

研究論文

資訊的重量：臺灣股市的社會構造

吳宗昇

吳宗昇 輔仁大學社會學系助理教授 (soci1015@mails.fju.edu.tw)。筆者首先感謝高承恕教授的指導，研究團隊劉維新、林志遠、李育儒、何彩滿等人啟發和一起進行研究，楊凱成教授提供基金經理人相關資料；本文曾於2008年中研院「經濟社會學工作坊」發表，感謝熊瑞梅、李宗榮等教授的建議與鼓勵；此文為國科會計畫（NSC-96-2412-H-030-001）部分成果，感謝助理廖涵羽、賴益如小姐協助重整資料。兩位審查人細心、精闢的意見，並容我保留許多原初的想法和架構，於此再次致上謝意。編委會和編輯延駿的協助，也藉此致謝。當然，文中所有缺失概由筆者負責。

收稿日期：2010/3/17，接受刊登：2011/5/12。

中文摘要

炒股票是臺灣最普遍的投資活動，但卻少有文獻討論此市場的社會空間和結構。本文認為股市的社會空間由資訊所啟動，投資者透過它瞭解市場、買賣股票或相互溝通，它是一個訊號快速流動並脫離原有社會鑲嵌的空間。另一方面也會依行動者的社會位置差異，將生活世界的實質資源投入此空間。本研究採用深入訪談與螢幕為基礎的訪談，分析散戶、中實戶、大戶、基金經理人、記者與交易員的訊號認識過程。我們認為此市場結構有三項重要特徵，第一，資訊認識是一種存在狀態，當行動者接收訊號時，涉入知識體系的動用過程，就開啓這個訊號構成的空間。第二，此空間的訊號判斷奠基在行動者的市場和產業知識上，運用知識的能力決定行動者所見之市場視野；第三，行動者的資訊取用能力和社會網絡穿透共構一個環狀的層級結構。一旦投資者不再涉足股票時，流動空間也即被關閉，退回原來的實質世界。與傳統經濟社會學相比，本研究提供臺灣金融社會學認識論的新架構，也彌補Knorr Cetina在投資者知識基礎的理論不足之處。

關鍵詞：資訊、股票市場、金融社會學、社會空間、市場結構

The Weight of Information: Taiwan Stock Market Social Structure

Chung-shen WU

Department of Sociology, Fu Jen Catholic University

Abstract

Share trading is a common investment activity in Taiwan, yet little is known about stock market social space or structure. In this paper I show how such a social space is made possible by information through which investors analyze market-related buying, selling, and communication, with signals rapidly flowing in a space that is disembodied from all other aspects of daily life. The actors that occupy various social positions inject substantial resources into this space. Data from in-depth and screen-based interviews with investors, fund managers, traders, and journalists are used to clarify the processes through which investors recognize signals. Results indicate that market structure has three important characteristics: (a) information recognition is an ontological situation in which actors receive signals, mobilize a knowledge system, and open a signal space; (b) actor interpretations of signals are based on market and industrial knowledge, with market scope contingent on the ability to use that knowledge; and (c) the ring-like and hierarchical structure is constructed by information access skills and social networks. The flow space closes when investors return to their non-market worlds. This research represents a new ontological research frame, and adds to Knorr Cetina's (2002) investor knowledge base theory.

Keywords: information, stock market, sociology of financial markets, social space, market structure

一、前言

在經濟社會學的脈絡中，經濟行動是社會行動的一種形式，或鑲嵌在社會結構之上。經濟行動被定義為制度安排，或者是生產、消費、分配與再分配的關係。由此，研究的重點幾乎都集中於國家制度、組織關係、網絡資本或文化權威等因素（Fligstein 2002; Baker 1990; Burt 1983; DiMaggio and Louch 1998; Hamilton and Biggart 1988）。但在現代社會中，金融市場的崛起挑戰了這個支配已久的傳統。金融市場與生產體系相關，但卻時常忽快忽慢，甚至反過頭影響生產體系的發展。金融市場的社會空間或構造，在這個以生產關係出發的傳統中已無法得到充分的解釋。

金融市場與生產市場的性格完全不同，甚至連不同金融商品的市場特性都不一樣，但都與生產體系有著不同程度的連結。如德國社會學家Knorr Cetina所說，金融市場是與生產經濟的第一秩序（first-order economy）間接連結的第二秩序交易配置（second-order trading arrangement）（2002a: 913）。這種「第二秩序」的觀察重點並非只是生產關係或可見的組織制度，更特殊的是其投機或展演的特性與機制（MacKenzie 2008; MacKenzie, Fabian and Lucia 2008）。但很可惜的，相對於其他金融市場的研究不斷出現，股票市場的研究至今仍停留在1980年代符號互動論及價值論典範（Adler and Adler 1984; Snow and Parker 1984; Smith 1981; Burk 1992）。

同樣地，臺灣關於金融市場社會構造的研究仍亟待開發，以往觸及金融議題的相關研究，幾乎都集中在雙元金融體制的發展、正式與非正式金融的社會結構，或創投與電子產業的關係（吳泉源 1993；林寶安 1994, 2002, 2007；陳介玄 1995, 2005；羅家德 2001；陳東升 2003）。這

些研究基本上仍以生產制度或社會網絡為基礎，並沒有發展出以市場中行動者為主的論述。另外，部分討論到投資人行動特質的文章，又缺少社會結構的論述特質（黃文治 1989；劉玉真 1996；彭光治 2003），因此，這塊領域的研究在臺灣出現了真空狀態。

本研究的問題意識起於上述研究的缺乏，以及對市場實質論解釋典範的反思。本文嘗試在生產關係的基礎外，分析行動者進入市場以及處理資訊的過程中，如何產生一個不同於生活的市場空間。股市的交易行動與日常生活世界相比，具有脫離與附著生活網絡的雙重狀態。在開盤交易的時間內，一個由市場訊號所構築的空間同時被開啓，涉入利益買賣的互動對象主要來自於螢幕所形成的「市場」。交易主體本身不同程度的使用原本存在的社會資源進行判斷與計算，一旦收盤停止買賣後，行動者主體又退回原來的生活世界。如果我們以一個延續性的「社會結構」觀點來檢視這個世界，那麼我們很難解釋股民的從眾、瘋狂、貪婪的集體狀態如何發生。換句話說，類似股市這種金融市場的結構並不是連續性的，行動者會因為個人的知識認知，以及在此空間的位置與生活世界作不同程度的連結。也可說，這個結構是一種由持續性的經濟生活網絡，和資訊流動快速的金融市場所共同構成的。

本研究採取現象學的分析取向（Cetina and Bruegger 2002a），將市場結構視為行動者存有狀態下所建構的社會空間，而資訊是開啓空間的關鍵要素。資訊的動用取決於行動者主體的能力，及其客觀的社會位置限制。只有行動者決定涉入利益時，市場空間才被開啓，資訊才在前述條件下被行動者決定。這個股市的認識過程所形成的環狀結構，是由行動者的訊息處理能力和社會網絡穿透共構的結果。

二、理論取向：金融資訊的存有學

社會學領域並沒有清楚的股市行動研究脈絡，以往可見的文獻主要以符號互動論為主，討論集體行爲的情緒如何形成（Adler and Adler 1984; Snow and Parker 1984）。之後，則以價值區分行動者的類型，可視為知識社會學的延伸（Smith 1981, 1989; Burk 1992）。近年來出現以現象學為基礎，切入研究金融市場中的資訊狀態，對於金融市場的流動結構有較佳的解釋（Cetina and Bruegger 2000, 2002a, 2002b, 2002c, 2003; Cetina and Preda 2001, 2005）。基本上，本文採取資訊存有論為出發點，應用Cetina概念解釋以往沒被重視的資訊流動空間，但同時也發現Cetina等人在處理資訊概念時，並沒有對知識類型、異質行動者的網絡連結做出更多的分析，因此無法解釋其他金融市場的運作機制。

整體說來，股市的社會學研究主要由符號互動論Adler等人首開濫觴，他們從集體行爲角度進行分析，試圖彌補經濟學僅從交易數字解釋的缺憾，認為股市中的行動者處於一個情緒的集體感染狀態中，認知與行動會因此受到影響（1984）。與此路線類似者如認知鑲嵌與行動（DiMaggio 2003）、集體行爲研究（Klausner 1984; Adler and Adler 1984; Snow and Parker 1984）、非理性繁榮（Shiller 2000）或是金融行為學中的啓發偏見（Kahneman and Tversky 1982）。但這種個人心理和集體行動的架構，很難解釋同一筆交易不同方向的判斷如何成立。正常情況下一筆交易代表買 / 賣雙方的背反判斷，當大家瘋狂的買入股票時，其實同時也有一群賣出股票的人。

