灣股市的人口變遷，與台灣產業的發展和國民財富有密不可分的關係。亦即，投資人口結構的擴大須有一定的物質條件，社會整體生活的社會條件提升，才有市場的擴大。要有深化的市場就必須要有全面的物質基礎，其後才會逐漸將外圍的人口吸納進來。以下，將簡述這個條件的歷史背景與形成因素。

#### 一、行動者的背景與結構基礎

##### (一)、投資者的歷史背景

中國第一次公開發行公司股票的紀錄，是 1866 年英商「怡和洋行」所創「香港火險公司」所發行「華商附股」。之前雖有零星華商爭取怡和洋行關係公司的發行股，但總是取得不易。之後，就明確出現與「散戶」對立稱呼的「大戶」。1883 官督商辦的「開平礦物公司」公司，指派代表「大戶」唐廷樞。他先在上海招足股票並隨後大買股票，拉抬股價(劉廣京，1990：355-356, 571, 579-580)。

其他資料也指出，上海申報在 1870 到 1880 年間就已經刊載股份單交易的廣告與商事。當時就已經出現非正式的店頭市場，也發生過股票交易的危機與坑殺散戶(小魚)的情事(蔣國屏，1991：12,59)。<sup>12</sup>之後，1918 年上海證券交易所成立後，開始有「交易所法」後，中國股票的交易買賣才有集中市場的產生。但從這些記載和參與者對於股票的買賣能力來看，股票買賣大體上侷限於一小群在資

---

<sup>12</sup> 原登於 1883 年上海申報「股票問答」。

金和權力上都處於社會階層中的中上層。這種情況，很類似日治時期的台灣股票交易。

台灣的日治時期，以「提宮燈」來形容「散戶」。指的是追隨他人買進賣出完全沒有主見的投資人。當時(1911-1945)，買賣的股票仍以日本東京證券交易所上市公司為主，採會員制的組織，能參與買賣的人必須有一定地位與經濟能力和社會地位。(蔣國屏，1991：121,196)。<sup>13</sup>此時期的政治階級，決定性地影響股票交易的活動與範圍。處於較低社經地位的人並不容易進入「店頭市場」的交易活動。以「提宮燈」這種類型的散戶來說，雖然可以投資，但取得會員資格者，畢竟還是少數。

從這兩個例子可看出，在市場參與者的下層，始終有一群處在社會經濟條件較差，同時也沒有能力參與股票「投資」的社會大眾。這群「投資大眾」，必須等到經濟上的物質結構穩固後，才可能不斷進入市場。所以，因為社會整體的經濟發展因素，能加與股票投資的人數非常稀少，市場本身的規模很小，這算不上是「全民參與」的投資活動。其次，即使是在規模很小的市場中，在世俗印象中行動者也有「層級」的分佈，諸如「大魚/小魚」、「提宮燈」的分別，但無論如何這些小魚仍代表生活優裕的中上階層。

中上階層主導交易的情況在 1945-1961 年間，仍以店頭市場為主要交易對象。其交換價格邏輯，依循的並不是「官方」的遊戲規則，而是買賣者之間的猜測、議價。<sup>14</sup>一直到 1962 年，台灣股市集中市場成立後，才進入到另一種「公開市場」。但是參與人數仍然非常少，全台灣的開戶數不過 1 萬 2 千多人。到 1981 年，經過 20 年的發展，股票市場仍然只有三十八萬人左右的開戶數。與前期的人口增長作對比的話，1940 到 1960 年間高出生率的嬰兒潮加上當時台灣經濟的條件，在結構上牽制住投資行為，所以難以構成數量龐大的散戶。<sup>15</sup>

簡而言之，至此之前參與股市的人口結構，與整個社會的人口數量對比起來來看，始終存在物質條件制約。因而進入「市場」的

<sup>13</sup>這一段敘述，極為特別但文中訪談又顯得含糊。提宮燈並不是資金小，而是在意見或判斷上沒有主張的投資者。但是他將這類人也視為散戶。從蔣文的定義來說，這些人算是市場參與者「下層」的「散戶」，但就本文觀點來看，這些參與者並非由全部是經濟活動底層爬升上來的活動者。

<sup>14</sup>如前一節所分析(頁 36)，政府採取抑制態度，甚至還希望大家不要議價公開買賣。

<sup>15</sup>1952-1960 年期間，從國民所得、資本形成以及投資的觀點看來，台灣的人口爆炸遠超過資本形成，是以個人所得落後於國民所得，難以形成人數較多的投資參與。人口資料可參閱陳紹馨(1979：223-224)。

人數相當有限。當物質條件達到一定水準，資本市場的資金流動就會將民間資金捲進資本流動的循環中。就台灣的股市而言，進入市場的動力，在 1980 年代中期後才起了結構性的變化。在各項經濟條件的支持下，可支配所得的提高，加上交易工具的進步，使得「投資/機」才得以全面性參與的全民運動。

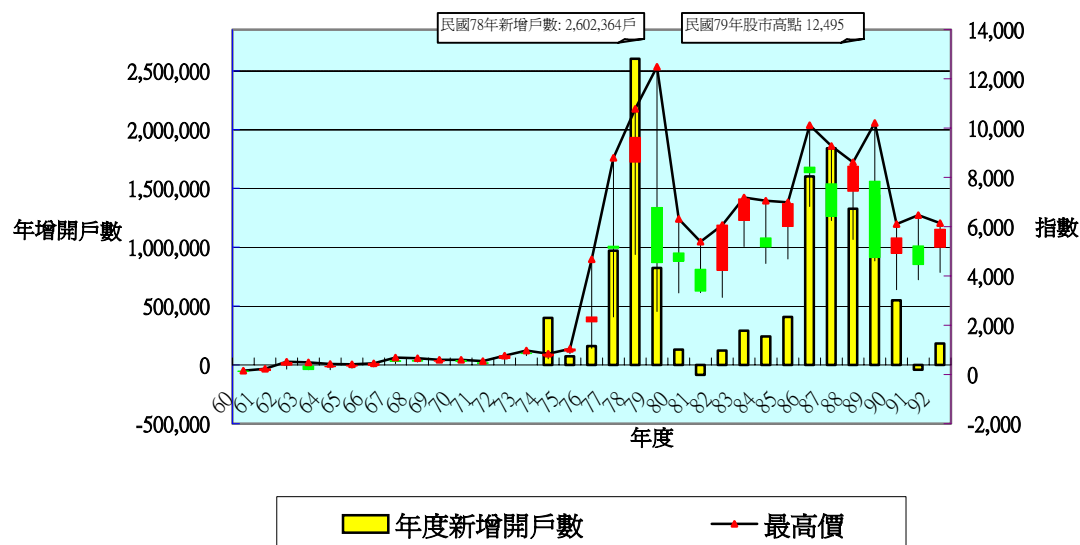
## (二)、股市人口結構的基礎

即隨著集中市場的開放，台灣股市現在的圖像，是在 1987 到 1990 年間定型的。

1986 年因為開徵交易所得稅，財政部「默許」利用人頭戶節稅，開戶數因此從 1987 年的 63 萬 4 千 4 百多人，到 1987 年底年遽增為 1 百 60 萬 6 千多人。1989 年的交易熱潮下，增加到 4 百 20 萬 8 千多人，之後穩定上揚。到 2003 年底，開戶人數已經高達 1 千 3 百萬人左右。若計算「實動戶數」，交易戶數也超過 700 萬人（台灣證券交易所 2003 年交易資料年報）。

以人口結構的看來，關鍵變化的期間集中在 1987 到 1990 以及 1996 年到 2001 年間。新增戶數的大量增加與大盤指數有直接的關係，當股市形成大多頭的格局時，通常大量投資人就隨著進入。這些進入者，顯然較趨近小額的投資人（參看下圖四）。

圖四、指數 vs 年增開戶數



製表：吳宗昇

但行動者大量進入的原因與背景，與整體社會的經濟發展有密切的關係（參看表一）。

1980年代階段散戶數量的增加與投入股市，許多研究指出主因是貨幣供給的資金因素。貨幣供給的討論，包含國民生產毛額(GNP)、貨幣供給額(M1B)、貨幣供給額(M2B)、國內投資毛額、國民儲蓄率、匯率、利率與國際收支狀況等等。在這些因素中，國

表一：集中市場開戶數以及各項指標<sup>16</sup>

年份	人口數	累積開戶數	開戶/ 人口 比%	人均國民 生產毛額 (NT)	國內投資毛 額(百萬元)	國民儲蓄 毛額(百 萬元)	上市股 票總家 數	上市股票總 市值(百萬元)	周轉率 (%)
1940	5872084	--	--	--	--	--	--	--	--
1950	7554399	--	--	--	--	--	--	--	--
1960	10792202	--	--	5,601	--	--	--	--	--
1962	11511728	12,600	0.11	6,498	15,950	11.1	18	6,840	21.56
1965	13065473	--	--	8,697	25,546	23.3	37	27,070	147.76
1970	14753911	21,151	0.14	15,544	49,886	57.9	42	16,970	106.97
1975	16223089	205,802	1.26	36,642	179,047	156.7	68	73,959	192.16
1980	17866008	362,271	2.01	84,398	503,911	480.6	102	219,053	107.84
1985	19313825	400,461	2.07	131,430	471,359	844.2	127	415,706	68.09
1986	19509082	473,758	2.42	151,148	500,656	1,125.2	130	548,436	162.11
1987	19725010	634,495	3.22	168,832	666,934	1,272.2	141	1,386,065	267.47
1988	19954397	1,606,170	8.04	182,511	833,925	1,245.2	163	3,383,280	332.63
1989	20156587	4,208,534	20.87	201,402	923,423	1,253.0	181	6,174,164	590.14
1990	20401305	5,033,088	24.67	218,092	994,119	1,293.9	199	2,681,911	506.04
1991	20605831	5,162,908	25.06	240,909	1,120,419	1,448.8	221	3,184,028	321.90
1992	20802622	5,078,340	24.41	264,338	1,362,411	1,582.6	256	2,545,508	161.33
1993	20995416	5,200,455	24.76	289,141	1,549,608	1,737.6	285	5,145,410	252.42
1994	21177874	5,492,478	25.93	311,726	1,640,619	1,815.0	313	6,504,368	366.11
1995	21357431	5,734,866	26.85	335,182	1,777,496	1,927.8	347	5,108,437	227.84
1996	21525433	6,143,767	28.54	364,115	1,781,375	2,081.7	382	7,528,851	243.43
1997	21742815	7,746,543	35.65	390,103	2,016,446	2,221.1	404	9,696,113	368.46
1998	21928591	9,587,855	43.72	413,582	2,226,491	2,341.6	437	8,392,607	261.79
1999	22092387	10,916,426	49.39	427,097	2,171,372	2,442.4	462	11,803,524	288.62
2000	22276672	12,359,893	55.48	443,967	2,212,350	2,471.8	531	8,191,474	259.16
2001	22405568	12,910,531	57.62	435,321	1,673,450	2,322.7	584	10,271,712	206.95
2002	22453080	12,869,334	57.31	446,636	1,629,119	2,534.7	638	9,094,936	205.21
2003	22534761	13,053,178	57.92	452,820	1,636,793	2,649.3	669	12,869,101	205.50

<sup>16</sup> 資料來源依表格序為：台灣省內政部(1991)；行政院內政部(2000)；杜金龍(2002)；台灣證券交易所(官方網站) <http://www.tse.com.tw/plan/autoweb/chinese/index.html> (2002.11.01)；經濟部統計處編(2004) (<http://www.dgbas.gov.tw/lp.asp?ctNode=2130&CtUnit=1049&BaseDSD=34>)；行政院主計處(2002)；裴元領(2000)。雖各項不同來源數據有出入與差異，但此處主要分析其趨勢發展，以及股市參與人口在短時間內的急速增加情況，故各項數據之間的差異暫不作細部的推論。

家貿易順差，以及資本市場的發展與股市人口呈正相關，這也是整個市場參與者的物質基礎之一；亦即，台灣在 1960 到 1980 年間，產業工業社會的發展，提供資金充裕的供應來源（馬黨，1993；李仲英，1996；王作榮，1996；于宗先、王金利，1999 等）。

在 1990 年前後的投機熱潮下，爆發了散戶數量上的增加。但，這些指標並不能完全解釋股民大量增加的原因。其他因素諸如制度環境、科技條件以及泡沫經濟的產生亦相當重要。特別是泡沫經濟的爬升階段，都是股民急遽增加的時期。

社會學的領域中，也有類似的結構性觀點。裴元領（2000）將這個物質結構理解為「生活結構」、曾瓊慧（1999）則曾之為「市場的深化」。裴元領認為有兩個台灣社會經濟發展的門檻，分別為 1967 年與 1980 年，這兩個時段奠定了物質發展的條件，並在 1991 年後，產生股票化、貨幣化和物價波動的結構模式。但這個結構模式卻也確認了剝削率維持不變，貧富差距絕對額擴大的情況。在關於股市的討論中，文中陳述台股本益比偏高、周轉率超高以及價量的暴起暴落使得台灣的股市從結構性來看，根本沒有所謂「投資」與生活結構上的連續性（2000: 52, 56, 71, 78）。曾瓊慧則以「國民生產總額」、「國民生產毛額」、「經濟成長率」、「國內投資毛額」、「國民儲蓄總額」、「發行債券總額」、「貨幣供給額」（M1b, M2）、「失業率」、「消費物價年增率」與股票市場資本總額、成交金額、與股價作「深化程度」的對組計算，結論在 1980 年代深化程度最為明顯，但在 1989 年下滑，其後又在 1990 年後上升，穩定而上下震動（1999: 83-4, 118-9, 122-3）。

這兩個研究使用的指標和數據都相當類似，但都不約而同地指出在 1980 年代初期，以及 1989 年前後，整體經濟的條件支持了股票市場擴大的基礎與可能。這與我們在上表中所陳列的數據是相當接近的，但在數據中更可看到，股市人口增加前，都先出現國內投資毛額和國民儲蓄急遽增加的現象。簡單地說，股民的增加，需要「游資」支持的觀點是成立的。

與上一小節的歷史資料比較起來，這些數字其實相當有趣，也饒富社會學意義。國家和券商雖然可以「造市」，但是若沒有整體經濟的支持，市場還是很小。就像「提宮燈」的例子一般，雖然市場是有層級，但大部分人在經濟條件上還是無法進入「市場」。隨著物質基礎的改變，經過儲蓄和投資等因素的介入，市場的下緣會逐漸擴大。至於在經濟地位許可，但主觀意願不進入這個市場的人們，則會透過其他連結與這個市場發生關係（諸如退休金、勞退基金等

例子)。在這個基礎下，一旦泡沫經濟開始醞釀(1987-1989)，股民人口就會急遽增加了。到這個階段，整個結構就有轉型的可能性，也因此，本文的研究為何僅扣住 1989 年以後的發展情況，為的就是解釋這個已經轉型過的市場結構究竟為何，而不是在 1989 年之前，僅由庄家或公司大戶控制的「市場」，一旦弄清楚這個社會脈絡後，我們就可以比較紮實地進入 1990 年代後的分析了。<sup>17</sup>

接下來，讓我們來看看這些群體行動者的性格表現。在這些運作的群體中，散戶在表面上雖然交易量最多，但卻因為人口數量龐大、出現複雜卻不統一的性格。所以在特徵指認上，學者通常將之視為單一群體來看待。本文認為，在這個群體中，始終存在不同類型的行動者，並會產生不同的市場詮釋，所以影響的力量與決策方向都不一樣。

市場中既有刻板印象的分類，代表不同角度的界定，同時也引導社會輿論對這些人的看法，甚至回過頭來影響行動的方式。這些足以代表的觀點分別是：「官方」、「傳播媒體」以及「業內」。

## 二、各種界定與指認方式

市場中行動者的「指認方式」，我們最習慣的指標莫過於政府相關單位所提供的數據及分類方式。這些數據提供各種研究單位現成的資料，對於政策施行者也極具政策施行參考價值。但對於社會學研究而言，這種界定方式雖然帶來便利性，但同時也賦予行動者固定的角色和政治結構的位置。以下我們將逐一討論這些資料所帶來的問題，以及新聞報導者最常出現的角色，最後再納進「業內」的觀點，重新解析這些行動者的人口結構及意義。

### (一)、官方的界定與分類

#### 1、資本來源的分類

台灣證券交易所在 2002 年以「資本來源」將「投資者」分為：政府機關(Government Agency, 7.62%)；本國金融機構(Domestic Financial Institution, 4.42%)；本國證券投資信託基金(Domestic Trust Fund, 0.75%)；公司法人(Domestic Corporation, 22.59%)；國內其他法人(Other Juridical Person, 3.37%)；僑外金融機構(Foreign Financial

<sup>17</sup> 此點是本論尚待處理的現象，即「何謂一個現代的自由市場？」。綜觀美國、台灣、中國大陸都出現相同的模式：先出現結構性的物質轉變，接著爆發歷史泡沫的瘋狂投資，之後開始因應而制度改善慢慢定型。因此，1990 年代前的中、大戶掌控的階段，應屬 1990 年後股市結構常常出現的現象。

Institution, 0.25%)；僑外法人(Foreign Juridical Person, 4.85%)；僑外證券投資信託基金(Foreign Trust Fund, 3.05%)；本國自然人 Domestic Individual, 51.96%)；僑外自然人(Foreign Individual, 0.67%)；庫藏股票(Share Buy-backs, 0.47%)等 11 項投資類別。<sup>18</sup>

但是資本來源的數據，主要還是一級市場的分類方式，指的是上市公司初始資本的來源，以及歷年登記名冊內的股東。因此我們必須繼續看交易量，才能看到次級市場內的活動狀況。一般所稱的「散戶」，位置就是所謂的「本國自然人」。這一群在資本來源佔了 51.96%的股東，創造出驚人的交易量。

## 2、交易量的分類

交易量經過重新整理歸類後，就買賣的交易比重來看可分為四大類：(1)本國自然人；(2)本國法人；(3)僑外自然人；(4)僑外法人。法人指的是以組織公司申請開戶，其稅制制度（如股利）與一般自然人不同。

這種分類方式，主要以法人(corporation)、自然人(individual)的組織形式為區分點。但無論法人或自然人，這四種類型的交易者，在 1990-2001 創造出平均周轉率 250%以上的快速換手現象，對照近 20 年來周轉率不會超過 100%的紐約股市，充分說明大部分買賣股票的人並不是想要公司獲利的配股或配息。只是想要在短進短出間，獲取交易價差。另外，「本國自然人」比例緩步下降，將成為未來的發展趨勢（見下表二）：<sup>19</sup>

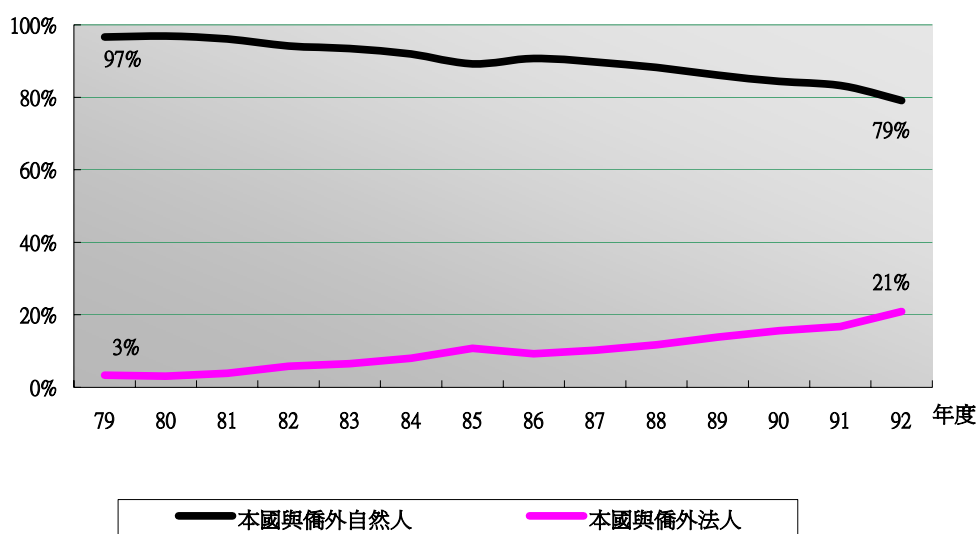
表二、自然人和法人近年交易比較表

年	本國自然人		本國法人		僑外自然人		僑外法人	
	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出
2000年	42.83	43.27	5.28	4.99	0.00	0.01	1.89	1.73
2001年	42.02	42.39	4.72	4.97	0.00	0.01	3.26	2.63
2002年	41.19	41.10	5.54	5.56	0.00	0.01	3.27	3.33
2003年	38.61	39.22	5.39	6.12	0.74	0.50	5.25	4.16

<sup>18</sup> 整理自：台灣證券交易所，2002，2001年《台灣證券交易所年報》；同樣資料可見台灣證券交易所 <http://www.tse.com.tw/plan/autoweb/chinese/index.html> 官方網站。

<sup>19</sup> 資料來源同上，詳細交易資料亦可見台灣經濟新報資料庫。就長期趨勢看，法人的交易比例增高。

圖五、交易量比例變化表



如果此趨勢繼續發展，5年內法人的交易量將擴大到 1/3 以上，屆時，市場的印象將轉以法人為主。

### 3、交易量的增長與「淺碟市場」的印象

在參與的投資者人數方面，從 1988 年的 1 百 60 萬餘人的開戶數，佔總人口的 8.04%，到 2003 年總開戶數 1 千 3 百多萬戶，佔總人口 57.6% 左右。這個數字，即使經過重複戶名的清算，以及「實動戶數」的紀錄，股市活動戶數仍有 7 百萬戶以上。即使清算人頭帳戶，投資人仍在台灣的總人口中佔了 1/3 強的比例，足見股票投資者與其買賣活動在台灣社會的參與面之廣泛。

也正是因為這樣的數字，讓人許多研究者直覺台灣股市是個「淺碟」、「散戶」為主的市場印象（于宗先 1999；劉玉真，1996）。加上 1990 年代之前，主力橫行、散戶被宰殺等等的報導（黃文治，1989；童再興，1990），股市儼然就是大魚吃小魚，大戶、法人公司派支配散戶的生態。這種形象連外國人都津津樂道（Robert Shiller, 2000；Steven Champion, 1998）。

後續發展中，外資的進入改變了這個印象。在 2003 年 8 月時，外資總持股市值為新台幣 2 兆 1806 億元，佔全體上市公司市值 19.96%。外資周轉率相對較小，全年交易量只有 5% 上下。以此對比，本國自然人部分，投資佔公司資本來源 50.70%，但交易量卻佔 82.29%。簡單歸納來說，台灣的公司資產有 1/5 持有在外國人手上，但這些股票的交換率其實很低。只是這個現象發展迄今只有官方數



據可做為佐證，但其社會意義仍沒有被較深入地解釋。

#### 4、官方分類的意義與不足之處

無論如何，官方的統計數據與資料，是理解股市行動者的第一道門檻，若沒有官方科層系統的建立，市場也不可能成形。官方的立場與出發點完全由「造市」(market maker)與「規管者」(regulator)的立場出發，以管理上的功能運作。雖然有助於理解人口結構的圖像，但對社會學的研究者來說，卻仍遠遠不足。

這種功能性的看法形成的圖像，講求對稱與均衡的規律。市場的定位由全球、區域再到國家或經濟體。在經濟體內又以「發行形式」區分不同的市場。在官方的二級市場假設中，大體上行動者是由「法人」、「自然人」兩個分類構成。因此，官方機構必須假設均質性的市場行動者，不管是「散戶」、「中實戶」、「大戶」都被視為「自然人」的整體來看待。<sup>20</sup>

但市場一旦被建立起來後，它在社會中就產生了影響與變化，諸如，產生了在法規之外的社會互動與規則。這些社會特性在官方的分類中都被一致對待，也因此才會出現許多刻板印象與看法。在策略上要找出這些社會性的行動者，就必須藉助其他的資料來源，並加以考證。也正是透過其他的資料，我們才能擺脫官方的觀點，或是金融行為學家一直視之為當然的分類架構，找出社會學擅長的互動結構中的關係。

在沒有全面性樣本資料的情況下，以下將藉助二手的資料以及媒體的報導等「二度詮釋」，盡可能地描繪這些行動者的活動情況。

#### (二)、媒體的介面與定義

在 1988 年前後陸續出現大量關於股市的新聞媒體。如中時晚報、聯合報兩大報系，當時就以四張全開板在下午收盤後，即刻報導所有交易資訊，將原本隔日由日報報導的股市資訊移轉到當日的晚報報導。其他出現的專業雜誌最著名的《財訊》，專門披露股市資訊以及公司財務狀況介紹。這些媒體，因著當時大量的股市人口而興起，但同時又因其傳播過程擴大了接觸的介面與影響力。

這些新聞媒體，同時扮演「教育者」的角色。闢出專欄介紹各種「專業名詞」(如除權行情、基金等名詞)、另一方面也介紹各種

---

<sup>20</sup> 近來經濟學領域中亦出現檢討聲浪，認為單一行動者的認識方式，應該被重新討論。股價波動高於「理性」預期之「市場均衡」不再只有單一個人特質。即假設「有限理性」與「異質性的個人」之間的差異，視研究客體為一個均質的整體觀點是須商榷的如郭文忠(1999)。

「人物」與進出手法（如丙種金主、大戶等名詞），或是給一般股民看的小技巧（如中國時報「股市話家常」）。<sup>21</sup>

在這些報導之中，對於行動者亦有一些有趣的線索可以提出來，以助於瞭解到底這些「二度建構」傳遞了怎樣的訊息。

### 1、行動者的「社會教育」：集中於 1990 年前後

在這部分的資料整理中，首先是透過 1988 年前後關鍵轉折點，報導最多時段的微縮影片。研究者先找出幾個關鍵字，如「散戶」、「大戶」、「中實戶」、「法人」、「丙種」、「公司派」等名詞，在重新進入資料庫看出現的時間點與比例。

從聯合知識庫的 1962-2002 年的檔案中，可以找到的「散戶」資料有 6 千多筆；「大戶」有 5 千多筆；「業內」有 3 千多筆；「法人」有 2 千多筆；「外資」有 2 千多筆；「投信」有 2 千多筆；「中實戶」、「實戶」有 2 千多筆；「公司派」、「丙種」數量就遠少於上面其他幾種。<sup>22</sup> 這些名詞最早出現的當然還是上海申報（蔣國屏，1991：12），但在數量增加的意義上，還是集中在 1988 年左右。

另一方面，1988 年 3 月中時晚報、聯合晚報兩大報系同時增加股市報導為兩個版面，增加部分如〈股市拾遺〉、〈專家話股市〉、〈國際股市〉等。同年 3 月，報導內容同時增加「焦點股」分析，登錄各家簡單的「財務分析表」。至於主要影響者如主力大戶、丙種、公司派、金主、業內以及法人等動態，則另闢專欄介紹。此時對股市行動者的界定，才正式出現各種報導與界定。<sup>23</sup>

雖然未經正式嚴謹的統計，但這些數字與現象，足以說明一些行動者的一度和二度之間的社會意義。

在 1988-1992 左右，報導主要是以「散戶」、「大戶」、「中實戶」、「丙種」、「公司派」為主。在 1996 年之後，「外資」的名詞與報導逐漸出現，所佔的份量也越來越多。舉例來說，在 1990 年代前，最有力的影響者莫過於呼風喚雨的主力與大戶。諸如最為人津津樂道的「愛國大戶雷伯龍」，帶著一群外圍下線衝鋒陷陣，加上丙種、金主與公司派的愛恨糾葛，寫下台灣股市血肉淋漓的人物誌（聯合報 1987.12.23-25）。當時的事件由於雷伯龍作多「中紡」、「華隆」等股票，但公司派步調不一，臨時抽腿，加上丙種金主抽回資金，造成了大信證券違約交割的事件。但「威京小沈」、「華隆翁大銘」都伸

<sup>21</sup> 資料來源，中時晚報、聯合晚報微縮資料（1988.01-1988.05）。

<sup>22</sup> 資料檢索可進 <http://udndata.com/main.php3> 網站。

<sup>23</sup> 中晚，1988.02-1988.04；聯晚，1988.02-1988.03（資料來源：國家圖書館微縮捲）。

出援手，甚至鼎康證券一批散戶還號召捐款，報愛國大戶雷伯龍人情。此危機過後，隔年「雷大戶」一言九鼎的「多頭司令」抑鬱出場。這個事件，是該年代大戶中最具代表性的演出，更說明當時市場人物關注的焦點是什麼。

但這些資料仍有其缺點。首先，我們無法考證在行動者與報導者之間的關係，或有過於煽情、主觀的採訪。其次，資料出現的關係過於零散，直到後來一些資深記者整理主要的「大戶」後，這個神秘面紗才稍微露出顏面。但新聞媒體扮演的「社會教育」功能，無可否認地形成投資者的認識方向和框架。

## 2、二度建構：主力與大戶

若論學術客觀、系統性的研究，關於股市描述的書籍可能難登大雅之堂。但若以行動者觀點來看，這幾本書卻不失趣味也提供了線索。若加上媒體的報導分類，多少可以看到當時社會情境對於這些行動者的一些看法與分類方式。

以行動者為名的書籍相當多，如《股市大亨》(1990)、《股市現象觀察》(1989)、《股票散戶打勝仗》(1988)、《散戶操作坐轎要訣》(1989)、《股友族 Must Buy》(1999)等等的流行書籍。

在黃文治(1989)的描述中，1989年是台灣股市泡沫的轉捩點。他形容當時股市是「發育不良」、「會計報表錯誤百出」、「特立獨行」的資本市場。同時，他也採取一般會計、財務的標準看法，將股票市場分成「發行市場」、「交易市場」、「仲介機構和管理機構」三大類來歸納，參與者分為贏家與輸家(1989：XI, 2, 21, 71)。

若以文本關鍵字分類加以分析後，可看到另外一種行動者的類型，分別是：上市公司、公營事業、會計師、董監事、證交所、證管會、政府、證券商經紀、證券商、證券承銷商、「證券商自營商」、「證券商金融公司」、「投資顧問公司」、「投資信託公司」、「投資專家」、發言人、「機構投資人」、「個人投資人」、「三種經紀人」、「市場主力」(作手)、「投資人」等(同上：5, 24, 28, 32, 43, 84-99, 104, 122)。他認為股市中贏家是，「政府是最大的贏家」、「證券商是大贏家」、「機構投資者大豐收」、「有輸有贏的個人投資者」；勝算較高的有「公司負責人、董監事或公司內部幹部」、「市場主力或作手」、「業內人士」、「報導證券商業行情的從業人員」。賠多贏少的個人投資者則有：「股市新手」、「搶帽子客戶」、「盲從大戶者」、「貪得無厭者」、「舉債投資者」等(同上：122-135)。

這些描述其實相當有趣。除了政府和券商收「規費」，是穩賺不

賠之外，其他人士有輸有賠的，另外就是「財務報表錯誤百出」有利於「公司負責人、董監事、內部幹部」，內線的「報導者」、「業內」等因素，其他人都是賠的多。如果我們將「財報」的因素扣除，這些現象跟金融行為學的假設幾乎是背道而馳的。市場向來沒有效率，只要有人的差異存在，就不可能有「效率」而「公平」的資訊這回事。此點，也提供我們後文分析行動者的線索。

關於主力大戶的描寫以及調查，對社會史的研究者來說，更是不可或缺之資料。童再興（1990）等人書中所描述的主力，也是1989-1988年間股市行動者最主要的指標行動者。

顧名思義「主力大戶」指的就是市場中的主要力量者，開了戶頭大進大出。他們認為，主力又分為「公司大佬」與「市場主力」兩種，公司大佬亦可稱之為公司派。市場主力可分「老主力」、「新主力」和「業內主力」三種(1990：1)。主力必須有三大法寶：「進出的號子」、「外圍的實力」以及「炒作的題材」。主力的性格可分為三大類：神秘保守型、豁然通達型以及詭異狡猾型三種。主力介入的題材在1989年之前以四種類型為主：土地資產股、景氣循環明顯的上游股、業績大幅成長公司以及大量增資行為的公司。在1989年之後，就以小型股為主，搭配現金增資股、資產股等等（同上引：29-39）。

因為進出量大、要隱藏進出動作，在這個時期主力也流行開號子（券商）自己操盤，甚至幫上市公司的市場派操盤。在社會網絡的幫派方面，最為聞名的有：三重幫、迪化幫、拆船幫、記者幫、新台中幫、新嘉義幫、彰化幫、飼料幫等等。財團或企業集團方面有：光寶集團、力霸集團、亞東集團、台塑集團、新光集團、力霸集團、華隆集團、華夏集團、霖園集團、許金德集團以及太平洋集團等等（同上引：110-124）。值得特別注意的是，主力並非獨立支撐，與其共同存在的還有「股友社」、「投資顧問公司」、「三種金主」、「外圍」等等。

童再興等人當時所隸屬於時報系統的投資情報週刊，動員了編輯群做出調查。對於各個集團負責人、主力大戶身家背景、崛起過程都調查得相當清楚。基本上，這部分的資源與資料與報紙部分重疊相當多，其報導來源也都很接近。除了外資當時尚未出現，主力部分描寫的很深入。此文獻充分彌補蔣國屏對台灣證券史後期主力人物歷史研究資料的不足。

當研究者找到幾個參與的報導人後，發現絕大部分的資料都來

自「業內」。業內是直接接觸投資者的第一線目擊證人，除了貼身訪問到大戶當事者之外，大部分的資訊都是從業內來的。也因此，我們對於股市行動者的二度建構與再詮釋，就必須繼續深入業內，以及一些特殊「投資者」才得以一窺究竟。以下即為業內的說法。

### (三)、「業內」的界定與分類

業內就是一般「證券商」的俗稱。券商通常以開戶的性質區分投資人，分為法人與自然人兩種戶頭。自然人是最通用的俗民指稱方式，如大戶、中實戶、散戶、丙種、公司派都屬於這一類（訪談 FI35）。對於「業內」而言，他們直接站在市場的第一線，最瞭解整個市場的變動氣氛。其指稱與定義，代表的是行動者之間的互相界定。這些界定，同時也是行動者之間所認可的，而非官方或金融行為學假設的情況。

券商辨認投資者有兩種方式：(1) 資本量，而非採資本來源。因為他們清楚地理解到，透過資金的調度，如公司派或大戶等等，投資者進出的戶名，往往跟他們的資本來源不相吻合；(2) 操作方式，而非戶頭定義的投資人。如大戶、中實戶公司派等的操作方式等。他們認為這些大戶與散戶比較起來是不一樣的。雖然大戶以人頭戶掩蓋身份，但資金上卻是「不折不扣」的大戶或法人。散戶通常會「跟」或是人云亦云等等。但是「法人」有機構的標準作業程序，有投資規章與研究團隊制約的可能。「大戶」則有內線的訊息，「中實戶」則在資金、社會網絡與操作進出情況都有所不同。對營業員來說，散戶有很好辨認的特徵(訪談 FI35, FI37)。

「資本額小，通常單月交易量在 3 千萬以下的，操作手法不固定，很喜歡聽消息面。即使一些有資金的客戶，操作手法喜歡聽消息面追高殺低，過一陣子就垮了，這也是散戶」

券商作為市場投資者的投資介面，最清楚自己公司投資者的情況。以本土的券商而言，2/8 法則是形容客戶投資情況最常用的說法。即 20%的投資者，交易量佔 80%。這個說法，得到國內券商的證實。在他們計算的資料中，可以看到這種情形（下表三）。<sup>24</sup>若與官方資料再次對比，約略可以看出業內口中對人口的估計。在總開戶數 1 千 2 百 86 萬人中，實動戶數（一年內有交易者），大約是 7 百 72 萬人之間。其中散戶佔了 8 成，約有 6 百多萬人。扣除掉法人戶頭，中實戶、大戶、代操，應有 70 多萬個戶頭左右（參看表四）。

<sup>24</sup> 轉引自劉維新、林志遠，2002，《「披著羊皮的狼」！？—中實戶的投機世界》，2002 社會學年會發表之論文。

表三、券商對客戶的分類表

	500 萬以下	500 至 1000 萬	1000 萬至 5000 萬	5000 萬至 1 億	1 億至 3 億	3 億以上
戶數 (戶)	1930	87	59	10	14	2
比例 (%)	91.82%	4.14%	2.81%	0.48%	0.67%	0.1%
成交值 (億)	12.19	6.19	11.53	7.5	23.72	7.95
比例 (%)	17.64	8.97	16.69	10.86	34.33	11.5

從表三可見業內的界定方式，可以看出他們是以資本和操作手法來分類。因此，這些計算方式並不相同於官方的分類，主要是以資本和行動決策方式來歸類。因此，參照這個屬性與交易比例，並計算「實動戶數」的情況下，<sup>25</sup>我們可以得出下表的數字(參考表四)。

表四的計算，主要以官方的總開戶數為基準，扣除重複開戶和停滯戶的數字，只計算一年內實際買賣的數字。同時將業內的分類比例放進總戶數中，就可以看到各種投資者可能的人口比例。

若將此資料再次對比，在 1 千 3 百萬戶數中，一年內實際進出約有 6 成左右(實動戶數的比例)，所以一年中實際交易戶大約在 7 百 80 萬戶左右，若以成交金額 1000 萬為小戶的基準，就可以看到在 1000 萬的投資金額兩邊的成交比例與人口數相差懸殊(參看表五)。

表四、「業內」歸納出的股市人口結構

官方	自然人			法人	總戶數
	散戶	不動戶	大、中戶	法人	總戶數
券商類別	一般散戶	散戶及其他	公司派、代 操、自營等。	公司派、基金經理人、自 營商、政府基金、投資公 司、外資等。	
戶數	617 萬戶	514 萬戶	77 萬戶	77 萬戶	1286 萬戶
比例	48%	40%	6%	6%	100%

<sup>25</sup> 實動戶數：指扣除一年以上沒有進出買賣的戶頭。但相信有相當多被「套牢」的投資者，日後成為停滯的狀態，而被排除在實動戶之外。

表五、整理後股市散戶人口估算表

月交易金額	1 千萬元以下 (趨近散戶)	1 千萬元以上 (趨中實戶、法人)
人口比例	<b>95.96%</b>	4.06%
成交比例	26.61%	73.39%
換算總戶數	<b>748 萬戶</b>	31 萬戶

俗稱的散戶在這幅人口地圖中，佔了 95% 以上，數量有 750 萬戶左右。但最具市場影響力、主宰的是交易量大、操作模式完全不同的另外 30 萬戶。其中包含了外資、國內法人、中實戶以及公司派等。這個數字是目前我們所能檢閱的資料中，所能得到、也是最清楚的圖像。官方資料強調自然人和法人的差異，無法突顯出在自然人之中的層級差異，如中實戶和大戶的影響作用。但在這個數字圖像中，我們重新看到一個事實：散戶數雖然佔了 7、8 百萬人，但是其交易量其實遠遠小於法人戶或大戶，而且特別集中於多頭時期(參看表五)。

那麼，這兩類的行動者究竟有什麼差異，這些差異又如何產生？又具有什麼樣的社會意義呢？

## 第三章、「散戶」的社會條件及其形成因素

當市場中的那些參與者，接受了市場給予的普遍限制因素和規則....，那麼，這些相關的限制因素和規則就是與文化相關的事實...是先前就被認可的

Charles Smith, May 16-18, 2003, presented at Constance University

在第二章的介紹中，我們看到市場各種人口的組成，以及制度、組織的市場變革。基本上，那只是處理了市場的研究對象(What)。接下來，本章將把資本、資訊知識等因素放進這些行動者實際活動，理解行動者為何會如此行動其背後的社會條件(Why)。

這些社會條件(social conditions)與行動規則，在經過分析後，就可以彰顯出夾雜在資本背後的社會階級與資訊符號背後的知識基礎。原本我們認為約定俗成的「散戶」，將出現社會能力的差異，而股票市場中表面上公平的遊戲規則，卻沈默地隱藏著不可見的社會限制和約束。

### 第一節、散戶或小戶：檢視與釐清

業界定義那些資本小、操作手法人云亦云者就是散戶。這種社會特徵一方面表示資金來源小，另一方面則說明散戶在這個市場中不隸屬特定的投資組織或機構。但更重要的是，這些社會特徵背後有其社會因素及意義。

#### 一、散戶(dispersed players)、小戶(smaller players)或羊群(herding crowd)

散戶的第一個社會意象特徵是資本小，但許多研究都將「散戶」與小戶直接作連結。實際上，散戶是一個籠統而不清楚的特徵。

在台灣的研究中，Yu-Jane Liu (劉玉珍) 曾以交易量 10 張為標準，區分大戶和「散戶」(small players)的判準。<sup>1</sup>另一方面，法人則從帳戶進出可觀察到。所以整個股市的行動者就可以區分出三種行動者來，分別是大戶(big players)、法人(Institutional investor)以及散戶(small players)(1996: 2, 5)。這種區分方式，優點是可以看到三種行動者在交易過程的反方向，以及固定週期的報酬率。但同樣的社會問題亦會出現，也就是說這應稱之為「小戶」，而不是「散戶」的行動邏輯與社會意義。

<sup>1</sup> 從英文字面來看，這明明就是「小戶」(small player)，而不是「散」這個字眼的意義。



劉玉珍的研究，幾乎是一般台灣財經學界定義散戶的唯一通則。那就是資本小，在交易量上周轉得很快。但是類似「羊群」的跟隨行爲，以及沒有主見的投資者，實際上在這個研究中是看不出來的。

讓我們從另一個觀點來看。Charles Smith 特別關注於股市行動者的心態結構。他問的問題其實相當有趣：「行動者對於股市的想法究竟是如何產生的？」，也就是「市場的心靈」究竟是什麼(the mind of the market)。行動者究竟如何注視(view)、詮釋(interpret)、評價(evaluate)市場(1984:6)。由他的分析中，「跟隨者」(followers)這些行動者比較像是某種「群眾併發症」(crowd syndrome)，跟隨著各式各樣的專家(experts)，這些專家提供引導他們詮釋資訊的意義，也因此就產生秩序化的世界(ordered world)。當然，這也提供了行動者界定情境的意義框架，形成共享的共識，才得以形成大眾(masses)或是投資狂熱時期的暴民行爲(mobs)(Smith, 1981: 133-135)。

但 Smith 並沒有使用「散戶」這樣的概念，而是以小戶(small players)來說明投資金額較小的行動者。在定義上他提出「跟隨者」(follower)這個名詞，此點就具有一些社會特徵。為何會出現跟隨者呢？他不斷反覆地討論，認為這些小戶大抵上是業務員的客戶(customers)，除了少數的真實信仰者(true believer)，這些小戶幾乎都會跟隨他人的意見 (1981: 35-36, 40, 49, 63, 81)。縱使有些非專業人士有自己的真知灼見，但也會很快臣服於其他類型的專業意見(Ibid: 23)。

如果從前面這兩者歸納起來，「小戶」是較容易理解的。第一，資本交易量小；第二，很容易成爲跟隨者(follower)，特別是處於專家系統籠罩的情況下。但從社會學角度來看，這是兩碼子事。資金小是經濟條件的問題，投資策略則是知識信仰的問題。

Ellen Hertz 以人類學的研究角度，爲以上觀點做了補充。他以「混沌集體」(chaotic collectivity)來描寫散戶(dispersed player)(1998: 188)。散戶和小戶的區分是社會性的，因爲在特殊社會的脈絡下，在語意上稱之爲小戶者，其對照點是由大戶而來的。所以，小戶的第一個意義是依資本量對照點而來的。但散戶在中國股市使用的範圍似乎更廣，在很多時候同時代表中國（特別是上海）的人民(the People)、公眾(the public)、大眾(the masses)甚至更多時候代表的是「市場」(the market)。所以，散戶(dispersed player/ sanhu)更多時候是社會集體的表現，甚至是中國都市社會中階級/地位(class/status)的切分。散戶不止是「小」而已，散戶實際象徵缺乏了連帶性(coherence)、集體性(togetherness)或團體性(a group) (1998: 152-153)。

散戶作為投資市場的自然人或個體(individual)，通常被視為一個「總和整體」。但在 Hertz 的分析中，具體分析資訊吸收和控制規則的差異。如上海的股票沙龍、號子聚眾、非正式俱樂部、成人教育班等等互動類型，這些都是在毛時代(Mao period)所留下的社會產物。散戶其實並不「散」，只是依附在原來的社會群體中活動。

Hertz 在這裡一針見血地指出許多研究者的迷思。散戶常常被視為「社會定義」的集合體，但在散戶之中，實際存在各種數量龐雜的細微差異的社會互動形式與社會組織。正是這些複雜的集合體構成了市場本身，許多研究者才偷渡性地稱之為整體。也因此刻板印象上，散戶似乎被視為其他行動者惡意操弄(manipulation)的犧牲品，只能是大戶的比較對象，或是某種類型的集合罷了。他說：「如果我對待散戶為一個集合體，那只是因為主流論述都這麼做」(1998: 173)。

重點是，如果「散戶」代表了老百姓(common people)，甚至表現市場的集合的大部分，那麼他們更因此遭受到不公平的待遇了。這個矛盾點凸顯了「社會邏輯」或「市場邏輯」的差異。散戶的確是「社會性」的存在，但市場的經濟邏輯卻完完全全地掩蓋這個部分。Hertz 這裡的分析，點出了在股票市場中社會意義的存在。問題是這些社會意義與結構，被經濟主導的邏輯所支配。「市場」是經濟與資本主義的，卻不是社會性的。此點，揭示這個場域的矛盾性，也掩蓋行動者之間的階級、社會地位的差異。「散戶」並不只是「小戶」，而是包含了更廣更深層的社會群體。特別是在中國大陸的情況中，政治邏輯又會凌駕經濟邏輯，強勢地掩蓋社會性的存在。

再由 Smith 的觀點來看，小戶的交易跟隨行為，事實上是一種結果，跟隨者的行動是由知識信仰所引導。但 Hertz 將之導入社會群體的分析脈絡，將原本字面上混淆或簡單的定義作了結構性的區分。「散戶」、「羊群」指的是一種模糊的整體，「小戶」則是資本比較的定義。而散戶的分析，必須視每個社會的特殊互動脈絡來分析。

因此，許多人把散戶這一名詞，夾雜了小戶和「分散的弱勢群體」等想像，只能含糊性地討論這群行動者。以下，本文將回到「小戶」這一概念來，重新考察小戶的形成條件和互動，嘗試找出原來被「散戶」所夾帶的各種表象。說明什麼情況是屬於經濟制約，什麼情況是社會能力的制約，這些制約的差異根源究竟在哪裡？

## 二、「小戶」的社會制約條件與功能

我進入股市約有兩年多的時間(註：1999-2001)，剛開始是朋友的建議，所以就嘗試進入股市，剛開始的時候是把錢交給媽媽去投資股票，

但是嫌她的動作太保守，所以改由自己來操作，並開始將籌碼擴大，而我們當時只懂得做多，雖然剛開始有賺一些錢，但是後來也賠了 100 多萬 (FI-14)。

「小戶」作為「散戶」的第一個特徵，即資本額相對較小的小戶。資本額「小」，是個相對性的概念。比如說，券商對「中實戶」的定義，南北各有不同。在中南部的券商中（如草屯、彰化等地），月交易量在 3000 萬以上的投資人，可能就被當成中實戶來對待。但在台北的話，沒有 2 億元以上的交易量，都很難進到貴賓室受到禮遇。<sup>2</sup>

這位受訪的劉先生，是「紫微斗數」投資班的「班長」。擁有土木工程碩士，在台北一家工程事務所上班。一開始投資的錢都是自己積蓄而來，後來連媽媽的積蓄也一併交由他「管理」，總投資金額大約在 3 百萬左右。他的另一個「同學」，則是航太工程的碩士，在先生的支持下利用下班時間研究股票，甚至發展出一套完整的紫微斗數命理理論 (FI-14, FI-16)。<sup>3</sup>不管學歷高低、知識背景如何（這兩個受訪者的統計與技術分析都比我們好得很多），這些投資者的第一個特徵就是資本少。

資金少的投資人，在訪談過程中身份、職業歧異性很大。但大部分的訪談者不論職業貴賤，投資金額幾乎都在 5 百萬以下，絕大部分都在 1 百萬以下。投資資金跟職業類別的關係並不大。有的投資金額可以到 3 千萬，不過月周轉金額很少超過 3 千萬。此點，和券商的說法非常類似。券商在不知道資本額的情況下，能透過「交易量」來「猜測」交易者的資本額。一旦交易時間長一點，券商的猜測通常「八九不離十」，從最大交易量和現存股數就可看出交易者的「動員能量」如何。<sup>4</sup>

這個從訪談中的得到數字，與劉玉珍（1996）的研究比較起來，有些差異。從她的統計中，10 張是個區分點，在 1995 年的時間點上，一次買 10 張股票所需資金都要二、三十萬以上，雖然這些小戶的資金可能足夠，但大部分的訪談者明確表示不會一次購買太多的股票，特別是超過 50 元以上的高價股。最常見的情況是「分散風險」，分批分次購買很多種股票。但，有一些比較長線的交易者，可能常常買超過 10 張的數量。所以事實上，在常態的統計數字中，也夾雜許多未

<sup>2</sup>但也有一些特殊的情況。如接近大戶或中戶的外圍，也能跟著朋友、同事進到貴賓室。

<sup>3</sup>紫微斗數的股股市互動團體，在目前收集到的文獻並未出現過。即使是在當今台灣的股市，這種團體的風險觀念也相當特殊而少見。

<sup>4</sup>此點，當然有些「例外」的情況。有一些資本額不大的交易者，擅長做「短線交易」，目的在賺取退佣或是小額價差。這種情況的確有，但是以 5、6 百萬的資金做出月交易量 3 千萬以上，周轉率必須 6 次以上，可稱之為「職業小戶」了，但這種例子非常少。

知的小戶投資者。

根據主計處的統計，台灣從 1988 的每人平均儲蓄由 7745.9 美元上升到 2000 年的 24293.9 美元。換算成台幣約從 25 萬元，上升到 80 萬左右，10 年間成長將近一倍。若將家庭可支配所得的角度來看，每個家庭平均在 10 年內可積累幾百萬的可支配所得。這個數字並沒有考慮年齡、教育等階層因素，但整體社會資金算是充裕。但是這個數字，與中、大戶比較起來，仍然小得很多。因此，這些即使把家庭可動用資金全部移轉到股市來投資，其投資金額仍還是很小。<sup>5</sup>

陳巧芬（2002）的研究也支持這樣的看法。個人薪資與所得造成資金借貸市場上的限制(borrowing constraints)，小戶的資金取得的限制較多，管道較少，成本也較高，因此造成進入資本市場的部分參與現象(limited participation in the capital market)，特別是年紀較輕的組別，可支配現金就越低(2002:33,72-75)。不過，他提出關於教育程度較低者(juniors)與年齡較低者，對股市加權指數有較佳的解釋能力，事實上是值得檢討的(同上：77-78)。<sup>6</sup>

「小戶」的資本額小，從這裡可看出是被「綁」在其個人的社會位置上，特別是職業類別、位階所形成的所得現象。簡言之，小戶在資本的面向上，與社會所得結構是相似的。

### （一）「小戶」的資本限制

小戶的資本限制，除了在財務杆桿運作，以及風險分擔等種種投資限制外，還有許多社會互動造成的限制。

對券商來說，小戶的交易金額較小，因此所能取得的佣金相對較少，較不符合經營效率的考量。一位由電子業轉行的業務員曾說：「我們也很想照顧散戶阿，可是照顧 50 個客戶的時間和精力所得到的利潤，可能從一個法人或大戶就可以拿到」(FI-04)。業務員的作法相當符合投資報酬率的績效邏輯，3000 萬交易額的手續費將近 9 萬，手上若掌握幾個大戶，績效就遠遠超過掌握上百個小戶。積沙成塔這種事情，只會讓自己疲於奔命，最後還得自己下場「護盤」。

因此，對於營業員而言，在時間上不可能對每一個小戶與大戶或法人同樣的服務。這些服務包含確認集保存摺、寄送交易明細、定期

<sup>5</sup> 可參考主計處 2000 年 5 月《中華民國統計月報》，此處特意以 1989、2000 年兩個泡沫的儲蓄數值來作觀察。雖然 1989 年指數跌得很深，但券商卻都認為 2000 年的傷害比較大。主因是 1999 年後投入人數和金額都比 1989 年來得高。

<sup>6</sup> 文章中另一個未分析關於「遺產」的繼承問題，也很值得討論。容後在下一節討論小戶的社會軌跡時進一步說明。

送禮、送報告，特殊行情電話聯絡等等。更重要的是，券商送的不只是有形的服務，還包含了資訊取得的連接管道，亦即「資訊流動的網絡」。這些資訊的流動網絡包含各式各樣報告的寄送、進入 VIP 室的服務（特別是跟一群中戶或大戶討論的空間與社會連結）、法人公開上市或可轉換公司債套利資訊的取得等等。必要的話，券商會到中、大戶家裡裝設線路，提供套裝軟體，即使不出門也可以享受跟 VIP 室同步的資訊。

這些由資本而來的限制，會轉到其他資訊面向的限制。

小戶除了前面所說「借貸限制」所形成的資本結構外，這些資本限制更進一步地構成資訊管道的限制。面對眾多的小戶，券商所能提供的諸如網路交易平台、大廳看盤資訊、公開陳閱的報告書，或者是營業員的「口頭資訊交換」，其他的就必須自己從公開的資訊吸收了。諸如報紙、網站等等。關鍵是這些資訊、謠言、小道消息等各種形式，幾乎都是公開的(in public)。顯而易見的，因為其購買成本相當低，因而資訊的成本因素遂成爲限制門檻的形式之一。小戶沒有能力製造資訊，也因此在接受資訊的同時，毫無選擇地接受。

Charles Smith 所指稱的「跟隨者」(followers)，在這裡就可以看到一些蛛絲馬跡了(1981:133)。跟隨者並不單純只是表面上「志願」的跟隨，而是在無能力中接受。Ellen Hertz 所說的股民(stock people)、老百姓(common people)(1998: 152)，所受到的第一個牽制，就是來自於整體社會分工結構下的資本限制。此點，正是股市大眾行爲(mass behavior)的第一個限制根源，因為「小戶」佔了投資者人數的絕大部分。小戶的數量，跟財富所得的情況是正面相關的，<sup>7</sup>但此點經濟限制，同時包含了資訊管道限制。

然而小戶的存在意義不只是小戶而已。從小戶到散戶之間，有社會關係和連帶方式的意義沒有被討論出來。更重要的是，這個市場需要小戶，如果沒有小魚，大魚也無法生存。這就是小戶的社會功能。

## (二)、小戶的社會功能(Social function of smaller players)

「小戶」的存在對市場來說，具有無可取代的功能。一旦一個生態環境中只有大魚沒有小魚的話，最後大魚只能互相殘殺或想辦法跳到別的池塘。就此，小戶的功能有兩個，其一是支持這個券商組織的利潤，其次是提供大戶、法人反方向的流動性。

---

<sup>7</sup>許多金融學家形容台灣的市場是「淺碟市場」(于宗先、許金利，1999)。但這樣的描述卻先天預設了有一個「深碟」的市場。這種預設一方面將過多的「小戶」投資人視爲市場的不利因素，另一方面，假設「深碟」市場是理想的市場。像美國股市一旦發生弊端，往往都更嚴重。

第一：券商的業務員需要「小戶」頻繁而不斷的交易。一個業務員說：「散戶也是要經營阿，如果只要法人或大戶，雖然偶爾下個單就可以橫著走路（註：很神氣）。但是如果沒有散戶，那平常的交易日會很難看」（FI-14）。雖然每個業務員都想找到大客戶，但並不是有如此多的大戶存在。因此散戶提供了業務員「風險分散」的需求，一旦法人或大戶「轉單」，業務員仍可以維持一定數量的交易。所以，業務員仍必須提供小戶最基本的服務，以維持自身的基本下單量。

第二，「小戶」提供交易量，並消化相反方向的交易單。就劉玉珍的計算，小單交易與大單交易「反向」的情況高度相關，如果沒有這些小額的交易，市場就沒有流動性(liquidity) (1996:7-9)。市場實際上需要大量的小戶，如果沒有小戶的交易，法人或大戶也無法生存下去。<sup>8</sup>那大量的動能究竟從何而來？從第二章的圖四就可看出，在指數攀升的時候，「新開戶數」都會急遽增加。也就是說，在指數往上走的時候，小戶會大量進入，提供「反向交易」，一方面有利指數升高，一方面也提供市場需要的流動性。

對股市的投資者而言，在大多頭時只需跟隨就會有獲利，也因此，產生更多獲利「神話」或「迷思」，逐步將整個社會的投機能量動員起來。紫薇斗數的同學劉小姐，就清楚地描述在大多頭行情的時候，進入市場的跟隨者，嚐到「甜頭」的機會很高，這個時間點也不需依賴特別的基本分析或技術分析。因此，跟隨者的數量特別容易暴增。

我是從去年年初開始做股票(2000)，當時正是快要上萬點的大多頭的時候，所以當時是怎麼買就怎麼賺，一直到選舉完之後，就開始掉下來，所以，我就從原本怎麼做都很順也都會賺錢的情形，開始變成很不順，很難去掌握，而且還被套住，此時，我才開始去做一些比較深的study。而以前，我對於任何的技術分析都沒有接觸，所以我以前就是靠看報紙，看人家推薦哪一支我就買，反正是大多頭的時候，你買什麼都賺。我還記得當時我要買元京，後來它漲了四支漲停板，然後我就跳進去買，結果買了還是繼續漲，從50幾元跳到80幾元，反正就是這樣，怎麼買怎麼賺，也沒有技術分析，就是靠看報紙，人家說那個好就是好，然後，等掉下來了才開始有警覺心，開始要去做一些研究。(FI-16)

在這個多頭時期，小戶提供「爆量」交易的市場交易，又加強其他小戶進入的動機。在市場行情大好的時候，這些跟隨者的進入具有

<sup>8</sup> 此點是股票市場在金融市場中非常重要的特性，也說明股市是最具「社會性」的證據。其他如外匯市場、利率市場、衍生性金融商品市場，通常都是法人或是專業個人在交易，所以必須有造市者(market maker)提供交易，使市場產生流動性。Knorr Certina 的研究也說明這個情況，沒有散戶的交易者，若有一方退出交易，將會被責備沒有造市者(market maker)的責任(2002a)。

重要的功能：一方面提供「反向交易」而給予大戶、法人、小戶等人交易流動性（一般說的資金行情），另一方面也促使市場人口結構繼續擴大。

### 三、小戶的社會流動：資本積累的軌道比較

在大多頭行情時，市場吸引的不只是小戶這類的投資者，同時也吸引在資金上有實力成為中實戶、大戶者。這些投資者由「市場外」，向「市場內」移動，成為中戶、大戶。大多數中實戶、大戶與小戶比較起來有許多不同的特徵，包括資本積累的特性，原始資本的來源、人際網絡的建立、以及後其資訊網絡的建立，甚至自己經營證券商以獲取在交易、操作、訊息交換的便利等等。此點，事實上牽涉到社會學階層流動的觀念。一般小戶常出現股市「一夕致富」的想法，但這種現象其實並不多見。

因而，股市中的社會流動，非常不同於職業結構的社會流動。傳統的垂直流動(vertical mobility)，不見得有解釋力。最常見的情況，還是由市場外向市場內的水平流動現象。在台灣的股市中，中實戶的例子特別清楚地表現這個特性。這些資本額龐大的投資人，並不是在股市中不斷累積資本。相對的，通常是由其他領域將資本帶入市場中。以下，將特別說明台灣股市中兩種資本積累的例子。

#### （一）、場外的中大戶：傳統中大戶

大戶或中實戶的資本來源通常來自於「市場外」，而非在市場中由小資本逐漸累積成大資本，而後成為資本雄厚的大戶。小戶在市場中，要逐漸累積而轉成中、大戶，例子實在少之又少。<sup>9</sup>在我們所接觸的中、大戶中，其實並沒有出現純粹由股市中操作獲利的資本積累形式。相對地，從其他領域累積原始資本而將資本投入股市的中大戶，是比較常出現的形式。如下面一個非常典型的中實戶案例。

我家裡以前是做一些跟碾米廠有關的事業，所以對商這方面很有興趣。所以，.....那時候真的很用功，那時候也是學好幾期，包括企業管理方面的學習，所以民國六十九年對我來講應該算是我事業踏進的那一年。那之後當然運氣也不錯，幾個案子都推得不錯，那民國七十四年台灣景氣復甦，台灣整個七十五、七十六年房地產漲價漲得很高，那那一段日子我正好也賺了不少錢，因為六十九年剛開始沒有什麼資本，那累積到七十三年，也累積了一點資本，所以到七十五年我就開

---

<sup>9</sup> 在股市中小戶「獲勝」而成為大戶者，據券商表示並不是沒有，但數量絕不多。可是這種成功模式，卻往往被視為經典的神話或「傳奇」(legend)。也因為這種傳奇實在太少，在追蹤考據上，失去其樣本的代表性。因此，此處只能先檢視中大戶的流動情況是如何形成的。

始，那時候也很好玩，兩個月賺一億，.....員林我又很熟，是地方故鄉，包括裡面所有的..彰化縣所有的..因為我們這個有時候要跟公家機關有些要配合的地方，有些銀行要配合的地方，當然又是講到人脈..累積資本，不然六十九年的時候，銀行那時候要借一百萬，第一銀行都不借給我，跟他借一百萬他都不借給我，那到民國七十四、七十五、七十六年到七十八年，那時才真正累積我個人的資本，當然也是台灣整個經濟成長，我們也有趕上經濟成長，當然我們也掌握到這個機會。所以，這幾年應該是六十九到七十八年這十年，我從來沒做其他事業，也沒有跨足到任何行業，因為這十年說真的我們資本也不夠，地方人脈也不夠，我們要觸類旁通可能機會比較少一點，當然民國七十八年那時候其他行業漸漸復興，傳統產業也沒有建築業利潤這麼好，所以這十年等於是培養自己實力，也是學習社團跟一些社會人脈一些結合。七十八年剛好我有一點點在社會上有一定的基礎，當然我也加入當地的一些社團，扶輪社，我很早就參加了，我扶輪社現在有十九年了。我也當過扶輪社社長。所以民國七十八年我也跟幾個同好，跟幾個扶輪社的社友啦，員林鎮的一些當地企業的精英，包括現在的“A公司”，B公司的總經理，我們有幾個很要好的，包括現在的C公司，D公司輪胎的董事長，我們有幾個，核心大概十幾位吧。我們合組一個E證券營運公司，像xxx以前是我的同事，(你是他老闆)對，他以前是在我的研究部工作。.....所以我民國七十九年開始，我那時候剛好..建築還在做，也觸類旁通，結合一些地方人脈，從事跨行業的投資。包括我剛講的，E證券公司、F保齡球館，保齡球館我當董事長，證券公司我當常務董事，三年後我當董事長，E證券大概八十一年時候我當董事長。當然我還有砂石廠，現在營造相關的啦。所以我最多做過十二家公司的董事長。(FI-28)<sup>10</sup>

