

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

李宗榮

中央研究院社會學研究所副研究員

股市與共同基金等高風險的投資活動日益普及，近年來已形成不容忽視的社會現象。然而相關的社會學研究仍然鮮少。本文主張社會資本可視為是鑲嵌在人際關係中的專業化訊息能量的一種指標。擁有較好的社會資本，將更有機會獲取社會等級制的位置中價值較高的專業化訊息；在資訊的誘因結構以及理性行動的自利前提下，這類資訊被啟動以從事投資的可能性也更高。本文透過台灣社會變遷基本調查的資料，肯證此一理論臆測。本文並評估從社會網絡與社會資本架構研究金融投資等經濟活動的可能性，並從研究設計與測量等面向提出建議。

關鍵字：社會資本、風險、投資、股市、基金

壹、前言

進行投資理財，是當代社會中普遍存在於大眾當中的一項經濟活動。九零年代之後，全球社會歷經了巨大的「新經濟」變革，科技與金融成爲社會變遷的兩大重要因素。前者以「知識經濟」爲主導，在工作與生產上轉換傳統的勞動型態與企業組織 (Dore, 2000; Powell and Snellman, 2004)，後者則隨著資金流動的全球化、消費金融市場的擴張，以及衍生性金融商品的推陳出新，讓一般社會大眾的經濟活動深受著金融工具日益創新的影響 (Keister,

2000; Shiller, 2000)。這種科技進步與金融工具快速發展帶來了社會上對於投資理財活動的積極參與。以美國為例，在所謂新經濟蓬勃的股票市場上引起投資活動的「非理性的狂熱 (irrational exuberance)」，讓一般美國家庭擁有股票的比例迅速成長，在九零年代成長了十個百分點，在九零年代末擁有股票的美國家庭已經高達 48.9% (Hong, Kubik and Stein, 2004)。在 1971 年時美國收入最高前百分之十的家庭，擁有全國股票市值的 74%，而如今，幾乎人人是股東 (Nofsinger, 2001)。財務學者甚至認為，金融市場投資活動的普遍，幾乎是二十世紀最重大的文化變革之一 (Nofsinger, 2001)。而台灣民眾早在八零年代末開始即經歷過金錢遊戲的洗禮。至今，以股市為核心的資本市場不停擴大，影響著台灣企業的生態，更牽繫著許多台灣一般家庭的經濟與社會活動。

而攸關財富取得的經濟行為，越來越因為階層與生活風格的不同而呈現明顯的差異；特別是不同的投資工具牽涉不同的風險程度與回報能力，也影響到家庭與個人財富累積的速度及型態。以美國家庭的資產配置而言，研究顯示，在 1989 至 1998 年之間，股票的年報酬率顯著高於債券、儲蓄等項目；由於中產階級收入停滯與負債的升高，使得擁有高報酬股票成為高所得的有錢人累積財富的重要手段 (Keister, 2005)。然投資工具的風險與回報乃一體兩面，較高回報的投資工具意涵著較高的風險。在一個財富的投資與消費越來越差異化的年代，一般民眾在使用金融投資工具上傾向有何差異？面對風險性的金融投資的態度有何不同？但正如目前的社會學文獻所強調，如果經濟交易活動經常受到其所鑲嵌的社會網絡的制約，這不禁令人好奇，這種社會鑲嵌，是否會對風險投資產生影響？如果是，其影響的機制又可能是什麼？

從文獻的發展來看，本文的提問恰逢近來經濟社會學、行為財務學以及社會資本文獻交叉幅湊的學術缺口。但晚近重要的社會網絡與社會資本的研究傳統，與個人風險投資活動之間的關連為何，仍待進一步探索，也是本文著力所在。在理論概念上，本文重新詮釋社會資本的概念，並主張社會資本可以解讀為當代社會中透過人際接觸可以獲取的專業化訊息能量；社會資本的測量因而可以視為是鑲嵌在個人人際網絡中專業化訊息資源的指標。由於當代的金融市場深受具技能認證、訓練的專業化群體所掌控，金融工具高度

知識密集的特性，加深一般人對專業化資訊的依賴。擁有較豐富社會資本的個人，因其特殊的網絡位置，經常處與擁有專業性知識的人際互動環境之中，比較有機會打破專業化訊息流通的藩籬，在資訊的誘因結構以及理性行動的自利前提下，啟動利用這個資訊的可能性也更高。以下本文將反省既有關於風險投資的文獻，論證前述的理論命題，並與近年來頗為蓬勃的行為財務學的心理解釋辯駁。最後以台灣社會變遷的調查數據來驗證本文的臆測。文末並從概念與測量上評估社會資本架構用以研究經濟行為的可能性。

貳、「效率市場」之外：風險投資的文獻回顧

有關風險投資的研究，目前的文獻由於學科間立場的差異而呈現零散而取徑殊異的情況；但大抵仍可以歸納成經濟學、行為財務學以及社會學者的研究三大脈絡。社會學在近年關於財富的研究中觸及風險性資產的議題，然主要仍從社會人口變項討論，探討教育、年齡、族群、宗教等背景如何影響不同財富型態的持有（Keister, 2000; 2005）。經濟學者的研究則以效率市場假說與人力資本理論的觀點作為代表；而近年來非常活躍的行為財務學者，則從心理與情感層次對古典經濟學派做出挑戰。

古典經濟學關於風險投資的討論，可以著名的「效率市場」理論為例（Fama, 1970）。這個理論假定市場中的每個個人都無所不知，會在各種情況下按照對投資效用的評估而做出適當地選擇與決定（Shiller, 2000）。投資人被視為是理性，對投資的價值也會形成共識，對風險性資產的持有，也因而會有相同的投資組合，不會有風險程度的差異。對於經濟學者而言，個人進行資產的選擇配置是理性計算的結果，而進行投資的資訊取得，並不是問題；¹ 若有，也可以透過教育等人力資本的因素彌補（Shaw, 1996: 649）。然而理性假說與資訊取得這兩個前提，卻在近年來的行為財務學與經濟社會學的研究中，倍受挑戰。相異於古典經濟學對個人經濟行為的理性假設，行為財務學者認為個人面對經濟行為的決策過程經常是受感情因素影響，而非單

1 對於效率市場模型中有關資訊取得或個人能力的討論跟批評請參考 Shiller, 2000: 171-175。

純理性計算的結果；因為過度自信、考慮過去、逃避後悔與追求自尊，或者因為自制力不足，投資人經常作了許多並不明智的行為（Shefrin, 2000）。這與古典經濟學的解釋非常不同，也促使了許多的學者探討個人的風險承受程度與投資組合的關聯（Corter and Chen, 2006; Grable and Lytton, 1998; Sung and Hanna, 1996）。

對於社會學者而言，資訊並非如新古典經濟學的模型所假定的無所不在；取得資訊更非沒有成本或不受社會結構制約。在經濟社會學中一個學界普遍具有的共識是，經濟行動者的決策與行為經常是鑲嵌在人際網絡關係中完成的（Granovetter, 1985）。在經濟交易的領域，DiMaggio 與 Louch（1998）曾指出當商品交易的真正品質難以透過市場聲望評估衡量時（例如二手車的買賣或家庭欲從事室內裝修），買家會更傾向透過人際網絡的協助以尋找可信賴的交易對象（DiMaggio and Louch, 1998; Zuckerman, 1999）。此外，組織社會學家的研究也發現，在市場不穩定而買賣產品風險高的情況下，商業銀行中的銷售人員，更會依賴親近的同事人脈以尋求諮商（Mizruchi and Stearns, 2001; Uzzi, 1999）。在這些研究的背後是社會網絡的利用與交易性質的普遍關聯：交易活動的風險與不確定性程度越高，行動者越可能依恃人際關係來尋求諮詢與協助交易。

雖然鑲嵌性的命題幾乎主宰著二十餘年來經濟社會學的研究意識，有趣的是，社會學者仍鮮少探討社會網絡的鑲嵌性對一般社會大眾有關風險投資的影響。這其中主要可能是因為有系統調查人際網絡、個人金融投資與財富的資料仍然有限，雖然目前也已經有了零星的研究開始探索這個議題。根據席勒等人早年對美國投資者隨機樣本的調查研究發現（Shiller and Pound, 1989），美國投資者中有許多對於個股的投資興趣，是受人際關係的互動所促成。高達三分之一的受訪者表示他們購買股票的初始興趣是因為仲介的介紹，兩成受到任職於該股票公司的人員，另外一成三表示受到朋友或親戚的影響；此外有兩成八的受訪者表示購買某公司股票乃是受了已購買該股票的其他人影響所致（Shiller and Pound, 1989: 55）。這是學術界關於人際網絡影響股票投資行為較早的經驗證據。有趣的是，縱使各式財經媒體與網際網路經常提供大量與投資相關的公開資訊，但經驗研究也顯示，人際之間面對面