社會學家Charles Smith（1981, 1989）和Burk（1992）更深入地解釋這種現象，認為行動者主體的知識信仰（knowledge belief）會影響行動。這些信仰可分為基本面（Fundamentalist）、內線（Insider）、

圖形交易者（Cyclist-Chartist）以及一般交易者（Trader）。正因其知識信仰差異，所以其個人行動習慣也就不同（Smith 1981）。Burk則認為市場信仰可分為物質論信仰（materialist belief）以及實用主義信仰（pragmatic belief）兩大根源。物質論信仰強調公司內部定期公布財報和產業面之間的關連；實用主義則特別強調短進短出，追求絕對獲利的思考。亦即，價值認知會影響交易行動，而且國家立法管理的過程，也會改變市場價值的方向（Burk 1992: 54）。近來Alex Preda的經驗研究更具體指出金融組織透過系統性的文件（documents），會將相關的資訊組織形成隱性溝通系統，引導組織經濟行動的軌跡，扮演重要的決策條件角色（2002: 209）。上述的研究脈絡，都質問知識何以產生，說明投資不僅是一種經濟行動，也是知識價值的外在表現，更是不同知識信仰的行動鬥爭。

但集體行為和知識信仰論點仍無法解釋金融市場和日常生活的分裂狀態，以及交易時的行動主體如何產生。在此點上，Knorr Cetina對網絡理論的批判具有啓示性的作用。她強調過去網絡理論由實質的生產者角度出發，因此強調將公司（firm）作為基本分析單位，並使用網絡取向理解社會關係，依此解釋影響勞動、生產、信用或投資的過程（如White 1981; Burt 1983; Baker 1984, 1990; DiMaggio and Louch 1998; Uzzi 1997）。但她認為這種解釋典範無法解釋流動的市場結構，因為不同市場的鑲嵌基礎不一樣，有其社會結構和文化的差異性。如外匯市場具有短期交易、投機的特徵，因此其市場秩序也必然不同。

她指出外匯市場中的螢幕是市場世界的溝通介面，由此媒介不斷湧出資訊和局勢，交易員因而形成全球微觀結構（global micro-structure），她稱這個空間為「市場認識的流動構築」（flow architecture）（Cetina 2005: 39; Cetina and Bruegger 2002a: 905）。這種

流動的結構讓交易者從原來的生活網絡中去鑲嵌、去偶連，一旦交易開始時，隨著全球時間世界的移動（time-word），全球交易員透過螢幕被串連並集中，使得全球化的經濟交換成為可能。Cetina等人的觀點有兩個基本的假設：（1）市場是一種認識的實體（market as an epistemic reality），透過資訊不斷的流動，這個實體也不斷改變；（2）資訊作為知識的一種形式，市場的視野與世界才能浮現（Cetina 2003, 2005）。Knorr Cetina點出了金融市場的不確定環境中，市場的世界是一種流動的狀態，這種結構由認識的過程所啟動，並且形成一個資訊的「內—外」關係。由此，隱喻地說，如果說生產市場的網絡或關係是一種較穩定而接近「固態」的結構。那麼，金融市場的空間就較接近流動而不穩定的「液態」結構。

後續Knorr Cetina等人針對這個概念提出一系列的補充，認為外匯市場的資訊是依循消費的邏輯一環一環向外傳遞的構築。而投資人所面對的「市場」是由知識製造者所產出的演示（*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，因而金融市場具有不穩定性的本質（Cetina 2003; Cetina and Urs Bruegger 2000, 2002a, 2002b, 2002c, 2003; Cetina and Preda 2001, 2005；吳宗昇 2006）。換言之，金融市場中的經濟行動，必須考慮其流動結構的鑲嵌，才能觀察到行動者背後的運作機制。

Knorr Cetina在認識論上反轉了原有實質結構的觀點，提出一種異於日常生活世界的不穩定和螢幕構成的互動世界。社會團體、政治制度和知識價值當然是行動者所依賴的基調和前提條件，但資訊認識的鑲嵌不僅存在於個人，仍須透過交易時間內產生的市場空間完成互動，這個論點指出一個脫離生活世界並由認識過程所形成的空間，也就是文前所指那種「第二秩序」的結構配置。

在動態的市場判斷過程中，Cetina所指的資訊與一般界定的資訊定義不盡相同。Cetina認為市場出現的訊號（signal）的層次分為：（1）資料（data），未經詮釋的符號或訊號；（2）資訊（information），詮釋過的訊號；（3）知識（knowledge）指包含各種模型或因果解釋的陳述（Cetina 2003: 3-4）。進入市場時，行動者首先接觸到是告知性的資訊（informative information）。一旦能理解訊號其意義並做出詮釋時，該訊號就已非「資料」，而已成為能判斷方向性的資訊。

舉例來說，當一個人想買賣股票，看到一個訊號出現，他會引用知識背景進行判斷。當他沒有能力進行判斷或不使用時，該訊號會停留在資料的層次。但若訊號被使用並有方向性的詮釋時，它就成為資訊。如果該訊號又被引入知識體系，那麼該訊號就是一種知識體系層次的外在表現。

Cetina的理論架構有效的詮釋了市場的流動情境，但對比於其他金融市場（股市）是否能適用呢？股市與實質世界的聯繫更直接，有更多類型的行動者，以不同方式連接實質網絡和流動的市場資訊。若以行動者的主體能力出發，我們能看到知識體系的複雜度和差異性嗎？正如Cetina批判實質網絡不能完全解釋市場的變異，我們也想指出，即便都是金融市場，其市場運作機制和文化變異性也大所不同。

三、方法：訊號的知識系譜

「資訊是所有的事物——並不只因爲它重要，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。」（Cetina and Bruegger 2003: 4）

（一）從訊號到知識

Cetina提及第二秩序的概念（Cetina and Bruegger 2002a: 913），而資訊是此秩序啟動的核心關鍵。可是外匯交易員有資訊溝通的共同知識條件，但股市的行動者卻不存在這種同質性。因此，爲了瞭解股市中不同行動者知識動員過程的差異性，我們得先理解訊號形式、分類以及背後牽涉的知識體系。

一般說來，判斷股票價值的方式可分爲基本面和技術面。前者指的是產業生產、公司營利的基本狀況（杜金龍 2010），後者指的是線型分析、技術分析或是所謂的波段交易（杜金龍 2008）。這與本研究一開始Burk（1992）的物質主義及實用主義觀點很類似，也接近Smith（1981）所提及的基本面交易者和圖形交易者（Smith 1981）。至於內線交易，則比較接近Hertz（1998）所提到的耳語或小道消息，它非常仰賴人際關係之間的信任，較接近俗民生活的知識系統。

但上述區分缺乏社會性和流動的時間性，因爲在股市中有些訊號的「生命」僅存在於開盤時間，它節奏快、數字之間互相連動性高。交易時間內會看到這些數字湧出、與交易者互動，接著又刺激交易，然後被結晶化成圖形或交易結果（比如說爆量交易的數字，同時代表價格、籌碼、線型改變，也具有刺激情緒的效果，是一種在市場時間內活生生的訊號）。這些訊號在螢幕上是「會動的」，具有指向性。

因而，這種內在於交易時間內跳動的訊號，不僅牽涉到技術分析的知識，更是一種快速流動、互動與互相觀察彼此關係的知識，本文將之稱爲「市場知識」。其相關的具體訊號如籌碼、融資、融券、權證、消費信心指數、就業率、定價模型、艾略特波浪理論、各國經濟指數等一系列市場連動的因果關係等。

另一類知識體系則變動緩慢，在生產體系中擁有較固定的位置，附著在實質的物質世界中，也是我們日常生活和產業網絡可見的關係，本文稱之為「產業知識」。產業知識，指的是牽涉到特定產業或單一公司的技術細節，如一台筆記型電腦由液晶顯示器、主機板、電源供應器、機殼、介面卡等組成，液晶螢幕由濾光片、驅動IC、增光膜、偏光片、背光模組等零件組成。這些訊號直接與產業結構和供應鏈連結，更動的速度沒有前者快。

藉由這個區分，我們就可較清楚地看到受訪者涉入市場時，他們所理解的「市場」與何種知識體系產生連結。

舉例來說，以市場知識為基礎的「線型訊號」，它主要依賴漲跌指數和交易量所構成的「圖形」來判斷（如下圖1左上）。在交易時間內，如果線型改變，局勢和發展的預測也就完全不同（如圖1右下角的

