

台灣股市散戶的口頭資訊評價實作

陳宇翔*

國立台北大學社會學系

本文探討台灣股市散戶的口頭資訊評價實作。口頭資訊具有高度不確定性，且其價值通常無法由內容直接判斷，因此散戶會以資訊提供者的社會特性作為關鍵代理性指標（proxy indices）來間接衡量資訊初步價值，這包含與資訊提供者的「關係」強度及資訊提供者的「專業」程度。初步評價後，投資人會再以自己（相對於專業人士有限的）金融知識來解讀金融市場公開「資料」，以此來檢核口頭資訊價值。資訊事件後，投資人會以「資訊準確度」來再度評估資訊提供者「關係」或「專業」，成為一種迴路結構。研究發現不同於關係鑲嵌與社會資本觀點的推論，散戶將「強連帶」口頭資訊評估為高價值；資訊提供者的「專業」也非只是指稱高地位專業性職業，也另外用於指稱投資技術或是可靠消息管道。此外，口頭資訊提供動機也並非只有關係鑲嵌與社會資本理論著重的理性互惠，應該也有以社會互動為目的的交流。本研究顯示資訊的「風險」（錯誤資訊將造成損失）是除了資訊的「新」（資訊不重複）之外，另一個社會關係結構資訊的重要面向，行動者會依資訊風險程度差異而重視不同社會連帶所傳遞的口頭資訊。

關鍵詞：散戶、口頭資訊、金融市場、評價研究、社會關係

台灣社會學第39期（2020年6月），頁1-38。DOI: 10.6676/TS.202006_(39).02

收稿：2018年4月15日；接受：2019年12月5日。

* 通訊地址：237 新北市三峽區大學路151號社會科學大樓6樓國立台北大學社會學系

Email: yhchen12@mail.ntpu.edu.tw

Evaluation of Word-of-Mouth Information by Retail Stock Investors in Taiwan

Yu-hsiang Chen

Department of Sociology, National Taipei University

Transmission of word-of-mouth information is common among Taiwanese stock investors, but the quality of word-of-mouth information is difficult to evaluate directly solely by the content of the information. The evaluative frame is composed of measurements of the social characteristics of information providers. “The tie with the information provider” and “the *profession* of the information provider” are the key proxy indices used in the evaluation. The *profession* here refers not only to “financial expertise” but also “trading skills” and “access to insider information”. Financial knowledge, fundamental analysis and technical analysis are usually adopted by investors to confirm the value of information. Afterwards, “the accuracy of information provided” is employed by investors to re-evaluate the “profession” of and “relationship” with the information providers. The contribution of this paper is to highlight the importance of the reliability of financial information transmitted through social relations. The negative effects of following false financial information, such as large trading loss, would make stock investors become concerned about the “risk” rather than the “novelty” of information and tend to more highly value the word-of-mouth information from strong ties.

Keywords: retail investor, word-of-mouth information, financial markets, evaluation studies, social relationship

一、導言

當代金融市場可說是由流動訊息所構成，例如股票成交價量、產業發展狀況、整體經濟表現等各項資訊促使股票投資人忙碌交易買賣，讓市場持續運轉著（Knorr Cetina and Bruegger 2002；Knorr Cetina 2003）。根據金融社會學者 Karin Knorr Cetina（2011）與吳宗昇（2011）的觀點，金融市場訊息可大致區分為兩種類型：（1）「資料」（data）——未經詮釋的符號或訊號，可視之為金融市場的原始資料（raw data），例如公司財報數字、交易價量等公開市場訊息；（2）「資訊」（information）——即是已經詮釋過的資料，可以此判斷市場方向或交易操作。金融市場公開訊息須經專業知識的詮釋才能被理解，不然將只是缺乏意義的數字、符號、圖表等「資料」。¹ 市場分析師等專業人士扮演中介者角色，分析「資料」來評估金融產品（股票、期貨、結構債等）的價值，將「資料」轉化為「資訊」，讓缺乏專業知識的大眾投資人可依「資訊」直接操作交易（Smith 1999；Knorr Cetina 2011；吳宗昇 2011；Bessy and Chauvin 2013）。

然而，非專業投資人所得到的金融市場「資訊」，除了這種由財金專業人士詮釋「資料」產生的「資訊」分析報告之外，也有在人際之間大量流通的「口頭資訊」（word-of-mouth information）。在財務研究中，金融市場「口頭資訊」是指「經由人際網絡所取得與傳遞的市場資訊」（Hong et al. 2004；2005；Brown et al. 2008），也就是社

1 本研究所指稱「公開市場訊息」為證交所網站可以查詢到的股票市場「資料」（財報數字、交易價量等）。為了保護投資人與維護市場公平，《證券交易法》有規定上市櫃公司須揭露資訊。上市櫃公司除了定時向證交所申報年報、財報、季報等財務資訊之外，並且需要即時向證交所申報可能會影響股價的各項消息，這些資訊都會即時公布在證交所網站「公開資訊觀測站」。而證交所網站「基本市況報導網站」則會提供個股與大盤價量的即時與歷史資料，這些資訊都可供一般民眾查閱。

李宜雯，2011，〈「資訊揭——證券市場的防腐劑」〉。《證券暨期貨月刊》29(11): 5-23。
臺灣證券交易所，「公開資訊觀測站」，<https://mops.twse.com.tw/mops/web/index>。
臺灣證券交易所，「基本市況報導網站」，<https://mis.twse.com.tw/stock/index.jsp>。

會資本探討的「人際網絡所傳遞的金融市場資訊」（Chang 2005；李宗榮 2012）。² 這種流通在非專業投資人之間的口頭資訊，其類型通常為已詮釋過的「資訊」，例如市場消息與分析建議，投資人可以據此直接在市場操作交易。³

國內外的財務金融與社會資本研究都指出口頭資訊對於非專業投資人參與股票市場有所影響，口頭資訊讓他們更願意投資股票（例如：Hong et al. 2004；Chang 2005；Brown et al. 2008；李宗榮 2012）。然而，國外金融社會學研究卻發現，英國、美國與澳洲的非專業股票投資人（即台灣俗稱的「股市散戶」）⁴ 在交易操作過程中呈現高度原子化，缺乏社會互動與口頭資訊，主要都是以自己的金融知識來分析股票價值（Mayall 2006；Roscoe and Howorth 2009），⁵ 也會高度仰賴電腦交易介面與分析軟體（Preda 2012；Roscoe 2013）。Philip Roscoe（2013）指出英國股市散戶的投資交易可視為「鑲嵌（embed）在市場工具（market device）而非社會關係之上」，即可顯示英美股市散戶的個人化程度。⁶ 為何口頭資訊讓英美投資人決定要投資股票市場，卻對於他們股市散戶的操作交易沒有顯著影響呢？筆者推測箇中原因可能是英美股票投資人大多數是

2 在財務研究中，「口頭資訊」是以資訊傳遞管道（人際）而非資訊內容或行動者身分來定義。因此可以用於指稱股票散戶人際網絡傳遞的金融市場資訊（Hong et al. 2004；Brown et al. 2008），也可以指稱股票基金經理人之間傳遞的金融市場資訊（Hong et al. 2005）。社會資本研究所探討的社會網絡傳遞金融市場資訊同樣是以傳遞管道而非傳遞內容來定義（Chang 2005；李宗榮 2012）。

3 本研究探討特定族群（台灣股市個人投資人）的口頭資訊，倘若以 Knorr Cetina（2011）和吳宗昇（2011）對於金融市場資訊的「資料」和「資訊」類型劃分，則本研究所觀察到的口頭資訊皆屬於「資訊」類型。

4 台灣社會俗稱的「散戶」（retail investor）即是臺灣證券交易所定義的「自然人（個人）投資人」（individual investor），也是英美金融社會學指稱的「非專業投資人」（non-professional investor）（與專業機構投資人相對），這些名詞都有顯示多數個人投資人的各面向特性，本論文中將會交替使用這些詞彙。由於台灣財務金融研究論文常採用「散戶」來指稱官方定義的「個人（自然人）投資人」（individual investor），筆者在考量之後，決定接受編委會的建議，文章標題採用「散戶」一詞。

5 Harrington（2008）的美國股票投資團體研究是少數例外，團體成員共同集資投資，所以交易決策是團體成員集體討論做出。

6 Alex Preda（2017）關於歐美散戶的最新研究指出，社交投資網路平台（social trading platform）正在改變歐美散戶高度個人化的現象，這些投資人可以經由社交平台的留言而產生連結，經由線上、匿名、非互動模式建立一種新型態的社會關係。

以投資股票基金（將資金委託基金經理人來操作交易）的形式來參與股市，自己親自在股市買賣交易的散戶佔其市場與人口比例偏低（Thatcher 2007），因此股市散戶口頭資訊活動相當有限。⁷ 但台灣市場卻與它們截然不同，台灣股票投資人習慣自己在市場交易，而非投資股票基金。在 2017 年，國內個人投資人佔台灣股票市場交易總金額的 59.4%，遠高於國外機構法人的 25.9% 與國內機構法人的 14.7%。同年度台灣共有約 1,822 餘萬股票帳戶，歸戶後共有 999 餘萬投資人，約為台灣總人口 42%（臺灣證券交易所 2017）。換句話說，無論是從股市交易總量，或是股票投資人的參與比例（相對於社會總人口而言）來看，台灣股票市場與台灣社會可說是由大量股市散戶所構成，這與以機構投資人為主的英美社會股票市場全然不同（Thatcher 2007；吳宗昇 2011；李宗榮 2012；鄭力軒 2017）。這樣獨特的市場人口結構讓口頭資訊在台灣股市散戶之間的傳播普遍高於英美，甚至可能高於亞洲其他地區。⁸