的互動，由於其立即性與親近性，在訊息傳遞過程中仍然是現代投資者倚賴的最重要的管道 (Duflo and Saez, 2002; Shiller, 2000: 153-157)。近年來則有社會學者 Chang (2005) 的研究，透過美國「消費金融調查 (survey of consumer finance)」的資料探討美國民眾投資資訊取得的管道；研究發現，社經地位較低的美國家庭通常依賴人際關係的利用來獲得投資的建議，而高社經地位的家庭，由於資源多，因此較傾向同時採用多樣的資訊管道，並且會雇用專業投資顧問以諮商，跟低社經地位的家庭只環繞親友等人際關係為主的管道大異其趣。此外，財務學者則從社會互動的層面探討風險投資的關聯。根據 Hong, Kubik and Stein 的研究 (2004)，一般美國家庭成員對外的社會互動程度 (與鄰居互訪、上教堂等) 越頻繁，則其參與股市活動的傾向越高。Hong 等人臆測，股票投資是一項充滿不確定與主觀判斷的活動，對於資訊參考的需求高於一般日常活動，因而假定投資人可能呈現較為密集的社會互動。

經濟社會學者與行為財務學者 Hong 等人的研究顯然推進了我們關於風險投資的社會學認識：投資事務的風險與不確定程度影響了經濟行動者尋求社會關係協助的傾向。然而縱使行為財務學者發現股票投資者的人際互動傾向較強，這當中還有兩個根本的問題沒有被回答。首先，造成這個關係背後的社會機制為何仍然值得探討。例如 Hong, Kubik and Stein 等人 (2004: 161) 揣測兩種可能性造成人際互動與投資股市的關聯：一是股票投資者喜歡透過人際關係的口語傳播來進行資訊分享，另外是股票投資者享受談論股票投資的樂趣。但這似乎只限於心理滿足層次的解釋，而沒辦法從社會結構的角度來理解。從社會階層化的傾向來看，個人網絡的分布型態 (以及背後所孕育的資源) 具有明顯的差異，而這正是社會資本研究經常關心的議題。一個可以接續詢問的問題是：這種鑲嵌在每個個人人際關係背後的資源差異，會對風險投資產生何種影響？當人際關聯的測量只侷限在互動頻率的層次時，這個面向將被忽略。雖然既有的文獻仍然沒有處理此議題，但是從鑲嵌性命題與社會資本理論的意涵，卻讓我們揣測這中間是否有一個等待辨識釐清的「失落的關聯 (missing link)」。顯然，檢視社會資本對於個人的投資活動造成何種影響，是值得研究者往前探索的。

參、社會資本與風險投資：理論與假設

本文認為社會資本的測量可視為是鑲嵌在人際網絡中專業化訊息能量的指標。為了重新詮釋這個概念，我們有必要回顧其原始的理念。在林南的社會資本的理論構思中，社會資本意謂鑲嵌在人際網絡中可動員的潛在社會資源（Lin, Cook and Burt, 2001）。這意謂著一個人社會資本的多寡，與其認識的人背後所蘊含的資源相關；這些社會資源的形式包含財富、權力，甚至是社會聲望或地位。在測量上，林南從人際網絡的三種指標衡量個人社會資本能量的差異（Lin et al., 2001）。首先是人脈可及關係的最高聲望（upper reachability），這可以視為是透過社會關係可能動員的最好資源；可以認識的社會等級結構中的人脈聲望越高，其社會資本越好。其次是關係的異質性（heterogeneity），衡量的是可觸及的資源幅度（range），意即人脈聲望的差異幅度越大，則社會資本越好。第三是廣泛性（extensity），指的是可觸及的不同社會位置的數量；一個對於社會各階層認識越廣泛的人，其社會資本優於人脈侷限在幾種層面的人。這三種指標雖然彼此具有關聯，但是卻呈現社會資本作用的不同面向。大量的研究證實了社會資本的工具性效能；對於個人的地位取得、尋找工作、個人收入水準等都有至關重要的影響（Boxman, Graaf and Flap, 1991; Lin, 2001; Lin and Ao, 2008; Lin, Ensel and Vaughn, 1981; Lin and Erickson (eds.), 2008)。

在林南的原始理論中曾將資訊的流動視為是社會資本得以作用的一個手段（Lin, 2001: 20）；本文延伸這個面向，認為社會資本也可視為是專業化訊息能量的一種測量。這主要是基於兩點理由：首先，訊息「專業化」的程度意謂其所牽涉到的知識密集程度以及專業的價值；而資訊的價值在人際互動的過程中，經常是行動者進行學習與資訊尋求的原因之一（Borgatti and Cross, 2003; Stuart, Hoang and Hybels, 1999）。跟社會資本的概念相同，一個人如果無法透過自身的能力獲致這樣的訊息，可以轉借透過人際關係學習或諮商來取得。而如何取得資訊以及資訊品質的優劣則因人而異。舉例而言，認識一個律師與認識裸姆背後所蘊含的訊息，其價值可能有很大不同；這背後的價

值差異有一大部分因社會接觸本身的專業技能，以及可以提供的諮詢品質所致。熟識的朋友中若有人是公司的執行長，這樣的人脈資源可能帶來一個關於投資機會的消息本身，也可能是與之討論其他產業發展相關的專業諮詢；前者是資訊本身的價值，後者則是人脈背後可動員的對資訊解碼的能力，這些皆可能構成本文所謂專業化資訊的能量。事實上，林南社會資本理論的測量即是以可接觸的社會位置，其職業或社經地位的指標作為可動員資源的高低測量。其次，社會互動的核心成分之一是溝通，如果我們承認此一前提，我們便很有理由相信，個人與可觸及的社會位置之間存在著某種程度的訊息交換活動（Homans, 1950; Blau, 1964）。假如人脈的聲望水準大致等同於其背後的資訊專業化程度與解讀資訊的能力，擁有較高社會資本的個人，將會具有較豐富的專業性的訊息能量。

而影響個人財務投資行為的關鍵因素之一是資訊；如何打破人際網絡封閉的藩籬取得專業化資訊，顯然是重要的。特別是當代金融市場中的各式產品與活動，牽涉到高密度的知識解碼過程，一般人在瞬息萬變的環境裡，依賴專業人脈諮詢的可能性更高。已有的經驗研究發現，投資專業人士，在一般人眼中常被視為更有知識能力的群體，特別是在複雜的個人理財領域，一般人通常缺乏足夠的資訊與能力，對專業的建議需求更甚（Chang, 2005: 1471）。雖然學術界並沒有完整的關於社會關係與金融投資活動大規模的抽樣調查，但早年美國的經濟學者對於富裕人士的研究發現確實指出：高達四分之三的人曾經諮詢別人的意見，而且收入越高、進行投資越頻繁者，對專業資訊的需求與諮詢程度也越高。其中最常被列舉的諮詢對象有股票仲介、投資顧問、律師、會計師、銀行家、甚至大學教授與企業內部的董監事（Barlow, Brazer and Morgan, 1966: 68-70）。以身份來看，這些對於投資決定攸關重大者乃階層等級社會中位居頂層的專業之士，職業聲望與社會經濟地位都極高（Ganzeboom and Treiman, 1996; Lin, 2001）。對投資而言，位居社會高層的人脈，經常有獲取有價值的資訊與確認資訊可信度的諮詢效用；如果對於投資有價值的資訊，正如林南社會資本理論所描述的，是由上而下分布在社會等級金字塔的人際網絡之中，那麼擁有較高聲望的社會關係者，其打破限制而取得這類資訊的機會也就越大。而這也與晚近社會網絡學者探討市場

行為的論點相符：一個人如果在社會等級結構中擁有地位較高的人際接觸，由於其稀少性與綜觀通達社會結構的能力，行動者有機會動員不同的管道，也因此能得到品質更好的資訊（Röper, Völker and Flap, 2009: 43）。

此外，從資訊收集的角度，廣泛社會網絡的個人具有先天的優勢。社會資本的理論便主張，具有廣泛人際關係的個人，即使不蓄意強求，有價值的資訊甚至可能自然而然的在日常談話或人際往來中呈現，而不用費心探求（Lin, 2000; Lin and Ao, 2008）。從投資研究的文獻中，學者便主張，具有社會地位優勢的人，經常有機會處於投資資訊優渥的環境之中，Chang 甚至對此提出觀察而認為：「這類的投資理財資訊便可能在談話或其他碎小的聊天中交換著，個人甚至可能沒察覺到自己正在接收相關的資訊（Chang, 2005: 1490）。」從結構洞的理論來看，廣泛的人脈一方面得以容納更大量的資訊，同時，透過不同來源的資訊，社會行動者可以交相比對而衡量所接受資訊的真偽與價值，也可更容易篩選得到較有價值的資訊（Burt, 1992; 2005）。這樣的主張也符合最近關於社會網絡與個人經濟行為研究的論點。在 Röper 等人（2009）關於荷蘭社會中一般人購屋與租屋的研究發現，人際網絡的規模以及人際網絡的多樣性，對於尋找房屋這種工具性的活動具有顯著影響。Röper 等人因而認為，規模越大與越多樣化的人際網絡，越有可能蘊含對行動者有用的資訊。