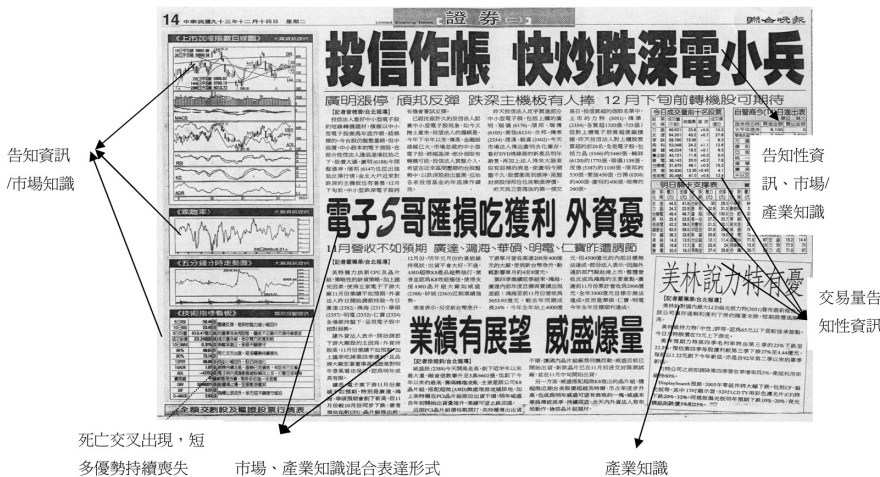


圖1 告知性資訊、市場、產業知識體系所呈現的訊號¹

¹ 資料來源：2004.12.14，聯合報〈證券〉二版。

技術指標：死亡交叉出現，短多優勢持續喪失）。一旦這種訊號出現，理解訊號的交易者就會快速賣出股票。但他們也會在交易時間內密切關注「籌碼」，追蹤市場大戶進出的動態。一旦訊號反轉，他們就會可能做出相反的判斷。

產業知識呈現的例子則如「美林說力特有憂」新聞（如圖1右下），描述庫存量過高，獲利將下滑。這牽涉到產業生態的供給與需求變化，以及偏光板、液晶螢幕供應鏈的知識。但多數時候，訊號都是混合兩種知識體系出現的。

（二）研究對象與資料

本研究採取深入訪談、觀察和螢幕訪談法，資料收集時間主要集中在2000-2005年，並在2010年進行補訪。共訪問證券公司主管、營業員、中實戶38位、基金經理人16位、小戶19位、波羅的海指數相關海運人員12位，外資交易員及記者5位，有8位關鍵報導人進行多次訪問，共訪問82人次。訪問以半結構式為主，內容有三條軸線。其一為法人、業內、中實戶的資料交換網絡及資訊詮釋；其二為基金經理人對市場的詮釋及資料網絡；最後則為小戶的訪談。前期研究重點集中在組織知識形成、社會網絡以及知識信仰對行動的指引作用。後期則為了理解不同行動者對同一訊號的反應，故採取無時差訪談。

無時差訪談共進行三天（2003.10.13-10.15）、訪談工具包括即時通訊（MSN）、電話、傳真機、電子郵件（E-mail）。我們在三天開盤時間內（9:00-1:30），模擬訊號出現的情況，讓14位與BDI資訊傳遞相關的上、下游參與者（不同網絡、不同職位）同時面對同一新聞讓受訪者陳述其資訊管道和想法。與Knorr Cetina研究不同之處（Cetina and

Bruegger 2002a)，此研究訪談對象的行動者異質性很高，其職業結構差異性很大。相似處是假設螢幕訊號組成市場，並向外表現於行動者眼前，也可稱之為「螢幕基礎的訪問」（screen-based interview）。這個方法的優點是成本很低，在同時間可收集到不同的訊號詮釋。準備的前置作業則是盡量瞭解受訪者投資資金、職業位置與社會網絡等背景，以及有無訊號生產能力等條件。

（三）測試資料：波羅的海指數（BDI）

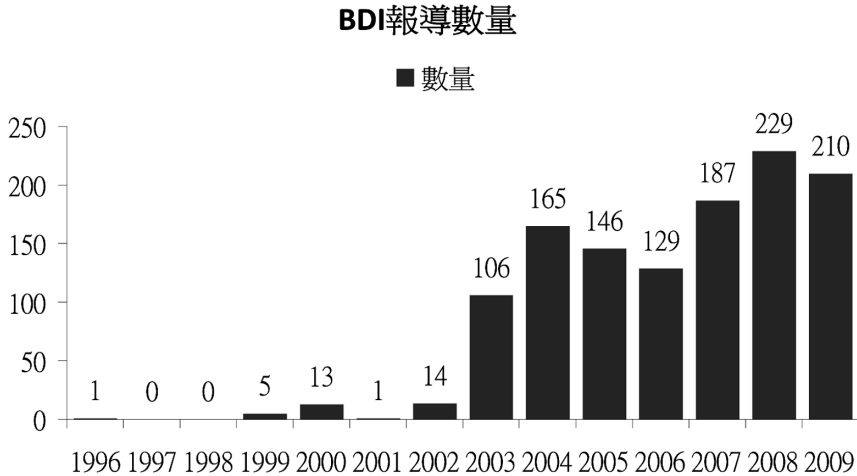
在方法論的考慮上，我們認為訊號被判斷為資訊或資料，是由主體的認識過程決定。所以，必須找到夠單純，並同時具備市場和產業體系知識特質的訊號，才能看到受訪者知識動用的過程。市場上有這樣特質的訊號並不少，如大盤指數、各類股指數、面板報價、D-RAM現貨價或BDI指數等。這些訊號的特性是外在表現為「數字」，但其實是由一系列產業連動構成的。可是大盤和類股指數皆由數百或數十家公司組成，不易分析與產業的關係。面板和D-RAM報價沒有系統化，即便是法人投資者，也常有價格不明而「摸黑交易」的情況。當時在臺灣開始流行的BDI指數，就同時具備期貨交易性質，可以獨立以指數型態交易，但它又與散裝貨運產業的實質世界完全連動。因此，我們選擇BDI指數作為策略工具，分析行動者如何透過它開啓市場空間。²

² 或者說，是BDI指數導引我們找出市場和產業知識的差異。在幾次會議中，大家對於這個新名詞很感興趣，研究這個指數為什麼會「影響公司股價」。之後才發現，基礎建設大量增加，散裝原料的需求高，運費報價就會提高，指數就會先行上升。但運費指數提高，船運研究員看到後也會調整公司內部運費報價，之後則是船運公司的獲利上升，股價上揚。另一面，需要原料的公司，其生產成本也會上升。

BDI（波羅的海指數）是一種遠期交易指數FFA（For Future Agreement），由倫敦期貨交易所發行，又稱為散裝乾貨指數，是由十條航線的散裝貨櫃（TEU）運費組合起來的加權指數。散裝乾貨，指的是必須以特殊散裝船來運送的鐵礦石、煤炭、穀物、鋼材、木材、水泥等乾原物料，因為造船工期長，所以散裝船運輸量短期內不易改變。一旦區域經濟間原物料需求量提高，運費報價就會快速上升。因此BDI指數也被視為經濟發展的前哨指標，如2003-2005年鐵礦石、煤炭等原物料需求大增，帶動臺灣散裝貨運的榮景。對散裝貨運產業而言，這項期貨指數也是調整運費的重要依據。臺灣有四家上市公司專營散裝貨運的企業，分別是益航（2601）、裕民（2602）、新興（2605）、遠森（2614），截至2005年共有97艘散裝船。2005年當時BDI指數在臺灣並沒有普遍到成為「常識」（如D-RAM），因此訊號相對單純，較能看出沒接觸過此訊號的行動者的認識過程。由下表1聯合知識庫的報導數統計可看出（經濟日報、聯合晚報、聯合報），BDI指數至2003年時才成為財經新聞出現頻率較高的指標（訊號）。

因此，從知識特性、訊號的單純性以及可操作的考量下，我們認為BDI訊號指數是一項適當的切入工具。

這個規律如果流行到成為常識的話，反應就會是：「BDI↑，A公司↑」。因此，如果BDI指數上揚，勢必有人會搶進散裝貨運訂單。到了這個階段，反而變成股市數字會影響產業的生產關係（或說來回相互連動）。用Cetina的術語來說，就是「第二秩序影響第一秩序」。在這個例子中，金融市場數字已經具有影響產業生產的能力，產生出一套外在實質產業之外的運作規律（期貨與股市）。