口頭資訊評價屬於多數台灣股市散戶交易實作的基本部分，在筆者訪談的 38 位台灣股市個人投資人，有八成五以上（33 位）都明確表示股市操作中會處理到口頭資訊（見附錄），⁹ 但是學術界對此現象卻尚未進行系統性研究。回顧台灣金融社會學對於台灣股市散戶的研究也都未涵蓋這個面向的討論，例如吳宗昇（2011）發現散戶缺乏理解金融市場「資料」的專業知識，因此在市場訊息上落後於金融專業人士；李宗榮（2012）指出社會資本會影響個人投資股票或共同基

7 這也反映在英美股市散戶研究的發展之上。早期英美股票市場直接操作交易的個人投資人相當少數，直到 1990 年代，線上交易系統與針對散戶客群的證券經紀商和金融產品興起，股票交易成本大幅度降低，股市散戶數目才逐步增加，股市散戶議題也才開始受到英美財務金融學界與金融社會學界的關注（Preda 2017）。

8 上海股票市場同樣是以散戶（自然投資人）為主，總共 169,948,000 個股票帳戶，其中 169,365,000 個為散戶，且交易量佔市場 85%。但是相對於中國龐大人口總數，其比例仍是遠低於股市散戶佔台灣總人口比重（上海證券交易所 2017）。

9 在 38 位受訪者中，除了 33 位明確表示股市操作中會處理到口頭資訊之外，其他 5 位受訪者中，有 2 位是在訪談中未提供相關資訊，3 位表示股票操作不考慮口頭資訊則是自我認同為「相對專業」的投資人。這 3 位投資人強調交易判斷是根據自己金融知識分析市場，但其中 2 位的資料顯示他們的股票交易活動仍然是糾結於社會關係結構的口頭資訊中（後文有詳細說明）。

金的風險承擔意願；陳宇翔（2016）則是以證券公司營業廳來探討台灣散戶的「市場工具」；鄭力軒（2017）則指出散戶為主的台灣股市結構成為企業在 1980 至 2000 年間資本可快速擴張的工具。

本研究旨在探討台灣股市散戶交易操作中的共同實作面向——口頭資訊價值評估，並且以本研究發現來和關係鑲嵌（relational embeddedness）與社會資本（social capital）理論對話，將指出口頭資訊的「風險」（錯誤資訊將造成損失）是除了「新」（資訊不重複）之外，另一個與社會關係結構扣連的資訊特性面向，行動者會依口頭資訊風險程度差異而重視不同社會連帶所傳遞的資訊，應值得後續研究深入探討。文章後續結構如下：文獻回顧、研究方法與資料、口頭資訊特性與評價實作、口頭資訊與社會互動、結論與討論。

二、文獻回顧

（一）金融市場口頭資訊與社會鑲嵌觀點

金融財務學者與社會學者都共同指出口頭資訊是個人重要的金融市場資訊管道，口頭資訊讓個人更有意願投資股票市場。財務學者 Robert Shiller and John Pound（1989）指出人際關係（例如朋友）是個人金融訊息來源之一。Hong et al.（2004）發現社會互動頻繁的人（例如認識鄰居）會有更高的可能性投資股市（直接投資或透過共同基金）。他們推測可能就是金融市場口頭資訊的效果。此外，Jeffrey Brown et al.（2008）的研究也指出，倘若居住在股票投資率高的社區，個人投資股票的可能性也會隨著提高，這也被認為是當地人際網絡口頭資訊的效果。另一方面，社會學者 Mariko Lin Chang（2005）研究美國個人投資人的市場資訊管道，發現來自於親朋好友的口頭資訊是有最多人使用的投資資訊來源。但資產越多的投資人會越傾向於使用付費的專業財金顧問而非社會網絡來取得資訊，且資訊管道會越多元。而相反地，越不富裕的投資人則越會仰賴社會網絡作為資訊來源。李宗榮（2012）發現社會資本將會影響台灣股市與共同基金投資

人的風險承擔意願，經由分析個人與高職業聲望專業人士（例如：律師、會計師等）的接觸頻率與其投資金額，他指出口頭資訊讓個人更有意願投資股票市場。此外，人類學者 Ellen Hertz（1998）於 1990 年代初期的上海股票市場田野研究，也注意到透過人際關係取得的資訊為上海散戶重要市場資訊管道。

上述研究都顯示口頭資訊對於個人參與股票市場具有影響力，為重要金融市場資訊的管道，但是如同前文所說明，英美金融社會學的股市散戶（自己操作股票買賣）研究未發現交易實作中存在顯著的社會關係與口頭資訊現象，而是高度個人化的行為（Preda 2012；Roscoe 2013）。筆者推測可能原因就在英美個人投資人主要仰賴共同基金來投資股票，親自操盤交易的股市散戶相對有限。另一方面也如同前文所言，台灣社會存在大量股市散戶，處理口頭資訊為他們交易實作基本活動，但目前台灣的金融社會學研究對此現象尚未有系統性討論（吳宗昇 2011；李宗榮 2012；陳宇翔 2016；鄭力軒 2017）。

關係鑲嵌與社會資本研究關注人際關係差異（關係強度與社會資本能量）造成個人經由社會網絡取得資訊的質量落差（例如 Granovetter 1973；1983；2005；Uzzi 1996；1999；Lin 2001；Burt 2001），與本研究關注的評價實作——個人如何評估已取得口頭資訊之價值，探討面相與思考角度有所不同，但是其觀點值得我們參照。倘若以關係鑲嵌與社會資本理論的邏輯來思考股市散戶的口頭資訊實作，則筆者認為根據理論應該可分別推演出以下兩個命題：首先，鑲嵌研究都認為「強連帶」（strong tie）（例如：家人）會更有意願提供協助、共同解決問題、主動提供資訊等，因此在人際關係中兼具強連帶與弱連帶會更有利於個人或組織的經濟生存與表現，但是「強連帶」傳遞的資訊會高度重複，而個人經由「弱連帶」則可以得到更豐富、更多樣的「新」資訊（Granovetter 1973；1983；2005；Uzzi 1996；1999；Mizruchi and Stearns 2001）。因此，筆者認為可以依據鑲嵌理論推導出命題：（1）散戶會評估「弱連帶」（weak tie）的口頭資訊為有高度價值，因為弱連帶（例如：不常聯繫的同事）有廣

泛且非重複的「新」市場資訊。此外，社會資本研究指出口頭資訊是社會關係可以動用的重要資源，高社會地位職業能提供較為豐富的資源（Lin 2001；李宗榮 2012）。因此，筆者認為可以依據社會資本研究發現推導出這樣的命題：（2）散戶會評估「高社會地位職業」資訊提供者的口頭資訊為有高度價值，因為他們可以提供專業的市場資訊。筆者在後文將會說明，本研究發現與關係鑲嵌與社會資本觀點的推論並非全然一致，這主要原因在於股市資訊具有高度不確定性與股市操作「專業性」並非可完全以金融專業來涵蓋。

（二）金融市場資訊評價研究

目前金融社會學雖然尚未有口頭資訊評價的研究，但是關於金融分析師以市場公開資料評估公司股票價值實作的研究已累積不少成果，其發現對於本研究分析具有啟發性的洞見。金融社會學者普遍認為金融市場公開資料需仰賴專業中介者判讀詮釋，一般投資人只具有分析金融市場原始資料的部分知識能力（Smith 1999；Knorr Cetina 2011；吳宗昇 2011；Bessy and Chauvin 2013），這使得分析師、信評機構的評價框架對於金融市場有顯而易見的影響力。Ezra W. Zuckerman（1999；2004）指出分析師對公司產業分類將對其股票價格產生影響。倘若公司所屬的產業類型難以明確分類，不屬於多數分析師產業報告範圍內，即對其股價產生負面影響。產業結構也是分析師評估公司價值的主要依據，所以產業類型不明確的公司更有可能得到分歧、衝突的評價，因此在公司營收資訊發佈時間，其股價與交易量變動遠高於產業屬性明確公司。Daniel Beunza and Raghu Garud（2007）認為分析師最重要工作在於「框架製作」（frame making），即是提供投資人可理解股票價值的框架。¹⁰ 這個評價框架

10 Daniel Beunza and Raghu Garud（2007）認為過去研究大致以三個角度來討論分析師的中介者性質：經濟學搜尋成本（searching cost）觀點視分析師為「資訊處理者」（information processor）——蒐集處理資訊來預測股價；行為財務學觀點視分析師為「模仿者」（imitator）——群體相互模仿以減少股價預測錯誤時壓力；Zuckerman（1999；2004）社會學觀點則視分析師為評價者／鑑價者（critic）——將股票分類進

包含三個部分：分類（category）——決定要分析公司的產業類型；類比（analogy）——將公司與產業相似特徵的其他公司相比；關鍵衡量指標（key metric）——根據特定關鍵指標比較，進而指出所分析公司的應有價值。雖然不同分析師所製作的分析框架都使用相同架構，但不同的分析框架對相同市場訊息可能會有全然不同的詮釋。¹¹ Karin Knorr Cetina（2011）視金融分析師工作為「評價科學」，認為類似於科學知識生產，但具有認識論特殊性：（1）市場資訊更新流動迅速，分析師根據市場訊息所創造出來的「資訊知識」，必定從完成起就朝向衰敗，只有「暫時性的真實」，不同於自然科學「真實知識」長久性；（2）這具有「情感性」的科學。持續流入的資訊會不停喚起市場參與者交易的激情；¹²（3）市場分析為「代理性科學」（proxy science）。分析師需要發現公司隱藏（不為人知）的「真實價值」，因此他們就必須藉由許多代理性資料、代理性指標與間接方法來推斷出公司的「真實價值」。

三、研究方法與資料

為了分析人們實際的價值評估活動，以及其使用評價框架構成，評價研究普遍採取質化田野研究方法來取得資料（Kjellberg et al. 2013）。本研究同樣採取質性方法，主要資料為深入訪談資料。筆者共訪談 38 位台灣股票個人投資人（見附錄）。訪談分為兩個階段，2010 至 2015 年共訪談 30 位受訪者，2018 至 2019 年訪談 8 位受訪