總而言之，社會網絡的研究認為，較高社會地位的人際接觸以及廣泛的人脈，有可能傳遞與投資活動相關更多也更有價值的資訊；從個人對於資訊優勢的極大化利用的理性自利前提來看（Lin, 2001），這樣的資訊傳遞有可能進一步誘發個人的投資興趣，並加以利用。這樣的理論邏輯探討協助我們導引本文的主要研究命題：社會資本將對個人參與風險性投資活動的可能性形成正面的影響。

前述論證在指明：社會資本對於與風險投資可能具有正向的影響效果。社會資本豐富在此意謂具有更多的高社會地位與廣泛的人脈。然而社會資本也有可能進一步影響個人對於經濟活動的風險評估與心理態度。如果從個人的心理反應來檢視，擁有許多社會金字塔頂端人脈，也可能讓人具有自信，甚至產生志得意滿、意氣風發的心態；一旦面對投資風險的前景評估，也可

能顯得比較樂觀。舉例而言，有許多專業級人士為諮詢協助，由於資訊的獲取量增多品質較高，彷彿讓人有了心理上的「靠山」，除了增強自信，對於投資也可能顯得比較大膽。一些學者的研究間接支持了這個論點；在美國，投資者若諮詢過需要收費的金融顧問，其願意承受的投資風險程度明顯較高 (Chang, 2005: 1481)。此外，投資者具有專業財務顧問的諮詢，也可能因「自我歸因的偏見」而解消因為投資失利所帶來的心理挫折，而顯得大膽 (Shefrin, 2000)。如果投資者的投資結果好，他可將這項成果歸因於自己的能力；但如果失利，則可以怪罪於財務顧問而自圓其說，並降低懊悔的程度 (Shefrin, 2000: 129)。這意涵，更多專業化資訊的含量與諮詢管道，能讓投資者或顯得更為自信、或合理化過去失敗的經驗；無論如何，前述兩種論點都指向，在投資活動的諮詢中，擁有高社會聲望的人脈與接觸將可能透過行動者的心理機制產生互動影響，增加其從事風險性投資活動的可能性。本文的焦點在於社會資本與風險投資之間的關聯，然而此處的討論牽連行為財務學所關心的心理態度議題，也隱含其他可能的影響因素。隨後經驗分析中，本文在基本模型中控制個人的風險承受程度因素；這將協助我們衡量在心理機制之外，社會資本的獨立解釋能力與本文提議的理論架構的有效性。此外，由於前述的討論也意涵社會資本與趨險心態具有互動效果，本文隨後分析也將一起檢視。

肆、資料、變項與估計

本文分析社會變遷基本調查五期三次 (2007 年) 的階層組調查資料來驗證以上兩個假設。本調查資料收集訪問時間於 2007 年 7 月至 8 月，完成訪問的有效樣本數為 2040 人，此樣本的特性與歷年社會變遷基本調查的樣本類似。本文分析所採用的主要依變項是受訪者關於股票與共同基金投資的參與，使用的是調查中詢問受訪者或其配偶「是否參加上市、上櫃、未上市公司股票或國內外基金的投資。」該變項為二元變項。此外為了比較理論模型的效力，本文也以「投資金額」作為依變項分析，詢問的是受訪者或其配偶在股票與基金上投資的總額。社會變遷基本調查在該項目上以「10 萬元以下」

至「1000 萬元以上」7 個級數作判別，分析時本文取每個級數的上下邊界平均數轉換成金額總數，最低與最高等級則取該級數原來金額轉換。在統計模型的設定，本文沿用既有學者估計金融資產持有型態的架構 (Keister, 2003; 2008)，對於受訪者及其配偶是否參與投資採二元邏輯式迴歸模型估計，對投資總額則採 OLS 線性迴歸模型估計。² 在估計中，並將主要變項有遺漏值的受訪者予以排除，兩個主要模型的最後分析樣本數分別為 1770 與 1753。

關於社會資本的測量，學界主要有「定名法 (name generator)」與「定位法 (position generator)」兩種。定名法為學者 Burt 所倡議，只考慮受訪者人際網絡的形式關係。而本文採用的社會資本指標來自林南的定位法；定位法更細緻的衡量鑲嵌在社會關係背後的社會聲望與地位的分布因素，也更符合本文主張的專業化訊息能量的概念。定位法的基本精神在透過少量職業位置的抽樣方式 (例如本調查中的 22 個職業位置)，針對這些位置詢問受訪者可觸及的關係量與關係型態，以估計個人潛在的總社會資本的能量 (capacity)。有關定位法中所用以測量社會地位的方式有兩種，一個採用職業聲望，另一個則是使用社會經濟地位 (SEI)；雖然這兩個測量具有非常高度的相關，但仍具有略為不同的意涵 (Van der Gaag, Snijders and Flap, 2008)。學者認為前者隱含有透過人際互動過程所可以獲得的社會回饋，後者則直接與人力資本與經濟報酬有關 (Ganzeboom and Treiman, 2003)。此外林南認為職業聲望隱含職業位置所具有的社會影響力，後者則接近職業位置所代表的資源 (Lin,

2 本文的分析樣本中有 25.4% 的民眾表示在受訪期間從事股市或基金的投資。由於有 74.6 % 的受訪者表示沒有進行投資，以此作為本文的主要分析的依變項，本文考量可能造成樣本選擇的問題；如果有些人因為先天的某些條件使得其無法進行風險性的投資，納入這些人為樣本，則估計將有所偏誤。然而在台灣，從事股票或基金的投資相對容易，交易成本不高，參與者也頗為普遍。九零年代甚至經歷過全民動員參與股市投資熱潮的洗禮，成為當時台灣社會的重要社會議題 (許甘霖, 2002)。根據台灣證券交易所的資料，至 2007 年 8 月，台灣股市的累計開戶人數達 1450 萬人，去掉重複開戶人數約有 800 萬人。這 800 萬人中 2007 年實際從事交易的人數約 285 萬；已開戶人數跟實際交易人數比為 2.8:1，說明在台灣參與如股市之類的風險性投資，其限制性可能不高。然考量其他可能的樣本選擇因素，本文分析曾另以 Tobit 模型進行估計 (cf. Long, 1997)，視沒有從事股市或基金投資之受訪者為設限 (censored) 的觀察值，考量其對迴歸係數估計的可能影響。估計結果與本文目前所採用的估計模式雷同，本文將不另外呈現。

2001)。本文於此採用職業聲望的測量；這主要基於兩個理由。第一，本文主張個人的社會資本具有資訊的承載與人際互動的影響，於概念上更接近職業聲望的理論意涵。其次，社會經濟地位更直接與經濟資源的累積有關，在概念上這與本文關心的依變項有更高的重疊性。不使用社會經濟地位指標可以某個程度減低內生性的可能。有關社會資本實際的操作，研究者通常先將社會人口普查的職業名單列表，並依據職業聲望分數排序、分組，每組並選擇最普遍的職業作為測量項目，並依此詢問受訪者是否認識該類職業。目前本研究採用的是林南提議的版本，共有 22 個職業。據此，每個個人認識的職業總數、所觸及職業中最高聲望、與接觸職業中最高與最低聲望之間的差異，則分別構成了三種社會資本的測量指標：「位置廣泛度」、「最高可及聲望」與「可及聲望範圍」。有關本次調查中所使用的定位法的社會位置取樣清單、樣本受訪者觸及程度、三個社會資本指標的樣本平均值等描述性統計請參考表 1。其中職業的聲望值採用的是 Ganzeboom 與 Treiman (1996) 所建構的國際標準職業聲望指數量表 (SIOPS)。本文在從事分析時，除了參考慣用的作法將三個指標以因素分析方式建立一個新的總體「社會資本」變項外，並分別放入三個獨立指標於估計方程式中，以衡量並比較個別指標與總體變項的解釋效力。有關三個指標與社會資本能量的因素分析結果，以及因素分析的基本結構請參考表 1 與表 2。大體而言，本文視「最高可及聲望」的測量是專業化訊息資源的操作化，而聲望範圍、位置廣泛度則測量了訊息人脈廣泛性與異質性的面向。此外，由於本文主張社會資本的專業化接觸可能對於風險投資造成影響，本研究另外參考前述 Barlow 等人 (1966) 有關美國富裕人士的投資諮詢所曾列舉過的對象（例如國會議員、股票仲介、投資顧問、律師、會計師、銀行家、大學教授與企業董事）等，並針對社會資本測量中 22 個職業位置中聲望指數最高的四個職業（律師、立法委員、大學教授以及大企業老闆），計算受訪者這四個職業位置的接觸頻率（0 到 4）。本研究稱這個變項為「專業接觸」，並預期此變項對於風險投資的傾向與投入金額有正向的影響。