表1 波羅的海指數 (BDI index) 報導出現數量³

四、資訊的重量：知識

股票市場買賣雙方匿名交易，向來被視為最發達、最透明的交換形式。即便是經濟社會學家，往往也認為股市算是操縱比較少的市場（Swedberg 2003: 112-113）。但如果透過不可見的力量形成不均等的狀態，造成不對稱的條件呢？本節將描述各種不同的行動者在涉入市場時，只有少數人能動用實質網絡的資源，或涉入產業知識體系，因而產生能力不均等的現象。人數最多的散戶和小戶對市場和產業知識的取用有無意和無能兩種狀態，「知識人」則是製造和發送資訊最主要行動者，也是股市中資訊方向的詮釋者。知識人才擁有特殊的資訊管道，並

³ 原始資料來源：聯合知識庫（1996-2009），以BDI、波海指數、波羅地海指數等詞彙逐筆檢視結果。

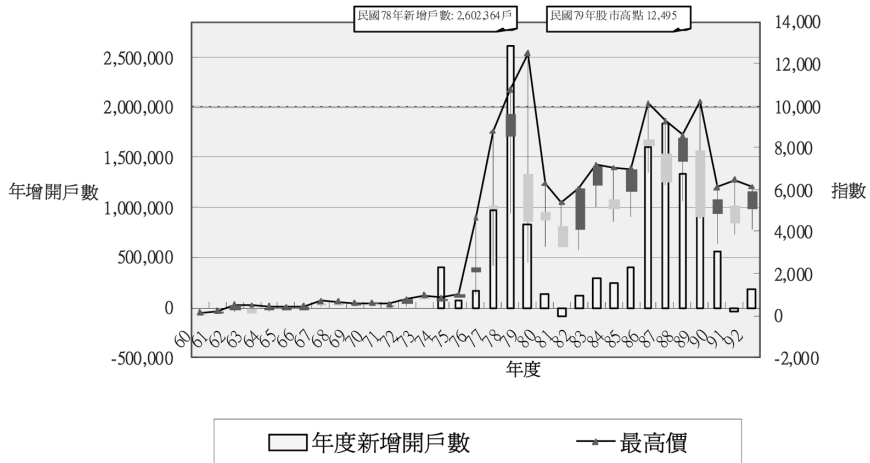
以其知識能力將理解市場的視野和空間擴大。

（一）菜籃與菜鳥

一般認為，股市大盤由法人、大戶、中實戶撐起交易量，也是臺灣股市的重要社會特色（劉玉真 1996；彭光治 2003），但本文認為除了扮演動能的角色外，初入股市的菜鳥族和菜籃族具有拉抬人氣和情緒的效果，也是台股行動者異質性的主要因素。

菜鳥是指初入股市者，特別是新開戶的投資人。「菜籃族」則指家庭婦女、退休人士或小額全職投資者，經常於開盤時間出沒於號子（券商營業廳），打探消息、下單等面對面互動的人，具有聚眾的特質（crowd）。菜鳥與菜籃幾乎都是小戶，不會進到券商的貴賓室。菜鳥前仆後繼，很難定位出特殊的網絡屬性。

表2 指數vs年增開戶數



資料來源：臺灣證交所年報（1971-2005）。

有一位打滾20年，至今仍生存下來的券商經理認為「菜鳥」永遠來來去去。他說：「這跟人口結構有關係，這批已經陣亡了，新的投資者再來，……開戶永遠開不完，永遠有這批人。」(FI-37)新開戶數間接驗證了這個說法，特別是在1987-1989年、1997-1998年、1999-2000年三段股市急漲期間，新開戶數都急遽增加百萬人。從表2可看到股市指數越高，泡沫形成時新開戶數就越多。

但「菜籃」與「菜鳥」有生活屬性的差異。以往交易時間在早上9-12點，許多家庭主婦買完菜，炒完股票後回家炒菜，所以被稱為菜籃族。自2001年延長到下午1點半之後，這個俗稱就較少人用了。菜籃族早上去號子晃，三兩成群對著螢幕討論，即便網路下單越來越方便，這些人還是有群聚的特性。菜籃族「炒股」已經變成一種生活方式，到號子不純然是經濟性的投資行為。菜籃族與Hertz（1998）所描述的1990年代的上海股民形象類似，是一種群眾、血性（animal spirits）、混合謠言、小道消息等種種訊號作判斷的族群。這種直覺性的交易，帶有令人血脈賁張的勝負快感。一位券商經理曾經這樣形容菜籃族：

臺灣的股市就像一個大賭場，你說散戶（指現場的人）他要進去的心態是什麼？沒什麼心態！打聽什麼股票好，就叫我幫他們買幾張，很多的現場散戶是這樣做的。他們看大廳的電視牆上的數字不斷跳動，他們也看不懂，不像我們是看單機，裡面設定幾支我有興趣的，進去看看它的線型、籌碼，可是散戶沒能力看這些東西，有時候他們喊的速度比我看盤的時間還快，真的，有時候他們喊完一檔股票，我跳進去看，大單真的已經在拉了，他們這種功力真的是……非常厲害！（FI-25）

這種現場「菜籃族」的情境帶有聚眾情緒感染作用，由螢幕所發出的市場訊號影響參與者，參與者又透過投資行動回饋到螢幕，在交易時間內交互作用，螢幕（交易變化）成為集體行為的中心。但這位經理點出「能力」與「功力」的差異，樓上的VIP客戶看的是單機，以線型、籌碼和人際網絡來交叉查證，這是技術性知識和實質網絡的「能力」。但菜籃們鼓動現場的氣氛，觀察到市場上正有變化，是一種長期累積後對訊號的臨場反應「功力」。樓上和樓下都面對同一個市場，下單的經濟行動可能一樣，但不同的是他們理解市場的過程並不一樣。

菜鳥和菜籃在臺灣股市有重要的社會意義，也是行動者異質化的來源。再成功的投資者，也都要從菜鳥當起。但菜鳥要向「上」流動並不容易，首要的是他們必須突破知識結構的限制。

（二）外圍：散戶與小戶

「散戶」是個泛稱，指投資行動不一致，隨處聽小道消息者；小戶則是資本額和交易量都很小的投資者（1千萬以下）。散戶具有重要的社會意義，他們之所以「散」、無主見或到處打探「明牌」，有其知識能力和社會網絡的限制因素。

無意是第一種情況，指的是行動者沒有意願涉入訊號背後的知識體系。無能指的是無知識能力可辨別訊號背後的體系。但他們在形式上都習慣於以「明牌」（賺錢的訊號）作為決策基礎。如下列訪談者，對BDI訊號表現出無意理解的狀態：

問：你知不知道波羅的海指數？

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，沒有在臺灣買賣耶。

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）

上述BDI-5是位IC設計上市公司的財務副理，對IC產業的技術性細節非常瞭解，平日以親友網絡內的消息為主。聽到研究者想討論BDI的訊息，第一個反應是想知道有沒有關於該股的消息，而不去考慮產業相關的互動關係。以Smith（1981）的觀點看，這類人是內線交易者（insider）的信仰者，對於內線認同程度非常高。但如果投資IC股，BDI-5又會以產業內的上下游出貨量作判斷，其認識過程顯然隨股票不同而變異。這個例子也表現出，一旦開啓新的市場空間，原有生活世界的網絡不一定能順利轉換其資源（知識與資訊管道）。但下一個例子則顯示行動者開始動員產業知識的過程：

問：你知道波羅的海指數如何構成嗎？

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：你既然知道波羅的海指數，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XX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XX了。（BDI-6）

十分鐘後，他寄來一封mail解釋BDI

波羅的海綜合指數 BDI（Baltic Dry Index）。

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。

BDI-6是一位建設公司的發言人，自己說不清到底賺錢還賠錢，訪問當下也正在買賣航運股。與BDI-5的差異是當他「有意」買賣這檔股

票，會立即迅速查詢資料。最後BDI-6並沒有買賣這檔股票，不過此例說明在認識過程中，行動者將訊號擴大到成內含產業和市場知識體系的資訊，其市場空間就與前例不同。

前兩例表現具備基礎能力的行動者，涉入市場後對訊號詮釋的兩種狀態。第一個例子「無意」進入某個股的細節，想由社會網絡中得到「明牌」。第二個例子則將訊號引進市場和產業知識體系。