連續檢視幾個中、大戶的發跡時間點和基本積累後。我們發現整體社會經濟發展有密切的關連性。1980年代後，人均國民生產毛額、投資金額、儲蓄金額都急速上揚，造就這些中、大戶急速累積進入市場的資本。但在同樣的社會條件下，並非每個人都有能力這樣做。在訪談的過程中，出現幾個值得注意的資本繼承方式。第一種是繼承並轉移家族原有資產，投資在特定產業。在獲利積累過程中，使中、大戶又迅速累積第二筆資金；第二種是以房地產致富的比例相當高。這些例子說駁斥股市中某些流傳的迷思。其一是，中、大戶並不只是一開始在市場就賺得多，而是在進入市場的同時，其社會位置就已經不同，在資本條件上本來就比較好，並非在股市中一夕致富的。其次是，

<sup>10</sup> A, B, C, D 皆為上市公司 E, F 為地方公司，文中以英文字母簡稱表示。



若把時間拉長來看，小戶在市場內成爲中大戶的例子非常少。若仔細將第二章的例子比較起來，這些中、大戶的財富積累，都在很特殊的產業發展過程中完成，並建立自己的資本條件。多數是從其他「市場」或「產業」累積原始資本。一旦我們將時間點週期拉長，並對中大戶作比較，就可看到股市一夕致富的神話，真的是屬於神話的稀有事件。

用社會學的話來說，先天成就的概念可以作爲比喻。由個人的努力，可能達到後天成就地位(achievement status)，在市場中的例子很少。大多數是由其他場域轉移而來的，也就是從其他場域「繼承」資本。要用錢賺錢，其前題關鍵因素就是要有資本。但這些資本大部分是由其他場域轉移而來，「小戶」與「大戶」相對資本的背後，代表的是行動者自身在社會中的資本累積位置。

小戶的資本小，與大戶的比較之下，不只是錢少的借貸限制，同時也是資本的社會位置的限制，更是社會地位繼承的結果之一。在原始資本上，中、大戶一進入市場就不是小戶，雖然市場強調投資平等，但在資本位置上，市場內的社會流動並不是齊頭平等式的發展，而是沿用市場外的結構位置。關鍵的差異點是，這種市場外原始資本的中、大戶，半數都經過世代間的積累。這些社會累積的結果，除了資本之外還有社會關係。

但是，有另一類行動者的生命軌道，順著股市與產業發展而形成市場內的中大戶，即電子產業創造出來的電子新貴。

## (二)、社會分工結構產生的中大戶：電子新貴

1990年代後，電子業成爲台灣的產業主流，股票分紅制度更是台灣獨步全球激勵經理人與員工的特殊制度。在這個制度與資本市場的結合下，短時間產生數量龐大的「新貴」。「電子新貴」指的正是電子產業分紅制度下，短時間迅速致富的這群人。其中一些電子新貴，離開原來工作單位後成爲「專業中實戶」。另外，擁有數量龐大的公司經理人，出脫股票的數量有時也非常龐大，北部券商對這種新形式的投資者，通常稱之電子新貴。

電子新貴在其服務的公司上市之前，與一般的「小戶」差異並不大。但公司上市之後，手上累積幾年的股票迅速成爲市場中的資本。<sup>11</sup>此點是與傳統大戶、中實戶的崛起路線不一樣之處。即不經過代間(generation)的資本繼承與轉移作用，電子新貴透過資本市場賣出股票迅速累積個人的資金，在短時間內由職業位置透過股票市場取得大

---

<sup>11</sup> 有些股票會有「閉鎖期」，需任職數年後才能買賣，只能算是紙上富貴。但閉鎖期之後，股票能買賣，加上行情好的時候，上億身價的經理人在新竹到處都是。

量資本。

一般說來，北部券商會稱電子業這些中、大戶為「電子新貴」，另一個則是前一小節所提的「傳統中、大戶」(FI-14)。這兩者的最大共同點是擁有較大的資本量；差異點則是「傳統中大戶」的資本偏向代間繼承，而電子新貴則是在代內完成。電子新貴的社會軌道顯然不同於前者傳統的繼承方式，而是整體社會產業發展下的結果，特別是1990年代台灣電子業興起，加上配股制度的措施使然的。所以，業務員雖然在不精確的定義中區分這兩者，但現在看來卻剔透出在社會學上極具意義的世代繼承與產業結構差異。

無論如何，特別是在大多頭行情進入市場時，中大戶就取得決定性的資本優勢和社會條件。雖然小、中、大戶這三者表面上都頂著官方定義下「自然人」的身份，但是在市場上的位置先天卻是完全不同的。

但接著的問題並不是資本，而是社會性更強的社會連結或社會關係。在劉維新、林志遠(2003：17)的研究中，電子新貴同樣也依賴原公司上班的「既存網絡」而取得資訊。而傳統的中實戶所依賴的既存網絡，則從原有更複雜的社會人際網絡中延伸出來的。

那麼，為什麼小戶和大戶的網絡不同，不同的網絡發揮什麼樣的作用，中實戶何以具有不同性質的網絡。傳統中大戶繼承某些「遺產」，而電子新貴則在社會分工下佔據重要位置。人人都有社會關係或社會網絡，但這些不同的網絡的關鍵之處為何，小戶的網絡為什麼不能發揮關鍵性的作用？

## 第二節、資訊來源與社會網絡：公開(public)與非公開的形式

針對小戶在資本差異、網絡的疑問，有一個現象值得先討論。有些具有同樣資本的投資者，仍被券商稱為「散戶」，而不稱為中實戶或大戶。一個從業務員經歷到總經理的業者這樣說：

我分辨散戶是這樣，就是你不知道你為什麼買、你為什麼賣，我就稱之為散戶。像我有一個客戶很有錢，在大陸也有自己的廠。他在股市大概押了五千萬，但是攤開他的股票大概有三十幾檔，他也是標準的散戶。他也是聽聽就買一兩張，聽聽就買一兩張，所以他也是散戶，對於自己股票漠不關心。他總是認為自己沒賣就不是賠，可是這種心態是不對的，因為套牢你沒賣，這種市值的下跌你每天算你會怕的。可是他還是不聽我勸，所以我也沒辦法。………………那散戶就是隨波逐流。而大戶最主要要看他的籌碼與資金。他握有很多籌碼，有能力去操弄一檔

股票，他也有很多資金可以去做買進，這種可稱為大戶。另外我們談到市場的主力。這種市場主力也可稱之為大戶，那市場主力有很多種，有的只狙擊一兩檔股票，短線操作；有的也做價值投資，握股票握很久。這些都可以算是大戶(FI15)。

這個界定方式，第一個還是資金。即使是「沖來沖去」的中實戶，仍至少需要5百萬以上的資本。但有些「特殊」的散戶，其特徵是「不知為何而買」、「隨波逐流」的交易手法。上一節提到由資金影響到資訊管道的限制，這種限制的本質還是與薪資結構相關的。但一旦擁有資本卻沒有進入資訊的有效動員管道中，其社會特性還是小戶。只不過這一類的投資者將投資標的分散，這些人在量化的模型也觀察不出來，甚至還是把他們歸類為法人或大戶。

Hertz 的觀點在此處就值得參考了。也就是說，散戶的定義和限制不只來自資本面向，同時也來自其操作手法和互動的社會關係。他研究散戶(*dispersed players*)的互動行為與習慣，歸納出交易群眾(*trading crowd*)來指涉這群人的行動，而不是用大眾(*masses*)這樣的形容詞(1998: 188)。在這些不同的資訊交換形式中，如股票沙龍、股友教育班、號子聚眾等等。

他的問題意識有效地指出，「散戶」並非全然是「散」的，一般認為缺乏集體性、連帶性、與群體關係的看法，是全然不足的。個體(*individuals*)受到官方的分類而被定義，但仍具有控制主體意志的能力。處在市場內的個體，在市場的互動情境中結合為其他形式的群體(*collectivity*)，利益指涉相同方向、並享有當下相同的互動情境，並在中國社會轉而成為「群眾」，具有抗衡國家與代表人民的社會立場。在這個觀點下，那些擁有資本，但互動關係以大部分群同一樣的，也稱之為散戶。

但 Hertz 仍忽略了某些關鍵因素，即這些散戶群體在市場取得的資訊的差異區辨。以及資訊本身是否真的具有「稀有性」。除了資本之外，網絡與跟隨者之後真正的差異本質是什麼。<sup>12</sup>在「道聽途說」、「隨波逐流」的各種形式的資訊間，中、大戶、法人差異性究竟有多大。簡單地說，就是中、大戶的互動網絡在市場中起著資訊差異的關鍵作用。

在股市中，資訊(*information*)當然是最重要的事，問題是我們並不容易分辨何者是新聞(*news*)、謠言(*rumors*)、小道消息(*gossips*)、報

---

<sup>12</sup> Hertz 在書中討論的例子，恰恰都是「公開」的新聞消息。資訊的「質」本身來看，如新民晚報等例子，都是公開的新聞與消息，而後進入各種群體內成為小道消息、謠言的擴散根源(1998: 154)。

告 (reports)、內線(inside information)等各種形式的訊息。最常出現的情境是，這些各種不同形式的語言、符號、知識陳述，以綜合形式展現，關鍵是投資者是否會被眼前的資訊所信服(be convinced)。

因此我們可以看到小戶和中大戶的另一個差異性，即資訊來源與手法的差異，而非資本的差異。在接下來的分析中，我們將以公開資訊(public information)與非公開(non-public information)作為區分點，解釋除了資本之外，行動者的社會關係或網絡會造成的不同資訊來源及後續影響。

### 一、公開的資訊管道

一個市場中的投資者，究竟有多少的資訊管道來源呢？藉由一段職業「散戶」的觀察筆記，說明一個認真的小額投資人是透過什麼管道得到資訊的。

阿叔是一位住在中部的標準散戶，當然散戶這種稱呼只不過是一般很任意而屬於俗民的界定方式。資本大概有1千萬上下，市道好的時候曾經有3千萬的現金。他的資訊管道是隨著生活步驟而啟動的。早上9點準時看盤，大概9點半或10點左右，股友就會來討論。之前沒有有線電視的時候，特別需要到號子盯盤，有了有線電視之後，家裡就成了VIP Room。他的個性算是謹慎的，交易完隔天或下午就會到號子刷本子，當然會跟營業員聊兩句。下午固定會買一份晚報看，順便觀察一下大盤的趨勢，晚上有空的話，會看電視解盤，特別是非凡新聞台。問他下午看不看「老師」的解盤（註：各電視台會員制的解盤節目），他回說不可能看，因為老師都是騙錢的。問他有沒有加入股友社，答說那也是騙錢的，那麼厲害，就自己作就好了，幹嘛招會員。當然會看《萬寶週刊》或是《財訊》，但沒有訂，他答說並不需要為了一兩檔股票買一本3百塊的厚書來。外資報告呢？他答說從來沒看過，縱使有看的話，「它也不認識我」(KI-03)。

這段描述綜合了許多可能的資訊來源，但共同的特點就是這些資訊的取得都是「公開」的。包括有線電視的股價訊息、號子與營業員的資訊、晚報、財經節目解盤、股市週刊或月刊等。唯一非公開呈現的資訊是家裡的「聚眾」，但這些聚眾所討論的資訊也幾乎都是從新聞媒體或財經週刊的訊息，或者是二手傳遞後產生的小道消息。謠言倒是不需特別區分，基本上小道消息或是內線消息和謠言這些形式，在群體中並沒有什麼本質上的差異。重點還是，這些資訊都是公開而不具有稀有性。

對於「非職業」的小戶投資人而言，取得資訊的管道的公開性質

更為明顯。至於「插花」的「散客」而言，聽取親朋好友的小道消息和內線，是最普遍的資訊來源。但這些資訊通常都是公開的，即使有「內幕」消息，這些投資人也沒有能力去「辨別」真假。因此，使得所有的資訊性質跟公開資訊沒有差異。<sup>13</sup>

那麼，究竟有什麼因素使得資訊的本質不一樣？從基金經理人、中實戶、營業員、小戶等幾個原先的行動類屬中，是否能找出跟小戶投資者的關鍵差異，這些差異有何社會屬性。就目前看來，社會分工的職業結構、資本消費、網絡因素三種影響因素較具有說服力。

## 二、非公開的資訊管道

### (一)、社會分工職業結構形成的管道

職業分工的因素產生作用，是近 10 年來台灣證券業發展之後的結果。在 1990 年之前，若台灣若有人自稱是證券研究員(Securities researchers)或是分析師(Analysts)，大概會被認為與炒股票的「老師」或是招搖撞騙的傢伙。但這 10 年來，證券研究員、分析師、基金經理人、區域分析師、經濟研究員等等已成為金融、證券業不可或缺且數量龐大的工作群體。

新聞媒體、股市電視、投資客戶都需要各式各樣的資訊以作為判斷的基礎。「資訊製造」變成這個社會無可或缺的分工結構。記者已經無法處理 900 家上市櫃公司的基本資料與產業資訊，對一般投資人更是構成障礙。另一方面，投機機構興起，以及以法人身份代客戶管理資金成為新的趨勢，使股票市場產生一群號稱專業的投資研究者（研究員、分析師、精算師），或專業投資者（基金經理人、自營商、代客操作）等。關鍵是，這群專業人士的資訊管道與處理方式是做為一種「職業」，遠不同於這個產業之外的那些「職業」投資人。<sup>14</sup>

然而，這個股市資訊製造產業，與投資管理權的轉讓有密不可分的關係。以台灣的現象來看，投信公司和基金管理的產業最有直接關係。根據楊凱成(2002)對基金經理人知識製造的研究，台灣的投信基金開始於 1983 年，當時只有 4 家公司。1993 年開放自由化後到 2000 年，急遽增加到 38 家，管理的各種基金高達 274 檔，市值達 1 兆 2

<sup>13</sup> 「散客」是一項較少人注意的「散戶」特質。許多小額投資人並非「職業性」地投資股市，因為職業等因素，期投資頻率與周轉率都較低。但散客進場的次數不會頻繁也不會很多，其資訊來源，與一般小額投資人差異並不大。小道消息和「內線」是在其資訊來源中最多。至於關於沒有能力辨別公開資訊和非公開資訊的分析，將在第四章中集中分析。

<sup>14</sup> 這個新興的產業結構當然與國家對金融產業管理政策，以及資本市場的轉型發展有密切關係。但對本文最重要的啟示是，這些機構興起後，市場才開始出現「專業」的分析「觀點」。在 1990 年基金設立、外資進入台灣市場之前，市場分析唯有線型學派和報紙公司分析。

千多億，佔台灣股市 11.25%左右，當然這些還不包含外資券商發行的基金或研究員。在 1991 年時，全台灣的基金經理人只有 22 個，現今在投信投顧公布的名單中則超過 300 個以上。基本上這些基金經理人都有 5 年以上的研究員經驗，再加上各個券商少則 5 人，多則數十人的研究員同時操作這套體系，以全球最有效率的方式製造「股市知識」，就不難想像市場會有數量多麼龐大的資訊了（2003：2,6,19）。

這個資訊製造的產業，儼然已經成為資本市場的「知識經濟」來源。雖然，我們並沒有研究人員正確的從業人數，但從基金經理人、券商研究員、財經雜誌研究員的家數來看，台灣這個島上少說有二、三千個具有專業知識的研究員日以繼夜地製造資訊。

在一個「資深」研究員的訪談中（已成為基金經理人），清楚地顯示了後這個行業在台灣是多麼新的產業(1990-1996)。

藉由這個機會簡單自我介紹一下，我是民國 79 年從國外拿 MBA 回來，那我就進 A 投信，也就是現在的 B，我做了約五年的研究員，基本上研究員的 job function，就是說，對一個產業跟個股做 study，做一些產業的 research survey 這樣子……。主要是對基金經理人提供一些個股建議，你覺得對哪一支個股 upside potential 大，在 risk and return portfolio 作一些平衡的時候，你覺得他有一個 upside 的 potential，那你推薦給基金經理人。基金經理人再去做其他的了解，再看要不要買賣，做成一個投資決策。(FM01)<sup>15</sup>

整理其他研究員的訪談也可以發現，在 1996 年前後投信與券商開放階段，產生許多研究員職業上的空缺，也使得這個產業「大躍進」。大學知識背景並沒有太直接的關係，在 1996 年之前主要以商學院 MBA 為主，近年來則以電子業背景，輔以財務分析的訓練，成為此行業的新主流。其他如經濟學、財稅系、統計系、電機系、控制工程、化工各式各樣的背景，甚至社會系的背景都有。

在訪談過程中，顯少見到超過 40 歲以上的研究員。主要是這些工作者的生涯，因為折損率過高，很容易往其他職位流動。這些資訊製造者每天平均工作超過 12 個小時，每家公司的「標準作業程序」(SOP)幾乎都大同小異。先是全球經濟分析(global)，而後作區域分析(regional analysis)，到地區國家市場的分析(country)。這套流程，被稱之為資產配置(asset location)。對地方券商的研究員而言，除了全球資金配置，也使用的標準程序也包含由產業基本分析組成的財務分

<sup>15</sup> A 公(B 公司的前身)司為國內前 4 家投信之一，這位資深研究員也深信是台灣當時第一批「專業」的研究人員。

析(financial analysis)、產業食物鏈(food chain)、個別產業經營能力(business management)以及獲利能力(profit)等種種分析。

這些研究員資訊吸收的來源，則可區為三種形式：(1)報告：每天超過數百封以上各式各樣的報告；(2)新聞：每日第一件工作就是閱讀大量的新聞，國內以《工商時報》和《經濟日報》為主，國外則以 *Wall Street Journal* 或 *Financial Times* 為主；(3)內線消息：這些研究員常常會“Call”公司，就有機會比一般人更理解公司的情況，或是在結伴 call 公司的過程中，與其他研究員或基金經理人互相交換資訊（楊凱成，2003：16-18）。

比較起一般的「小戶」投資人，這些研究員的職業團體在兩種資訊形式不同於一般人。第一種是各式各樣的報告，包括各家券商產出的報告、各個研究機構發送的研究報告（如資策會、IDC、iSupply 等機構）。其次，是“Call”公司過程中可以得到的一手資訊。但後者所提及的內線資訊，常常構成研究員道德兩難的弔詭。一方面，標榜產業研究的「學術」立場與精神，法人機構下的研究人員原本就是要將投資的「不理性」因素導引到「理性」的產業分析。因此，要盡量以客觀和公平的競爭基礎去寫分析報告。但是，另一方面，若能取得內幕消息，則有可能寫出比別人方向更「正確」的報告，或是聯合同行炒作等。因此，研究員的分析過程，事實上也考驗研究能力和道德能力。

歸結起來，證券業中「知識生產」產業的資訊交換社會功能，是這些工作職位最特殊的地方。但若問他們跟其他人有什麼不同，則出現令人驚奇的答案。

問：你覺得你的專業基金與投資大眾散戶不同的是什麼？

莊：是紀律，discipline，跟投資的決策過程(FM-07)。

紀律、規訓！專業經理人講究嚴謹的操作過程，經理人所追求的相對獲利，以市場基準點為比較標準。只要比市場獲利好，就算得上是稱職的經理人。這些經理人與研究員的體系，更像是「學術團體」或是研究機構，比的是選股與「研究能力」，與邏輯分析的嚴謹性。對「專業經理人」來說，這不但是職業倫理，同時也是職業分工下的謀生之道。一旦完成報告後，按照流程逐步往上遞送，更上層的主管也同樣以這樣的「紀律」和「訓練」來考察任何資訊。如一位國內最大基金公司的主管這樣回答：

所以，研究員老實講很多都是 followers，那些真正能夠站到台面上來比較 outstanding 的那些，就是他有那個 Guts，查到我的 information，

確認我的 views 是這樣子，我就把它寫出來，這是最 valuable，他可能會錯，但是他的邏輯可能會說服我，他的邏輯說服我，我跟著他的 evaluation，我錯了，我認了，因為我相信他 (FM06)。

這就是「職業」經理人與研究人員。研究過程的邏輯嚴謹性，重要性遠遠超過預測的準確性。股市中研究人員構成的職業團體，是現代社會的「金錢代理人」。提出說服客戶的理由，獲利績效當然最佳的解釋。但是在獲利失效後，嚴謹的操作流程，是對抗獲利失敗的最佳理由。類似學術或自然科學的嚴謹研究過程，是一切風險的保證書。法人投資強調分析嚴謹和理性，相對起小戶或中實戶，這種科學的嚴謹性，其優位性遠遠高過獲利的結果。

這些在九〇年代後急速膨脹的證券職業團體，建立了越來越完整的資訊製造機構，成為股市中製造資訊的來源。對「非職業」的投資人而言，因為職業分工的關係，必須向機構購買報告與訊息。除非行動者選擇以此為業，否則還是必須向他者購買資訊。因此，公開的資訊位於資訊製造端的最下游，所需要的成本也最低，但相對來說，其傳遞過程的稀有性與速度也降低了。

另一種職業分工則是由工業生產體系產生，在股票市場外的位置製造資訊，即那些位居各上市、櫃公司的高階經理人與研究人員。

上市、櫃公司中，大股東或董事不一定比高階經理人更理解當下的營業狀況。但在高階經理人中，分別以總經理、業務部門、財務部門、生產部門等核心高階經理人，對公司內部營運狀況掌握得最為清楚。在對外公開發佈的資訊中，記者必須向公關部門或高階經理人求證，然後再發佈相關訊息。券商研究人員拜訪公司過程中，無不希望經理人透露更多資訊，以求推論出更精確的結論。所以，台灣股市中，上市櫃的 9 百家公司高階經理人掌握了資訊公開之前的資料。

如一家上市公司的經理人或財務會計部門，可以藉由職業上的連結，可以要求券商提供各種資料。金融行業的銀行、會計師事務所等職業，串連起體系綿密的資訊網而打探同業之間的資訊，獲得有關市場的資訊。規模較大的公司，通常也會有自己的產業研究員，這些研究員也可獲得昂貴資料庫的資料，以及透過研究過程中，取得一手的資訊。資訊取得的成本由職業體系內的營運成本吸收，間接也吸收了個人資訊的取得成本。在訪問過程中，大戶、中實戶如果決定投資特定股票，就會朝這些經理人進行交際，試圖在社會關係所能達到的範圍內，建立起信任的關係(FI-29, FI-30)。對研究員來講也是如此，公司內部接近高階經理人的員工，他們也熟知經理人會利用職業位



置，「合法而公開」地讓自己節稅或買賣股票(KI-05)。

此資訊非公開管道，並非由資本所決定，而是社會結構中的職業制度轉型形成的。因此，這種中大戶的產生並非單純資本大小決定，而是由職業分工的體系所決定，越接近資訊製造中心的職業位置，越容易得到這些資訊。

但對社會學而言，這種社會產業的新形式具有許多不同的意義。首先要體出反思的是，資訊的發送過程先天就不是平均地傳遞，它是不規則，不均勻的傳遞。第一種情況是，在證券研究部門將報告製造出來後，因為「業務」或客戶要求將報告往外傳遞，接收者的數量和範圍逐漸擴大，從公司內部到外圍客戶、新聞記者、同業交換等等。直到記者報導之前，這些資訊是在數量有限的「圈內」流傳。同時，公開的新聞資訊也不會報導所有的訊息。這也就是說，資訊製造產業內部建立的「流通體系」，是一般的投資小戶接觸不到的。因而公開的資訊，也就是被篩選過的資訊了。除非客戶向業務員要求，或是報紙、特定網站披露，這些資訊才會轉成公開形式。第二種情況是，特定上市公司的內部資訊，只在特定的高階經理網絡之間流動。當這些資訊轉成公開形式，亦即透過定期公布財報、記者的採訪等等，已經產生時間的落差了。對一般人而言，能接收到的只是被公開後的資訊。然而，不管怎麼說，非公開資訊的來源，除了由生產資訊的機構或由職業位置產生外，亦有可能用消費的形式向資訊製造機構購買。

## (二)、消費：購買形式的資訊管道

在金融市場中，資訊製造者已經成爲一個龐大體系。以股票市場(stock market)、衍生性金融商品(derivative market)或外匯市場(future market)的資訊交換作比較的話，資訊製造機構不但不同，性質差異也很大，但相同的是這些市場都需要不同而特殊的資訊購買形式。股票市場主要是由證券研究機構向調查機構（如 IDC, displayer research）等單位購買基本資料，並配合研究員的調查，撰寫成研究報告向外傳遞。<sup>16</sup>

Knorr Certina, Urs Bruegger 等人，曾經將外匯市場的資訊形容爲「見光死，沒有永生的資訊知識」(Information knowledge, does not have this after life)，意思是說，在外匯市場的交易中，資訊一旦曝光，就立即失去了其生命。但在整個資訊製造體系中，卻又不斷製造並餵食消費者各種資訊。這些消費者包含了評等公司、基金公司、券商、個人投資者等等(2003: 5, 13)。但 Knorr Certin 在另一篇討論中，描述

<sup>16</sup> 台灣獨特的「老師」、「會員」的資訊購買形式，將在後面章節一併處理。

了以螢幕為基礎的全球交易員的資訊交換(screen-based)，並稱之為「微觀結構化」(microstructured)的資訊交換體系。這說明了在外匯市場中資訊雖然見光死，但卻存在著數量相對稀少、以螢幕資訊交換為基礎的全球交易員之間的微觀結構(2003:7)。所以，市場中的資訊所夾帶的知識，會在誕生的瞬間同時死亡。

然而股票市場的資訊顯然沒有外匯市場這麼單純。外匯市場或衍生性金融的「交易時差」非常短，單就周轉率來說，比股票高得很多。同時，貨幣或衍生金融商品的「產品樣式」並沒有股票市場複雜。倘若貨幣交換主要以幾種貨幣為主（美元、歐元、日圓、馬克、法朗等）的話，股市就不同了，因為其中每檔股票代碼背後都隸屬於特定產業，特定公司的經營狀況，由公司逐漸關連到全球經濟景氣，都是一套複雜的分析體系。也因此，股市中的資訊比起其他金融市場都來得複雜，同時也因其產品的多樣化，不像其他金融商品的資本規模或法人門檻，參與的層面與社會性也就更多了。

在這樣的情形下，資訊（知識）的需求在股市中變得迫切而不可取代，購買資訊成為必要的前提。少則購買晚報公共資訊，多則購買專業的操作軟體或是地區的分析資料庫（如鉅亨網這一類多如牛毛的公司）。成本更高的則是參加「老師」的股友社，月繳數萬元就可獲得老師的明牌推薦（如鑫報這類的公司）。更具有實力的則直接找來研究員或是「購買研究員」的動作。若要研究員直接登門拜訪，親自作簡報則需要「中戶」以上的實力，或是有意願交付「代操」的機會。一位由中實戶轉成為公司制的「創投」總經理，就以這樣的方式「購買」需要的資訊，利用這種機會也可接觸到更多的產業資訊和知識來源。他說：

我們沒有研究團隊，這就是我剛在講，因為第一點我們小公司，我的資本額只有1億5千萬，研究員台中不會有很銳利的人，那我怎麼生存？我就是用社會系的這種延伸就是策略，<sup>17</sup>比方說我給他代操，我給甲公司代操，那我不會那麼笨，代操就什麼都不管，我會常常要他，你為什麼買這個？比方要買台積電，他就會講一堆理由，你要買台化，我就會跟著管理，那我不須要研究員，所以我的研究員也可以說是很多，我現在很多跟投信那邊也是一樣，那個XXX他們也覺得我們不錯才會總經理帶到這裡來，他們基金經理人也為了要賣我們的基金又會找基金經理人去，我要看那個基金經理人會不會做就一直聊聊，聊到後來社會性的風俗就跑出來，反倒你什麼行業不懂摸久了就懂了，而且我們更有層出效果，他們只有研究員沒有用啊！他閉門造車，我可以每個公

<sup>17</sup> 受訪者畢業十數年前畢業於東海社會系，故稱社會系的延伸策略。語意上指的是資源與人際網絡的轉換與有效運用。

司都監視，就像我如果開一家餐廳，我完了，我就天天在那個餐廳吃就膩了，我不開餐廳我每家都可以吃，當然我閱歷高那一家好我知道我們就可以選擇(FI-30)。

Knorr Certina 所說的「見光死」的資訊，在股票市場解釋力相對減弱了。訪談中此種類型的中實戶，面對產業結構的快速變動，失去掌握特定上市公司的能力時，就沒有適當的人際網絡，就必須轉向以「消費」的方式取得資訊。這些消費形式通常是透過對券商的下單，或是直接「購買」研究人員。

法人（包含基金公司、自營商、外資、公司轉投資等），以及公司資本額的擴大（如台積電、聯電、鴻海這類動輒上千億的電子公司），讓中實戶、大戶的資金相形失色，呼風喚雨的資本動員能力逐步下降。因此，情形並不是中、大戶的資本變少了，而是市場變大，大戶的資本門檻也逐漸往上提升。另一方面，則是產業變動得太快，原有的社會網絡不一定能直接進入公司的內部高階經理人。面對這種情形，無法切進特定產業人際網絡的中實戶，以消費資訊的形式彌補資訊上的不足之處。中實戶購買資訊也是一種選擇方式，但這種消費能力所提供的非公開資訊，並非小戶能負擔的。如有一個中實戶就這樣說：

研究員請了我們就固定會用，一直支付薪水，而且我們小公司出去拜訪公司人家又不理你，你什麼公司沒有聽過，因為你買的錢不多，你去買他不多他怎麼會理你，你如果一個集團比較大，他聽到比方我是投信或者是我是壽險公司什麼，他研究員去，你去那邊當研究員比來我這裡踐，對不對？他可以去，有很多資源。我後面可能有 1 億到 5 億去買，股票是買上去的啦！但是基本面就是慢慢再找 (FI-30)。<sup>18</sup>

劉維新、林志遠（2003：13）稱之為「投資型網絡」。投資網絡建立的第一個基礎是市場的消費利益邏輯。小戶若想建立這些網絡，就立即面臨由資本限制轉化而成的消費限制，因為這些消費是貴賓級的消費，必須在證券市場中不斷消費（交易），才能將資金轉換成購買力。

另一種購買形式則是前面這位中實戶的方式，直接付薪聘請研究員。法人，特別是基金經理公司，採取兩種綜合的形式，一方面下單給國內外的主要券商，以獲得各種報告的來源，另一方面則自己聘請研究員，協助經理人研究各種數據與資料。

<sup>18</sup> 這種付薪水直接「購買」研究員的例子是比較極端的。通常都是在特定券商下單，然後請研究員固定來作報告，分析局勢或解析個股 (FI-30)

此點，就能看出為何一些周轉率較高的「小戶」（也要有 5 百萬以上），藉著超高的「交易消費能力」，而不被券商稱之為散戶。因為一般的小戶，一來沒有資本購買研究資訊，二來沒有交易的消費能力。因此，資本的限制不止產生於借貸限制之類的投資金額，同時也造成資訊消費的限制。雖然有能力消費資訊，但不一定能成為市場上的贏家。對小戶而言，他們沒有「選擇」的機會，無法主導自己建立管道的行動。如此。我們就可以看到股票市場中對於資訊的兩種消費能力。第一種形式是以大量的「下單」，提供交易佣金給證券公司，以「購買」必需資訊；第二種形式是直接以金錢購買研究人力資源。

那麼，讓我們再回到「見光死」這種資訊消費。這種類型的資訊都趨近於「公開」的資訊性質，比的是取得資訊的速度。Knorr Certina 的分析前半段是對的，交易員都有消費能力，因此進入了同樣的微觀結構，比的是交易的速度和判斷（交易員幾乎都是附屬在法人機構下）。但他並沒有看到，這種微觀結構在其他金融市場中存在的特殊限制形式。在外匯市場中，法人機構提供消費能力，交易員具有同樣社會條件，喪失交易條件的交易員可能立刻被逐出市場。關鍵是，外匯市場是「重量級」的交易市場，幾乎都是各國央行、國際銀行、重量投機客的交易環境。但在股票市場中，並沒有「分級制」，肉搏拳擊賽的進行是全面開放的。效率與自由，是沒有階層思考的。不同層級的投資人，都進入這個市場。外匯市場的資訊傳遞速度，在這種情況下，較趨近效率市場的資訊反應。但這種效率市場的架設，是立基於每個行動者的能力與接收速度一致。然而股市中的資訊消費能力，卻在小戶、中大戶、法人的比較中可以清楚看出，在能力上是完全不同的。資訊消費的意義，除了知識上的解惑、資訊管道的重複確認外，消費者還購買了時間差，包括未被公開的資訊，以及更快得到這些資訊的時間。

另外，在市場中，非公開資訊的取得管道，仍存有比消費形式更值得信任的其他資訊來源。透過更持久的社會連帶與人脈，在一些中大戶或法人訪談中出現許多特殊的資訊來源管道。

### （三）、特殊的網絡交換管道

社會網絡、社會資本、關係等概念在社會學理論中討論的相當多。特別是將金融市場視為社會結構而討論其中的網絡關係 (Baker, 1984; Swedberg: 1994; Burt, 1992)。這一類的概念和討論確有許多啟發作用，但這種觀點卻很少仔細地討論網絡內交換的有效性是什麼的問題。對於股票市場的行動者而言，特別是中實戶或大戶的例子，他們並不缺乏公開資訊。相對地，他們試圖建立公開資訊外的管道，以

便獲取新的資訊，或是確認已知的資訊，提高股票估計的正確性。在中實戶的研究案例中，他們與基金經理人的非公開資訊吸收方式完全不同。他們採取的並不是科學化的邏輯因果關係分析，而是建立自己的資訊管道，並將各種資料綜合判斷。這些非公開的資訊管道，可以歸納為三種形式。第一種是產業發展的食物鏈資訊來源；第二種是確認已知消息的管道；第三種則是朝向未來可能性，以時間換取空間的長遠交往。基本上，此第三種管道也是一種潛在的資訊管道，一旦建立成功後，在必要的時候就可以發揮資訊收集的功能。

## 1、建立產業的食物鏈資訊

在股票市場中，使用或動員網絡之間的關係取得非公開資訊，是中、大戶與小戶重大的差異點。這些中、大戶動員市場外的網絡關係，將可能運用的資源轉換成資訊的管道來源。「人脈」可視為結構中的互動關係，中、大戶透過研究員、地方的親友以及商業上的往來關係，意圖掌握整個生產鍊的上下游資訊。如一位轉型成為創投業的中實戶述說他如何找出下游的出貨關係：

人脈是這樣，高教授問題非常好，我舉一個最實際的例子，比方有一家公司現在你聽到一個人脈說某某公司手機很好，那很好有這麼好嗎？那你就從上下游去印證，我們的人脈就顯現出來，手機要 LED 按下去旁邊有一個小小要印證啊！他要進貨，那這家 Motorola 是跟誰進的？有人脈就可以叫叫，ㄟ！你去問那家 LED 有沒有進？有啊！我出很多，那個 TAXT 面板是光年、碧悠、勝華他們在做的，還有未上市的什麼全台灣一大堆在做的，你就問他有沒有接到？就很多可以上下游一起抓出來，還有按鍵式的益嘉他們在做那個沒有？很多就靠這個人脈，用電話在辦公室就可以，為什麼？或許一個訊息你要確認再確認就對了，你不能聽人家那就根本在賭博了，就是被人家消息牽著走(FI 30)。

## 2、過濾與確認資訊

「人脈」的重要性，在於獲得特殊資訊來源與重複確認的管道。其建立並非一日可成，必須要在日常生活中不斷建立與強化。更重要的是靠不斷建立過程中建立「信任」的關係。即使是已經收集到的資訊，仍需要過濾、剔除。這些資訊，絕非「公開」市場中得到的資訊。通常這些中、大戶以剔除「石頭渣」等的方式來處理，並採取異常管理(abnormality management)和重複驗證(double check)的方式來消化，而並不是單純憑著人際關係，就完全信任對方的資訊，或者是因為交往很久，就完全採用網絡之間得到的資訊。市場中的資訊收集邏輯即使矛盾，也並不會推翻互動者之間在市場外的友誼或信任關係。同一個中實戶對這種情況作了篩選資訊的說明。

喔！你這個問題，讓我最高興了，我常常講綜合果汁很好喝，對不對？那打來就要綜合一下，對不對？那你要過濾，有一個過濾網要過濾，把殘渣丟掉才好喝，就沒有那些石頭渣嘛！很多資訊來要自己去判斷，要怎麼判斷，就是每個人的經驗跟商業能耐，你相不相信，譬如我跟你說，這裡好還是外面好，你自己要選擇，譬如說，對！在這裡好，自己要判斷，那這個就是平常的人脈(FI 30)。

從各方得到的「綜合果汁」資訊，最後還必須透過自身的一套選股系統來篩選，也就是除了上下游資訊的掌握外，還必須盡量以不同管道的資訊作確認。篩選資訊的網絡建立，與第一種產業食物鏈資訊也可以互相轉換，端視其投資標的有效資訊為何。如，買上游 A 公司，下游 B 公司就成為驗證資訊。或是，由產業體系外的研究員，重複確認資訊的有效性。

### 3、無目的性的交往：資源動員的間接形式

在人脈建立的過程中，有些中實戶堅持要具有「無目的性」的立場。對強調人際關係與資訊交換的中、大戶而言，交往的第一個條件並非掌握在對方，而是要先經營自身的個性與條件。與人交往必須有善念，並不意味著交往就是要利用別人。「善」的詮釋，另一面則為「信任」與「不被出賣」的考量，在建立關係的過程中，對其他行動者必需也以同樣的預設信任。

「無目的性」的善念交往，的確是互動之間的一門藝術。但只要建立起來這種信任關係之後，「心存善念」往往會意外地得到回報。「修為」本身往無目的性的方向，關係的建立就不單純只是工作職位上的互利關係，也不是消費的買賣關係。因為前兩者的關係都不容易持久，很容易因結構變動，或是當雙方存在消費關係消失時下降就消失。他強調做人的哲學，由「心存善念」出發，因而將利益關係轉化成類親屬(kinship)關係，這種關係往往持久而不易改變。一位資深的中實戶，很精彩地描述一段他如何與人交往的過程：

我一開始接觸法人就是接觸外資法人都是朋友，都是從先交朋友開始，所以每一個人你要經營你自己，你經營自己你要經營你的個性，你要修身養性，你要修為，你才會有好的善的朋友來認識你，然後認識好的朋友，你認識好的朋友就會變成是你的財富，這都很重要！像以前認識主力，或許後來這些主力或許在投資上不見得是對的，但是你認識好的公司老板，比方說我們台中 A 電器，B 要介入的時候，也是我跟 B 裡面的也是熟，他們董事熟，所有給我訊息是對的，就是他們要去買 A，他告訴我他信得了，我就去買，我買他只告訴不要賣，我從 30 塊買到 40 塊我就很少賣了，我問他要不要賣？他告訴我一句話：不要賣！就這

句話是重點！因為他們那時候正好，絕對叫我不賣，他也不能跟我講多，這完全是商業機密，那你要交到一個朋友，為什麼這個朋友會告訴你實話，這是跟你個人很有關係，朋友會害你也可以救你、幫你，那要看你，你經營你自己很重要的！要心存善念，要修養自己，這樣好像在談哲學、佛教，這叫做根本，你做人...這樣你就會有好結果(FI 29)。<sup>19</sup>

但是要有好結果，其實需要投資，也需要各種社會條件的支持。心存善念，就要有容忍的成本。同一次受訪的券商副總這樣說：

我本身也有很幾十條，資訊管道與人脈，有些也是會騙人的！因此很多時候，我都是必須要錢去測試一下，所謂測試就是用錢去投資，看他說的準不準。」(FI-37)。

在劉維新、林志遠（2003）的中實戶研究中，把前面這種情況稱之為「既存型的網絡」，已區別於純粹是投資關係的投資網絡。但不管是既存或是投資網絡，如果都在「無目的性」的交往前提下進行互動，「放棄對方可能給予的利益」而建立的關係，往往有出乎意料的結果。

但「無目的性」的網絡建立邏輯，顯然必須奠基在經濟上的實力，與行動者自身的社會位置，在必要時刻才可能在市場的決策中發生作用。因為這種交往是「低效率」的資訊收集方式。主因是在投資決策中，要經過很多「測試」。這也說明即使是非公開的特殊資訊，也不一定就是有效的獲利保證。其次是，在交往的過程中，若不具一定層級的社會地位或特殊的工作職位，交往的對象也不一定是上市櫃公司的高階經理人，所得的資訊也是無效的。<sup>20</sup>

就目前的許多西方文獻看來，還沒看到類似這種「先放棄利益目的」的網絡或關係建立的研究。因為這種有點「隨緣」、「撒網不捕魚」的交往目的，看來不太符合西方「追求極大化利潤」、「利益交往」的原則。<sup>21</sup>

<sup>19</sup> A、B 公司皆為上市電子公司。

<sup>20</sup>當然，此處亦有相當有趣的現象。這些關鍵性的影響資訊，純粹是在規範的範圍內進行的。既不違反法律的內線交易，也不會傷害到他人。有可能一個暗示、姿態表達就完成訊息的傳遞。一來是考慮法律的規範，二來是把資訊「過度透明化」，也不符合這種交往的原則。曖昧而非操弄的資訊傳遞的效果，使得這種傳遞方式在法律上是被接受的。但這種曖昧的資訊傳遞若把「公開」資訊拿出來交換，則顯得該資訊沒有價值，更可能破壞傳遞者在資訊傳遞結構中的地位。

<sup>21</sup>此點只是先寫下來，其實並無深入考究。因為目前看到的網絡、關係等研究，往往只扣住一個焦點，就是「如何將資源動員起來」，不管是結構洞、網絡分析等等都如此。可是在這些中實戶的例子中，他們卻將利益目的朝向「遙遠的遠方」，並不會過度積極期待人際網絡能帶來眼前的利益或資源轉換。可見網絡分析仍然許多文化因素未能詳加考慮，但至少在股市中我們看到了這種非常特殊的互動方式。

### 三、公開與非公開資訊管道的比較

誠如 Ellen Hertz 所指出的，散戶並不是真的是散戶，散戶同樣具有社會互動形式群體。但是在區分出散戶之前，我們並不清楚其指標究竟是什麼，以及其意義為何。因此，散戶的概念總是受到政治、經濟等主流看法導引著。但現在看來，這個區分除了指明散戶在資本小以及交易分散的情特徵外，我們可以賦予更多的意義。

非公開資訊就像一條社會空間中的界線，無形地阻擋了欲從其外進入的行動者。法人行動者（基金經理等例子）的研究員，掌握了製造資訊的位置，透過券商和記者對外發佈資訊。更上游的上市櫃公司高階經理人，擁有公司內部第一手資料，也要定期向證期會或新聞媒體公布。這些都是資料製造者(data producer)。至於中、大戶，則是以消費的形式，或建立各種人際網絡，以利獲得有效的資訊，試圖連結和資訊製造者的關係。這些方式，是非公開資訊圈內的行動者，比外圍更有優勢的地方。因為在這個過程中，會出現資訊的時間差，以及資訊誤判的測試能力。

現在，用這條界線，我們可以看到兩群人。一群是被排除在非公開資訊外的大多數投資者，另外還要加上一些「有錢」，但並沒有建立資訊管道，也沒有進行購買資訊的動作的行動者。這個判準，讓我們看到在這條界線外存在的小戶和有錢的散戶。在積極的定義上，散戶包含了這群行動者。界線的另一邊，則是擁有非公開資訊來源的行動者，如果資本條件許可的話，界線內的行動者在資訊篩選和取得上是比較有利的。因此，我們就可以更清楚看到散戶的特徵和限制，資訊互動形式的決定因素，並不是網絡有無，而是取決於能否進入非公開資訊網絡。

但接著馬上面臨更嚴苛的問題。我們發現更多的例子是，即使資訊到了眼前，仍無法判斷或予以適當詮釋。這種社會能力的差異，不只是教育程度的問題，更是行動者的社會能力造成的限制。這個問題就是 Knorr Cetina 提供線索、但卻留下一片空白的地方。那就是知識，以及資訊和知識的關係。

### 第三節、知識作用及其限制

在股市的研究中使用知識(knowledge)這樣的字眼或概念，無疑是自討苦吃。<sup>22</sup>

<sup>22</sup> 知識：對事實(facts)、真理(truths 或原則(principles)的理解；透過經驗或學習的熟悉或精通；知(knowing)的事實或狀態；察覺(awareness)事實或環境；某些被認知的事物，如資訊；在時間過



「知識社會學」是在社會學脈絡中最令人容易聯想到之不可忽視的路徑之一。在社會學辭典的定義中，也包含馬克思的階級意識、馬克思主義傳統對意識型態的定義與批判，曼海姆對意識型態的定義，以及由特殊社會產生出來的特殊意識型態，一直到後現代理論對論述(discourse)的論戰等等(Marshall, 1998: 342-344)。知識這一詞不知承載更多的歷史意義，以及無數的社會思想脈絡。

但在經濟社會學或是金融現象的社會學研究中，卻鮮少處理關於行動者知識和集體行為之間的連結。知識社會學探究社會集體的意識型態如何產生，同樣地，應該也適用分析市場的知識產生條件。行動者身處不同市場情境中，出現不同的集體定義和理解，事實上是普遍存在的。但在股市中，這種特性被交易行為所掩蓋。當一筆交易完成時，代表有兩方處在不同的價值認知，亦即市場中並不存在著「單一」的價值認知。其次，「市場」究竟為何，價值到底如何被界定出來，這牽涉到行動者認識論層次的問題，究竟是以何種知識信仰支持這樣的行動。第三，知識的術業問題（如同物理、化學這樣的技術知識體系），隱藏在各種不同的產業、技術名詞之間。若將這幾個疑問統整起來，我們才會發現市場結構的階層問題，其實包含了知識的內部體系，並造成各種集體行動的差異。在實際的現象觀察與訪談中，知識的認識論層次、技術學門的差異、都包含在市場內行動者所接收到的資訊當中。在這些考慮下，不得不對知識的作用作基本的考察，特別是資訊形式所表現的知識內涵。以下將逐步分析這些層次不同的知識表現形式，以及在實際現象中與資訊的關係。

## 一、知識與身心狀態

在台灣社會學文獻中，曾出現以身心狀態來描寫股市投資人的認知，即「金錢人」的描述。從認識論的層次看來，這算是對股票投資者認識狀態的首次描寫。

邱景墩在對大家樂和股市瘋狂熱潮的研究中，提出「金錢人」的概念來。主要指陳在社會思潮的脈絡下，會形成某種「身心狀態」。雖然主要是討論大家樂，但追問金錢和慾望之間的心態結構關係，其實頗有趣味(1993: 10, 25)。文中指出在當時的時空結構下(1988)，大家樂和股票是一種風行金錢遊戲，為何參與者會這麼多？他認為有兩個因素：「第一，普遍民眾都可以參與，其先在的資格條件限制並不

---

程中事實或真理的集合主體；所知的總和(Websters college dictionary, 1999: 750)。知識：知覺、識別的行為或狀態；所知道的事物（如：他知識豐富）；學問（物理化學）。（薛頌留主編，1993，辭典，大中國出版社：662）。這些定義包含了範圍遼闊的概念，但此文採取的方式將討論市場中「熟悉或精通的知識」、「學問」這類的專業知識開始，接著討論這些知識形成小戶主體「認知」或「理解」市場資訊的差異與變化。

嚴格（不論資金或知識條件），尤其使得中下層民眾都得以參與。第二，『自主性』的彰顯，有一種親自參與操作的感覺，不必假借別人之手……」（同上引：4）。

這一段論述其實相當有趣。在當時的時空條件（1990 前後），台灣股市的確出現一波與大家樂同樣的大狂潮。這種大多頭的瘋狂情境使得「社會參與層面」的行動者人數急遽增加，由慾望所引發的衝動與「非理性」行為奠定了市場基礎。但行動者對於金錢遊戲的「啓蒙」卻有可能從大多頭急遽滑落後才開始的。股市雖然可以像賭博一樣，最後也有可能輸得精光，連大戶、法人都一樣，整個社會經歷資產的暴起暴落，這個市場的本質才開始被認清。致富的神話或傳奇的傳染力無遠弗屆，他又說到：

第一，『台灣金錢人』並不具備西方理性計算的知識，以及由這些知識建構出來的能力和資格。相反地，他們卻有最本能的習性，這些習性可能頗具賺錢的意識。第二，台灣社會本身在制度設計上就不具備西方理性計算的環境。正式的經濟投資充滿關係人情的運作，股票市場充滿著『大戶炒作吃掉散戶』的危機，這些都不是西方理性計算所能提供的制度環境（同上引：86）。

這種瘋狂的投資情境在西方其實並不陌生，Mackey(1841)所說的鬱金香狂熱、Chancellor(1999)描寫的南海股票泡沫、1929 年股市的大崩盤，甚至是 1987 年「黑色星期五」等。這些事件都是被界定為「非理性」的投資人，但在歷次的非理性之後，許多「理性」的投資行為才被界定出來。

邱景敦的描寫充滿創意，但有些地方值得討論。第一，股市在 1989 年左右，的確出現股票、大家樂一樣的瘋狂投資行為，投資股票可以不假他手，也頗有幾分道理。第二，西方提供理性計算的環境嗎不存在這些人身上，這仍是一個問號。不然西方就不會有 1987 年黑色星期五，2000 網路泡沫化的投資泡沫。也就是說，金錢人跟西方理性並不存在全然的直線關係，也並非制度好壞的問題，而是特殊情境下社會集體共識產生的結果。但是話說回來，身心狀態具有一些解釋力。因為在特定社會情境下，會出現「賺錢夢」的集體定義，然後造成投資的泡沫或賭博的狂熱。這個描寫提供了重要的思索點，亦即在投資過程中，行動者「理解」市場的身心狀態，其行動集體背後有認識論上的特殊內涵。

身心狀態或金錢人概念，有兩個重要的啓發意義。第一，行動者的市場理解與社會意識構成對價值的判斷。但因為在反向交易的過程中，會出現不同方向的界定與判斷。亦即；市場中存在不同身心狀態

的行動者。如果能繼續解構其背後的狀態形成，就不只是抽象的理論批判了。瘋狂的交易行為之後，有其產生的市場意識型態，某種身心狀態的表現；第二，西方理性提供理性的計算制度與環境，西方的金融市場就是較好的取代品嗎？這樣的提問幾乎是目前可見的金融業界與學者的「共識」，因此也朝向西方的制度來設計（特別是美國）。但卻沒有人提醒過，理性化的過程是否也可能也是鐵的牢籠的形成過程，此點也正是構成了市場中的「知識」全盤「外資化」的形成。從西方投機歷史看來，崩盤的例子比比皆是，因此並不表示西方的制度就比較不會出現坑人的情況(Chanler, 1999; Dubar, 2004)。

重要的是，我們從此取得知識討論的啟發。因而，我們就可以繼續追問，在股票的知識系統中，從最底層的技術性知識，到各學門的知識、價值的認識層次的差異到底為何？以下，我們將分析呈現在市場中的資訊符號，一一拆解這些資訊的符號背後可能存在的知識內涵。

## 二、知識的內容與表現形式

在討論資訊和知識之間的關係，或是進入市場的知識體系前，我們必須分辯資料和符號(symbol)的關係。在股票市場中，投資者並不使用符號這樣的詞彙，而是用資料或資訊(information)、訊息(message)、新聞或消息(news)、風聲或小道消息(gossip)這類的稱呼。但對知識社會學的脈絡而言（特別是 Berger and Luckhman 的社會建構論），所有行動者之外的理解來源，都來自語言制度化或結晶(crystallization)後的結果。因此，共享的意義將表現在特定情境的符號象徵物上。但對投市場中資者來講，雖然共享同一情境，面對同一組符號，但是對該情境的詮釋卻出現不同的方向與落差。因此，前一節所提及的公開資訊或非公開資訊都包含著這些符號體系，差別的是非公開資訊的管道有所不同，以及在特定時間點的資訊表現形式。所有的資訊表現，都共享一個特質，也就是告知性的功能。

### (一)、告知性資訊(Informative Information)

資料(data)與告知性訊息(informative message)兩者並不相同。資料沒有告知結果或方向性，但告知性資訊是有方向性的資料。告知性，這是市場中所有符號出現的第一個特質，也是數量最龐大的符號。如「集中市場，上漲 30.76 點，收盤指數 5909.65，成交量 473.46 億」（聯合晚報，2004.12.14，頭版右上方，見圖六）。<sup>23</sup>

<sup>23</sup> 以下各圖是以 2004.12.14 聯合晚報作為分析案例與來源。該日並非在大多頭或大空頭的情況，所以比較符合一般交易日的狀況。但即使拿不同天的報紙或財經雜誌來分析，其結果都相當接近。

圖六：告知性資訊出現形式



告知性資訊

告知性資訊出現的範圍最廣泛，形式也最多樣。從基本的指數、漲跌幅、產業消息都可以成為任意出現的告知性符號。傳達整體市場或特定股票的訊息。稍微注意的話，就可發現市場的告知性資訊新聞中出現的比例高得驚人。

但告知性資訊必須進入「脈絡」才能組成相關的知識體系。對營業員來說，700 億元交易量才算進入多頭的行情，低於 700 億元都算是交易低靡（FI-25）。但對初學者來說，這並不是自然存在的概念。以上圖收盤 5909 點來說，如果沒有進入價格的歷史脈絡，也無法判斷究竟是高還是低。

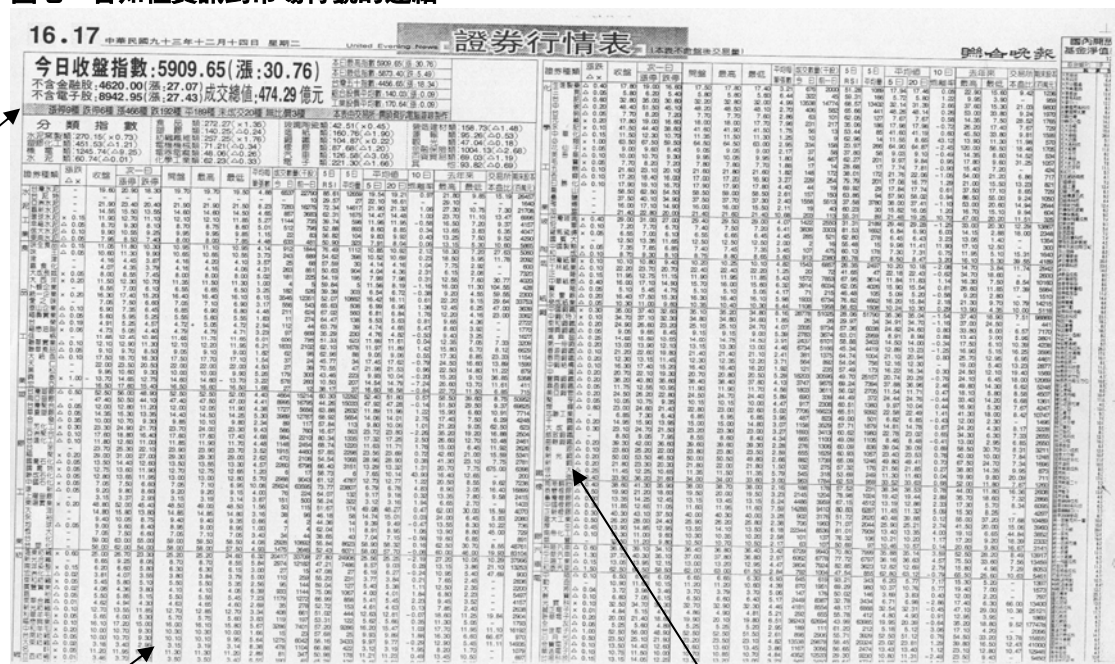
但是一旦進入市場後（交易或關注特定股票），告知性符號就不再以單一形式出現，而是結合在一個市場的體系之中（如圖七）。但整個股市體系的出現，必須朝著特定目標（交換物）進行資訊的整合。如 D-RAM 的南科(2408)、力晶(5346)、茂德(5387)等公司，或是 TFT LCD 的友達(2409)、奇美(3009)，傳統產業或其他產業亦是如此。

若是在交易進行時間內，則是透過螢幕（有線電視、網路軟體）獲知該公司市場資訊，包含籌碼進出、大單出現等市場資訊訊號，並連結到其他符號的關係，形成完整的認識架構。因此，符號不再是單純的靜態結構表現，而是動態的符號連結。

以圖七的例子來說，接觸到告知性資訊後，還必須進入告知性資訊的系統中確認。如果買了電子股，則要再接觸個股的告知性資訊。並將告知性資訊，與市場知識關連起來。如交易量有多少、成交金額

多少或融資餘額等數量是否增加等等。這些資訊，涉入到另一個知識體系，即市場中各種技術知識的體系。<sup>24</sup>

圖七、告知性資訊到市場符號的連結



告知性資訊/  
市場脈絡

告知資訊/個股交易  
(可轉換成市場知識)

告知資訊/個股交易  
(可轉換成市場知識)

符號的脈絡意義，必須透過已經存在的知識體系，從儲存的知識架構抽取理解背景。因此，必須檢視那些儲存的本體為何。在市場的技術知識體系中，可以區分出兩種基本系統。第一種是「市場知識」(market knowledge)，另一種則是「產業知識」(industrial knowledge)。兩者的區別定義，主要是依照市場中的知識來源而區分。市場知識主要從學院金融體系產生，是關於市場符號之間的連動關係。而產業知識則從生產的知識體系產生，是關於產業技術名詞之間的知識系統。

## (二)、市場知識

在劉維新、林志遠對中實戶的研究中，曾提出中實戶使用「產業資訊」和「市場資訊」形成不同的關係網絡(2003: 18-21)。該文在市場資訊部分，將技術線型、籌碼分析，歸類為市場資訊的部分。中實戶的特別之處是在於透過社會網絡，掌握到不透明的籌碼相關資訊。此處將針對這幾個研究與現象作一些補充；<sup>25</sup>亦即，在資訊的混

<sup>24</sup> 相較其他資訊表現管道(如網路、電視)，報紙對研究者來說，較方便說明這種知識理解體系。

<sup>25</sup> 事實上，我亦是「共犯」之一，在討論過程一直持贊成的看法。但在後面的分析卻發現如果以資訊形式進行分析，會發現大都是混合使用的情況，大戶、中實戶除了資本不同之外，主要是資訊管道的不透明過程。此點，也是對我當初論文大綱提出的資訊形式分類批判。當然，如果沒

合使用過程中，很難分辨資訊的屬性，但如果拆解資訊的知識屬性，就比較能觀察到資訊所隱含的知識基礎與來源。

「市場知識」可以從成千上萬的資料中歸納為兩種形式，第一種是數字的符號關係形式。數字符號的表達首先出現的是告知性資訊。接著，將出現隱含線型圖(chart)的基本知識內涵。包括股價波動的圖形、波動相關性預測，主要的體系是艾略特的波浪理論(Frost and Prechter, 2002)。即是一般稱之的線型分析(如死亡交叉、M 肩線、乖離率等線型知識)。與此連結的關係形式是籌碼分析，多方買賣的勢力大小分析，如融資餘額(或融券成數)，以及外資、大戶的進場買賣數字，都包含了各種指標行動者的行動方向(參看圖八左方)。這些數字組成的符號體系，表現特定股票的供需情況。第二種則是制度性的投資規則和金融技術知識，漲跌幅限制(7%)、融資成數(需提供保證金的比例)、成交繳款日(n+1)與取款日(n+2)。這些都是投資者最基本的「遊戲規則」，從營業員或股友就可得知。但金融專業知識還牽涉到更複雜的理論基礎，如每股獲利(EPS)、本益比(P/E ratio)、除權(息)股價還原、公司債與現貨價差、權證(warrant)與時間價值(time value)、資產定價(CAPM)等等。<sup>26</sup>

圖八、告知性資訊到市場知識出現形式



告知資訊  
/市場知識

市場、產業  
知識混合  
表達形式

交易量告  
知性資訊

市場、產業知識混合表達資訊形式

外資評價資訊/產業知識

有他們兩人的研究做為基礎，後面的推論根本不可能出現。

<sup>26</sup> 當然此處並沒有討論「學院」的金融工程技術，諸如定價模型、股票溢價計算等技術，而是指出一些最「普通」，大部分投資者皆「朗朗上口」的例子。

對投資者來說，如果沒有學習市場知識，則符號的出現將留在告知性資訊的層次。表面上單純的數字，實際上隱含著龐大的知識體系。

但是市場資訊很少單獨存在，一旦導入特定投資的股票，又會進入該公司的產業知識關連。如上圖八下方：「業績有展望 威盛爆量」，就是市場知識和產業知識的結合。

(三)、產業知識

根據劉維新林志遠的研究，產業資訊指的主要是公司的營收、獲利、負債等表達，以及公司基本面分析(fundamental analysis)的表達(2003:19)。若把這種分析概念加以補充，以知識來源作為分析焦點的話，就會發現在這些表達背後牽涉到各類「學問」以及「專門技術」的知識體系。

產業知識第一個牽涉到的是特定技術或學門的知識體系。以圖九為例(現貨漲破4美元 DRAM一條龍)，D-RAM 記憶體體的營收狀況與預期，牽涉到 D-RAM 整個生產體系的技術基礎。究竟 0.11 微米的生產效率高過 0.13 微米多少？其實對一般投資者而言，並無產業知識可以理解。但透過新聞報導或研究報告的介紹，投資者會接收到相關的知識。

圖九、產業知識出現形式及各種混合形式

The image shows a collage of financial news articles and advertisements. The central article is titled "現貨漲破4美元 DRAM一條龍" (Spot price breaks \$4, DRAM one dragon). Other articles include "大戶金主砸錢" (Big investors smash money), "春節休市10天" (Spring Festival market closed for 10 days), and "LED作帳行情挺" (LED accounting market is strong). There are also various smaller ads and charts.