除了本文關心的社會資本變項之外，本文的分析亦控制了與個人投資活動相關的社會人口變項以及風險承受程度的測量；這些分別是年齡、性別、

表 1：社會資本定位法清單（Position Generator）與社會資本能量指標

位置（國際標準聲望指數）	受訪者觸及程度（%，N=2040）
護士（54）	46.3
作家（57）	5.3
農民（47）	55.6
律師（73）	17.9
中學老師（60）	42.9
褓姆（23）	24.0
清潔工（25）	35.6
人事主管（60）	32.1
大公司行政助理（53）	23.5
美髮師（32）	47.5
會計（49）	41.7
警衛、保全人員（30）	39.7
生產部門經理（60）	20.0
工廠作業員（34）	47.5
電腦程式設計師（51）	32.8
櫃臺接待（38）	22.5
立法委員（64）	15.2
計程車司機（31）	31.7
大學教授（78）	24.1
搬運工（22）	25.7
警察（40）	36.8
大企業老闆（70）	15.5
社會資本能量指標	
位置廣泛度	
平均數	6.85
標準差	5.31
數值範圍	0-22
最高可及聲望	
平均數	59.01
標準差	18.23
數值範圍	0-78
可及聲望範圍	
平均數	39.97
標準差	18.43
數值範圍	0-56

註：國際標準聲望指數（SIOPS），為 standard international occupational prestige scale 縮寫。

表 2：社會資本的因素結構 (N=2040)

因素	特徵值	比重
I	2.535	0.845
II	0.345	0.115
III	0.118	0.039
因素 I 的因素負荷量		
位置廣泛度	0.893	
最高可及聲望	0.902	
可及聲望範圍	0.961	

* varimax rotation

婚姻狀態（已婚）、教育程度（分國小、國中、高中、專科、大學及以上五個等級）、省籍（閩南、外省、客家）等。原住民由於觀察值太低（n=33）在分析時已經先予以排除。另外本文也控制社會階層研究中重要的解釋變項：個人「社會經濟地位 (socioeconomic status; SES)」。社會經濟地位係一個考慮教育、職業聲望以及收入等要素所形成的一個綜合指標，廣為社會流動的研究所用。考慮這個變項有兩個主要原因：一方面本文主張現代市場社會的投資牽涉到專業化的知識能力，個人社會經濟地位於此有可能是風險投資的促成力量；此外，個人社會資本的累積也可能受社會經濟地位影響，特別是高聲望的人際接觸與個人本身的社會經濟地位息息相關 (Lin, 2001)，在模型中控制社會經濟地位的作用，將能夠考量這個內生性問題同時進一步檢視社會資本的獨立作用。本文的社會經濟地位指標採用的是 Ganzeboom 與 Treiman (1996) 的國際通行架構，依照受訪者的職業代碼比對轉換其數據。由於社會經濟地位指標只有具有工作的受訪者才有此數據，在樣本中，有高達 34.5% 的受訪者因為沒有工作而無法取得。本文按照一般程序，先將此沒有工作的受訪者在社會經濟地位指標上給予 0，同時另外建立一虛擬變項（1=無 SEI 數據；0=有 SEI 數據），並同時加入模型之中，以控制此社會經濟地位指標遺漏的情形。在「投資風險態度」的測量上，以往的研究有不同的詢問方式，對於受訪者而言回答難易程度也不同 (Grable and Lytton, 1999)；本文使用的

問卷題目如下：³「如果您有一筆錢可以從事投資，請問您願意承受風險的程度為何，由 1 到 10 分請你打分數？」

另外由於投資活動與經濟資源的多寡息息相關，因此本文考慮受訪者各種相關的經濟條件的差異，這些因素包括工作狀態（目前是否有工作）、家庭年收入（從無收入至百萬元以上共 27 個等級）、擁有房子與否（受訪者個人或配偶擁有房子）、負債（是否有借款或貸款，由 1 萬元及以下至 1000 萬元以上共分 9 級）等。由於先前的行為財務學研究曾經發現股市投資者的社會互動程度較一般人為高（Hong et al., 2004），為了與本文社會資本的測量區分並控制純粹人際互動傾向的影響，分析中並加入控制變項「每日接觸人數」（共分為 0-4 人、5-9 人、10-19 人、20-49 人、50-99 人、100 人以上共 6 個等級）。此外由於股市投資等活動是頗為都市型態的經濟行為，本文分析亦控制受訪者居住地之都市化程度；都市化程度共分為 1-7 個等級，此乃根據商業人口、工業人口、專上教育程度、年齡結構與人口密度等面向所作的群集分析結果；其等級代表（1 至 7 級）分別為核心都市、一般都市、新興市鎮、傳統產業市鎮、一般鄉鎮、高齡化鄉鎮與偏遠鄉鎮；此分類細節請參考侯佩君等人（2008）。

伍、分析結果

在投資活動上，2007 年台灣的一般民眾表示參與上市櫃與未上市等股票投資者有 18.6%，而表示有參與共同基金者有 14.5%。同時投資股票與基金這兩者的重複程度很高，至少投資這兩者其中一種的有 25.5%；本文採用這個測量作為參與風險性投資活動的變項。⁴ 在投資金額上，平均為台幣 26.03 萬元。表 3 為樣本的特徵與主要變項的描述統計。

對於風險投資參與的分析，表 4 的模型(1)至(9)分別進行邏輯迴歸的估

3 社會變遷基本調查 2007 年的問卷曾經嘗試採用美國「消費金融調查 (survey of consumer finance)」有關投資風險承受程度的題目，然其效果在預試後發現台灣的一般民眾普遍有理解上的困難。該調查後來採用目前本文所用的語意容易理解、且受訪者回覆率高的題目。

4 本文曾另外以僅從事股票投資行為進行分析，由於估計結果無甚差異，本文不另外報告。

表 3：研究變項基本描述性統計

變 項	N	Mean	S.D.	Min.	Max.
風險投資	2040	0.25	0.44	0.00	1.00
風險投資總額	2017	25.61	99.43	0.00	1000.00
社會資本	2040	0.00	1.00	-2.24	1.89
風險承受	1958	3.43	2.30	1.00	10.00
年齡	2040	45.64	17.05	19.00	93.00
性別（男性）	2040	0.49	0.50	0.00	1.00
省籍					
閩南	2040	0.74	0.44	0.00	1.00
外省	2040	0.11	0.31	0.00	1.00
客家	2040	0.13	0.34	0.00	1.00
教育					
國小	2040	0.25	0.43	0.00	1.00
國中	2040	0.14	0.35	0.00	1.00
高中	2040	0.28	0.45	0.00	1.00
專科	2040	0.12	0.33	0.00	1.00
大學及以上	2040	0.21	0.41	0.00	1.00
已婚	2040	0.61	0.49	0.00	1.00
有工作	2040	0.60	0.49	0.00	1.00
人際接觸頻率（1-6）	2032	3.38	1.27	1.00	6.00
都市化程度（1-7）	2040	2.71	1.46	1.00	6.00
家庭收入（1-27）	1902	8.22	4.92	1.00	27.00
自有住宅	2040	0.50	0.50	0.00	1.00
負債（1-9）	1988	2.06	2.79	0.00	9.00
社會經濟地位	1312	41.42	13.79	16.00	87.00

計；模型(1)為基準模型，模型(2)至(4)則分別加入社會資本的三個指標—位置廣泛度、最高可及聲望、可及聲望範圍—並對其效果分別進行檢測；模型(5)加入專業接觸作為自變項，模型(6)則沿襲傳統上社會資本理論的研究者所採取的方式，加入因素化社會資本的總變項，模型(7)考量風險承受程度的影響，模型(8)同時考慮社會資本與心理態度，模型(9)則加入社會資本與風險承受程度的互動項。在估計上一個可能性是將前述社會資本的三種測量與本文提議

表 4：風險投資的邏輯迴歸分析 [exp (B)：勝算比]

