

孙祺·郑沆
李炳英·李洪顺
/译

[美] 迈克尔·Y·阿波罗费亚 / 著

WALL STREET

华尔街

制造股市者的乐园

超越暴富或破产的心理极限

中国社会出版社

华 尔 街

——制造股市者的乐园

[美]迈克尔·Y·阿波罗费亚 著

孙 祺 郑 沅 译
李炳英 李洪顺

中国社会出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

华尔街/(美)阿波罗费亚著;孙祺等译.-北京:中国出版社,
1999.10

书名原文: Making Market

ISBN 7-80146-210-6

I. 华… II. ①阿… ②孙… III. 资本市场-研究-美国-纽约
市 IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 81926 号

著作权合同登记号 图字: 01-1999-2691 号

Making markets: opportunism and restraint on Wall Street/Mitchel Y.
Abolafia.

Copyright:

This edition arranged with HARVARD UNIVERSITY PRESS through
Big Apple Tuttle-Mori Literary Agency, Inc.

(Simplified) Chinese edition copyright:

1999 CHINA SOCIETY PRESS

All rights reserved.

华尔街

——制造股市者的乐园

(美) 迈克尔·Y·阿波罗费亚 著

孙 祺 郑 沅 译

李炳英 李洪顺

责任编辑 尤永弘

中国出版社出版发行

北京西城区二龙路甲 33 号 邮政编码 100032

铁道部十六局印刷厂印刷

新华书店北京发行所经销

*

开本: 850×1168 毫米 1/32 印张 8.25 字数: 175 千字

1999 年 10 月第一版 1999 年 10 月第一次印刷

ISBN 7-80146-210-6/C·90 印 数: 6000

定价: 19.00 元

自 序

我的研究是建立在众多朋友和同事的支持基础上的，所以我要以我对这些使得这项研究成为可能的无名英雄的感谢作为开篇。同这些人比，交易商就要显得冷酷得多。因为他们所信奉的是“时间就是金钱。”在熙熙攘攘的交易大厅里，在工作前后，他们与我共享着属于他们的世界。所以，我将尽我所能，让他们自己讲述自己的故事。

这本书孕育已久。最早的素材源于我关于期货市场的博士论文。我深深感谢两位杰出的恩师：查尔斯·佩罗（Charles Penou）与马克·格罗诺温特（Mark Granovetter）。本书中的许多观点都来自佩罗的课、著作及与他多年的个人交流。他对社会组织认识也正是我思想的核心。佩罗崇尚良好的写作能力及严密的思维，这也为我所追求的东西树立了标准。马克领导了经济社会学的复兴。他向我展示了市场对社会学分析的敏感性。他发展的“镶嵌”概念也正是这一分析的核

自序 心所在。这两位教师不断地鼓励我把对人类学的研究应用于金融市场。他们审阅了本书的草稿，为此，我感激不尽。

其他教师也间接影响了我的研究。卡尔·韦克（Karl Weick）法律方面的著作使我看到了我素材中的逻辑性。卡尔·波兰尼（Karl Polanyi）对该逻辑性进行了深入的解释说明。Wayne Baker, Neil Fligstein, 与 Harrison White 则从经济社会学角度作了大量自愿性工作。他们的著作激发了我的灵感，使得我能在原先看似与我的学科毫无关系的地方深入我的研究。

我对于市场的认识随着本书中所进行的三项研究而发生着改变。几个相当好的同事影响了这一演变。格雷·汉密尔顿与尼科·彼格特帮助我渡过了远离纽约的时光——他们鼓励我形成对市场的认识。马丁·科道夫对本书的许多章节提出了别具慧眼的见解。他还是早一些版本第四章的合作者。乔治·理查森耐心地帮助我设计了第八章中的图表。

在完成本书的过程中，我得到了许多朋友及同事富有建设性的建议。Alan Abbey, 大卫·安德森、韦恩·贝克, Carolyn Ban, 史蒂夫·贝利, 罗夫·保罗, 吉姆·福赛特, 戴维·哈特, David Krackhardt, Gideon Kunda, Richard Lachmann, David McCaffrey, Elaine Mitchell, Roger Noll, Paul Nugent, Ben Orlove, George Richardson、Bob stern、Armg Svirsky、Todd Swanstrom, Frank Thompson, John Van Maaen, Brian Uzzi 和 Walter Zenner 提供了许多有用的建议。特别感谢格雷·汉密尔顿和尼科·比格特，他们阅读了全部手稿。《哈佛期刊》的朱科·爱尔森与杰夫·科荷一直给予意见，很多我都高兴地采纳了。