廣告

告知性資訊

產業資訊/混合產業和市場知識

市場資訊/混合產業知識與市場知識

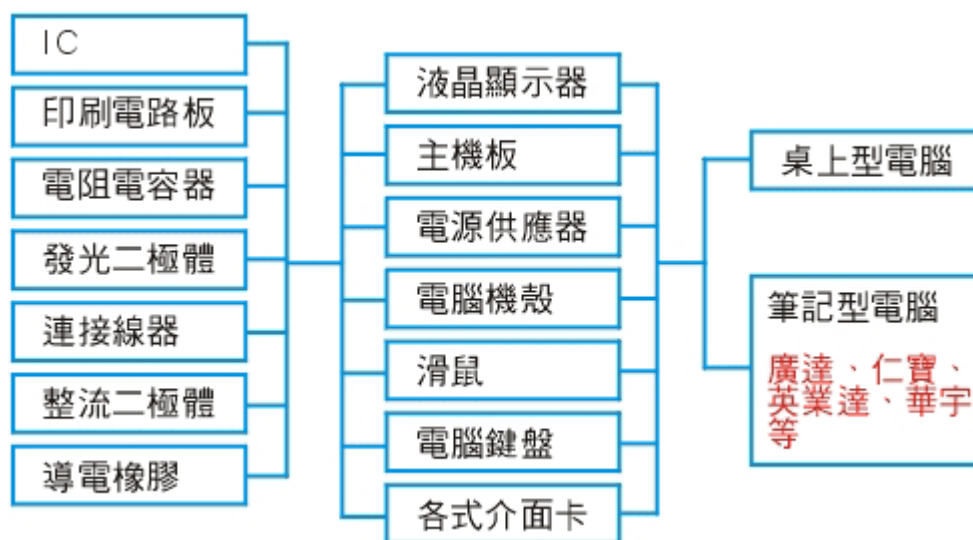
告知性資訊

諸如在報導過程中，投資者會接收到 12 吋廠顯然比 8 吋廠生產效能高，越大則越有生產效能。而雕刻晶圓版(curve)的單位，則越小效能越佳。這是一套關於晶圓半導體的生產體系知識，專門或特定的技術或學問知識，透過報導的方式被表達出來。

產業知識的第二個層次，是工業生產體系的地位排序。新聞記者或研究員所撰寫的新聞或研究報告，除了表達特定單一的公司產業知識外，還會表達特定廠商之間的關連性體系，讓訊息接收者理解特定產業的「工業體系」之間的各種關係。包含資本額大小、技術層次、銷售管道、營收狀況等各種公司資料，並以各種評估方式將此體系排序呈現出來（見圖十；圖九 DRAM 廠商的排序）。

工業生產體系，或是商業交易體系，並不是自我決定其排序位階。這些知識體系，在業界的評價中形成「共識」，或是由證券分析師、研究員透過各種研究指標將之排列起來。所以可以稱之為專門的技術或是知識，原因是在於這些體系的產生，結合了特定技術和財務知識。一般投資者並沒有這種分析能力，也沒有資源來比較各家公司之間的關係。研究員和分析師之間，透過研究報告的分析，會形成較為穩定的廠商地位。因此，原來單一公司的技術或是產業知識，都會被納入範圍更大的產業比較架構。在這個分類架構中，每家廠商都被重新「定位」，脫離原來的生產關係，而以市場中的生產供貨結構，以及上、下游關係作比較（如圖十，筆記型電腦的產業結構透視圖）。

圖十、市場中特定產業結構透視圖



[http://sfibk.sfib.org.tw/sfi/new/industry/industry\\_index.htm](http://sfibk.sfib.org.tw/sfi/new/industry/industry_index.htm) (THU 61.218.151.10.12., 14/12/04)



產業結構的體系被排列出來後，每一特定產業將被市場知識的組成(如金融財務分析)，重新再被置入比較的架構。以表六中的 D-RAM 為例。南科、力晶、茂德等公司，在同一產業被放進比較，對專業投資者或基金經理人而言，每一個步驟都是選取股票(stock pick)的標準操作程序。一旦排序後就可以依其各項「指標」選擇具發展潛力與獲利空間的公司。<sup>27</sup>這些指標以及計算公式，同時需要產業知識的背景，以及市場知識的財務基礎。如表六中，本益比(股價/每股淨利)以南科最低，該數字越低越好，代表投入資金可回收比率。但不一定單一指標就是股價的唯一因素，各種產業資訊形成的想像空間等其他因素，都有可能產生關連關係。亦即，價值的判斷來源並非只有一種方式，但資訊傳達形式卻只有這幾種。<sup>28</sup>

表六、D-RAM 產業知識與市場知識的結合表現

證券名稱	開盤價	最高價	最低價	收盤價	漲跌(元)	成交股數(仟股)	成交張數	成交金額(百萬元)	本益比	平均股利	發行張數
2344 華邦電	12.4	12.45	12.3	12.4	0.3	7,296	1,379	90	15.31	0	4,370,840
2408 南科	23.5	24.2	23.5	24.2	1.1	53,610	10,407	1,280	12.74	0.1	3,575,360
5346 力晶	23.5	23.7	23.3	23.6	0.6	69,870	12,279	1,645	0	0	4,178,120
5387 茂德	13.2	13.4	13.2	13.35	0.45	31,083	5,581	413	0	0	4,449,800

[http://sfibk.sfib.org.tw/sfi/new/industry/industry\\_index.htm](http://sfibk.sfib.org.tw/sfi/new/industry/industry_index.htm) (THU 61.218.151.10.12., 14/12/04)

比較起這三種表現形式，告知性資訊、市場知識、產業知識的體系都隨時在變動。以其變動的速度來說，告知性資訊最快，以秒為單位隨時表達出市場指數、公司股價、交易量變化。其次是市場知識，特別是制度性關係的變化，融資成數或政府制度變化，都可能造成市場知識體系中的變化。另外來自籌碼買盤的變化，幾乎數天一變，這也會修正市場知識體系的變化(諸如散戶、大戶、外資的資金互動變化)。相對來說，生產知識的變化速度較慢，技術上的發明或突破長則數年，短則數月。生產體系的排序雖會變動，但也不是以秒或週為單位。以變動速度最快的電子業來說(特別是 IC design 或 PC)，一般也是認為 3 個月一變，更不用說如汽車、塑化、零售等生產或商業體系數年才可能改變其排列位置。但一旦告知性資訊被連結到市場知識或產業知識中，「告知」出現的同時就已經死亡。死亡並不是結束，而是進入到一特定的市場知識或產業知識的理解架構中，被重新賦予意義。

<sup>27</sup> 華邦電未被報紙列入，原因是其當日交易量過低，沒有「火熱」，故被剔除。

<sup>28</sup> 關於股票價值的社會判斷在後續第五章將繼續分析。

(三)、市場知識、產業知識的混合表達資訊形式

在股票市場中，大部分的資訊表現形式都是混合的。告知性資訊如果沒有連結到市場知識體系，也無法取得在符號體系中的脈絡意義。因此我們可以看到，資訊的表達過程中，各種符號所呈現出來的關係並非獨立存在，而是體系性的。但並非每個人對綜合性符號背後的知識體系，都能有完整的理解架構，因為股市中所存在的符號體系，都涉入龐大的知識背景。

在這樣的分析過程中，我們發現，單純的告知性訊息或多或少會夾帶其他知識背景。出現最多的是混合市場知識和產業知識的資訊表現。以圖九為例：「大戶金主砸錢 主機板回神」，暗示表現了大戶和具有資本的投資者，在短期內大量投資主機板。但報導的內容同時夾帶「技嘉、陞技、浩鑫股抗跌」的產業排列訊息。同樣的，D-RAM的報導中（圖九正上方），在「現貨漲破 4 美元，D-RAM 一條龍」同樣也夾帶了 D-RAM 產業的排序「波段漲勢成形、南科、力晶、茂德齊揚 力晶盤中再改寫波段新高」。這些訊息表現出來的資訊，同時都混合了市場知識和產業知識的理解架構。在行動者異質的狀況中，並非每個人會得到相同的理解。這是對投資者的第一層限制，如果符號的理解過程並沒有知識體系的支撐，符號的理解架構將只是被表面性的使用。以同一天報紙證券版不同版面的數字來說，如果沒有這兩個知識體系的支撐，這些數字符號和訊息，跟樂透猜謎的數字是沒有兩樣的，同樣都是對「未知」事物進行的猜測（圖十一）。

雖然買樂透最後一定有人會中獎，但機率實在很小。這並不意味股市與樂透是同樣的遊戲場域。但此處要特別強調的是，如果沒有資本、資訊管道、知識理解架構的行動者，在股市進行投資其實與機率性的博奕遊戲相去不遠。

圖十一、樂透資訊表現：機率原則

The image shows a collage of lottery advertisements from a newspaper. The ads are arranged in a grid-like fashion. At the top left, there's a large '1330' in a stylized font. Below it, several ads are visible:
 

- 連莊拖牌**: A large ad with a vertical list of numbers: 01, 19, 23, 28, 29, 31, 36, 42. It includes text about '【記者陳維德台北報導】' and '【記者陳維德台北報導】'.
- 槍擊牌 08、09、12、13、35**: An ad with a large '11、19、33、34' in a circle and '次群牌 15、17、34' in another circle. It includes text about '【記者陳維德台北報導】'.
- 落球牌**: An ad with a large '11、19、33、34' in a circle.
- 次群牌**: An ad with a large '15、17、34' in a circle.
- 神犬牌 4、7、9尾**: An ad with a large '03 連莊牌 42'.

 The ads use various fonts, colors, and symbols to attract attention. There are also smaller text blocks providing details about the games and prizes.

機率性符號與數字

因此，資訊不再是表面單純的資訊，而是包含了知識體系的理解過程。此點，也構成了投資者的限制。教育程度並不容易在短時間克服，即使具備可理解的教育程度，行動者特殊或專門的產業知識也必須經過市場的學習過程，才能逐漸擴大理解架構，以理解符號之間的連動體系。

但接著出現的問題是，如果市場知識和產業知識如此重要的話，只要經過市場知識和產業知識的學習過程，充分理解符號體系和其市場變數之間的連動關係，原則上就可以打敗市場了(**beat the market/gain profit**)。但如果問題是這麼單純的話，那麼學院裡的教授、公司的高階工程師應該是大贏家，特別是受過完整的市場知識、產業知識的基金經理人，應該是萬無一失才對。然而，事實卻不是如此順心如意。基金經理人的敗戰解釋之詞通常都是說：「市場中充滿不確定性」。這個不確定是什麼？不確定性來源來自市場的不斷變化；也就是說，隨時存在反向的交易。同時總是隨時存在對市場情境的不同詮釋，即使是相同訓練背景的知識架構，也可能做出完不同的詮釋。這種落差的根源究竟是什麼？使得解讀這些資訊體系的行動者不但在詮釋上出現差異。即使是以法人為主的美國市場，永遠都出現不同方向的研究報告，導致了完全不同的預期和價值認定。那麼，在知識結構中，抽象層次較高的基礎是什麼。為什麼除了技術性的知識之外，對同一資訊的價值認定會出現差異？

接下來，我們將對產生價值的知識系統，以及對未來市場預期產生影響的信仰進行分析。在不同情境中，不同知識架構或理解方式，都有認識論根源更高層次的指導原則，那就是市場的意識型態或知識信仰。

### 三、市場意識型態：市場的知識信仰分析

在訪談的過程中，有三種類型的行動者令人印象深刻。第一種是極端強調「紀律」，講究研究過程邏輯性與產業基本面分析的基金經理人和研究員。這類型的行動者的教育程度、收入、社會地位都令人印象深刻。第二種則是特別注意線型操作，不貪圖大波段獲利，而專注線型轉換指標，即使只有微薄利差，也會下場賺「外快」者。這種投資者以券商經理人和營業員最多。第三種則是完全沒有「章法」的小額投資人，只要親朋好友信任關係密切的「消息」，就可能照單全收。你說他沒知識信仰，但他又極端信任親朋好友的訊息傳遞，手法其實很一致。更大多數的投資者，則難以歸類到底在知識上有何信仰，或者說根本沒有知識信仰這回事。可是，實情是如此嗎？

在既有文獻中，美國社會學家 Charles Smith 就以類似知識信仰

的概念來區分市場中的各種行動者。這些信仰抽象程度遠超過單純的「學門」或「技術」知識，而是一種世界的理解方式，亦即行動者的市場認識論(1981: 33, 41, 47, 57)。他將股市視為一個公開的「拍賣市場」(auction market)，行動者雖然具有同樣的利益目的，但不同的知識背景與信仰，將導致對資訊做不同的解讀，甚至有所衝突，不過，知識終究是變成行動的準則(knowledge serves as a guide to action)的。在此拍賣的環境中，行動者的知識指導架構會發揮作用，使得行動者對特定資訊做出符合意識型態的詮釋。在認識論層次上來說，市場的知識類型就是市場的意識型態。<sup>29</sup>

Smith 的分析若直接套用到台灣的情境，則可發現基金經理人幾乎就是屬於基本面信仰者，而營業員或專業炒手算是線型交易者。至於信仰內線交易的，諸如大公司的高階經理人或是大戶、金主之間的聯合炒作行為都很類似。

但最常見的狀況是，內線消息人人想要有，卻不一定拿得到手。產業分析最好能作，但不是獲利保證。至於線型買賣的價差交易，如果拿美國的交易稅和證交所得稅來台灣實施，這種現象可能馬上就消失。但這中間有一個重要的關鍵，亦即邱景墩在「金錢人」中所觀察到的現象。股票投資，一般民眾都可參與投資，其資金與知識條件並不嚴格，其次是民眾的投資「自主性」，喜歡親自參與，不必假借他人之手(1993: 4)。其實，就資金條件而言，美國和台灣的情況都不嚴苛，只要數百美元就可以參與零股交易，但知識條件就相去甚遠。美國上市公司除了 S&P (標準史坦普指數) 所列 500 家，還包括 NASDAQ、費城半導體、道瓊工業指數等琳瑯滿目的數字和公司。連專業的研究都要區分研究範圍，更何況一般投資大眾，這個知識條件是一種限制，但同時也可拿來比較台灣的產業結構的狀況。

關鍵時間點在 1990 年到 2000 年，台灣的電子產業結構迅速壯大而分化，外資券商導入產業分析系統，產業分析研究報告才大量出現。此時，市場意識型態才出現較複雜的分化，就如同 Smith 所描述的現象才開始出現。否則，在 1990 年之前，幾乎是大戶、公司派主導一切籌碼的操作方式。也因此可得知，市場的意識型態隨著市場的歷史結構而不同。至少在 1990 年之前，最普遍的總體市場認識方式，

<sup>29</sup> Smith 將 Berger and Luckmann(1966)知識社會建構概念導入，將股市知識視為某種信仰，指導行動者的行動。這顯然是在知識社會學的脈絡下進行分析的，特別借用 Mannheim(1985)特殊意識型態(particular ideology)和總體意識型態(total ideology)的操作手法來完成。但若與台灣相比，台灣股市的產業分析體系畢竟只有十來年的歷史，分析產業的發展與社會互動並不如美國那樣密切，所以實際使用的知識體系並沒有那麼完整的資料。

指認為市場的決定力量是由「大戶」、「公司派」等主力構成。<sup>30</sup>

這是個非常有趣的現象，無論是用「理性化」、「現代性」、「後現代」、「科學理性」等各種名詞，都不足以形容台灣產業發展，以及股票市場知識體系發展的情況（舉個例子來說，泰國現在還是以原料股、食品金融為主流）。也就是說，在台灣股市從地方市場到引進外資、共同基金的過程中，同時也引進對於產業的分析方式和認知架構。以往那種「牛蛇雜處」、「淺盤市場」的印象，漸漸被「現代化」、「理性化」、「全球化」的市場印象所取代。大戶坑殺散戶的名詞，變成「公司治理」(corporation governance)、道德困境(Moral Hazard)等專業名詞。市場的知識體系，或認為市場該如何運作的意識型態變成有系統、組織嚴謹的架構。當社會進行「現代化」的同時，市場的認知也一直在改變。

Smith 的研究解釋了某些疑惑，但可惜的是，他並沒有解釋大戶、公司派為主的市場意識型態是什麼。或許這是一個獨特的歷史發展過程，但我們在研究的分析中，卻不能視為理所當然。就像許多金融學者要求自由化，或是全面開放，也許是一個歷經百年發展的市場的結果。

讓我們再回到實際的訪談資料來看。在資料歸納中，第一種類型是最極端的理性主義者，完全採取「科學」邏輯分析市場的股票價值，進行風險管理或投資組合，強調公司基本面，以及「應該」以健全的理性看待市場。這類投資人以基金經理人，研究員為主。強調嚴謹紀律，推論合乎因果邏輯。這類人認為市場是「可預測」的，只要使用正確的科學方法，市場是可以管理的。

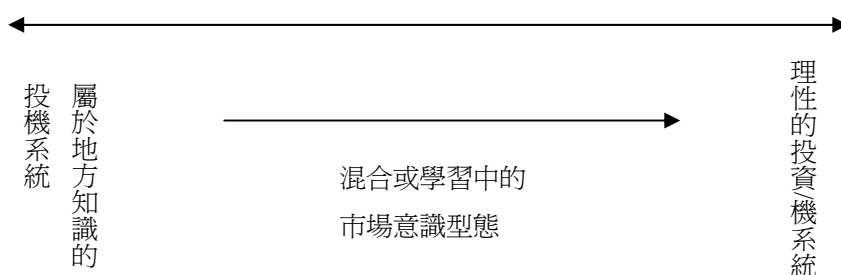
在光譜的另一邊，則是極度強調消息面或籌碼面，聽到消息就會買賣的小戶行為。這些小戶沿用行動者原有的思考系統（諸如「威權政治」想像的市場意識型態、「大戶投機」、「親情內線不會騙人」這一類的市場想像）。這種市場意識型態是從原有的社會集體意識中產生，而被行動者沿用到市場的經濟行動來。

總之，傳統思想的知識系統，也有可能引導行動者的行動進入市場投資，並與各種市場意識型態交會。因此，我們可以理解到像黨、官勾結這樣的想法，只是市場意識型態的一種類型。

---

<sup>30</sup> 大戶炒作事實是否如此，已經難以考察。但若從第二章的分析過程就可發現這個印象八九不離十，即使是訪談者，特別是中實戶，也認為他時他們的操作手法是如此，當時根本沒有產業分析這種東西(FI-29, FI-30)。但更多的情況是，這些受訪者的意識型態都是混雜的。

圖十二、市場意識型態的光譜



當然，不同的意識型態光譜在市場中只要仔細注視，還是可以發現到，並只有非西方理性化或金融計算的意識型態。地方知識也會形成獨特的意識型態，引導對投資預測的方式。以下將以一個極端的例子來說明這個現象。

#### 四、地方市場的意識型態：易經八卦的預測方式

如果每個人都有對市場接近的看法，那麼市場的供需關係就會很清楚，但在實際的股市交易情況中，卻不是如此。相反地，情形是交易乃在不同的公司價值認知之中才得以完成。因此市場中行動者的知識結構差異是必然存在的。上面提到，如果告知性資訊沒有知識架構（市場知識或產業知識），那麼只不過是無意義的資料。但是，因為不同的市場意識型態，導引了不同的詮釋傾向。同時，產業知識、市場知識等限制，亦會反過頭來限制行動者的資訊選擇。在這種情況下，行動者只能隨波逐流，或是以新聞報導、親朋好友的各種資訊作為判斷的基礎源。但這種投資的決策過程，如果只是引用金錢貪婪動機背後的知識信仰，事實上與買樂透或是六合彩沒什麼兩樣，同樣都是機率上的問題。

在一般想像中，很多散戶和菜籃族都是聽信謠言、小道消息、或自以為是的內線進行買賣判斷。但在知識架構的脈絡下，這些行動者在社會限制的條件下不得不如此。因為他們並沒有辦法理解「市場」究竟為何物，只能透過他者的描繪（並且是他能理解並接受的俗民方式），來進行判斷。但是，以傳統的社會理解架構來預期未來的話，就顯得有趣多了。

以下將以一個較為極端的情況作為分析切入點。亦即，把易經八卦這類的傳統術數，當成進入股市的決策參考架構。在他們的理解中，市場被視為一個可預測的世界。只是，但這種預測方式卻以中國

傳統的理解架構來營造。<sup>31</sup>

「易經八卦」原本是中國古代社會用來預測未來吉凶的方式。因為面對未來不可掌握的事件，與市場中所面對的不確定性是一樣的，所以出現了這種預測方式。台灣股市的易經八卦曾經紅過一陣子，但系統性的研究並組成投資班，則以梁老師為代表人物。<sup>32</sup>這個預測系統其實相當繁雜，除了將台灣股市視為一個命格，還需將公司歸入特定的命宮，情形正如下面的解說：<sup>33</sup>

我們老師拿這個作股票，她並不是純粹看這個（不只是看大盤的流月、流日命盤），我不知道她有沒有跟你說過每個個股的坐命<sup>34</sup>。譬如說台積電，我們可以查出它的公司成立日，來當作它的生日<sup>35</sup>，我們把它的命盤排出來，其實我們都是輸入電腦就可以了。像台股的命盤，它的命宮中就是天同星，而台積電的命宮是太陰坐命，那就是說，如果這個月太陰碰到好的話（遇到化權），台積電就會上去。你可以注意看農曆6月，農曆6月是從7月23日到8月17日，你看台積電的線圖（附錄一），台積電是太陰坐命，可是這個月是太陰它踏在它的忌上（所以不用怕這個忌），所以台積電的走勢是中間最高再下來，它真的是從低到高再下來，真的是這樣走。那農曆7月是廉貞化忌，那廉貞坐命的股票，我們老師最常講的就是旺宏，結果旺宏上個禮拜跌停板。還有聯電，聯電也是走廉貞，所以廉貞的股票這個月應該會很弱，所以我們老師買股票，她完全是按照這個，她把所有的股票都排起來，每個月的坐命，武曲坐命的、太陽坐命的、破軍坐命的(FI-16)。

但是這個預測方式遠比電視台老師介紹，或是一般報紙報導的來得縝密。還會有經驗上的嘗試與錯誤(try and error)的修正系統。如果預測還不準確，就修正內部的系統。這套理解架構進入市場的情境內，也會配合市場的狀況隨時作修正。如果現象與預測出現不一致，要立刻做出決定，考慮原來的預測是否不準確，有哪些事情沒有考慮，或者預測完全錯誤，並需重頭計算。如下面與市場的修正過程，這與算命又不太一樣。因為市場會「立刻」檢驗你的預測功力，此系統必須有邏輯因果關係和經驗結果的對應能力：

<sup>31</sup> 這幾個案例剛開始時都無法分析，因為在原有文獻的討論中，從未出現關於「術數」或以傳統社會理解架構進行股市的買賣行動決策。

<sup>32</sup> 或許這也是我們能接觸到的特殊例子。

<sup>33</sup> 此段文字引自研究伙伴王俊淦的訪談記錄，也特別致謝他讓我參加 FI-14, FI-15 重要的訪談。

<sup>34</sup> 將每個人或公司的出生時辰，透過固定的公式計算（或是輸入電腦，也有軟體程式可以計算），便可以排出每個人的命盤，而命盤中會有 12 個宮位，其中最重要的是命宮，經計算出來之後，看是哪一顆星位在你的命宮之中，那你就是什麼「坐命」。例如：太陰坐命、武曲坐命等。

<sup>35</sup> 其實梁老師不只以公司成立日來做為公司的生日，同時也以公司的上市之日，來做為排命盤的生日，但是兩者比較過之後，發現還是以公司成立日較為準確。

其實梁老師在多頭市場她也是放空，因為她抱不住，她完全是用這一套來看，她只要看到有一個忌（吳註：兇），她就趕緊把股票丟出去，反而是在空頭市場她可以抱很久。梁老師的模式是會先排這個月的命盤，先作規劃，可是如果她發現，盤面走的跟她規劃的不一樣的時候，她都會先停下來，她不一定完全依照這個。例如，她原本（註：命盤）看的是開高走低一路下滑，但是她在現場發現盤面又拉上去，尾盤又收高，如果是我們的同學，一定會等到尾盤再來作決定，但是梁老師卻會一看到反轉，就馬上平掉了。因為她是在現場看，而我們不是，所以她就會立刻做出決定，而我們老師在盤中也有在看 KD 值(FI-16)。

如果預測還是如此不準確的話，那麼一定出現「意外」的因素，不在原來的計算範圍內。諸如台灣的命格、公司的命宮、個人的運勢之外的因素。也就是非市場因素，像是如系統風險或是人爲操作。<sup>36</sup>

這樣的預測在多頭市場的時候，準確度會比較低；還有一個情況是，碰到人為拉抬(如，政府介入、特定基金介入)的時候，它也會不準。應該是說，我們可以看出它今天會怎麼走，但是開盤的情形我們沒有辦法預測，我們無法知道它是開高還是開低(FI-16)。

但是我們追蹤幾位使用這套預測「系統」的投資者，結果發現他們在剛進入市場的時候，就是「誤打誤撞」或者聽取親朋好友的建議採取行動的。但是在投資虧損後，就開始進行社會學習的過程（這幾位都是工程碩士）。易經八卦是其中一種，線型圖技術分析也是其中一種。但主要還是技術分析為主，在搭配易經八卦等術數預測自己的財運，或是特定公司的命宮，然後綜合性地使用這些知識架構。經過數年的歷練後，還能以自己的系統比較其他人的傳統預測架構呢；如下面的例子：

我上去看其它網路的討論，都是以技術面分析為主，那這種比較少。然後，我聽一個鄰居太太，她作股票作十幾年，他們都有每個人自己的一套秘籍，我也相信能在這裡存活十幾年的人，每個人都有他的一套東西。而我向她請教時，她告訴我孫子兵法，孫子兵法中講到 1.4.7、3.6.9、2.5.8。1.4.7 是前進攻擊；3.6.9 是盤整，劃過來劃過去；2.5.8 是後退。比如，我問她今天怎樣？她就會用這個來跟我講，講的我是一頭霧水，而她有時候也會來問我，我們老師最近怎麼看。那像上個月從 4007 點開始大反彈時，她也有來問我：你們老師最近怎麼樣啊？我說：我們老師最近損龜。她就會說：那我知道了。她就是反向作，她只要碰到我們老師損龜的時候，她就作相反。所以當她碰到轉折的時候，她就會來問我：你們老師怎麼看？然後她就知道怎麼作了(FI-16)。

<sup>36</sup> 這個「失手」的解釋模式，幾乎跟基金經理人一模一樣阿。



另一個易經術數的班長(FI-14)，在 2001-2002 年的訪談過程中結婚了，他還很高興地透露將要去學習珠寶鑑定技術。在工程師業餘還可以賺點外快之類的。但後來他放棄易經八卦的預測方式，原因是投資報酬率實在不高。因而轉向採用技術分析與基本分析混合的方式，作為投資決策的主軸。在工程事務所可以讓他有固定薪水的來源，也是保持「場內」的本錢來源。但最後，他的學習過程進入另一個階段。術數的「非理性」已經成為參考用。接下來迎接他的是充滿波動線條和一堆籌碼術語的轉折詮釋。經驗科學的統計圖形，成為他的新預測方式。西方的社會學文獻並不是沒有見到此點，只不過是西方社會經歷了這個歷程的演變。在多次大崩盤的經驗以及市場與學院體系的互動過程中，這個系統被更「理性化」、「科學」地建立起來了。對於預測未來的機會和危機，西方的知識系統顯然更為龐大也更體系化。<sup>37</sup>但重要的是，在這個案例中，我們看到一種對市場認知的轉移，那是對於不確定，以及對未來世界的信仰方式的改變。

這些信仰表現了對市場認知的判斷。股市中的認知與理解認識論，或許可以稱之為市場意識型態(*market ideology*)。意識型態的認知主導作用，讓行動者選擇使用種種「學門」、「技術」，以及決策的推論方式。

從這些不同的市場意識中，我們看到了行動者在實際行動過程中，並不是固定不動，而是處在不斷的學習過程。但市場資本結構會變動（如外資），產業競爭結構也會變動（如鴻海變成電子業龍頭），市場意識型態也會變動（如產業分析的興起）、個人的知識架構也會不斷變化（如技術線型的學習或產業分析知識的吸收）。似乎一切都處在不確定當中，面對市場，我們像是無知而被玩弄的孩童。一旦我們受挫時，就有可能改變對市場的認知，因而意識型態產生轉變。

那麼，究竟透過什麼方式，我們可以找出一個屬於社會學觀點的架構，來解釋行動者在不確定中的結構，而且幫助我們穿透既存的金融財務或經濟學家的觀點，並提出具有貢獻性的解釋呢？在接下來的兩章中，我們將致力建立完整性的理論解釋觀點，並以此進行股市社會結構的分析。下一章，我們將分析股票市場的形上實體，以及在這不確定的形上實體中，資訊和知識的如何產生雙重限制作用，造成行動者的綑綁。

---

<sup>37</sup> 關於財經知識體系的演進，可參考 Berstein(1992, 1996)。

## 第四節、小結

本章主要以大量訪談為基礎，歸納並分析投資者在資本、資訊、知識三個因素的運作情況。主要目的在於釐清原本刻板印象中被稱之散戶或大戶的群體，在現實的情境中，資訊管道如何形成，資訊的背後隱藏哪些知識體系。

古典理論中向來受到重視的資本，在股市中依然發揮其作用。大部分中、大戶的資金並非從市場中獲利產生，多數的例子是從「場外」的繼承或轉移，使得中大戶的優勢得以建立。資本在股市中依然能發揮類似生產工具的作用，諸如轉成資訊消費的力量。但亦有許多面向並非資本的作用，而是中、大戶本身的社會位置有利於行動者資訊的收集與確認管道。

在資訊的來源分析中，發現職業分工的因素，使股市出現專門製造並分析的資訊生產組織。諸如研究員、分析師，以及資料製造中心的各上市、櫃公司的高階經理人(data producer)。資訊的來源可分為非公開資訊與公開資訊。公開資訊是一般投資者，以低成本就可接觸到。非公開資訊則需透過工作網絡、消費或特殊人際網絡方可接觸到。但繼續將資訊的表面形式進行深入分析，則可發現資訊背後隱含各種知識基礎。

知識的分析可分為兩個層次，第一個層次指專門類別的特定產業知識，以及市場中必須使用的金融知識等工具性知識，這些知識基礎大部分是被綜合地表現出來。第二個層次則為抽象性較高的市場意識型態，市場意識型態引導行動者選擇分析工具和技術性知識使用。但這些知識的脈絡同時也造成限制。

散戶是個民俗界定的名詞。在本章的分析中，散戶的第一個特徵是資本額小。其次，其資訊管道大部分是公開資訊。但知識也在散戶的形成中扮演關鍵角色。即使除去資本、資訊管道的限制，在公開資訊的符號分析中，我們仍然發現存在著技術知識和市場意識型態的限制。

## 第四章：資訊-知識(I-K)與市場結構

「人性中一定有愚蠢的本質，否則不會被同一種圈套欺騙千百次：他們雖然記得過去的不幸，仍然會挑動及刺激造成不幸的成因，後者也會再度帶來不幸。」

加圖的信函(Cato's Letters), 1972

Devil Take the Hindmost, Chancellor (1999):67

人性中一定存在著愚蠢的本質嗎？對哲學或心理學來說，這個問題的可能性遠高過於社會學。當股市中的小戶一再重複同樣的模式進入市場然後又黯然離場時，我們不禁會問，這是個圈套嗎？對本文來說，筆者相信這裡有個社會結構的圈套，沈默地等待著那些自以為可以愚弄別人的行動者自願到來。

在第三章的討論過程中，我們儘可能地「貼近」市場中之行動者的思維與行動依據，主要扣住資本、資訊、知識這三個因素，並分析因素間的作用，以及因素背後的權力來源。儘管我們可以看到幾個不同的條件差異，諸如資本大小、資訊來源與否，以及不同知識背景面對資訊的差異化過程，但這些分析仍然缺乏理論化的架構，以及整體面的社會結構圖像。

既往經濟社會學家或經濟人類學家對於金融市場的研究，拆解結構的背後意義，不僅是對市場結構的重新省思與認識，同時也是對經濟學「公平化」市場供需表面關係的反駁。此系列觀點重新檢視社會資源分配與動員的理論，階層化的觀察更是內含不可或缺的精神。這些觀點有的將市場視為網絡或特定的社會結構(Baker, 1984, 1998; Granovetter, 1985; Brain, 1999; White, 1981)，或者是將市場視為政治鬥爭的場域(Fligstein, 2001, 2000)，或者是利益者動機形成的行動結構(Swedberg, 1994, 2003)；或是符號互動脈絡下的互動結構(Hertz, 1998; Gamble)，以及知識社會學脈絡下的知識理解的結構(Smith, 1981, 1989)等等。但這種結構認識方式，近來受到新的檢討，特別是來自德國社會學家 Knorr Cetina 所提出的形上實體的市場概念。

比較起其他市場，金融市場的運作機制，競爭要素的條件完全不同，其中，資訊和知識扮演了更關鍵的角色。從前面的分析中可看出，這兩個因素很少單獨發揮作用，而是互為表裏，並反過頭來構成市場的特殊規則和限制。以下，將重新耙梳 Knorr Cetina 等人的研究結果，並在台灣股市實際情境中以波羅地海指數(BDI)作為例子，提出「資訊-知識」(Information- Knowledge)的概念來。

## 第一節：資訊知識(I-K)的理論基礎

### 一、市場是一個認識實體(Market as an epistemic reality)

德國社會學家 Karin Knorr Cetina 在一系列的金融研究中，針對資訊和市場構成的問題提出重要的觀點(2000, 2002a, 200b, 2003)。他在金融市場的研究中，首度提出「資訊作為一種知識形式」的看法(information as a form of knowledge)。將社會學界習慣以網絡(network)做為基礎的社會構成(市場行動者組成)，以全球微觀結構取而代之(global Microstructure)。他以此作為分析金融市場的理解工具，論證金融市場中行動者的互動方式(資訊聯絡)，不同於一般網絡的人際連結方式，而是以螢幕為基礎的微觀職業網絡。因此，網絡概念只能解釋某些表面的行動構成，並無法深入說明每一個社會行動者在市場交易行為的差異。

Knorr Cetina 的論證實際牽涉到社會理論對社會構成的辯證。這一類辯證，正巧也是以網絡計量為主的美國社會學家，很少提及的理論思考。首先是對社會關係的假設。他認為金融市場中的互動關係是一種後社會關係(postsocial relations)。在馬克思的資本理論假設中，人在生產過程中被異化，因此形成客體關係(object relations)，人在這種生產關係中，只是整個物化過程的部份。在金融市場中，特別是在外匯交易中，所有的交易者被捲進由一連串電腦符號、數字指標的社會空間中，螢幕交易的世界就是整個社會關係的來源。網絡理論的假設，並不足以說明這種現象，因為這些行動者並非由網絡構成。即使 Castell(1992)認為這些交易員構成了資訊交換的網絡，但 Cetina 認為 Castell 充其量只看到了表面的構成，因為在大部分金融市場的交易過程中並沒有什麼節點(node)的存在，何來網絡？所有的行動者都依賴螢幕所構成的「市場」本身而存在，並根據電子資訊詮釋、理解眼前出現的資訊，以作為行動的依據與場域(Cetina and Breugger, 2000: 142-143)。

這裡所指的後社會關係，具有理論淵源的意義。因為在進入工業社會後，關於人在社會成為「客體關係」的討論，特別是後現代諸理論、或法蘭克福學派對商品異化已有諸多說明。相反地，他所研究的金融市場的案例，特別是將市場視為附件客體(the market as an object of attachment)，完全表現了金融市場的匿名本質，才一舉將許多經濟社會學對市場認識論的既存印象與假設往前推了一步。

這種「後社會關係」的驗證並非只是單純客體關係的論證。他在 200 個外匯交易員的觀察與訪問中，認為交易員的角色一方面是造市

者，必須提供市場流動量，但同時也是被螢幕所「綁住」的一群行動者。在 1972 年布列敦(Breton Woods)條款解除前，外匯交易使用固定的價格，扣除必要的差價和手續費，交易對象清楚而明顯。交易者依照大列表紙的紀錄價格交易，因此也沒有套匯、投機資金等熱錢。競爭對手清楚而不具匿名性，大部分都是國家央行或是知名銀行等，因此交易記錄的列表紙代表交易所所有的對象與動作(Preda, 2002a)。這種情況跟工業或商業交換市場是比較類似的，也就是交易者可以面對面溝通（或是電話），以及對交易互動者的掌互相握。雖然不一定完全知道這些貨幣是由誰提供，但國際貨幣供給者就這麼幾個，可以猜測到對手的來源和屬性。

但在這之後，外匯市場起了變化。貨幣交換固定匯率解除管制，螢幕取代交易記錄紙條，各國央行和大銀行的交易員代表公司站上前線，以往單純的仲介或貨幣提供的業務起了關鍵質變。市場的搓合系統表現在螢幕上，「以螢幕為基礎」(screen-based)的市場成為表現的象徵。此點是金融市場的資訊表現性，這些表現性的資訊立即而且公開，但他認為資訊公開，反而造成一連串的空缺(lacks)(2000:155)。

到底這些「空缺」是什麼？又究竟能提供我們什麼突破性的理解。

此為 Knorr Cetina 等人第二個重要辯證，認為金融市場的空缺形成不確定性和浮動性。所謂的空缺，是由形上存在的螢幕（市場）構成的，即形上市場的構成。當交易進行時，所有的外匯交易者都被螢幕綁在一起(tied together)，螢幕上出現的頭條新聞、市場評論等訊息呈現(appresent)出市場的樣貌。接下來價格的資訊，同時成為知識的載體(carrier of knowledge)。價格不斷地出現的同時，也表現出「市場」的經濟狀況、各種政策的影響。螢幕成為市場表現體，交易員透過這些螢幕理解到市場是什麼，並以此判斷市場的走向趨勢(Knorr Cetina and Bruegger, 2000:147-146)。對交易者來說，市場此時仍是一個黑箱(black box)，雖然它同時也是一個資訊開展的實體(unfolding reality)，隨時向行動者傳遞各種資訊和知識。但這些資訊一直在變動，交易者無法掌握「確定」的資訊是什麼。因此，市場的整體永遠像個黑箱，永遠像個資訊的黑洞空缺。既充滿不斷變動的資訊，但也永遠缺乏有用的資訊（同上：152）。

作為市場的參與者，因為職務上的利益需求，又不得不對這個無法控制的「事物」(thing)盡全力掌握。對此市場上的專家或以此為職業者而言，不得不將市場視為知識上的客體(knowledge object)，盡全力研究與試圖預測，在匿名和流動之間盡力去認識這個客體的存在。因此，Knorr Cetina 與 Bruegger 曾經將市場的這種狀況形容成一張

「流動的地毯」(flow carpet)，他說：

因此，螢幕的實體---地毯---是一個過程(process)，但這並不只是大量相同的水從此地流到他地；相對地，是由無限連續的不同事物投射於不斷改變的螢幕的某種過程(Cetina and Breugger, 2002b: 398)。

對所有的交易者而言，這種由資訊構成的流動地毯，使市場的認識不容易黏著成一個固體。所以，金融市場在認識本質上就成爲一個「融化的固體」(melting of solid)。更重要的是這個融化的實體卻又不斷的展出資訊(rollout)，透過螢幕開展在行動者眼前，特定的行動者（如外匯交易員）形成內習化(inhabiting)的生活形式與社會結構(2002b: 399)。<sup>1</sup>

對金融市場的變遷特性，特別是關於「匿名性」和知識載體的關係 Knorr Cetina 並沒有說明得那麼清楚，但道理也很簡單。外匯市場的交易在 1972 後，當市場本身擴大規模，系統本身成爲開放性而允許其他交易者進入時，市場就成爲匿名性空間(anonymous sphere)。此時，金融市場不像工業市場、商業市場等交易屬性，知道「對方」是誰，也無法計算彼此之間的資源多寡、權力大小。唯一可見的就是交易量，價格與數量的表現。在交易瞬間，無法判斷任何確定的競爭關係。因此，金融市場才表現出來既是展露(unfolding)，同時又是一個黑箱的矛盾特性。在匿名的空間中，所有價格資訊的呈現，就像一條不斷流動的資訊地毯，從螢幕前面不斷流動而過。<sup>2</sup>

透過匿名性的作用，金融市場這種不斷改變又展露資訊的特質(changing and unfolding)，造成了必須透過「否定」的方式來認識市場（因爲它什麼都是，但卻永遠無法自我完整的滿足）。市場既是眼前所有事物的代表，同時又是一個永遠缺乏的知識客體。交易者在這個過程中的永遠無法滿足他們的缺乏(wants)，可是市場卻又是一直透過展示空缺（也是不可全知的對象），提供行動者利益需求的暫時實體(Market.....An unfolding object that provides for these wants through the lacks it displays) (Knorr Cetina and Breugger, 2000: 152)。

空缺(lacks)因此出現特殊的意義。空缺，包含想要確定資訊的渴望，同時也永遠在等待還沒出現的資訊。這些行動的意向性

<sup>1</sup> 這段描寫其實很有意思。在這個意象中，讓我們想到很多隱喻。交易員就好像「蛹人」，被種植在螢幕上，金融市場的結構透過一個個螢幕，將訊息傳到每個行動者。行動者的臉就是螢幕，交易員成爲螢幕人(screen man)。沒有節點(node)與網絡，所有的結構都是市場本身。「市場」是一個形上的知識載體，也是不斷變動無法掌握的電子流。這種對結構的看法，實際上與 Bourdieu, Giddens 也是有比較的可能性。

<sup>2</sup> 關於內線交易的情況，在這種情況下暫時不被列入討論。即特定的擁有資本的投資者，聯合操控特定產品的例子。

(intentionality)需要透過螢幕所呈現的世界，才能完成行動的判斷。但這並個人的差異，而是金融市場特殊的結構。視野、觀點(perspective)必須依附於形上的螢幕資訊世界上，才有可能存在。但是在市場中，這些觀點或視野卻又隨時會為數字的現實所顛覆，使得對資訊的確定慾望更為強烈。因此，行動者就一直處在需求(wanting)的情境中。行動者的慾望需求，也是市場的空缺。一旦行動者進入市場空間中，就進入一個充滿不確定資訊，但又缺乏確定的狀態。因此，金融市場才被他們形容為一個形上的實體。

「空缺」的認識論層次解釋，拆解了金融市場與其他市場在本質上的不同。<sup>3</sup>從古典理論以來，特別是馬克思的傳統，將社會關係視為生產工具的區分差異。但由資訊不確定形成的空缺狀態，其認識方式由資訊的缺乏/爆炸中產生。越是強調公平、集中、匿名交易的市場，越有可能產生出這種資訊流動的情境。亦即，當代社會在科技和集中交易的各種條件支持下，出現了與以往不同的市場社會關係。透過金融市場中的中界、科技的發展等諸外部因素，形成與以往不同的交易關係。這個概念就稱之為後社會關係(postsocial relations)。<sup>4</sup>

後社會關係的論證，點出金融市場為形上實體的特質。空缺造成的不確定性和行動者處於這個空間中，必須依賴螢幕的資訊而非以往的網絡（在交易過程中），造成行動者在交易空間脫離原來社會結構的情境。但是，流動的金融市場也需要「固體」為基礎。儘管金融市場是一個「不斷滾出的流動地毯」，但卻必須依附在某些客體之上。譬如，在外匯市場中，各國不同的貨幣政策（特別是美國）、進出口貿易變化、石油危機、景氣預估等種種因素等，都牽涉到實際的「固體」結構，才能轉化到金融市場的資訊滾出。但 Knorr Cetina 對於此點並沒提出更進一步的解釋。金融市場雖然成為一種形上的實體，但與其依附的客體之間的關係究竟為何？下面的討論，將繼續分析市場資訊在知識上的依附狀況。與本文第三章比較起來，這裡將強調理論上之社會關係、資訊、知識的概念討論。

## 二、資訊作為知識的載體(Information as a Form of Knowledge)

對於金融市場社會學的系列研究而言，資訊是一個最核心的論戰

<sup>3</sup> 金融市場的「匿名」同時也是「公平」的象徵。一旦知道交易者的身份與價錢，就可能出現聯合壟斷或操縱的可能。但匿名的同時，卻又形成某種「黑箱」。這種「匿名的公開過程」，與工業市場或商業市場的本質是絕對不同的。出貨給某對象，總不能不知道。買誰的東西，總不能說路邊撿來的。「匿名拍賣會」就比較像是這種情況。試著想像同時有 50000 個匿名拍賣者在同一個介面進行買賣的情況應該就差不多了。

<sup>4</sup> 這種後社會關係，並不是「後社會主義」(post socialism)的意思。而純粹指現在的市場交易關係，已非以往互動的社會關係。這個觀察，其實與 Braudel 對遠程貿易的描述有些有趣的對照點。遠程貿易(long distance trade)，也存在製造者到買者互動的遙遠距離。在遠程貿易的情況中，也會產生匿名和不確定的資訊狀態(Braudel, 1984a)。

點。資訊所呈現的世界成爲市場認識的來源，其整合、斷裂、矛盾都由此產生。但對於市場社會關係的觀點，Knorr Cetina 等人在 2002 年前後的一系列研究，出現不一致的敘述與轉折。透過這些不一致的論述過程，反而更清楚地看到在轉折過程中 Knorr Cetina 等人的思路，並在觀點反覆的論證下（有時候是矛盾的），越來越清楚地耙梳出金融市場的資訊核心特質。

一開始，他先將金融市場視爲一種形上實體，並以此論述行動者所構成的螢幕基礎的社會關係，不同於以往工業社會的面對面(face to face)，或是以往經濟行動構成的社會結構，並對既有的網絡分析提出較爲強烈的如下批判：

包含這些東西（註：公司、組織）的概念都被稱爲網絡(network)。如果社會科學家以往被科層(bureaucracy)和層級(hierarchy)等概念所迷戀的話，那現在就被網絡(network)和連結(connectivity)所迷戀。.....從許多方面來看，這種迷戀就是被保證著(the infatuation appears warranted)。就一個組織的概念而言，網絡的概念描寫了一個由組織變革、科技發展、與廣泛的文化轉移等因素強而有力的聚合體，此聚合體又支撐網絡概念的特徵，就像是一個對各領域的企業引導的模型或廣告(Knorr Cetina and Bruegger, 2002: 391)。

將這段描述對照起前期系列著作(Knorr Cetina and Bruegger, 2000, 2002b, 2002c; Knorr Cetina and Preda, 2001)，顯然的，Knorr Cetina 他認爲網絡概念並不足以描述市場的關係。金融市場中缺乏節點的特徵、行動者並不隸屬於當地社會的網絡。網絡學者所形容的世界，就像一個集合組織變革、科技發展、與廣泛的文化轉移的綜合體。最後，他還諷刺性地說：「就像是一個對各領域的企業引導的模型或廣告」（同上引）。從此處，不難看出他對網絡分析過於表面而氾濫的觀點的批評。

但在 2002 年前後，似乎出現一些微妙的轉變。Knorr Cetina 開始採取鑲嵌(embeddedness)的概念，重新將外匯交易者定位爲，「鑲嵌在經濟交易的全球社會系統」，並稱之爲全球微觀結構(global microstructure)。他認爲外匯交易員的市場分析(cambist market)，是對以往經濟社會學中，工業製造市場之外同位的分析補充(.by positing a form of market coordination that supplements relational or network forms of coordination)(Knorr Cetina and Bruegerr, 2002a: 905)，也就是說，對網絡或鑲嵌的概念採取「補充性」的作法，而不



是全然的反對論證。<sup>5</sup>

因此，這一系列的研究被重新定位到經濟交易市場的脈絡中。Knorr Cetina 認為生產、製造等交易行為，與金融交易雖然在形式上不同，不能一概而論。但全球微觀結構的論證，理論上也可以運用到工業市場的特殊網絡來解釋。

在這個推論階段，他似乎又認為金融市場與工業市場，都是鑲嵌在社會的整體之中。社會(society)像是最後所有市場的鑲嵌來源。比如說外匯市場，是鑲嵌在全球金融資本流動的組織中。即使交易形式不同，但都必須由附著在社會的整體上。原來那個形上存在的金融市場，突然被存而不論了。

但在下個階段的研究中，他又重新論述這些市場的關係，認為市場的性質應該被分類。金融市場的形上特質應該在被強調，與奠基在網絡基礎的既定市場是不同的。金融市場從原有的網絡、外在形式表現，去鑲嵌、去耦連而獨立出來，他說：

近來，經濟社會學家傾向將市場視為鑲嵌在社會關係或社會網絡之中，因此見到的結構是被界定的市場(defining markets)或框架化的經濟行動(framing economic action)。.....此文將描寫在兩種市場類型之間的差異：(第一種)那些奠基於網絡建築上，其社會關係夾帶許多特殊市場行為(specifying market behavior)和解釋市場結果(explaining some market outcome)的負荷(burden)；(另一種)<sup>6</sup>則是從網絡和展示中已經成為去鑲嵌(disembedded)與去耦連(decoupled)的市場，即我所稱的流動建築(.....and markets that have become disembedded and decoupled from networks and exhibit what I shall call a flow architecture.)(Knorr-Cetina, 2003: 7)。

這個論調，又重新顛覆原來的概念，即金融市場會脫離原來社會網絡，並形成流動建築(flow architecture)。此處他又重新強調形上的市場概念，並且在「去鑲嵌」(disembedded)和脫離原有社會關係後，形成後社會關係。因此，在金融市場的「本質」上根本不同於原有的市場。

上段引文中，他所說的「第一種市場」指的是立基於社會網絡和原有社會關係的市場，或是那種被以往概念牽制的市場（諸如經濟學、政治經濟學所指涉的）。另一種市場，其結構則完全不同。差異

<sup>5</sup> 這是否因為投稿於 AJS 的政治考量，不得而知。但在此處的確出現這個差異，原本全力駁斥經濟社會學網絡概念，後來變成「補充」。但這種差異的關鍵，牽涉到「何謂實體」、「結構」來源的辯證過程。顯然在 2002 年的文章中，他放棄這個批評的絕對立場。

<sup>6</sup> (另一種)為筆者強調所加。

是，金融市場脫離、去鑲嵌、去耦連，脫離了原有社會或工業、生產、商業等種種「市場」的本質，並且融化原有「固體」的工業市場的既有想像架構。這些固體指的由是第一種市場所產生的經濟行動和互動結構。因此，在金融市場中的經濟行動，變成是資訊社會中的「自我表現」或「社會實踐」，主要依賴對於資訊的詮釋和意象判斷，這種實踐同時也是一種「形上的實踐」(epistemic practices) (Knorr Cetina and Bruegger, 2003:2)。但這種特別的形上實踐，必須透過資訊形式所夾帶的知識論基礎來進行，所以，本質上是不同於那些被「融化的固體」所指的第一種市場。

在這系列的修正論證中，幾項假設慢慢被確立下來。第一，金融市場是一個流動的資訊市場建築(information flow architecture)，由全球反身系統構成(global reflex system)。行動者會反思自身面對資訊的位置與處理能力。當行動者面對即時的資訊時，會產生詮釋、立即做出回應，完成互為主體性的交往過程(inter-subjectivity)。第二，螢幕的金融市場是由流動的資訊構成特殊的社會結構，其本身的流動與即時性，是由各種來源不同的資訊管(pipe)構成，全球、跨國的流動構成資訊螢幕(screen)系統並產生視野(scope)；第三，市場的流動結構，就如同一個時間世界(time world)的流動結構，並且在螢幕不斷變動地展現(Knorr Cetina, 2003: 8-11)。唯有在行動者「跨進市場那條線」，才會出現流動的結構，亦即流動的地毯的展現(Knorr Cetina and Bruegger, 2002b: 398; Knorr Cetina, 2003: 16)。<sup>7</sup>

此處，終於可以在 Knorr Cetina 自身反覆的論證中看到端倪了。

在金融市場中，競爭結構或權力並不是圍繞著生產力、成本控制、組織的外在因素。而是行動者是否能在資訊流動的建築中取得相對的優勢位置。因為，金融市場依賴資訊的交易行為，使得這個市場本身就變動快速，而變得不穩定。這個不穩定，使行動者被迫採取形上的認識方式。這些事物的來源為何？就是資訊，所以他說：

「資訊是所有的事物——並不只因為它重要，它是所有的事物。沒有其他東西比得過資訊——所有的事物圍繞著資訊這個中心打轉——」  
(Information is everything—not only important, it's everything. Nothing else than information—everything centres around it.) (adapted from Knorr Cetina and Bruegger, 2003: 4)。

<sup>7</sup> 此處以 GRS(global reflexive system)重新強調原先提過的全球微觀結構(global microstructure)，其差異性是 GRS 更強調行動者的反身性，由螢幕表現了個體社會存在的形式，同時也將科技內習化，形成交易員特殊的生活方式。但 GRS 顯然更強調，交易員一旦進入市場中，將產生脫離原來社會結構的去鑲嵌現象。上述幾個假設特點，是由筆者主觀整理出來。

正是因為這樣的交易環境的特殊性，使得接收資訊的同時變成一種認識的過程。金融市場的經濟交易行為中，最重要的就是資訊的結構。資訊的製造、接收，實際上就是一系列框架化(framing)的過程，對於市場和未來不確定的認識，所以的一切都是透過資訊來完成。

在這層意義上來說，資訊才成為知識化（認識）的過程 (information as a process of knowledge)。這亦可用現象學或 Berger and Luckman 的知識社會學脈絡來理解，金融市場的資訊流動是一種認識世界的過程。市場能成為知識的載體，全賴於資訊成為所有事物的中介面。唯有進入這個中介，才有可能對流動的市場進行理解。因此，必需藉助知識社會學的分析才可能完成市場的資訊。所以，Knorr Cetina 的觀察與假設也才會成立。這也就是說，在金融市場中，所有的資訊都是一種知識形式 (Information as a form of knowledge)，所有呈現的資訊都是知識建立的過程（理解）。以資訊為表象的結構，實際上就是知識的結構。<sup>8</sup>

這個概念若簡化來陳述的話，就是市場中的所有資訊都是「資訊知識」 (information as knowledge)。市場的資訊建築 (information architecture)，都由知識認識過程所構成 (2003: 3)。針對此點，Knorr Cetina 等人開始對資訊進行系譜性的分析。**資料**指的是未經詮釋的資訊 (data is un-interpreted information)；**資訊**則是詮釋過的資料；**知識**則是包含各種模型和因果解釋 (knowledge involves additional models and causal explanations)。知識，也是資訊流通的最終形式 (Ibid:3-4)。在金融市場中，未經詮釋過的資料非常稀少。即使是指數或價格，在告知時就會夾帶各種知識。所以，最後還是環繞到資訊/知識這個中心點來。

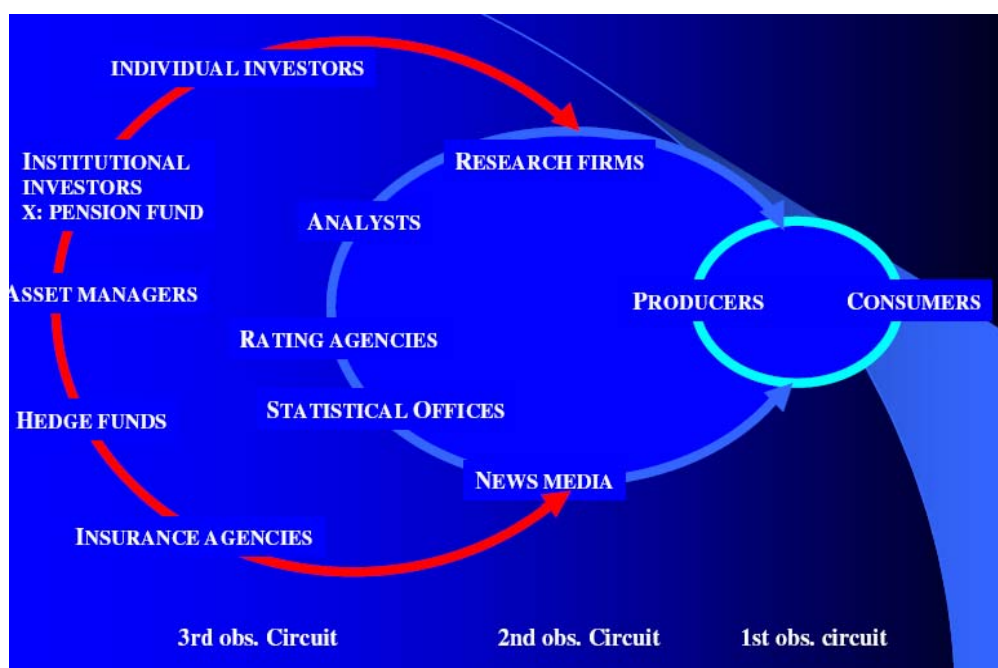
針對資訊知識的分析，他以知識消費 (knowledge consumption) 做為分析的策略，他所分析的資訊建築中可分為三個循環圈。

第一個循環圈，由資訊消費者、知識生產者構成；第二循環圈，由研究員、分析師、評等機構、統計辦公室、新聞媒體構成；第三循環圈，由個人投資者、法人投資者、對沖基金、資產管理公司、壽險公司等構成。透過知識消費，消費者同時也建立了世界的外在性，而行動者面對的「市場」，都由這些人製造出來的再表現 (apresentation) 與衍生物 (Knorr Cetina and Bruegger, 2003: 2, 9-10)（見圖十三）。<sup>9</sup>

<sup>8</sup> 此項假設的重要性並不因為前面的論述矛盾，而減弱其說服力 (Knorr Cetina, 2003, 2005)。相對地。在這樣反覆的論證過程中，Knorr Cetina 延續科學社會學的基礎，並補充前面幾篇文章在此論證的不足。

<sup>9</sup> Knorr Cetina 並沒有否認這是來自 Neil Fligstein (1996, 2001a) 所觸動的靈感。針對以往的網絡分

圖十三、Knorr Cetina 的資訊消費循環圈



Adapted from Knorr Cetina and Bruegger, 2003, attachment: 1

這個市場結構圖是 Knorr Cetina 等人對金融市場資訊流動描寫的最具體的一次，同時也將金融市場中知識理解的實踐過程，轉移到資訊的消費過程。資訊作為知識（認識）的一種形式，構成市場中資訊知識的結構，消費的循環邏輯，一舉將金融市場由其他構成因素，轉移到資訊流動結構的差異上來（例如工業市場中的資訊就可能以工具性為目的，而不是像金融市場是倚靠資訊生產而獲利）。

Knorr Cetina 的論點，無疑具有重要的貢獻。他們對於金融市場交易的本質做出新的界定，說明在不穩定情境中，市場會成為不可掌握的形上實體，在這之中，資訊的競爭才是最重要的。同時，資訊的出現，背後還承載了知識的理解基礎。但是這樣的分析結論，仍存在著許多疑點。資訊作為知識形式的假設如果成立的話，那如何解釋不同行動者的資訊傳遞過程。這個推論過程，理論概念的推衍過於經驗現象的論證。如果說，我們將社會階層的概念與實際行動者的差異性放進來的話，那會得到什麼樣的圖像？

在第三章的分析中，已經針對小戶、大戶等行動者作了資訊管道的比較。同時，也拆解資訊背後可能夾帶的知識基礎。以下，將提出更完整的資訊-知識解釋概念，並以具體的例子檢證其規則與限制。

析，往往忽略實際社會結構高密度的對話互動、知識流動以及時間的流動特質等特徵。若對比這兩者的概念，確實有相似之處。

### 三、資訊-知識(I-K)概念的提出

Knorr-Cetina 所提出的資訊知識，其概念核心論證了市場中所有的資訊接收都是知識（認識）的形成。這個概念的形成過程，主要是從外匯市場的研究分析得出的。但外匯市場與股票市場的參與者，還是存在著社會能力等面向的差異。如果檢討這個概念的產生真實場域，並把股市中多樣而異質的行動者放進來，就會發現資訊、知識的作用，會因為行動者的差異而產生變化。

第一，外匯市場是國際(global)、大戶市場(big player)。Knorr Cetina 等人的田野研究以外匯市場的交易員為主要觀察對象，並分析其交易行為。但外匯市場在金融市場中是屬於「國際貨幣交易」的範疇，並非一般人可以進入的市場，所以其市場本就非常特殊。就交易環境而言，購買彭博(Bloomberg)、路透社(Reuters)等資訊來源和軟硬體，就會顯示一致的資訊。加入外匯交易的行動者（不管是法人或個人），都必須具備這些資訊來源，否則連交易都無法完成。就資金提供者而言，不管是各國央行、銀行或投機客，其資金部位(position)雖然大小不一定，但絕不會有小戶這種行動者。因為其交易成本過高，只能委由各銀行代為管理其交易部位。

第二，外匯市場的交易者知識背景、訓練過程都非常接近，交易員是一群同質很高的特殊群體(specific group)。在外匯市場中，大部分的外匯交易員為因應國際市場的交易條件，都有非常接近的知識訓練、標準化的操作程序。對業界而言，必須將所有交易程序標準化(standard operating process)，才能控制交易的規則和效率。所以會出現 Knorr Cetina 等人所說，交易員有接近的生活形式和科技內習化的現象(Knorr Cetina and Bruegger, 2002b, 2002c)。這種情況非常類似金融從業人員的其他市場，如債券市場、資本市場中的發行市場等等。主因是在這些交易環境，交易員必須具備這些基礎，才能成為交易員。也就是說，並不是進入市場後，交易員才學會這些生活形式，或內習化這些科技環境，而是在進入市場前就已經「準備」好了。交易員是從「一堆」背景類似的人之中被挑選出來，差異的是進入市場後對市場資訊的解讀方向和對反行動。

相對來說，在所有的金融市場中，股票市場算是最「平易近人」的。交易門檻低、可以不會說英文、不懂利率、匯率走勢，一樣可以加入買賣市場的行列。在本文的第二章（頁 45）中，就已經將股票市場的一、二級市場性質區分開。在一級市場中主要的交易者都是法人公司大戶以及一些零散的申購者，其交易性質與定價機制完全不同於二級市場。一集市場的性質較接近工業市場或商業市場的原則，即匿名性較低、流動性較小的定價協商原則。但在 Knorr Cetina 的研究

中，雖然精準地掌握外匯市場中「變遷、流動」的特性，但卻忽略了參與者的結構問題。

這個參與者結構的問題一旦移到股票市場中，就天差地別了。雖然股票市場同樣具有資訊變動快速、流動的資訊結構特質，但不同身份的投資者，卻不單單只是「詮釋理解」上的不同。股市中行動者的詮釋理解，受到行動者在市場中的相對位置而有所不同。

在本文第三章的實際資料分析中，已經可以發現行動者實際上差異性很大。以往只以資本大小區分這些投資人，但這只是區分方式的一小部分。實際現象提醒我們，在資訊接收來源上，有些非公開資訊並不會出現在一般投資者眼前。如果再加進知識基礎的思考，更會發現不同投資者即使面對同一資訊，也不一定能夠作同樣的理解。也就是說，資訊不但是一個單一知識化的理解過程，同樣地，技術性知識背景也會回過頭來限制主體的理解。因此，資訊與知識這兩個東西無法切分，資訊不但是知識化的過程，知識更是資訊理解的基礎。

因此，我們提出另一較為完整的概念，「資訊-知識」(Information-Knowledge)。以補充這一系列研究上的不足，論證在市場資訊吸收過程中，個人資訊的理解能力與接收管道受到的限制。何謂社會限制，即個人在主觀意願無法改變的外在力量。外匯交易員存在的社會限制不同於股市中的交易者。地方市場的交易者，其資訊接收雖然也是一種知識形成過程，但行動者的社會條件，更會全面地反向限制資訊的接收能力。

我們將以波羅地海指數(BDI)的技術性市場詞彙作為工具，在同一時間內訪問不同職業、身份的參與者，並分析他們對這個技術姓名詞的認識概念、來源，以及理解過程。具體地說明在股票市場的實際交易過程中，資訊-知識(I-K)是如何產生的。

## 第二節、資訊-知識(I-K)：經驗與概念

金融市場中依產品屬性可區分出許多市場，其產品屬性差異也很大。但是類似外匯市場、股票市場如此集中交易、報價公開透明化的交易過程，使資訊傳遞成爲該市場中的核心特質。以往理論對於市場中的資訊分析仍停留在表面的層次。但在台灣的股票市場分析中，我們發現與以往理論不同的形式。「資訊」的理解過程，會受到行動者教育程度、各種專業知識的限制，因此形成方向、層次不同的市場理解。原先 Knorr Cetina 提出的資訊知識(information as knowledge)，如果放進行動者差異化的因素，就會看出市場中行動者完全處在不同的位置。資訊-知識(I-K)的概念，有助於觀察到那些沒有知識背景，無法理解資訊的意義行動者。對沒有詮釋能力的行動者來說，那些經過詮釋的技術資訊，往往只不過是無用的資料而已。<sup>10</sup>

這個概念的形成是由一連串的意外所組成，並在實際經驗中不斷地考驗、測試。2003 年間，我例行地與指導教授討論。突發奇想地問了老師一個問題：「BDI 是什麼？」。當時候散裝航運股正是火紅，因此報紙開始出現 BDI（波羅地海指數）這個名詞來。當時我們兩人都不知道這個「東西」，也因此對這個現象重新省思，開啓了一場意外的旅行。