變項	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9
位置廣泛度	1.05*** (.01)								
最高可及聲望			1.03*** (.00)						
可及聲望範圍				1.02*** (.00)					
專業接觸					1.22*** (.07)				
社會資本						1.54*** (.11)			
風險承受程度								1.48*** (.11)	1.75*** (.25)
社會資本*風險承受									1.21*** (.35)
年齡	1.13*** (.03)	1.11** (.03)	1.11*** (.03)	1.11** (.03)	1.12*** (.03)	1.10** (.03)	1.13*** (.03)	1.11** (.03)	1.11** (.03)
年齡 (平方)	1.00*** (.00)	1.00** (.00)	1.00*** (.00)	1.00** (.00)	1.00*** (.00)	1.00** (.00)	1.00*** (.00)	1.00** (.00)	1.00** (.00)
男性	.74* (.09)	.73* (.09)	.74* (.09)	.73* (.09)	.72** (.09)	.73* (.09)	.67** (.09)	.67** (.09)	.67** (.09)
省籍 (基準閩南)									
客家	.91 (.17)	.91 (.16)	.91 (.17)	.93 (.17)	.93 (.17)	.91 (.17)	.92 (.17)	.92 (.17)	.90 (.17)
外省	1.10 (.20)	1.12 (.21)	1.13 (.21)	1.14 (.21)	1.12 (.21)	1.14 (.21)	1.11 (.21)	1.14 (.22)	1.14 (.21)
教育 (基準國小)									
國中	2.32** (.63)	2.10** (.57)	2.07** (.57)	2.01* (.55)	2.17** (.59)	2.00* (.55)	2.26** (.62)	1.99* (.55)	1.94* (.54)
高中	3.75*** (.95)	3.17*** (.82)	3.06*** (.79)	3.01*** (.78)	3.35*** (.86)	2.95*** (.86)	3.51*** (.90)	2.81*** (.74)	2.77*** (.73)
專科	6.02*** (1.73)	4.99*** (1.46)	4.55*** (1.34)	4.59*** (1.35)	5.16*** (1.51)	4.48*** (1.32)	5.35*** (1.57)	4.13*** (1.23)	4.10*** (1.22)
大學及以上	9.31*** (2.79)	7.93*** (2.40)	6.29*** (1.95)	6.68*** (2.04)	7.80*** (2.37)	6.65*** (2.04)	8.64*** (2.62)	6.37*** (1.97)	6.24*** (1.93)
已婚	1.72** (.30)	1.75** (.31)	1.74** (.31)	1.75** (.31)	1.74** (.31)	1.75** (.31)	1.84** (.33)	1.87*** (.34)	1.88*** (.34)
有工作	1.23 (.38)	1.27 (.39)	1.30 (.41)	1.32 (.42)	1.24 (.39)	1.31 (.41)	1.15 (.36)	1.21 (.38)	1.25 (.40)
人際接觸頻率	.99 (.05)	.95 (.05)	.96 (.05)	.94 (.05)	.97 (.05)	.94 (.05)	1.00 (.05)	.95 (.05)	.95 (.05)
都市化程度	.89* (.04)	.89* (.04)	.89* (.04)	.90* (.04)	.89* (.04)	.89* (.04)	.91* (.04)	.91 (.04)	.91 (.04)
家庭收入	1.07*** (.01)	1.06*** (.01)	1.06*** (.01)	1.06*** (.01)	1.06*** (.01)	1.06*** (.01)	1.07*** (.01)	1.05*** (.01)	1.05*** (.01)
擁有房子	1.48* (.23)	1.47** (.23)	1.48** (.23)	1.46* (.23)	1.50** (.24)	1.47* (.23)	1.55** (.25)	1.54** (.25)	1.52** (.25)
負債	.92*** (.02)	.91*** (.02)	.91*** (.02)	.91*** (.02)	.91*** (.02)	.90*** (.02)	.91*** (.02)	.90*** (.02)	.90*** (.02)
SEI	1.02** (.01)	1.02** (.01)	1.02** (.01)	1.02** (.01)	1.02** (.01)	1.02** (.01)	1.02** (.01)	1.02** (.01)	1.02** (.01)
SEI_控制	2.77* (1.19)	2.73* (1.18)	2.68* (1.17)	2.88* (1.25)	2.58* (1.12)	2.78* (1.21)	2.58* (1.12)	2.57* (1.12)	2.66* (1.16)
N	1770	1770	1770	1770	1770	1770	1770	1770	1770
R-squared	.18	.19	.20	.20	.19	.20	.20	.22	.22

***p<.001, **p<.01, *p<.05 (括號內為標準誤)

的專業接觸置入模型中，以同時考察不同變項的係數與相對影響。不過由於研究者指出三種社會資本的測量通常容易引起多元共線性 (multicollinearity) 的問題，本文並沒有將之放入同一模型中 (Van der Gaag et al., 2008)。

從這些數據中，首先我們發現，在還沒考察社會資本與心理態度的因素前，社會人口特徵的差異對於個人參與風險投資的行為產生作用。受訪者為中年人、女性、已婚、高教育程度、高社經地位，且家庭收入較高、擁有住屋、無負債以及居住在都市化程度高者參與股票與基金的投資機會比較高。其中教育程度的影響力特別的強，顯示當代投資活動高度知識密集的特色與教育的促成作用；這也符合前述經濟學者主張的人力資本再投資的理論模型。與教育為國小的受訪者相比，在其他條件皆不變的情況下，不同教育程度對於風險投資參與的勝算比分別增加 1.32 倍 (國中)、2.75 倍 (高中)、5.02 倍 (專科)、與 8.31 倍 (大學或研究所)。省籍因素沒有顯示任何影響。比起男性，女性的受訪者表示進行股票與基金投資的參與可能性卻比較高；這發現與既有研究台灣股市參與的研究發現一致 (郭敏華等，2005)，也頗符合一般人對於台灣很特殊的所謂股市「菜籃族」的社會印象。值得注意的是，擁有工作與否對於是否直接參與股市或基金的投資沒有任何影響，反而受其他經濟地位因素等因素決定。人際接觸頻率則沒有影響，沒有肯證既有行為財務學中有關人際互動頻率與股票投資關聯的發現。

至於本文關心的社會資本變項，則在模型(2)至(6)都顯現方向一致而顯著的影響，證實了本文的假設：在其他條件一致的情況下，社會資本對於個人的風險投資有正向而顯著的獨立影響效力，而且因為社會資本變項的加入，模型的適合度也比較好 (與基準模型相較，其他各個模型擬 R 平方值皆增加)。值得注意的是在模型(5)中，本文另外建構的「專業接觸」的變項，產生顯著的正向作用。如果以此作為專業化社會資本的一個粗略的測量，根據該模型，其他條件一致的情形下，在律師、立法委員、大學教授以及大企業老闆四種職業位置中，受訪者每增加其中一種接觸，其投入股市或基金的參與的勝算比將增加 22%。

比較模型(6)跟基本模型(1)後發現，原先分析中教育對於風險投資活動的影響，有很大一部份被社會資本的力量所中介影響，這與社會資本對於其他

不同工具性行為的研究發現非常類似 (Boxman et al., 1991; Lin and Ao, 2008)。模型(6)顯示，在其他條件不變的情況下，每增加一個單位的總體社會資本量，參與風險投資活動的勝算比就會增加 54%。社會經濟地位 (SEI) 對於風險投資的參與具有顯著且正向的效果，也符合預期。這也如前述，在當代知識經濟的市場中，諸如教育與專業性的階層化地位，都是風險投資的重要影響因子。不過原先臆測社會經濟地位指標可能中介許多社會資本的影響作用，在模型的估計中並沒有顯現出來；在沒有報告於表列中的分析發現，模型中有無置入社會經濟地位變項對於總體社會資本量的估計係數影響非常微弱；勝算比影響的差異只有 1%。

模型(7)跟模型(8)考量個人的風險承受程度，以及同時考量風險態度跟社會資本時兩個主要自變項的解釋力。結果顯示，受訪者願意有比較高的風險承受程度一如預期，對於高風險的投資工具如股市與基金，有顯著的影響。而在模型(8)中，同時考量社會資本與風險承受態度的因素，數據顯示兩者具有獨立而顯著的影響效果。這說明關於風險投資的社會資本與心理態度的兩種解釋邏輯，在現實世界似乎不是二選一 (alternative) 的競爭命題。有趣的是，考量分析單位的標準化因素之後，發現兩者的影響力量接近 (兩者的勝算比標準化倍數改變值分別是 1.46 與 1.49)；受訪者每增加一個標準差的社會資本量與一個標準差的趨險態度，其參與風險投資的百分比分別增加 46% 與 49%，差異甚小。至少在本文的分析脈絡，社會資本與心理態度對於風險投資的影響不分軒輊。跟基準模型(1)相比，模型(7)跟模型(8)的適合度皆提高 (模型擬 R 平方值從 .18 分別增加至 .20、.22)。