行比較。他們認為前兩種角度忽略市場原有之高度不確定性，且價格預測在分析師實際工作中一直屬於次要項目，也非專業機構投資人重視分析師的部分。

- 11 Beunza and Garud（2007）以 1990 年代末的亞馬遜（Amazon）公司為例，當初有分析師視亞馬遜為網路產業，將它與戴爾電腦（Dell）相比，因此看好亞馬遜未來的可能收益，認為股價應會持續攀升。另一方面，也有分析師視亞馬遜為書籍零售產業，將它與傳統書店相比，認為亞馬遜獲利空間有限，股價應該向下修正。
- 12 Knorr Cetina（2011）指出分析師所提供的報告，一方面提供投資人市場行動的「理性化」、「合理化」基礎（市場、公司狀況分析），另一方面也激發投資人從事市場行動所需的「熱情」。甚至分析師自己的情緒，也總是時時刻刻被更新的市場資訊影響著。

者。第一波資料蒐集後期已出現資料重複，經由第二波訪談資料再度確認，有合理信心達到理論飽和。本研究採用滾雪球混合人際網絡方式招募受訪者，部分受訪者直接從人際網絡招募，其他受訪者則是由人際網絡引介受訪者，再由這些引介受訪者推薦其他訪談對象。採取此招募方式的主要考量為資料品質與可行性：首先，由於股票投資金額、投資成功／失敗、內線消息等資訊攸關個人財務隱私、面子、甚至合法與否，經由人際關係引介的受訪者會更有願意提供真實的資訊；另一個考量因素則是操作可行性，這也是本研究受訪者招募方式與國外類似研究略有不同的原因。舉例來說，Margery Mayall（2006）研究澳洲技術分析股票個人投資人的市場預設與投資風格，藉由證券公司轉發招募研究受訪者的電子郵件給客戶、出席技術分析協會活動、滾雪球介紹等，共訪談 23 位投資人為資料來源。Philip Roscoe and Carole Howorth（2009）研究英國股票市場中仰賴技術分析的個人投資人，其市場本體論觀點與投資策略為何。他們在投資人博覽會活動上派發問卷，共訪談 19 位英國非專業股票投資人，其中 12 位為技術分析方式的投資人。他們另外以展覽會活動參與觀察資料作為補充資料。由於台灣並無類似英國的大型股票投資人博覽會，且在個人資料保護法的限制下，請證券公司發送招募研究受訪者的電子郵件也有其困難。在多重因素考量下，筆者決定採取本研究方式來招募受訪者。輔助資料則為 2010 年 12 月至 2011 年 4 月間在證券公司營業廳的田野觀察記錄（共 9 天觀察）。¹³

四、口頭資訊特性與評價實作

台灣股市散戶交易實作中評價的口頭資訊，即是從人際網絡傳遞的具體交易（買／賣）「操作資訊」，例如個股或個別產業的操作建

13 田野地點的四間證券公司分公司，三家位於台北，一家位於台南。

議或重大消息。¹⁴ 在研究過程中，大多數受訪者都明確表示身旁的親戚、朋友、熟人等會給自己這類型的「操作資訊」，例如受訪者 ZP 是參加大學證券研究社後開始投資股票，他就常會從同社團朋友取得「操作資訊」：

有啊！那個就之前跟我同屆的一個從國中開始玩的那個，他有時候會報一些股票，然後我就會〔去注意〕，嗯好像還行，然後就買買看這樣子。……當然還會自己看一下……他很久以前他是看籌碼面，對，他現在也是看籌碼面，就是有人在……有特定人在大賣這樣子，對，所以要不然就是可能看投顧老師的節目，然後他覺得那投顧老師分析得有道理，也會推薦這樣子。（TL35）

在後續引用訪談資料可以更清楚顯示，這種人際關係傳遞的「操作資訊」大致上可以區分為「分析型」：資訊提供者提供的操作建議，源自於自己的市場分析，或是採納他人的分析；以及「消息型」：尚未公開或尚未受到注目的消息，例如內線資訊、主力炒股情報等。但是這兩種資訊類型具有一定程度的模糊性，未必能清楚區隔。

股市散戶口頭資訊具有兩項特性：（1）高度不確定性：根據錯誤、不正確、無價值的口頭資訊操作股票很可能會造成散戶鉅額損失；（2）投資人當下難以口頭資訊內容來評斷價值，通常需要事後對照市場表現才能確認資訊是否有價值。這兩項特性使得散戶在口頭資訊評價實作中，會以資訊提供者社會特性來作為口頭資訊評價的「代理指標」（proxy indices），也會以自己（有限）金融知識來檢核確認口頭資訊價值。資訊事件之後，通常會再以「資訊準確度」來

14 許多受訪者都表示在參與股市的初期，身旁已經有股票投資經驗的親戚、朋友、熟人等都有教他們一些股票市場「常識」，確實有幫助他們在新手時期能更快進入狀況（TL12、TL27、TL33）。這些「常識」可說是「口頭資訊」中的一種，但由於這類型口頭資訊無涉入買賣交易實作過程，投資人也毋須評價這類型口頭資訊，和本研究主題無直接關聯，在此就不深入討論。

評價資訊提供者社會特性，成為一種迴路結構。

（一）代理指標：關係強度與專業性

受訪者散戶在評價口頭資訊時，首先會評量自己和資訊提供者的「關係」，這是衡量口頭資訊價值的首要項目，來自於他們對於資訊提供者的基本信任（Granovetter 1985；Mizruchi and Stearns 2001）。在股市投資活動中，人際網絡傳遞資訊的操作建議與消息具有可造成散戶鉅額虧損的不確定性，無法如同其它類型市場資訊（如勞動市場職缺資訊）可高度仰賴弱連帶關係傳遞的資訊，因此散戶會以強連帶關係作為評估資訊有無價值的基礎。這和關係鑲嵌理論所推導出來的命題：「弱連帶可帶來新資訊，散戶應該會評估弱連帶所傳遞口頭資訊的價值高於強連帶所傳遞口頭資訊的價值」牴觸。例如投資人 Y 就強調要很好的朋友給的資訊才能聽：

除非是很好的朋友、同事，其他都點頭之交，不管什麼股票市場〔認識〕，其他朋友也不行，很要好的老朋友講話才能夠聽。一般朋友在馬路上遇到，講的要打問號……朋友有的很靠不住，他自己可能也不是專家，隨便講一講，隨便聽，跳進去就完了，很多人這樣。（TL6）

當彼此關係強度足夠讓投資人對資訊提供者產生信任，對方的「專業性」就成為評估資訊價值的另一個「代理指標」，需要這兩項指標同時兼具的資訊提供者才會讓投資人評估口頭資訊為有價值。Y 在訪談後段中指出有兩位好朋友的口頭資訊他會參考：

有，有兩個〔朋友的建議會參考〕……電話聊一聊，他也是大學畢業，財金系，水平比較高，有問他一下，看他的看法。（TL6）

受訪者是大學生投資人的 CZ，就表示會信任系上特定一位老師的意見與資訊：

老師是教○○這一塊的，所以有些他也稍微會聽到一些消息，對對對，然後有時候可能就會稍微問一下老師他的看法是怎樣。……因為老師他是比較高階層的人員，所以他接觸到的人會比較廣，然後你會接觸到的人會比較是可能是公司的高層，會比較早知道一些小道消息。……基本上我是得到消息之後我會就是自己會再去看一下基本盤，再自己再篩選一下啦！（TL33）

當資訊提供者同時具備可令人信賴的「強關係」與「高專業」兩項社會特性，所提供口頭資訊對於資訊接收者來說就具有參考價值。例如，投資人 LU 就相當重視一位在網路股票論壇認識已經 5、6 年的朋友所提供的建議：

他現在○○做產業研究員，他選股還蠻厲害的……會看一下〔他的〕分析、個股推薦之類的……他選出來的依據跟我很不一樣，但是標的都是那種中小型電子股……他都是親自去跑公司、寫研究報告這種。（TL17）

台灣股市散戶認定的資訊提供者「專業性」，除了社會資本研究所指出的高社會地位職業的專業人士之外（李宗榮 2012），還另外涵蓋兩個面向：「投資技術」與「消息管道」。但因為社會資本口頭資訊研究所指稱的「專業性」未包含這兩個面向，使得根據社會資本理論所推導的「散戶會以資訊提供者職業地位與專業性評估口頭資訊有價值」命題就會有所缺漏。

資訊提供者並非專業人士，也未接受金融專業訓練，但自身股市操盤實際表現優良，就是會讓散戶認定具有「專業投資技術」。例

如，受訪者 O 與她的同學都有投資股票，兩人都是擔任教育工作，而不是金融專業專門人士，但這位同學懂得看產業，所以投資人 O 認為這位同學的口頭資訊就值得重視：

我研究所同學他報給我的，我覺得他應該比較了解吧，他應該對產業方面比我了解很多，應該聽他的話不會錯吧，好像聽他的話買好像也有賺，所以說他這個訊息的來源還不錯（TL5）。

筆者在田野（證券公司營業廳）訪談的投資人 C（TL25），本身為沒有財金背景的退休人士，但同樣是現場其他投資人公認「看市場很厲害」的人。在訪談過程中，陸續有營業廳中和他熟識的投資人來詢問他的意見，「投資技術」讓他的口頭資訊具有參考價值。¹⁵

另一種「專業」能力則是掌握「消息管道」能力，投資人判斷資訊提供者能有管道接觸到可靠「消息」。「消息」可能是未公開公布的資訊，例如公司內部消息、政府政策、主力炒股情報等。投資人 Q 就猜測朋友口頭資訊大致準確是因為擁有「消息管道」：

投資人 Q：……我那個朋友，他之前在○○銀行，可〔能〕是他有認識一些可能玩比較大的朋友，等於我是 follow 他去買，其實我沒有花太多時間去看一些比較基本面的東西，什麼 K 線、年線、日線、買量或賣量這些東西，等於是他說……。