你知道波羅地海指數(Baltic Dry Index)是什麼嗎？

BDI，是一種 FFA(For Future agreement)，由倫敦期貨交易所發行的一個期貨交易指數(future trading index)。又稱之爲散裝乾貨指數，是由 10 條航線的散裝貨櫃(TEU)運費組合起來的加權指數。與此指數相關，並常使用的有 BPI、BCI 等指數。<sup>11</sup>

如果投資關於航運股，又特別是散裝航運股之類的，那麼就不得不注意這個新名詞的發展。益航(2601)、裕民(2602)、新興(2605)、遠森(2614)這幾家公司，就是專門經營這一類的鋼鐵、原物料等物資的運輸公司。有別於以貨櫃爲主的長榮、萬海等公司，這些公司跟 BDI 的各種指數密切相關。因爲各公司的短期運費報價，就是參考這些指數來運作，因此指數的變動就立即牽涉到該年的利潤率，以及公司每股盈餘(EPS)的多寡。

<sup>10</sup> 這個概念的形成，大約在 2002 年就開始醞釀，但較完整的提出是在 2003 年 10 月（高承恕、吳宗昇，2003）。當初並未完整地接觸到 Knorr Cetina(2003), Knorr Cetina and Bruegger(2003)等人的研究，儘管研究概念非常接近。不同的是我們採取較類似階層化或層級化(hierarchical)的分析，研究後期才較完整地納進討論。

<sup>11</sup> 可參考公開資料 <http://www.sfib.com.tw/sfi/new/industry/report/report-12.htm> 真相王 2004.10.30

如果沒有 BDI 的相關知識背景，投資者很難理解這家公司什麼東西。但有相關的知識基礎，卻沒有 BDI 的資訊，也很難精確判斷散裝航運的走勢。簡單說，對股市的投資者而言，如果沒有相關的資訊(Information)，無法理解市場的動態。另一方面，沒有相關的產業與市場知識(Knowledge)基礎，也很難理解資訊本身的意義。當然，這些名詞與數字的變動，都取決於你是否是市場的行動者。你不可能每支股票都買，但一旦你買了（或準備買），就跨進這個市場的某個的空間，被捲入這個無形的資訊-知識的使用。

爲了分析這個現象，我們採用綜合性的研究方法。在同一段期間內(2003.10.08-10.15)，對接觸已久的各種類型行動者，包含 BDI 報導記者、基金經理人、研究員、交易員、各類小戶進行關於 BDI 概念訪問。同時對 Y 海運公司的職員（包含電腦工程師、產業研究員、公關經理等同公司不同階層、位置的員工）做時間不一的訪問。結果證實假設方向是正確的。不同類型的行動者的確無法掌握市場中同一概念的定義，主因是其知識養成背景與「涉入」市場標的不同，以及行動者所處的市場空間和原有社會空間會出現不一致性。

在股市中，類似 BDI 這樣的名詞到處都是（諸如液晶薄膜, 16 吋晶圓等例子）。以下，將從這個具體而特殊的調查案例中，分析資訊-知識的概念，並解釋若以資訊-知識概念來觀察股市，其結構是如何產生的。

### 一、知識理解能力決定「資訊」

對於市場資訊的判斷，需要知識的基礎。缺乏對該投資標的相關知識背景，即使資訊到了眼前，也成爲無法使用的資料。資訊-知識(I-K)的第一個層面，就是指市場行動者詮釋資訊的知識基礎；亦即，在股票市場中，對於資訊的判讀需要的知識背景系統。

在效率市場的假設中，主要考慮的是資訊傳遞本身的時間落差、不透明等結構因素形成的假定(Fama, 1970, 1998)。但在實際的市場交易中，時間落差通常是個常態。雖然近年來有幾位財務學者也開始討論「知識不對稱」的情況（於貽彰，2002），但強調知識不對稱，卻又以全部投資人做爲母群體，假設在母群體會出現差異，對於財務金融學的假設來說，想要實證就顯得不合社會實情的邏輯。這種假設的難題，透過社會學綜合性地質化研究方法以及深入訪談，很容易就看到行動者的差異。最後可發現，資訊和知識這兩者並非完全是等號，同一個資訊詮釋過程，表現了千萬個不同的理解方式。因此，即使購買同一檔股票的投資人，對於資訊的理解也各有不同。以下將以具體



案例，逐一解析。

### (一) 教育知識能力的資訊限制

在資訊知識中，知識的背景基礎影響對於市場資訊的接收能力。此點，亦是由投資者本身生命歷程(life course)所形成的。此知識能力，同時也代表投資者的社會教育的能力。這種類型的資訊知識，在所有的投資者中佔了大多數。以一個最典型的小戶為例，就可輕易地看出來：

問：你知道 BDI 波羅地海指數嗎？

答：啥米？這是啥米？（台語）

問：航運股的指數，散裝貨運的指數。

答：航運股？哪支好？（BDI-11）

從這些受訪者的訪談過程中歸納，這些投資者教育背景不一，年齡大多在 50 歲以上。多半從事自由業、退休人員、家庭主婦等等為主。其資本來源包含退休金、家用金、借貸款項等等。交易方式以往以店頭當面交易，現在多以電話交易為主。接收消息的來源，主要以親友推薦、當日看盤訊息、當日晚報、股票介紹節目為主。幾乎沒有一個受訪者讀過券商的研究報告，即使收到傳真來的研究報告，大多看看推薦公司、目標價、看好與否。只要一問及為何從沒有讀完研究報告，大部分都是回答「它（研究報告）不認識我」之類的答案。此點，很能理解為何散戶要「跟」，因為這些投資者無法理解在媒體報導之外的股票世界。

### (二)、產業知識能力的限制

即使具備特定專業知識的能力，但對於特定公司的產業知識，仍可能存在著產業知識的限制。除非經過特別的學習過程，否則與教育程度受到的限制仍是相同的。

這一類型的受訪者，幾乎都有固定的工作與收入，在職業分工中也有固定的位置。進入市場初期，大多是沒有特別的產業學習過程，教育程度普遍以大專為主，年齡主要在 20 到 40 歲左右，無特別明顯職業類別區分。資本來源包含薪水、儲蓄、借貸款項等等，資本額普遍不大，從幾萬元到數百萬的固定投資都有。消息的吸收來源因為工作關係，包含報紙、電視、廣播、網路特定網站。但是複雜而數量龐大的資訊，對剛進入股市或不同產業的投資者來說，「隔行如隔山」的情境，構成在知識吸收上的藩籬。如 Y 海運公司的資訊室員工這樣的例子：

問：請問 BDI 散裝貨運指數（波羅地海指數）是由貴單位負責嗎？

答：什麼？這是什麼？

問：嗯，這是一個散裝貨櫃的報價指數。

答：我真的不知道，我很想幫你忙，可是我真的不知道這是什麼。

問：可是大家都說你們有處理這個東西耶？

答：....（沈默）.....我是寫程式跟作電腦維護的。(BDI-14)

這種由知識背景限制的資訊吸收形式，並沒有因為資訊傳遞條件的發達，或越來越有效率的市場而改變。投資人吸收的資訊，往往還是以自己知識背景和工作便利，而影響資訊吸收的親近性。相對來說，也會因為知識上的親近性與投資標的關係，自然地產生接受與排除某一特定產業。以下是另一個以 CD-R 或是 IC-design 為主要投資標的之電子業員工的例子：

問：你知不知道波羅地海指數？

答：不知道。這是什麼？

問：嗯，這是一種散裝貨櫃的航運指數。

答：可以買賣嗎？什麼時候有這種產品？

問：嗯，這是一個指數，沒有在台灣買賣耶。

答：喔。

問：你有買賣航運類股嗎？

答：從來沒有，但我上個月看到報告推薦航運類股跟傳產股。

問：通常都買哪些股票？

答：電子股之類的，IC 設計之類的。航運股可以買嗎？

問：怎麼沒買過這一類的股票？

答：不熟阿。有明牌嗎？(BDI-5)

另外，具有教育基礎的投資者，擁有移動的學習能力，在不同的情況下，往往會改變習慣。他們會開始對特定產業或公司研究或學習，重新展開市場和產業知識的教養過程。初入股市也會在「挫折」中重新學習，移動自己對資訊的理解範圍。

### （三）、市場知識與產業知識的學習過程

我是從去年年初開始做股票，當時正是快要上萬點的大多頭的時候，所以當時是怎麼買就怎麼賺，一直到選舉完之後，就開始掉下來，所以，我就從原本怎麼做都很順也都會賺錢的情形，開始變成很不順，很難去掌握，而且還被套住，此時，我才開始去做一些比較深的 study。而以前，我對於任何的技術分析都沒有接觸，所以我以前就是靠看報紙，看人家推薦哪一支我就買，反正是大多頭的時候，你買什麼都賺。

我還記得當時我要買元京，後來它漲了四支漲停板，然後我就跳進去買，結果買了還是繼續漲，從 50 幾元跳到 80 幾元，反正就是這樣，怎麼買怎麼賺，也沒有技術分析，就是靠看報紙，人家說那個好就是好，然後，等掉下來了才開始有警覺心，開始要去做一些研究。(FI16)

在市場並非永遠多頭的情況下，如果沒有遭受到斷頭（融資或融券）出場的情況下，再進場的這些投資者，有些會開始檢討策略，重新開始市場知識的學習過程（如前例）。這些學習的過程與內容可分成兩類。第一種是市場的專業知識（市場知識），第二種是產業（產業知識）。此點，交易成本的觀念並不適用於解釋。因為這類投資者教育知識限制並不大，資訊來源也大部分是公開的。或是用很低廉的成本就可取得。關鍵往往是投資者的個人動機，如下面的例子，當動機產生後，社會學習的限制因素變成資訊管道，而非知識的技術門檻。

問：你知道波羅地海指數嗎？

答：知道。

問：你知道波羅地海指數如何構成嗎？

答：應該是由幾條航線的價格構成的一個指數吧。

問：你什麼時候知道這個指數的？

答：大概 3 個月前吧。

問：從那裡知道這個指數呢？

答：從法人報告或是券商的報告中看到的。

問：你既然知道波羅地海指數，也知道趨勢，為什麼沒買航運股？

答：以產業的觀點看來，我認為 3054 前景看好。航運股的話，裕民很值得推薦。

問：航運股沒有前景嗎？

答：我沒有錢了，我幾乎都把錢放在 3054 了。(BDI-6)

10 分鐘後，他寄來一封 mail 解釋 BDI

波羅的海綜合指數 (Baltic Dry Index)BDI。

為散裝航運運價的重要指標，由多條航線運價組成的綜合運價指數。

BDI 指數大幅成長的原因有：

1. 景氣好轉，船舶供給持續增加，有助指數成長。
2. 原油大漲，散裝船的成本增加，因此運價向上調漲。
3. 散裝航運傳統旺季，如北半球冬季燃煤需求增加，且正值穀物收割時節，皆會增加散裝航運的價格。
4. 戰爭因素，如原油大漲，散裝船的成本增加，因此運價向上調漲，或開戰時散裝船隻的供給勢必減少，故導致散裝運價大幅上揚。

但並非每個投資者都具備這樣的學習能力，以及對特定產業資訊、知識的搜尋能力。這種對不同產業的資訊搜尋和知識吸收能力，前提是具有一定的知識基礎，加上學習動機。這個「再教育」的過程，若要產生社會流動，則要進入證券或特定產業內，成為「業內」或「專家」後，才可能形成更大範圍的「資訊-知識」體系。唯有進入這個專業體系後，對市場資訊的理解和詮釋，才能繼續擴大。

#### （四）、背景知識與市場產業知識的結合

市場上有一類被稱之為「專家」的投資者類型。這些人有特定社會位置，其職業就是其特定的研究與分析能力。如研究員、分析師、基金經理人、產業分析師、精算師，或者是特定產業（公司）的研究員等等。其訓練過程少則 3、5 年，多則十數年之久。

股市中，這一類研究員的分工越來越細膩。上從總經研究員、下至類股研究員、產業研究員等等。在機構龐大的基金公司或投顧公司，研究員數量龐大，通常採取由上至下(Top to down)的分工原則。從全球景氣的判斷，到國內景氣以及相關產業的影響，到下游的特定公司。如台積電、聯電的半導體研究員，IC 設計及電腦、電子類股的研究員，或是傳產股如海運、紡織的研究員。因為在進行研究時，特定的技術知識門檻，使得一般研究員根本不得其門而入，所以才使得分工越來越細膩。另一方面，研究員的生涯發展也會往行政職位、基金經理人、自營部操盤人等職位移動。但如果出現操盤不佳，被調往研究部門「重新學習」的情況也會發生。這些研究員或分析師，一旦進入市場後，通常會在財務分析的知識與產業的知識兩個體系中，被制訂重新學習的規格與方法。<sup>12</sup>

另一類的研究員，則是特定產業中的「專家」。通常其受教育的過程就在相關的科系，畢業後留在相關的產業工作。學校的教育，與其工作的再教育過程，基本上都使用同一套知識體系。工作上的資源又提供資訊的管道來源，其主要工作就是判斷「原始資料」並分析其可能性，制訂企業、公司的發展策略，或是提供操盤的建議。如下面 Y 海運公司中，專門負責海運各項指標的計算與分析的研究員：

問：關於 BDI 有許多報導，許多研究報告也寫了，但其實我們還不是很清楚 BDI 是什麼，怎麼算的？

答：BDI 是倫敦作的一個散裝乾貨指數。是由 10 條航線的散裝貨運傳的報價組合起來的加權指數，你用股市的總加權指數去理解就是了。只是說，BDI 並不是 Physical commodity 的概念，它是一個指

---

<sup>12</sup> 詳可參考楊凱成(2003)。

數。也可以作買賣，所以是一個 future trading index，可以作 FFA。

問：什麼是 FFA？

答：FFA 就是 For Future agreement.

問：是不是像期貨、或是選擇權？

答：對。

問：通常你多久看一次？

答：.....（沈默，有點楞了一下），我每天要看阿。

問：週期？

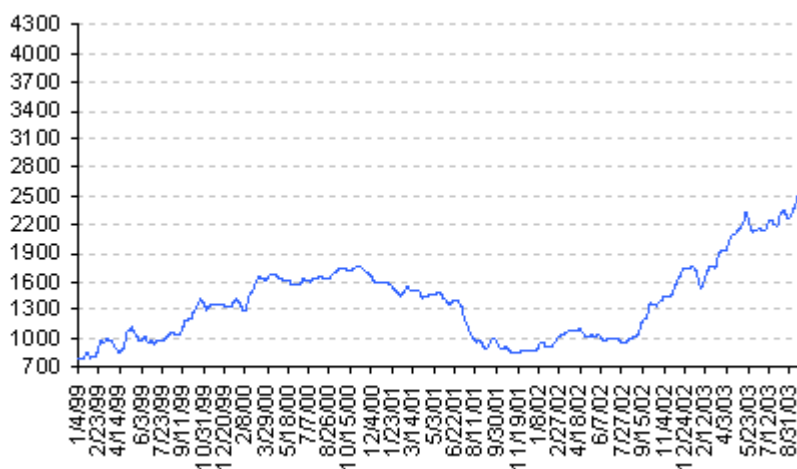
答：嗯...，除了不上班。(BDI-8)

1 小時後，他寄來所有相關的資料（下表七、圖十四），BDI 當天價格續漲，他並提醒我這個指數在 8 月就已經急速上揚，所以散裝貨運的運價「漲定了」。十個月後，報紙才注意到這個趨勢，對於這個資訊的傳遞過程來說，事實上的確存在快慢的落差。

表七：與 BDI 相關之航運指數

NDICES 2003.10.14	JEHSUP - 3275 (+ 44)	JEHSI - 1647 (+ 10)
BHMI - 19471 (+ 517)	BPI - 4423 (+ 4)	BCI - 6230 (+ 175)
<b>BDI - 4270 (+ 78)</b>		
BCI - Average of the 4 T/C Routes- \$72203		
BPI - Average of the 4 T/C Routes - \$37139		
SSY Pacific Capesize Index 14151 (+ 2077)		
SSY Atlantic Capesize Index 13435 (+ 2556)		

圖十四：BDI 指數變化表(1999-2003.08.31)



Source: [www.sea.net](http://www.sea.net) (Y 海運公司)

這群以「專業知識」維生的工作者，在台灣股市中出現越來越大的影響力。隨著上市、上櫃的公司逐漸增加，新興的電子或科技產業專業技術知識越來越複雜，這些工作者必須提供即時的分析與報告。這些人無疑是「資訊-知識」傳遞的上游。但這些研究員或分析師，仍然有「大、小牌」之分。一般說來，研究員的知識製造過程，特別是在法人機構、基金公司或投信投顧，都強調其分析邏輯、因果關係，必須有紮實(solid)的過程，而較不強調價格的判斷。價格的買賣判斷通常交給操盤人，或是更高階的經理人來作決定。

在特定公司內部的研究員、專家，以及證券業中的分析師、研究員等等，對於市場資訊形式背後的知識理解，以及市場符號的連動關係，範圍遠遠大於一般人，但專業知識，並不足以為獲利保證，一旦這些「專業」的研究員跨入其他領域，或是其他產業時，其知識背景跟一般進入的投資人沒有兩樣。只是，分析上的親近性，有可能使他們熟悉專業的術語，一旦取得資料就可以立即形成價格的互動關係。

但若以食物鏈來比喻，這群專業工作者仍有上游，仍有一些以消費形式或更高工作位階的行動者。

#### (五) 專業知識的管理者或購買者

並不是所有市場上的投資者，都認為這些產業、市場技術專業是很了不起的事情。許多由研究員出身，到達管理行政職位，或是大戶、中實戶等等類型的行動者，就不會認為有專業知識就一定在市場上比較好生存下來。但在證券機構內，更強調過程嚴謹性和市場的關係，一位基金公司的總經理這樣說：

我們買股票說穿了是想賺錢，我不是想買一家好公司啊，對我來講我不是一個真正的長期投資者，我們不是像創投那樣子可以凹個三年五年。沒有，老闆給我的時間頂多三年，我沒有五年的時間。所以研究員老實講很多都是 followers，那些真正能夠站到台面上來比較 outstanding 的那些，就是他有那個 Guts，查到我的 information，確認我的 views 是這樣子，我就把他寫出來，這是最 valuable，他可能會錯，但是他的邏輯可能會說服我，他的邏輯說服我，我跟著他的 evaluation，我錯了，我認了，因為我相信他。(FM06)

這段談話的看法，在制度嚴謹的基金公司最常出現。對於研究員製造、生產出來的報告，他們採取的是「異常管理」的方式。也就是要「新」的、「不一樣」的觀點，並需要嚴謹的邏輯推理過程。同樣地，較大資金的決策者（如外資），也擁有許多資訊來源與管道，他們不一定會遵照特定報告的建議，但他們需要大量的紮實(solid)的研究報告來構成他們的市場知識。他們不但看基本面的產業研究報告，

也參考不同來源的財務報表，特定公司的內部資訊和消息來源。在這些人身上，更強調「資訊」構成的「市場買賣氣」，而由這些資訊形成一個對未來「市場意象」的判斷基礎。所以，這群人位居資訊-知識(I-K)的消費端。另一種情況則是透過消費邏輯（大客戶），管理或消費研究員發出的資訊，其資訊的知識基礎，是透過消費形式完成的。<sup>13</sup>這些人的資訊-知識，通常需要長時間的經驗累積，才能形成有完整符號關係的直覺性判斷。

## 二、「資訊-知識」(I-K)的社會限制

透過上面對這些訪談者的說詞加以歸納，我們可以得知，行動者面對資訊的同時，也反映出來教育的社會階層結構。行動者接收告知性資訊，但不一定具有理解其產業知識和市場知識的能力，因此，數字、符號或術語不過是毫無關連性的符號而已。此點，若與 Knorr Cetina 所提出的概念做比較，資訊和知識就不再是單純而平面的過程而已。

資訊-知識(I-K)表現出行動者的能力差異。這種能力差異如果再放進資本因素作考慮，更可發現大部分的小戶在資本的面向上，不具備資訊消費的能力（請參看第三章的分析），同時，也沒有非公開的資訊管道。即使擁有資本消費，也不一定形成資訊和知識之間的整合、理解、詮釋能力。這些限制可以歸納為三個面向：

### （一）、教育知識的限制

行動者的第一個限制來自於知識基礎的限制，使得在接收資訊的過程中，資訊只是「資料」。從受訪者的說詞中加以歸納的結論，我們得知，知識基礎的限制首先來自於教育程度的限制，其次來自於對產業、市場專業知識的限制。因此，除非經過了進入市場知識的再社會化學習過程，才有可能改變。但即使如此，仍會受到其他面向的限制。

### （二）、資訊管道的限制

投資行動者的第二個限制，源自沒有「非公開」的資訊管道。從前面的分析中，一般投資人並沒有這些特殊資訊的管道，如果要建立這樣的管道，必須依賴原有的社會網絡與人際關係（特別是工作位置）。這種限制緊緊附著在投資人原有的社會基礎，突破的機會必須藉助生命軌道中，劇烈轉換或提升的流動過程，或進行社會職業的轉換。此點，與第三章的分析是相同的，一般投資人並沒有職業分工或特殊人際的資訊管道。

<sup>13</sup> 請參考本文第三章關於中實戶的分析(P.79-81)。

### (三)、資訊消費的限制

一般投資者的第三個限制，來自資訊消費能力的限制。在外匯市場或一級市場，交易者的資訊消費能力都很接近，消費的資訊時間差非常小。資訊的消費能力，也是一種「知識購買能力」，在第四、五個例子中，專業人員是可以被購買的，因此也可以購買到市場的知識解和資訊時間差。但一般小戶即使具備一定的教育程度，或勤奮「自修」的能力，其養成過程也很漫長。資本不只是一種生產工具，同時也是轉換資訊管道的工具之一。

### 三、資訊-知識的具體定義

綜合以上幾點限制，就可以進一步在經驗的具體基礎上，發展關於資訊-知識(I-K)較為抽象的理論涵義。在市場中所有產生的資訊，第一個步驟是告知性資訊，接下來所有形式的資訊理解過程，都牽涉到知識的基礎。沒有知識基礎，能理解的資訊-知識內容就很狹隘。反過來講，沒有其他形式的資訊管道（即使是告知性資訊），也無法形成完整的資訊-知識。同時，資訊-知識(I-K)是一個變動的過程，不斷更新的資訊，會迅速地改變改變對市場的理解，行動者學習也會不斷移動自己的理解範圍。因此，資訊-知識(I-K)的涵義可歸納如下：

- 1、資訊(I)是一種因果關係的知識理解過程(K)。
- 2、資訊(I)必須有理解的教育知識(K)基礎，否則只是無用的資料。
- 3、資訊和知識形成雙重綑綁(double binding)的「資訊-知識」(I-K)。
- 4、資訊-知識(I-K)是一個動態的市場理解框架(framework of understanding)。

### 第三節、股市的資訊結構：「資訊-知識」年輪(I-K Ring)

在 Knorr Cetina(2003)的研究中，所有的資訊都是一種知識理解過程，當資訊不斷進入時，行動者會對市場形成自己的判斷。缺乏資訊的知識就不形成投資決策知識，在流動迅速的股票市場中，必須隨時補充對市場的動態資訊。因此，資訊-知識才會形成一個「製造-消費」的邏輯循環。但是在我們的研究過程中，若以資訊-知識(I-K)概念來看，則發現有許多投資者根本沒進入資訊的消費循環中，他們的市場預期差異性其實很大。

在觀察新聞(news)傳遞的過程時，我們發現資訊-知識(I-K)的傳遞，形成一個環狀的擴散結構。這個環狀的擴散結構，讓投資者處在



不同的相對位置，我們稱之為「資訊-知識年輪」(I-K Ring)。

### 一、資訊-知識(I-K) 與資訊-知識年輪(I-K Ring)

資訊-知識年輪(I-K Ring)，指的是在市場資訊的傳遞過程中，資訊夾帶知識限制向外傳遞的過程。年輪(ring)是隱喻性的說法，意指其傳遞過程類似環狀性，並一圈圈向外延伸（參看本章圖十六，頁137）。

根據效率市場的假設，在效率市場中，股價會即時反應該公司的真實價值。但這個假設通常會被修正為「半強勢」或是「半弱勢」的效率市場。(Fama, 1970, 1998)。針對台灣股市的這種情形，許多研究者指出，過多的雜訊(Noise)或是內部交易人(inside trader)擁有內線消息，會影響資訊的透明和效率性（薛立言、黃志傑，1996；邱顯比 繆震宇，1994）。也就是說，這些研究指出的內部交易人現象如果存在的話，效率市場的假設在現實上就不可能實現。即使是「半強勢」的效率市場假設，都不太符合實際狀況。

但是訊息傳遞的過程，效率的概念其實可以用社會學的方式來解釋。因為「資訊-知識」的限制，自然形成傳遞時間上的落差。其次，在資訊-知識年輪的外圈者，其相對位置的條件，造成這些投資者沒有社會能力閱讀、理解這些資訊。

資訊-知識 (I-K)概念的提出，彌補了金融行為學在這方面解釋的不足。效率市場的假設，並沒有行動者的「差異」之分。Knorr Cetina等人的研究，雖然看到資訊在金融市場中是一種知識形式，但他們並沒有察覺知識形式的階層差異化，以及層級化的效果。消費邏輯的資訊流動結構的確存在於金融市場中，但更重要的是消費能力不一樣的同時，知識理解能力也不同。如果具有消費能力，但不具知識理解能力，其消費也成爲一種浪費。這種類型常在「暴發戶」或者是第三章的分析中可看到的具有「資本」的散戶，其操作模式或理解一直停留在「小戶」的類型。如果我們將市場資訊的傳遞過程，放進資訊-知識 (I-K)的概念的話，就會出現層級性的相對位置，並產生無形的限制力量，即前面所提及由資訊-知識 (I-K)產生的反向限制作用。

同樣以波羅地海指數(BDI)爲例，這個結構資訊傳遞過程，符合資訊-知識 (I-K)的概念與假設。如果以類似的名詞，如 TFT-LCD 下去做訪談，出現的結果也非常接近。因此，資訊-知識年輪(I-K Ring)的形狀也非常類似。也就是說，每一個股（公司）都有其特殊的資訊-知識(I-K)，產生特殊的資訊-知識年輪(I-K Ring)。對於總體市場來說（如期貨、選擇權），資訊-知識年輪(I-K Ring)的資訊傳遞就具有

解釋力了。因此，資訊-知識年輪(I-K Ring)成爲一個市場資訊結構的理念類型(ideal type) (參看圖 16，頁 137、138)。透過同樣的訪談方法，以無時差的螢幕(screen-based)的傳遞訊息資料收集方法。我們追蹤這類訊息傳遞的過程，並以資訊-知識 (I-K)的概念爲觀察分析工具，描繪這個相對位置的拓樸型態。

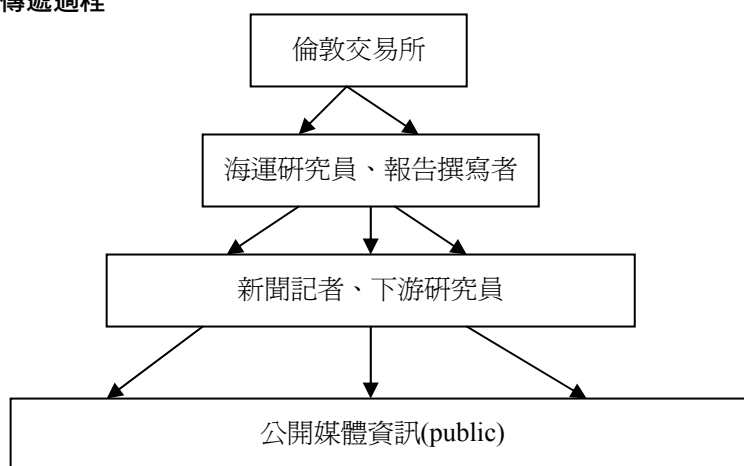
## 二、BDI (波羅地海指數) 與「資訊-知識」年輪(I-K Ring)<sup>14</sup>

資訊構成的知識系統必須依賴訊息(News)傳遞工具的媒介，在每個不同的時期，訊息傳遞工具的影響力都不盡相同。在 1990 年代之前，主要依賴號子的電子報價系統、晚報、午間新聞報價、電話、傳真、面對面傳遞等等。在此研究的階段(1999-2003)，訊息的傳遞更加複雜與多元化，包含前面所有傳遞方式，更出現如網路、財經電視台、PDA、手機等等。但是，更多元與複雜的傳遞方式，加速了「資訊-知識」年輪的建立。下面，我們來看看這樣的年輪是怎麼建立的。2003 年 9 月 22 日報紙證券版出現這樣的頭條：

**「波海指數 再攀高點 散裝輪一帆風順  
裕民新興又寫波段新高 台航中航遠森科跟揚 大榮轉機補漲」**

波海指數？這對不買股票，或是不買航運股的人來說，這個報導充其量只是報紙版面毫無意義的告知性訊息。但是對於買股票，特別是買航運股的投資者來說，這卻是一個重新教育的過程。透過報導媒介，訊息不斷地從「資訊-知識」的內環傳遞出來。這個傳遞過程是這樣的（參考圖十五）：BDI 指數製造者 → 常讀指數的研究者、基金經理人、報告撰寫者 → 新聞記者、報告撰寫者 → 由公開媒體資訊吸收者 → 無知識能力詮釋者

圖十五、BDI 訊息的傳遞過程



<sup>14</sup>在此要特別感謝劉維新、林志遠對於中實戶研究中，提出「年輪」的訊息傳遞概念的啓發。

### (一)、新聞媒體的中介

對於記者來說，這些報導算是主跑路線的其中之一，特別在類股行情大好或大壞波動情況時，才比較會主動去挖掘業界或分析師的看法。但是，作為傳遞的媒介，記者通常不會過於強調技術層面的東西，而是報導市場連動的因果邏輯。這種因果邏輯，通常藉由業界的研究員，或是證券商(brokerage house)的報告，並摘錄其主要內容而寫就的。一旦重複報導後，就會逐漸出現細節或是相關的產業與股價因果關係的預測。一位主跑鋼鐵、運輸的記者這樣回答：

問：你知不知道波羅地海指數？

答：知道阿，就是航運的散裝貨櫃綜合指數？

問：你什麼時候知道這個指數的。

答：從進這一行就知道了阿。

問：平常會看嗎？

答：通常不會，有行情才問一下。

問：那從哪裡知道這個訊息？

答：業者或法人阿。

問：嗯，業者？法人？

答：比如說就是陽明海運或是萬海、裕民，直接問他們公關室或資訊室就知道了。法人就是出的報告。有時候我們也要參考法人的報告。

問：怎麼接觸呢？接觸的形式如何？

答：業者通常就是訪問，還有法說會也要參加、報導。法人也是訪問，或是從網路接收一些資料，整理一下他們的看法。(BDI-4)

但是記者的報導、教育功能，並不是像教師一樣，要對知識體系作詳盡的解釋。對媒介來說，通常指出「知其然」的市場關係就夠了。在重複的報導與加強刺激後，投資者若重複注意到這樣的訊息時，就會產生市場連動的因果關係圖像，這個圖像，純粹是由公開資訊構成的知識體系。

### (二)、業內的「資訊-知識」

資訊構成的知識體系，在業內的身上表現的最為明顯。「業內」指的是從事證券、金融相關的員工，包括營業員、證券高級主管、基金經理人、類股分析師或研究員等等。他們必須同時注意到市場的所有資訊，但不一定完全深入瞭解產業知識背景。但面對客戶、同儕之間的詢問，他們通常會較強調市場知識的基礎，並連結到特定公司的產業知識。如下面一位營業員的說法：

問：你知道波羅地海指數嗎？

答：知道阿。

問：你知道波羅地海指數如何構成嗎？

答：不知道耶，不會算。

問：你什麼時候知道這個指數的？

答：很早了，大概5、年了，進業界就就知道了，大概每年9、10月都會來一次。

問：平常會看嗎？

答：不會。

問：從那裡知道這個指數呢？

答：研究員會PO出來，我們就知道了。

問：為什麼9-10月會常看到波羅地海指數？

答：9-10月通常是航運類股的營收較好的時候，報告就會寫了。(BDI-2)

### (三)、產業研究員、公司內部核心經理人：資訊傳遞的更上游

從營業員、業內、記者的資訊傳遞過程中，我們發現這些訊息有更上游的傳遞者。這些傳遞者，如同前面所提及的，他們是背景知識與市場產業知識的結合者。通常都擔任研究員、分析師或產業策略的幕僚。他們對於這些資訊的瞭解、接近都是工作的內容。但對於下游的投資者來說，這其實是一種社會限制，是很難接近的知識體系與資訊管道。海運公司一位負責提供訊息的企畫處長說：

問：怎麼看到BDI的資料？

答：上那個www.sea.net看，不過這是一個付費的網站。它會報出所有航運的指數。像BDI、BCI(大型航運指數)、BPI(6-7噸貨運指數，巴拿馬級)、BHMI(袖珍型船、次巴拿馬級).....還要看走TC航線、XC航線....等等。

問：那你會參考其他研究員的報告嗎？

答：當然會，比如說在sea.net上面就有。

問：國內的會看嗎？

答：也會看阿，多少參考。

問：我們正在作這一類的研究，特別發現資訊會有點阻礙？

答：那要看channel啦，有channel就有資訊。BDI並不是每個人都看到的，還是要付費，像我就是公司出的。

問：所以你平常也會作一些進出嗎？

答：也會阿，特別是熟悉的產業，像航運股或是相關的。我們的資訊總是快一點，也會作期貨之類的。我們的工作就是注意這個，也要作一些交易，畢竟我們還是有channel。(BDI-8)

#### (四)、資訊傳遞的核心：資料製造者

在台灣股市上市、上櫃共 9 百多家公司中，一般可分為 18 種類股（水泥、食品、塑膠、紡織、電機、電器、化學、玻璃、紙類、鋼鐵、橡膠、汽車、電子、營建、運輸、觀光、金融、百貨、其他），每個類股有其上下游關係，對於個股而言，公司的資料製造與管理者，最能掌握情況。但類股產業的判斷，其資訊核心仍必須上溯到產業資訊的管理者。以 BDI「資訊-知識」的例子中，散裝航運產業的影響力資訊核心在倫敦的期貨交易所。

預期未來價格走勢的，主要以公司營收及獲利能力為主。「預期」能力，端視當下資訊與未來公布資訊的符合程度。因此，資訊-知識年輪(I-K Ring)必須適應每個不同的公司，以及其不同的類股產業。若以台積電(2330)來看，則是看半導體產業的發展，因此必須追溯到美國大廠如 N-Vidia 等大廠的訂單，也因此，外資的研究機構更能掌握資訊。其他如中華汽車(2204)等，近來則以外銷代工地區中國大陸的資料製造者為主。製造烤肉瓦斯爐的關中(8941)國內接單的公司，則上溯到下單公司的 Wall-Mart, Cosco 等等。BDI 的例子，則以該海運公司的高階經理人和研究員為資訊製造者，將資訊往記者、研究員這個方向遞送。對應不同的產業，其中的實際行動者可以置入調整，可找出不同的核心資料製造者。

#### (五)、穿越 I-K Ring：大戶、中實戶、券商的 I-K 整合能力

有一種類型的投資行動者，藉由社會位置或人際關係收集資訊，並形成市場連動因果關係的特殊知識體系。這些投資者使用的管道(channel)，並不是由專門知識的基礎出發的，而是依附在已經建立好的人際網絡。

這群特殊的投資者，主要以各上市櫃公司高階經理人、證券業高階主管、公司派大戶、中實戶等等為主。他們必須花很多的時間去建立訊息的各種管道，就像一位證券公司副總所說：「大家都有吃過虧，但是要長期培養...10 條線最後可能只剩下兩條，要用一些資本去 test 一下，才知道是真是假」(FI37)。對於這些投資者來說，建立管道是要「投資」的，更重要的是要「用功」，判斷資訊來源的真假。<sup>15</sup>

在 1990 年之前，時常出現「主力」、「作手」的名詞，或是對特定投資者的形容。這種狀況在開放外資，市場資金逐漸擴大後，公司籌碼（資本額）更不易掌握的情況，再加上證期會的公開觀測站及時

<sup>15</sup> 關於中實戶更細緻的分析，可參考劉維新、林志遠(2002)。

資訊的公告，主力的操盤影響力漸漸不如從前。相對地，現在他們更強調對公司「產業資料」的內線消息取得，在合法的範圍內，收集到最快的訊息。對他們來說，知識不是最重要的，資訊才是第一。在這種情境中，他們常說：「K線月線，比不過一條電話線」(FI-37)。

但隨著股市結構的變動，以資訊消費和知識管理的類型取代了這種主力。這些資訊絕對不同於報紙、新聞見到的，最常聽到他們說的是「連外資的資訊大部分都落後，當大家都知道的消息就不是消息」(FI-37)。一般公開的告知性訊息對他們來說，是去觀察市場其他競爭者的動態。他們認為市場如果沒有散戶、法人的跟進，就不會有買氣。這些中、大戶、高階經理人透過產業內部的數據、資料核心所外流的訊息，加上對於市場買氣的判斷，形成獨特的「資訊-知識」市場預期圖像。特定產業的知識基礎，對他們來說，並不是必要的。重要的是融合各種資訊，形成對市場未來走勢的判斷。知道 BDI 如何計算，以及是否每日觀察 BDI 指數並不是重要的，重要的是，他們擁有在「資訊-知識」年輪中「穿越、整合」的能力。這些行動方式提高了他們對市場理解的範圍。

現在我們可以從這個圖像中(P.137)，可以更清楚地看到波羅地海指數(BDI)，先從告知性資開始傳遞，記者扮演了整個資訊「公開」的關鍵角色。在第三章的分析中，小戶與其他的行動者在資訊吸收的最大差異，就是只能有「公開」的資訊來源。公開的資訊接收者的再外圍，是一群連資訊都無法判讀的行動者。波羅地海指數(BDI)這個資訊對他們的意義，跟樂透號碼對他們的意義一樣（一樣是沒有市場關連意義的符號）。但 BDI 代對內圈的行動者來說，表現了市場動態、以及可能的走勢預測。第四圈、第五圈的行動者（見圖十七，頁 138），並沒有任何社會能力創造這個符號的關連意義。至於高階經理人、大戶、中實戶，則利用社會職業分工、資本消費能力、社會網絡三種力量，在 BDI 的資訊收集上，穿越結構的限制。

人數最眾多的最外圍的公開資訊接收者、沒有能力詮釋資訊的投資者。亦即第三章已經分析過的小戶，這些在數量上佔絕大多數的小戶沒有辦法詮釋資訊，沒有消費能力，沒有特殊的資訊交換網絡。套句一般人描寫散戶「羊群」的稱呼，我們可以看到上這些羊群是受到股市中的資訊-知識(I-K)所限制。在主觀行動意願上，行動者自身並不會發現，也不容易突破限制。

## 第四節、小結

### 一、資訊-知識(I-K)是觀察股市結構的概念

對於社會建構論的理論立場來說，所能盡力接近的只是社會實體，並試圖揭露現象本身。在這個意義下，資訊-知識(I-K)是用來揭露這個現象的工具。儘管不是完美，但本文試圖在既有的文獻基礎上，發展出更清楚的圖像來。由資訊-知識(I-K)的概念，可以看到股市中，資訊-知識年輪(I-K Ring)依其資料製造的核心，呈現不同的環狀傳遞。在資訊-知識年輪(I-K Ring)中，最特殊的投資者，是那些具有穿越、並整合資訊，而產生整體市場想像的投資者。

以啓發偏誤(heuristic bias)等概念研究投資行為的經濟學家 Kahneman and Tversky 等人爲例。他們認爲投資過程受到啓發(heuristic)引起的決策判斷，大部分的啓發有可能都是一連串的偏見所形成的(1982:163)。Kahneman 等人的理論，反對經濟學中的無限理性，或是過於模型化行為的假設，強調有限理性的過程中，受到線索(hint)等符號的偏見啓發。但在資訊-知識年輪(I-K Ring)的觀察下，雖然每個行動者都有可能產生偏見啓發，但是在外圍的行動者的機率卻高得很多，因爲他們沒有選擇的機會。

社會學領域中，Paul DiMaggio 曾提倡由 Kahneman 的理論著手，並借用 Keynes 關於動物性本能(animal spirit)試圖解釋股市的這種決策過程。他認爲在不確定和預期的情況下，市場可以確定的資訊是稀少的，同時這也反映出行動者所面對的不確定世界。他說明股市投資人在這種情境必須處理兩種不確定性：「自身對世界未來狀態的不確定性」以及「其他投資人對於世界未來狀態的信念的不確定性」。這兩者都反映出信心的問題，但在投資市場中，後者又比前者重要(2003:84-85)。但基本上，在資訊-知識年輪(I-K Ring)的結構中，動物性本能只存在於「集體瘋狂」的投資情境中，即所有的資訊-知識年輪(I-K Ring)的行動者，所有的信心、方向只在很少的情況下才會出現整體一致的情形。在大多數的情況下，內、外圈的行動者所面對的「未來情境」，實際存在著社會能力的差異。內圈擁有主動詮釋、界定的有利位置，外圈則是接收「已詮釋過」的界定。亦即，未來世界的的不確定狀態早已經被界定了。

經濟社會學家 Wayne E. Baker 在其對於證券市場的研究中區分規模小、密度大，以及規模大、分化程度很高而結構鬆散的兩種市場形式。當市場規模越來越大時，其價格波動也越來越劇烈。繼承交易理論的假設，他認爲，代理人是有限理性的，而且至少部分代理人存

在著機會主義。因此，交易者處理複雜資訊時，其決策能力是在有限理性的情況下。越是小型的市場，代理人的機會主義，越有可能依其利益欺騙或是隱瞞(1984:775-801)。

但從資訊-知識年輪(I-K Ring)來看，Baker 所說之結構越大、制度越多就越完善的市場，是一種觀念上的錯誤。因為結構越來越龐大，資訊就越來越複雜，表面上交往的資訊數量急遽膨脹，但是資訊的「質量」上卻並不相同。外圈所接收到的資訊，是一種被「綁架」的資訊。在外圈的行動者，即使要進行機會主義式的隱瞞或欺詐，其機會也微乎其微。其次，規模大的市場也不一定結構鬆散，在內圈的交易行為和互動，與資訊交換其實密度很高，特別是法人組織中的基金經理人或是中實戶的互動就可以說明這個事實。

總結地說，一旦以資訊-知識(I-K)的概念進行分析時，小戶就會出現被限制的現象。在資訊交換的過程中，即使有機會主義的存在，眾多小戶也不一定能完成其利益交換的預設。其次，即使對資訊來源者完全信任，資源動員能力可能也不大。最常出現的情況是，對網絡中資訊來源者完全信任，但其交換的資訊也都是被限制於最外圈的資訊。即使信任度很高，但毫無質量的資訊，在互相流通間並不會增加獲利的優勢。

現在我們可以比較清楚地看到，一大群外圍的行動者在資訊-知識年輪(I-K Ring)中，受到資訊管道、知識理解的雙重限制。行動者的資訊-知識(I-K)，所形成市場限制，遠遠比現實貪污、作弊的制度缺點影響更大。

## 二、資訊-知識(I-K)：社會限制與非自願蒙蔽

在第三章的分析中，我們曾經提到「小戶」的概念。指的是股市中資本小，在資本能力上受到制約，而無法擁有大戶或法人資本移動能力，或是資訊的消費能力。小戶在股市中的社會流動，主要是往專業的交易人員或研究人員方向發展，或者是成為興新電子業的電子新貴等。在資訊管道方面，股市中公開與非公開形式的資訊管道不同，形成資訊時間落差。不管是社會分工中特殊的職業位置、或者是消費資訊、特殊的人際資訊管道，都是非公開來源的資訊。在對資訊-知識年輪(I-K Ring)的觀察中，我們發現擁有非公開資訊的只有研究人員或專業、高階經理人等幾個類別。其他的圈外者，只能接收公開後的資訊。

現在，我們將小戶放進資訊-知識年輪(I-K Ring)裡面來比較，就可以發現，公司的產業研究員、高階經理人分別在第二圈和第三圈。



也就是說，如果他們操作自己公司的股票，或是同一產業的資訊，他們不需消費，就可以取得較有利的資訊。這不一定是違法，因為這就是他們的職業，甚至高階經理人就是資料製造者(data producer)。

經過新聞記者、券商經紀人、研究員訊息的散播，這些被詮釋過的資料或具有因果關係的資訊就往外傳送。公開訊息的接收者(public receiver)接收到這些資訊，也同樣接收到一個已經詮釋過的市場知識。具有閱讀能力的行動者，就處在資訊-知識年輪(I-K Ring)的第四圈（圖十九，P.137）。

但在公開訊息的接收者之中，還存在著大量無能力判讀的投資者。這些投資者接收到的是一個無法拒絕的符號世界。對他們來說，需要的是賺錢的提示，不是整套的資訊因果關係的推論過程。知識在這裡出現兩個分析層次。第一個是專業技術的科技或管理等學科因果關係的邏輯推論；第二個是理解世界的範圍和方式，也是知識庫(stock of knowledge)的範圍，以及眼界(view)、視野(scope)的大小。在知識的第一個定義層次上，第四圈、第五圈的行動者只有接收能力，只能當一個閱聽人（甚至只能聽到隻字片語的符號，如 BDI）。在知識的第二個定義層次上，第四圈的行動者只能產生限定範圍的市場理解，第五圈的行動者甚至連分辨資料、資訊的能力都沒有。

對第五圈的行動者而言，購買股票與賭博沒有什麼差異，都是機率的選擇。雖然可以選擇的產品很多元，包含了最新的科技產品和各種產業的公司。表面上公平的交易遊戲，其實隱藏了無數的限制，特別是由資訊-知識(I-K)所形成的限制。<sup>16</sup>

對於處在資訊-知識年輪(I-K Ring)第五圈的行動者來說，股盲的比喻其實相當貼切。股盲代表的是技術知識上的限制，股盲代表市場理解世界知識庫的狹隘，股盲代表的是資訊結構上的封閉，股盲更是資訊-知識(I-K)概念下被雙重綑綁的行動者。當資訊-知識(I-K)代表一種認識市場的社會能力時，股盲其實是一種行動者被蒙蔽的狀態。所有認識市場的過程，必須藉由他人來完成，不管是股評或技術報告、產業報告都一樣。股盲的被蒙蔽不單單只是行動者的問題，而是股票市場的整體結構問題。這個結構，轉移了其他社會空間的權力（如資本、資訊、知識），並且透過流動的資訊結構再次強化原來的勢力差異。

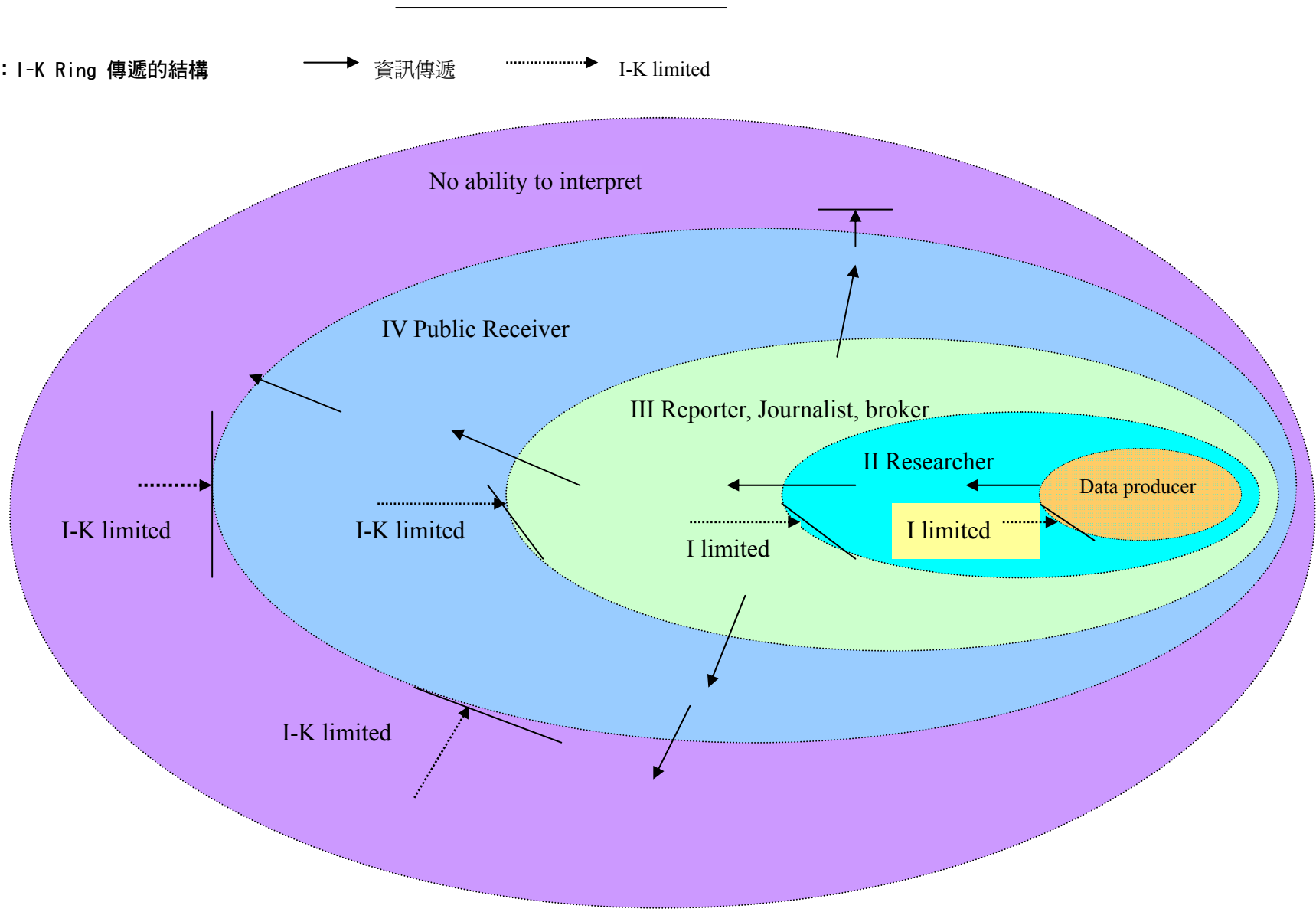
<sup>16</sup> 中國大陸股市以「股盲」順口溜來形容這種毫無所知的行動者。「初入股市，對股票一無所知的稱之為股盲」，而「股評」是股盲賴以指引方向的光線。股盲在中國股市牛氣沖天時，衝著賺錢機會，毫不猶豫進入市場到處聽線索、到處聽股評的小戶們。可見 <http://www.51098.net/old/wenhua/zatan/0343.htm> 證券學堂)。

現在，我們可以重新思考小戶、散戶、股盲這幾個市場名詞的意涵了。小戶指的是資本量相對較小的投資者，散戶的定義範圍是最廣的，包含了小戶的類屬，也包含了一些對股票精通，但沒有資本的菜籃族或其他人士。而股盲則是喪失認知的知識基礎，或是無法掌握市場理解的詮釋權的行動者。但這些人的共同特徵只有一個，就是處在資訊-知識年輪(I-K Ring)的四圈、第五圈。

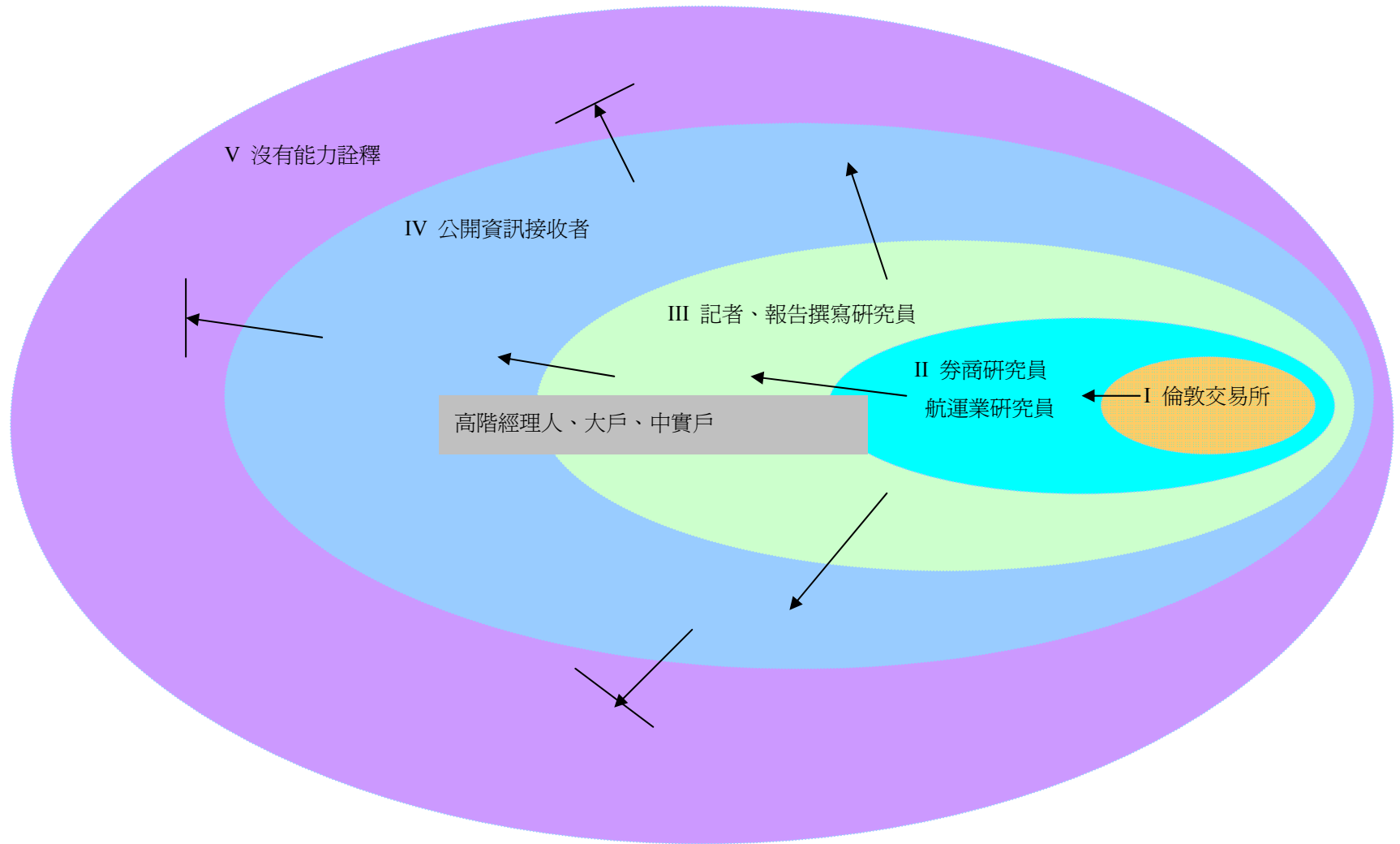
資訊-知識(I-K)，代表一種社會能力。一旦一個人不具備這種社會能力，就只能接收公開資訊，進入志願的被蒙蔽狀態。Collins 曾經在研究重力波(*gravitational wave*)概念的發展過程中發現，較具支配性的主流科學制度文化，會造成對可見與不可見證據(*evidence*)的非自願性蒙蔽作用(*involuntary blinding*) (1998: 293)。這種非自願性蒙蔽同樣也發生在股票市場中，只是在當代社會中，這種造成行動者自我蒙蔽的力量，其產生的機制與範圍，遠遠超過我們的想像。

那麼，在資訊-知識年輪(I-K Ring)中，製造這種蒙蔽的制度文化是什麼？誰掌握了現代股市中詮釋預期方向的權威地位？

圖十六：I-K Ring 傳遞的結構



圖十七：BDI 訊息的實際傳遞過程



## 第五章、評價系統與資訊-知識(I-K)的價值製造

● 經濟學表演了經濟，創造了它所描述的現象。

(Economics performs the economy, creating the phenomena it describes.)

Mackenzie, D., 2003: 108.