但另一群投資者卻是「無能」的。這類屬的股民，缺乏技術性知識體系作為支撐，因此對於訊號更傾向以「內線」和「人氣」的方式來判斷。如下例：

問：你知道BDI波羅的海指數嗎？

答：啥米？這是啥米？

問：航運股的指數，散裝貨運的指數。

答：航運股？哪支好？（BDI-11）

BDI-11的學歷並不高，但股市歷程超過20年。他說賺了幾棟房子，但也賠了好幾棟。對於研究報告和更深入的知識邏輯關係並沒有深入探究，但對電視上老師淺顯易懂，快速提示「明牌」的節目卻相當著迷。這類屬股民在知識能力上被限制，缺乏銜接產業或市場知識的背景。只要一問及報告內容，大部分都是回答「它（研究報告）不認識我」之類的答案。他們的「跟隨」或「快炒」習慣，除了主觀知識價值的因素，客觀知識能力也會產生限制作用。如果拿出一份外資報告請他們判斷走勢，甚至會造成訪問當下的尷尬情境。純然以數字和產業知識構成的因果關係，是與他們生活不相干的世界。以這個例子來看，Burk（1992）和Smith（1981）所提及的行動者會自我選擇市場意識形態，並不全然

正確，因為這種選擇同時也被行動者的知識能力所決定。這應比較接近人類學家Hertz（1998）的說法，股民會有群聚、炒股（fried stock）和引發股票熱（stock fever）的現象，會以生活親近的內部團體的來交換訊息，但不會涉入太多產業和市場知識，他們更強調觀察人氣訊號和股價之間的預測「功力」。

無意或無能之間絕非截然二分的指標，無能會造成無意，但無意也會形成無能，關鍵差異是無能者的認識過程是被行動者自身的主、客觀條件所決定。無能並不是個歧視性的字眼，因為無意移動知識體系者，相對來說也是個資訊判斷的無能者。同時，這兩者的市場空間也只能停留在外圍。

如果以實質、連續性社會網絡來詮釋這種現象時，通常會以教育程度、職業位置等指標來判斷可動員的網絡或資源。但在前兩例中，BDI-5、BDI-6的教育程度都是碩士，所能接觸的上市公司經理人、大學教授、立法委員並不少，原則上應該是資本豐沛的行動者。可是一旦他們涉入自己不熟悉或無網絡連結的股票時，等於去鑲嵌化原有的社會網絡並失去動員能力。換句話說，一檔股票就是一個完全不同的新空間，若要移動到另一家公司，除了透過原有的社會網絡進行連結外，更需要一系列技術性知識的支撐。但當投資標的變得又多又複雜時，其認識過程就必須跨越原有的社會網絡和知識脈絡，進入一個完全不同的訊號流動空間。這也解釋為什麼市場越大、越複雜，行動者的選擇表面上變多，但認知市場的能力卻相對降低，因此散戶的「散」或無主見，牽涉到對訊號的掌握能力以及市場擴大的結果。

（三）知識人

知識人是股市空間建構的關鍵人物，他們將資料轉換成具方向性的資訊，不斷提供市場流動的訊號，以數以萬計的資訊架構起市場空間。

這群訊號生產和詮釋的「專業」人士，將公司、市場連動等訊號視為外在客觀研究對象，進行體系性的因果邏輯分析。這群人在證券業有特定職業位置，如研究員、分析師、基金經理人、產業分析師、精算師，或特定產業（公司）的研究員等等。目前（2009）臺灣共有114家券商（本土為95家、外資19家），分公司家數超過千家（1,059），幾乎與郵局家數接近（1,392）。一般而言，自營商（39家）和投顧公司（126家）配有研究人員，由此估算臺灣股市至少超過數百位研究人員，每天從事股市資訊生產的工作。⁴

第一種知識人隸屬特定企業內部。企業組織提供資訊管道，要求他們判斷並轉化資料，以提供企業的發展策略或操盤建議。這一類研究員是市場上原始資料的提供者，如下面Y海運公司中，專門負責海運各項指標分析的研究員：

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

答：BDI是倫敦做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

⁴ 資料來源：證交所，2008證券統計年報；金管會，金融機構統計年報，2008；中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，2008。但研究員的數量肯定超過這個數字，因為規模較大的券商或投顧公司，幾乎都擁有專門從事研究工作的部門。一般電視上所看到的「老師」也都持有牌照「靠行」在特定的投顧公司。

數去理解就是了。只是說，BDI並不是Physical commodity的概念，它是一個指數。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……（停頓），除了不上班。（BDI-8）

一小時後，他寄來所有相關的資料（如下表3），BDI當天價格續漲，並提醒筆者這個指數在數月前就已急速上揚，所以散裝的運價「漲定了」。他也說記者即便知道指數變化，還是得打電話請教他們的意見。

上述這位研究員，主要從市場知識體系出發，為公司監控市場的動態，並連結到實質生產網絡的營收或價格策略。他們強調分析邏輯、因果關係，被要求有紮實的過程（solid process）。更重要的是，他們將股市訊號和生產體系連結起來，從第二秩序的世界出發，回頭影響第一秩序。

第二類知識人則是隸屬證券或投顧公司的研究員。這一類研究員的分工在近年越來越系統化，上從總體經濟、下至單一產業、類股等。規模較大的基金或投顧公司通常採取「全球、區域、產業別」的分工原則（top to down）。特定產業的技術知識門檻，使一般研究員根本不得其

表3 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)
BDI - 4270 (+ 78)		
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)		

資料來源：受訪者BDI-8（2003.10.13）。

門而入，因此細膩化分工已成為趨勢。研究員在少則三、五年，多則十數年歷練後，也會往行政職位、基金經理人、自營部操盤人等職位移動。但若操盤績效不佳，被調往研究部門「重新學習」也時有所見。這群人是市場訊號製造與傳遞的發動機，所有公開的訊號都由這些人「研究」後發送出去。

少數臺灣文獻提及這種知識人的市場想像異於常人，這些經理人或研究員所看到的市場往往跟黑洞一般難以預測和想像（楊凱成 2003）。我們曾訪問一位虧損75%本金的基金經理在VIP室解釋「市場黑洞」與「被市場打敗」的原因，一再重複他們與「一般投資人」或「大戶」是完全不同的，最大的差異是：「我們有discipline！」（FM-07）。

紀律／規訓（discipline）是「知識人」在處理訊號的過程中堅守的原則，雖然其績效不一定會贏過大盤，但這套訊號的生產、處理和詮釋流程，對失敗也提供「合理的」解釋。這類行動者在不確定的世界中，透過由學院產生的知識邏輯連結起市場認知。與其說他們依附在社會網絡中，不如說他們附著在訊號和技術性知識管理流程中。

「知識人」與投顧操盤手或基金管理者的資金流動關係也是如此。大部分基金經理人由研究員出身而升任至管理職，每天接收無以數計

的研究報告、會談報告，他們必須在數分鐘或數秒內對各種市場情境做出決策並採取行動。重要的不是對錯，而是決策、行動與不斷修正的過程，然後做出「舒適」（comfortable）的判斷，投入可觀的資金。comfortable的判斷基礎到底指的是什麼？從脈絡中歸納，是一種很模糊的研究員聲望（reputation）判斷和經驗法則的異常管理，並且不斷對已發生的事件提供合理的解釋。

……（直覺判斷）我是指沒有感覺一個量化的數字出來……就是可能你各方面看看，你覺得comfortable就買，覺得可能有幾方面你很不comfortable就不敢買……我們report過來大都是一些券商自己寫的嗎……券商寫的話我們就要自己去判斷，這個人過去的評價大概是怎麼樣，所以你可能要多瞭解一些人他的過去，瞭解他講的東西準不準之類的，那也是比較自己長久以來所累積的經驗（FM-05）。

其他研究也指出，金融機構或組織以內部檔案形成判斷慣習，並透過研究員報告以及公開市場的資料判斷，市場情境才能被界定並據以決策（Preda 2002）。用他們的術語來說，表示他們相信「採礦者」在訊號叢林找到投資價值和風險，「挖掘」（dig）出價值型公司的可能性。一位資深基金公司的總經理描述了「信任」研究員的過程：

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）

由上述的說法可看到，這類高階操盤人與經理人也想要「明牌」，但其市場認識過程透過金融組織系統的「科學化」、「檔案化」整理而產出。操盤者被「說服」並採取行動的依據，奠基於整套理論系統以及科學化的邏輯。他們的市場空間，不同於「一般人」的界定方式，反而比較接近「科學人」。

這群人與Knorr Cetina所研究的外匯交易者性質是最接近的，他們的職業就是面對與回應「資訊」。但不同的是在訊號的連結過程中，股票研究員將股市和產業知識的關係直接連結。在他們的決策過程中，資訊所形成的空間，連結實質產業結構與全世界的景氣波動，是媒介（medium），是連接物也是連接的過程（bridging and bridge in between），投資的經濟行動同時附著確定與快速變化的市場中。所有實質生產關係的資料在此過程中被動員起來，重新組合成具技術性知識意義的訊號。與第一種知識人不同的是，這類研究員從實質的生產關係出發，發出影響第二秩序的訊號。但弔詭的是，操盤手所認為「舒適」的判斷，除了來自此知識系統的過程外，也隨時被現實上輸贏的「準不準」否認，形成「實踐經驗」不斷修正「理論知識」的現象。