研究者：他報哪一支就買哪一支？

投資人 Q：對對對。

研究者：有賺錢？

15 Hertz（1998）所描述上海股票市場的「大戶」也有相似之處。這些個人投資人憑藉著自己高強的市場分析能力、靈通消息管道或鉅額資本而在市場中崛起，在當地市場文化中得到散戶們英雄式的敬重。

投資人 Q：有，可是有一個賠錢……所以那時候我就覺得，可能像所謂的內線，我同學可能有把握那樣，〔所以〕我才會去投入，才會去投資。（TL14）

有些時候，當散戶得到口頭資訊時，仍然不清楚背後的原因與理由，但由於對於資訊提供者「關係強度」與「專業性」值得信任，因而判斷口頭資訊有價值而立刻採取行動。例如，在 1988 年，財政部長郭婉容宣布復徵證券所得稅，當時造成台股市場連續無量下跌 19 個交易日（臺灣證券交易所 2011: 29-30）。在這項政策公布前夕，投資人 K 在證券公司營業廳貴賓室接到朋友打給她的一通電話：

有人打電話給我，那時候〔在〕盤中，因為我〔人〕在貴賓室，有那個大咖的〔朋友打給我〕，〔叫我〕先跑一半出去的。〔我想說〕是有什麼大不了的事？〔不〕就中美斷交，〔但〕都已經斷交了……這是最大的國際問題，有什麼中美斷交第二次嗎？不可能嘛。那時候我就趕快跑到外面去，就沒有待在貴賓室，就跑到……櫃台。櫃台人很好，她說趕快幫我結，我說你不要給我股票全部賣掉，我要留一張，她說你還有一份你還不賣？我說我不要，我要留一份，那時候跌慘了，慘得要死，好好笑……我快沒手沒腳了。（TL27）

在台灣股票市場，有部分投資人特別強調具有「投資技術」或「消息管道」的「專業人士」比所謂「金融／社會專業人士」（職業／知識專業）提供的口頭資訊更有價值。例如，投資人 ZH 就認為財金專家所提供的市場資訊缺乏參考價值，因為他們的「專業知識」未必能產生出可讓投資人在股市中獲利的有用資訊：「他們的專家是財務的專家，所有的專家不符合股市的專家。我覺得理工醫學都有博士，惟獨股票沒有博士，我認為就是這樣」（TL6）。但是，對於 ZH 來說，與具有「專業消息管道」人士的「關係」卻是相當重要，

成為她願意投入股票市場的因素之一：「我〔會〕做股票也是因為有個朋友，就我兒子的乾爸，那時候他在○○（政府部門），他很多資訊會給我，他提供很多很多」（TL6）。這種質疑金融產業專業人士提供資訊的價值，在其他散戶訪談中也有發現（例如：TL26、TL27）。因此只沿用社會資本研究習慣的「專業性」概念會對這個現象理解過於狹隘，無法掌握股市散戶對於口頭資訊提供者「專業性」的想法，也無法顯示部分股市散戶對於金融專業人士「專業性」的質疑。總結來說，散戶在評價口頭資訊時，首先要衡量資訊提供者的社會特性，以「關係強度」與「專業性」同時作為評估資訊價值的代理指標。

（二）金融知識檢核

雖然散戶可能會在評估資訊提供者的關係與專業後就直接採納口頭資訊來買賣交易，但是許多時候口頭資訊功用是類似於投資標的物的篩選。他們在初步判斷口頭資訊提供者社會特性為有價值後，會開始關注資訊所指稱的股票或產業，且再進一步以自己股票市場知識來檢核口頭資訊所指稱的投資標的物，台灣股票市場散戶最常用的就是基本分析、技術分析、籌碼分析等，¹⁶ 本研究受訪者採用的金融分析方式可參見附錄。吳宗昇（2011）指出散戶通常需要仰賴分析師等市場專業人士將「資料」轉化為可理解的「資訊」（可直接操作的建議），但是本研究發現台灣散戶仍會運用（相對於專業人士）有限

16 目前金融社會學部分學者受到行動者網絡理論（actor network theory）的啟發，強調金融知識的具體與抽象物質（materiality）面向，認為股票市場分析知識可以視為廣義的技術物（Muniesa et al. 2007: 5-6；Preda 2007；2009；MacKenzie 2009: 13-16）。例如，Preda（2007；2009）就指出技術分析是建立在股票市場價格紀錄器（ticker）使用，倘若無價格紀錄器所記錄的市場連續價格，則技術分析就根本無法存在。Donald MacKenzie（2009: 13-16）則是指出股票技術分析需要市場價格紀錄器這樣的具體設備（physical equipment），而技術分析本身也是抽象的概念設備（conceptual equipment）。換句話說，分析股票市場知識的建立與運用，從分析所需資料的生產到分析所需的技術模型，都顯示金融知識的技術物特性。這種將「股票市場分析視為技術物」和其他金融社會理論（例如：Smith 1999）看待金融市場分析的觀點有所不同，但是可以突顯出即使完全仰賴人際網絡流通的金融市場口頭資訊，其評價實作過程仍可視為有技術物涉入其中。

金融知識來直接分析公開市場「資料」，以此檢核所接收的口頭資訊。¹⁷ 投資人 GU 習慣使用基本面分析來做投資決策，而基本面分析也是他進一步確認口頭資訊價值的輔助工具。¹⁸

我先考慮它每年的稅後盈餘，特別是看今年的，然後再看它的本益比，完之後也稍微看一下它每年平均配發股利……
〔別人〕報給我就會去看，先去看，篩選的方式也是這樣子，看它的營運狀況。（TL19）

投資人 CH 也是採取類似的作法：「親友介紹，開始追蹤，用技術面下去看」（TL3），投資人 A（TL2）、投資人 CL（TL29）也都表示會以此方式來再確認口頭資訊的價值。

在這個過程中，口頭資訊可能會因為無法通過投資人檢核而被放棄。投資人 W 與投資人 M 為母女，訪談中提到她們在 2010 年唐峰公司股票飆漲初期已經得到的可靠口頭資訊，但在以基本分析（公司獲利率）檢核後，決定不採取行動：¹⁹

投資人 W：就像前陣子那個唐峰有沒有？

投資人 M：一直漲，之後下來就天天跌停板。

投資人 W：人家已經跟我們講，那時候〔股價〕才 90 幾塊，我們就說這支股票又沒賺錢，〔營收〕才賺 1-2 塊就 90 幾塊，〔之後〕它就給你漲到 200 多塊，後來就被警示，後來就暫停交易，等它出財報。

17 關於股市散戶的分析實作，即是「散戶是如何使用基本分析、技術分析、籌碼分析等來分析市場？」，為值得深入探討的主題，但非本研究關注面向，因此田野中也未蒐集相關資料，但是現有金融社會學研究已經有部分研究成果，例如澳洲與英國股市散戶的技術分析實作研究（Mayall 2006；Roscoe and Howorth 2009），可供參考。

18 對於基本面分析與技術面分析的入門介紹，筆者建議可參考 Burton G. Malkiel 著、楊美齡等譯（2017[2016]）《漫步華爾街》（*A Random Walk Down Wall Street*）。

19 在 2010 年，唐峰股票曾經連續 29 支漲停板，股價漲幅 740%，後來被證實為一件主力聯合公司（大股東）的炒作案件（<http://www.cw.com.tw/article/article.action?id=5000038>，取用日期：2016 年 11 月 30 日）。

投資人 M：它沒賺錢啊，賺得太少……投機的人可以進去，搶一兩支停板趕快走，不過你若沒走，天天跌停板，想賣都賣不出去。（TL12、TL13）

台灣散戶股票市場知識通常不像金融專業人士知識呈現高度系統化。美國金融社會學者 Charles Smith（1999）指出美國金融專業人士對於股票市場邏輯具有的不同信念，²⁰ 因而產生不同的分析學派，例如基本分析、技術分析、效率市場等。²¹ 這些學派都預設了全然不同的股票市場圖像認知，彼此的分析邏輯既相互衝突，在理論上亦無法相容。Smith 認為各個分析派別的真實信仰者（true believer）會堅定在自己的分析系統，不會有不同分析方式同時並用的現象。但是 Smith 所研究的真實信仰者都是金融市場的專業人士，而本研究訪談的散戶皆為非專業投資人，可能無特別意識到不同分析方式存在市場原則衝突，因此大部分會將不同分析方式同時使用。²² 例如投資人 Y 習慣同時用基本分析與技術分析：

〔會先看〕基本面好一點……〔然後〕技術面會看座標，高點在哪裡？低點在哪裡？（TL6）

這種同時使用基本分析與技術分析在受訪的散戶中不算少數（例如：TL1、TL4、TL10、TL11、TL12、TL13、TL21、TL22、TL25、

20 感謝審查人建議本研究可與 Smith（1999）理論對話。

21 Smith（1999: 35-40）研究所分類的市場分析學派中，有一學派為「內線派」（insider），但是其概念內涵為台灣股市內線消息與籌碼分析（資金部位分析）混合。這一學派的市場信仰者認為股票價格漲跌純粹由供給（賣出）與需求（買進）力量大小決定，買方與賣方中那方資金部位較大就會造成股價上漲或下跌，因此要分析市場就要分析市場中買方與賣方資金部位，這可以靠分析股票價量、買賣單、法人進出等資料來分析市場籌碼投入到哪些股票，也可以靠內線資訊掌握市場上法人或主力資金流向。

22 這個議題應可繼續發展探討金融專業人士與散戶的金融市場知識論差異，如同 Claude Levi-Strauss（1966[1962]）對比工程師的科學知識觀（追求邏輯一致性）與巫醫的拼貼（bricolage）知識觀（追求實用有效性）。雖然 Levi-Strauss 這個論點已經受到社會科學嚴重挑戰，因為兩方在實證研究上差異遠不如他所指出的，但是這樣的對比應可作為一個分析使用的理念型（ideal type）。