價值的判斷究竟如何形成？社會化或社會學習理論一直是社會學此領域的重鎮，諸如鏡中自我(looking-glass self)的自我社會化概念(Cooley, 1966)；「主我」(I)和「本我」(me)的模仿和社會學習過程(Mead, 1962[1934])等等。在現代社會中取而代之的討論則強調權力的規訓過程，處理的對象朝著國家、監獄、精神病院等種種機構(Foucault, 1992[1975])。但在經濟活動的領域中，社會實體被建構的討論卻付之闕如。因此，本章將直接針對價值學習的問題，分析在「資訊-知識」年輪中流動訊息的價值生產機構，以及價值和價格的連結是如何被表演出來，以及散戶如何接收一套已經建構後的市場知識。

對於金融學家而言，新手進入市場過程稱之為市場學習(stock market learning)，市場的知識(market knowledge)必須經過各種學習的階段。如特定公司的政策，造成市場的波動反應，經過過度或不足反應之後，股價波動仍會符合效率市場假設，產生學習效應。日後特定的政策出現後，市場也會相對迅速回應(Fama, 1970; Timmermann, 1993; David, 1997)。但有社會學家則將這種市場行為，稱之為社會學習(social learning)，任何公司政策所產生的市場價值(the market value of corporation policy)，是一種社會建構的過程。公司的高階經理人與市場的反應，會形成互饋性詮釋(reciprocated interpretation)。政策和市場反應會互相正面影響，但跟公司政策執行完畢與否的關連性不大。在這過程中，價格變動會同時加強組織和市場的行為。這不但是利益上的行為，也是符號價值的互動，公司價值也可能不斷被取代(Zajac and Westphal, 2004)。

就目前台灣股市資料來看，行動者學習的過程並不完全是這些理論所假設的「正面學習」。原本被認為是短期效應或是不正常反應的回饋作用（過度或不足），更多時候是個「常態」。原因何在？最可能的情況是市場上不斷會有新的行動者加入，市場並非封閉的系統，在不斷的加入和退出之間，新的學習者總是處在「不理解」的狀態，因而行動上的決策，隨時會隨著外在意見而影響其判斷。因此金融理論的假設一旦置入真實情境，就變得失真而喪失其歷史意義。<sup>1</sup>深究之

<sup>1</sup> 可見本文第二章第 49 頁的數據。在 1987-1989，新進人口高達數百萬人；1996-2000 年之間，

下，這些觀點忽略行動者的差異性存在，假設了「集體市場反應」(collective market reaction)的價格表現整體。沒錯，市場價格是集體行為的整合表現，但這是「表現」結果，並非運作機制。以價格的結果推論結果，固然可以得到兩個結果之間的關係，但卻無法看到實際運作的社會機制。社會學家 Zajac 等人的分析雖然彰顯符號價值的建構過程，試圖提供制度化的市場驅動力解釋，但正如 Zajac 自己所言，要解決投資者如何預測其他投資者的市場回應行動，輸入(input)的那一端究竟如何完成，目前並沒有很好的答案(Zajac and Westphal, 2004:450)。因此，直接跳躍式地將公司政策和投資者反應(股價)做連結，而忽略這中間可能產生的影響。直接將市場價值和價格建立關連的過程，等於是忽略運作核心機制，只作了表面的因果連結。

在第四章中，我們提出「資訊-知識」的概念以說明這個理解範圍的變動性結構，並分析各種資訊管道的來源(機構/行動者)。一旦行動者進入市場後，由「資訊-知識」所形成的理解架構(frame)就不斷變動，並在結構中受到限制。但我們並沒有討論這個理解架構的支配性從何而來，或是這種經濟活動的社會空間中有何社會價值的製造過程。然而，在進行這個討論前，我們必須謹記，在市場的交易行為中同樣也存在其他社會空間中可能的支配現象，諸如性別的歧視(Czarniawska, 2005)、情緒性的符號建構(Hassoun, 2005)、政治結構的控制或統理(Abolafia, 1996; Burk, 1992; Fligstein, 1996; Hertz, 1998; Carruthers, 1994)。以上文獻說明一件事，即影響股票價值的範疇可能是多元的。但在「資訊-知識」的概念觀察下，我們更試圖超越各種政治制度、性別現象與個人心理活動的價值支配體系，找出最核心的影響體系。在目前的研究中，我們可看到幾種價值來源的範疇，諸如資產概念股、黨官概念股、董監改選概念、除權概念、中國概念等種種對於股票價值的定義方式，但我們如何解釋「概念」的價值來源？

在諸多如謠言(rumor)、小道消息(gossip)、股友社(salon club)、明牌(heuristic hint)或大戶訊息(big players' information)等訊息形式逐漸沒落之餘，市場中興起另一種形式的評論資訊，並對市場內發生的任何事物賦予價值(value)，帶動價格(price)的變動。這並不表示其他資訊輸入形式已經消失，而是在「資訊-知識」的製造機制中，此系統的正當性權威與影響力逐漸居於主導地位，取得了理解架構的正當性和主導能力。這套詮釋系統強調理性和科學程序，並由券商組織結合會計制度、財務工程學、產業分析等專業知識，主導股票上市、發行以及價格的估計，成為最重要的價值製造機構。

---

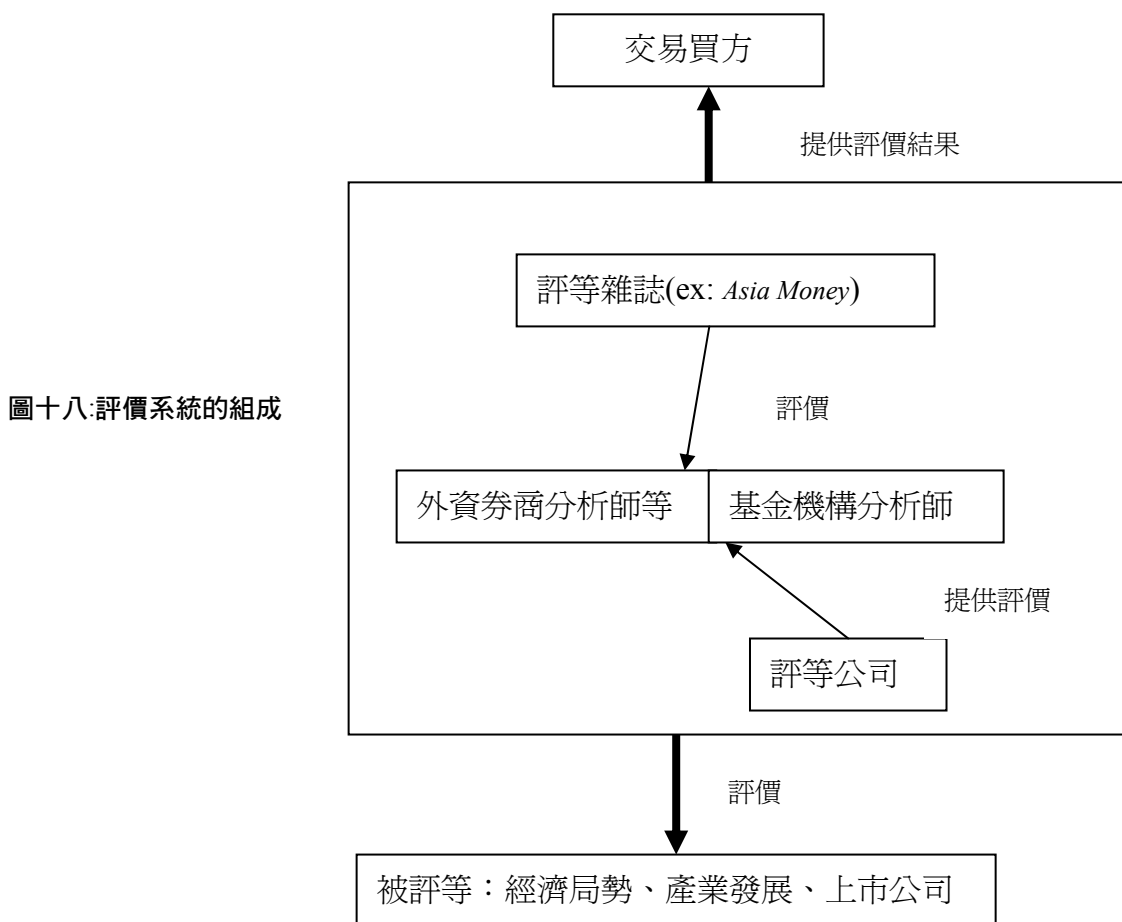
也是同樣的情況。在投機狂潮的醞釀過程中，這種在金融理論假設中「不穩定」、「需被教育」的人會不斷增減。所以，市場「永遠」有著不斷進入的「初學者」，過度或不足反應將永遠存在。

## 第一節、評價系統(What is evaluation system?)

### 一、何謂「評價系統」？

在股市的交易關係中，「評價系統」是負責研究、並評價世界趨勢、經濟狀況、個股價值的體系。評價系統中的行動者由分析師(analysts)、研究員(researchers)、研究助理(RAs)、評等公司(rating companies)、評等雜誌(rating journals)所構成。評價系統製造並定義市場情境(趨勢/方向)，提供買賣雙方對公司內在價值(intrinsic value)的評估與預測。全球經濟局勢、消費市場、國家經濟能力的各項分析，凡與股票買賣交易預期有關的資料皆可能成為被評價的對象物。

就證券業界而言，此系統可稱之「研究部」、「投資策略分析部」。或是專門研究各項產業資訊的機構，如資策會、IDC(International Data Corporation)、或專門研究 TFT-LCD（液晶螢幕）的 Display Search 等公司，或是金融評價的評等公司(rating company)。參與公司資產評價的專業雜誌如財訊、四季報等。與台灣有關的國外雜誌則如 *Asia Money*, *Institutional Investor* 等等（如圖十八所表示）：



從本研究中可以得知，在資訊傳遞過程中，存在的並不只是「單純的資訊」自身。其資訊傳遞的內容物，不但是知識的能力連結，同時也傳遞一套學院、產業技術、金融工具等等的知識理解結構。在一般投資者所接觸到的資訊形式中，告知性資訊是最普遍的形式，但在這些符號和意義之間，必須透過「詮釋、評論」才產生關連性。即使新聞媒體報導各種公司資訊，其傳遞仍必須透過各種評價的介入，才能獲得未來預期的圖像。因此，評價系統並不僅止於傳遞研究報告、同時也傳遞了公司產業體系的位置和價值，形成理解的框架來源。

評價系統在台灣股市並非沒有存在過，但其形式和「詮釋權力」在 1990 年代後才發生重大變化，逐漸由本土分析師轉變成外資的研究單位。在 1990 年代之前，儘管當時也存在著公司資產評價的簡單介紹，但主要的詮釋方式和主流，主要還是以大戶、中實戶的意見為主。<sup>2</sup>但整體而言，台灣股市還是被定位為未成熟的新興市場(new emerging market)，交易產品、分析方式等制度性遊戲規則並未如西方那麼複雜。也因此大戶、公司派的訊息以及對股票的價值詮釋特別受到重視。以美國的例子來看，事實上也經歷了這種「理性化」的學習過程。在 1930 年代，評價制度尚未建立前，謠言、作弊、操弄的股票判斷依據才是詮釋公司價值的主流。追求公司內在價值，強調基本面的產業分析在後來才慢慢崛起。1960 年代，線型學派又成為主流，但在聯準會(Fed)介入後，以及各種科學分析工具的出現後，就逐漸以基本面為主的產業價值分析為主了(Burk, 1992; Geisst, 2004; Graham, 2003)。

從訪談資料來看，西方的評價分析體系，是在 1989 年首次由港商匯豐詹金寶所引進（匯豐銀行前身），在 1997-1998 年間其他重要券商進入後，台灣股市才建立起完整的股票研究系統。

完整的全球評價系統很難存在於地方小型的券商，因為要支付一個數百人以上，動輒年薪百萬美金的分析師與研究團隊，並且在全球各地服務這些「買主」的成本和研究資源，對小型券商來說成本過高。雖然地方券商也成立研究、投顧部門，但面對全球交易的公司產業，地方券商的評價分析及服務，都無法與外資圈的評價研究部門相提並論。特別是這些知識體系都是源自西方的財務、會計系統的情況下，地方市場更沒有詮釋的著力點。因此，本章的分析主軸將以外資如何引進這套系統，以及其互動的關係為主要分析焦點。

## 二、資金流動引發評價系統進入

外資的評價系統進入地方市場並非一朝而成，而是隨著資金流動

<sup>2</sup>可見中時晚報、聯合晚報在 1988 年前後的為縮影片資料，1989 年後公司基本分析就逐步增加。



的方向，逐步進入投資標的市場。作為投資的「服務業」，評價系統「永遠」對全球各地經濟局勢保持研究、評估的能量。一旦各種資金準備進入該市場進行投資，評價系統就為各種資金量身定做各類「研究」。所以，由外資的資金流動和交易情況，就可以看出評價系統人力資源配置的端倪。

從現有的資料可指出，進入台灣股市的「外資」資金有兩種交易性質。第一種是參與公司經營，買賣交易並不頻繁，以國外大型基金為主。第二類則是以交易價差獲利，不想參加公司經營的「證券投資資金」(portfolio investment)，或是套利投資為主。後者資金以資本利得和價差交易為主模式，因此流動速度較快。在 2003 年的交易比例數據中，僑外自然人佔 1.24%、僑外法人(QFII)佔 9.41%。資金的比例逐漸由 1991 年低於 1% 升高到 2003 年的 10.65%。資本來源的部分，2003 年外資上升到 10.23%。因此，從交易性質和持股比例兩個面向來看，外資在這 10 年內急速攀升。值得特別注意的是在基金、電子業方面，外資比例都超過 20%，特殊個股如半導體業的台積電、聯電，外資持股都超過 50%，這些公司儼然已經是「外國公司」。從這些資料的數據中，可以看到外資進入速度之快。<sup>3</sup>

外資來源究竟為何？根據外資經經理人說法，外資來源可分三類。第一是退休基金(pension fund)；第二是共同基金(Mutual fund)；第三是對沖基金(hedge fund)。「退休基金」只要依照 MSCI 等國際資本公司的指數，將資金投資於全球各市場，台灣約佔全球配置 0.6%。此類基金主要購買流動性高的大型權值股，或購買指數基金，除非出現重大轉變，不然周轉率很低。「共同基金」可分為全球基金(global fund)、新興市場基金(emerging market fund)、區域基金(regional fund)、台灣基金(Taiwan fund)等形式，此類基金也是台股最主要的資金來源，並在韓國和台灣之間流動。前兩類資金佔 90% 以上的比例，市價約 3 兆新台幣左右。另外，共同基金的選股模式，必須按照分層管理、完整的報告分析，須有嚴謹的「原因」、「邏輯」來支持，追求的是相對報酬。第三種是最積極的「對沖基金」，規模較小，都在 1-2 億美元左右，操作手法快、周轉率高，沒有研究報告的限制。會買進小型的投機股，主要進行價差交易，強調絕對獲利率，近年更是台股外資交易主力（林群，2003：154-165）。<sup>4</sup>外資的影響力隨著資金的急遽流入而增加，因為其交易數據會被公布在證交所，所以也成為公開的買方。

<sup>3</sup>原始資料來源：台灣證交所(<http://www.tse.com.tw/plan/autoweb/chinese/index.html>)。但若以流動交易持股比例，這個數字應該更高。整體持股可達 20% 左右。此部分亦可見本文第二章 53 頁。

<sup>4</sup>詳可參見該書的分類。該作者是台灣知名的「外資分析師」，轉任買方(buy side)的資產管理公司後，經過旋轉門條款後出版該書籍。相對許多現職外資分析師或交易員，受限於客戶保密條款，該書的歸類方式是目前公開資料中較具說服力的。

表八：「外資」資金來源表<sup>5</sup>

資金來源	種類	資本量	佔外資比例
退休基金 (Pension fund)	美系國家為主	大	90-95%
共同基金 (Mutual fund)	全球基金(global fund)	大	
	新興市場基金(emerging market fund)		
	區域基金(regional fund)		
	台灣基金(Taiwan fund)		
對沖基金 (Hedge fund)	市場導向策略(market trend strategies) 事件導向策略(event-driven strategies) 套利策略(arbitrage strategies)	小	4-9%
外資券商自營部 (Asset management)	各大券商自營部	小	
僑外個人	一般個人或一般法人(GFII)	小	1%

退休基金、共同基金與自營資金這三項資金來源，佔台灣股市整體外資的 90% 以上。關鍵是這些資金都高度依賴外資券商體系所提供的研究報告，與研究部門的互動也最密切，更是外資券商眼中的「好客戶」。研究部門的報告就像這些投資者的眼睛，找尋「有價值」的投資標的。各家外資的資金配置和投資策略都大同小異，大體上依循資產配置的邏輯(Asset location)，其配置方向如從全球(Global)、區域(Regional)，一直到地方市場(Local Market)。

一旦進入特定國家地方市場的投資體系中，這些基金經理人就更依賴外資券商設於各國的分部所提供的評價報告(regional quarter or branch)。如前面所提及，退休基金和共同基金的投資，必須有標準流程(SOP/Standard Operating Process)，不能與研究報告違背方向。否則將面臨總部檢討「套利投資」(arbitrage investment)或「內線交易」(inside trading)的窘境，或被投資人批評違反「專業倫理」。所以，這些外資就與外資券商全球的「評價系統」形成了「連體嬰」。評價系統發出的報告與評價，不但影響全球經理人對地方市場的情境界定，實際上也影響全球資金進入地方市場的方向以及資金流動。<sup>6</sup>以下，我們將更進一步分析「外資券商」的組織結構和社會互動，以便說明評價系統不僅是金融機構的建立，同時也包含了社會關係的全球化/在地化過程。

<sup>5</sup> 林群(2003:164)；訪談修正(QI-1, QI-2)。對沖基金和券商自營進出變化大，數據僅參考。

<sup>6</sup> 當然，不同的券商報告會出現不同的評價與方向，因此外資資金中自然有賺有賠，並不是都賺錢的。本文所要強調的是，評價系統製造社會框架的功能與過程。

### 三、外資券商評價系統的組織建立

#### (一)、1996 年之前：香港區域主管

討論外資的影響力，必須先觀察近年來在台灣興起的外資「專業券商」。外資券商是製造各式經濟、產業、個股報告的發動機。外資券商在台灣設立過程，與政府開放政策有不可分的關係。在外資券商尚未設立台灣分公司前，對台灣股票有興趣的國外投資者，大多透過台灣的親友，或是券商設立的「人頭戶」進行投資。法人的投資在遊戲規則模糊不明的階段，沒有證據顯示大量資金進入的跡象。

「匯豐詹金寶」(HSBC 證券部)是一系列產業評價報告的引進者。根據訪談報告指出，在 1989 年左右，匯豐詹金寶已經開始對特定投資者公開報告，因為這些中實戶覺得「蠻準的」，所以也奠定了外資評價報告的初始印象。<sup>7</sup>但在券商正式進入台灣市場設立交易部門之前(1996)，研究部門已經釋放相關研究訊息。如半導體台積電、聯電、華碩等公司的研究報告。但正如中實戶所指出，透過管道弄來的報告，原本只流傳在外資金主間，在其他投資者看到後，覺得「很準」，才開始注意這些訊息。這就是評價系統對於新興市場的馬前卒斥候。即使台灣市場尚未開放外資進入，但是台灣的經濟體、上市公司已經開始被評價了。

從法規背景來看，外資券商的設立完全是「被動」地依照資金流動的邏輯而設立。在 1996 年之前，外資進入台灣的手續複雜，管制條件又多，報備的單位包含中央銀行、財政部證管會、台灣證券交易所，所以能進入的外資也很有限。此點從 1993 年就通過國外券商「設立分支機構要點」就可看出。法規並沒有限制國外券商進入，但這些外國券商並沒有在當時就進入。<sup>8</sup>主要的原因是，當時外匯管制加上台灣股市並沒有引人注目的產業，對券商來說獲利空間不大。因此在台灣沒有設立完整機構，多數是由香港的區域主管同時管理台灣經紀業務，或派駐研究員到台灣進行研究，再將報告傳回香港。中實戶或大戶在這之前能拿到報告(FI-30)，也是透過券商的特殊關係或人際管道取得，但這些提早與外資接觸的個案，出現的並不多。<sup>9</sup>

就此階段而言，台灣股市不但不被列入已開發國家，連新興市場的角色也很少被關注。加上其他的社會制度問題（諸如香港的英語化

<sup>7</sup> 中實戶訪談(FI-30)。

<sup>8</sup> 證管會在 1989 年頒佈「外國證券商設立分支機構審核要點」。雖然規定嚴格，但在 1993 年 7 月 22 日就公告廢除該項條文。亦即，國外券商在「經紀」業務上已經開放，但因市場吸引力過小，並沒有大量設立分部。此點，足證明外資券商欲進入地方市場，必須有法令和其他市場條件的配合。相關條文可見證管會判令廢除說明(<http://www.sclaw.com.tw/Scripts/Query4.asp>)。

<sup>9</sup>事實上，我們在中部地區只掌握這個案例。其他中實戶，甚至是券商主管在當年都沒接觸到。

程度等、台灣的外匯管制)，除了少部分券商派駐分公司，其他重要的世界級券商大都以香港為區域中心。

### (二)、1996 年之後：進入與逐步設立

1996 年之後，一系列政府對外資的開放政策，通過外資券商設立條款，設立機構才逐漸增加，形成完整的組織結構。<sup>10</sup>詳情可參見表九所列的設立過程。

**表九、外資券商成立明細**

外資券商成立明細(2003.12 止)			
市佔排名	外資券商名稱	核准時間	備註
7	8440 摩根大通(JP Morgan)	1990/11/24	合併重新申請
1	1320 英商瑞銀(UBS)	1995/04/11	
1996 年後增加之外資券商			
11	1360 港商安銀(ING)	1996/03/25	
8	1380 港商里昂(CLSA)	1996/04/22	
10	1400 港商荷銀(ABN AMRO)	1996/06/24	
12	1420 港商匯豐詹金寶(HSBC)	1997/11/18	
2	1440 美商美林(Merrill Lynch)	1997/12/17	
N/A	8700 花旗(Citi Soloman)	1998/05/02	合併、專營債券
6	1520 瑞士信貸第一波士頓(CSFB)	1998/10/26	
13	1450 日商野村(Nomura)	1999/07/19	
3	1470 英商摩根士丹利添惠(Morgan Stanley)	2000/04/07	
4	1480 美商高盛(Goldman Sachs)	2000/07/17	
5	1590 美商花旗環球(Citigroup)	2001/07/01	
9	1530 港商德意志(Deutsche Bank)	2001/08/20	
14	8920 摩根富林明(JP Morgan Fleming)	2002/08/26	合併重新申請
15	1540 美商雷曼兄弟(Lehman Brothers)	2003/08/11	
16	1570 港商法國興業(SG)	2003/09/23	

原始資料來源：( [http://www.tse.com.tw/OCF-IDS/ocf\\_ids.htm](http://www.tse.com.tw/OCF-IDS/ocf_ids.htm) )2004.06.26 (本研究整理)<sup>11</sup>

### (三)、2000 年後：完整的買方(buy side)與賣方(sell side)結構：

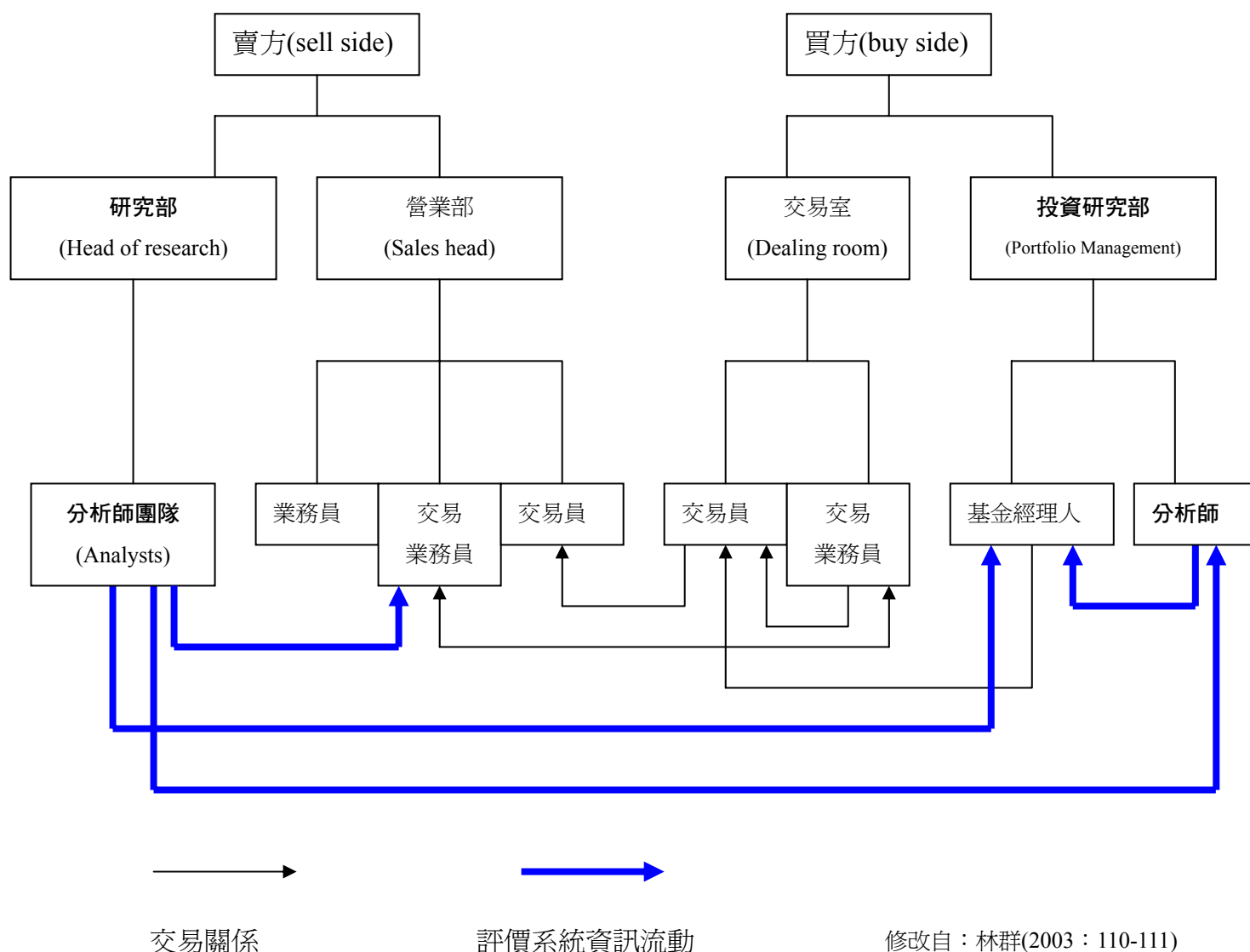
外資券商進入台灣時，扮演海外資金與台股資金流動的中介。一方面因為證管條例的修改，另一方面則是台灣電子上市公司獲利能力逐漸受到國際注目，外資券商才紛紛進駐台灣，擴編成為買賣方齊全的組織體制。券商的評價系統影響力，端看其資金動員能力而定，但

<sup>10</sup> 參見黃允治(2003)、一銀產經(2003)，或證管會網站( [www.sfc.gov.tw/7-5.htm](http://www.sfc.gov.tw/7-5.htm) )。

<sup>11</sup> 因花旗銀行合併，但券商單位分設，故證交所資料計算有所差異。但 2002、2003 年交易量市佔率前三名並沒有改變，不影響後文分析，僅此說明。

如果沒有完整的買賣方評價系統體制，國外資金也不會下單到這些公司來。組織齊全的券商通常同時具有買方(buy side)與賣方(sell side)的功能，因此也有自營部的單位。但為要求獨立性，各國證管會會要求綜合券商將「自營部」與券商「營業部」區分開，成立防火牆，以避免自家人炒作股票或產生內線交易的情況。如此，外資券商與資金就得以形成買、賣方的完整結構。買賣方的完整組織對外資券商有重要的營利功能，因為研究報告就可朝組織內部買方，以及公司外部的客戶發送。在成本與研究能力上，都是正面的助益（參看圖十九）。

圖十九：外資圈買賣方關係（以資產管理公司為例）



在外資買賣關係中，資產管理公司的互動關係是最複雜的。大部分券商同時具有買賣方的身份（如摩根大通、美林、瑞銀等等）。因此，外資券商不但要定期向國外客戶發佈分析報告。同一個集團體系內還必須召開每日晨報，分享資訊與判斷。較典型的情況是，在外資券商中，會直接由分析師或研究員向重要客戶發出評價報告，分析台灣的經濟情況、產業與個股。

報告的發出同時具有兩個作用：第一是提供國外法人有關台股的評價報告；其次是吸引客戶在公司的交易室下單，讓公司有獲利管道。但因為外匯管制的因素，所以國外專業投資機構、一般投資人(GFII)必須先將錢匯進保管銀行(Custodian bank)，直接由國外指示下單(instruction)。因此我們就會看到外資券商幾乎都是綜合券商，同時有一般銀行、資產管理、私人銀行、承銷<sup>12</sup>、經紀業務能力。<sup>13</sup>

一旦券商建立完整買、賣方的組織結構，就會將研究部門擴編。開始由區域點控制，轉由地方市場主導(head quarter to local market)。並建立當地與全球的報告傳遞系統，正式由地方市場將評價的報告傳到全球，結合成為全球性的評價報告流動系統。

## 第二節、評價系統的功能與市場互動

現在，我們可以自問一個簡單的問題：如果評價系統在功能上只是一個「製造」報告，與「評價」股票的系統，其利益從何而來？研究部門在市場與證券組織中究竟扮演何種角色？表面上看來，研究部門是一個賠錢單位，賺錢的是前台的業務員(Sales)和交易員(Dealer)，那麼，賠錢的評價系統為何能存在呢？

以台灣市佔率第一名的瑞士銀行(UBS)為例，2003 年全年交易量約 6 千 400 億元左右(641,223,778,521)，佔台灣當年交易量約 1.565%。與全部券商的市佔率比較，這並不算最高，<sup>14</sup>但與動輒近百家分行的地方券商而言，瑞銀只有 1 家，全部員工不超過百人，若以手續費千分之三來計算，單單是一年的手續費收入就有將近 19 億元新台幣，這還不包括特殊的保管銀行費，以及其他業務的收入。<sup>15</sup>那

<sup>12</sup>大型外資券商仍有其他獲利來源，諸如承銷系統，詳可參見張國慶(2003)、黃信昌(2003)等人的分析。相較之下，承銷部門主要依賴會計師評價，評價系統則依賴分析師等產業報告。

<sup>13</sup>許多地方銀行也是保管銀行，但外資主要的保管銀行仍以外資券商為主。通常國外投資人會「分散下單」，其目的在獲取多管道的評價報告。在此情況下，地方銀行也可以接到外資的交易。

<sup>14</sup>合併前為瑞士華寶銀行，資料見證交所(<http://www.tse.com.tw/plan/autoweb/chinese/index.html>)。

<sup>15</sup>此處估算並不包含其他獲利或損失。因為近年來外資券商競爭激烈，亦有許多券商採取手續費對折或 3 折的優惠，稱之為「退佣制」，在財務報表上並不會揭露。不過，若以最低標準來看，其單一工人工數獲利能力仍相當驚人。其他收入如承銷公司債、美國信託憑證、報告販售等。

麼，為何外資要在瑞銀下單？股市中交易產品並無差異性（同一家公司的股票），因此券商吸引客戶的其他因素變得更為重要。諸如組織的信任、後台的加值服務(back office service)，或者是提供產品介紹和定義的評價報告等。在這些因素中，評價報告的存在，同時中介了組織信任和資金流動的兩端。最重要的是，如果缺乏評價系統對市場的定義，外資基金交易者，就喪失了觀察市場的眼睛。

### 一、「評價系統」提供「評價」和「市場情境」

除了手續費的價格戰之外，外資券商提供報告與資訊是下單的選擇主要因素。從「外資圈買賣關係」可看到，交易業務員的互動是在交易過程中完成的。每日確認客戶的下單狀況，拜訪客戶是例行事務（以電話、電子郵件向買方客戶做市場簡報）。但這項功能，卻主要由評價系統的分析師、研究員來進行。

研究部門(research department)強調對客戶的專業諮詢與服務。從分析性質類別可區分為產業分析師(sector analyst)、經濟分析師(Economist)、策略分析師(Strategies)。以區域可分為單一國家市場(country analyst)、區域市場(regional analyst)、全球市場(global analyst)。對外資買方而言，想要瞭解台灣股市的動態，就需要產業分析師與單一國家分析師的協助。對深處國外的投資人而言，縱使有在強大的團隊，在效率與功能上都必須依賴地方市場的分析師。因此，這些在外資券商工作的研究員就被稱為「外資分析師」，為投資者提供專業的分析報告。試想，你現在被派到非洲做股票投資，需不需要評價系統？

評價報告分成兩個部分：第一，提供台灣股市的看法：形式上包括研究報告、當面口頭報告、法說會、電話會議(conference call)、電子郵件的回覆或協助資料收集。範圍從總經、策略到產業等等，甚至是特殊產業的研究報告，此部份基本上都是屬於「分析」資料的層次。第二，提供實地市場情境的評價。特別情境如 1999 年台灣 921 大地震（或是美國 911 雙子星大廈攻擊事件），這些分析師、研究員就必須在第一時間、且沒有任何文字資料的情況下提供台灣市場情境（林群，2003：116-121）。

### 二、「評價系統」提供「額外服務」

「額外服務」就是「五花八門的服務」，令人匪夷所思，嘖嘖稱奇的事情都可能發生。包括深夜買冰豆花、代訂世足賽門票、包下電影院招待客戶等等。分析師們不但要分析產業和市場情境，對於重要客戶還要客串旅館總管、心理諮商員、地陪，更要與業務部門聯手，

提供客戶各種瞭解市場和增進「專業知識」的機會。這些各式各樣的服務，有時候，作用比評價報告還重要。<sup>16</sup>

為何要提供這些額外服務？因為交易業務員和分析師們都知道這一行的「行規」。對於這些活動，基金經理人和券商們有「默契」存在，因為「由於行規中，提供服務就必須下單，所以基金經理人一定會找一家最熟悉、並且最信任的券商來安排」（同上引：120）。所以，賣方(sell side)當然會渾身解數，盡量滿足客戶的需求。重要的是，在金融市場中，同樣的商品跟誰買都一樣，沒有規格不符或產品品質的情況。購買一張股票並不像購買一台冰箱。有客觀的驗貨標準和程序（諸如電流、溫度保持等條件），產品的購買慾望刺激，除了市場告知性資訊的表達外，分析師提供的報告也成為買方的認識過程的重要幫手。此特點，也讓分析師變身站上交易的第一線，成為最重要的業務員。

當然，這些「行規」是沒有明文規定的行動邏輯，在法律層次也沒有辦法規範，但卻凸顯了評價系統中的社會特性，也就是外資券商和外資買方的全球「互惠」邏輯與關係。現在，我們可以進一步地看看這些社會活動。

### 三、評價系統的互惠關係(reciprocal relationships of evaluation system)

#### (一)、賣方發動的「專業評價」的互惠：

外資買方可能同時向不同券商要求供應報告，同時基於「行規」，向不同券商「下單」。較大的客戶，可要求分析做面報。對分析師而言，可以向大投資機構做報告，是難得的機會。因為基於「互惠」的原則，這種會面為公司集團增加「開單」的機率。所以對賣方而言，主動提供專業評價報告是開拓客戶的方法。由評價系統維持的互惠模式，往往比前線業務員「殺價競爭」（佣金）關係來得穩定。對於買方外資而言，「專業」的互惠原則同時建立在預測準確度上。一旦準確度提高，買方獲利出現，互動關係就更被加強。對雙方而言，都是雙贏的局面。

對於基金經理人來說，取得專業的報告和即時的分析是各家券商的基本要求。若是分析師的報告「夠準」，則更能加強互信的基礎。如果是明星分析的「黃袍加身」，則更有利於經理人採信，自然增加

---

<sup>16</sup> 在形式上，這類活動最常進行的就是「研討會」(conference)。舉凡風景名勝、五星級大飯店都是進行此類活動最頻繁之處。在我們的訪談中，有幾個例子很生動。外資券商特別喜歡在世界風景區各處舉行研討會，招待下單的研究員或經理人「專業進修」。諸如香港半島酒店、台灣的遠企飯店、烏來的五星溫泉館，日本的東京與箱根等等。有些基金經理人，甚至會出現「分配」的默契。去年到過日本，今年就換其他經理人去(QI-1)。



「開單」的機會。雖然這種互惠關係較為持久，但此關係亦有可能被「破壞」。如分析師不斷看錯方向，又勸進經理人下單，就有可能使一方的互信基礎喪失。

另一種情況是，券商的「服務到位」，基金經理人不得不適時回饋。特別是交易業務員之外的分析師或研究員 24 小時在全球飛奔，親自見面做簡報。或是買方到台灣時，能由分析師帶領，完整地參觀「產業鏈」，瞭解「風俗民情」，通常事後經理人也會「開單」表示「善意」。這個邏輯就不是報告客觀與否，研究過程是否嚴密考慮了。<sup>17</sup>若把研討會辦得像「舞會」一樣的氣氛，則是最成功的模式。如里昂證券(CLSA)在香港舉行連續一星期的研討會，請到前美國總統來演講，外資法人的印象深刻，感到值回票價。因此，在眾家券商許多法說會參加機率就高，「回饋」開單的可能性就會增加。

## (二)、買方發動的「餽贈」互惠：

相對買方來說，如果已經「開單」了，對於下單的券商的「餽贈」自然就不會心虛。特別在許多大型的法人機構中，通常研究部門已經很堅強。但是單子一定要「開」出去，下在那一家券商都一樣。對這種情況的經理人來說，「開單」的意義較接近一種「禮物」、「餽贈」，自然會覺得接受「專業訓練」的招待是「合乎行規」的邏輯。在這種情況中，發動「餽贈」的社會行為反過來由「買方」開始。

如在訪談中所接觸的：「平常有下單，為什麼日本旅遊不去？反正是送的」(QI-1)。評價報告對這些買方的經理人或交易員來說，並不是「必須」(necessary)的條件，而且一天的研究報告 3、4 百封，也沒時間去理到底是誰。另一方面，有公司的「分單」政策，也一定要將交易成交。這種情況，由買方發動的互惠關係，就特別需要評價系統和交易業務員的「回饋」，才能長久維持。

但是，這些互惠原則如果有評價系統更上游的背書就會更強化。「明星級」的外資券商或是分析師，更是全球基金公司「開單」的品牌保證。有如奧斯卡金像獎的男、女主角得獎人擔綱演出，戲碼自然比較具有「吸引力」。

## (三)、「評價系統」的上游加強互惠關係：

評價系統中，不止分析師、研究員評價產業或股票。這些分析師或研究員，同樣被評價系統的更上游「評價」。這個上游的評價系統

---

<sup>17</sup> 通常基金經理人都是由資深研究員，或是分析師轉任，所以在身份上較接近研究員或分析師，而不是習慣短線操作的交易業務員。所以，在「法說會」或「參訪」的時候，通常都由資深研究員或是分析師親自接待。

結構，由機構投資人、重要投資人以及專業投資評鑑機構所組成。

在外資分析師的圈子中，《機構投資人》(Institutional Investor)乃被俗稱為外資圈的「奧斯卡金像獎」。另外最受台灣重視的，則是《亞元》(Asia Money)一年一度的評等。一旦在最佳分析師的年度投票中，累積票數名列前茅的話，身價馬上水漲船高。不但年薪立刻被調漲，法人外資也會依照評等結果調整下單券商，以要求「明星」分析師即時的分析與服務。「明星分析師」的效應也會出現在台灣的各報章媒體，一時馬上洛陽紙貴。以 2002 年度最佳分析師蘇豔雪為例，在 2004 年 3 月馬上被華碩公司挖角至「法人關係部」(Investor Relationship)。「明星分析師」一言千金，一旦發出評等升高或調降的結論，外資法人就像追星族一樣瘋狂賣出，引起市場的震撼非同小可。<sup>18</sup>對外資券商來說，《亞元》投票是非常重要的事件。不但影響外資券商的形象，同時也代表「開單」的數量是否能增加。更重要的是，上榜人數一旦增加，研究團隊等於被評價體系的上層「背書」，由券商所發出的報告就增加其權威性。在當年前 20 名內，地方券商只有 1 名進榜，不過旋即被業界挖角。<sup>19</sup>這個評價系統的上游，採取「投票」方式選出，如果名列前茅，或舉辦過令人「印象深刻」的研討會或活動，才有機會接觸得到一級的機構投資。對於地方券商的研究員而言，想要名列前茅，不單單是能力的問題，還需券商體系的資源。這個制度又反向強化評價體系的研究員，必須透過各種活動「表演」，以及分析報告的傳遞，給基金經理人和投資者更深刻的「印象」。因此，地方券商即使擁有專業組織或承銷能力，但面對上游更接近文化或出版事業的社會空間，就難以深入內部核心了。

另一方面，找來「最佳分析師」對買方做面報，同樣是券商的「看得起」的回饋方式。評價體系中的「明星」親自服務，其互信基礎透過評價雜誌的推薦(reference)，包含了明星化的說服力，下單回饋的機率就更有可能提高。此種關係不只是準確度的問題，同時包含了文化面向的認同問題。透過文化意義接近的媒體引介，評價報告變得更「可信」。對於地方券商來說，這不單單是報告「預測準確」與研究精確的邏輯原則，而是「明星化」與「國際券商」的加乘效應，當外資券商的評價體系建立起買方經理人的相互關係時，地方券商的研究員或分析師就很難進入這個文化經濟體系了。

<sup>18</sup> 此類報告有時很難判斷其推論基礎為何，雖然外資圈中強調邏輯與厚實的研究過程。但若細究推論起來，多少與運氣和特殊資訊來源有點關係。在林群的敘述中，蘇豔雪在 2000 年第三季調降華碩評等時，亦是從某個下游廠商「猜測說」零件將有瑕疵，因此出貨將延緩，故調降評等。同樣地，林群也舉了個例子說，他為了有完整的資訊，想盡辦法認識工廠的貼標籤員，以估計出貨量究竟有多少(林群，2003：141-143)。

<sup>19</sup> 進榜者為台證證券(TSC)江宏仁，專長為 IC 設計。

表十：Asia Money 2002 年「台灣票選最佳分析師」(2003.03)

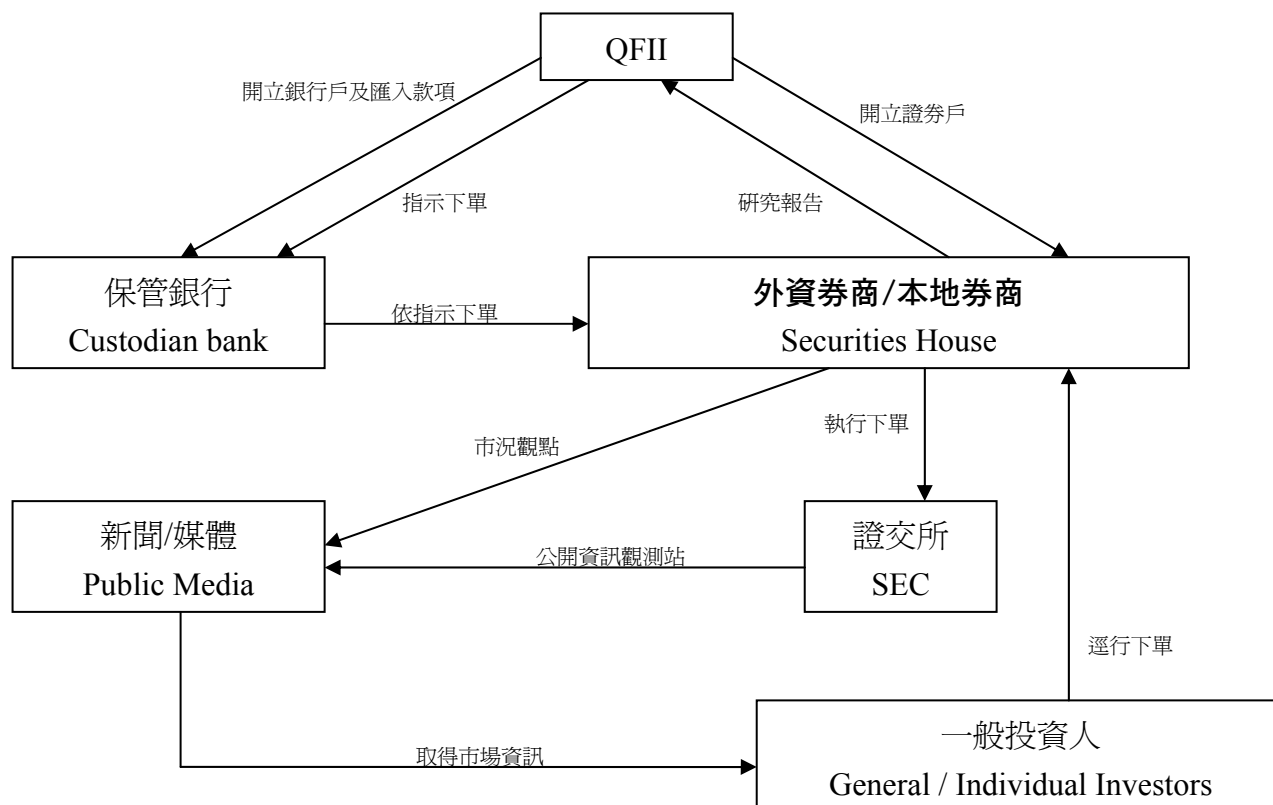
姓名	券商名稱	觀察地區	追蹤產業
蘇豔雪	瑞銀華寶(UBS Warburg)	亞洲	電子-硬體零組件
何資文	摩根士丹利	亞洲	電子-半導體
鄭明凱	里昂	亞洲	電子-半導體
鍾瑞釗	摩根大通	台灣	電子-網通
陸行之(Andrew Lu)	所羅門美邦(花旗環球)	亞洲	電子-半導體
吳愛覬	瑞銀華寶	台灣	金融
夏鮑文(Bhavin Shah)	摩根大通	亞洲	電子-半導體
何浩銘(Dan Heyler)	美林	亞洲	電子-半導體
蓋伯仁(John Caparuso)	所羅門美邦(花旗環球)	亞洲	金融
陳慧明	野村	台灣	電子-半導體
程淑芬	美林	台灣	金融

#### 四、評價系統佔據全球股市制高點

從上一節的分析中，我們可以較清楚地理解到，在外資圈的交易和資訊流動過程中，實際上還包含了互惠的社會關係。這種互動關係並不保證獲利，就像 2000 年網路泡沫、2001 年的華通主機板、台積電半導體等等滑鐵盧慘劇，因為外資同樣會接受過多類似的報告和觀點，或是方向不一樣。分析師也會有抄襲的行為，也可能形成哄抬追風的情況（蕭美惠，2001, 2002），但重點不僅止於抄襲或是各種報告觀點之間的矛盾，而是對於市場中的「買方」和「賣方」而言，評價系統位居詮釋資訊的核心位置。沒有一個實力強大的評價系統，加上幾個稍有名號的「明星」，縱使組織作業系統建立完整，也不易得到全球金融投資者的認同。用企業管理的話來說，就是擁有「知識經濟的專業組織」、「具核心競爭力研發能力」或是「高附加價值的產品」。但此種價值的賦予，並非在產品本身，而是研究者對產品、市場情境的定義。

對證券業內而言，外資報告的權威性就像常識一樣，總是：「邏輯較為完整，資料分析細膩，若觀察全球產業的話，比較有說服力」（QI-1）。但對社會學研究而言，這種正當性不僅是以「理性化」一詞而三言兩語就可以解釋。透過內部稽核師一連串的訪談與描述，我們將外資交易體系的行動流程圖構造出來，拆解評價系統在交易過程的位置與相互關係(QI-4, QI-5)。

圖二十：外資交易的運作流程



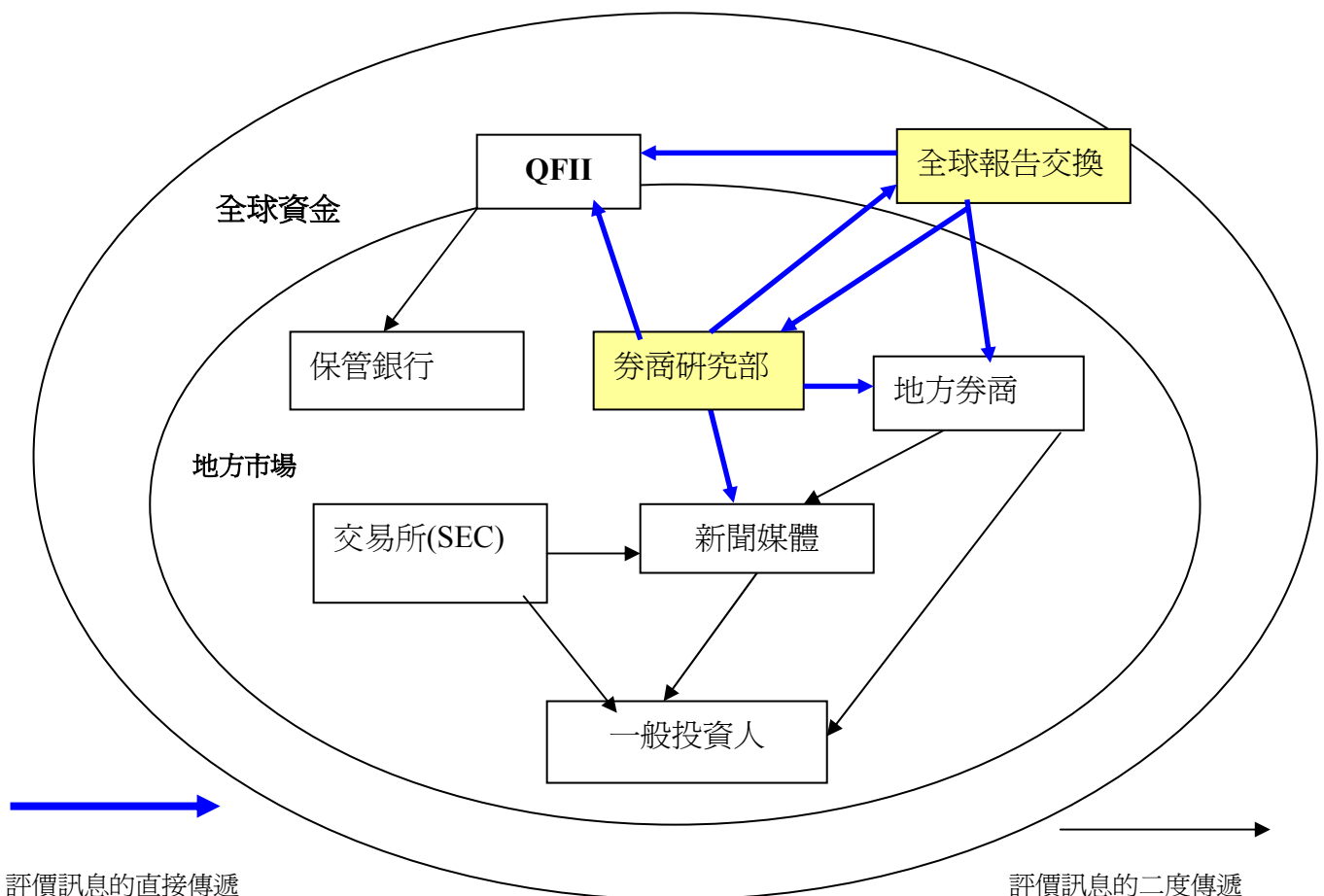
在上圖二十中，法人外資(QFII)與外資券商(Securities House)，在台灣的法規中只有評價體系的資訊交換關係。其交易「開單」是直接要求「託管銀行」執行。透過交換系統，轉到外資券商向交易所執行搓合交易。外資的交易情況，會立刻公布在「公開資訊觀測站」。新聞媒體通常會注意的「異常交易」或「大量交易」情況，並加以報導，並且在可能的情況下訪問外資券商（無法訪問到國外的真正交易者），並「猜測」交易的情況。一般投資人則是透過地方券商交易資料得知，如果外資出現異常交易，新聞媒體也會報導。在這個組織中，資訊的運作及交易功能，是透過外資券商的內部網站完成，然後再透過交易所和新聞媒體發佈訊息。如果只討論組織功能，表面上與地方券商似乎沒有差別，只有中立的託管銀行有差異而已。

但我們如果將「資訊交換」和「評價影響」加進組織中，就可以看到完全不同的圖像。在「外資評價資訊交換過程」中(圖二十一)，可以看到「評價系統」居於核心位置，其資訊流動方向與互動在整個系統中是最多的。整個過程是由研究員撰寫報告完成後，直接向香港區域管理者請求核準，並往全球總部網站公布。全球基金經理人的客戶通常會取得授權密碼，自由下載區域性的報告。地方券商則與外資券商沒有明顯的交易互惠關係，所以必須付費購買報告。地方市場的新聞媒體，則是直接向外資券商的研究員、分析師以及地方券商採

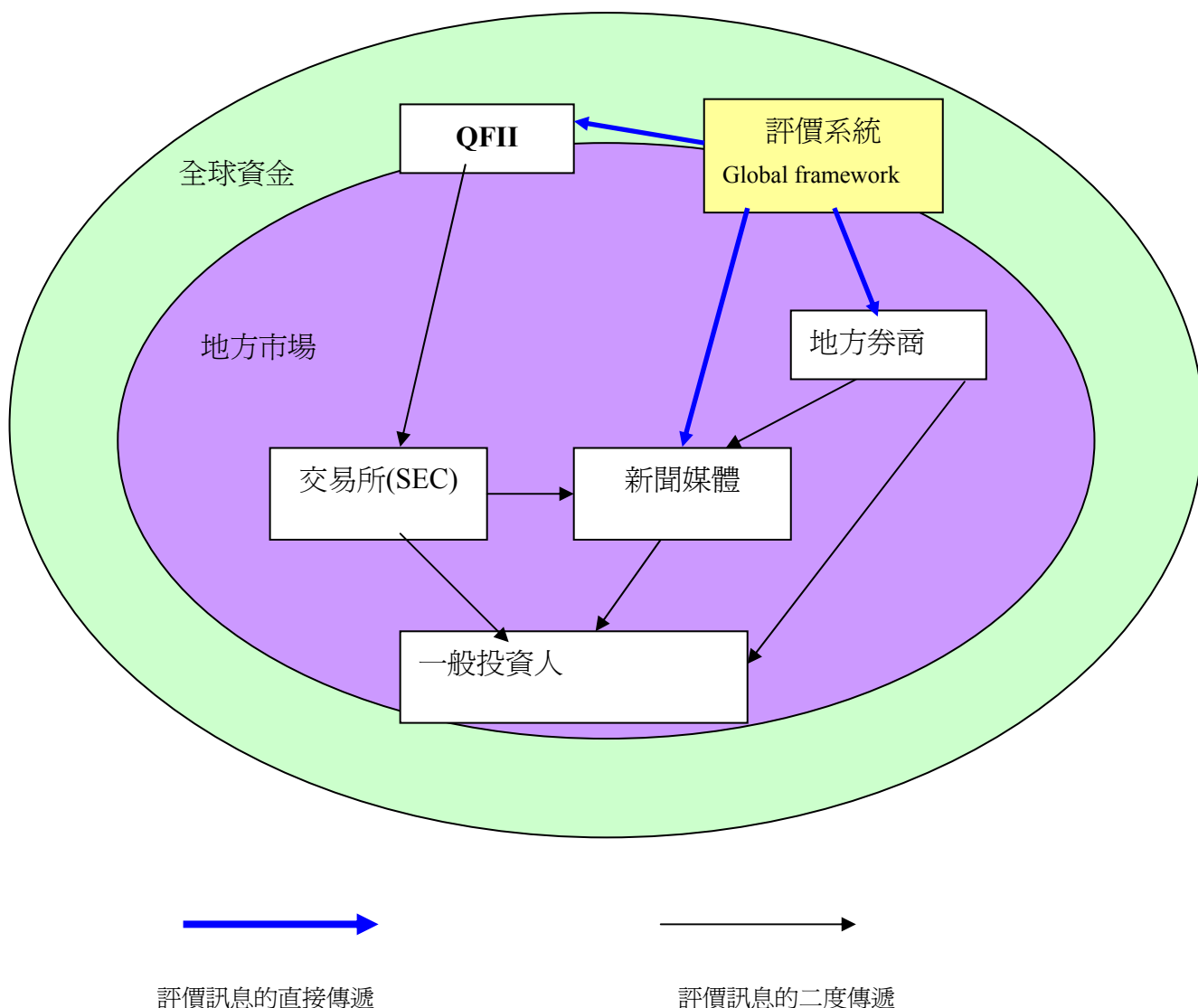
訪，公布市場的各種看法。一般投資人，則只能透過地方市場的券商、新聞媒體以及交易所接收到資訊。這些資訊可分成兩類：第一類資訊是外資的交易買賣資訊，這是已經交易完成的告知性資訊。第二類資訊是由券商和新聞媒體得來的資訊交換，成為影響市場行動者的資訊-知識(I-K)。亦即，外資的「交易行為」和「評價意見」在此處匯集，使外資以公開身份的買者暴露在市場中，一旦評價方向與買賣一致，觀望者會將評價報告與動作連結，報告的影響力就更容易被加強。

圖二十是由組織內部運作功能與執行任務描繪而成，圖二十一則是由組織架構中找出報告傳遞的過程。如果單由這個過程來看，證券組織的確存在網絡結構，而這樣的結構與 Knorr Cetina 等人的研究是很類似的(2003, 2005)；即全球或地方金融市場都存在微觀網絡，在互動的過程中會有交往的結點(node)，也符合網絡研究的架設(Baker, 1984; Burt, 1992)。但從報告傳遞後端過程來看，就出現關鍵性的差異。由圖二十一到圖二十二的轉換過程中，會發現結點出現在全球報告交換網站，以及傳遞者的網絡中。但一旦報告被公開(public)，傳遞給新聞媒體、地方券商、外資法人三個對象，而讓這些報告轉換成市場公開資訊後，大眾和評價系統互動的結點(node)就消失了。

圖二十一：外資圈評價資訊交換過程圖



圖二十二：評價系統提供框架的對象



網絡結點消失的原因是因為證券交易所、新聞媒體，都無法與評價系統互動。因而，成千上萬的其他投資者，就無法與資訊的發佈上游連結。因此在資訊公開後，互動結點就無法擴散到市場的大多數行動者。另一方面，地方券商與外資券商的組織互動也很少，所以小額投資者，根本無法由此進入外資評價資訊的交換圈中。

由這個觀察結果來看，Knorr Cetina(2003, 2005)與 Baker(1984)兩個研究都出現重大缺失。即他們所看到金融市場中的微觀結構，實際上是類似工業市場運作結構（法人對法人的結構），而不是把其他行動者放進來所看到的結構。同時，也驗證了第三章提出的資訊-知識年輪和社會限制結構圖的假設(p.137)。一旦第二圈的研究員，將資

訊傳遞到第三圈的記者、下游研究員、交易者，資訊被公開之後，就同時形成資訊和知識上的障礙，第四圈、第五圈的行動者實際上無法進入資訊交換關係中。

因此，我們就可以更清楚看到評價系統製造資訊-知識的戰略制高點了。在全球層次 24 小時運作的評價系統，因應各地市場的狀況，每天生產數以千計的評價報告。外資(QFII)下單的過程，會參考評價系統的建議與方向，並且在互惠結構加強與分析師、研究員的信任度。外資下單後，在交易所的資料將被公開。因為各外資券商在台灣的交易量集中，所以很容易被辨認，便使得外資成為市場進出公開的明方(public site)。另外，當地方記者無法與身在國外的資金交易者產生互動，通常也只能將外資券商高階經理、研究員所採訪來的說法，用來取代真正買者的報導。這些資訊報導在公開媒體上後，交易結果與詮釋性的報告，就變成市場中唯一可觀察的對象。因此，評價系統不但擁有評價權威，同時也成為資金流動的代言人。

前面兩節分析焦點針對評價系統的定義、組織、評價產生流程作細節推論，主要的重點有幾個。第一，當市場擴大時，工業生產部門複雜化時，專業的評價系統也隨之出現；第二，評價系統並不只是單純券商組織或科層制度，而是包含了各種社會互惠關係的結構，以及文化經濟的關係；第三，評價系統藉由專業的研究傳遞股票的價值，強調以科學理性、因果邏輯關係來推論股票價值；第四，外資評價系統在全球的股票交易中，佔據價值詮釋的制高點，成為難以取代的結構。這些重點與第三章所分析的資訊-知識年輪相符合，說明內圈的交易者在資訊-知識(I-K)的理解過程中佔了絕對的優勢。

對地方券商而言，想進入歐美發展已久的金融市場，不單只是組織改革、資金多寡，或是股票輸贏的問題，而是牽涉到一整套資訊-知識的評價系統建構過程。<sup>20</sup>但現在我們該繼續追問；評價系統傳遞的詮釋內容是一種資訊-知識(I-K)上的理解架構。那麼這種資訊-知識(I-K)的具體內容物究竟是什麼？什麼社會機制讓這種價值詮釋地進入到投資者的理解中。

### 第三節、評價系統與市場預期(Evaluation System and Market Expectation)

在前面的分析中，評價系統佔據全球股票評價的戰略制高點，也就是位在資訊-知識年輪(I-K Ring)的核心內圈。在接下來的分析中，本文將繼續分析傳遞的內容物究竟為何。在價值不確定的市場中，投

<sup>20</sup> 即使是外資，也會出現不同的詮釋方向。所以此處強調的制高點，在於詮釋股票價值的權威性。

資者要做出價值判斷時，如何取得理解的框架？這種理解的框架處於不斷變動的過程，並持續地從原有的社會分類系統中，抽取分類的符號元素，進一步形成價值的判斷。而評價系統在這個過程中，扮演了決定性的角色。

### 一、行動者在不確定性中尋求理解框架(framing under uncertainty)

投資者進入市場面對的第一種情況，並不僅是資訊的不足，或是資訊過多，而是不確定的市場情境。關鍵是，行動者的理解來源並非天生被賦予的，情境的界定必須從原有的知識庫中抽取刻板印象或概念。Goffman 對這種情境界定提供豐富的元素，如社會框架(social framework)等概念，提供我們理解行動者如何連結意志、目標等事件的價值，進而產生行動的決策(1974:22)。框架化(framing)的過程，同時包含行動者理解的知識、價值、信仰及各種構成判斷必需的內在知識系統。以往社會學的此類概念，通常強調情境內的種族、外表、歧視或是地位之間不平的研究。但近來其他研究指出，情境階層化(situational stratification)的過程，已經涉入經濟力量和層級結構的定義，會同時對可見的外表事物，進行範疇的定義(Collins, 2000: 17, 40)。就股市而言，在許多不可見的力量中，如股票市場中的資訊，事實上正進行著隱形的限制作用。資訊的傳遞與理解過程，使投資者被迫面對階層化的情境，但這些行動者往往無法自我理解這個過程。符號互動論以及情境階層化的相關研究，向來忽略經濟行動的領域，但透過資訊-知識(I-K)的傳遞內容分析，我們將看到在不確定的市場情境中，行動者對於股票價值的市場預期框架化過程(framing process of market expectation)，這個過程同時也與行動者的層級性位置相關。

一旦進入市場中，投資者就會經歷新的學習過程，初步可以看出兩種類型的學習者。第一種類型是剛入市場的「新手」，如大部分進入市場的小戶。此時，投資者必須重新從最基本的產業知識、市場操作知識、財務知識等等，甚至是不經過任何學習過程，直接依賴資訊來源，迅速做成判斷的依據（如親友的小道消息）。第二種類型是已經有知識基礎的行動者，如證券營業員、中實戶、基金經理人、證券分析師等等。他們接收告知性訊息，並將資訊-知識(I-K)整合進原有的市場理解框架中。

第一種類型的新手行動者，因為資訊-知識(I-K)理解範圍限制，因此所有的資訊成為關連性不高的資料(data)。所以這些行動者特別依賴小道消息、線索或謠言，這種行動者的限制，並非單純主體意志所能決定，而是處於資訊-知識年輪(I-K Ring)中的「非自願性的自願行動」，這也是一種再社會化的學習過程。



第二種類型的行動者，則已經有各種基礎的參考架構，但面對變動的市場情境，也必須不斷吸收資訊，尋求市場預期的判斷來源。

基本上，這兩種類型的行動者，在市場的不確定情境中都必須尋求各種資訊來形成判斷，這時往往會出現集體性的行爲（如看好或看壞的集體行爲）。誠如前面所提示的，Paul DiMaggio 曾借用凱因斯 (Keynes) 的動物血性 (animal spirit) 來形容股市這種集體行爲無知和慾望 (DiMaggio, 2003: 95)。他認爲，一致的集體行爲（好或壞），是一種對市場預期其概信任 (generalized trust)，也就是對社會經濟發展集體信任的行爲表現。Kahneman 與 Tversky 則針對這種現象，提出啓發偏見 (heuristic bias) 的概念，認爲許多投資者的行動，往往是由原有的知識架構中或行爲慣性中，引導出啓發性的偏見行爲 (Kahneman and Tversky, 1982)。

事實上，在社會學中這類指導社會行動的理解基礎，已有一定的研究基礎，諸如行動者的慣習 (habitus) 概念等 (Bourdieu, 1990:52)。一旦將這些概念導入觀察，就會發現集體信任不是那麼單純。股市的集體行爲被 DiMaggio 假設是集體性的，背後事實上有階層化的因素存在。行動者的集體行爲有可能一致（只以買賣的結果來看），但其慣性必須回頭檢視行動者在市場中的相對位置後，才能理解其行動背後的邏輯以及判斷基礎。因此，股市中的集體行爲只是價格交易的表現總和體。其次，如果將知識社會學的知識庫 (stock knowledge) 類似的概念導入 (Berger and Luckmann, 1966)，就會觀察到啓發性的偏見行爲並不能完整地解釋這種現象，因爲啓示的背後正代表著不同的知識來源，偏見 (bias) 也不能單純地將之理解成錯誤，或是不正確的行爲。偏見也有偏見的社會知識理解基礎，因此，不管是新手或是已經有知識基礎的行動者，都有其背後的理解框架。如果要分析各種行動者的理解框架，必須再回到市場中的資訊-知識年輪來分析，才能觀察到不同位置的行動者，其出發點、掌握的資源、受到的限制都有所不同，不能以單一化的集體行爲，或是原子化的心理分析來簡化這個過程。在第三章的分析中，大部分投資人都是「小戶」，其資訊消費能力也僅只於公開資訊。即使小戶的資訊管道能進入公司內部，但若缺乏必需的知識理解社會架構，其資訊也等同於無用資料。在此情況下，任何資訊都是可信賴的資訊。當所有的資訊都可能成爲啓發來源時，偏見對這些行動者而言，往往是最合理的選擇。

在資訊-知識年輪 (I-K Ring) 中，不具備市場內的基礎知識架構的行動者，幾乎都處在第五圈的範圍。這些行動者並不具備市場的各種知識基礎。因此，爲了在不確定中去界定情境，以形成投資決策的判斷，這群新手必須向資訊的上游吸取資訊。被學習的對象包括往第四

圈有經驗的老手(experienced investor)、公開資訊以及各種來源不同的資訊。

另外，處在資訊-知識年輪(I-K Ring)第五圈的行動者，人數也一直在進行動態的補充與排除狀態（退場/進場）。不只市場的資訊變動，行動者也一直在替換，不斷補充新手進入，不斷「偏見地」理解各種市場資訊。社會集體行為的觀點，只將行動者概化成一個集體，或只注意到內圈比較穩定的組織或投資者，忽略了情境是不確定的，連行動者的進出都處在不確定的狀態之中。

另一方面，股票市場的資訊變動特質，使情境永遠處在不確定中。所有公司價值的預期，也會隨著資訊的湧出而改變。因而，即使是其他內圈的行動者（大戶、基金經理人），也必須在不確定中努力尋求確定的判斷來源。於是，在雙重不確定的狀態下，評價系統成爲發送資訊-知識(I-K)的最主要機制。

接下來的分析過程，我們將說明這個機制，並且指出它不只是純粹的組織，而是包含知識和市場意識型態的傳遞，評價系統利用特定的社會價值產生規則，介入價值的預期定義。

## 二、市場預期是不斷結構化的資訊-知識(Expectation as a Structuring structured I-K)

首先，我們討論在股市結構中，行動者的資訊-知識(I-K)不斷變化和評價系統的關係情況。

### (一)、不斷變化的資訊-知識(I-K)

在第四章的分析中，可以看到股票市場是一個環繞著資訊-知識變動的結構。爲了在不確定性當中，尋求確定的方向，金融專家才發展出各種對抗不確定的方法來(Bernstein, 1998)。對於市場的資訊吸收，也從以往的資訊缺乏到現在的資訊過多的狀態。Knorr Cetina 稱這種狀態是一種行動者的資訊「缺乏」(lacks)。無數交易者對於資訊的慾望與渴求，回饋到資訊傳遞的過程，使得市場對於資訊永遠處於匱乏的狀態。縱使資訊已經充足而遍佈，可是交易者還是持續尋找正確的資訊(Knorr Cetina and Breugger, 2000, 2003)。但不論是 Bernstein 或是 Knorr Cetina 都沒有觀察到，不同的行動者對於資訊的需求都不一樣。行動者雖然對於資訊有共同的心理匱乏，但因爲層級化的相對位置，最後選擇或吸取的資訊卻大不相同。

如果前一節所提，先用新手(junior)或老手(experienced investor)兩種區分方式來界定行動者進入市場時，面對資訊的心理狀態和可能的選擇模式。這兩者的共同情境是，面對不斷湧出的資訊，都必須不

斷框架化市場的理解。因此，不同的投資者其資訊-知識(I-K)也都處於不斷變動的狀態。

即使是在「已發達國家」之列的美國，初學者遍佈市場的情況也曾發生過。其證管會稱這些人為「無經驗者」(inexperienced person)。他們在 1909 年當時的市場中被形容成：「...都是羔羊，在市場中被剃毛...他們都是小道消息的愛好者，天真地買股票，聽到任何他們可以聽到的消息或依賴盲目的衝動就因此行動」(Burk, 1992:53)。就像在波羅地海指數(BDI)的分析案例中，許多初學的小戶不問理由，反而直接問訪談者有哪些股票可以買。

這種類型的行動者，其框架化過程特別依賴線索、謠言、小道消息各式各樣的訊息來源。若從資訊-知識(I-K)的觀點來看，這種情況就能得到較為清楚的解釋，因為行動者的資訊-知識(I-K)顯得破碎、凌亂而無系統，必須沿用許多原有的社會理解架構(social framework)，以形成投資決策的判斷----諸如易經八卦、抽籤等等。因此，並非他們不想綜合使用各種知識體系，而是能力上是缺乏的(disability)。