上述這個現象，可回應並補充Knorr Cetina所建立的金融市場論述基模。外匯市場的全球微觀結構，建立於知識能力接近的競爭者，因而形成全球性、行動者同一的展演世界。但在股市中，行動者處理訊號，以

及連結知識體系的過程和機制，決定了他的認識過程。外圍和小戶以無意、無能的狀態涉入不熟悉的股票，因此他們的市場視野必須以實質網絡或情緒感染為基礎。而知識人一方面以職業位置連結實質網絡，另一方面則以系統性的科學知識邏輯為基礎，具有自我建構流動訊號體系的能力，雙向的使第一、第二秩序互動。換句話說，與外匯市場相比，股市這種金融市場的行動者涉入過程，具有涉入知識體系程度的差異。外圍與小戶的資訊並沒有得到知識體系的支持，出現了資訊的知識失重狀態。

五、訊號傳遞圈與資訊失重

我們認為在真實的交易情境中，資訊不會有效率的傳遞。股市空間訊號的傳遞與行動者的認識能力，以及資訊管道構成的限制性高度相關。根據效率市場的假設，股價會即時反應該公司的真實價值，但這個概念後來修正為「半強勢」或「半弱勢」的效率市場（Fama 1970, 1998）。「效率」一詞往往指涉所有行動者處都在相同的知識和社會環境，所有的行動者都被原子化成相同能力和社會位置的人，這種假設抽離「人」的存在，忽略個人能力和社會網絡的差異。在股市中，不斷進入的菜鳥使得差異化成為常態，根本無法對同一資訊做出相同的判斷，因此從現實面來看「無效率」才是常態。效率市場無法討論不同的網絡或流動的市場構造，因為它看不見行動者的微觀結構。

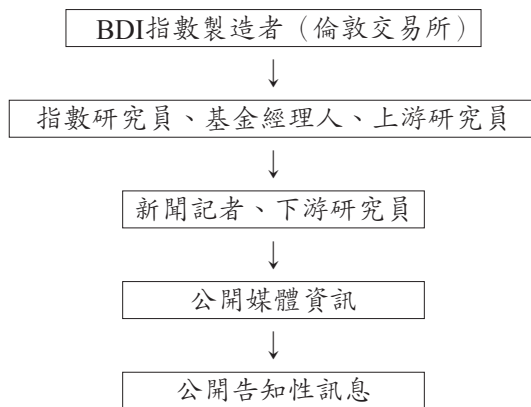
接下來，我們嘗試在開盤的270分鐘內，讓不同行動者接收同一條新聞訊息，與他們互動，並觀察資訊傳遞過程。然後，我們將主體的知識能力因素放進來，描繪出一個環狀式的結構。在此結構內行動者被限制或穿透與否，端視資訊處理能力及資訊管道的差異。一個投資標的就

是一個市場空間，股市由上千個類似的空間所組成。不同產業或公司的訊號生產核心雖然獨立，但會產生關聯。

（一）資訊傳遞圈的構造

以BDI指數的新聞訪問時，我們發現因為訊號理解能力和訊息公開與否，使行動者處在不同的位置，因此訊號的傳遞形成環狀擴散結構，並一圈圈往外延伸。以2003年9月22日報紙證券版的頭條為例，在同一時間內，不同受訪者有不同的市場情境界定和連結方式。這則新聞是「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」對不買股票，或是不買航運股的人來說充其量只是報紙版面的告知性訊息。但對於買航運股的投資者來說，卻是重要的訊號。透過追蹤媒體公開的訊號來源、海運公司研究員，可看到訊號的生產與傳遞流程如下：



我們依照三個判準來區分行動者處於那個環狀結構中：（1）行動者究竟有無能力判斷該訊號的背景知識；（2）行動者有無管道可以取得非公開資料（報紙、電視、證管會公告之外）；（3）行動者有無能力「製造」往公眾發送訊號的能力（報紙、券商報告、市場產業報告等）。從圖2可看到，最外圍的小戶或散戶對於訊號毫無判斷能力（V）；往內移動的行動者則是有判斷能力，但只能接收公開訊號的投資者（IV）；第三圈內則是吸收並轉化報告的券商研究員或記者（III）；更往內則是直接擁有原始資料，並有能力轉化的產業研究員或券商內部的研究員（II）；最核心處則是在此產業領域內全球交戰的外資交易員或該貨品的期貨買賣研究員（I）。

這個結構是由行動者資訊處理能力，以及社會網絡共構的市場空間。最外圍者屬於無能的狀態（V），無意則屬於次外圍（IV）。有能力詮釋訊號者則對訊號具有方向的判斷，並與技術性知識產生連結（IV

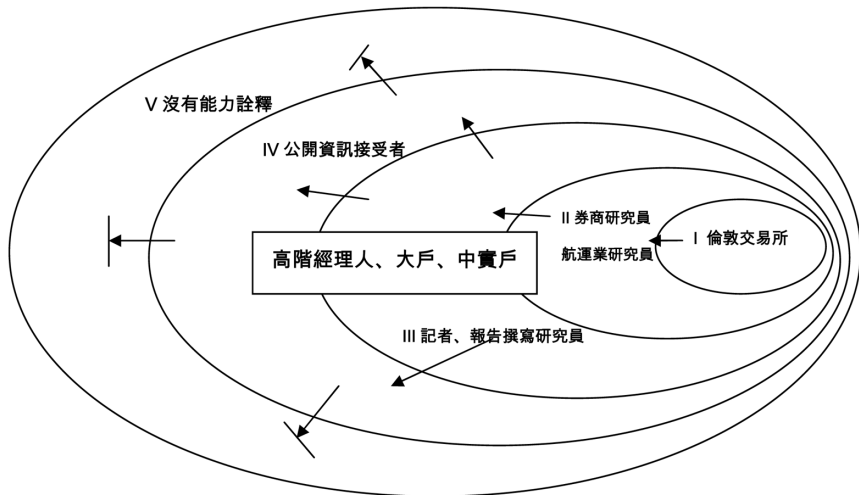


圖2 BDI訊號的傳遞圈

資料來源：研究者自繪。

→III)。但如果要更往內移動，就必須有非公開資訊管道，或是其職業、生活網絡與投資標的完全連結。而多數處於外圍的散戶、小戶的市場視野，在往內移動的時候就被阻隔在第三圈和第四圈之間，面臨知識與資訊管道的限制。

（二）資訊結點：公開與非公開資訊管道

資訊管道是由實質的社會網絡中產生，報告撰寫研究員、記者、證券業務員（III）在這個訊號傳遞過程中，扮演了公開與非公開訊號傳遞的結點角色。各家券商會由地區研究員或營業員整理研究報告，每日傳送類似「投資指南」的建議。產業記者則會採訪或整理相關數據，發出該產業的報導成為公開的訊息。這些原始資料則幾乎都由大型券商或產業研究員發出。對外圈的投資者來說，這種限制來自於訊號管道的有無。處在結點中的航運產業研究員詳述他如何動員實質網絡取得資料的過程：

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？國內的會看嗎？

答：當然會，比如說在sea.net上面就有。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)。

上述的資料會在類股行情波動較大時，透過記者往外傳遞，記者不會過於強調技術面，通常只報導市場最新動態。一位主跑運輸、鋼鐵的記者這樣答：

問：你知不知道波羅的海指數？

答：知道啊，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，平常會看嗎？

答：從進這一行就知道了啊。通常不會，有行情才問一下。

問：那從哪裡知道這個訊息？

答：業者或法人啊。

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)

實際上，此研究透過記者找到BDI-8（提供原始資料的研究員），但我們還是沒辦法進入航運類股的資料庫或人脈，追蹤訊號傳遞的過程就此停住。⁵

另外，券商上游的研究員（II）也有同樣的管道，他們只對特定「業內」傳送資料。業內通常指從事證券、金融相關的員工，包括營業員、證券高級主管、基金經理人、分析師或研究員等。證券業務員（III）在此過程扮演公開資訊的角色，他們收集市場和產業相關的訊號，面對客戶、同儕的詢問時，能迅速透過上游研究員找到資料來源並結合市場告知性資訊，將訊號連結到特定公司的產業知識。如下面營業員的說法：

問：你知道波羅的海指數如何構成嗎？

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，大概五、六年了，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？從那裡知道這個指數呢？