爲了檢驗社會資本與心理態度對於風險投資的影響，本文續以風險投資的金額作爲依變項從事分析。表 5 報告 OLS 迴歸分析的結果，分析架構與前述同，而研究發現也頗爲一致，社會資本與風險承受態度皆爲風險投資的重要影響因素，不過社會人口變項的影響略有差異。其中模型(1)爲基準模型顯示，年齡、教育、社會經濟地位、婚姻狀態與經濟相關條件如家庭收入、自有住宅以及負債等因素都顯著的影響了受訪者投入風險投資的金額。但值得注意的是，以投入金額總數作爲分析單位後，性別的影響因素消失，而省籍的因素則發現，客家族群跟閩南族群相較在投資的金額上顯著較低 (平均而

表 5：風險投資金額的 OLS 迴歸分析

變項	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9
位置廣泛度		1.36** (.07)							
最高可及聲望			.41** (.07)						
可及聲望範圍				.48** (.08)					
專業接觸					12.46*** (.13)				
社會資本						8.86** (.08)			
風險承受程度							4.47*** (.10)		
社會資本*風險承受								7.71** (.07)	.15 (.00)
年齡	4.27*** (.69)	3.88*** (.62)	4.04*** (.65)	3.89*** (.62)	3.55*** (.57)	3.86*** (.62)	4.34*** (.70)	3.97*** (.64)	3.92*** (.63)
年齡 (平方)	-.03*** (-.51)	-.03** (-.45)	-.03** (-.47)	-.03** (-.45)	-.03** (-.42)	-.03** (-.45)	-.03*** (-.50)	-.03** (-.45)	-.03** (-.45)
男性	1.35 (.01)	1.08 (.01)	1.25 (.01)	.97 (.00)	-.23 (.00)	1.05 (.01)	-.52 (.00)	-.63 (.00)	-.53 (.00)
省籍 (基準閩南)									
客家	-17.63** (-.06)	-17.52** (-.06)	-17.76** (-.06)	-17.21* (-.06)	-16.42* (-.06)	-17.48** (-.06)	-17.65** (-.06)	-17.52** (-.06)	-17.39** (-.06)
外省	4.72 (.01)	5.14 (.02)	5.15 (.02)	5.46 (.02)	5.70 (.02)	5.36 (.02)	4.85 (.02)	5.40 (.02)	5.59 (.02)
教育 (基準國小)									
國中	10.99 (.04)	8.71 (.03)	9.72 (.03)	8.14 (.03)	7.12 (.02)	8.38 (.03)	9.74 (.03)	7.57 (.03)	8.75 (.03)
高中	35.21*** (.16)	31.19*** (.14)	32.20*** (.14)	30.68*** (.14)	29.05** (.13)	30.47*** (.13)	33.02*** (.15)	29.07** (.13)	29.60*** (.13)
專科	48.27*** (.16)	43.70*** (.14)	43.88*** (.14)	42.70*** (.14)	39.40*** (.13)	42.31*** (.14)	44.71*** (.15)	39.81*** (.13)	39.79*** (.13)
大學及以上	58.64*** (.24)	55.01*** (.22)	52.38*** (.21)	51.82*** (.21)	47.98*** (.19)	51.81*** (.21)	55.61*** (.23)	49.91*** (.20)	50.40*** (.20)
已婚	14.87* (.07)	14.98* (.07)	14.54* (.07)	14.72* (.07)	15.11* (.07)	14.72* (.07)	15.84** (.07)	15.63* (.07)	15.87** (.08)
有工作	-23.18* (-.11)	-22.67* (-.11)	-22.05* (-.10)	-21.51* (-.10)	-22.51* (-.11)	-21.84* (-.10)	-24.35* (-.11)	-23.09* (-.11)	-25.02* (-.12)
人際接觸頻率	-4.04* (-.05)	-5.11* (-.06)	-4.58* (-.06)	-5.07* (-.06)	-5.28** (-.06)	-5.13* (-.06)	-3.97* (-.05)	-4.92* (-.06)	-4.95* (-.06)
都市化程度	.62 (.01)	.71 (.01)	.51 (.01)	.92 (.01)	.80 (.01)	.72 (.01)	1.13 (.02)	1.18 (.02)	1.13 (.02)
家庭收入	5.03*** (.24)	4.77*** (.23)	4.84*** (.23)	4.76*** (.23)	4.50*** (.22)	4.73*** (.23)	4.92*** (.24)	4.66*** (.22)	4.63*** (.22)
擁有房子	15.48** (.08)	15.08** (.07)	15.01** (.07)	14.82* (.07)	15.39** (.07)	14.86* (.07)	16.17** (.08)	15.57** (.08)	16.02** (.08)
負債	-3.48*** (-.10)	-3.69*** (-.10)	-3.67*** (-.10)	-3.72*** (-.10)	-4.02*** (-.11)	-3.74*** (-.10)	-3.67*** (-.10)	-3.88*** (-.11)	-3.87*** (-.11)
SEI	.56* (.12)	.50* (.11)	.53** (.12)	.53* (.12)	.43 (.09)	.51* (.11)	.49* (.11)	.45 (.10)	.46 (.10)
SEI_控制	3.26 (.01)	1.92 (.01)	3.46 (.02)	3.83 (.02)	-1.39 (-.01)	2.98 (.01)	.80 (.00)	.76 (.00)	-1.52 (.01)
常數	-161.62***	-150.83***	-173.09***	-158.51***	-130.23***	-140.74***	-176.60***	-157.19***	-152.05***
N	1753	1753	1753	1753	1753	1753	1753	1753	1753
R-squared	.17	.18	.18	.18	.19	.18	.18	.18	.19

***p<.001, **p<.01, *p<.05 (括號內為標準化迴歸係數)

言少約 17 萬元左右)。而模型(2)至模型(6)則顯示社會資本的影響效力；擁有較高的社會資本量，其參與股市或基金的投資金額越高。不僅位置廣泛度、最高可及聲望、可及聲望範圍具有影響，專業接觸也顯現強而有力的作用。以模型(5)為例，在律師、立法委員、大學教授以及大企業老闆四種職業位置中，受訪者每增加一種接觸，其投入股市或基金的金額將增加 12 萬 4 千 6 百元左右。另外，以模型(6)為例，其他條件不變，每增加一個單位的社會資本，則其投入股市或基金的金額增加 8 萬 8 千 6 百元左右。跟前述的邏輯迴歸分析一樣，教育程度對於風險投資的影響很大部分受社會資本的中介作用；此外，分析數據也顯示年齡在控制了社會資本因素之後影響作用變弱。模型(7)與模型(8)則分別考慮風險承受態度以及其與社會資本同時考量時的解釋效力。結果與前述邏輯迴歸分析一致，社會資本與風險承受態度對於風險投資的影響皆顯著，兩者一起考慮時其標準化迴歸係數也相當。在兩者同時考量之後，與模型(6)、(7)單獨考慮的方程式相比，模型(8)兩者的係數都因為控制了彼此的中介作用而略微變小。考察標準化迴歸係數，兩者的影響力也很接近。基本上，以投資金額總數為單位的分析結果與前述表 6 結果大致相符。

在前述的兩個表中，三個社會資本的指標皆呈現一致的影響。本文理論探討時，曾經主張這三個由林南所提議的指標指涉不同社會資本的面向，特別是最高可及聲望與位置廣泛度、聲望範圍的差異，可能蘊含資訊獲取結構的不同，對於風險投資傾向也有不一樣的影響。例如前述理論論辯，當代金融投資活動極端仰賴專業化的人脈管道以求諮詢與訊息之便，本文臆測「最高可及聲望」的效果可能大於其他兩個指標。為了衡量三者的差異影響效果，本文曾針對三個指標分別考察其單位標準化的影響效果（見表 4），發現以每一單位標準差對投資行為的可能性增加程度的影響而言，這三個社會資本的衡量指標中，「最高可及聲望」影響力最大、其次是「可及聲望範圍」，最後是「位置廣泛度」（標準化倍數改變值分別為 1.60、1.52、1.33）。在其他條件都不變的情況下，最高可及聲望每增加一個標準差，則受訪者參與風險投資的百分比將增加 60%；其他可及聲望範圍與位置廣泛度兩個變項則分別增加 52% 與 33%。結果似乎說明，具有較高聲望的社會關係比具有更多不同階層的人脈影響力量來得大；這也頗符合我們先前的論點。不過在表 5 以投