TL27)，可參見附錄，與 Smith 的觀察有所不同。

（三）資訊準確度

經由綜合衡量資訊提供者的社會性與專業知識檢核，散戶完成對口頭資訊的評價。然而，金融市場口頭資訊具有強烈不確定性，即使評估為有價值的口頭資訊仍然有可能是錯誤或不正確的，因此必然要在資訊事件結束後才能確認口頭資訊的價值，散戶也才能知道當初自己的口頭資訊評價是否正確。「資訊準確度」會被散戶用來再度評價資訊提供者的社會特性，重新衡量自己與對方的「關係強度」或是對方的「專業性」，成為未來口頭資訊評價中的一部分。倘若進一步分析投資人的「口頭資訊準確與否」內涵，可以發現不同型態的散戶有不同重視面向，自我認同為「相對業餘」的散戶通常只重視「價格漲跌與資訊是否一致」，但是自我認同為「相對專業」的散戶傾向除了在乎「價格漲跌與資訊是否一致」，另外也會看「漲跌原因與資訊是否一致」。

投資人 R 原本是自我認同為「相對業餘」的散戶，他的朋友 X，任職於證券產業，曾經讓他在幾個月內賺了數百萬元，但是當市場趨勢反轉時，X 的口頭資訊便不再準確：

X 推薦我的東西，好像喊水會結冰，說什麼就是什麼，那時候瞬間從 500 多萬變成 900 多萬，最好的時候是 1,100 多萬。他那〔時候〕很誇張，我打電話過去問哪支股票好？然後連續有 3-4 個月，第二天就立刻漲停……之後〔市場〕就往下掉，一往下掉，X 就不太罩，他有自己一套操作方法，不是每個人都適合。反正後來沒有搞清楚這件事情，發生問題還是一直問他怎麼辦？但是發生問題你要跟，要跑很快，有很多技巧，當然那是後來我自己學來的，但那時候不懂……那是我第一次賠錢，我賠到只剩 300 多萬……。

（TL24）

之後 R 雖然與 X 仍保持朋友，但「資訊準確度」的疑慮讓他重新評價 X 的口頭資訊，之後再也沒有根據 X 提供的操作建議來交易股票。

投資人 K 是自我認同為「相對專業」的散戶，她有時會依自己的金融知識分析市場後進行交易，有時會以口頭資訊來篩選股票，但也有時會根據評估為高價值的口頭資訊直接交易，她曾經有過依照消息型口頭資訊交易後賠錢的經驗：

我有個朋友跟主力綁在一起，他賺了很多錢，〔但〕他有时候賠，賠了一塊土地……他有〔一次〕告訴我說要做，趕快跟他一起買，做到他說要跑了就跑出去。他說要做○○〔股票〕，做到一半〔就〕說不做了，那沒辦法，〔我〕趕快跑出來，賠錢跑出來。（TL27）

雖然結果是「股票價格漲跌與資訊不一致」使 K 蒙受損失，但是她仍然認為這個口頭資訊「準確度高」，因為她的朋友長期與主力合作，自己本身也有一起進入市場投資，所以即使以事後結果論來說這次口頭資訊是「錯誤」的（股票價格並沒有如預期上漲），她之後還是會繼續參考這位朋友的口頭資訊。

投資人 LI 則是另外一種例子，他也是自我認同為「相對專業」的散戶。父母提供的口頭資訊曾讓他投資獲利，口頭資訊所推薦股票的價格漲跌方向與資訊一致，但是他認為漲跌原因與資訊不一致，因此影響他對於父母後續提供口頭資訊的評價，甚至其他消息型口頭資訊的總體評價：

受訪者 LI：我爸媽都是銀行，然後他們很多客戶，都會有傳說中的內線這樣，可是我基本上都不太鳥……因為其實內線很簡單，他為什麼要跟你講？你又不是他的誰……我會先看基本面，然後再看我講的那些方式，就是籌碼面的〔指

標〕……但我不會隨便買，我會叫他們去訪問一些客戶說為什麼……可是基本上他們其實講不太出來。

訪員：因為你爸媽講過的股票〔你〕有去真的買過？

受訪者 LI：有，有買過一兩檔。

訪員：所以就符合你這些 check 的程序就對了？

受訪者 LI：有，對有，但滿好笑的是我最後賺錢並不是因為他們講的原因。……我媽說這家公司可能就有什麼新產品之類的，結果這個產品真的出來之後反而沒有反應，是之後就剛好某個甚麼突然冒出來，賽到賺到這樣，然後上去我就趕快脫手，結果後來就果然一個就回跌，對就是這樣，所以我滿不太相信內線的。

訪員：所以更加強你不相信內線？

受訪者 LI：對對對對，就我覺得賺到只是賽到而已，就是運氣好這樣。（TL31）

在研究過程中，有部分散戶表達對於口頭資訊普遍懷疑或拒絕的態度，而這些散戶都是自我認同為「相對專業」的投資人。當研究者繼續深入追問，他們幾乎都曾有過依照口頭資訊操作但資訊不準確的經驗。所謂「資訊不準確」，有的是價格漲跌與資訊不一致，也有的是漲跌原因與資訊不一致。資訊不準確讓他們回歸到口頭資訊的社會特性來重新評估，以消息型口頭資訊來說：「對方和我只是什麼樣的關係，為什麼要給我有價值內線？」（例如：TL31、TL34）；以分析型口頭資訊來說：「對方的專業性不如我，為什麼值得參考？」（例如：TL22、TL25）。²³ 因此這些態度上表現出拒絕口頭資訊的

23 在訪談中表達自己不參考口頭資訊的3位受訪者（TL9、TL22、TL25）都是自我認同為「相對專業」的投資人，他們都認為自己市場分析技術很好，所以毋須參考其他人的口頭資訊。投資人J投資股票是在三十幾年前，曾經賺過上千萬，但後來遇到公司惡意倒閉，股票變壁紙，一口氣賠光後退出股市。當初他投資股市時，資訊管道還很少，都是靠自己摸索與研究，他認為自己在這方面相當「天才」（TL9）。投資人HY投資股票經驗為兩年，表示有收到朋友給的口頭資訊，但認為對方不如自己專業，評估這些口頭資訊為無價值而毋須參考，但是她在每次股票買賣前都會詢問營業員的

散戶，理由在於認定自己接收的口頭資訊無法通過「強關係」和「高專業」社會關係代理指標的衡量，其原因是不同於 Smith（1999）描述專業人士由於堅持自己的市場邏輯信仰而拒絕與自己市場邏輯不同的資訊。

總結來說，散戶在無法直接評估口頭資訊內容價值的情況下，藉由評估資訊提供者的社會特性，再用金融知識檢核，以此間接評估口頭資訊的價值。事件過後確認資訊正確與否，雖然無論對錯對於本次交易已無影響，但可作為未來口頭資訊評價的依據，投資人將會用「資訊準確度」再度評估資訊提供者與己的「關係」或其「專業性」，口頭資訊評價評估成為一種迴路架構。

五、口頭資訊與社會互動

「口頭資訊」稱之為 word-of-mouth information，與其他金融市場資訊不同之處即在於其取得或流通管道為人際互動。根據社會資本理論，口頭資訊應是以理性互惠為基礎的社會交換（Lin 2001；Chang 2005；李宗榮 2012），²⁴ 因此散戶口頭資訊的提供應是以現在或未來的經濟或社會交換作為回報（Chang 2005）。²⁵ 倘若按照社會

意見（TL22）。投資人C認為自己分析股票非常厲害，不需要參考其他人的口頭資訊，但是他表示常會給別人口頭資訊，田野訪談中證券公司營業廳現場其他投資人陸續來問他意見，他都很樂意指點（TL25）。資料顯示後2位投資人（TL22、TL25）雖然表示不參考口頭資訊，但他們的股票交易活動仍然糾結於口頭資訊的社會關係結構之中。

24 社會資本研究與社會網絡分析，對於社會關係間的經濟性交換互動（economic transaction）（例如，個體之間的金錢贈予、就業機會資訊的告知），主要是以理性互惠行動原則的「社會交換」（social exchange）作為理論基礎。Nan Lin（2001）在 *Social Capital* 一書中詳盡說明「社會交換」對於社會資本理論的重要性。Lin（2001: 143-164）指出，社會網絡上的資源給予可視為互惠交換關係。其可分解為經濟性交換與社會性交換兩個面向，背後邏輯分別為交易理性與關係理性；前者重視經濟上的得失，後者重視關係上的得失。在經濟利益上為不平等的交換（即經濟利他行為），似乎會讓其中一方蒙受損失，一方得到好處（以理性交換來說，未得到等值交換利益即可視為損失）。然而，經濟上損失的交換者，其經濟損失倘若可獲得他人承認，在此交換的另一個面向——社會交換——就會有所得，包含地位認可、社會聲望、名譽與人情債等，這些都確保其社會地位與所擁有的資源具有正當性，也成為行動者可經由社會關係動用的資源，甚至可轉換為經濟利益。

25 Chang（2005: 1471-1472）認為這可以解釋為何理應擁有高社會資本的高資產投資人

資本理論理性互惠觀點，則口頭資訊應該只會流通在強連帶之間，因為強連帶會有更強烈互惠或利他的動力，這個推論也和本研究發現台灣散戶會以資訊提供者的關係強度作為評估口頭資訊價值的首要代理指標相符合。由於強連帶間理性互惠是長期互動的過程，當雙方關係惡化、未來互惠的可能性降低，則強連帶就可能會停止提供有價值的口頭資訊。投資人 Z 的舅舅即因為和家族間關係變差而停止提供新資訊給家族成員：