答：不會。研究員會PO出來，我們就知道了。

問：爲什麼9-10月會常看到波羅的海指數？

⁵ 一個有趣的例子提供參考：當我們打電話到某海運公司總機時，她根本無法判斷波羅的海指數到底是那個部門負責的，但她將這個電話接到資訊部門（她認爲這應該是電腦名詞），接下來熱心的資訊主管又將電話轉給公關部門。終於，發言人精確地跟我們解釋BDI是什麼。這位公關經理也正是記者介紹接觸的代表人，並轉介我們專精的交易員。這個案例說明不管透過私人關係或是公開關係，該訊號往外傳遞的結點非常一致，並可被重複驗證（BDI, 2、4、7、8、13、14）。但接觸到結點，並不意味著進入網絡內部。

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）

業務員以口語或面對面等方式傳遞訊號，如果客戶不隸屬該利益網絡，其實不易得到這些經過詮釋的資料。菜籃族為何聚集於號子交換訊息，也具有獲取資料的考量。業務員在訊號傳遞圈中銜接研究員和菜籃族，形成訊息公開與否的結點。記者則透過媒體傳遞給大眾，對所有人發出訊號。

對搶快單講求時效性的交易者而言，公開訊號早就失去速度差的價值，他們比一般大眾更早就得到該訊息。最常聽到的是：「K線月線，比不過一條電話線……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）。換句話說，如果要比一般大眾更快取得資訊，就必須穿透公開資訊的限制。因此就會動用實質網絡或研究員收集資料，比如中實戶或大戶刻意培養人脈、買研究員等行爲。這種資訊取得的方式，是在實質的生產／販售／交換的資訊網絡中進行的。

高階經理人、中實戶、大戶或許能透過網絡取得資訊，但如果他們缺乏市場詮釋能力時，該訊號沒有動員技術性的市場和產業知識，他們就跟處在外圍的行動者聽信「明牌」是一樣的。這種資訊缺乏知識體系的支持，單純以生活中的俗民知識或情緒進行判斷，也是一種資訊的知識失重。這個因素以往沒有被清楚釐清，從實質網絡的運作也看不到這種機制。

因此，訊號傳遞圈的構造有兩層意義。首先是行動主體對訊號的能力所形成的差異；其次，是依資訊管道的差異，行動者會以實質社會網絡收集、判斷訊號，並結合產業知識確認或分析。如果我們將一家公司（產業）視為單一卻又與市場發生聯繫的空間時，當投資者接收到如

BDI的訊號，並進行詮釋、判斷和行動時，他就脫離原有的社會位置，涉入由交易者集體構成的訊號流動空間，交易時需要透過流動的市場知識來判斷情境。另一方面，他接受資訊的管道又會與生活網絡相關，會受到限制或取得優勢。但他若不具備市場和產業知識，這種資訊的層次也無法導入具知識體系的空間。最後，當交易者退出市場時此空間也被同時關閉。一旦行動者試圖進入另一個空間（買另外一檔股票），類似的實質網絡和資訊、知識的動員過程就會重來一次。

回到本文開頭所曾提及的第一秩序和第二秩序概念來看，股市的第二秩序附著在第一秩序之上，產業網絡的供需關係、價格漲跌會影響股價的變動。但在第二秩序的空間中，關鍵的決定因素是資訊的認識能力和管道，唯有在此環狀結構中取得優勢位置，第一秩序的各種社會資本才能被有效動用。因此，透過訊號傳遞圈的結構，我們更清楚看到股市中的權力結構與運作機制。

六、結論

本文欲表達的是，股市行動者處於流動與實質並存的空間，既與生活世界產生關連，但也能在與市場螢幕互動的情況下完全脫離原有社會網絡，甚至可以退出市場關閉此空間，因此無法以實質社會階層或網絡的觀點來理解。在此基礎上，本文認為有三點發現。

第一、股市的社會空間是由訊號認識能力和資訊管道所共構：以往經濟社會學以實質的關係或網絡來檢視經濟關係，但本研究認為股市中的經濟行動是認識論層次的雙重鑲嵌結構，它附著於資訊的存有空間以及實質的社會網絡。行動者的訊號認識過程開啓空間，主體的意願和知識能力會決定他在結構中是否有可能移動，這種移動是由資訊的知識視

野所決定的。另一方面，生活世界的實質資訊管道也決定它是否能進入資訊的核心圈中。

因此，我們認為Cetina等人（Cetina and Bruegger 2002a）的理論框架無法被應用到股市中。其理論框架以知識人爲基礎，無法處理股市這種異質化、且兼具地方性和全球性行動者的市場。本文從市場與產業知識的分類，以及菜鳥、外圍散戶的認識過程，分析出臺灣股市中的行動者的總是不斷地被大量補充，造成永恆的異質性。這也說明股票市場其行動秩序、運作機制和地方文化特性，總是遠比其他金融市場複雜。但與Cetina更不同的是，股市中的知識人扮演了雙重秩序的溝通者角色。所以類似臺灣股市這種地方性很高的市場，訊號傳遞圈的解釋架構是更適合的。

第二、金融社會學的擴邊：臺灣以往金融社會學相關研究，幾乎都以產業、制度關係出發，少以行動者的角度看此空間和社會秩序（吳泉源 1993；林寶安 1994, 2002, 2007；陳介玄 1995, 2005；羅家德 2001；陳東升 2003）。本研究則在認識論層次提供資訊存有的解釋框架，以行動者的資訊認識能力和資訊社會網絡共構來解釋市場的社會空間，具體地描繪股票市場的第二秩序的交易結構配置，以及它引用實質網絡資訊的過程，擴張金融社會學的分析邊界。

第三、行動者的限制與能動性：以往認爲散戶或小戶總是被「坑殺」的對象，習以資本、籌碼、內線等因素來解釋（黃文治 1989；劉玉真 1996；彭光治 2003）。當然，前三者絕對會在市場中產生影響性。但資本和籌碼的貨幣條件也必須有知識能力配合，而內線總是遊走在法律的邊緣地帶，也可以用資訊管道的因素解釋差異。但我們想特別強調的是，即便在理性、合法的原則下，散戶或小戶交易者被此結構雙重限制。其一是市場視野的限制，由於缺乏訊號認識和生產能力，行動者處

於詮釋權的劣勢狀態，其所見的市場空間相對狹隘；其次，受限於資訊管道的限制，因此即便前述條件被滿足，仍然無法進入內圈。但這絕不是命定論，從第三節的分析中可看到，行動者的無能可能由無意引起，因而傾向以情緒感染或實質網絡動員取得資訊，但如果具有知識和資訊管道的行動者，則可在此結構中穿透。或透過職業、社會位置去動員與市場空間一致的資訊管道，則也有往內移動的可能性。

但上述這種能動的可能性，牽涉到一個有趣的題外話。股市之所以如此迷人，莫過於市場到處充滿賺錢和高額獲利故事。對一個菜鳥而言，股市的社會空間把原有的社會階級、不對等的實質差距都被拉近了，生活網絡的階層優勢在此空間變得不明顯。股市，因此成為「人人有機會，天天有希望」的經濟與社會空間。在市場上獲利的希望，以及看似反轉現實世界結構的空間，誘惑菜鳥前仆後繼，因此也成就異質性行動者市場的根源。當然，行動者也可以保守地將股市視為實質生產關係第一秩序的延伸，完全不去理會股價波動，採取價值投資永遠抱住股票（Graham 2005）。

最後，仍須交代本研究的限制和無法解釋之處。第一是無法完全解釋大戶或中實戶如何操弄訊號，及其內部網絡如何交換訊息。與小戶、記者和產業研究員相比，這些行動者的接觸更為困難，所得的資料也相對稀疏；⁶ 第二、沒有辦法解釋輸贏的問題。若要進一步論證這項議題，可能需要投資人完整的集保手冊以確保行動者說法的真確性。第三，本文很難討論瘋狂崩盤的市場情境，如在泡沫化後所有投資者都非常悲觀，同一檔股票的認識都朝著同一個方向，交易很難成立。尤其是在現今的金融市場中，金融泡沫都牽涉複雜的商品連動關係，很難以股市作單一類比，因此仍待後續更多研究來分析。

⁶ 目前可見資料僅有劉維新、林志遠（2002）、楊士仁（2007）。

作者簡介

吳宗昇，東海大學社會學博士，現職輔仁大學社會學系助理教授。研究興趣為金融社會學、經濟社會學等領域，近兩年主要研究題材為消費金融與社會階層之關係、社會經濟與社會企業結合之可能性。