資總額為依變項的迴歸分析模型中，三個指標的影響力量則幾乎一樣，與前述邏輯迴歸分析結果略有異。

另外有關專業人脈對於風險投資的影響效果，本文也曾進一步測試。相較於傳統的三個社會資本的測量，本文另外建構專業人脈接觸的測量，對於風險投資行為在表 4 與表 5 的分析中都具有顯著的效果，不過與其他三個傳統測量相比則大小有異。表 4 針對是否有進行投資估計的專業接觸的標準化倍數改變值只有 1.23，小於前述三個傳統的社會資本測量的影響力量。在表 5 中針對投資金額所作的估計，專業接觸的標準化迴歸係數則遠比其他三個傳統指標高（.13 比 .07～.08），接近兩倍。至少就風險投資的金額投入而言，不同社會階層的人脈影響力道有所不同；受訪者具有專業化的人脈接觸（這裡意謂是否認識律師、立法委員、大學教授以及大企業老闆四種職業位置），將遠比認識其他階層的人脈有更強的影響力。

此外前述的理論討論中曾提及，專業的人脈有可能擴大了個人自信的傾向。又或者，在行為財務學者的論著中提及，專業財務顧問的諮詢將可能抵銷投資失利的心理挫折，使得我們得以推測，擁有高社會聲望的人脈接觸將可能放大趨險的心理機制的命題。當然，社會資本也有可能抑制冒險的心態，正如當代社會一般人對於專業化的人際接觸所具有的保守審慎的印象；具有專業諮詢管道的個人可能會趨向審度局勢而謹慎投資。而究竟社會資本會抑制個人的心理冒險傾向或者擴大？這在既有的研究中也沒有被觸及，而本文的分析曾對此進行測試。表 4 與表 5 的模型(9)都分別加入社會資本與風險承受態度的互動項，不過在兩個方程式中，互動項呈現不同的效果，在表 4 該互動項顯現非常小的負向作用，雖然估計係數並不顯著。表 5 模型(9)的互動項則呈現正向的顯著影響作用；這結果則接近社會資本與趨險心態的交相強化的命題。

陸、討論、研究限制與結語

從財務學者的鄰里社會互動的角度，透過鑲嵌性觀點的指引而一直探索到社會資本的命題，本文的嘗試，在理論視角的提議與解釋歷經了探索的過

程。雖然這個取向遠比財務學者僅從社會互動的角度切入來得更為豐富，但不可諱言，本研究激發的問題可能遠比回答的多。社會網絡與社會資本對於風險投資的影響細節與因果路徑，顯然都有待未來研究者逐一釐清。然而本文嘗試耙梳既有文獻的主張，並歸納取徑的方向與探索的原則，希望能藉此拋磚引玉，激發學界對此議題之興趣。透過股市與基金的投資活動來進行理財，幾乎已經變成當代人經濟生活的一個重要的部份。從網絡鑲嵌的角度而言，社會學者對於這個議題的認識仍剛開始。金融資產的持有以及風險投資等議題雖然在近年來逐漸引起社會學者的注意，然而本文的取徑仍然是個新的嘗試。本文的目的在提出並驗證一個關於社會資本與風險投資的基本主張：社會資本對於仰賴訊息資源的風險性投資具有重要的影響作用。本文的經驗分析大抵支持了這個論點。

值得注意的是，本研究發現在控制了心理影響的因素之後，社會資本的效果仍然存在，而且與心理態度的解釋效力相比不分軒輊，對於風險投資行為展現獨立的影響。有趣的是，社會資本與行為財務學對於風險投資的預測乃基於兩種差異甚大的行為假設：前者假定個人的社會行動的選擇乃基於理性的原則，人際關係的建立與維持，牽涉到資源的投資跟回報函數的計算，而鑲嵌在社會等級結構中的投資資訊，將引發社會行動者進一步採取投資活動去利用 (Burt, 1992; Lin, 2001)。而行為心理學者則假定個人易受非理性與情緒的影響，而參與風險程度高的經濟活動 (Shefrin, 2000; Shiller, 2000)。社會資本理論鮮少考量心理因素，而心理學者也很少考量鑲嵌在等級化社會中人際關係背後的資訊可能作用。本文的發現似乎說明，風險投資的行為產生可能遠比兩種理論單獨來看更為複雜，似乎也更需要同時考量社會個體所身處的外在結構與內在的人格因素，否則我們只能得到局部的解釋。在此意義下，本文探索了兩種文獻彼此補充的可能性。

不過本研究仍有許多限制值得未來研究者進一步思索。首先在因果方向上，本文主張社會資本對於風險投資的單方向的影響路徑，然而投資者也有可能因為資訊的需求，而策略性的進行社會聯繫。由於資料橫斷面的特性，本文無法完全排除替代的因果方向。然而值得強調的是，在社會資本的主要理論提議者的主張中，社會資本乃一結構性的特質 (Lin, 2001)，一般而言需

要較長時間的累積，不容易在短時間有重大的變化。與此相較，投資活動的選擇其限制較少；縱使一般人有可能因為進行投資而積極找尋人脈的可能性，但此機會可能有限。本文假定社會資本對於風險投資具有單向的因果影響可能是合理的；雖然具有時間序的資料型態將能更適當地排除相反的可能性。

而在解釋機制上，本文臆測人際關係的資訊匯流與資訊利用的自利前提，會讓社會資本所蘊含的專業化資訊能量產生對投資活動的影響。然而透過社會資本的視角實際理解這個機制的的作用，因為調查數據型態的限制，我們仍所知有限。如果在研究設計上能以金融投資活動的資訊流通與諮詢行為的角度反向切入，結合社會資本的測量方式考察行動者在不同的社會位置的接觸，有關投資活動訊息交換與諮商的細節，或許更能精細的確認本文所提議的解釋。例如研究者能夠延續前述 Barlow 等人的質性研究的發現，一旦將研究焦點限縮在投資領域，透過社會資本的理論原則，將金融活動的專業場域中重要的位置接觸逐一定位，或能夠進一步建構投資市場中專業化社會資本的測量跟分析的應用。換句話說，從「一般的社會資本」到「特殊的社會資本」之間測量的改善，本文的理論提議或有機會更深入的檢證。

此外，在一個更廣泛的研究層次上，本文認為社會資本可以理解為是專業化資訊能量的測量，研究者或許亦能以位置接觸的架構來進一步衡量不同社會位置接觸的資訊交換細節，如頻率、類型、專業化（或知識密集）程度、訊息價值等，這或許能推進社會資本至更廣泛的資訊互動等議題的研究。此外，在當代的市場社會中，經常充斥著關於投資理財的資訊，其管道也非常多樣（Chang, 2005），在這種情況下，人際網絡的效用為何？是否會被取代，或者仍保持作用？然正如前述列舉的研究所發現，一般投資者對於敏感資訊、諸如風險性投資此類的項目上，比起一般資訊，仍然更傾向於人際網絡的諮詢（Duflo and Saez, 2002; Shiller, 2000: 153-157; Shiller and Pound, 1989）。同樣的，社會行動者也可能受媒體或市場中集體心理情緒所左右（Shiller, 2000），而人際網絡在這種情況中，所扮演的功能又是什麼？顯然未來的研究，值得進一步考量，在不同的資訊來源、以及市場情緒的情境中，社會網絡對於行動者進行風險投資的影響程度。

近年來，有關市場活動是否受效率市場的邏輯所決定引起學術界廣泛的興趣。當代經濟生活中投資活動的關鍵在於資訊。效率市場則假定每個個人都無所不知，會在各種情況下按照對投資效用的評估而做出適當地選擇與決定。而且在古典經濟學的定義中，市場是個沒有風險的系統，雖然企業或個人會冒不同程度的風險，然而整個市場總是產生最適的均衡情況。價格可以立即合理地反映公司未來可能的獲利情況或績效，以「射飛鏢」的方式隨機選股跟精心評估想要打敗大盤的優選股，會獲致相同的結果 (Malkiel, 1973)。換句話說，在隨機漫步的理論架構下，所謂「投資的風險」是不存在的。投資人被視為是理性，對投資的價值也會形成共識，對風險性資產的持有，也因而會有相同的投資組合，不會有風險程度的差異。本文的研究發現進一步挑戰了新古典經濟學的效率市場命題，效率市場理論並不能充分解釋一個社會中為什麼個人關於投資參與有所差異；特別是本研究專注的社會關係對投資活動的影響。有關投資的活動至少牽涉到資訊的收集、分析與解讀，然而資訊並非免費的，也不似完美的經濟模型所預期，會平均分布在社會每個角落。取得資訊需要成本，對於社會學家而言，這個成本經常牽涉到的是社會關係的建立與維持，在一個階層等級制的社會中，資訊可能以不平等的方式分布著，而人際網絡的結構特色，跟獲得此資訊的機會息息相關。社會資本的階層化，意謂創造並維持有價值的人際關係的能力並非每人皆同；然一旦成型而結構化，就具有獨立影響個人行動的效力。以本文為例，擁有豐富的社會資本的個人因其特殊的位置，經常處與高社會地位階層的人際互動環境之中，而這個階層可能正是具有專業知識的一群，因此更容易打破資訊限制的藩籬並受到資訊誘因的刺激而進行風險高的投資。本文提出了這樣的理論臆測，並嘗試從有限的經驗分析中推敲這個命題。對於研究當代社會行動者的經濟行為與個人財富活動，社會資本的理論與分析架構可能還蘊含著許多值得探索的可能性，值得學者進一步開拓。

參考資料

A. 中文部分

侯佩君、杜素豪、廖培珊、洪永泰、章英華

2008 〈台灣地區社會變遷調查五期二次抽樣分層報告〉。台北：中央研究院調查研究中心。

許甘霖

2002 〈民粹金權主義？黨資本，股市投機與政治動員〉，見瞿海源、蕭代基、楊國樞（主編），《台灣社會問題研究》，頁 1-74。台北：巨流圖書有限公司。

郭敏華、郭迺鋒、邱耀初、范秉航

2005 〈性別與投資行爲：以台灣股票市場爲例〉，《財務金融學刊》13: 1-28。

B. 外文部分

Barlow, Robin, Harvey E. Brazer, and James N. Morgan

1966 *Economic Behavior of the Affluent*. Washington, DC: The Brookings Institution.