投資人 Z：那時候是因為舅舅有個公司是未上市，買了它之後就一定會漲，所以大家〔家族成員〕都買……我會設定一個漲幅，〔但〕我沒有停損只有停利點（笑），害我現在三張擺在那，砍一半我就賣，因為我覺得它再也不會起來。

研究者：哪檔？

投資人 Z：我舅舅這檔。那個公司其實是沒落產業，所以我不覺得它〔有反彈的機會〕……

研究者：你舅都沒提醒你們要賣掉嗎？

投資人 Z：他都沒講，因為最近家庭失和，都沒連絡。因為外婆生病，所以就吵得越兇，都是去年發生。（TL18）

投資人 Z 的親戚都持有他舅舅公司的股票，但因為外婆生病的照顧問題，他舅舅和家族成員有所爭執，和大家都停止聯絡，而當公司營運狀況轉差時也未提醒大家，致使 Z 的親戚蒙受虧損。

既然台灣股市散戶普遍認為只有強連帶的口頭資訊才具有價值，那麼，為何口頭資訊的流通仍不限於強連帶，散戶也會與社會網絡中關係不親密的人有口頭資訊流通？本研究認為這或許可以「同好樂趣」作為行動目的來理解。由於台灣社會有高比例人口從事股票投

卻比低資產投資人更少使用人際關係作為投資資訊取得的管道，她推論這些人不想欠對方人情，避免未來需要給予回報。

資，股票市場已經成為一個大家常見的聊天話題。投資人 H 就表示：

〔股市〕這是全民運動，不然的話，人家在講什麼，你都插不上嘴。（TL1）

對於這些散戶來說，他們可能只是輕鬆「聊市場」、哈拉「談股票」，享受大家一起聊聊天，不認為自己提供給別人的資訊有價值，也無理性交換或是給對方恩惠的態度在其中。投資人 O 即是如此形容以口頭資訊構成的社會互動：

其實你可以做些研究，或是些小道消息。那種感覺真的像大家婆婆媽媽，大家今天報給你一支明牌，然後大家互通消息，聯絡感情這樣子……。 （TL5）

這個口頭資訊活動即使有利於雙方社會關係，也不是因為這個資訊能帶給對方可理性預期的「經濟利益」，而是將這個「經濟活動」（economic activity）作為他們的社會互動構成內容（Zelizer 2012；Chen and Roscoe 2017）。這與行為財務學研究者論點相符，財務學者 Hong et al.（2004: 161）在研究社會互動與股票投資參與時，推論「滿足與同好聚在一起的樂趣可能是社會互動會讓個人更有意願參與股票市場的原因之一」，本研究資料與這樣的推論一致。

總結來說，金融市場口頭資訊提供的動力有兩種不同觀點的解釋，分別為社會資本研究的理性互惠（Chang 2005）與行為財務學的同好樂趣（Hong et al. 2004），本研究資料可以同時符合這兩個論點，且指出兩方觀點可能並無衝突，而是可以分別解釋「強連帶」與「弱連帶」提供口頭資訊的動力。指出不同關係強度提供口頭資訊的理由不同，也是本研究對於這個議題討論的貢獻。²⁶

26 當探討投資行為時，李宗榮（2012: 460）認為行為財務學所著重的非理性心理因素（風

六、結論與討論

這篇論文目的為探討台灣股市散戶的口頭資訊評價實作。本研究發現，口頭資訊具有高度不確定性，且其價值通常無法由內容直接判斷，因此散戶會以資訊提供者的社會特性作為關鍵代理性指標來間接衡量資訊的初步價值，這包含與資訊提供者的「關係」強度及資訊提供者的「專業」程度。初步評價後，投資人通常會再以自己有限的金融知識來解讀市場的公開「資料」，以此來檢核口頭資訊價值。資訊事件後，投資人會以「資訊準確度」來再度評估資訊提供者與己的「關係」或其「專業」程度，循環往復，成為一種迴路結構。

本研究採取與關係鑲嵌及社會資本不同的角度來探討口頭資訊活動，但倘若依照關係鑲嵌與社會資本理論來分析口頭資訊評價實作，筆者可根據理論推導出以下命題：散戶會評估「弱連帶」的口頭資訊為有高度價值，因為資訊「新」；散戶應會評估「職業專業人士」的口頭資訊為有高度價值，因為資訊「專業化」。然而，本研究發現與筆者根據理論所推導出來的命題並非全然一致。散戶將可信任的「強連帶」口頭資訊評估為高價值；資訊提供者的「專業」也非只是指稱專業化職業，也另外指稱投資技術或是握有消息管道。此外，口頭資訊提供動機也並非只有關係鑲嵌與社會資本理論所著重的「強連帶」間的「理性互惠」，也有發現行為財務學提出的「同好樂趣」的口頭資訊交流，而這種以社會互動樂趣為目的的口頭資訊交流在「弱連帶」間應該更為普遍。

關係鑲嵌與社會資本研究長期以來未深入探討「不同特性口頭資訊」在社會網絡流通的可能差異，無論是工作機會（Granovetter

險偏好）與社會資本理論著重的理性行動（社會網絡的市場資訊應有利投資表現），對於金融投資參與程度的提昇，分別提出不同的解釋原因，但是在實證上都顯示獨立的解釋效果。筆者認為在探討口頭資訊互動時，財務行為學與社會資本都可以同時解釋其動機。

1973)、產業資訊(Uzzi 1996; 1999)、企業內部同僚諮詢(Mizruchi and Stearns 2001)等口頭資訊探討,這些研究都著重口頭資訊中的「新(不重複)」這個價值面向,因而強調「弱連帶」資訊的價值。但卻未討論口頭資訊中「可靠性」這個價值面向,而這個面向的重要程度是依據資訊錯誤所造成的損失大小而會有所不同。倘若將「口頭資訊錯誤對於個體所可能造成的損失程度」來區分——即依照所謂「口頭資訊風險」來分類,則我們應該可以將口頭資訊區分為:「高風險口頭資訊」,即個體依據錯誤口頭資訊行動將造成鉅額實質損失,例如本研究所討論的股票操作資訊,投資人依錯誤資訊買賣將會蒙受大量金錢損失;面對這類型的口頭資訊,個體應該會傾向重視「強連帶」傳遞的可靠資訊;「低風險口頭資訊」,即個體依據錯誤口頭資訊行動將造成輕微損失,例如勞動市場工作資訊;即使求職者依錯誤資訊應聘工作,後來發現這個工作職缺根本不存在,最多只會損失和對方聯絡的一些時間,所以仰賴大量「弱連帶」資訊應該是對於行動者較佳策略;「中風險口頭資訊」則是介於上述兩者之間,行動者依據錯誤口頭資訊行動將造成部分損失,例如浪費這段時期投入的工作時間,則此時行動者就需要在「強連帶的可靠資訊」與「弱連帶的新資訊」兩者間拿捏。由於經濟場域的口頭資訊風險的差異可以相當巨大,系統性分析不同風險類型口頭資訊與不同社會連帶間的關聯,應該可以讓我們對於社會關係在經濟活動中的重要性與影響層面有更完整的理解。

傳統的金融財務研究依循主流經濟學的思考架構,著重分析市場行動者的理性行為,後來興起的行為財務學則是探討行動者的心理偏誤如何使得市場行為偏離理性行動。然而,與上述兩者不同的是,金融社會學關注社會因素(例如制度、文化等)對於金融市場活動的影響。這些領域間的相互對話,尤為現在金融研究學者所倡導(de Bondt 2005; MacKenzie 2006),本研究發現亦可作為一個金融社會學與行為財務學對話的議題。在台灣股票市場中,散戶的交易頻率(週轉率)遠高於美國股票市場散戶與專業機構投資人(法

人），行為財務學者 Barber et al.（2009）將此現象歸因於台灣散戶的心理特質——過度自信（overconfidence）與刺激感追尋（sensation seeking）——程度高於美國散戶的心理狀態。²⁷ 但是這樣的解釋可能過於武斷，尤其是依照 Barber 等人的解釋方式，則台灣散戶的自信與刺激追尋程度有時會高達美國散戶的數倍之上，不太符合合理判斷。筆者認為這樣的解釋是將股票投資人視為處於真空環境的原子化個人，過度忽略各種社會關係對於交易行為可能產生的重大影響（Granovetter 1985）。台灣股票市場散戶獨特結構讓口頭資訊大量流通，與英美股市散戶操作交易少有受到口頭資訊影響不同，筆者認為這是心理因素之外讓台灣散戶積極交易的可能原因。尤其是台灣散戶重視強連帶口頭資訊價值，可能會使得台灣股票市場更常出現與公開市場資訊毫無關聯的個股瞬間大漲或瞬間大跌的現象，違反效率市場假說理論（Fama 1970），這背後可能就是親朋好友口頭資訊交流產生的集體殺進／殺出市場行為。本研究強調社會因素對於金融市場運作有著重要影響力，應值得財務學界與金融產業更加關注。

本研究發現的台灣股市散戶大量口頭資訊流通現象，顯示台灣散戶高度鑲嵌於社會關係結構（家庭、親族、朋友的人際網絡）之中，不同於英、美、澳股市散戶相對原子化與個人化的股市交易模式，也間接反映出兩方社會關係結構的不同。本研究成果可回應近期 Ailon（2015）、²⁸ Chen and Roscoe（2017）呼籲金融社會學者應該要更重視非盎格魯薩克遜脈絡（non-Anglo-Saxon context）金融市場行動者研究。由於英美（盎格魯薩克遜）金融市場已經成為全球金融市場的

27 行為財務學認為過度自信（overconfidence）與刺激感追尋（sensation seeking）是造成股市散戶投資週轉率高的主要原因。Brad Barber and Terrance Odean（2000；2001）研究美國散戶的交易頻率與投資表現，發現散戶過度頻繁買賣股票，累積高額交易手續費而造成投資損失，他們認為這是投資人過度自信所導致的結果。女性股票投資人交易頻率低於男性而使得投資表現普遍優於男性，他們認為這是因為男性自信程度高於女性。Mark Grinblatt and Matti Keloharju（2009）研究芬蘭股市散戶，指出另一個心理因素——刺激感追尋——也是激發股市散戶過度交易的原因。