對於這些投資者而言，大家樂與買股票兩件事情就相差不遠，同樣都是或然率的選擇。如同第三章舉出樂透的「數字明牌」，與股市的數字符號比較起來，都是面對無知的知識體系的或然率選擇。誠如前文所提到的，邱景敦曾提出「金錢人」的身心狀態，描述社會行動者會盲目地追求獲利神話，投資者會瘋狂地將儲蓄從口袋中拿出來的(1993:82)。但就資訊-知識(I-K)觀點來看，這都是屬於外圍行動者必然的社會集體行為。並非投資者不存在「西方理性計算」的社會參考架構，而是行動者並沒有「學習」市場內的知識體系，大多數的投資者並沒有經過這種社會學習的過程。相對地，他們必需以原有的社會參考架構來理解市場的可能方向。

對於另一類經過社會學習的投資者而言，框架化後的資訊-知識(不管是獲利或虧損)，也必須同時面對不斷變化的市場情境。以目前收集到的訪談資料，至少可以看出兩種不同種類型的框架化方式。

第一種類型是具有資訊-知識(I-K)基礎，但仍接收公開資訊的投資者。在 BDI 的案例分析中，有些投資者會收集資料，並盡力分析資料之間的關係，但其資訊管道仍存在著關鍵的差異，亦即這些資料幾乎都是「公開」或是消費成本低廉的資訊(如晚報、電視、網站等)。這種類型的投資者雖然不斷擴大其資訊-知識(I-K)的理解架構，但在資訊傳遞過程中仍一直處於外圈，無法進入資訊流動的內圈。但比起毫無經驗的新手，其符號理解範圍已經擴大許多。在機率的選擇過程

中，已經納入市場知識體系的思考。

在非公開資訊的內圈中，第一種類型就是證券「業內」。對證券業組織內的行動者而言，這個市場學習的過程更是節奏快速。每天早上的晨報、看不完的研究報告、變化不斷的經濟局勢與政經關係。任何像美國雙子星的攻擊爆炸、921 地震的突發事件都是學習的新對象。對這些行動者而言，每天都是嶄新的局面，資訊是沒有來世的符號關係(no after life)。他們建立了市場、產業各種專業知識的背景，市場學習的效率總是最快，但資訊的拋棄也是最快。

另一種圈內的特別投資者（如中實戶、大戶），經過新手的階段後，繼續透過資訊購買的方式，或是人際特殊管道得到不同或快一步的資訊。但這些行動者也必須不斷驗證（學習），或是用資金轉化的方式吸取資訊-知識(I-K)。在此過程中，其理解框架也不斷再框架化。當新的產業、公司上市時，研究員或券商提供新的報告或是新的人際管道，都不斷地重新建構行動者的資訊-知識(I-K)。

總之，我們可以看到，在具不確定性中的市場情境中，行動者面臨雙重框架化過程了。第一、整體市場是一個流動的資訊-知識(I-K)體系，所有的資訊不斷變動，所有的理解也不斷變動。此層次是範圍較大的市場理解架構的變動；第二、個人行動者的資訊-知識(I-K)理解架構也不斷變動。在整體和個人兩個變動的結合下，個人的資訊-知識理解可以主動地擴大吸收，但資訊-知識(I-K)的限制使行動者處於被動的狀態，並非行動者可主觀控制、改變。不同層級行動者的資訊-知識(I-K)都不同。行動者在個人的資訊-知識(I-K)層面，既是能動也是被限制的。

這樣的結構觀點，在社會學中顯然已經有結構的結構(structured structure)、結構化中的結構(structuring structure)等概念可以描述。已固定的結構形成行動者的社會框架，但行動者的能動性又再一次結構化新的結構。在市場中也是如此，資訊-知識(I-K)的理解架構會不斷改變。但金融市場卻具有更特殊的性質，Knorr Cetina and Bruegge 曾提過金融市場是個融化的固體，以形容金融市場不斷變化的流動特性(2002b:399)。這個意象的確相當有啟發性，但 Knorr Cetina 等人卻沒有回答的固體是什麼。換個社會學問句來說，動態和靜態的結構之間如何連結？框架化的過程(the process of framing)、既存架構與新進來的架構(new emerging framework)如何連結？中間的內容物是什麼？究竟價值來源為何？

這個問題，在本文中仍將延續資訊-知識(I-K)的分析脈絡，更深入來提出認識論的基礎。簡單來說，基本的立論是：市場的預期(market

expectation)並不是只有個人的心理狀態，或是市場整體的僵化體系，而是牽涉到集體行動者的意識型態，這也是底下要討論的課題。

## (二)、評價系統的意識型態

在第三章中，本文以訪談的資料，對比出至少三種類型的市場意識型態。<sup>21</sup>但此處將強調評價系統特定的意識型態發展過程。這個意識型態對物質世界採取理性化的連結方式，形成整套的市場預期思考方式。

此點，必須回到知識社會學的脈絡來考察並檢視其差異。Charles Smith 將股票市場中的知識類型視為行動者的「信仰」，行動者會依循其信仰，主導行動的決策。這些類型分別是基本面、內線交易、圖形學派、交易員模式等幾種(Smith, 1981:33-66)。Knorr Certina 所提及的全球微觀結構，其行動者乃以外匯交易員為主，外匯交易員的市場意識型態都相當接近，強調短進短出，並「綜合」各種意識型態進行「利差」交易。這兩種說法在西方金融市場中，都已經發展出知識基礎穩固的意識型態。以美國股市以及全球外匯交易為例，其知識或信仰，可以考察到強調產業基本分析的價值投資法則(Graham, 2003)，或是 1940 年代發展出來，風靡一時的交易線型波浪理論(Frost, 2002)。也就是說，以上這些研究案例所使用的知識系統事實上都經過數百年的發展，才衍生出識龐雜的知識體系。

但台灣股市本身並沒有發展出類似的理性化意識型態，其中可推測的原因是，台灣股市發展時間並不長，而評價系統主要又由外資所引進，因而沒有出現理性系統性的交易技巧，或完整的市場意識型態的體系。所以在此先借用美國發展的例子來看，如 Burk 用「市場意識型態」(market ideology)來描述這種市場概化的信仰與認知，藉以區別一般的社會意識型態（諸如政治的意識型態）。他說：

這些信仰(belief)，...，對市場而言就像一個操縱的符碼(code)，此符碼關鍵性地決定了組織的交易，或是一個我們研究的市場的結構。市場交易中的組織，簡而言之，是被市場的意識型態所建構，即那些關於市場價格與為何如此變動的信仰 (1992: 46)。

Burk 提出兩種信仰類型的意識型態，第一是主張物質論的信仰(materialist belief)，其次是實用主義信仰(pragmatic belief)。物質主義的信仰強調與公司內部定期公布財報之間的關連，亦即將股價與實際的公司經營數據連接起來；實用主義則特別強調短進短出，追求絕

<sup>21</sup> 可見本文第 96 頁，三種類型分別為：(1)強調紀律和基本面的經理人和分析師；(2)短進短出、線型操作的波段獲利者；(3)毫無章法、喜好聽小道消息的投資者。

對獲利的思考(1992:54)。雖然在大部分的時間，美國的市場意識型態是由實用主義的邏輯主控，過度重視短期價差交易與線型交易。在1929年大崩盤後，這種情況更爲明顯。基本面的分析師聲名下滑，市場瀰漫實用交易的意識型態。

但透過政府的介入，以及聯邦證券法(Federal Securities Law, 1933-1934)的控制，物質主義又取回其主導位置。1940-50年代，大型組織投資者(共同基金、退休基金)專業投資機構，成立專門的「職業證券分析師」(professional security analysts)系統，基金交易者才慢慢摒棄實用主義的思考模式，專家系統逐漸取得解釋的權威。此時，實用主義才確定取得主流的地位。Burk說：

就組織而言，證券分析師的興起對市場中的實用主義信仰有了關鍵性的影響。當個人投資者到美林(Merrill Lynch)學習投資時，他們從分析師所準備的研究報告(studying report)中學習。當共同基金需要特別的投資與商業判斷的補充時，他們過度地依賴證券分析師。在1950年代，個人和金融機構都相信證券分析師是稱職的專家，能從不可靠的投資中分辨出正確的來(able to discriminate sound from unsound investment)(1992: 65)。

在美國的股市發展歷程中，實用主義的意識型態經過了四十年以上的發展(1920-1960)，才在造市者(聯邦證券法)和規管者(券商的分析師系統)中，逐步建立其正當性。這種意識型態強調與物質世界(廠商資訊)的連結，在混沌不明的情境中，提供投資者理性化的分析解釋方式。最後，不但取得股票詮釋的權威性地位，同時也成爲市場中資本的主人。Burk指出，股票市場最後已經成爲一個層級化的結構(hierarchical structure)，在這個結構中的控制者，就是那些券商大公司後面那些「資本的主人」(masters of capital)(1992:51)。這些資本的主人，不但控制了資本的流動方向，更重要的是控制了資本流動「預期方向」的詮釋組織。就社會框架建構的意義來說，資本的主人控制了框架化的機構，也控制了思考市場的方式。

總結地說，評價系統的控制能力、組織性力量並非單純的資本力量。而是在市場發展歷史中，與理性化、強調物質主義推論的意識型態連結在一起。評價系統無法與物質主義的意識型態切割，也不單純只是組織的結合體，同時也是物質主義的意識型態結合體。<sup>22</sup>同樣地，

<sup>22</sup>若以同樣的觀點檢視台灣股市的發展，官方對於物質主義的規範與實行，並沒有系統化的立法步驟。從2002、2003年設立「基本市況報導」、「公開資訊觀測站」，逐步將市場交易數字公開，並在觀測站要求各公司財務、業務及重大資訊、重大訊息、公司概况、營運概況、董監股權異動、財務報表、公司治理、公開說明書、年報及股東會議等資料定期更新。但這些都僅止於資料公開，而非立法規定股票評價的規範與方式。資料詳可見 <http://newmops.tse.com.tw>。

在台灣股市中，透過觀察外資和評價系統的連結情況，我們可以看到外資在引進資金時，也引進了一套世界的認識方式；亦即，那些在西方發展已久的知識組織能力和評價體系。

### (三) 物質主義如何連結物質世界(How the ideology and material world bind together)

儘管物質主義意識型態所建立的市場預期仍充滿不確定性，重要的是，這個系統在「物質」的基礎上建立「嚴謹」的價值推論，在不確定中提出預期方向的理性推論，建立市場黑暗世界的預期和指引。但 Burk(1992), Smith(1981)等人的研究，並沒有具體提出這種意識型態與實際世界是如何連結的。

為了掌握這個連結的過程，我們特別在訪談過程中請業內、基金經理人指認評價系統發出的報告中那些是被吸收的資訊(FI-27, FI-34, QI-1)。在數次反覆的指認過程中，這些有能力指認研究報告的投資者，對外資報告作了很類似的指認（請參看下圖二十三）。

圖二十三：評價系統連結價值的認知方向

COMPANIES FEATURED	
AU Optronics (2409.TW, NT\$43.60)	Underweight-V Price Target: NT\$31
Chi Mei Optoelectronics (3009.TW, NT\$42.30)	Underweight-V Price Target: NT\$30
Novatek Microelectronics (3034.TW, NT\$86.50)	Overweight-V Price Target: NT\$105
Optimax (3051.TW, NT\$72.00)	Equal-weight-V Price Target: NT\$80

MSCI COUNTRY	TAIWAN
MSCI AC Asia Pac F x Jp Weight	9.3%

來源：摩根史坦利證券公司 (2004.10.13, No. 34447)

Frank Wang 授權

上圖表的左邊，是當日的收盤價格和各家廠商的代號。友達(AUO, 2409)，收盤價 43.6，調降評等(underweight)到目標價 31 元；奇美(Chi Mei, 3009)，收盤價 42.3，調降評等到目標價 30 元。聯詠(Novatek, 3034)，收盤價 86.5 元，調升評等(overweight)到 105 元；力特(Optimax, 3051)，收盤價 72 元，持平(equal-weight)，短期目標價到 80 元左右。

在圖表的下方，則指出此報告「評估」範圍。在 MSCI 亞洲太平洋地區(MSCI AC Asia F x JP Weight 9.3%)中，除了日本之外，台灣股市佔此區域 9.3%。在這份長達 120 頁的經典報告中，詳細敘述全球

<http://dataeshop.tse.com.tw>。

TFT LCD 從 3.5 代廠、5.5 代廠到 7 代廠之間的供給關係，各家廠商的利基市場(niche market)，過去的銷售狀況與營收、獲利，以及未來產能之間的競爭和 TFT LCD 的供需和價格下滑預測。但受訪者不約而同地都先指認圖二十三這塊區域。

這樣的研究報告，通常被歸類為「產業基本面」分析。主要提供產業、公司的競爭力或獲利的詳細報告。相較於其他小道消息、謠言等形式，這種基本面的分析更強調產業知識、市場知識的整合和連結，而且其價值連結的對象朝向「公司」的物質表現。諸如公司產品、財務報表、經營績效等等，並組成一套完整邏輯的理性推論關係。這種股價預測方式，就是物質主義所強調的物質連結。它將工業市場、消費市場等物質資訊連結起來，並表現為一個整體。另一方面，則向市場中的投資者傳遞這樣的資訊-知識(I-K)。

當我們繼續追蹤此個案時，發現在此報告發佈一週後，報紙就出現報導（李淑惠，2004.1019）。報導同時引用花旗美邦和摩根史坦利的調降報告（即上述同樣報告來源），指出外資將友達(2409)等公司股票調降評等轉為賣出。這個資訊-知識(I-K)的傳遞過程，符合我們資訊-知識年輪(I-K Ring)的觀察與假設。資訊-知識(I-K)的傳遞不止是產業知識、市場知識，還包含特定意識型態的內容。<sup>23</sup>

物質主義與物質世界以此方式產生連結，評價系統將市場的不確定性逐一安置在確定的架構之內。將工業市場、消費市場的種種物質資料和市場預測連結起來，和諧地安置在這個理解脈絡中。評價系統內的評價者，同時教育投資者如何認識形上的市場，以及具體物質世界相對關係。

現在我們可以進一步指出，物質主義的意識型態，是一種透過建構物質世界的認識論。它強調科學理性邏輯和物質世界的相關性，諸如財務分析和產業技術之間的連結關係。然後以此價值關連，判斷價格的可能走勢。因此，對於 Burk(1991)所指的物質資訊或物質主義，我們就有更深入的解釋了。這些分析師與評等機構日夜追尋的物質資訊，必須有效地安置在這個理解、詮釋的架構中。如果這種意識型態喪失了物質資訊(material information)，就無法完成整體的認識過程。同樣地，若以不同的意識型態安置這些物質世界，也就無法表現出和

---

<sup>23</sup> 此處有兩個細節是需要注意的。第一，資訊傳遞和交易行動不一定一致，因為會有其他不同的報告出現，引起不同方向的詮釋。其次，是關於市場操弄的問題。外資（整體交易量）雖然在 2004.10.13 到 10.18 是賣出方向，但在 2004.10.09 日後已經出現低價承接「買進」。雖然可以推論有投資者利用報告方向獲利，但相對來說，也有不同方向的報告導致某些投資人受損(資料可見 <http://www.cnves.com>)。



諧的理解架構了。<sup>24</sup>

Knorr-Certina 所指稱的市場固體(solid)，就是這些公司實際存在的物質資料。一旦評價系統將這些資料抽離原來的脈絡中，就會被組合成不同的報告，產生詮釋方向的變動，使這些固體變成流動的液體(Knorr-Certina and Breugger, 2002b)。當評價系統內的分析師或研究員極盡所能收集到該公司的任何資訊，包括財務報表各項數據、產業關連、競爭力、人事結構種種資料，重新組合成報告時，就將原來的固體抽離了實際存在的脈絡，轉而成爲分析過程中邏輯相關的知識體系。雖然不同方向的評價報告會引起不同的詮釋，並回饋到市場的實際交易行爲，但比較起其他方式的價值預測方式，評價系統仍取得主流的權威地位。這種正當性的取得，不僅止於意識型態和物質世界的連結，更必須依賴價值傳遞過程的合法性範疇。

以下，將繼續分析評價系統如何傳遞價值，以及價值到價格的合法性是如何建立起來的。

#### (四)、評價系統介入市場預期的過程

從美國的發展經驗看來，股市價值問題與實際公司經營的「物質」論之間的連結，歷經 70 幾年的經營，才全面系統性地發展起來。但台灣股市在 1989 年全面開放券商前，雖然有少數「分析師」的行業，但並未達到全面系統化的程度，直到外資券商進入後，整個研究機構才成爲券商組織必要部門。

股市被稱之爲「經濟櫥窗」，表現工業或商業部門的興衰（彭光治，2003：264）。股市不僅只是表現交易，同時也被稱之爲中介市場(mediate market)，代表其他市場的興衰表現(Zuckerman, 1999:1400)。股市中介了工業、商業其他市場，帶動資本流動。因此，在美國股市的發展歷程中，朝向公司基本產業的研究成爲後來發展的主流。這種意識型態連結到公司物質資訊，巧妙地將原有公司解離(decoupling)自原有的脈絡，並且創造出市場的另一種市場實體的過程。而評價系統就是表演(perform)這種物質主義的權威機構。

以往的相關研究將兩種市場之間的連結關係稱之爲基本面信仰或物質主義信仰(Smith,1981; Burk,1992)，但 Zuckerman 則提出新的看法，稱之爲物質資訊的中介(material information)(1999)。在他的研究中，認爲股市存在著價值和價格的中介系統，即分析師的評論系

<sup>24</sup> 研究者曾親眼見過他類意識型態和物質資訊的接連方式。某投資者在廟宇中占卜擲茭，問神明某公司明年的獲利可達多少，以作爲買進股票的參考。這種信仰和物質資訊的連結方式，其過程還是以「機率」的任意決定爲主，並非物質主義和資訊之間的價值連結方式。

統。但所有的評論(critics)或估價(valuation)必須有工業基礎的分類(industry-based classificatory) (Zuckerman, 2004:405)。關鍵是，這些物質資訊必須朝向公司經營，以及經濟表現的各種數字、資料來進行評論。Zuckerman 提示了兩個重點：第一，這個市場非常需要評論；第二，評論的過程就是一種價值的賦予(valuation)。但股市的評論系統，遠遠超過 Zuckerman 的假設。在我們的研究中發現，不僅只有分析師這個組織，還包含了上、下游的研究員、基金經理人以及不斷強化的評價雜誌、媒體等機構所構成。<sup>25</sup>

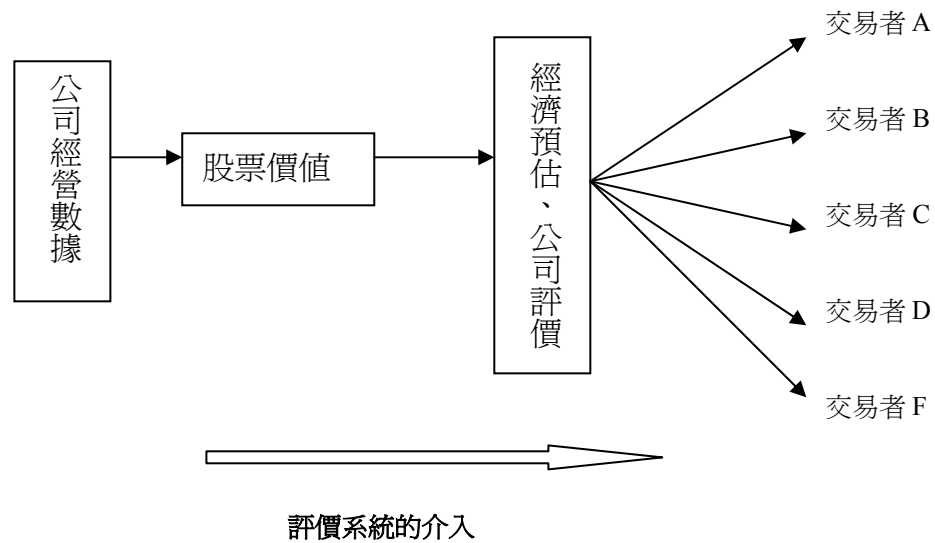
評價系統，整理歸納公司物質資訊，並生產出市場評論，成為中介市場的中介(mediate of mediate market)。評價系統引導投資者，成為投資者的導引(guide)，但工業基礎的分類體系卻又引導著評價系統的分析師、研究員，對物質世界做出評價。也就是說，在股市中除了市場知識外，在產業知識的系統中，還存在著在上游的物質分類系統。唯有透過當地產業體系已建立的「檔案化的世界」(archive world)，評價系統的評價者才得以進行歸納和邏輯推論。價值到價格的推論，必須在這套系統底下進行，超出這套系統的事物將無法被解釋，並被歸納為市場的意外風險。因此，此研究員訓練（規訓）價值的認定過程中，所有的價格(price)必需在此套知識體系內運作，凡是不符合此套邏輯假設將被排除，視為「不自然」、「不理性」的邏輯。當然，評價系統內產生的不同方向的評價，也造成不同方向的交易，其後所引發的價值和價格的落差，就變成必然發生的結果。

舉個例子來說，購買一個冰箱或是一件衣服，其價格或許會變動。此乃因為工業市場和商業市場遵守成本-品質(cost-quality)原則，其產品的製造過程依照成本及獲利率定價，產品的「價值認定」和社會比較過程會貼近實體。但在股票市場中，主觀價值的認定與客觀價格的表現，變動的速度遠遠超過其他市場。價值不確定的情境，以及市場資訊流動的形上特質，讓評價系統得以進入，成為價值的主要詮釋者。因為股票的價值認定，對一般人來說，已經脫離股票背後物質的聯繫，其價格的基礎需要介紹和評論。對一般的投資者而言，他們不容易系統性地接觸到物質資訊。當我們買冰箱時，人們可以一樣地實際比較產品功能優劣、設計，但買一張股票時，則必須透過中介的評價過程，才能理解股票這個交易品的價值。因此，在供需關係和價格表現間，存在一個不可或缺之提供市場預期與價值判斷的系統（下圖二十四）。

---

<sup>25</sup> Zuckerman 只將分析師意見視為評論來源(critics)，有幾個可能的原因。第一，為了統計上的計算，只能選擇資料庫中完整的部分；第二，美國股市真的只有分析師控制了這個評價系統。

圖二十四：評價系統成爲市場價值中介(Mediate of mediate market)



#### (五) 評價系統的分類與正當性(classification and legitimacy)

當物質主義的意識型態，與物質資訊作完整的連結時，我們就可以見到合乎邏輯、理性計算的研究報告。但在這裡要深入探究的問題是，這些物質資訊究竟具有什麼樣的社會基礎？評價系統不可能回過頭無中生有地建立產業體系的物質世界。相對地，評價系統是巧妙地利用原有存在的資料基礎。亦即，評價系統需要產業的分類體系，和原有的廠商競爭結構，以組合成有秩序的物質世界。

關於分類系統的研究，在人類學或是社會學都有相當傑出的研究(Bourdieu, 1984; DiMaggio, 1987; Douglas, 1966; Smith, 1989a)。另一方面的理論啓示，則是知識倉儲的制度化過程中，分化的符號定型後將取得社會意義(Berger and Luckhman, 1966)。這些文獻都說明一件事，分類系統無法存在於實驗室中，因為沒有這麼大的實驗室足以支撐不斷變動，包含文明層面的分類體系。用鑲嵌的概念仍不足以全面考察這個現象，因為評價系統只「借取」某些部分。

也正因為金融市場的資訊不確定性，使評價系統成爲分類體系和市場評論絕佳的中介者。評價系統集合商學院最優秀的學生、財務金融工程學，以及數以萬計的研究員。評價系統也是市場中最好的學習者，它不斷學習，並將世界各地、任何可以跟股價關連起來的事件，納進其分析推論的物質世界中。金融學家和經濟學家們，幾乎完全忘了有這個系統的存在(或者身處於這個系統)。物質世界認識的條件，並不是單向地由評價者所決定，既存的分類系統(existed classification)決定了評價者可進行的方向。但評價者在這個基礎上，詮釋物質資訊

的關連性，提出市場預期的框架(market framework)。在框架化的過程中，隨著工業市場、消費市場的分類系統持續擴大時，評價系統也會隨時吸收並隨著擴大，並推衍出更多詮釋以及沒有發生的預期。

這個價值的中介系統，因此跟社會的分類架構成長同步連結起來。在 Zuckerman 的研究中，美國股市的分類範疇主要由工業基礎的體系所構成。這套體系在透過分析師與研究員整理、歸納而形成，特別是由賣方(sell side)的券商所驅動。因為證券市場的賣方，提供的不止是「產品」本身，更需提供「產品的價值」。Zuckerman 稱這個體系為「工業基礎的範疇結構」(industry-based category structure)。研究員必須在這套分類中覓得「棲身」之處，專長特定產業或特定公司的物質資訊和市場價格變動關係(2004:410-411)。分析師具有兩種角色，第一個是表現者(representator)，提供詮釋資訊；第二是因果關係的推論者(causal agent)，負責在龐大的分類體系中，將各項關係連結成因果推論。分類架構具體的實例則在定期公告的 IBES(International Brokerage Estimates System)以及 CRSP(Center for Research in Securities Price)資料庫可找到(2004: 416)。分析師的評論(critics)則在 Zacks 資料庫(1999:1413)。分析師不僅要提供評價報告，更重要的是，他要「表演」這套分類架構，以證成推論的合法性。

Zuckerman 以範疇命令(categorical imperative)的概念來形容這種價值賦予的現象。<sup>26</sup>他認為，範疇命令會形成兩個市場效果。第一個是在分類系統外的公司，將會受到市場的懲罰，交易量和股價會相對偏低，這就是分析師系統造成的非法折算(1999:1398)。第二種是公司雖在分類系統中，但其公司合法範疇出現與分類結構不吻合的情況(structure incoherence)。因為其詮釋方向有所不同，所以其交易量和波動幅度相對較大(2004:477)。當然，如果都在分析師的分類架構內，股價相對會得到鼓勵。

在 Zuckerman 的指涉中，工業分類系統是物質世界的認識基礎。股市中的分類系統，是由政府和分析師逐步建立起來。因此，對於 White(1981)或行銷理論所討論的市場空間，他提出新的反駁。他認為原來合法性的範疇，在股票市場中，必須放進分析師的評論。因為股票市場的價值，並不是消費者可以直接接觸到的，分析師的評論成為價值中介（見圖二十五）：

<sup>26</sup> 範疇命令(categorical imperative)，通常譯為「無上命令」、「定言律令」、「道德律令」。原脈絡是道德律必須以此形式表達，無上、定言(categorical)的命令不容許有附帶條件、若帶著條件，則此行為就不是道德的行為（可參見 Kant, *Groundwork of the Metaphysics of Morals*, tran. by H. J. Paton, New York: Harper & Row, 1964: pp.88~102）。但 Zuckerman 在該文中並沒有特別提及這個脈絡，因此本文在翻譯上就不特別強調康德的脈絡，而單純採取字面上強調產品正當性範疇的翻譯，不足之處特此說明。

圖二十五、Zuckerman 的價值合法性空間

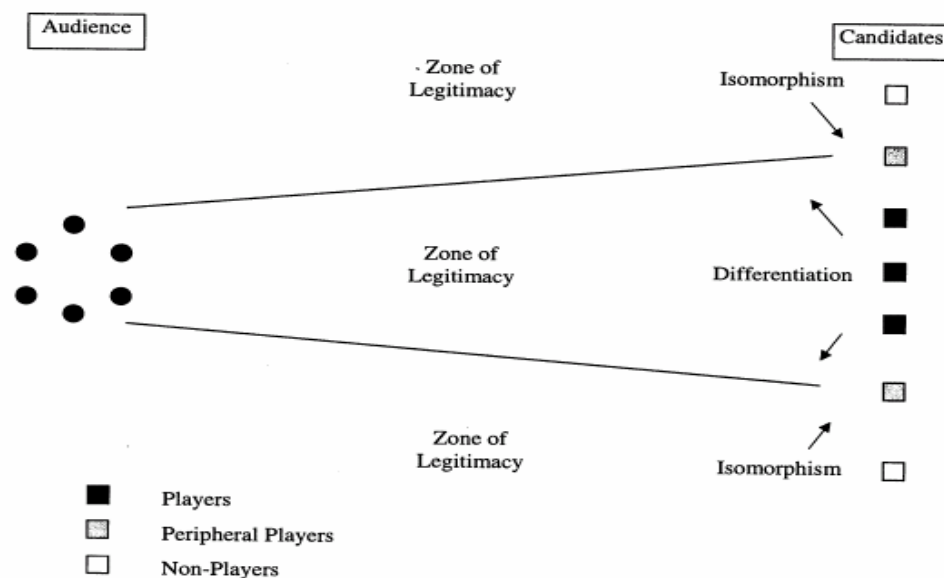


FIG. 1.—The candidate-audience interface

Source: Zuckerman, 1999:1402

他認為，傳統的「買/賣」方市場比較類似上圖的正當性空間(zone of legitimacy)。在買方(audience)和賣方(candidate)的關係當中，買方出現正面回應，產品才會符合要求，進入交易空間，而邊緣的賣方的會試圖擠進在合法範圍內的产品樣式。其次，當買方的預期很廣泛時，賣方不容易訂出合法空間（好的产品），就會有創新(innovation)出現在正當範疇中。消費者的選擇過程有兩個主要過程：第一是消除不符合最低期望要求的產品(elimination)；其次是在符合最低條件的範圍內做比較(compare in consideration set)，並剔除沒進入合法空間的產品(1999:1401-1404)。<sup>27</sup>這個邏輯在消費市場和一般市場工業相當具有解釋力，主要說明了廠商競爭優勢中首先要「佔到位置」；其次是產品中要努力擠進合法範疇，或接近範疇內的同形(isomorphism)。

但 Zuckerman 批判並進一步補充這個觀點，認為表面的供需無法解釋這些交易過程。第一，在市場的交易中，並不是只是「買/賣」的資訊缺乏、或無法對胃(match)。相反地，產品必須先有範疇(category)、比較(comparison)兩個過程；第二，產品必須先進入範疇化的範圍內，才能有比較的條件。因此，才會出現社會螢幕(social screen)這個概念來，亦即市場結構的範疇(category that comprise market structure) (同上：1404)。一旦市場螢幕形成，在螢幕外的產品將被忽略。以股價來說，其價格將降低，交易量也會下滑。但如果產品脫離這個範疇，就會受到懲罰（交易量低，或價格下滑）。受懲罰

<sup>27</sup> 關於消費者選擇過程亦可見 Urban et al, 1996: 57。

的公司並非沒有支出資訊成本（如廣告），而是他們提供的事物超出合法的範疇內。但在金融市場中，消費者的正當範疇會出現價值的社會混淆(social confusion)。所以當消費者(buyer)處在不確定正當範疇的時候，必需藉助賣方提供評價，建立正當範疇空間。因此，在比較產品的過程中，評論的價值中介效果就出現了。

Zuckerman 的概念成功地駁斥三個傳統的想法。第一，買/賣者並非資訊缺乏或過度滿足；第二，並非廠商資訊成本提供不足（如廣告、行銷）；第三，買賣交易不只是供需關係，評論(critics)的角色會創造需求，行動者會出現角色服從的情形(role conformity)。因此，他就將廠商競爭路線往前推進，將以往經濟社會學過度重視競爭者的網絡結構加進評論者的角色(White, 1981; Burt, 1992; Baker, 1984)。但 Zuckerman 的討論，只特別適用在價值不清楚的市場，因為價值的混淆的情形中，正當範疇的空間才特別需要評論。<sup>28</sup>

歸結起來，在價值不確定的股市中，範疇命令得以成立的條件是分類系統的存在。沒有分類系統，就無法產生範疇，範疇要取得正當性，就必須在分類系統的架構中進行。Zuckerman 的研究驗證了評價系統的合法性來源。分析師必須從原有的分類架構中，抽取能形成邏輯驗證的推論，並以評論發出對產品的範疇命令。亦即，分析師的評論製造了正當性的社會框架(social framework)。這個框架依賴社會整體原有的工業基礎分類架構(industry-based classification)，並藉此而表現出來的。此點，再次說明評價系統發出的評價，必須藉助物質世界所提供的資料。

但 Zuckerman 的角度過於狹隘。他只處理分析師、評論、股價三者的線性關係，進而提出範疇命令的概念，對於市場的其餘部分就視而不見了。第一，如果沒有物質主義的信仰支持，分析師所表演的範疇命令就不會有影響力。第二，持有不同意識型態的行動者，不一定能理解工業體系的範疇命令，這些認同並不會在他們身上產生作用。股價和範疇命令的關係，亦有可能只是統計上的巧合。比如說，範疇命令就無法解釋小型股，會在籌碼集中的情況下，價格表現得比明星股還好。

但若以評價系統作評價機構，就可以將視野擴大。

第一，範疇命令，或是公司評價，不只是包含評論(critics)，還包含這些評論的生產機構，與其他投資者互動所形成的加強體系（如互惠行動）。

---

<sup>28</sup> 此點，可參閱前章市場不確定本質的來源。在金融市場中這種價值不確定的確是很明顯的。其他市場如「學術評論」、「出版市場」的結構都很類似。

第二，放在資訊-知識年輪(I-K Ring)的架構下，就可看出評論的傳遞過程，往外圈行動者擴散所發出的影響性如何形成。Zuckerman只看到評論發出的合法範疇，但卻無法解釋合法範疇是如何擴大影響力。這些評論的深遠影響，不只是價值認同而已，同時也傳遞了市場信仰，以及特殊的資訊-知識(I-K)。範疇命令必須在資訊-知識年輪(I-K Ring)之中，才能看出其權力的來源。

第三，評價系統是黏住物質世界的科學理性化機制。在「嚴謹」如同科學實驗室一般的研究過程中，因果關係、邏輯推論需有推論的因果過程，也就是研究員要求的「紀律」(FM-07)。研究員或分析師要有自己的眼光(view)，而對於信仰基本面產業分析的「嚴謹的」經理人而言，說服的理由並不僅只在於預測準確而已，因為那與販夫走卒的「猜測」沒什麼兩樣，而是在他確認其推論過程與預測，在邏輯上如同科學家們對地心引力的精密計算。如同前面曾經引述的談話，一位國內資深的高階基金經理人說：「他可能會錯，但是他的邏輯可能會說服我，他的邏輯說服我，我跟著他的 evaluation，我錯了，我認了，因為我相信他」(FM06)。服從科學的嚴謹邏輯與研究過程，成為市場物質主義信仰者的不二法條，這也是被市場擊敗的護身符。在不確定性中，使用最科學的方法規避風險與追求確定性。如果有損失，那是市場的不確定引起的錯，不是我的科學方法錯誤。所以，評價系統的市場預期的合法性，就不只是產品的範疇命令，還包含了科學理性的崇拜或強制力。

### 三、評價系統的社會意義(social meaning of E. S.)

從這一系列的分析來看，評價系統的複雜度遠超過 Zuckerman 的討論。在臺灣股市發展過程中，這套評價方式主要是由外資系統引進。但國內討論外資的研究，通常只注重組織結構，而不重視組織動員因素中的社會向度和文化因素（黃允治，2003；李新穎，2002；陳錦璇，2003 李光輝，2000 等）。可是一旦拆解股票市場交易特殊性質後，就會發現評價系統扮演關鍵性角色。在股票價值的形成過程中，評價系統賦予產品的合法價值。更重要的是，評價報告傳遞資訊-知識(I-K)，同時也傳遞物質主義的意識型態。因此，評價系統並非只是組織的表面組成。金融學、管理學、組織行為等研究，都沒有發現這些特殊的內容。若硬要移植這套制度，就往往落入畫虎不成反類犬的窘境。最後還是必須從外資券商直接挖角，如果出現行動者與組織制度的矛盾，都是可想而知的。

另一方面，政治經濟學討論股市的交易狀況，往往過度強調國家

/政府的角色。一旦政府的角色退出，除為單純的收租者，評價系統就成為最有力的影響機制。特別是外資所形成的評價系統，夾帶豐沛資金、完整的研究體系，以全球資金配置的方式進入地方市場。最後並補強了互惠行動者（包含與政府的招商行動），評價系統就被再次加強其穩定性和影響力。

評價系統在現代股市社會中，絕不能單純以組織機構來看待。評價系統的強化，不但代表西方科學理性系統的強化、市場法治的制訂、金融組織的全面滲透。更重要的是，評價系統主導了一套物質世界的認識論，主導市場中事物的價值。亦即，評價系統掌握了資訊-知識(I-K)的核心制高點，成為市場中資訊-知識的權威發送機制。這不但是政治經濟學，更是文化經濟學的激烈鬥爭。

但我們現在必須討論一種更現實的狀況。即評價系統進入地方市場後，會產生什麼樣的互動。其他產生價值判斷的範疇，究竟是什麼？以下，我們將回到資訊-知識年輪(I-K Ring)的整體架構中，整體性地重新省思市場關係。

#### 第四節、資訊-知識年輪(I-K Ring)與評價系統(E. S.)

從評價系統和市場預期的分析中，我們可以看到，股票市場的投資行動受到評價系統產生的價值影響。評價系統在不確定中製造未來的方向和指引系統。即使是在美國，這種「科學分析」的理性方法也在市場中取得絕對性的影響力，甚至由國家制訂證券法來規範(Burk, 1992)。對造市、規範者而言，這種市場的理性和法治化，似乎是對抗操縱壟斷的唯一取代方案(the only alternative solution)。

但透過資訊-知識年輪(I-K Ring)的觀察，我們或許可以重新思考這件事。在年輪中，大多數投資者還是處在層級結構外圈。理性化、法治化或許是長遠的目標，但對這些處在圈外的行動者而言，科學分析、理性化、法治化等種種理想，為何比不過各種既存的文化價值？我個人認為，基本上因為行動者的社會能力限制了他們的理解框架。資訊-知識(I-K)、資本構成的層層限制，讓處於外圈者，必須接受他者的價值導引。在這種情況下，評價系統與其他的價值範疇產生了對抗，其他價值範疇並沒有辦法在短時間被消除。

##### 一、複數範疇(categories)

讓我們回想文獻回顧中曾經提及的「黨政結構」或「官、黨概念股」(見第一章文獻分析)，以及其他種類的概念股(張真卿，2000)。從實際的經驗現象中也可看到，股票價值的定義來源其實相當多，也就是市場中存在不同的意識型態。若以 Charles Smith 對股市知識(意



表十一、市場知識與概念股關係

市場知識	概念股	備註	價值範疇
基本面	資產概念股	強調產業獲利前景,週休二日概念股(旅遊業)。	物質主義 (評價系統支配)
	中國概念股		
	週休二日概念股		
內線交易	借殼上市概念股	強調公司內部釋放出來的內線訊息。	實用主義支配 政黨、大戶、公司派支配
	董監改選概念股		
	黨、官概念股		
圖形學派、交易員與其他類型混合	年底集團作帳概念	混合籌碼(資金)和線型變化關係,如外資概念股(短期內資金推動股市行情)	各種價值範疇混雜 (信仰併發症;評價系統發送的資訊-知識仍具支配)
	繳款行情概念股		
	除權行情概念股		
	外資概念股		

識型態)的研究作比較歸納,至少可以看到三種不同的意識型態。因此,就可看出意識型態主導的價值範疇始終是複數的(見下表十一)。

以金融學家的話來講,台灣股市是「淺盤」、「不理性」。但從這裡的分析來看,台灣股市保留了原來社會生活中更多的價值範疇。諸如政黨間政商關係、廠商公司之間的制度不信任(強調短線),以及更多的併發症(Smith, 1981:133)。併發症的投資者,沒有根深蒂固的市場知識範疇和分類架構。追隨著各種可能形成的意見,跟隨者的行動決策在這層意義上並不是「無經驗」,而是他們將原有的生活經驗融合在各種市場意識型態中,形成融合性的理解架構。他們隨時可能有著各種「概念」(類似價值),予以轉換指導的意識型態。

Zuckerman(1999, 2004)理解到的美國股市,是個高度「科學理性化」的市場。一旦分類架構遠遠超過行動者的理解範圍,行動者唯一的方式就是棄守,採取法人制度或是交出操作自主性。<sup>29</sup>當市場的規模越是擴大,評價系統就越是掌握其他範疇的控制能力。諸如政治領域(台海關係)、宗教(伊拉克戰爭)等各種可能影響股價的行動,都會被納入新的資訊-知識(I-K)架構中。所以評價系統的分類架構會不斷補充,但是其他意識型態與物質世界的關連性就比較小,因而對外的延伸性就較弱。諸如董監事改選、黨官勾結等因素,都比不上由工業體系等物質資訊所構成的評價方式。越是強調理性科學化、且工業體系龐大的市場,這種評價的方式所發送的資訊-知識(I-K),就越

<sup>29</sup> 美國股市有不同的市場,如 NYSE, NASDQE 等等,來自美國與全球各地上市股票 5、6 千檔。即使個人要進行投資,也必須透過評價系統建立的分類範疇認識市場中股票的價值。但台灣股市在 1990 年時只有 3 百多檔,現在有九百多檔。相較之下,還是顯得「平易近人」。

來越取得更高的地位。也因此，圈外的行動者受到的限制，已經不僅是黨官勾結的階段性意識型態，相對地，在公司派勾結的意識型態消失後，繼而代之的是理性評價系統所發出的物質主義分析。

Mackenzie 等人看見了這一點，他認為市場中的知識（任何金融知識），都是在歷史過程中被認可(recognized)而建構的。不同階段的金融知識，都會透過不同的方式取得其正當性。因此，經濟學家對於未來的描繪，會實際回饋到現實的生活中來，創造出經濟學所描繪的現象(2003:107)。同樣地，評價系統也有這樣的功能。在不同歷史階段的正當價值的生產過程中，物質主義和評價系統聯手逐退其他意識型態主導的市場預期方式，取得了表演市場景象的權力。

但無論是 Zuckerman, Knorr-Cetina, Smith, Burk 來說，都忽略了一個現象。特別是在台灣例子中，大量新的行動者進入市場，造成了更多的變數。正因為大量的新手不斷進入，所以評價系統雖然逐步壯大，但並沒有完全取得控制權。雖然黨官勾結、公司派大戶，或是內線消息主導的價值範疇，逐漸地被外資的評價系統所取代。但物質主義的意識型態，並不是一開始就攻城掠地，完全將地方市場的意識型態消滅（諸如 1996 年之前的台灣市場）。

資訊-知識(I-K)的概念，以及資訊-知識年輪(I-K Ring)的概念與分析過程，可以將各種歷史時空中不同的意識型態納入解釋的架構。在年輪中，不同歷史階段主導的意識型態，產生了不同的價值範疇。但不同範疇會同時存在，複數範疇形式並不會完全消失。因此，其他的意識型態仍有其影響性。評價系統的制高點支配，必經過整體社會體系的歷史演化。資訊-知識(I-K)的概念補足這個盲點，重新建立一個思考的層級圖像。若單純從資訊或知識的角度剖析市場中的行動者是不足的，唯有將這兩概念串連在一起，才能看到意識型態和資訊管道的限制，看到這個系統如何在不同階段取得優勢位置。

但這些不同的意識型態，其社會根源各有所不同，在資訊-知識年輪(I-K Ring)是可以被觀察出來的。一旦市場意識型態不同，行動者所採取的分類架構也會不同。

## 二、來自其他來源的分類範疇(categories from different social setting)

讓我們再回到資訊-知識(I-K)的價值定核心來考察，就會發現並不只有分析師等評價機構存在。

評價系統位置在資訊-知識年輪(I-K Ring)的第一圈和第二圈間。評等機構發出的訊息算第一手（如財務主權評等指數），但大多數的評價系統（如分析師、研究員）處於第二圈。第一圈為數最眾多是各

大公司的高階經理人，以及金融市場的指數製造者(data producer)。所有的原始資料(data)是在他們手中整理出來，再向外發佈。一旦資訊曝光之後，已經不存在單純的資料了（當然，對第五圈無法閱讀者還只是資料）。這些資料的發佈可以直接傳遞到公眾媒體(public media)，公司派勾結大戶的意識型態才會出現，因為內圈的行動者掌握了資訊-知識(I-K)發送的機制，這也是分類範疇的來源之一。<sup>30</sup>

資訊發佈的不同單位，同時也決定了資訊傳遞的不同形式。經過媒體的報導後，會造成不同的詮釋方向。在這樣的社會情境下，強調內線消息的市場意識型態，就高度依賴借殼上市、董監改選、黨官概念股等訊息。內線消息同樣需要分類體系，但卻不是工業生產的分類體系（如黨官勾結人物的關係，不能把國民黨和民進黨支持的公司搞混了）。另一方面，投資者試圖擁有壟斷性的資訊，預期公司內部會有操弄結構，或者自認為提早得知產業知識的資訊。一旦市場主導的情境以此為主，大量的投資者將會採取實用主義的意識型態，而非強調物質主義的基本面分析。諸如台灣股市在 1980 到 1989 年間，以中、大戶主導的情況就是如此。

至於圖形學派則不依賴內線或產業分析。他們單純從資訊-知識年輪(I-K Ring)中的第三圈獲得「公開資訊」。將這些指數「數字資料」視為理性的供需關係，研究供需關係的互動關係。並在數字關係中尋求因果推論，在價量分析中找到預期的方式。這種意識型態，需要具備金融的線型市場知識，但手法仍以強調利差(spreading trading)為主，而非基本面的產業分析。因此，就不會重視工業體系內物質資訊和價格的因果連結，但此類投資人則需要證交所等單位發佈的資料。

市場意識型態的併發症是最常出現的現象。不管是內圈或外圈的投資者，通常都同時綜合採取多種不同的意識型態，吸收市場中的資訊-知識(I-K)。諸如在訪談過程中，使用易經八卦的投資者，同時也採取線型分析、基本面分析，並且在分析過程整合成自己的資訊-知識體系(FI-14, Fi-16, KI-07, KI-08)。但關鍵在這些行動者資訊消費能力不同，使得外圈的市場信仰併發症者，組成的資訊-知識(I-K)理解框架，仍無法突破資訊管道的限制。接收公開資訊的併發症投資者，所能擁有的還是公開資訊。但能進入第二圈、第一圈的併發者，在分類範疇的建立中，就會採取多種形式的重複確認。就像第四章所舉的中實戶例子，他們會透過不同的非公開資訊管道求證，雖然不保證獲利，但至少會在意識型態併發的過程中，擴大資訊-知識(I-K)的理解

<sup>30</sup> 台灣股市另一類特殊的範疇化就是「報明牌」的股市老師。這個例子 Burk 也曾經討論過，這是一種類似基本產業分析的短期獲利「承諾」或保證，近似物質主義(quasi-materialism)，但過於注重短期的獲利保證，事實上與實用主義的承諾是一樣的。

範圍，並嘗試接近核心。

但不一定在資訊-知識年輪(I-K Ring)的內圈核心，就一定是獲利保證。因為在內圈的投資者，也有可能產生意識型態併發症。另一方面，評價系統會發出不同方向的評價報告，資本的主人們也會產生不同方向的鬥爭。這不單是資本大小的實力競逐，更牽涉到資訊-知識(I-K)的競逐，還有市場信仰的對抗。最後的結果是，沒有專家，只有輸家、贏家。

評價系統佔據資訊-知識年輪(I-K Ring)的制高點，但並非採取焦土政策控制市場的所有範圍。因為市場中存在著其他的意識型態，若屬於其他價值範疇所控制的公司股票，就不是評價系統所能掌握（諸如 2004 年博達下市案，外資一樣慘賠得鼻青臉腫）。所以，評價系統並不是台灣股市唯一的分類範疇或框架化來源。但評價系統顯然取得主流的地位，報明牌的老師、投資股票計程車司機都能對 D-RAM 製成等名詞朗朗上口。這些行動者雖然表面性地使用這些符號，並不代表其理解範圍與內圈行動者的理解相同。同樣地，資訊管道和知識限制也並不因此而暢通。

不同意識型態的產生皆有其時代性背景，以及整體的社會情境。但評價系統所發出的資訊-知識(I-K)，透過機構的組織化、全球豐沛資金以及文化背景的支持而逐步取得其地位。整體社會產業的發展，以及全球資金進入地方市場，都是評價系統能逐漸取得支配性的因果。在互相強化的情況下，其他意識型態的支配性將會越來越小。那些無法解釋物質世界的分類範疇也將逐漸失去影響力。

### 三、資訊-知識年輪中的經濟取向傳統行動

如果在《駭客任務》(The Matrix)數位戰爭的場景中，你發現主角拿出石頭來互丟，結果發現石頭真的有殺傷力，你會怎麼想？

在資訊和知識的分析過程中，我們看到一些很有趣的互動關係。原本強調高度科學理性、邏輯分析與預測能力的評價系統，在與客戶的互動過程中，額外的服務和買賣雙方的互惠關係(reciprocal relationships)，往往能強化雙方長期關係的建立。雖然互惠關係有可能因為預測方向錯誤，引起關係的緊張，但即使是評價系統這類高度理性化的機構，也必須存在互惠關係。互惠關係扮演潤滑劑的角色，強化評價系統的功能。交叉運用的結果，使得評價系統的穩定性更高。

另一種類型是，如中實戶以「無利益目的」建立的社會關係與資訊管道。表面上無為而治，或是無目的的交往。但在行動上卻是朝著隱約而長遠的經濟目的，將利益關係盡量轉換成「類親屬關係」或其

他信任度更高的關係。韋伯就曾說：「經濟取向(economic orientation)可以是傳統式的或目的理性的(goal-orientation rationality)。即使是在行動不斷理性化的情況下，傳統取向的成分仍具有相當程度的重要性」(Weber, 1968:69；康樂，1999：12)。因此，中實戶即使用這種經濟傾向的傳統行動，穿越資訊-知識年輪(I-K Ring)的限制。使用傳統理性的行動，便有可能使中實戶這些行動者，轉化自身的資源，突破限制，而產生位置的流動。同樣地，若有其他的行動者具有這樣的條件，也有可能產生社會流動的效果。

這兩個特殊的現象和互動關係，說明資訊-知識年輪(I-K Ring)並不是僵化的結構。在年輪中，雖然存在著社會能力的限制，但除了職業分工、資訊消費等形式，使用經濟傾向的傳統行動，仍有可能產生流動。這些能產生流動的行動者，其意識型態亦有可能經過學習而改變。同樣地，地方券商也使用同樣的方式，建立投資人交易的互惠關係。雖然評價系統取得制高點，但地方券商透過吸收不同價值範疇的投資人（如小戶），也會強化地方券商與圈外行動者的聯繫。

經濟傾向的傳統行動，提醒我們不要落入宿命論的唯一論述中。在資訊-知識年輪的層級中，雖然評價系統取得越來越大的權威性，以及戰略制高點，但其他行動仍有其生存的空間。全面科學化、理性化的發展，不會必然消滅所有的經濟傾向的傳統行動。仍須注意的是，這些行動者的流動條件或是互惠的關係，仍必須回到資訊-知識年輪的相對位置來考察。

## 第五節、小結

資訊-知識(I-K)概念的提出，重新定義了投資者如何理解市場的資訊和做出行動決策的社會背景，且在資訊的傳遞過程中，會形成資訊-知識年輪(I-K Ring)的環狀層級。資訊-知識(I-K)永遠處在不斷變動中，因此資訊-知識年輪(I-K Ring)也是個動態的結構。在不確定的市場情境中，行動者必須不斷向外吸收資訊，所以行動者本身的資訊-知識(I-K)也是在變動的狀態中。

市場中的知識理解過程並不如表面那麼單純。行動者的認識基礎來自一系列價值建立的過程。第一是市場意識型態，亦即對市場的形上認知。包含了物質主義信仰、內線交易信仰、線型信仰以及混合性的併發症等。市場意識型態影響了行動者對市場的形上認知，決定行動者將從何種分類架構(classification)，以及行動者將從分類架構中選擇哪些合法性範疇。在市場意識型態的導引下，行動者將認定何種

資訊是具有「價值」的，並以此評價方式進行投資的決策。在這些範疇中，則以評價系統所產生的資訊-知識(I-K)最具影響力，亦即那些朝向物質世界連結的物質資訊。物質資訊提供行動者和對象物(公司)之間的連結，以及價值到價格的框架化過程。

但行動者之間的差異會出現兩種社會限制(social limitation)。第一種是教育能力上的限制，牢牢地將大部分的行動者限制在第五圈之外。在市場意識型態和產業的正當範疇沒有建立之前，只能依賴線索或與其他公司關連的啟發來進行投資行為。第二種是資訊管道的限制，即使是具有市場意識型態或產業知識的範疇認識，他們也只能接收公開資訊，而無法進入非公開資訊的範圍，提前或更精確地分辨不確定的情境。

資訊-知識(I-K)所形成的年輪分佈，會因為行動者的社會能力而產生限制，但社會流動卻有可能發生。緩慢的流動是藉由職業分工體系，逐步進入資料製造者的行列，如公司高階經理人、評等機構的重要研究員等例子。另一種則是資訊消費的方式(資本)，短期間迅速建立市場知識和產業知識，諸如購買研究員的大戶或代客操作的例子。另外則是中實戶以人際網絡建立特殊的人際關係。大部分中、大實戶延續市場外累積的資本，將資本轉換成資訊-知識(I-K)的資源。

評價系統在資訊-知識年輪(I-K Ring)中處於戰略制高點。以物質主義為意識型態的評價系統，夾帶資金和組織能力，建立起發送資訊-知識(I-K)的有力機構。評價系統的上、下游又加強了評價的機構權威。股票價值的正當性因此透過一系列報告及評論而產生。評價系統以科學、理性化的推論邏輯為主，並利用工業體系的分類範疇，將產品的正當性藉由各種評論往外發送。同時，也傳遞了物質世界的認識論。物質主義的認識論，以及評價系統的上下游關係，反覆地加強並擴大其影響範圍，漸漸在各種市場意識型態爭論中取得價值詮釋的領先地位。

傳統傾向的經濟行動仍然在資訊-知識年輪(I-K)中產生作用。即使是高度理性化，強調精確計算的評價系統中，仍然會出現互惠的行動來維持買賣者雙方的社會關係，成為強化評價系統的潤滑劑。科學理性化雖然取得主導，但並非市場的全部。

值得重申的是，透過資訊-知識年輪(I-K Ring)和評價系統的分析，我們看到市場中行動者的相對位置會產生流動的情況。但這些流動並不是多數的案例。表面上，雖然所有的投資交易都是公平、開放的，但是外圈的行動者卻受到教育知識、資訊管道、資本等因素的影響，改變的可能性並不是單純透過努力就可達成。必須先處於資訊-

知識年輪(I-K Ring)中的有利位置，流動才可能發生。

在現代社會的股票市場中，隨著理化程度越高、工業體系越龐雜，分類架構也會變得更為複雜，投資者也將面臨更令人望之生懼的工業體系所建立的物質世界。評價系統的興起，以科學理性建立起物質世界和股票價值的連結關係。然而，當工業系統變得更龐大、出現越精密的產業分析時，越是對外圈的行動者豎立起難以克服的理解障礙與限制。

## 第六章、結論

「當文化經濟學的思維和行事典範…搶得了主導權之後，它將為人類的整體文明帶來怎樣的未來？」

葉啓政，2002：228

當進行股市中評價系統的分析，我腦中浮現的並不是馬克思預言股票市場將敲醒資本主義的喪鐘。相反的，是 Baudrillard 的《象徵交換與死亡》(symbolic exchange and death)。<sup>1</sup>還有，Braudel 巨著《資本主義與文明》第二卷中的資本主義之家。生產，在 Braudel 的眼中指的是那個遠離家園的工具(production: away from home)，唯有回到交換的領域中，資本主義找到安適之所。

如果以往我們以生產、交換、分配、消費作為工業社會的運作觀察準則，那麼，在股票市場中我們將能看到什麼？一般認為股票市場是資本主義興衰的馬前卒，或是經濟的櫥窗。若是，這個研究能提供我們理解這個社會的什麼東西？股票市場的交換邏輯，誠如前面幾章的研究分析，已經遙遠地脫離生產領域的範圍。相對地，在工業社會的基礎上，以及現代社會的職業分工邏輯下，表面上毫無差異化的交易，事實上隱含著社會的文化分類架構，還有經濟符號消費的邏輯。價格的背後，掩蓋一系列價值的社會建構過程。

那麼，這在社會學的知識脈絡中又能形成什麼樣的反思？

這些引起社會學者偏頭痛的問題，常常是出於很制式的思考。比如說批判對象究竟是誰定義的資本主義？Marx, Weber、新古典經濟學、結構功能論、批判理論、新制度理論、後現代理論等一連串的脈絡。誰定義的市場？誰定義的行動者？市場的實體究竟是什麼。是價格機制的市場、社會結構，或者是「鑲嵌」於社會之物、或是在「網絡」觀點中構成的體系？或是國家治理下的政治經濟場域？理論觀點，一刀兩刃地提供研究基礎，卻也同時限制原生性見解的可能。因而面對專業體系的金融系統時，這些理論觀點無法在經驗和理論同時取得說服力。

---

<sup>1</sup> 如果那些體系龐大的工業分析資料，可被視為排列整齊的檔案，並且透過這些經過安排的資訊-知識，我們得以理解股市的世界，由此接收到對市場預期漲跌的方向。那麼，評價系統中這些發佈資訊-知識分析師、研究員，在角色上就好像是佈置環境、裝潢或氣氛結構「擺設人」(home de rangement) (Baudrillard, 1997: 27)，不同的是，他們「佈置」的是市場內的氣氛和理解的方式。由此來看，評價系統更是不折不扣的文化經濟學分析。這個系統掌握的不是那些文學、色彩或音樂面向的「言說符號」，而是牽涉到工業、商業市場以及世界經濟如何變動的詮釋力量。



對於金融業界來說，或許他們是擁有傳遞速度最快的硬體、世界頂尖學府的人才、組織構造最詳密的機構，他們更不缺乏資本，因為他們是資本運轉的血管。那麼，社會學的理論對這種現象的理解能提供什麼樣的貢獻？如果我們所分析的社會機制，能夠超越時間的限制，預見未來景象。那麼，社會學就能提供往前看的視野(scope)。

但在這個研究的過程中，最困難的並不是與業界爭論視野的正確性。相反地，學門自身的政治正確性，構成更大的迷思障礙。第一個衝擊是階級的正確性。彷彿研究資本市場的主題，就必須被貼上資本家同路人的標籤。因而，研究的理想性就被減損了。第二個質疑來自先行的權力假設。這種方式總是先設定有某種虛無存在的權力敵人，然後分析其對立關係，並認證這才是社會學正確的分析方式。<sup>2</sup>

在股票市場中，階級的對立突然消失。投資者所顯現的人性貪慾，都希望加入獲利的那方。這裡更不存在雇傭勞動關係，也不存在生產關係的控制。這個市場，更沒有工業生產的外包、貨物的商品鍊，商品的買賣邏輯，看不到物體的實用價值。買賣的當下，無法辨識交易對方究竟是誰，甚至每個小戶投資者，都是在主體志願的情況下，逐漸進入這個市場的。

基於這些觀察，在這六年的研究過程中，研究者不得不拋棄原有的假設，轉而凝視現象自身，以及行動者的關係如何形成。如果說，最後的觀察結果可以看到權力來源之間的差異，那麼，這些東西並非由理論實驗室的推論而來，而是真實地由每個情境中慢慢拆解出來的。在這個基礎下，再回頭檢視、比較各種理論，至少目前似乎能提供一個自認較能自我說服的方式。

以下，即在前幾章的研究基礎之下，從經濟社會學的發展脈絡中檢視這個問題所受到的注視，以及理論觀點對話的可能性。第一，反省經濟社會學對經濟行動競爭結構的傳統看法，它無法解釋金融市場內行動者的競爭條件差異；亦即，無法解釋市場結構的差異性，而將不同市場（諸如工業市場、商業市場、金融市場等等）混淆起來討論。第二，將繼續深入解釋金融市場與工業市場的差異，為何股票市場中的商品，不像其他市場的商品？其市場構造，究竟有何不同？第三，將提出由資訊-知識觀點所看到的市場結構，完全不同於以往的解釋架構，並說明行動者的競爭條件如何形成，同時說明在競爭行動中社會價值的建構過程。由此可看出，價格並非只有供需關係，而是另一種形式的社會價值鬥爭。最後，本文要提出現代社會中，個人如何在此市場結構受到蒙蔽，以及此文與資本主義的接軌之道。

---

<sup>2</sup> 此點，當然要特別感謝高承恕老師始終一路鼓勵、支持的立場。

## 第一節、市場是什麼？

### 一、社會學與經濟社會學對市場的結構研究

根據韋式辭典對市場的定義，市場指的是「在一個開放空間或建築內聚集出售某貨物的買賣者」、「食品出售的商店」、「買賣者雙方的會議」、「集會的群眾」、「特殊商品的交易/如棉花市場」、「對貨物的需求」、「對某貨物或服務的已經存在的實體或潛在客戶」、「貨物或服務被購買或使用的區域/如外匯市場」、「透過買賣者的活動形成的需求與供給的經濟情境」、「股票市場」等種種定義和實例。市集 (marketplace)，則是指在城市開放區域中舉辦的交換活動。

從以上定義中，可以比較清楚地區分「市場」與「市集」的主要差異。市集的範圍與定義，特別指的是在不同的開放空間中舉行的交換活動，如廣場的交易會、博覽會或是商品展等等。<sup>3</sup>但市場的定義從抽象到實體，範圍包含了各種「交換者」的可能形式。諸如行銷理論 (marketing) 定義的市場，就專指單一商品的買賣行為；生活定義的市場，則是那些存在各種空間中的商店（如菜市場）；談判產生的工業商品市場等；或者由經濟學供給需求的經濟定義等。但大體而言，概念指涉較為完整的還是「賣賣者對某商品的交換行動構成的空間與情境」。

如果把這些定義在時代的橫縱軸伸展開來，就可以進一步看到很特殊的景象。第一條時間軸線是在當代社會中，市場的存在形式是如何展現；第二條時間軸線是市場在歷史上的存在形式是如何表現。

在這個時代時間橫軸上展開的「市場」概念，最主流的分類莫過於計畫經濟與市場自由經濟的意識型態。呼應 Ronald Coase 由廠商本質所分析出來的交易成本概念 (transaction cost)，Charles Lindblom 提出市場體系 (market system)，同時反駁 20 世紀高漲的市場自由競爭的意識型態。Lindblom 並不將市場視為「單一系統」，他指的市場是整合體的概念。比如商店、物與物交換的活動空間數量激增時，各個市場之間開始以某種特殊的方式連接起來，才稱之為市場系統。因此，市場存在於各種社會之中，如果不是透過買賣者的互動來組織或協調，就不稱之為市場體系。因此他說：「由此我們可以對市場體系下一個暫時定義：它是人類活動的協調系統，雙方主要是透過交易型態互動，而非由中央集權指揮」(Lindblom, 2002: 13-14)。不過，市場系統不會完全取代自給自足的家計單位，或是原來就存在於各部落社會的商品交換。透過這些買賣的安排，可以分成幾個市場：勞工市場、

<sup>3</sup> Random House Webster's College Dictionary, 1995, N. Y. Random House Inc.