Blau, Peter Michael

1964 *Exchange and Power in Social Life*. New York: J. Wiley.

Borgatti, Stephen P. and Rob Cross

2003 “A Relational View of Information Seeking and Learning in Social Networks,” *Management Science* 49: 432-445.

Boxman, Ed A. W., Paul M. De Graaf, and Hendrik D. Flap

1991 “The Impact of Social and Human Capital on the Income Attainment of Dutch Managers,” *Social Networks* 13: 51-73.

Burt, Ronald S.

1992 *Structural Holes: The Social Structure of Competition*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

2005 *Brokerage and Closure: An Introduction to Social Capital*. Oxford, New York: Oxford University Press.

Chang, Mariko Lin

2005 “With a Little Help from My Friends (and My Financial Planner),” *Social Forces* 83: 1469-1498.

Corter, James E. and Yuh-jia Chen

2006 “Do Investment Risk Tolerance Attitudes Predict Portfolio Risk?” *Journal of Business and Psychology* 20: 369-381.

DiMaggio, Paul and Hugh Louch

1998 “Socially Embedded Consumer Transactions: For What Kinds of Purchases Do People Most Often Use Networks?” *American Sociological Review* 63: 619-637.

Dore, Ronald Philip

2000 *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany versus the*

- Anglo-Saxons*. Oxford, UK, New York, NY: Oxford University Press.
- Duflo, Esther and Emmanuel Saez
 2002 "Participation and Investment Decisions in a Retirement Plan: The Influence of Colleagues' Choices," *Journal of Public Economics* 86: 121-148.
- Fama, Eugene F.
 1970 "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *The Journal of Finance* 25: 383-417.
- Ganzeboom, Harry B. G. and Donald J. Treiman
 1996 "Internationally Comparable Measures of Occupational Status for the 1988 International Standard Classification of Occupations," *Social Science Research* 25: 201-239.
 2003 "Three Internationally Standardised Measures for Comparative Research on Occupational Status," pp. 159-193 in Jürgen H. P. Hoffmeyer-Zlotnik & Christof Wolf (eds.), *Advances in Cross-National Comparison: A European Working Book for Demographic and Socio-Economic Variables*. New York: Kluwer Academic Press.
- Grable, John E. and Ruth H. Lytton
 1998 "Investor Risk Tolerance: Testing the Efficacy of Demographics as Differentiating and Classifying Factors," *Financial Counseling and Planning* 9: 61-73.
 1999 "Financial Risk Tolerance Revisited: The Development of a Risk Assessment Instrument," *Financial Services Review* 8: 163-181.
- Granovetter, Mark S.
 1985 "Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness," *American Journal of Sociology* 91(3): 481-510.
- Homans, George Caspar
 1950 *The Human Group*. New York: Harcourt.
- Hong, H., J. Kubik, and J. Stein
 2004 "Social Interaction and Stock Market Participation," *Journal of Finance* 59(1): 137-163.
- Keister, Lisa A.
 2000 *Wealth in America: Trends in Wealth Inequality*. Cambridge: Cambridge University Press.
 2003 "Religion and Wealth: The Role of Religious Affiliation and Participation in Early Adult Asset Accumulation," *Social Forces* 82: 175-207.
 2005 *Getting Rich: America's New Rich and How They Got That Way*. Cambridge, UK, New York, NY: Cambridge University Press.
 2008 "Conservative Protestants and Wealth: How Religion Perpetuates Asset Poverty," *American Journal of Sociology* 113: 1237-1271.
- Lin, Nan
 2000 "Inequality in Social Capital," *Contemporary Sociology* 29(6): 785-795.
 2001 *Social Capital*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Lin, Nan and Bonnie H. Erickson (eds.)
 2008 *Social Capital: An International Research Program*. Oxford, New York: Oxford

- University Press.
- Lin, Nan and Dan Ao
2008 "The Invisible Hand of Social Capital: An Exploratory Study," pp. 107-132 in Nan Lin and Bonnie H. Erickson (eds.), *Social Capital*. Oxford: Oxford University Press.
- Lin, Nan, Karen S. Cook, and Ronald S. Burt
2001 *Social Capital: Theory and Research*. Hawthorne, NY: Aldine de Gruyter.
- Lin, Nan, Walter M. Ensel, and John C. Vaughn
1981 "Social Resources and Strength of Ties: Structural Factors in Occupational Status Attainment," *American Sociological Review* 46: 393-405.
- Long, Scott J.
1997 *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables*. Thousand Oaks, Calif.: Sage Publications.
- Malkiel, Burton G.
1973 *A Random Walk Down Wall Street*. New York: Norton.
- Mizruchi, Mark S. and Linda Brewster Stearns
2001 "Getting Deals Done: The Use of Social Networks in Bank Decision-Making," *American Sociological Review* 66: 647-671.
- Nofsinger, John R.
2001 *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing . . . and What to Do About It*. London, New York: Financial Times Prentice Hall.
- Powell, Walter W. and Kaisa Snellman
2004 "The Knowledge Economy," *Annual Review of Sociology* 30: 199-220.
- Röper, A., B. Völker, and H. Flap
2009 "Social Networks and Getting a Home: Do Contacts Matter?" *Social Networks* 31: 40-51.
- Shaw, Kathryn L.
1996 "An Empirical Analysis of Risk Aversion and Income Growth," *Journal of Labor Economics* 14: 626-653.
- Shefrin, Hersh
2000 *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Boston, Mass.: Harvard Business School Press.
- Shiller, Robert J.
2000 *Irrational Exuberance*. New Jersey: Princeton University Press.
- Shiller, Robert J. and John Pound
1989 "Survey Evidence on Diffusion of Interest and Information among Investors," *Journal of Economic Behavior and Organization* 12: 47-66.
- Stuart, Toby E., Ha Hoang, and Ralph C. Hybels
1999 "Interorganizational Endorsements and the Performance of Entrepreneurial Ventures," *Administrative Science Quarterly* 44(2): 315-349.
- Sung, Jaimie and Sherman Hanna
1996 "Factors Related to Risk Tolerance," *Financial Counseling and Planning* 7: 11-20.

Uzzi, Brian

- 1999 "Embeddedness in the Making of Financial Capital: How Social Relations and Networks Benefit Firms Seeking Financing," *American Sociological Review* 64: 481-505.

Van der Gaag, Martin, Tom A. B. Snijders, and Henk Flap

- 2008 "Position Generator Measures and Their Relationship to Other Social Capital Measures," pp. 27-48 in Nan Lin and Bonnie H. Erickson (eds.), *Social Capital*. Oxford: Oxford University Press.

Zuckerman, Ezra W.

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

Exploring Social Mechanisms behind Risky Financial Investments: Social Capital and Participation in Stock Markets and Mutual Funds

Zong-rong Lee

Associate Research Fellow, Institute of Sociology, Academia Sinica

ABSTRACT

Recent mass participation in risky financial investments has demonstrated a huge social change both in Taiwan and around the globe. Yet, sociological studies to better account for such financial investments are still limited. This paper reconsiders the concept of social capital and proposes that social capital can be deemed as an index of the capacity of professional information embedded in social relationships. Better social capital may enable the individual to acquire better and thus more valuable professional information that is often located in the networks of social hierarchy. Individuals equipped with better social capital may therefore be likely to activate such information for financial investments when rational self-interest utility is assumed. Statistical analysis on survey data from TSCS 2007 confirms this theoretical conjecture. Suggestions on research design and measurements from the perspective of social networks and social capital are provided.

Key Words: social capital, risk, financial investments, stock market, mutual fund