28 Galit Ailon（2015）研究以色列股票市場，指出以色列普遍認為心理學而非經濟學才是分析股市所需要的知識，當地盛行以心理學解讀技術線圖的方式來分析市場，不同於英美股票市場主流的經濟學分析。

典範，從構成市場的制度、規範、設備到分析市場的理論、模型、知識，都是各國市場運作與投資人行動的參照模範。然而，其他地方金融投資人市場行動並非都只是在展演實踐如同英美投資人般的理性經濟人（perform *homo economicus*）（例如：Callon 1998；MacKenzie 2006；Roscoe 2013；Preda 2017），而是同時也在展演實踐所屬當地的市場文化與社會關係結構。倘若只以英美框架來分析非英美脈絡投資人的股票交易行為，將無法全然理解他們市場行動的意義與實作。

本文以口頭資訊評價研究來嘗試開啟股市散戶市場資訊評價的討論，但散戶所接收的市場資訊是相當多元的，從財金報紙與雜誌的投資專欄、電視媒體上的分析師建議、到網路論壇上的網友意見等。²⁹ 目前研究也證實股票網路論壇上所提供的買賣意見對於股價變動具有實質影響（例如：Antweiler and Frank 2004），可見網路論壇意見也確實是不少散戶的決策依據。儘管口頭資訊只是投資人各項資訊管道的其中一種，但卻是橫跨各階級投資人都會共同使用的資訊來源，使得它成為最普遍的金融市場資訊管道（Chang 2005）。金融市場中永遠充斥著大量的正確與錯誤的訊息，經濟學理論將市場中「正確的資訊」定義為「資訊」（information），「錯誤的資訊」則定義為「噪音」（noise）。理性投資人依照市場「資訊」交易因而在市場上獲利，非理性的投資人則是根據「噪音」交易而造成虧損（Black 1986）。傳統與新興資訊管道已經提供極為巨量的金融市場資訊給投資人，散戶必然需要評估這些資訊價值，篩選其中（評估為）高價值的資訊來作為交易操作的依據，但是散戶又是如何評價口頭資訊之外的其他市場資訊？關於散戶其他金融市場資訊的評價實作目前都尚未有討論，希望未來會有後續研究進一步的探討。

最後，有財務研究指出股票基金經理人（負責為股票基金操盤的

29 根據本研究的訪談資料，台灣散戶的交易決策根據是相當多元的（見附錄），每次交易並非都依循相同基礎，這次交易可能是依據自己金融知識分析的結果、下一次是根據口頭資訊直接買賣、再下一次或許是根據金融分析師的報告、之後又可能是根據口頭資訊先篩選再以金融知識檢核後交易。雖然台灣散戶決策根據具有多元性，但是本研究與社會資本研究都顯示口頭資訊是台灣散戶重要的交易決策判斷依據之一。

金融專業人士)的交易決策似乎也會受到口頭資訊的影響(Hong et al. 2005)³⁰，但是口頭資訊對於他們操盤實作過程的重要性尚待進一步研究證實，因為理論上基金經理人應該是以金融市場公開資料所評估公司股票價值來作為交易決策根據，所有買賣行為都需要留有可供金融管理單位查證的分析記錄報告，以此來證明他們的交易決策皆為遵守法律規範與金融專業知識的合理判斷，而非依賴毫無根據的直覺或違法的內線消息。但倘若口頭資訊對於他們交易實作的重要性也如同台灣股市散戶，則這些專業投資人如何評估口頭資訊，且如何將口頭資訊融合至交易實作，也將是後續研究值得探討的議題。

誌謝：感謝研究助理簡郁珊與許淑翔之協助。《台灣社會學》編委會與兩位匿名評審人的意見，讓本人受益良多。感謝李宗榮、韋岱思(Thijs Velema)、田島真弓(Tabata Mayumi)、張恒豪、郭文般、沈幼蓀在本研究構思階段提供寶貴的意見。本論文部分構想曾在2015年台灣社會學會年會發表。最後感謝科技部計畫M-OST107-2410-H-305-001-MY2之經費補助。

30 Hong et al. (2005) 指出同一個城市的基金經理人會有更高可能性在同一季都買或賣相同檔股票。他們推測這可能就是口頭資訊產生的效果，因為這些經理人地理空間相近，可能會經由人際網路交換市場資訊。但是他們也指出這個推論無法排除這些基金經理人可能是受到相同資訊來源，例如閱讀到當地相同財金資訊媒體的影響。另外，他們也認為這個發現可以符合金融財務研究指出金融市場分析師會彼此模仿分析預測，以避免當市場表現不如分析預期，提出獨特但錯誤分析的分析師會傷害自己在就業市場上的聲譽(例如：Scharfstein and Stein 1990; Hong et al. 2000)。當基金經理人的投資組合都是相對接近，則市場表現即使不如預期，個別經理人所承受的壓力就會小很多，他們認為這可能是個別基金經理人行動理性化後產生的從眾行為(herding behaviors)。

附錄：股票個人投資人訪談名單

2010 至 2015 年訪談名單

編號	性別	年齡	資訊管道	金融知識 (分析方式)	工作狀態	自我 認同
TL1	F	50s	網路 電視財金節目 口頭資訊	基本面分析 (優先) 技術面分析	工作(小型家族 企業成員)	相對 業餘
TL2	F	50s	網路 報紙 營業員／證券公司 口頭資訊	基本面分析	工作(小型家族 企業成員)	相對 業餘
TL3	M	50s	網路 口頭資訊	技術面分析	工作(自雇)	相對 專業
TL4	F	30s	網路 電視財金節目 書 營業員／證券公司 口頭資訊	技術面分析 政治面分析	工作(受雇)	相對 業餘
TL5	F	30s	報紙 雜誌 電視財金節目 營業員／證券公司 口頭資訊	技術面分析	工作(受雇)	相對 業餘
TL6	F	60s	報紙 雜誌 電視財金節目 口頭資訊	基本面分析 技術面分析	退休	相對 專業
TL7	F	50s	網路 雜誌 營業員／證券公司 口頭資訊	產業面分析	工作(受雇)	相對 業餘
TL8	M	20s	網路 口頭資訊	基本面分析 政治面分析	學生	相對 業餘
TL9	M	50s	報紙	基本面分析 產業面分析	工作(自雇)	相對 專業

編號	性別	年齡	資訊管道	金融知識 (分析方式)	工作狀態	自我 認同
TL10	F	50s	股票機 報紙 電視財金節目 營業員／證券公司 口頭資訊	基本面分析 技術面分析	工作（自雇）	相對 業餘
TL11	M	70s	報紙 電視財金節目 口頭資訊	基本面分析 政治面分析	退休	相對 專業
TL12	F	40s	網路 雜誌 電視財金節目 營業員／證券公司 口頭資訊	基本面分析 技術面分析	家管	相對 業餘
TL13	F	70s	網路 雜誌 電視財金節目 營業員／證券公司 口頭資訊	基本面分析 技術面分析	家管	相對 業餘
TL14	F	20s	網路 營業員／證券公司 口頭資訊	基本面分析	工作（受雇）	相對 業餘
TL15	M	30s	網路 報紙 電視財金節目 口頭資訊	基本面分析 （優先） 技術面分析	工作（受雇）	相對 專業
TL16	M	60s	n/a	n/a	工作（自雇）	相對 專業
TL17	M	20s	網路 口頭資訊	技術面分析	學生	相對 專業
TL18	M	30s	網路 口頭資訊	技術面分析 產業面分析	工作（受雇）	相對 業餘
TL19	M	20s	網路 報紙 口頭資訊	基本面分析	工作（受雇）	相對 業餘
TL20	F	30s	網路 電視財金節目 口頭資訊	基本面分析 政治面分析	工作（受雇）	相對 專業
TL21	F	30s	電視新聞 口頭資訊	基本面分析 技術面分析	工作（受雇）	相對 專業

編號	性別	年齡	資訊管道	金融知識 (分析方式)	工作狀態	自我 認同
TL22	F	60s	網路 電視財金節目 營業員／證券公司	基本面分析 技術面分析	無業	相對 專業
TL23	F	20s	n/a	n/a	學生	相對 業餘
TL24	M	30s	網路 報紙 雜誌 電視財金節目 口頭資訊	基本面分析 技術面分析 (優先)	工作(受雇)	相對 專業
TL25	M	60s	報紙 證券公司	基本面分析 技術面分析	退休	相對 專業
TL26	M	20s	網路 雜誌 口頭資訊	基本面分析	學生	相對 專業
TL27	F	60s	雜誌 口頭資訊	基本面分析 技術面分析	家管	相對 專業
TL28	F	20s	網路 口頭資訊	技術面分析	學生	相對 業餘
TL29	M	30s	網路 電視財金節目 口頭資訊	基本面分析	工作(受雇)	相對 業餘
TL30	M	60s	網路 報紙 營業員／證券公司 口頭資訊	技術面分析	工作(自雇)	相對 業餘

2018 至 2019 年訪談名單

編號	性別	年齡	資訊管道	金融知識 (分析方式)	工作狀態	自我 認同
TL31	M	20s	網路 口頭資訊	技術面分析 籌碼面分析	無業	相對 專業
TL32	F	50s	營業員／證券公司 口頭資訊	技術面分析	工作（自雇）	相對 專業
TL33	M	20s	新聞 公司財報 口頭資訊	基本面分析	工作（受雇）	相對 業餘
TL34	F	50s	網路 電視財金節目 營業員／證券公司 口頭資訊	技術面分析	工作（自雇）	相對 業餘
TL35	M	20s	網路 新聞 證券公司 APP 口頭資訊	籌碼面分析 技術面分析	學生	相對 專業
TL36	M	20s	網路 報紙 口頭資訊	技術面分析	工作（受雇）	相對 專業
TL37	M	20s	網路 新聞 證券公司 APP 電視財金節目 口頭資訊	籌碼面分析 技術面分析 基本面分析	學生	相對 專業
TL38	M	20s	網路 新聞 口頭資訊	產業面分析 技術面分析	學生	相對 專業