農業市場、消費商品和服務的產業市場，以及較不被討論的中間市場，以及資金市場（同上引：15）。<sup>4</sup>

Lindblom 所指稱的市場顯然是一種協調系統。雖然市場內是由商品交換的活動所構成，但市場的運作機制並非完全自主，因此，需要協調機制(*coordination*)。透過買賣的交易行為產生協調，並進一步在各個市場間形成依買賣交換原則構成的完整系統（2002：26-43）。在市場系統分析下，他先擱置資本主義的分類方式（不講社會主義、資本主義經濟體系等），而是依照中央政府對市場協調的介入程度劃分市場體系。這種劃分方式，把市場切割成無數個別商品交換的空間，然後透過交換的邏輯組成一個系統。但協調機制的自由性程度，則會從完全的自由放任(*laissez-faire*)，到完全中央集權或公有化的中央調控；亦即，市場體系的社會關係和所可能形成的市場結構，需視國家購買、補助措施、課稅或行政命令等「干預」、「協調方式」方式而出現不同面貌(2002:17, 274-276)。最後，他主張是協調而非完全干預，這也是他認為未來社會可能的替代性方案。

但近來發展的「市場社會學」研究路線(*sociology of market*)，並並不完全贊成以國家或中央政府為主之過度政治化的角度區分市場。

John Lie 提出的市場社會學，重新整理新古典理論、經濟學取向、經濟人類學、文化人類學、鑲嵌網絡、政治經濟學等種種定義。他特別聲明，經驗上的折衷主義其實並不是個萬靈丹(*I should stress that empirical eclecticism provides no panacea*)。即便是採取折衷主義，可能性也是在於結合政治(*politics*)與市場(*markets*)這兩者，而不是將兩者直接連結，提出某種理論上的折衷主義(Lie, 1997:354)。他認為在現代社會制度理論和經濟學的定義中，從「計畫到市場」)的定義，都無法清楚解釋市場在歷史向度和制度的複雜性。也就是說，Lie 認為在現今區分經濟體的方式，都不能完全解釋、解決市場中的交換關係和結構的複雜性（同上引：353）。過度樂觀地想以某種政治或經濟意識型態主導整個市場認識的方式（如折衷的修正式市場經濟），往往最後只會變成矛盾的修辭，因為在現實上即使是市場社會主義也還沒有辦法辨識其樣貌。比較可能的取代性，應該朝政治經濟學的鑲嵌研究取向(*embeddedness approach*)（同上引）。

上面這兩者對於市場的考察，分別從實際發展以及理論層次進行分析。兩者與供給需求的市場概念相較下，都強調在現實世界政治所扮演的重要性。但 Lindblom 更強調政府扮演中央協調器的角色，Lie

<sup>4</sup> 不過他所定義的資金市場內的參與者，並非一般人可參與，而是創業家、企業家和金融機構參與者形成的市場(1992:15)。

則認為市場的認識仍必須放在特定社會的脈絡下，才能找到較好的解決方式，諸如不同的宗教世界、以及不同的政治體制，都可能需要不同的市場制度。也因此，市場社會學才有其產生的必要性和重要性。

5

但就目前的現實層面而言，國家/政府的確仍扮演著中央協調器的功能，正如 Lindblom 所言，國家利用市場，而非先於市場存在。但問題是，兩者共同認知的市場是依照「自由買賣交換邏輯與原則」。但無論從經驗的任何一個意義來看，市場強調的是集中性多過於自由性。如此一來，Lie 聲稱的政治鑲嵌究竟與什麼東西結合，如果是政治體的話，那與 Lindblom 所說的中央協調器不就又相同了嗎？若是這些思考強調的都是干預而非自由性。如此一來，計畫經濟與市場經濟究竟有什麼不同？市場社會學的宣稱，除了政治體制之外，依然找不到合適的觀察點。

Lie 曾經認為 Braudel 不以形式主義來界定市場，直接進入歷史脈絡中理解市場的本質，更能理解市場形形色色的特殊脈絡(Lie, 1997: 353)。如果我們將 Braudel 的觀點導入經濟社會學的脈絡中，會有什麼火花呢？

Braudel 向來擅長展開文明的歷史縱深，由描述各種細節來闡述結構的存在。在《資本主義與物質文明》第二卷中，他以「交換」(exchange)貫穿整個經濟活動，並藉以區分出交換的型態與層次來。對於市場他也同樣採取了體系性的看法，只是這種體系或結構必須在長時段的考察中才得以展現。因此，Braudel 對市場的觀察，並沒有採取理論先行的定義方式，相反的，是從市場活動的歷史觀察來看的。他認為所有交換活動由一條低界線所區分(lowest level)。在界線之下包含自給自足的必需品交換行為，或鄉村生活早已存在的交換空間。在這之上，有逐步發展起來的商店(shops)、商販(pedlar)，並往上限(highest level)發展的交易會(fairs)、以及打通貨幣、銀行和紙幣交換渠道但稀少的交易所(exchanges)(1984a: 30, 54, 75, 92, 97)。所以以前的市場跟現在的市場沒有什麼差別，只是隨著數目的增加和專門化，城市偶而會介入市場規則的干預。照他的說法看來，市場就是市場，就是那些在自給自足之上的各種交換活動，如商店、攤販、或規模較大的集市或交易會。只不過是這條界線的分水嶺，會隨著物質生活的擴大而移動。

很顯然的，市場在他的定義中取得了較寬廣的視角。市場可以等同於交換(exchange)、流通(circulation)、分配(distribution)。但從另

<sup>5</sup> 關於市場社會主義或其他類型的市場經濟，可參考 Lie(1997:352-353)。

一方面來說，市場指稱的也是廣泛的交換形式，亦即市場經濟(market economy)。因此，市場是一個體系(system) (1984:223-224)。藉由這個經濟交換活動，才能看出資本主義為何。他說：

我認為前工業模型還需加上第三個領域，即位於最底層的非經濟(non-economic)。此處也就是資本主義用以紮根，卻無法真正滲透的地方。這個底層迄今仍十分龐大：在它之上，有我們熟悉的市場經濟(market economy)，這包含了不同市場之間橫向的溝通管道，將供給、需求在一定的程度上協調起來(here a degree of automatic coordination usually links supply, demand and prices)。在這個層域(layer)旁邊，或在這之上，不論過去或現在，工業革命之前或之後，此處才是資本主義的真正歸宿(This.....is the real home of capitalism)(1984a: 229-230)。<sup>6</sup>

現在，讓我們從交換的角度，再重新檢視這個結構。在 Braudel 的眼中有兩種類型的交換，第一種是普通、競爭性的，幾乎是透明的，也就是市場交換。另一種是高級、複雜的、具有支配性的。兩種交換活動的機制不同，約束的因素也不同，資本主義領域所包含的不是第一類的活動，而是第二類交換活動(1994:36)。

這些交換活動，形成三個層級。最下層的是物質經濟的交換；再上面一點的是市場交換的體系，最上面則是或依附在市場經濟和龐大物質生活的不透明壟斷交換。資本主義何以活躍？必須在底層的經濟領域（物質生活）擴大而充分了，物質充盈一切才能前進。市場經濟藉物質生活被壯大起來，擴展了整個交換關係網，資本主義才得以在這個基礎下受益(1994:37)。

但是，這個動態的市場與資本主義結構圖像能夠給我們什麼幫助或啓示呢？或者說，能在時間深度與地理的寬廣度，提供我們更符合實際狀況的理解嗎？

讓我們再次進入台灣股市的發展過程。1980 年代後，在物質經濟的各項指標迅速成長後，交易所的交易量與開戶人數才筆直地升高，物質經濟成長後才能產生更複雜而高階的交易會。在這之前，台股的交易量和交易者都停留在少部分人的交易。這種情況，非常符合 Braudel 物質生活與市場經濟互為滿足的辯證。

那麼，再將地理上的計畫經濟的觀點納進來。我們可以看到，在現今各個國家/政府的金融體制中，其實不存在完全計畫經濟，或完全自由交換的市場。所有的交易所幾乎都處在在發展過程之中，逐步被納入國家的控管範圍內。因此，表面上我們可以看到所有國家/政

---

<sup>6</sup> 相同觀點可見 Braudel(1984a: 455)。

府，主導了金融市場的範圍和遊戲規則，符合 Lindblom 或 Lie 的理論假設。但如果時間推到 1960 年代之前，事實上證券交易在台灣早已存在、南北串連。最後政府才利用各項法規，將市場收納進管理範圍。國家/政府實際上是利用市場，而沒有創造市場（就地合法）。再看 1990 年後外資的發展，一樣的，政府事實上也只能順勢而為，藉由產業發達的趨勢壯大市場。因為即使制訂金融開放的法規，若外資還是不想進入市場，一樣無法擴大市場的外資交易量。國家/政府能夠干預、介入的範圍，只有既存規則化的市場交換活動，而不是交換活動的全部範圍。

總之，我們可以理解到，Lindblom 或 Lie 看到的市場，是一種已經被國家/政府界定範圍的市場，而不是原來交換活動的市場空間。因此，我們就不知覺地接收了一個錯誤的市場觀念，認為市場系統應該就是這樣存在著----有政府的管理、明顯的買賣關係的疆界。再舉個簡單的例子來說吧，跨國的遠程貿易，政府能完全規管嗎？顯然不行，政府的管理範圍僅限於進入到政治力所能觸及之處。因此，從大歷史的觀點來看。市場是交換的互動所構成的空間。這個空間從自給自足的活動之上，衍生出各式各樣的商業活動。但在市場經濟上，類似交易所的高級交易形式，存在資本的主人。這些人從市場經濟的小戶和小投機者的口袋，掏空他們的金錢(Braudel, 1984a: 103)。<sup>7</sup>但必須謹記的是，在 Braudel 的定義下，市場是個透明的交換機制，資本主義的發展必須以各個市場的發展為基礎。

在另一個歷史脈絡中，社會學家也想盡辦法探討市場活動與社會的關係。雖然資本主義做為一個時代的大背景，但交換活動者的群體性質，以及競爭行為構成的社會關係，同樣地引人注目。

依照 Swedberg 的說法(1994:264-267)，市場社會學(the sociology of market) 應是被 Klaus Heinemann(1976)首次提出。理論脈絡可上推至 Max Weber 的幾個主要研究(Weber, 1968[1922], 1981[1923], 2000[1894])。之後，關於市場的社會學分析脈絡轉往 Talcott Parsons and Neil Smelser(1956), Karl Polanyi 的整體社會結構分析(1957[1944], 1971[1951])。<sup>8</sup>

Weber 早期對於交易所的看法，仍然非常強調「市場」中組織的交易制度與法律秩序(2000: 231-324)。但在《經濟與社會》中的未完

<sup>7</sup> 這裡當然有許多關於資本主義的討論，因為主題篇幅的因故，先行略過。詳細可參考 Braudel (1984a: 130-106, 232-239)。

<sup>8</sup> 說明此處兩點文獻缺失，其中 Heinemann(1976)此文獻為德文版，本文並未收錄，但為提出德國研市場社會學傳統，仍舊在 Swedberg 的陳述下提列出來。其二是，Weber 的版本略有出入，如 Weber(2000)，Swedberg 引文為 1988 年，因此特別標出原出版年，已辨別發展脈絡的時程。

成稿，他又把市場定義範圍較大，而指涉個人行動的競爭狀態，他說：

即使是單面的，但多數的潛在競爭者在競爭交換機會處(competition for opportunity of exchange among a plurality of potential parties)，就應說該處存在著市場。(交易者)聚集於某個地方，如地區性的市集廣場(local market square)、交易會/遠程貿易(fair/the Long distance market)、或交易所(exchange/ merchants' market)，這只建立了市場形成中最穩定的形式。無論如何，只有這種物理聚集允許市場中最特殊的特徵完全產生，即討價還價(dickering) (1968: 635)。

韋伯認為，市場中的交易行動是一種競爭到鬥爭的狀態(market struggle)，但這種競爭的過程最後終以交換(exchange)結束。因此，自由交換的市場會形成某種共同體。理性的目的利益，逐步造成自由市場的發展，也正因為透過交換形式，和平的經濟實力獲得形式上的工具。理性經濟的壟斷者(rational-economic monopolist)最後堂堂正正地透過自由市場獲得權力(1968: 638- 639)。因此，在 Weber 眼中的市場競爭行為不單單只是純粹供需法則的行為，還牽涉到經濟行動的理性化過程，以及市場逐步形成理性經濟制約法則的空間。交換不但是供需的法則，而且是競爭的法則。<sup>9</sup>

因此，Parson, Smelser 才會在這個脈絡下，繼續發展以社會整體架構為主的市場社會學研究，並認為在社會整體的體系中，韋伯的市場研究是「市場社會學系統性發展的出發點」(starting-point for a systematic development of sociology of markets)(1956: 175)。Parsons 等人的觀點，將市場的經濟體系視為社會體系下的一種社會的「子系統」。在不同的結構體系中，市場必須由其他涉入的系統來觀察其相對關係，如社會系統、政治系統下所形成的市場(同上：161, 174, 235)。

Polanyi 則以英國為例，討論原本地區性的市場和遠程貿易所構成的外部市場。在商業家和政府的規管下(regulating)，逐漸轉型成為內部市場(internal market/national)，他所指的市場經濟便是由市場的自我規管所構成的系統(1957:45)。因此，他說：「市場是為了物物交換(barter)或買賣的目的的聚集空間」(1957:59)。但物與物交換的視角，顯然過於狹隘，因為這種交換無法產生價格(price)。他認為市場的交換買賣會產生價格的機制，因此，市場才成為一個理論意義上自我規管的系統。但 Polanyi 市場內的關係，後來又採取社會關係和經濟關係互為鑲嵌的說法(同上：60)。在接下來的研究中，他將經濟視為整體社會制度化的過程之一(the economy as an institutional process)。亦即，市場有不同組織方式，諸如互惠、再分配、市場交

<sup>9</sup> 此點其實可作更細膩的討論，相關脈絡可見高承恕(1982, 1984, 1988)、張維安(1995)。

換等等形式。經濟學供需法則所構成的市場，不過是被組織後的交換型式之一。因為在市場的空間中，我們可以在考慮更多的組成因素，諸如物理區位、貨物表現、風俗、法律等運作元素(1971:267)。

儘管年代久遠，但是 Weber, Parsons 與 Smelser, Polanyi 等人，對這個時代的研究者，提供了許多豐富的素材以及理論上的啟發。三者的共通點，都強調市場是在社會整體的脈絡下，才能觀察到其組成的元素和運作方式（諸如政治、道德、種族、文化等因素）。其次，個人行動，需要以不同的方式置入市場的社會整體結構來思考。Weber 強調在和平競爭的形式中，個人理性和市場理性化程度的發展，競爭的法則在現代社會中朝向理性的壟斷法則，而不單單是供需法則。Parsons 等人雖然強調社會體系的制高地位，但也同時認為市場體系演化時，包含個人層次，都會有其他體系造成的影響力；Polanyi 的制度化過程，則將市場視為抽象程度較高的交易綜合體，諸如政治權力、文化、組織等等。

這些理論的啟發仍有值得繼續思考之處。大家都宣稱市場的交易行為，是一種經濟和社會的互動關係。但在細部的描述上，如何看到諸如理性化在市場的作用？其他社會體系的價值，如何影響市場的行為？制度化的過程，是哪些文化或權力參與了市場的規則組成？

這些問題挖開了金礦山的一角，而 Swedberg 則試圖把礦山的地形描繪出來。並以成本的概念，提供後進者挖掘的工具。他綜合時間和空間的軸線，提出市場在歷史進程各種可能的形式。同時，在當代社會的脈絡下，觀察參與者的權力關係，以及交易集中與否，歸納四個市場的特性如下（參看表十二、表十三）。

Swedberg 從資本主義發展過程中歸納市場的表現形式，以執行成本(enforcement cost)、計算成本(measurement cost)、搜尋成本(search cost)作為市場成本的運作因子，總結整體市場的外部結構圖像。儘管這個圖像在細部上並不完整（諸如 Lie 等人提出的計畫經濟的特殊市場形式），但此架構本身凸顯當代社會中市場存在著不同形式，以及差異化的運作規則，並將以往研究市場機制的單一化、同質化的假設往前推進了一步。因此，市場的經驗現象與概念，無論在歷史過程或是當代外部結構，都已經不是以單一化生產、消費、再分配的任一理論就能提供通則性的解釋了。<sup>10</sup>

<sup>10</sup> 當然有許多經濟學、制度經濟學（如 Douglas North, Ronald Coase 等人的一些成本概念）早已提出。但為論述上的方便，此處先處理市場社會學脈絡的觀點。詳可參考 Swedberg(1994:257-264); Lie(1997:342-347)。



表十二、歷史市場的社會結構（理念類型）

	競爭（→到）	交換
前歷史市場（如在小社區範圍的市集）	競爭程度較低並且沒有從市集擴展到社會；市場內僅有少數行動者	物物交換與討價還價；直接朝向來自不同社群交易者的無規則行爲；僅有少數和低效率的支援方式（極高度的執行成本）
早期遠程貿易市場（如希伯來時期的絲路）	專業交易者和商人之間的競爭；交易常集中於少數昂貴商品，其競爭未深入到社會的生產性組織	跨文化交易中存在不同的組織交易的方式；大量而不可測的執行成本，但透過交易也有極高的獲利
中世紀市場（如城市的市場）	在城市企業規範下的地區性競爭；競爭行爲只到達社會的少部分區域	討價還價是最典型的行爲，且交易是奠基於未標準化的商品（高度計算成本）；市集中的和平被特別保證，但執行成本還是很高
現代資本主義市場（如資本市場）	形式上的自由競爭，同時是國內與國際；競爭行爲深入到社會（「市場的競爭」如同「產品的競爭」）	存在不同的理性機制以促進交易；（低搜尋成本）；只有在市場的邊緣才出現討價還價；現代國家的機制支援交易（低執行成本）

轉譯自 Swedberg, 1994: 273

圖十三、現代資本主義市場的社會結構（理念類型）

	競爭（→到）	交換
勞動市場 (The labor market)	典型多數賣者（個人）對少數有權力的買者（組織）；競爭由雇傭組織透過結盟或立法規範；賣者缺乏移動性常造成地區性競爭	去中心的交易（高度搜尋成本）；因為聯盟、雇傭組織與公平規範使討價還價的空間很小；計算的問題由行動者對立於財產的權力轉換所引起
資本市場 (The capital market)	通常都是少數的組織性買家與賣家；私、公規範都運作良好；政治干預；在國內與國際範圍的競爭	都常都是組織化的清算機制的集中交易形式（低搜尋成本）；政府機關在地國內支援；完全的財產權並可轉換

消費市場 (The consumer market)	典型少數賣者（組織）與多數未被組織的買者（個人）；有時出現規範但大部分是自由競爭	固定價格沒有討價還價；去中心化但定點交易（商店、賣場/低搜尋成本）；完整的財產權並可轉換
工業市場 (The industrial market)	典型都是組織化的少數買者與賣者；在這種類型的市場內，買賣者都在網絡內	完全去中心化，交易通常採取協商形式；完全財產權觀念，可移轉，但賣方的義務仍繼續維持；高搜尋成本

轉譯自 Swedberg, 1994: 274

比較起來，Weber, Braudel, Parsons, Swedberg 等人的研究層面寬廣，時間縱深拉長，並試圖調和社會結構和市場的歷史關係。至於 1980 年代發展的新經濟社會學，則又各自帶著新開發的工具，選擇不同的區位各自挖掘新概念。

1980 年代後，美國社會界中被稱之為「結構取向」的市場社會學研究(structural approach)，或「新經濟社會學」的許多研究者陸續冒出頭來。他們主張將市場視為「一種社會結構」，並把它獨立起來進行研究，以推論在現代社會中存在的其他市場結構形式(Swedberg, Himmelstrand and Brulin, 1987:206; Swedberg, 1991, 266; 1994:267; Beckert, 1996: 803)。其中主要的代表分別是 Harrison White(1981), Ronald Burt(1992), Wayne Baker(1984)與 Podolny(1993)等人。

結構取向的市場社會學研究的特色乃以「網絡」(network)觀點將市場視為由網絡組成的行動者結構。White 提問的是「市場從何產生？」、「市場為何能持續下去？」、「什麼樣的社會結構存在於市場中？」，因此他將新古典經濟學理論假設置而不論，轉向研究表現工業經濟(industrial economies)的生產市場(production market)。對於廠商(firms)而言，W (revenue/營收)與 Y (volume/量)之間的成本控制函數，決定了可能的收入來源。<sup>11</sup>因此，廠商之間會有自身的市場進程(market schedule)，所以在生產市場中注意競爭者比注意消費者重要得多。他說：「市場是由互相監視的生產者組成的派系，從買方而來的壓力就像一面鏡子，生產者看到他們自身而不是消費者」(White, 1981: 543)。這個生產者市場圖像，符合 Weber 假設的市場競爭情況，行動者（廠商）對每個潛在的交易機會進行競爭行為。但這個結構圖像於 Bur 手中又有些擴展，他強調市場有結構自主性

<sup>11</sup> Harrison White 所提出的營收(W)、銷售量(Y)以及成本的廠商間獲利推算原則，細節可參考 Leifer (1985: 445-448)。

(structural autonomy)，而一個行動者（廠商/公司），其自主性取決於廠商和其競爭者之間、供應者之間以及廠商和消費者之間的關係。簡單來說，當自主性越高的時候，獲利的可能就越高(Burt, 1982)。

Harrison White 以及 Ronald Burt 都將市場內的行動者視為網絡的社會關係連結，因此市場的行動者關係就出現網絡內的競爭、共利或合作等關係。另一個共同的特色，就是直接切進工業的生產市場，將廠商視為行動者，分析其結構組成。Wayne Baker 則同樣以網絡觀點，大膽選擇切入金融市場，直接將市場視為網絡。他論證美國證券市場的發展過程，形成兩種形式的市場，而不單只是經濟學所指的由供需法則構成的「無特徵的平面」的市場(featureless plane market)。透過網絡分析的結果，可以看到市場互動密度和形式上可區分為密度高低兩種市場(1984:792)。但 Baker 並未將證券市場的行動者清楚地描述，僅以交易量總數進行分析，在競爭行動者層次的分析多少有些缺憾。

這股新經濟社會學的結構分析方式，幾乎可視為 1980 年後經濟行動與社會結構研究文獻中最為主流的集團軍部隊，但這些集團軍不時會受到同僚不同觀點的砲火波及。其中主要的質疑或補充都認為，單純以網絡形式進行市場研究，將忽略社會結構中的非正式互動、文化因素或政治結構等其他面向的影響力。<sup>12</sup>

Zelizer 直接認為這種過於強調結構，而忽略文化因素的分析，簡直就是「社會結構化約論」(social structural reductionism) (1988: 618)。Zukin and DiMaggio 則認為，缺乏非正式的社會結構分析，網絡分析只是個市場交換管道的模版(Network serve as templates that channel market exchange) (1990:20)。另一個提倡市場社會學的學者 Fligstein 則認為，網絡分析者往往立基於資源依賴的基礎，將網絡視為自變項，而沒有嘗試將這些觀念整合起來。相對地，真實的社會存在著許多關於組織的正式和非正式的一般規則，市場應該重新以財產權(property rights)、統理結構(governance structure)、與交換規則(rules of exchange)來定義。如果市場是一個制度化的過程，並將之視為場域(fields)的話，那麼我們就該採取對場域內行動者的「政治-文化」研究取向(Political-Cultural approach) (2001a:11, 15, 178-179)。

無論如何，這些以不同觀點進行市場研究的分析，並未採取全面否定的立場，而是指出缺乏、貧瘠，並試圖更豐富市場社會學的研究內容。其正面迎擊的還是經濟學傳統主流，那些抽象而缺乏行動者概

---

<sup>12</sup> 其他研究者也提出關於制度結合或鑲嵌、信任、地位、文化等研究。可參考 Mizuchi and Stearns(1994), Granovetter(1985), Uzzi(1999), Podolny(1993), Hamilton and Biggart(1988)。

念的市場圖像。但更值得注意的是，在這些主流與戰友的前進中，有幾個鮮爲人所注意，但直接空降進入各市場的研究者。他們直接深入金融市場的各角落直接進行開挖。諸如 Abolafia, Knorr Cetina, Preda, Zajacks, Zuckermann, Smith 等研究者。這些研究者在理論基礎上，顯然不同於傳統主流經濟社會學，但某些方面又可追溯到德國歷史學派或是知識社會學脈絡。<sup>13</sup>這些研究一方面反駁經濟社會學的假設，同時也在大量經驗研究上，對市場的概念與實際運作提出新的架構。因爲在以往的經濟社會學研究中，過於強調工業市場，或者以網絡的研究方法，直接套用到金融市場的實際運作。情形只是一個模型換到另一個對象而已，卻把那些沒有被注意到的空間與活動特徵給掩蓋了。

也正因此轉折，研究者發現台灣股市的市場結構研究，與上述文獻出現重大差異。即，金融市場和工業市場的競爭要素完全不同。

## 二、工業市場與金融市場的區別

市場究竟有沒有差異，是不是複數？如果市場是複數，而且是存在差異性的話，那麼在這個交易空間的行動者，就勢必存在不同的規則與制度，並且其行動參與的程度或方式也大不相同。

這個答案是非常肯定的。第一，從歷史的橫切面來看，儘管經濟學家不同意，但在不同的政治制度環境中，國家（或政府）的直接干預或影響力量不盡相同，對各種交換規則也有不同程度的介入，因此供給需求不一定會完全依照規律的法則走(Lie, 1997; Lindblom, 2002; Polanyi, 1957)。第二，從歷史的縱深演進過程來看，從小範圍的市集交易到遠程貿易，直到近代工業社會的集中市場或發達的全球國際貿易，可看到範圍不同的參與形式，所以社會行動者進入市場和參與的方式也會有所不同(Parsons, 1956; Braudel, 1984a; Swedberg, 1994, 2003)。在這樣的情形下，市場自然是複數形式的。

更關鍵的是，在當代社會中我們是否能區辨這些市場的差異本質爲何以致使得行動者一旦進入市場，便以不同的方式涉入另一個交易行動，造成不同的互動結構出現。

Swedberg 雖然極力想在這些市場中找出關鍵的差異本質，但他對金融市場的定義仍是：「通常都是少數的組織性買家與賣家；私、公規範都運作良好；政治干預；在國內與國際範圍的競爭」(1994:274; 2003:152)。

<sup>13</sup> 細節可參考 Swedberg(1991:257-262)

也因為只注視大型組織的關係，也使得研究者忽略了真正下層活動者，尤其，那些存在的社會空間和運作規則。如果從這個角度來看，Swedberg 的全面定義顯然就有問題，因為在金融市場中的中介市場中(mediate market)，並不像勞動市場有「工會」，或是消費市場有中介組織（如大賣場或通路），將下層活動者與市場交易連結起來。所以在這些社會學家的描述中，金融市場的下層活動者就被吞食到「金融霸權」這個大黑洞來，使得金融市場變得只有少數資本家存在，其餘的行動者就消失了。最後，這些只注重交易「形式」的研究（如交易規則、議價機制），毫無感覺地忽略產品本質和行動者的問題。使市場定義，充其量只是工業市場的延伸，而完全遺忘了金融市場的交換內容物，是建立於工業市場或消費市場的基礎而產生的變化的，並且以此基礎，將交換價值脫離並碎裂到各種不同方向。

在金融市場中，這些不同類型的交換行動，其形式可能被「歸類」為相似其他產品的交換，但其價值產生的過程卻絕對不是完全依照「生產」的邏輯而進行的。

在現代社會中，金融市場的交換採取集中形式，但其價值定義不同於工業生產和分配的邏輯。特別是在外匯市場中，資訊的變動慾望結構影響價格，而不是經濟供需法則決定經濟行動。在股票市場中，不是產品的實用價值決定價格，而是未來預期的價值決定價格。因此，我們可以進一步看到，其價格的運作機制完全不同。金融市場的危機，對社會學者是個難題，但對國家或政府更是嚴厲的挑戰。一旦產品的交換範圍超過國家的疆界，其運作邏輯就不是工業市場的組織理論可以解釋，其不穩定和資本流動的特質，都超出原有的架構。如果說國家理論可以稍微解釋這種現象的話，那指的也是美國。Swedberg 指出金融市場透過地方政府控管或在地支援(1994:274)，但矛盾的是，能處理這些問題的也只有美國的大型銀行，而不是任何單一國家(Strange, 2000; Dubar, 2001)。<sup>14</sup>

但是金融市場的社會學研究，逐漸在政治經濟學、新經濟社會學之外打出一條通道。讓我們得以以另一種角度，得以窺視這個交換領域的全貌。

此文第四章曾以 Knorr-Cetina 為理論對話對象，將原來外匯市場

---

<sup>14</sup> 在國際市場中，常常出現的情況是小國家或「政府」，被大資本集團控制、擺弄而無法收拾，因而有一種看法，是希望出現更強的「聯合國家」形式，對這些全球流竄的熱錢進行規範、治療(Strange, 2000: 14, 180)。如 LTCM(long-Term Capital Management)的潰敗的例子，最後收場的還是各個投資公司(Dubar, 2001: 223-225)。這兩個例子雖然主要由外匯市場及衍生性商品所造成，但熱錢投資的債券、股票產品轉換，一旦超出國家地理範圍，產品交換全攪和在一起，單一政府的管制就不見得有效了。

中資訊消費與交換的過程，導入資訊和知識互為整體的推論。這個論證的基礎，是 Knorr Cetina 將原來工業市場中的社會關係，由網絡/關係(network/relational)的結構，轉向資訊微觀結構化的建築(micro-structured architecture)；亦即在金融市場中，是由各種大小不同的微觀結構所構成(2003:7)。但這種結構並非 Baker 所指的市場網絡(1984)，而是充滿意義交換的微觀結構。比如說，在全球的外匯交易圈內，身份接近的交易者具有接近的知識背景、交易語言、利害關係，在經濟行動的鬥爭互動中，產生不同的規則和空間。此點，與網絡的數字與關係描述相去甚遠。在外匯市場中，訊息的交換和交易達成，並依賴對於資訊的詮釋作用。縱使這個訊息完完全全就是謠言，也能跟真實資訊完成一樣的詮釋和交易行為。這個研究基礎，駁斥並補充了對市場的既定想像，使得金融市場中的外匯市場出現和工業市場不同的特性。第一，在外匯市場中，市場成為形上的實體，透過資訊的交換、詮釋而存在；第二，資訊在市場交換的過程，成為知識的載體。也只有透過資訊，才能表現存在於螢幕的市場。並通過行動者的詮釋和回饋，市場的形上實體又再一次將行動者捲入不確定的循環中；第三，因為上述這一系列的過程，金融市場的形上實體，是一種流動而情境不確定的因果。

Zuckerman 的範疇命令，則進一步補充 Knorr Cetina 未能解釋的價值定義過程。因為股票市場是個價值不確定的市場，所以必須透過評論(critics)來澄清其交換的價值。「公司」(firm)作為一種產品，販售的並非其真正生產的貨物，而是公司在工業結構中的相對位置。透過分析師等評論，決定了價格的漲跌可能(1999)。Zuckerman 強調的是，股票市場這類的金融市場，是屬於價值未定的市場結構，其產品的比較基礎是公司在體系內的相對位置。工業市場的公司消費市場中販賣其製造的產品，但在股票市場中卻販賣自己「名聲」的正當性。他指出以往研究工業市場網絡的觀點，或是新制度論的看法，過度強調對競爭者之間的觀察，只能看到在工業體系的位置。若是一直透過廠商競爭概念來做為觀察點，將忽略廠商真正獲利的交易對象。相對地，廠商更應該注意的是消費者(consumer/ audience)，網絡中競爭者的互相監視，實際上在這個市場中是毫無作用的。只有產品真正進入價值的合法比較範疇內，才可能取得其價值的正當性，其交易的價格和數量才可能增加(1999:1399- 1407)。

嚴格說來，Zuckerman 並沒有繼承各種市場的斷然區分方式，而是認為不同市場的產品，具有本質上的差異。第一個特徵是，在產品價值難以界定的市場，其產品產生的範疇是由評論所發動的；第二，在這種市場中，消費者沒有能力去評價產品本身。如果產品定位清楚

的話，那麼就不必藉由評論賦予價值了。因此，市場中的行動者所構成的結構，就不僅只有買/賣的交易雙方，而是在買賣中間出現評論者的角色（買/評論者/賣）。消費者（購買者）接觸不到產品本身或生產者時，這種市場的特色就更為明顯；行動者的連結不僅只是買賣的連結，更是社會期望的連結。<sup>15</sup>

這幾個分析方式，無異開通了全新的解析方式。以往的網絡分析，在將工業市場的競爭者位置固定下來後，人與人的關係，好像只剩下手臂長的距離(arms-length encounters)。<sup>16</sup>其他的社會結構好像就憑空消失，市場中除了競爭對手好像不存在其他事物。網絡市場的概念，只剩下不斷重複的廠商競爭結構。

因此，一旦將產品價值屬性和消費端導入，就可以進一步擴大對市場的理解。這樣的價值產品論證過程，從市場意識型態或市場交換知識的界定過程，也可以對行動者得到較深入的理解(Burk, 1992; Smith, 1981)。特別是在股票市場的情況中，一旦出現大量匿名的產品買賣者時，一方面必須利用工業市場的分類架構，另一方面又得脫離其產品實用價值來思考，此時市場意識型態的分析就顯得更具有知識社會學的旨趣。

現在，我們可以綜合性地比較這些市場的特性和差異了。

在金融市場中，包含初集市場、發行市場、貨幣市場，都和工業市場的交換特色非常接近。買賣的對象比較不具匿名性，集中在特定組織或資本家手中。其議價過程雖然最後採取清算機制，但價格的產生相對由少數買賣者議價構成。不同的是，外匯市場買賣者雖然則集中在少數組織和資本家手中，但該市場必須透過交易員的詮釋/評價，高度依賴流動的資訊結構，並在全球的交易環境中形成匿名的交易空間。其次，擁有大量「消費者/觀眾」(consumer/ audience)的股票市場，在買賣者之間，高度依賴評價者所建構的產品比較框架。

因此，我們不能再從形式上的政治體制，或是勞動生產價值的觀點來觀察市場。思考的軸線必須逆轉到消費端對產品的定義。對交易雙方而言，交換產品的價值，是由社會體系中的其他部分產生的。一旦交易者匿名而大量時，產品的價值定義將會脫離實用價值的基礎，轉而成為各種分類架構中的相對位置。

進一步地說，在股票和外匯市場的例子中，已經無法再用剩餘價

<sup>15</sup> 如果以這種定義來看的話，出版市場、學術市場都有非常接近的結構。

<sup>16</sup> 在企業中也偶也用常規交易(arms-length transaction)來說明不需授權的交易行為，通常這種交易行為都是規律或很平常的交易。在 Zuckerman 在這裡特別指明批評 Granovetter 與 Burt 網絡的觀點，行動者結構只是一小圈人的情況，好像結構、制度、產品價值等因素都不存在。

值的理論說明其剝削的價值如何產生。工業市場和勞動市場中所使用的價值和價格理論，相對已經失去解釋力。取而代之的是與消費市場結構類似的價值解釋過程，重點是產品本身的交換價值，而非產品所能產生的實際使用價值。

股票市場就完全表現這種市場的特性。第一，其交換商品價值無法精確界定；第二，大量交易者形成匿名空間，資訊與詮釋變得價格的主導因素，也因此產生流動的資訊結構；第三，價值的界定朝向未來，既依附在工業的體系之上，又脫離了原有體系的價值定義（這並非鑲嵌，因為流動的情境定義往往與實際的工業結構脫離關係。因此，黏著與碎裂並存可能是比較接近的比喻）。在這些特徵與形成因素中，行動者才會從各種不同的知識體系背景中，選取並詮釋所需的資訊，形成對產品的價值認定。交易行動的結果，又反過頭來加強產品在市場上價格和價值的一致性。

因此，我們就更能看到股票市場的研究，在經濟社會學、市場社會學中的研究價值性了。股票市場在其他市場的基礎之上，建立了另一套競爭規則，形成特殊的價值定義、交換模式。股票市場的內部結構研究，不但繼承這個脈絡，更凸顯了不同市場的差異結構，以及現代社會之文化經濟學的競爭邏輯。

以下，將以此研究的結果，同時與這兩個脈絡對話，提出檢討與新的看法。

### 三、資訊-知識(I-K)的市場結構與理論對話

#### (一) 重新將行動者帶回市場(bring actors back to market)

金融市場的社會學研究，在幾個重要的論點上已經突破以往經濟社會學或市場網絡分析的既有窠臼(Knorr Cetina, 2003, 2005; Knorr Cetina and Urs Bruegger, 2002a, 2002b, 2003; Zuckerman, 1999, 2004; Hertz, 1998; Smith, 1981, 1989a; Burk, 1992)。本文資訊-知識(I-K)概念的提出，即在這幾個基礎上延伸出新的論點。

相較起來，Knorr Cetina 集中研究外匯市場研究員所形成的全球微觀結構，但對於在地市場的微觀互動結構，卻不具解釋力。Smith 分析了股市中市場意識型態的類型，但卻無法提出各種意識型態形成的基礎，因而行動者所形成的階層差異瞬間被抹平。Burk 雖然已經注意到科學理性化的分析師系統與國家之間互相加強的關係，但最後只能觀察證券組織和政府政策調節的互動。Hertz 的大量田野觀察研究，找出資訊互動的形式和管道，但對於價值的根源和支配知識，卻沒有深入分析。Zuckerman 提出的評論產生過程，雖然標榜引進消費



者的觀點，找出股票評論價值生產機構。但在這個過程卻將原來的消費者/觀眾給拋棄了，似乎這些價值的接收者只有一種類型，毫無對抗能力或完全沒有差異。

資訊-知識(I-K)概念的提出，將平面的資訊與技術知識背景、市場意識型態結合為一體。資訊和知識一體兩面，互相構成限制與補充，原先在 Knorr Cetina 與 Smith 的研究中，側重於知識社會層次的價值來源。但在資訊-知識(I-K)的概念中，將知識(K)分成兩個主要層次，分別包含技術性的專門知識，以及理解的形上基礎的意識型態。這兩個層次並非互斥或絕對斷裂，因為技術性知識和市場意識型態的理解框架是互為補充的。尤有進之的是，市場中的知識又不斷變動，也造成行動者在理解過程不斷流動，一旦資訊補充中斷或延緩，就無法對市場做出行動決策的情境定義來（如果沒有由告知性資訊，連交易都沒辦法）。同時，這就資訊的來源而言，公開(public)和非公開資訊是重要的區分，一旦資訊未經公開媒體傳播，就將侷限於小部分的組織或特定的網絡中。

關鍵是，在資訊和知識互為補充、限制的情況，行動者在市場中的相對位置就會被表現出來。最外圈的行動者，在資訊和知識都受到限制。即使理解的技術、知識沒有受到限制，還是會面臨資訊管道的限制。一旦這兩個條件滿足了，投資行動者的自我理解體系才會擴大，資訊管道也較為完整。但內圈的行動者的優勢，並非靜態固定的。他們也同樣面臨資訊-知識的變化，以及市場意識型態的鬥爭。

由社會流動來看，資訊-知識年輪(I-K Ring)並不是完全封閉的結構。小戶雖然是股市數量最多的行動者，在圈外受到限制，但是透過職業分工，或是以消費形式取得資訊和知識，同樣能產生位置流動。這種社會流動目前從所採訪到的分析中只能看到三種樣態。第一是資本轉換成市場中資訊-知識(I-K)的消費能力，使用投資代理人或直接購買資訊。第二種是透過職業分工的社會流動，在工業體系、金融證券體系中的職業流動進入資料生產者的位置，如成為專業的研究員、分析師。第三種則是，如中實戶或大戶透過特殊的人際網絡，動員其資訊的流通管道，形成自己的資訊-知識(I-K)體系。但若將第三章與第四章的分析綜合起來，其實流動條件只有兩個：資本與職業分工的流動。<sup>17</sup>這樣的概念和結構圖像，重新將市場中各種行動者帶回市場。

以往的研究，專注於特殊團體或是上層結構。但透過各種行動者資訊-知識(I-K)的觀察，行動者會因為資訊和知識等因素，產生限制和流動。在此年輪中，限制的部分遠遠大於流動的範圍，因為小戶無

---

<sup>17</sup> 如果沒有資本，中實戶的人際管道也是沒有利益效用的。

論如何在資本積累或是職業流動，還是受到原來社會條件的限制。但是透過這樣的分析，我們就能看到在行動者微觀的知識理解過程和整體社會的關係。也因此，這可以提供更寬廣的視野，來說明行動者其交易規則、限制，以及文化因素，並且將行動者重新放置在鉅觀的體系中考察。此點，比較起經濟社會學所分析的網絡或市場，更能有效解釋結構與行動的辯證關係。

由這個研究結果來看，行動者的競爭關係也會變得多樣。在股市的交易過程中，交易者並非一定是供需的競爭關係，相對地可能形成共謀。資訊交易過程的揭露，交易者極力想互相監視對方，猜測對方的預期，目的並不一定是贏過對方，相對地，往往是想「跟進」對方，形成「打敗市場」的共同榮景；亦即，只要將行動者的不同位置導入不同市場的產品定義過程，就可以看到市場並非只存在一種交易利益的表現形式。物理空間的集聚，以及競爭的結構，並非只有你死我活的企業競爭狀態。這裡存在著共同「打敗市場」的利益期望。也因此，我們對於市場行動者的認識，不再只是單純的鑲嵌或網絡。正因為揭露了行動者在不同層級的活動方式和條件，我們更可以清澈的理解市場的集體行爲，和支配的權力從何產生，因為這些不同行動者的慾望行動，以及資訊詮釋的過程，都包含了一系列行動者背後資訊-知識(I-K)的社會因素和市場的文化價值。

## (二) 價格，隱藏著社會價值(from price to value)

股市中的價格表現，向來被視為供需關係的表現。但對於一個價值無法清楚界定的產品而言，其價值的產生並非由實用基礎而來。諸如工業市場生產出來的產品，必須在消費者面前展現其實用性、便利性，或者是收藏、發明的特殊價值，其價格才會在討價還價中變化。如同購買一台電冰箱，在經濟條件沒有限制的條件下，必須進入該產品的比較價值範疇內，才能形成競爭性的價格。即使經濟條件被限制了，該產品也將進入一系列的實用價值原則(cost-quality)，才會出現競爭力。

但在股票市場中，價格的認定往往是被他者所教育的。在資訊-知識(I-K)概念的解釋中，資訊傳遞的過程，同時也傳遞了交易物的價值。這個價值的生產機構，就 Zuckerman (1999)與 Burk(1992)的觀點來說，就是證券組織的研究部門，諸如分析師或研究員所產出來的。但在資訊-知識(I-K)的分析過程中，一旦將行動者的層級描繪出來，就可發現產生價值的正當性範疇不僅只一個。強調科學理性化的分析系統，是在股票市場的發展過程中，與產業知識、市場知識的體系同步發展起來的。這個過程是歷史性，而非絕對的。在股票市場的知識

體系尚未發展太複雜，且沒有進入全球的生產體系中時，這套評價系統並不會立刻進入當地市場的。相對地，由國家、大戶、公司派所主導的市場買賣者，其交易行動與發佈的資訊，才可能成為正當範疇的來源。在 1990 年前台灣的市場中，這個例子就很明顯。

但評價系統隨著外資的進入，逐漸成為台灣股市的主導性詮釋力量。在價格的形成過程中，各個層級的價值認定可能引用不同的意識型態。但是，無論如何強調科學理性與工業體系為基礎的分類框架，逐漸主導了公司（股票產品）的價值認定過程。雖然其他範疇產生的框架仍產生作用，但評價系統貼近物質世界的詮釋方式（物質主義論），顯然取得了絕對的支配地位。<sup>18</sup>只是，這並非決定獲利勝負保證，因為市場中資訊-知識(I-K)的變動性，使得使用這套體系的各種行動者，仍會不斷產生出不同的詮釋方向。在年輪核心中，鬥爭的結果也會不同的。<sup>19</sup>在此過程中，透過價值的外在表現(price represent the value)，以及投資行動的買賣互動，評價系統產生的價值框架，又重複回饋到行動者自身，並產生修正或加強，最後我們看到的價格就成為評價與意識型態的鬥爭結果了。

透過這樣的研究觀點，價格的表現，不再只是供需關係。因為價格的形成過程，是由各種不同的行動者，對產品價值的鬥爭過程。不同的市場意識型態，會選取進入分類架構的資訊和合法產品。在選擇、詮釋資訊的同時，也夾帶了社會價值的判斷，以及行動者在市場中的相對位置。經濟學的供需關係，或是金融行為學的行為偏見、資本門檻，實際上是行動者處在一個無法輕易改變的結構中所導致的後果。價格不再只是數字而已，所有的社會關係和價值傳遞被隱匿在這個符號之後。

### **(三)、股票市場是由資訊-知識(I-K)及資本構成的結構**

現在，我們必須再運用更寬廣的眼光來回顧市場是什麼，以及我們在這個研究過程中，可以提供學術上新的爭論(argument)。

從歷史的發展過程來看，在政府集中管理前，實際上就有許多人沒有取得政府管制的合法性，就私下做股票的交易，但這並不是全面的社會參與。法律上「合法性」的產生，是在政府介入後，透過大券商或交易人組成的半官方交易所，將四散的交易者組織起來，店頭議價的形式才改成集中交易。隨著政府管理層面的擴展，這些交易的數

---

<sup>18</sup> 可參照第三章關於產業、市場知識的分析。在所有的評論中（包含報紙、雜誌等資料），強調公司經營的各種數據，以及工業體系中各公司的比較關係。

<sup>19</sup> 我們分析的，並不是個人的絕對優勢，而是集體支配優勢的模式。

量和形式才產生規模。在 1990 年代前，一般習慣以大戶、財團、公司派形容這些主要的交易者，或許以黨、官結構來形容。但不可否認，一旦市場由政府或券商團體成立後，就會出現財團與公司派炒作股票的現象。但從長歷史的觀點來看，這種結構並非永久的。一旦執政黨換人，或是國有銀行逐步民營化時，這種黨官結構就會改變。所以，以政治經濟學的解釋架構來觀察市場時，隨著政黨結構的改變，勢必會出現市場主導性轉變的情況。因此，這種觀點解釋出來的結構，通常是市場歷史發展過程中特殊的時段。<sup>20</sup>

對於大部分金融學家而言，金融市場一旦建立起來後，交易者的行為都被視為特定而獨立的，亦即將行動者原子化的過程。市場的供需關係會依循供需的景氣原理，行動者在個人心理層次以及交易技巧會有不同的差異，以致於形成投資報酬率的差異，也就是股票溢價的謎題。股票溢價造成的獲利空間，壟斷、詐欺等不法行為會被視為完美市場的「缺陷」，但只要消除造成舞弊行為的不法份子，就可達到理想的市場情境。因此，現實上雖然是半強勢效率市場。但就金融學者的理想而言，完美的取代性方案是存在的。

政治經濟學對於市場的看法可能剛好相反。他們強調政治經濟的壟斷性結構，完全不同於金融行為學強調的市場理想狀態。但政治經濟學的研究方向，把行動者緊緊地束縛在政治結構中，在此結構外幾乎沒有活動的空間。但若從資訊-知識年輪(I-K Ring)來看，政治概念只是市場意識型態的一種，加上特定時空的財團操作手法，過於強調結構的過程，反而把行動者在這個空間中最主要的活動方式、以及支配的要素給忽略了。

本文在社會學的文獻回顧中，曾經提出三種既有觀察市場的角度。分別是網絡(network)、社會互動結構(structure of social interaction)以及資訊結構(structure of information)。這三種角度都有貢獻，但都無法結合整體結構和行動者這兩個層次。在資訊-知識年輪(I-K Ring)的結構中，網絡的資源動員能力或效果，幾乎只能在內圈實施。即，外圈行動者的網絡即使存在，也起不了網絡理論想解釋的資源動員能力，特別是知識對於各種行動者的限制因素。外圈並非不存在網絡，人類學家觀察到的互動形式，證明外圈者的網絡是存在著的(Hertz, 1998; Gamble, 1997)。但網絡存在並不是優勢，而是形式，重要的是動員的社會條件，以及在整體市場相對位置，才能使金錢真正成為賺

<sup>20</sup> 詳可見本文第一章文獻的分析，如許甘霖(2002)、郭承天(2000)等人的分析。但另一個是關於國家制度和市場規劃的關係，特別是對於市場意識型態、市場開放性的辯證過程，此處並沒有詳盡的分析。主因是市場自由化認知的架構，不單只是在股市內進行，而是全面地進行的。相關分析可見吳泉源(1993)。

錢的資本。

至於鑲嵌的概念，如果沒有落實到特定的行動分析，這個概念的解釋力就變得很薄弱。到底鑲嵌了什麼？文化制度、政治結構或是文化價值？在股票市場的分析中，我們具體的提出資訊-知識(I-K)的概念，以說明在市場中這才是決定的限制因素。但這個因素與行動者原來的社會階層是直接相關性的。資本的出現，有其特殊的社會背景和形式，而資訊-知識的雙重限制則表現了行動者在社會能力上的差異，包含其教育背景、職業位置、市場意識型態等等。

現在，我們看到的是一個既非網絡也非鑲嵌的市場結構。網絡並非關鍵，決定性的是網絡內流動的資訊結構和資本量。每個行動者都有網絡，但並非具備網絡形式就可以取得完全優勢，還必須具有資訊和知識兩者互相構成的理解能力，以及資本優勢，才會有取得優勢的機會。從這個角度來看，少數具備這些優勢者的網絡才有作用。若只用鑲嵌於社會的概念來解釋，則容易顯得過於廣泛而無法看到這些特殊因素。行動者的資訊-知識(I-K Ring)黏著於既有的社會位置，但這種黏附一旦進入市場中就有可能碎裂分化。行動者的資訊-知識有可能產生新的學習過程，以往的市場意識型態也有可能完全被拋棄。準此而論，雖然鑲嵌是個具有啓發性的概念工具，但在股票市場的研究中，卻不是個具體的解釋概念。

資訊-知識是一個動態的理解框架，由此要素決定的行動者的相對位置，是一個全新的市場理解方式。作為解釋、分析的概念工具，我們可以從這個角度看到更全面的市場結構，以及行動者在市場中如何形成其知識理解，並且在社會能力的差異和限制中，社會流動如何變得可能。更重要的是，透過這個概念，我們理解到現代社會的市場中，競爭型態的形式是什麼。市場的競爭狀態，牽涉到每個特殊產品交易行為，唯有具體地分析價值產生形式，才能回頭看到特定的市場分析中那些是不足的，那些是正確的。

## **第二節、我們能提供社會什麼**

### **一、非自願蒙蔽(involuntary blinding)的現代社會投資活動**

當我們將行動者重新帶回股票市場的交易空間時，才會驚覺這種活動的密度和數量已非昔日農業社會的素樸生活可想像到的。當這個島上有六、七百萬人從事這個交易活動時，解釋的唯一主導權卻落在金融學家或政治經濟學的學術範圍內。然而，社會行動者進入這個空間形成的交易活動，不僅只有金融工具使用的優劣能力或政經結構的壟斷情況，那些數量眾多的小戶或俗稱的散戶，其活動的空間實際上

被某種隱形的結構所限制，並使交易者在志願的情況下進入。此點是社會學理應爭取發言之處。

股票市場並非中國或台灣傳統的制度產物，股份公司制度或是股票市場的清算體制也不是發展長久的理性化運作系統。比較起財稅、銀行制度，股票市場這套金融市場的遊戲規則，在歷史過程中顯得像是尚未茁壯的嬰孩。<sup>21</sup>當行動者進入這個市場時，首先遭逢的不只是大戶、公司派或政府的支配體系（包括法規與資本），而是對於市場的理解方式所構成的障礙。

根據本文第三章和第四章的分析，我們得知，小戶不僅是資本上有所缺乏，更有著不可見的資訊和知識限制。雖然 Collins(1998)提出的自願性蒙蔽(involuntary blinding)指的是在科學研究過程；即規訓(discipline)所產生的視域(vision)蒙蔽作用，使得在科學證據在認知過程自然地排除某些存在之物，但是，這個概念與蒙蔽過程，如果用來看待股市中的行動者，則更能描述某些被隱藏起來的限制。數量最為龐大的小戶，在圈外不得其門而入，但個人投資行動的主動慾望，卻又將行動者推拉到這個蒙蔽的結構之中。透過資訊-知識年輪的表現，我們更能理解到，在資訊、知識框架生產者的外圍，這些人是如何被限制的著。這些行動者缺乏的並不是資訊，因為各種被詮釋過，帶有價值判斷和知識框架的資訊，已經充滿這個空間中。他們缺乏的是一套完整理解市場的資訊-知識。當股市的流動資訊結構，是以科學理性的評價系統為主導時，投資者面對的更不是自己社會能力所能面對的世界，而是各種知識系統所構成的蒙蔽制度。

這種自我蒙蔽的作用，建立在股票的交換過程中，而非工業產品的交換過程。因此，若用以往單純工業生產、貨幣積累等觀點來看，是無法看見這些限制作用的。

讓我們再舉個產品生產的具體例子來加以說明。在所有廠商競爭間，存在著相類似產品之間的市場競爭狀態，這些產品就如同企管學家 Christensen 所指出的，產品的價值必須內嵌在產品的使用系統中(system of use)。一旦產品的發明或產出沒有落在使用系統的價值網絡內，企業將被逐出這個競爭市場外。所以，廠商考慮產品的推出必須包含成本、實用性、可靠性以及價格(2004: 61, 67, 239-246)。一旦突破性創新取得了這些價值網絡的優勢，就可能取代原有的廠商。

但這種工業市場和消費市場結合的價值邏輯，一旦放在股票市場內，其交換的實用性將被轉換到對於市場產品的未來預期。一開始，

<sup>21</sup> 根據研究，諸如十六世紀關於中國財稅、十八世紀山西票號所形成的財稅與貨幣儲存體系，已經很接近現代社會運作的方式（黃仁宇，2001）。

公司預期的價值與產品的使用價值是互相黏著。比如說 Samsung 推出泡菜電冰箱、網路電冰箱時，價值的預期是朝著公司產品的競爭邏輯來的（諸如這種電冰箱真的能保存泡菜的美味，網路冰箱能自動採購食物）。但一旦這種價值的正當性範疇產生（實際上或許沒有賣出去），物質論的基礎就轉向交換價值的方向進行，股價就開始變動。在這個過程中，一般行動者並沒有辦法清楚掌握物質世界與公司預期的關係。他們在產業知識和市場知識的變動過程中，只能透過各種評價來汲取片面的判斷來源，並由此詮釋股票價值的合理性。因此，交易者在此階段的價值產生過程已經脫離物質世界，而是結合被詮釋後的資訊所形成的（諸如透過研究員的報告想像泡菜冰箱的預測銷售額，或是由各類報告判斷網路冰箱的「前/錢」瞻性）。

那些掌握到物質論基礎或公司經營的資料的資訊生產者，就能掌握範圍更大的理解架構。面對這種情況，外圍行動者，就喪失對資訊的詮釋權力。因為產品的價值網絡，以及冰箱廠商的競爭結構，遠遠脫離行動者所能理解、掌握的範圍。冰箱再也不是單純的冰箱，而是被「詮釋出來」的冰箱。此時，投資者的價值預測，在某種程度上可說是機率性的自我決定，也就是 Kahneman (1982) 等人所說的啓發偏見。放在資訊-知識年輪中來看，投資者的啓發偏見並不是行動者可以自我任意轉變的。因為這牽涉到產業知識、市場知識的整個資訊體系，不是個別行動者所控制的。投資者自願進入市場內進行買賣的同時，也進入了一個他所不能自我決定的資訊-知識體系，做出一個他以爲是自願但實則非自願的行動。

自我蒙蔽的作用讓這些行動者，把實用價值和交換價值徹底地混淆。他們沿用了以往產品交換的消費、工業生產邏輯，以爲產品的實用價值仍繼續存在。事實上，在這個市場中，經過評價系統或其他意識型態的價值轉換，產品的實用價值已經遠離公司產品的實際工業價值體系。自我蒙蔽的作用，也顯示行動者對客體世界詮釋權力的喪失。當股票市場繼續發展，可預見的自我蒙蔽仍會繼續發生。

## 二、資訊-知識 (I-K)與資本主義的想像

研究資本主義未來如何發展，一直是本文設定的長遠理想。基本上，這個概念的脈絡，並非以往強調勞動力剝削的資本主義，而是強調交換與那些以文化經濟取得主宰地位的資本主義。

使用資本主義這一名詞，實在很容易造成混淆和含糊不清，不過正如 Brudel 所說的：「繼續使用這個字的正當理由是，沒有人可以提出更好的詞來取代它，即使是那些批評最嚴厲的人」（1984a: 238）。

再則，也正因為股票市場的研究過程中，後馬克思的正統觀念(post-Marxian orthodoxy)已經無法解釋這種市場的交易行為。此處，Braudel的觀點就更值得提出來思考。股票市場的制度，是否更有利於資本主義的發展？或是資本主義根本就是利用股票市場，不斷地靠著這套體系取得鉅額的利潤。

在 Braudel 的看法中，市場經濟與資本主義有很特殊的關聯脈絡。最下層的是物質生活(material life)、接著建立在這基礎之上的是競爭市場經濟(market economy)，在這之上的才是資本主義(capitalism)。如果照他的看法來說，市場經濟是一個透明、規律的世界(a world of transparence and regularity..)，在這個世界中，行動者預知獲利的空間、以及種種交換的過程(1984a: 455)。相對於這個透明的經濟，投機(speculation)與不透明則是資本主義這一方。但這是一條會移動的界線，所以並不容易在實際的產品交換過程中立即找出答案。如同十八世紀的遠程貿易是不透明的交易，但在二十世紀的遠程貿易，則可能變得很透明了。針對股票市場的現象，他舉了個關於資本主義的很有趣的例子，Luther 在拒絕受餽贈的股票時候說：「我不要股票，這是投機的錢，我不願賺這種繁殖出來的錢」(I want no shares! This is speculative money and I will not make this kind of money multiply)。這個很文學的比喻，在同一段落再次被另一引文所重述，比如描述當時荷蘭的阿姆斯特丹的交易情況，說：「這不是平常人幹的事(reasonable man)，而是根深蒂固的賭徒(inveterate gambler)」(1984a: 456)。由此，我們就較能想像他指的資本主義接近什麼東西。那是一種擁有增值性的財務（資本），並在交易的過程中，汲取鉅額利潤的不透明投資或投機。每個時代的鉅額利潤產生方式不同，因而對工業生產或商業交換也會有不同的利用方式。

但，若是因此直接把股票市場和資本主義劃上等號，那就把這個脈絡下的資本主義理解得太庸俗了。主要是因為，市場經濟和資本主義的這條界線，一直不斷地移動著，以致於我們很難認清資本主義的存在空間究竟何在。從台灣股票的研究過程中，可以發現「少數人」的資本遊戲不斷地向上移動。1950-1980 的地主和財團企業主，1980 到 1990 年後則由中實戶、大戶、公司派接手，一直現在則由資金最雄厚的外資接手(QFII)。這個層次的遊戲規則，向來不是下層的交換者所能看見，但卻一直存活在這個市場的頂端。借用 Braudel 的比喻來說，就是股票市場的市場經濟不斷擴大，同時向上與下延伸（就像台灣股市發展的過程），並引進那些物質生活已經滿足的下層行動者。表面上，好像市場越來越茁壯，交易規則越來越公平可見，但是在透明、公平的規則中，卻繁衍出更多不可知的操作工具和技術知識



(諸如 ADR, 匯市、股票的各種操作轉換)。

因此，資訊-知識(I-K)就像一種掌握透明又不透明界線之間的工具。在資訊傳遞過程中，掌握核心的資訊-知識，就同時擁有了不透明的資訊，還有技術複雜的交易工具。這些工具不是外圍行動者所能輕易碰觸到的。其次，擁有資本又佔據於內圈的資訊生產者，則擁有鉅額獲利的較大勝算。資本始終是成為資本家的前提條件，如果沒有擁有資本，那麼也只是維持生計或是小打小鬧的小戶交易罷了。<sup>22</sup>

可惜的是 Braudel 並沒有來得及看到股票市場變化，諸如資本形式的變化，投機與不透明的複雜化等。特別是資訊-知識的內圈者，利用評價系統在金融市場的特殊結構中取得支配地位。金融市場不斷發展出各種規則、新工具，這些規則與工具，其實又造成更多的資訊-知識的限制作用(more rules, more regulations, more constraints)。就如同我們的分析結果所顯示，小戶在結構上很難產生流動，資訊和知識造成的雙重限制，隱形而不透明地籠罩在這個空間中。那麼，資本家是哪些人呢？是那些掌握資本，並處在資訊-知識年輪核心的那些人嗎？

對上面這個問題的答案，顯然比表面要更複雜一點。第一點，擁有資本並佔據資訊-知識(I-K)核心的，是一套更複雜的系統、結構，而非固定的個人。如同前面反向交易所分析的，交易者的市場預期往往跟一般市場的方向相反(counter market)，與小戶、散戶比較起來，大戶、法人玩的資本和資訊-知識層次完全不同的遊戲。第二、資訊-知識年輪的層級性結構中，需要其他方向的交易者，也就是說市場內需要大量小戶這類型的交易者，才能出現流動量，讓市場的影響範圍更大。但顯然這兩類型的交易者，其成功的機率並不相同。第三，透明的市場是這個體系在現代社會生存的前提。股票市場表面上是個遊戲規則公平，交易規則也是公平的場域，但實際卻存在著資本、資訊-知識的差異性，因而形成一個層級性的結構。也正因為這種公平、透明的形象，市場經濟的交易範圍才能向下延伸，取得反向交易的基礎和未來生存的可能性。

但這只是暫時的答案，因為我們不知道，資本主義這個結構，在下一個歷史文化時空中，會利用什麼市場，以及什麼更精緻的獲利方式，改頭換面地存在這個世界之中。

---

<sup>22</sup> 資本量是個關鍵問題，雖然沒有具體證據可繼續深入研究資本和資訊-知識的關係。但在中實戶的訪談中，可看出些端倪。比如說，同樣一年獲利率是 50%（這已經是很高的比例），100 萬（可賺 50 萬），和 1 億（可賺 5 千萬），這兩個數字，對行動者生活條件的意義是完全不同的。

### 第三節、預期貢獻與未來發展

#### 一、預期貢獻

台灣社會學對於金融市場或資本流動的研究，事實上在這 10 年來已經有很豐富的成果。諸如中小企業網絡和資本的關係（陳介玄，1995，2002）；金融政策與意識型態的關係（吳泉源，1993）；地方金融或消費金融的研究（林寶安，1994，2002）；大型企業的資本來源（陳東升，2003）；政治結構和金融業的互動關係（王振寰 1996；陳東升，1995）；或是股市與特定政黨結構研究（郭承天，2000；許甘霖，2002）；法律邊緣化的非正式金融（康涵真，1994）；經濟行動中的信任關係（潘美玲、張維安，2003）；證券機構的組織創新方式（張國慶，2004）等等。

在這些討論中，股票市場這個經濟活動領域的討論相對是稀少的。但在幾年來，陸續地出現前導性和概念發掘的研究。如涂一卿（2003）；楊凱成（2003）；劉維新、林志遠（2002，2003）；高承恕、吳宗昇（2002，2003，2004a，2004b）。對於現象的描述和股市行動者的相對關係，以上這些研究遠比既有的記敘題材更深入地探討行動者所可能構成的社會空間（如張真卿，1999；彭光治，2003；童再興，1990；黃文治，1989；劉昌博，2001a，2001b；蔣國屏，1991；林群，2003）。以往由記者、明牌老師、外資分析師所獨斷的股市現象，在這些研究中，將可以得到補充，以及獲得全新的理解。