附錄：訪談引用清單

一、業內綜合訪談編號表

編號	時間	訪問單位	受訪者	備註
FI16	2001.08.27	紫微斗數，班長	X小姐，投資者（台中）	已入市近10年，學歷高，專長飛航工程。
FI25	2001.12.17	臺灣前三大券商之一	業務員（台北）	業績很好的業務員，約1997年前後入行。
FI36	2003.09.05	台中XX投資公司	中實戶（台中）	進到中實戶的操盤室，研究員是從其他券商挖來的。
FI37	2003.10.02	臺灣前三大券商 台中分公司	副總經理（台中）	後來晉升成為臺灣北區經理，經驗豐富，1988年入行。
FI38	2010.02.16	中實戶	操盤手（台中）	收盤經驗超過20年，現在轉換為專業投資團隊。
FM05	2003.04	基金公司（三大）	經理人（台北）	操盤基金經驗超過5年。
FM06	2003.04.18	臺灣前三大資產管理公司	基金信託總經理（台北）	臺灣知名基金管理前輩，1992年入行，從基層研究員做起。
FM07	2003.04.25	臺灣前三大證券投研部	基金經理人（台北）	畢業於美國名校，2000年操盤全球基金慘賠7成。

二、波羅的海指數 (BDI index) 編號表

編號	年齡	資訊溝通方式	職業	教育程度	備註
BDI-2	32	面談、電訪、 E-mail、MSN、 傳真	證券業務員	大學	1996年前後入行，歷經期貨、證券等業務部門。
BDI-4	30	面談、電訪、 MSN	財經記者	碩士	1997年入行，跑過兩家國內報系財經線。
BDI-5	35	面談、電訪、 E-mail	電子業會計	大學	1994年開始投資，是電子業分紅配股的受益者。
BDI-6	42	電訪、E-mail	電子業採購	碩士	資料收集能力很強，能迅速回應任何問題和資料收集。
BDI-7	(45-50)	電訪、E-mail、 MSN	海運公司公 關經理	大學	透過介紹後BDI資料解說的很詳細。
BDI-8	(35-40)	電訪、E-mail	海運公司研 究員	碩士	負責BDI相關資訊分析與交易。
BDI-13	N/A	電訪	海運公司總 機	N/A	BDI-7同公司
BDI-11	55	面訪、電訪	商 (小或中 戶)	國中	沒有出場的小戶
BDI-14	N/A	電訪	海運工程師	大學	BDI-7同公司

參考文獻

- 杜金龍，2010，《基本分析在臺灣股市應用的訣竅（二版）》。台北：財信出版社。
- 杜金龍，2008，《技術分析入門》。台北：財信出版社。
- 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〉。《臺灣社會學刊》27: 107-162。
- ，2007，〈戰後台灣期票信用的發展及其社會經濟意義的探討〉。《臺灣社會學刊》39: 159-195。
- 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》15: 1-37。
- 吳宗昇，2006，〈何謂市場？對Knorr Cetina理論的評介〉。《政治與社會哲學評論》16: 207-249。
- 陳東升，2003，《積體網路》。台北：群學。
- 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。
- ，2005，《制度變遷與產業發展從工業到金融體制之轉型》。高雄：復文。
- 黃文治，1989，《股市指南——股市現象觀察》。台北：天下。
- 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。
- 楊士仁，2007，《股海翻騰：一個老記者的觀察》。台北：巨流。
- 楊凱成，2003，〈股市專家知識製造的社會學分析〉，發表於2003年臺

灣社會學年會研討會論文。台北：政治大學。

劉玉真，1996，〈台灣股市大戶與散戶行為的實證研究（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）。

劉維新、林志遠，2002，〈披著羊皮的狼：中實戶的投機世界（一）〉。2002臺灣社會學年會研討會論文，台中：東海大學。

羅家德，2001，〈人際連帶、信任與關係金融：以鑲嵌性觀點研究台灣民間借貸〉。頁223-262，收錄於張維安編，《台灣的企業組織結構與競爭力》。台北：聯經。

證券統計年報，1972-2007，<http://www.twse.com.tw/ch/statistics/statistics.php?tm=07>，取用日期：2008年10月1日。

Adler A. Patricia and Peter Adler, 1984, "The market as collect behavior." Pp. 85-105 in *The Social Dynamic of Financial Markets*, edited by Adler and Adler. JAI Press INC.

Baker, E. Wayne, 1984, "The Social Structure of a National Security Market." *American Journal of Sociology* 89(4): 775-811.

——, 1990, "Market Networks and Corporate Behavior." *American Journal of Sociology* 96: 589-625.

Burk, James, 1992 [1988], *Values in the Marketplace: The American Stock Market Under Federal Securities Law*. New York: Walter de Gruyter.

Burt, Ronald, 1983, *Corporate Profits and Cooptation: Networks of Market Constraints and Directorate Ties in the American Economy*. New York, Academic Press.

Cetina, K. Knorr, 2003, "From Pipe to Scope: The Flow Architecture of Financial Market." *Distinktion* (7): 7-23.

- _____, 2005, "How are Global Markets Global/ The Architecture of a flow World." Pp. 38-61 in *The Sociology of Financial Market*, edited by Cetina and Preda. Oxford: Oxford University Press.
- Cetina, K. Cetina 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* 50(3): 389-405.
- _____, 2002c, "Traders engagement with Markets: A Post social relationships." *Theory, Culture & Society* 19(5/6): 161-185.
- _____, 2003, "The Information Architecture of Financial Market." Paper Presented at the Constance Conference Inside Financial Markets: Financial Knowledge and Interaction Patterns in Global Financial Markets, Constance University.
- Cetina, K. Cetina and Alex Preda, 2001, "The Creation and Incorporation of Knowledge in Economic Activities." *Current Sociology* 49(4): 27-44.
- Cetina, K. Cetina and Alex Preda, eds., 2005, *The Sociology of Financial Markets*. Oxford: Oxford University Press.
- DiMaggio, Paul, 2003, "Endogenizing 'Animal Spirit': Toward a Sociology of Collective Response to Uncertainty and Risk." Pp.79-100 in *The New Economic Sociology*, edited by Mauro Guillen, Collins, England, and Meyer. New York: Russell Sage Foundation.
- DiMaggio, Paul and Hugh Louch, 1998, "Socially Embedded Consumer

- Transaction: For What Sorts of Purchases Do People Use Networks Most?." *American Sociological Review* 63(5): 619-637.
- Fama, F. Eugene., 1970, "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance* 25(2): 383-417.
- , 1998, "Market Efficiency, Long term Returns and Behavior Finance." *Journal of Finance Economics* 49: 283-306.
- Fligstein, Neil, 2002, *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*. Princeton University Press.
- Graham, Benjamin, 2005, *The Intelligent Investor: The Classic Text on Value Investing*. Harper Business.
- Hamilton, Gary and Nicole W. Biggart, 1988 "Market, Culture, and Authority: A Comparative Analysis of Management and Organization in the Far East." *American Journal of Sociology*, Special Issue on Economic Sociology 94 (July): S52-S94.
- Hertz, Ellen, 1998, *The Trading Crowd: An Ethnography of the Shanghai Stock Market*. New York: Cambridge University.
- Kahneman Daniel, Paul Slovic and Amos Tversky, eds., 1982, *Judgment under Uncertainty: Heuristic and biases*. Cambridge University Press.
- Klausner, Michael, 1984, "Sociological theory and the behavior of financial markets." Pp. 57-81 in *The Social Dynamic of Financial Markets*, edited by Adler.and Adler. JAI Press INC.
- MacKenzie, Donald, 2008, *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets*. The MIT Press.
- MacKenzie, Donald, Fabian Muniesa and Lucia Siu, 2008, *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*. Princeton

University Press.

Preda, Alex, 2002, "Financial Knowledge, Documents, and the Structure of Financial Activities." *Journal of Contemporary Ethnography* 32(2): 207-239.

Shiller, Robert, 2000, *Irrational Exuberance*. New Jersey: Princeton University Press.

Smith, Charles, 1981, *The Mind of Market: A Study of Stock Market Philosophies, Their uses and Their Implication*. New Jersey: Rowman and Littlefield.

——, 1989, *Success and Survival on Wall Street: Understanding the Mind of the Market*. Lanham: Rowman and Littlefield.

Snow D. and Parker R., 1984, "The mass media and the stock market." Pp. 153-172 in *The Social Dynamic of Financial Markets*, edited by Adler and Adler. JAI Press INC.

Swedberg, Richard, 2003, *Principles of Economic Sociology*. New Jersey: Princeton University Press.

Uzzi, Brain, 1997, "Social Structure and Competition in Interfirm Networks: The Paradox of Embeddedness." *Administrative Science Quarterly* 42: 35-67.

White, Harrison, 1981, "Production Market as induces Role Structure." Pp.1-57 in *Sociological Methodology*, edited by Samuel Leinhardt. San Francisco, Jossey-Bass Publishers.