參考文獻

- 上海證券交易所編，2017，《上海證券交易所統計年鑑 2017 卷》。上海：上海遠東出版社。
- 李宗榮，2012，〈探索風險投資的社會機制：社會資本與股市、共同基金的參與〉。《人文及社會科學集刊》24(4): 439-467。
- 吳宗昇，2011，〈資訊的重量：臺灣股市的社會構造〉。《臺灣社會學刊》47: 45-89。
- 陳宇翔，2016，〈「社會—市場」框架：當代臺灣證券公司營業廳的科技、空間與社會關係型構〉。《臺灣社會學刊》60: 1-53。
- 鄭力軒，2017，〈自由化、資本形成與股票市場：一個經濟社會學的分析〉。頁 89-124，收入李宗榮、林宗弘編，《未竟的奇蹟：轉型中的台灣經濟與社會》。台北：中央研究院社會學研究所。
- 臺灣證券交易所，2011，《證交資料》，第 594 期（https://www.twse.com.tw/products/essay_detail/594，取用日期：2019 年 11 月 24 日）。
- ，2017，《臺灣證券交易所——中華民國 106 年度年報》（<https://www.twse.com.tw/zh/page/about/company/annuals.html>，取用日期：2019 年 8 月 6 日）。
- Malkiel, Burton G. 著、楊美齡、林麗冠、蘇鵬元譯，2017[2016]，《漫步華爾街：超越股市漲跌的成功投資策略》。台北：遠見天下文化。（Malkiel, Burton G. 2016. *A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing*. New York: W. W. Norton & Company.）
- Ailon, Galit. 2015. “Rethinking Calculation: The Popularization of Financial Trading outside the Global Centres of Finance.” *Economy and Society* 44(4): 592-615.
- Antweiler, Werner and Murray Z. Frank. 2004. “Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards.” *The Journal of Finance* 59(3): 1259-1294.
- Barber, Brad M. and Terrance Odean. 2000. “Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors.” *The Journal of Finance* 55(2): 773-806.
- . 2001. “Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment.” *The Quarterly Journal of Economics* 116(1): 261-292.
- Barber, Brad M., Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, and Terrance Odean. 2009. “Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading?” *The Review of Financial Studies*

- 22(2): 609-632.
- Bessy, Christian and Pierre-Marie Chauvin. 2013. "The Power of Market Intermediaries: From Information to Valuation Processes." *Valuation Studies* 1(1): 83-117.
- Beunza, Daniel and Raghu Garud. 2007. "Calculators, Lemmings or Frame-Makers? The Intermediary Role of Securities Analysts." *The Sociological Review* 55(2): 13-39.
- Black, Fischer. 1986. "Noise." *The Journal of Finance* 41(3): 529-543.
- Brown, Jeffrey R., Zoran Ivković, Paul A. Smith, and Scott Weisbenner. 2008. "Neighbors Matter: Causal Community Effects and Stock Market Participation." *Journal of Finance* 63(3): 1509-1531.
- Burt, Ronald S. 2001. "Structural Holes versus Network Closure at Social Capital." Pp. 31-56 in *Social Capital: Theory and Research*, edited by Nan Lin, Karen S Cook, and Ronald S Burt. New York: Aldine de Gruyter.
- Callon, Michel. 1998. "Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics." Pp. 1-57 in *The Laws of Markets*, edited by Michel Callon. Oxford: Blackwell Publishers.
- Chang, Mariko Lin. 2005. "With A Little Help From My Friends (and My Financial Planner)." *Social Forces* 83(4): 1469-1498.
- Chen, Yu-hsiang and Philip Roscoe. 2017. "Practices and Meanings of Non-professional Stock-trading in Taiwan: A Case of Relational Work." *Economy and Society* 46(3-4): 576-600.
- De Bondt, Werner. 2005. "The Values and Beliefs of European Investors." Pp. 163-186 in *The Sociology of Financial Markets*, edited by Karin Knorr Cetina and Alex Preda. New York: Oxford University Press.
- Fama, Eugene F. 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *The Journal of Finance* 25(2): 383-417.
- Granovetter, Mark S. 1973. "The Strength of Weak Ties." *American Journal of Sociology* 78(6): 1360-1380.
- . 1983. "The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited." *Sociological Theory* 1(6): 201-233.
- . 1985. "Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness." *American Journal of Sociology* 91(3): 481-510.
- . 2005. "The Impact of Social Structure on Economic Outcomes." *Journal of*

- Economic Perspectives* 19(1): 33-50.
- Grinblatt, Mark and Matti Keloharju. 2009. "Sensation Seeking, Overconfidence, and Trading Activity." *The Journal of Finance* 64(2): 549-578.
- Harrington, Brooke. 2008. *Pop Finance: Investment Clubs and the New Investor Populism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Hertz, Ellen. 1998. *The Trading Crowd: An Ethnography of the Shanghai Stock Market*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Hong, Harrison, Jeffrey D. Kubik, and Amit Solomon. 2000. "Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts." *The RAND Journal of Economics* 31(1): 121-144.
- Hong, Harrison, Jeffrey D. Kubik, and Jeremy C. Stein. 2004. "Social Interaction and Stock-Market Participation." *The Journal of Finance* 59(1): 137-163.
- . 2005. "Thy Neighbor's Portfolio: Word-of-Mouth Effects in the Holdings and Trades of Money Managers." *The Journal of Finance* 60(6): 2801-2824.
- Kjellberg, Hans, Alexandre Mallard, Diane-Laure Arjaliès, Patrik Aspers, Stefan Beljean, Alexandra Bidet, Alberto Corsin, Emmanuel Didier, Marion Fourcade, Susi Geiger, Klaus Hoeyer, Michèle Lamont, Donald MacKenzie, Bill Maurer, Jan Mouritsen, Ebba Sjögren, Kjell Tryggestad, François Vatin, and Steve Woolgar. 2013. "Valuation Studies? Our Collective Two Cents." *Valuation Studies* 1(1): 11-30.
- Knorr Cetina, Karin. 2003. "From Pipes to Scopes: The Flow Architecture of Financial Markets." *Distinktion: Journal of Social Theory* 7(2): 7-23.
- . 2011. "Financial Analysis: Epistemic Profile of an Evaluative Science." Pp. 405-441 in *Social Knowledge in the Making*, edited by Charles Camic, Neil Gross, and Michèle Lamont. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Knorr Cetina, Karin and Urs Bruegger. 2002. "Global Microstructures: The Virtual Societies of Financial Markets." *American Journal of Sociology* 107(4): 905-950.
- Levi-Strauss, Claude. 1966[1962]. *The Savage Mind*. London: Weidenfeld & Nicolson.
- Lin, Nan. 2001. *Social Capital: A Theory of Social Structure and Action*. Cambridge: Cambridge University Press.
- MacKenzie, Donald. 2006. *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- . 2009. *Material Markets: How Economic Agents are Constructed*. Oxford: Oxford University Press.
- Mayall, Margery. 2006. "'Seeing the Market': Technical Analysis in Trading Styles."

- Journal for the Theory of Social Behaviour* 36(2): 119-140.
- Mizruchi, Mark S. and Linda Brewster Stearns. 2001. "Getting Deals Done: The Use of Social Networks in Bank Decision-Making." *American Sociological Review* 66(5): 647-671.
- Muniesa, Fabian, Yuval Millo, and Michel Callon. 2007. "An Introduction to Market Devices." *The Sociological Review* 55(2): 1-12.
- Preda, Alex. 2007. "Where Do Analysts Come From? The Case of Financial Chartism." *The Sociological Review* 55(2): 40-64.
- . 2009. *Framing Finance: The Boundaries of Markets and Modern Capitalism*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- . 2012. "Tags, Transaction Types and Communication in Online Anonymous Markets." *Socio-Economic Review* 11(1): 31-56.
- . 2017. *Noise: Living and Trading in Electronic Finance*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Roscoe, Philip. 2013. "Economic Embeddedness and Materiality in a Financial Market Setting." *The Sociological Review* 61(1): 41-68.
- Roscoe, Philip and Carole Howorth. 2009. "Identification through Technical Analysis: A Study of Charting and UK Non-professional Investors." *Accounting, Organizations and Society* 34(2): 206-221.
- Scharfstein, David S. and Jeremy C. Stein. 1990. "Herd Behavior and Investment." *The American Economic Review* 80(3): 465-479.
- Shiller, J. Robert and John Pound. 1989. "Survey Evidence on Diffusion of Interest and Information among Investors." *Journal of Economic Behavior and Organization* 12(1): 47-66.
- Smith, Charles. 1999. *Success and Survival on Wall Street: Understanding the Mind of the Market*. Oxford: Rowman & Littlefield Publishers.
- Thatcher, Mark. 2007. *Internationalisation and Economic Institutions: Comparing European Experiences*. Oxford: Oxford University Press.
- Uzzi, Brian. 1996. "The Sources and Consequences of Embeddedness for the Economic Performance of Organizations: The Network Effect." *American Sociological Review* 61(4): 674-698.
- . 1999. "Embeddedness in the Making of Financial Capital: How Social Relations and Networks Benefit Firms Seeking Financing." *American Sociological Review* 64(4): 481-505.

Zelizer, Viviana A. 2012. "How I Became a Relational Economic Sociologist and What Does That Mean?" *Politics & Society* 40(2): 145-174.

Zuckerman, Ezra W. 1999. "The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount." *American Journal of Sociology* 104(5): 1398-1438.

———. 2004. "Structural Incoherence and Stock Market Activity." *American Sociological Review* 69(3): 405-432.