本論文預期的第一點研究貢獻，是以社會學的理路重新建構股市交易行為所形成的社會空間。在大量訪談，並以螢幕基礎的同步情境 (screen-based) 研究方法中，我們重新探訪了這些行動者的權力互動關係。另一方面，歷史深度的資料研究，得以重新窺探各種力量如何進入市場。但這種力量關係並不是漫無目的抽象物，而是掌握定義情境及股票價值的資訊-知識核心。在不同歷史情境中，其競爭要素必須視市場組成而定，在現今的股市中，外資的評價系統凌越其他價值產生方式，因此才出現我們看到的外資是最大金主的現象（當然，最大的金主應該是政府才對）。掌握了這些要素，金錢才得以成為具有生產力的資本。

本論文試圖做出的第二個貢獻，是提出全新的市場理解。以往市場這個概念被先天性地認為理所當然的存在著，但在股票市場的研究中可以發現，市場的支配因素或是權力來源，其實是非常特殊而有差異的。市場並非無中生有，它必須視交換物的性質，決定其價值界定方式，才能得知市場中獲利的較大機率是如何產生的。尤其，市場的控制方式，也非完全相同。

市場的行動者空間，無疑是一種競爭的社會空間(Weber, 1968)。市場的形成，同時也是在歷史過程中，物質生活和上層不透明交易的介面(Braudel, 1984a)。以往經濟社會學的發展脈絡過份注重於競爭者之間的關係，將市場過度地建構為廠商之間的互利、或是競爭的上下游結構(White, 1981; Burt, 1982;)。雖然這些研究者試圖在行動和結構兩者之間做連結，提出經濟社會學觀點的市場架構(Swedberg, 1994; Granovetter, 1985)，但也因此，延續了過多的工業市場競爭的結構觀點，並直接套用到金融市場來(Baker, 1984; Mizruchi and Stearn, 1994)。

這些社會學的市場研究，雖然提供我們觀察工業市場或某些商品市場的角度，但一旦進入金融市場，顯然就完全不同。在金融市場的情境不確定中，產品的價值難以確定，因此需要中介的價值賦予(Zuckerman, 1999, 2004)，或者是交易者和廠商的互相學習過程(Zajac and Westphal, 2004)。但經濟學或金融理論家，又加入這個價值界定的世界，表演了他們所描述的現象(MacKenzie, 2003)。儘管已經有其他人看到金融市場中特殊的資訊結構，並在不確定的情境中，共同參與了這個形上世界的建構(Knorr Cetina, 2003, 2005; Knorr Cetina and Bruegger, 2002a, 2002b, 2002c, 2003; Knorr Cetina and Preda, 2001; Preda, 2002)。但是這些傑出的研究仍忽略了一件事情，即在股票交易行動所構成的空間與行動者對於產品的價值建立關係仍然不清不楚。

回到市場的最基本定義來看，它指的就是買賣者對某種交換行動所形成的空間。商品和行動者這兩大要素，在這些研究中被切割或簡化了。在本文的研究中，包含了既是普遍也是特殊的分析要件。在所有的市場中，資本是普遍的，因為資本的門檻是一切高額獲利，壟斷操作的基礎。資訊-知識(I-K)是特殊的，因為在股市中，這個要素決定了行動者相對的層級位置。也決定了行動者是否能從一般的買賣交換與流動中獲得到操作與壟斷的制高點。此點，也是競爭到交換行動的文化經濟分析。

資訊-知識(I-K)概念所描繪的空間，既是特殊市場的分析，也是理論高度往外推論嘗試。基本上，在股票市場中，資訊-知識(I-K)是構成層級的特殊支配條件。倘若這樣的推論一旦成為可能，我們只要將特殊產品放入行動者的價值界定過程，就可找出特定市場被競爭者所形成的層級結構，以及支配要件。這個原則就是在買賣交易者間價格到價值(price/value principle)的互動過程。這樣的嘗試，也將原有工業市場中對於產品的成本/品質競爭原則(cost/quality principle)，提升到範圍更大的價值範疇定義問題。任何產品包含了生產過程中的成

本、品質、科技創新等因素，但面對消費市場時，卻必須包含更多社會文化的價值因素進來。

然而，這樣的觀點，以及股票市場中控制條件的研究，並不完全否定工業市場的研究，相反地，只是企圖提出取代性的觀點。生產的各個要素固然重要，但如果無法生產出符合交易者雙方認定的高價值商品，那麼也無法獲利繼續生存下去。決定雙方交易關係延續的因素，更多情況是在交易過程中雙方共同接受該商品交換價值。此點亦是由資訊-知識(I-K)到其他市場結構的推論可能。

至於第三點可能的貢獻則是對現實市場的反思與實際行動。

從資訊-知識(I-K)的概念來看，數量最龐大的小戶，始終處在資訊-知識年輪的最外圈。在此空間中，投資者可能產生的自我蒙蔽，可稱之為股盲的現象(stock blinding)。這種資訊-知識上的缺乏與非自願性蒙蔽，在心理慾望的層次之外，會形成社會能力的強迫性限制。這種限制在資訊-知識年輪中，唯有透過職業分工、資訊消費等形式才有可能產生流動。但就是因為社會能力上的限制，才會處在外圈，而其社會流動無法單純以個人能力輕易地予以改變。市場產品變得更多、交易規則越複雜，看似公平的交易買賣，實則產生的資訊-知識限制卻是越多。對於寄望透過股票改善家庭生計，或是建立正面獲利的投資者，就會產生更多貪婪和放棄機會的兩難。對研究者來說，這同樣也是兩難。難道建議廢掉整個資本市場，以保護那些外圍的投資人？或者還是延續對股票市場的刻板印象，讓那些愛賭博、投機者咎由自取呢？

此點，從美國股市的發展歷程，不難看出規管者對這個現象的心態；亦即發展「專業」的評價系統，讓物質主義的意識型態主導。透過強調科學、理性的分析邏輯和股價的因果關係，讓市場建立起理性化的評價機制(Burk, 1992)。另一方面，則發展強制性的退休基金，由職業經理人來面對複雜的科技世界與降低資訊的交易成本等方式來化解。但從資訊-知識的角度來看，這在現實世界中也是兩難。因為專業組織的不斷擴大，同時也代表評價系統所管理的物質世界更加具有影響力，投資人對於金錢投資的自主權也將逐步交出。

對於這個現象，台灣股市的規管者當局(regulator)早有自知之明。除了設立「公開資訊觀測站」，即時公布各項公司產經資訊外。<sup>23</sup>另外成立「投資人保護中心」，以股東名義為小股東進行司法訴訟，並宣導各項投資知識等。就技術層面而言，下一個階段目標應該朝設

<sup>23</sup>公開資訊觀測站由證交所設立(<http://newmops.tse.com.tw/>); 財團法人證券投資人暨期貨交易人保護中心逾 2003 年正式設立，並開始運作(<http://www.sfipc.org.tw/>)。

立分析師報告網站為主，如美國的 IBES(International Brokerage Estimates System)以及 CRSP(Center for Research in Securities Price)等檢視研究報告的專業機構。這些制度化機構設立過程，有助於知識條件充分化，讓學習動機強烈的投資人，降低其資訊成本。同時，它也將股市的公開資訊範圍擴大，並引進不同的避險或套利工具。

從金融管制的理性化過程而言，鼓勵動機強烈的投資人，獲有充分判斷資訊來源的機會，絕對是正面的發展。但是，在這種發展中，實際上也存在著隱憂。因為從評價系統的分析中，我們可以看到，物質世界分類系統越複雜，專業評價組織越龐大，其詮釋主導性更大。一旦陷入集體評價認同的情境，出現非理性繁榮 (irrational exuberance)的情況，所產生的影響將會更大(Shiller, 2000)。當然，各種繁榮或是低迷，是否理性或非理性是值得討論的。但從歷史資料可看出，越是大多頭的情境，小戶或新手就進入得越多。針對這個現象，以資訊-知識(I-K)的觀點來看，就必需對所有投資者（即使是潛在的投資者），發出各種市場學習的警訊。或者讓投資人理解到，這個市場存在資訊-知識的限制，並要對各種資訊評價過程抱持懷疑的態度（吳宗昇，2004.07, 2004.11）。因此，對於國家/政府而言，台灣缺乏的不是「加溫系統」，因為在價值製造的過程中，集體瘋狂行為的情境從來沒有停止出現過。相對地，台灣的市場缺乏「降溫」系統，規管者通常只從自身利益來面對市場（交易稅、手續費），而從來不考慮在資訊-知識的外圈者極可能因為自我蒙蔽而造成損失的問題。

因此，此論文的研究，並不僅止於社會學知識上的討論，更重要的是，將學術知識的研究，轉化為社會公平的價值----具體地陳述研究論點，讓投資者理解除了資本的限制外，資訊-知識構成的限制，可能會產生個人更大的利益損失，以及股票市場的獲利迷思。這點實踐，縱使成果微小，但也是社會學能對社會提出的具體貢獻。

## 二、本文未來發展

無論如何，因為分析焦點從散戶出發，所以在方法上主要從互動關係的訪談中盡量歸納出重要的行動因素，但還是有幾個本文不足之處，或許未來可以成為分析的概念或現象。

第一個是國家/政府(state/government)所扮演的角色。在金融市場中，市場管理者的角色顯然比其他市場具有更重要的地位。諸如交易規則的制訂、對券商的管理、或者是自己「下海」擔任投資人的角色。在台灣的例子中，政府的角色也相當值得分析，因為政府掌握大部分原料、重工業、金融的政策制訂權，也擁有相當股份（如中鋼、中華

電、開發金控等例子)。

從其他國家的研究來看，政府的功能並沒有表面這麼單純。諸如美國的分析師系統，強調物質主義的分析分別是由政府(SEC)，立法加宣傳所建立起來的(Burk, 1992)。中國大陸的投資者中，國家則是最有權力的大戶，因為國家掌握過半的國有企業股權，還有經濟政策的決定權(Hertz, 1998)。特殊的例子是，南韓和台灣都會動用資金，在交易量低迷時進行指數和政治的護盤(林志遠, 2002; 謝忠志, 2002)。但關鍵是，政府在不同時期似乎擁有不同的角色，產生的效應也不盡相同。從資訊-知識年輪來看，政府在某些領域也擔任資料製造者的角色，控制特定公司的資訊-知識發送。或者是整體經濟政策的發佈，以及對於特定產業的影響等等。這些在政治領域的爭鬥細節，就不是資訊-知識所能完全解釋。

第二個是因為體裁的限制，未來可以繼續處理的應是金融倫理學問題。金融市場中的倫理問題，都是買賣雙方的難題。在 Boatright 所說的金融市場倫理，包含了內幕交易、程序交易、破產、不友善併吞等項目(1999:140, 148, 159)。在台灣的實際例子中，則以公司治理的相關討論為主要範圍，但至目前也沒有出現定論(康榮寶, 1995; 蔡揚宗, 2004; 馬秀如, 2004)。金融倫理學所產生的問題，都間接與股市的價格有連動影響，但最直接的部分，則屬內線交易。

內線交易的法規事實上相當嚴格，包含違約交割、共謀哄抬價格、人頭戶炒作、散佈謠言、直接或間接操縱股價之行爲(證交法第一百五五條)，以及相對委託，虛偽、詐欺，或其他足致他人誤信之行爲，「意圖」製造市場活絡之行爲(證交法第二十條)<sup>24</sup>此兩條規範內線交易的法律，解釋範圍很大，但證據卻很難收集。除非證據非常確定，否則其動機、意圖都很難構成明顯的內線交易理由。舉個例子來說，分析師引用同樣資料，出現相同觀點，算不算哄抬價格？現實交易情境中，這樣的例子層出不窮。但如果以資訊-知識年輪的觀點來看，答案只有一個。那就是誰製造「假的資料」，而不是誰詮釋了假的資料。當資訊-知識內圈將資訊封閉，製造出假的資料時，下游是毫無判斷能力的。因此，只要追查出資料製造者的來源(會計師、財務長、總經理)，就可以判斷出「惡意」獲利者。

但由於司法系統的案件資料，與總交易數量的差距實在太大，即使 1990 前的特殊判例也無法說明這是整體現象，或是公司經營者的

<sup>24</sup> 原條文出於「證券交易法」第一百五五條(一到五款)、「證券交易法」第二十條(立法理由第二款、第三款)。詳可見「司法院」法學資料檢索系統(<http://nwjirs.judicial.gov.tw/>); 「立法院」立法資料檢索系統(<http://lis.ly.gov.tw/lcgci/ttsalldb?@@574959099>)。

特殊行爲。所以，這個題材因爲體裁與資料的限制，只能留待後日繼續挖掘。但可期待的是，稽核師系統的引進(auditor)，將對資料製造的過程產生新的影響。稽核師並不製造資料，而是檢核資料的正確性。但矛盾的是，以中小企業爲主的台灣股市，在百人左右的公司規模中，如何容納會計師、稽核師以及律師事務所的高額收費呢？資訊-知識年輪的資料核心製造者，可預期在這十年將產生劇烈變動。

第三個可能性是限制也是新的轉機。即資訊-知識和風險的關係。一般說來，股市中投資行動的風險，分成無法控制的「市場/系統」風險(market/ systematic risk)，以及較可控制「特有/非市場」風險(idiosyncratic/ unsystematic risk)(Hubbard, 1994: 134-135)。風險的控制和投資報酬(return)，兩者之間有密切的關係。針對這兩個風險概念，資訊-知識都有無法解釋之處。

系統性風險指的是如天災（海嘯、地震）等非人力所能抗拒的風險，但可以透過廠商規模或擴大資本等財務方式，將承受風險能力提高（劉亞秋等，1996）。至於集體激情式的市場瘋狂繁榮，以及隨之而來的大崩盤造成的系統風險，資訊-知識目前還沒有具體解釋。譬如爲何在特定情境中，所有評價一面倒地帶領投資者走向前途光明的情境，依然還是個問題。<sup>25</sup>

這個研究上的未完成之處，卻讓人看到未來研究的可能性。如果我們將評價系統的價值製造過程機制，放進長時間的脈絡中。並使用類似文類(genre)的概念(Bakhtin, 1986:60; 1984: 101-102)，來分析各種評價系統，以及公開媒體所傳遞的文類，或許可以發現如 Shiller 所提及的新紀元經濟思想(New Era economic thinking) (2000: 96)，並進一步考察出這種意識型態究竟如何形成。<sup>26</sup>如果資料庫涵蓋性夠廣的話，甚至可以在新紀元思想出現之時，提出必要的警訊。

至於非系統風險的概念，則在本文的分析中留下遺珠之憾。非系統風險，指的是特定公司或產業可能產生的風險，如財務危機、原料供應、組織控制失調等狀況，但這些可以透過投資組合(portfolio)、

<sup>25</sup> 事實上，社會學領域對於「風險」也有特殊的定義與界定，諸如引起整體社會危機的風險，如「風險社會」的概念(Ulrich Beck, 1999, 《全球化危機》，商務)。在本文前面也曾提及（第 43 頁），一直到外資進入台灣股市後，這種因爲投資活動引起的整體社會危機才開始出現。但嚴格說來，只有 1989-1990 年的崩盤稱得上是影響到整體社會的股市危機。儘管金融研究對於危機的定義不一定是社會學的脈絡所指陳的，但此處想強調的是，影響整體社會穩定的股市危機，和投資的預期心理是密切相關的。但困難的是，在現象上我們很難「提前」預測危機，因爲危機只有在已經發生後，我們才得以清楚辨認。至於朝向未來的風險評估，難在如何定義出一個「社會風險」的臨界點，因而此處先借用金融研究「系統風險」的概念來說明整體風險的評估。

<sup>26</sup> 這個有趣的觀點，是在東亞大海嘯時與幾位研究員討論時出現的想法。他們認爲，金融市場並不缺乏加溫系統，但缺乏降溫以及警示系統。因此，我很樂觀地想，社會學是否能夠發展出股市海嘯預測的能力呢？

交易對沖等工具，間接減低損失（李桐豪，1997；黃彥聖 1995）。資訊-知識(I-K)的概念，如果跟風險(risk)這個概念並置，就會出現某些重疊。風險，對行動者所指陳的意義，包含了「暴露在受傷或損失的機會中」(exposure to the chance of injury or loss)、「未知或危險的機會」(hazard or dangerous chance) (Webster's dictionary, 1995:1162)。控制風險，也可說是保險(insurance)這個行業和各種金融理論的起源(Bernstein, 1996)。重要的是，風險代表的是某種危險的「機會」，因此，對於投資者的貪念和慾望，沒有比風險(risk)更能貼切地表達了。投機/投資，都是在機會中面對損失機率的經濟行動。

當機會與危險並存時，就像火中取粟一樣。投資者面對獲利的機會時，同樣也有無數的險境等待著。透明而制度化的獲利機會，對一般投資者差異並不大。但運用各種技巧，取粟而不被灼傷，才有可能獲得他者無法得到的高額利潤。資訊-知識的概念，可以解釋行動者面對風險情境時，其社會能力相對位置及獲利機率的限制。此點，與風險的概念是很接近的。可惜的是，在本文中並沒分析在各種價值範疇中，風險知識的社會機制什麼？投機的社會結構是什麼？

無論如何，投機(speculation)並非只是機率的博奕，而是對於未來獲利、損失的精密計算。如果資訊-知識(I-K)與風險這兩個概念能夠得到更完整的連結的話，那麼我們就能更清楚地解釋一件事。資本主義並不單只是生產方式的壟斷，而是牽涉到整個文明的思考體系和物質世界的控制方式。



## 附錄資料一、訪談名單

## (一)、綜合訪談編號表

編號	時間	訪問單位	受訪者	備註
FI02	2000.06.26	香港法國巴黎銀行	執行董事	資料室與交易中心參
FI04	2000.06.26	香港元大證券	經紀業務經理、承銷業務經	經紀商與承銷商參觀
FI07	2000.06.28	怡富集團	基金經理人、人事經理	參觀香港證交所
FI09	2001.01.09	寶來證券	台中法人說明會	
FI11	2001.01.21	怡富投顧	日本基金經理人	
FI12	2001.03.28	寶來證券	副總經理、證券經紀業務經	
FI13	2001.04.25	法人說明會	謝金河	觀察
FI14	2001.08.19	紫微斗數	班長	
FI15	2001.08.21	康和證券	台北分公司總經理	
FI16	2001.08.27	紫微斗數	黃小姐	
FI18	2001.09.24	國泰君安證券公司	副總經理	
FI20	2001.09.25	上海證券交易所上市部	審核暨上市階層	
FI21	2001.09.25	華安基金管理公司	基金經理人	
FI22	2001.09.25	寶來證券（執行長）	投資部執行長	
FI23	2001.09.27	荷銀投資管理公司	上海區總經理	
FI24	2001.11.21	寶來證券	副總經理	
FI25	2001.12.17	寶來證券	業務員（台北）	
FI26	2002.02.11	寶來證券	副總經理	看盤、觀察
FI27	2002.04.26	寶來證券	副總經理	
FI28	2002.05.24	彰化創投	中實戶	
FI29	2002.6.26	中實戶	中實戶	
FI30	2002.09.20	中實戶	中實戶	
FI31	2002.10.04	投資開發公司	中實戶	
FI32	2002.10.11	元大京華證券	中實戶	
FI33	2002.10.23	寶來證券、中實戶	中實戶	看盤、觀察
FI34	2003.04.18	怡富基金	副總經理	經紀商與中實戶互動
FI35	2003.04.21	日盛證券	業務員	訪談
FI36	2003.09.05	凱鉅投資公司	中實戶	中實戶與投顧互動觀
FI37	2003.10.02	寶來台中分公司	副總經理	訪談
FI38	2004.10.29	寶來證券	產業研究員 2 名	TFT 產業分析討論

（製表：李育儒，2002.06.26, 10.23；吳宗昇 2002.06.30, 10.24, 11.07；2003.02.10；2003.04.21, 2003.10.15）。

註：主要資料來源為高承恕教授 2000 年國科會研究計畫 NSC--2412-H-029-007 <金融市場的社會建構：以台灣股票市場為焦點>，跳號表示無參考該次訪談。

## (二)、基金經理人訪談編號表

編號	時間	訪問單位	受訪者	備註
FM01	2002.06.28	匯豐中華投信	基金經理人	
FM02	2002.10.22	建弘投信	基金經理人	
FM03	2002.10.25	群益投信	基金經理人	
FM04	2002.10.25	怡富投信	基金經理人	
FM05	2002.10.25	怡富投信	基金經理人	
FM06	2003.04.18	怡富資產管理公司	基金信託總經理	
FM07	2003.04.25	元大證券投研部海外投資	基金經理人	
FM08	2003.04.29	第一富蘭克林投信	基金經理人	
FM09	2003.05.02	寶來證券、證券投資信託	自營部經理、研究員	
FM10	2003.05.16	台壽保	總經理、自營部經理人	
FM11	2003.05.26	Allianz	基金經理人	
FM12	2003.06.12	匯豐中華證券投資投信公司	基金經理人	
FM13	2003.06.20	瑞銀華寶投信	基金經理人	
FM14	2003.07.01	富邦投信	基金經理人	
FM15	2003.07.09	統一證券投資信託	基金經理人	
FM16	2003.08.28	復華投信	基金經理人、自營部經理	

(製表：2003.05.05, 2003.06.26, 07.16, 08.14, 08.26, 09.01 楊凱成、吳宗昇)

## (三)、小戶訪談編號表

編號	年齡(2003)	職業	資本額(萬)	教育程度	
KI-01	28	藝術表演	50-100	大學(社會科學)	
KI-02	61	銀行行員	500-1000	大學(會計)	
KI-03	52	自由業	200-2000	小學	
KI-04	32	證券業務員	50-100	大學(企管)	
KI-05	35	電子業	200-2000	大學(財會)	
KI-06	33	銀行行員	50-100	碩士(財務)	
KI-07	35	航空工程	100-200	碩士(工業工程)	FI-16
KI-08	34	建築監工	100-200	碩士(土木)	FI-14
KI-09	34	律師	500-1000	大學(法律)	
KI-10	34	銀行行員	100-200	大學(企管)	
KI-11	58	家管	10-50	小學	
KI-12	75	退休	10-50	小學肄業	
KI-14	63	商(零件買賣)	10-100	小學肄業	
KI-15	31	銀行研究員	50-100	碩士(財務工程)	
KI-18	32	銀行行員	10-50	專科(機械)	
KI-19	57	銀行經理	200-500	大學(會計)	

註：資本額項目為估計數字，因為在無法收集到集保手冊的情況下，買賣進出之間的精確數字並不易掌握。但主要以目前「可用投資現金」為低額標準，「曾經投資最高資金」為高額標準。實際上這些數據差距也相當大。

## (四)、波羅地海指數(BDI index)標號表

編號	年齡(2003)	方式	職業	教育程度	備註
BDI-1	61	面談	銀行行員	大學	KI-02
BDI-2	32	面談、電訪、E-mail、MSN	證券業務員	大學	KI-04
BDI-4	30	面談、電訪	財經記者	碩士	
BDI-5	35	面談、電訪、E-mail	電子業會計	大學	KI-05
BDI-6	42	電訪、E-mail	電子業採購	碩士	
BDI-7	N/A(45-50)	電訪	海運公司公關經理	大學	
BDI-8	N/A(35-40)	電訪、E-mail	海運公司研究員	碩士	FM-09
BDI-9	32	電訪、E-mail	證券公司研究員	碩士	
BDI-11	52	面談、電訪	自由業	小學	KI-03
BDI-12	N/A	電訪	海運公司秘書	大學	
BDI-13	N/A	電訪	海運公司總機	N/A	
BDI-14	N/A	電訪	海運公司工程師	大學	

## (五)、外資相關訪談

編號	機構(2003)	方式	教育程度	備註
QI-1	大和國泰	面訪	碩士	
QI-2	UBS	電訪	碩士	
QI-3	A 報社	電訪	大學	BDI-4 同事
QI-4	HSBC	電訪	大學	
QI-5	Citi group	面訪	碩士	

## 一、中文參考書目

于宗先、王金利

1999,《台灣泡沫經濟》，台北，聯經出版社。

王作榮

1996,《王作榮全集 3：不完整的奇蹟》，台北，時報出版社。

王振寰

1996,《誰統治台灣？轉型中的國家機器與權力機構》，台北，巨流出版社。

王正芬

1999,《台灣資訊電子產業版圖》，台北，財訊出版社。

呂育霖

2002,《退撫基金之護盤研究(88.7~89.12)》，台南，成功大學政治經濟學研究所碩士論文。

李仲英

1996,〈資本市場自由化與國際化之展望〉,《華商經貿月刊》354期。

李桐豪

1997,〈臺灣股票市場投資家數與可分散風險關係之分析〉,收錄於《證券市場發展》,第九卷第三期:63-89。

李新穎

2002,〈外資對全球新興資本市場影響之概述〉,《證券暨期貨管理》,20卷第10期:15-23

李夢霞

1997,〈解嚴後選舉與經濟政策關係之探討〉,台南,成功大學政經研究所碩士論文。

李光輝 歐興祥 張炳耀

2000,〈外資與我國股市互動關係之探討〉,收錄於《中央銀行季刊》,第22期第四卷:67-79。

杜金龍

2002,《基本分析在台灣股市應用的訣竅》(增訂版),台北,財訊出版社

2002,《技術指標在台灣股市應用的訣竅》(增訂版),台北,財訊出版社。

沈中華

2001,〈金融風暴與外資流入：三位一體〉,收錄於《企銀月刊》第24卷第三期(2001.01.15):7-19,台北,台灣企銀。

吳泉源，1993，〈金融自由化的迷思：一個經濟社會學的考察〉，《台灣社會研究季刊》，第 15 期(1993 年 11 月)：頁 1-37。

於貽彰

2002，〈臺北股市知識不對稱性與最適期限問題〉，收錄於《銘傳學刊》，第 12 期：頁 27-47。

林寶安

1994，《台灣地方金融與地方社會—信用合作社的發展歷史與社會意義》，台中，東海大學社會學博士論文。

2002，〈台灣消費金融的演變及其社會經濟意義〉，收錄於《台灣社會學刊》，第二十七期：107-162。

林志遠

2002，《國家與股市的建構-以台灣與大陸為例》，台北，東海大學社會學系碩士論文。

林恩從

1995，〈台灣股市高幅度變動的主因與其對社會財富福利措施的影響〉，行政院國科會研究計畫成果報告((NSC-2416-H110-022))。

林群

2003，《打敗外資賺大錢》，台北，電腦家庭文化事業出版。

馬秀如

2004，〈公司治理與笑話〉，收錄於《會計研究月刊》，第 231 期：99-108。

股龍

1988，《股票散戶打勝仗》，台北，韜略出版。

邱景墩

1997，《金錢與慾望：1980 年代末期台灣社會金錢遊戲社會心理試探》，台北，台北，台灣大學社會學研究所碩士論文。

邱顯比、繆震宇

1994，〈臺灣股市內部關係人交易與內部消息及股價走勢之研究〉，收錄於《證券市場發展》，第 23 期：頁 77-90。

馬黛

1993，《台灣股市結構與制度》，台北，中華民國管理科學學會。

高承恕

1982，〈布勞岱與韋伯---歷史對社會學理論與方法的意義〉，收錄於《中央研究院民族所專刊乙種》，第 11 期：95-124。

1984,〈西方「現代資本主義」興起問題之重探----韋伯與華勒斯坦觀點之比較〉,《東海社會科學學報》,第2期:17-40。

1988,《理性化與資本主義:韋伯與韋伯之外》,台北,聯經出版社

高承恕、吳宗昇

2002,〈股票市場建構的社會基礎(1):散戶的世界〉,發表於2002年台灣社會學年會研討會論文,台中,東海大學。

2003,〈股市中的資訊知識(Information-Knowledge)與社會限制:散戶的世界(II)〉,發表於2003年台灣社會學年會研討會論文,台北,政治大學。

2004a,〈股票市場中的資訊知識(Information-Knowledge):對經濟社會學「市場概念」的省思〉,發表於第二屆〈金融與社會〉研討會,台中,東海大學。

2004b,〈地方市場、全球框架:台灣新興股市評價系統的分析〉,發表於北京清華大學「全球化與地方化社會學研討會」。

高潮梁

1999,《證券高級業務員資格測驗—完全命中講義全輯》,台北,台北東展文化事業。

涂一卿

2003,〈「關係投資」(relational investing)與另類關係投資〉,發表於2003年台灣社會學年會研討會論文,台北,政治大學。(已獲授權)

葉啓政

2002,〈生產的政治經濟學到消費的文化經濟學:從階級作為施為機制的角度來考察〉,(含〈回應:「人性預設」,當然有:「歷史-社會理路」的認識可能性,才是重點〉),收錄於《台灣社會學刊》第28期,頁153-200,211-230。

張維安

1995,《文化與經濟:韋伯社會學研究》,台北,巨流出版社。

張國慶

2003,《金融全球化與後進投資銀行--台灣證券商海外承銷的組織能力分析》,台中,東海大學社會研究所博士論文。

張真卿

1999,《股友族 MUST BUY》,台北,台灣廣廈出版集團。

第一銀行

2003,〈我國開放外資投資國內證券市場之歷程與展望〉,收錄於《一銀產經》第460期:9-14,台北,第一銀行。

許甘霖

2002,〈民粹金權主義？一黨資本，股市投機與政治動員〉，收錄於《台灣社會問題研究》，瞿海源、蕭代基、楊國樞主編，台北，巨流出版社。

郭文忠

1999,《股價泡沫、投機行爲與證券設計》，台北，台灣大學經濟研究所博士論文。

郭承天、陳尙懋、黃宗昊

2000,〈有錢大家賺？民主化對台灣金融體系的影響〉，收於朱雲漢編《民主轉型與經濟衝突》，台北，桂冠。

陳介玄

1995,《貨幣網絡與生活結構：地方金融、中小企業與台灣世俗社會之轉化》，台北，聯經出版社。

2002,〈從工業到金融社會的轉型〉，收錄於王振寰編《台灣社會》，頁 135-164，台北：巨流。

陳巧芬

2002,《台灣股票市場『超額報酬迷思』課題之研究》，新竹，交通大學管理科學研究所碩士論文。

陳尙懋

1998,《台灣銀行政策的政治經濟分析》，台北，政治大學政治學系碩士論文。

陳尙懋、郭承天

2002,〈親信資本主義的延續或終結？--台灣金融體系的制度改革〉，2002 年全國社會學年會中發表文章，台中，東海大學。

陳東升

1995,《金權城市：地方派系、財團與台北都會發展的社會學分析》，台北，巨流圖書公司。

2003,《積體網路：台灣高科技產業的社會學分析》，台北，群學出版社。

陳春山

1999,《證券商發展爲投資銀行之展望》，台北，五南出版社。

2000,《證券交易法》(第五版)，台北，五南出版社。

陳紹馨

1979,《台灣的人口變遷與社會變遷》，台北，聯經出版社。

陳鈺元

1995,《類股輪漲現象與中國五行學說關係之研究》，台北，台灣大學商學研究所碩士論文。

陳錦旋

- 2003a, 〈提昇外資投資我國資本市場--以 4C 策略行銷架構檢驗行政院金融改革專案資本市場改革措施之行銷功用 (上)〉,《集保月刊》117 期: 26-50。
- 2003b, 〈提昇外資投資我國資本市場--以 4C 策略行銷架構檢驗行政院金融改革專案資本市場改革措施之行銷功用 (下)〉,《集保月刊》118 期: 33-72。

彭光治

- 2003,《股戲：走過半世紀的台灣證券市場》，台北，早安財經文化。

曾瓊慧

- 1999,《台灣資本市場發展之研究》，台北，政治大學中山人文社會科學研究所碩士論文。

湯雪艷

- 1989,《散戶操作坐轎要訣》，臺北市，前程企管出版。

童再興主編

- 1990,《股市大亨—深入台灣主力群控盤核心》，台北，時報出版社。

黃允治

- 2003,〈外資在我國從事證券投資之相關規範及未來展望〉,收錄於《證券暨期貨月刊》,第 21 卷第 12 期(2003.12.16): 4-15,台北,證券暨期貨基金會。

黃文治

- 1989,《股市指南—股市現象觀察》，台北，天下出版社。

黃彥聖

- 1995,〈股票系統風險之估計--以日資料為例〉,收錄於《中山管理評論》,第三卷第一期: 27-50。

黃信昌

- 2003,《我國證券商發展海(境)外債券市場相關業務之研究》，台北，台灣大學財務金融研究所碩士論文。

楊凱成

- 2003,〈股市專家知識製造的社會學分析〉,發表於 2003 年台灣社會學年會研討會論文,台北,政治大學。(已獲授權)

臧聲遠

- 1993,〈從金錢遊戲與金融解嚴看台灣金權政治之形成〉,台北,台灣大學社會研究所碩士論文。

裴元領

- 2000,《台灣的日常生活結構--對 1980-1998 年社會經濟史的考察》，台北，台灣大學社會學研究所博士論文。



康榮寶等

1995,〈財報的揭露管理研究應全面展開〉,《會計研究月刊》,第 115 期:40-46。

康涵真(Jane K. Winn)

1994,〈關係運作與法律的邊緣化:台灣中小型企業非正式融資活動的研究〉,收錄於《台灣社會研究》,第 17 期:1-40。

劉玉真

1996,〈台灣股市大戶與散戶行爲的實證研究(Big versus small players on the Taiwan Stock Exchange)〉,行政院國科會研究計畫成果報告((NSC- 2416-H194-002) )。

劉昌博

2001a,〈臺灣股市奇蹟的創造者--傳奇人物趙孝風的故事 (上)〉,收錄於《中外雜誌》,第 416 卷:頁 13-24。

2001b,〈臺灣股市奇蹟的創造者--傳奇人物趙孝風的故事 (下)〉,收錄於《中外雜誌》,第 417 卷:頁 144-154。

劉亞秋 黃理哲 劉維琪

1996,“An Analysis of Systematic Risk in Taiwan Stock Market”(國內股市系統風險之探討),收錄於《證券市場發展》,第 8 期第 1 卷:45-66。

劉維新、林志遠

2002,〈披著羊皮的狼:中實戶的投機世界〉,發表於 2002 年 12 月台灣社會學年會研討會,台中,東海大學。(已獲授權)

2003,〈中實戶的世界(II):社會網絡與市場資訊〉,發表於 2003 年台灣社會學年會研討會論文,台北,政治大學。(已獲授權)

劉億如、楊朝成、劉玉珍、周行一、李賢源、邱顯比、李存修等編著

1999,《證券市場》,台北,華泰出版社。

劉廣京

1990,《經世思想與新興企業》,台北,聯經出版社。

潘美玲、張維安

2003,〈經濟行動與社會關係:社會自我保護機制的研究〉,收錄於《台灣社會學刊》,第三十期:51-88。

蔣國屏

1991,《中國證券市場發展史之研究:1883-1991》,台北,政治大學歷史研究所碩士論文。

蔡揚宗

2004，〈我國公司治理大笑話〉，收錄於《會計研究月刊》，第 228 期：11-13。

鄧晏翔

2001，〈台灣股票市場行情的政經分析〉，台北，政治大學政治學系碩士論文。

薛立言、黃志傑

1996，〈影響國內股市雜訊交易之因素分析〉，收錄於《證券市場發展》，第 8 卷 3 期：頁 63-88。

謝忠志

2002，《國家金融安定基金操作績效評估之研究》，世新大學行政管理學系碩士論文。

蘇渝（編）

2002，《股市散戶求生術》，武昌，華中科技大學出版社。

謝國雄

1995，〈發大哉問、究根本論、提出路解：經濟社會學的大用〉，收錄於《中國社會學刊》，第十八期：275-288。

## 二、英文參考資料

- Abolafia, M. Y.  
1996, *Making Market: Opportunism and Restraint on Wall Street*, Cambridge, Harvard University Press.
- Arrighi, G.,  
1994, *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of our times*, Verso.
- Baker, E. W  
1984, "The Social Structure of a National Security Market", *American Journal of Sociology*, pp.775-811.
- Baker, E. W. ; Faulkner, R. and Fisher, G.,  
1998, "Hazards of Markets: The Continuity and Dissolution of Interorganizational Market relationships", in *American Sociological Review*, Vol. 63, No. 2: 147-177.
- Beckert, J.  
1996, "What Is Sociological about Economic Sociology? Uncertainty and the Embeddedness of Economic Action", in *Theory and Society*, Vol. 25, No. 6: 803-840.
- Bell, D.  
1999(1976), *The Coming of Post-Industrial Society: A Venture in Social Forecasting*, Paperback, Basic Books.
- Berger, P. & Luckmann, T.,  
1966, *The Social Construction of Reality: A treatise in the sociology of knowledge*, New York, An Anchor Book.
- Berstein, P.  
1992, *Capital Idea: The Improbable of Modern Wall Street*, N. Y., Free Press.  
1996, *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*, N.Y., John & Sons Inc.
- Black, D.  
2000, *Dream of Pure Sociology*, in *Sociological Theory*, Vol. 18, No. 3:348-367.
- Bourdieu, P.  
1984, *Distinction: A Social Critique of the Judgement of Taste* (translated by Richard Nice), Cambridge, Harvard University Press.

- 1990(1980), *The Logic of Practice*, translated by Richard Nice, California, Stanford University Press.
- 2000, "Making the the economic habitus: Alrgrian workers revisited", *Ethnography*, Vol. 1(1): 17-41.
- Bourdieu and Wacquant, Loic J.D.  
1992, *An Invitation to Reflexive Sociology*, Cambridge, Polity Presss
- Boyer, R.  
2000, "Is a Finance-led Growth regime a viable Alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, 29:1, 115-145.
- Bradach, J. L., and Eccles, R. G.  
1989, Price, Authority, and Trust: From Ideal types to plural forms, in *Annual Review of Sociology*, Vol. 15:97-118.
- Braudel, F.,  
1982, *Civilization & Capitalism 15<sup>th</sup>-18<sup>th</sup> Century* (Vol. 1: *The structures of everyday life: the limits of the possible*), L. A., Haper Collins Publishers, Inc.  
1984a, *Civilization & Capitalism 15<sup>th</sup>-18<sup>th</sup> Century* (Vol.2: *The wheels of commerce*), L. A., Haper Collins Publishers, Inc.  
1984b, *Civilization & Capitalism 15<sup>th</sup>-18<sup>th</sup> Century* (Vol.3: *The perspective of the world*), L. A., Haper Collins Publishers, Inc.
- Burgess, R. G.  
1993(1984), *In the Field: An Introduction to Field Research*, London, Routledge.
- Burk, J.  
1992(1988), *Values in the Marketplace: The American Stock Market under Federal Securities Law*, New York, Aldine de Gruyter.
- Burt, R. S.  
1982, *Toward a Structural Theory of Action: Network Model of Social Structure, Perception, and Action*, New York, Academic Press.  
1992, *Structure Hole: The Social Structure of Competition*, Harvard University Press.
- Callon, M.  
1998, *The Laws of the Markets*, London, Blackwell Publishers.
- Carruthers, G. B.  
1994, Homo Economicus and Homo Politicus: Non-Economic Rationality in the early 18th Century Stock Market, *Acta Sociologica*, Vol.37: 165-194.

- Castells, M.  
2000(1996), *The Rise of Networking Society*, Blackwell Publishers.
- Cetina, Knorr  
1999, *Epistemic Culture, How the Science Make Knowledge*, Cambridge, Harvard University Press.  
2003, “From Pipe to Scope: The Flow Architecture of Financial Market”, *Distinktion*, Nr. 7, 7-23.  
2005, How are Global Markets Global? The Architecture of a Flow World, in Karin Knorr Cetina and Alex Preda(eds) *The Sociology of Financial Market*, Oxford University Press.
- Cetina, K. Knorr and Urs Bruegger  
2000, “The Market as object of attachment: Exploring the postsocial relations in financial Markets”, *Canadian Journal of Sociology*, 25(2): 141-168.  
2002a, “Global Microstructure: The Virtual Societies of Financial Markets”, *American Journal of Sociology*, 107(4): 905-50.  
2002b, “Inhabiting Technology: The Global Life form of Financial Markets”, *Current Sociology* Vol. 50 No.3: 389-405.  
2002c, “Traders engagement with Markets: A Postsocial relationships”, *Theory, Culture & Society*, Vol. 19(5/6): 161-185.  
2003, “The Information Architecture of Financial Market”, Presented at the Constance Conference “Inside Financial Markets: Financial Knowledge and Interaction Patterns in Global Financial Markets”, Constance University. (已獲引用授權)
- Cetina, K. Knorr and Alex Preda  
2001, “The creation and incorporation of knowledge in Economic Activities: The Epistemezation of economic transactions”, *Current Sociology*, Vol. 49 No. 27-44.  
2005, *The Sociology of Financial Market*, Oxford, Oxford University Press.
- Champion, S. R.  
1998, *The Great Bubble: The Rise and Fall of an Emerging Stock Market*, Berkeley, Pacific View Press.
- Chancellor, E.  
1999, *Devil Take the Hindmost*, N.Y., Plume Reissue edition.
- Collins, Randall  
2000, “Situational Stratification: A Micro-Macro Theory of Inequality”, in *Sociological Theory*, Vol. 18, No. 1: 17-43.

- Collins, H. M.  
 1998, "The Meaning of Data: Open and Closed Evidential Cultures in the Search for Gravitational Waves", in *The American Journal of Sociology*, Vol. 104, No. 2: 293-338.
- Constantinides, G., Donaldson, J. & Mehra, R.  
 1997, "Junior Can't Borrow: A New Perspective on the Equity Premium Puzzle, NBER working series, National Bureau of Economic Research.
- Cooley, C. H.  
 1966, *Social Process*, Southern Illinois University Press.
- Curry, J.  
 1997, The Dialectics of Knowledge-in-Production: Value creation in late Capitalism and the rise of Knowledge-centered Production, in *Electronic Journal of Sociology*(1997), ISSN(11983655).
- Czarniawska, B.  
 2005, Women in Financial Service: Fiction and More Fiction, in Knorr Cetina and Preda (eds), *The Sociology of Financial Market*, Oxford University Press.
- David, A.  
 1997, "Fluctuating Confidence in Stock Market: Implication for Return and Volatility", in *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32:427-462.
- DiMaggio, P.  
 1987, Classification in Art, in *American Sociological Review*, Vol. 52, No. 4: 440-455.  
 2003, "Endogenizing 'Animal Spirit': Toward a Sociology of Collective Response to Uncertainty and Risk," in *The New Economic Sociology: Development in an Emerging Field*, edited by Mauro F. Guillen, Randall Collins, Paula England, and Marshall Meyer, New York, Russell Sage Foundation.
- Dodd N.  
 1994, *The Sociology of Money: Economics, Reason & Contemporary Society*, New York, Continuum Publishing Company.
- Dore, R.  
 2000, *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism- Japan and Germany versus Anglo-Saxons*, London, Oxford University Press.
- Douglas, M.  
 1966, *Purity and Danger: An Analysis of the Conception of Pollution and Taboo*,

London, Routledge and Kegan Paul.

Dunbar, N.

2001, *Inventing Money: the story of Long-Term Capital Management and the legends*,  
New York, John Wiley & Sons, Ltd.

Durkheim, E.

1951(1897), *Suicide*, N.Y., The Free Press.

Emerson, R.M.

1988(1983), *Contemporary Field Research: A collection of Reading*, L. A, Waveland  
Press.

Fama, E. F.

1970, "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal  
of Finance*, Vol. 25 No.2: 383-417.

1998, "Market Efficiency, Long term Returns and Behavior Finance," *Journal of  
Finance Economics*, Vol. 49:283-306.

Fligstein, N.

1996, "Markets as Politics: A Political-Cultural approach to markets institutions", in  
*American Sociological Review*, Vol. 61 No. 4: 656-673.

2001a, *The Architecture of Market: an Economic Sociology of 21st Century  
Capitalism*, Princeton, Princeton University Press.

2001b, "Social Skill and the Theory of Fields", in *Sociological Theory*, Vol. 19, No. 2:  
105-125.

2002, 'Agreements, Disagreements, and Opportunities in the "New Sociology of  
Markets"', in Guillen (eds.), *The New Economic Sociology: Development in  
an Emerging Field*, New York, Russell Sage Foundation.

Fligstein, N., and Mara-Drita I.

1996, "How to Make a Market: Reflection on the attempt to create a single market in  
the European Union", in *American Journal of Sociology*, Vol. 102, No. 1:  
1-33.

Gamble, J. E.

1997, "Stir-Fried Stocks: Share Dealer, Trading Places, and New Option in  
Contemporary Shanghai", in *Modern China*, Vol. 23 No. 2:181-215.

Garfinkel, H.

1972, "Studies of the Routine Grounds of Everyday Activities", in D. Sudnow (ed.),  
*Studies in Social Interaction*, N. Y., Free Press.

- Giddens, A.  
1990, *The Consequence of Modernity*, Stanford, Stanford University Press.
- Goffman, E.  
1974, *Frame Analysis: An Essay on the Organization of Experience*, Cambridge, Harvard University Press.
- Graham, B.  
2003(1973), *The Intelligent Investor*, New York, HarperCollins Publisher.
- Granovetter, M.  
1985, "Economic Action, Social Structure, and Embeddedness." in *The American Journal of Sociology*, Vol. 91, 481-510.
- Hassoun, Jean-Pierre  
2005, "Emotion on the Trading Floor: Social and Symbolic Expression", in Knorr Cetina and Preda (eds), *The Sociology of Financial Market*, Oxford University Press.
- Hamilton G, and Biggart, N. W.  
1988, "Market, Culture, and Authority: A Comparative Analysis of Management and Organization in the Far East", in *The American Journal of Sociology*, Vol. 94(supplement): S52-S54.
- Helen B. S.  
1993, *Ethnography in Organization*, SAGE Publication.
- Hertz, E.  
1998, *The Trading Crowd: An Ethnography of the Shanghai Stock Market*, New York, Cambridge University.
- Hirsch, P., Michaels, S. and Friedman, R.  
1990, "Clean models vs. Dirty hands: Why economics is different from sociology", in Sharon Zukin (eds.), 1990, *Structure of Capital: The Social Organization of the Economy*, Cambridge University Press.
- Hubbard, R. G.  
1994, *Money, the Financial System and the Economy*, Addison- Wesley Publishing Company, Inc.
- Ingham, G.  
1998, "On the underdevelopment of Sociology of Money", *Acta Sociologie*, Vol. 41 Issue 1: pp.3-19.



- Kahneman D., Slovic P., Tversky A. (eds.)  
1982, *Judgment under Uncertainty: Heuristic and biases*, New York, Cambridge University Press.
- Kindleberg, C. P.  
1996, *Mania, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, N.Y., John Wiley & Sons Ins.
- Kuo, Chengtian  
2000, “New Financial Politics in Thailand and Malaysia”, *Issues and Studies*, Vol. 36, No. 6 (Nov/Dec, 2000), pp: 139-176.
- Lash, S. and John Urry  
1994, *Economics of signs and Space*, London, Sage Publication.
- Latour, B.  
1993, *We Have Never been Modern*, London, Harvard University Press.
- Leifer, E. M.  
1985, “Markets as Mechanism: Using a role structure”, In *Social Forces*, Vol. 64, No.2: 442-472.
- Levy, L.  
2002, *The Mind of Wall Street*, New York, Public Affairs.
- Leyshon A. and Thrift N.  
1997, *Money/Space: Geographies of Monetary Transformation*, London, Routledge.
- Lie, J.  
1997, Sociology of Markets, in *Annual Review of Sociology*, Vol. 23: 341-360.
- Maanen, J. V.  
1998, *Qualitative Studies of Organizations*, Sage Publications.
- MacKenzie, Donald  
2003, “Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange”, in *American Journal of Sociology*, Vol. 109 Issue 1: 107-146.
- Mackey, C.  
2002(1841), *Extraordinary Popular Delusion and the Madness Crowds*, London, Metro Books.
- Malkiel, B.

- 1996(1973), *A Random Walk Down Wall Street*, New York, W. Norton & Company.
- Mandel, E.  
1992, *Power and Money: a Marxist Theory of Bureaucracy*, London, Verso.
- Mannheim, K.  
1985(1936), *Ideology and Utopia: an introduction to the sociology of knowledge*, San Diego, Harcourt Brace Jovanovich.
- Marshall, G. (eds)  
1998(second edition), *A Dictionary of Sociology*, London, Oxford University Press.
- Marx, K.  
1965(1848), *Communist Manifesto*, Chicago, Henry Regnery Company.  
1981(1894), *Capital*(Vol. III), London, Penguin Books.
- Mead, G. H.  
1962(1934), *Mind, self, and society from the standpoint of a social behaviorist*, edited and with an introduction by Charles W. Morris, University of Chicago Press.
- Menschel, R.  
2002, *Market Mobs and Mayhem: A Modern Look at the Madness of Crowd*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
- Mintz, B. and Schwartz M.  
1985, *The Power Structure of American Business*, Chicago, Chicago University Press.
- Mizruchi, M. and Stearn, L. B.  
1994, “Money, Banking, and Financial Markets”, in *The Handbook of Economic Sociology*, edited by Smelser N. and Swedberg R., New Jersey, Princeton University Press.
- Parsons T. and Smelser, N.  
1956, *Economy and Society*, Illinois, The Free Press.
- Philip, D., and Zuckerman, E. W.  
2001, Middle-Status Conformity: Theoretical restatement and empirical demonstration in two markets, in *American Journal of Sociology*, Vol. 107 No. 2: 379-429.
- Podolny, J.  
1993, “A Status-Based Model of Market Competition”, in *American Journal of Sociology*, Vol. 98: 829-872.
- Polanyi, K.

- 1957(1944), *The Great Transformation*, Boston, Beacon Press.
- 1971(1957), “The Economy as Instituted Process”, in *Trade and Market in the Early Empires: Economics in History and Theory*, edited by Polanyi, Arensberg and Pearson, Chicago, Henry Regnery Company.
- Poon, J. P. H.
- 2003, “Hierarchical tendencies of capital markets among international financial center”, *Growth and Change*, Vol. 32, No. 2(spring 2003).
- Powell W. W. and Smith-Doerr L.
- 1994, Networks and Economic Life, in *The Handbook of Economic Sociology*, edited by Smelser N. and Swedberg R., New Jersey, Princeton University Press.
- Preda, A.
- 2002, “On Ticks and Tapes: Financial Knowledge, Communicative Practices, and Information Technologies on 19th Century Financial Markets”, Paper prepared at the Columbia Workshop on Social Studies of Finance, May 3-5, N. Y.
- 2002, “Financial Knowledge, Documents and the Structure of Financial Activities”, *Journal of Contemporary Ethnography*, Vol. 32 No. 2: 207-239.
- 2003, Science: The Mind(s) and the Practice(s), *Culture and Psychology*, Vol. 9(3): 299-311.
- Rose, A. M.
- 1951, “Rumor in Stock Market”, in *The Public Opinion Quarterly*, Vol. 15 No. 3: 461-486.
- Rose, D.
- 1990, *Living the Ethnographic Life*, Sage, Publication.
- Shiller. Robert
- 2000, *Irrational Exuberance*, Princeton Uni. Press.
- Simmel, G.
- 1978, *The Philosophy of Money*, London, Routledge and Kegan Paul Ltd.
- Smith, C.
- 1981, *The Mind of Market: A Study of Stock Market Philosophies, Their uses and Their Implication*, New Jersey, Rowman and Littlefield.
- 1989a, *Auction: The Social Construction of Value*, New York, Free Press.
- 1989b, *Success and Survival on Wall Street: Understanding the Mind of the Market*, Lanham, Rowman and Littlefield.
- 2003, “Market as Definitional Mechanism: A More Radical Sociology Critique”,

Presented at the Conference of “Inside Financial Markets: Financial Knowledge and Interaction Patterns in Global Financial Markets”, Constance University. (已獲授權)

Strauss, A. and Corbin, J.

1987, *Qualitative Analysis for Social Science*, Cambridge University Press.

1990, *Basic of Qualitative Research: Grounded Theory Procedures and Techniques*, Sage Publication.

Swedberg, R.

1991, Major Tradition of Economic Sociology, in *Annual Review of Sociology*, Vol. 17(1991): 251-276.

1994, “Market as Social Structure”, in *The Handbook of Economic Sociology*, edited by Smelser N. and Swedberg R., New Jersey, Princeton University Press.

2003, *Principle of Economic Sociology*, New Jersey, Princeton University Press.

Swedberg, Himmelstrand and Brulin

1987, The Paradigm of Economic Sociology: Premises and Promises, in *Theory and Society*, Vol. 16, No. 2(Mar): 169-213.

Sweezy, P.

1994, “The Triumph of Financial Capital”, *Monthly Review: An Independent Socialist Magazine* (Jun94), Vol. 46 No. 2.

Timmermann, A. G.

1993, “How Learning in Financial Markets Generates Volatility and Predictability in Stock Price”, in *Quarterly Journal of Economics*, 104:777-797.

Tvede, Lars

2002, *The Psychology of Finance*, New York, John Wiley & Sons, Ltd.

Uzzi, Brain

1999, “Embeddedness in the making of financial market: How social relations and network benefit firm seeking financing”, in *American Sociological Review*, Vol. 64, No. 4: 481-505.

Wallerstein, E.

1996, *The Age of Transition: trajectory of the world-system 1945-2025*, New Jersey, Zed Books.

Weber, M.

1968(1922), *Economy and Society*, Berkeley, University of California.

1981(1923), *General Economic History* (translated by Frank H. Knight), New

- Brunswick, Transaction Publisher.  
 2000(1894), “Stock and Commodity Exchange” (translated by Steven Lestition), in  
*Economy and Society*, 29:305-338.
- Whitaker, L.  
 1997, *The Beardstown Ladies' Common-Sense Investment Guide: How We Beat the  
 Stock Market and How You Can Too*, Hyperion Press.
- White, H.  
 1981, “Where Do Markets Come From”, *The American Journal of Sociology*, Vol. 87  
 NO. 3: 517-547.
- Zajac E. J. and Westphal J. D.  
 2004, “The Social Construction of market Value: Institutionalization and Learning  
 Perspectives on Stock Market Reactions”, in *American Sociological Review*,  
 Vol. 69, No. 3: 433-457.
- Zelizer V.  
 1988, “Beyond the Polemics on the Market: Establishing a Theoretical and Empirical  
 Agenda”, in *Social Forces*, No. 3:614-634.  
 1997, *The Social Meaning of Money*, New Jersey, Princeton University Press.
- Zuckerman, E. W.  
 1999, “The Categorical Imperative: Securities Analyst and the Illegitimacy Discount”,  
 in *The American Journal of Sociology*, Vol. 104, No. 5(Mar): 1398-1438.  
 2004, “Structural Incoherence and Stock Market Activity”, in *American Sociological  
 Review*, Vol. 69, No. 3: 405-432.
- Zuckin S. and DiMaggio P. (eds.)  
 1990, *Structures of Capital: The Social Organization of the Economy*, New York,  
 Cambridge University Press.

### 三、翻譯書籍

Arrigiri, G.(阿銳基)

1999(1993),《漫長的二十世紀-金錢、權力和我們的社會根源》,香港,牛津出版社。

Baudrillard, J. (布希亞)

1997(1968),《物體系》(林志明譯),台北時報出版社。

Bernstein, P. L. (伯恩斯坦)

1998,《與天為敵》(Against the Gods)(張定綺譯),台北,商週出版社。

Boatright, J. R. (博特賴特)

2002,《金融倫理學》(The Ethic in Finance),北京,北京大學出版社。

Braudel, F.

1994,《資本主義的動力》(楊起譯),香港,牛津大學出版社。

Canterbery, R. (坎特伯雷)

2001(2000),《華爾街資本主義(Wall street capitalism)》,江西,江西人民出版社。

Chesnais, F., (沙奈)

2001(1996),《資本全球化(La mondialisation financiere)》,北京,中央編譯出版社。

Christensen, C. M. (克里斯汀生)

2004(1997),《創新的兩難》(The Innovator's dilemma)(吳凱琳譯),台北,商週出版社。

Cohen B. (柯恩)

2000(1997),《混沌邊緣》(The Edge of Chaos)(賴佩珊譯),台北,商週出版社。

Dore, R., (多爾)

2002(2000),《股票資本主義:福利資本主義—英美模式 vs.日德模式》,李岩、李曉樺翻譯,北京,社會科學文獻出版社。

Frost A. J. and Prechter R.

2002(1978),《艾略特波浪理論:市場行為的關鍵》(林錦慧譯),台北,眾文圖書。

Foucault, M. (傅柯)

1992(1975),《規訓與懲罰-監獄的誕生》(劉北成等譯),台北,桂冠出版社。

Geisst, C. R.

2004,《投機:貪婪的智慧》(Wheels of Fortunes)(劉真如譯),台北,商週出版

社。

Hilferding, R(希法亭)

1998(1911),《金融資本》(Das Finankapital), (福民等譯), 北京, 商務印書館。

Kostolany, A.(科斯托蘭尼)

2002(2000),《一個投機者的告白》(唐岫翻譯), 台北, 時報出版社。

Lenin(列寧),

1995(1916),《列寧選集 2》, 中共中央馬克思恩格斯列寧斯大林著作編譯館編, 北京, 人民出版社。

Levitt, A. (李維特)

2003,《散戶至上》(戚瑞國譯), 台北, 先覺出版社。

Lindblom, C. E. (林布隆)

2002(2001),《市場不只一隻手》(The Market System: what is it, how it works, and what to make it), 胡瑋珊譯, 台北, 新新聞出版社。

Malkiel, B. G. (墨基爾)

1996,《漫步華爾街》(Random walk down Wall Street), 楊美齡譯, 台北, 天下文化出版社。

Mandel, E. (曼德爾)

2002(1992),《貨幣與權力》(孟捷譯), 北京, 中央編譯出版社。

Simmel, G(齊美爾)

2002(1900),《貨幣哲學》(陳戎女等譯), 北京, 華夏出版社。

Strnage, S. (斯特蘭奇)

2000(1997),《賭場資本主義》(Casio capitalism), 北京, 中國社會科學出版社。

Weber, M. (韋伯)

1993(1922),《社會學的基本概念》(顧忠華譯), 台北, 遠流。

1999(1922),《經濟行動與社會團體》(康樂譯), 台北, 遠流。

後藤靖、蘆田丈夫、阪本和一

2003(1984),《現代經濟史的基礎》(黃紹恆譯), 台北, 經濟新潮社。

維琴基尼(等著)

2002(?),《證券交易史》(王建良譯), 成都, 四川人民出版社。

黃仁宇(Ray Huang)

2004(1974),《十六世紀明代中國之財政與稅收》(阿風等譯), 台北, 聯經出版社。

#### 四、官方資料

中央銀行經濟研究處

2001, Taiwan Statistical Data Book, 台北, 中央銀行經濟研究處。

台灣省內政部

1991, 《台閩地區戶籍人口統計報告》, 台北, 台灣省內政部。

台灣證券交易所

1992, 《台灣證券交易所三十年》, 台北, 台灣證券交易所出版。

2002.05, 《上市證券概況》(02-91525), 台北, 台灣證券交易所出版。

2002.09, 《上市證券概況》(02-91925), 台北, 台灣證券交易所出版。

合作金庫調查研究室編

1994, 《台灣金融發展歷程》, 台北, 合作金庫。

行政院內政部

2000, 《民國八十九年內政部統計年報》, 台北, 內政部。

行政院主計處

2002, 《國民所得統計摘要》, 台北, 行政院主計處。

財政部證期會

1999, 《證券統計要覽》, 台北, 財政部證期會。

經濟部統計處

2002, 《中華民國台灣地區經濟統計年報》, 台北, 經濟部統計處。



## 五、報紙資料

中時晚報（綜合報導）

1988.02.01-1988.04.30 微縮影片。

1989.01.22，電腦穿幫、拉下常黑，第六版。

1989.01.31，惱人的電腦，又演穿幫秀，第六版。

聯合晚報（綜合報導）

1988.02.01-1988.03.31 微縮影片。

2003.09.22，波海指數 再攀高點 散裝輪一帆風順。

朱美宙、于國欽，2003.07.25，陳總統：吸引外資 繼續鬆綁，工商時報 頭版。

李淑惠，2004.10.19，利空罩頂 面板股慘綠 友達、華映、奇美電創短線新低 下周財報周公布季報後 股價可望落底，中國時報。

吳宗昇，2003.10.27，財政部包庇放任到何時，蘋果日報，名采論壇。

吳宗昇，2004.07.20，股盲與博達案，中國時報，A15。

吳宗昇，2004.11.18，投保中心淪為政治打手？，中國時報，A15。

高潔如，2004.06.2，GDR 過關博達套利熱噴歷史巨量，聯合晚報 13 版(一)。

詹惠珠，2004.06.16，博達聲請重整 將改全額交割，經濟日報/1 版/要聞

劉峻谷，2004.07.01，股東 心碎了她的一千萬 才投資十天，聯合報 A7 版/話題。

盧怡安，2004.09.06，御前一品，千萬年薪夫妻，商業週刊第 876 期：32-36。

蕭志忠，2004.06.16，博達普通股漲停 可轉債跌停，/經濟日報/2 版/經濟要聞。

蕭美惠，2001.01.30，學者評論投資行爲 台、韓股民最像羊群，工商時報/證券。

蕭美惠，2002.12.18，席勒：美國房市無崩盤之虞，工商時報/證券。

樂忠悌，1987.09.23，經濟日報。

商業週刊，2002.05.20，《商業週刊》，財團與上市公司排名。

## 六、網路資料來源

- <http://udndata.com/main.php3>, 聯合知識庫 2002.11.30。
- <http://webwarper.net/www/better-investing.org/about/fact.html>, (NAIC Statistical Highlights), 2003.12.30。
- <http://www.cnyes.com>, 鉅亨網。
- <http://www.gcinfobank.com.tw/>, 大中華知識銀行。
- <http://www.selaw.com.tw/new.asp>, 證期會(台灣證券暨期貨令判系統) 2004.07.28
- <http://www.sfc.gov.tw/7-5.htm>, 財政部證期會(外資簡史) 2004.07.27。
- <http://www.sfi.org.tw/newsfi>, 證基會。
- <http://www.smartnet.com.tw>, 理財網。
- <http://www.tej.com.tw/>, 經濟新報。
- <http://www.tse.com.tw/plan/autoweb/chinese/index.html>, 台灣證券交易所 2004.12
- <http://www.sfib.com.tw/sfi/new/industry/report/report-12.htm> 真相王 2004.10.30
- <http://www.51098.net/old/wenhua/zatan/0343.htm> 證券學堂
- <http://www.dgbas.gov.tw/> 經濟部主計處(2004.12)

## 七、研究報告

Morgan Stanley Securities House (October 13, 2004), By Frank Wang, Dickson Ho, Sunil Gupta (Equity Research, Asia/Pacific, No. 34447), Permitted by Frank Wang。

曾耀德

2003,〈散裝航運價再起 Q4 進入營運旺季〉, 寶來證券產業研究報告 (2003.09.04), 曾耀德授權。

2004,〈2005 年第一季前散裝運價欲小不易 近洋貨櫃運價漲勢優於遠洋〉, 寶華綜合經濟研究院報告(寶來證券 2004.10), 曾耀德授權。