2

彼得与安吉拉·罗斯伯格自始至终支持着这本书。彼得使

我意识到了金融市场中蕴含的社会与政治问题。他们俩还给我以鼓舞及工作一天后放松的场所。说真的，没有他们，就不会有这本书。加州戴维斯分校与纽约州立大学的教授们给予了我经济上的支持。我特别要感谢康奈尔大学管理学院的汤姆·迪克曼教授——他毫不吝啬地给予了我经济上的支持。

我也要对几位出版商表示感谢。他们准予我在本书中引用了其他形式的材料。第二章的一部分取自《结构上的无政府主义：商品期货市场中的正式组织》一文（载于《金融市场的社会能量》，Peter Adler 与 Patricia Adler 编辑）。第三章的一部分来自“以自我调节作为市场维持：一个组织观点”一文（载于《调节政策与社会科学》）第四章的一部分来自“制造市场危机：投机热潮的社会功能。”一文（载于《管理科学季刊》）。

象许多作者的自序一样，我在此对我的家庭深感谢意。我的父母——杰克·阿波罗费亚与索菲·阿波罗费亚——使我进入了华尔街，感受到了自我利益与约束之间的冲突所带来的压力，正是这一压力激发了我的分析研究。我的儿子——加科伯——使我精力充沛的同时，也让我对自身利益加以约束。我的女儿阿丽莎等到我完成此书后才来到人间。我的爱妻爱米赋与我忠实、洞察力、全面性，为此，我将此书献给我深爱着的妻子。

引言

华尔街的造市者

1991年8月9日，华尔街上的顶尖证券经纪公司——所罗门兄弟公司——宣布它的交易商已经系统地控制了世界最大的证券市场——美国国债市场。几天后，就在8月14日，所罗门兄弟公司的主席、副主席与经理全部辞职。因为有消息说他们对于始于4月的违规行为早有所闻，但他们既没有向管理当局报告，也没有对公司的违约违规人员进行处罚。事实上，影响最大的违规行为出现在1991年5月，正是在高级管理当局意识到政府国债部存在着重大问题的一个月之后。主席约翰·加特弗雷德在他辞职前对公司的高级行政主管说：“我不会向任何人道歉的，道歉也没有意义。到底发生了什么呀！”¹

到底发生了什么呢？原来，作为40个主要交易商中最大的一个，所罗门兄弟公司拥有直接从美国政府购买证券的专有权。他们于是以客户的名义购买证券，而事实上，他们并

引 没有取得顾客的授权。它实际上把所购证券统统入了自己的
言 帐户。所罗门兄弟公司用这种手法购得了 1990 年 12 月发行的
证券的 46% 及 1991 年 2 月发行的证券的 57%。这也使它
控制了 1991 年 5 月拍卖证券的 94%²。结果，所罗门兄弟公
司不仅违背了“任何一家公司不能拥有所拍卖证券的 35%”
的限制，而且使之得以将其他许诺为顾客购买到该拍卖证券
的交易商排挤出市场之外。这一事件的结果是：所罗门兄弟
公司及其前高层管理人员共支付罚款 2.9 亿美元，金额仅次
于 OB 舞弊案。

本故事还有一个鲜为人知也少有人提的尾声。在对所罗
门兄弟公司的调查中，证券交易委员会发现：一些违规行为
在投资公司的证券交易大厅中极为普遍。它发现：有其他 98
家银行及投资机构在政府及归政府组织的证券市场上（该证
券市场是为家庭购买者，学生、农民和银行筹集资金的）使
用了电话叫价。在宣布罚款金额时，SEC 的主席理查·伯顿
对腐败的程度直言不讳：“我们发现一个普遍现象：几乎
100% 的公司有粉饰报表的行为。所以一旦他们开始说谎，他
们就要一直说下去了。”³ 伯顿还说这种行为已经成为证券部
日常行为的一部分了。

2 这种现象为什么能成为可能？违规行为又是怎样成为一
项惯例，普遍存在于市场之上呢？这些究竟是个人的决定还
是组织的模式？约束机制哪去了？对于规则的遵守及加强是
否依市场的不同而不同？如果是，那又是因为什么呢？这些
正是激发本书写作意图的中心问题。对于本项舞弊及以 80 年
代华尔街上的舞弊的解释多半是集中于涉嫌的个人，以及他
们的品质与道德。如果舞弊是孤立事件，那么这种解释倒还
能令人信服。但问题是舞弊出现在交易大厅里。为什么证券

市场中的违规行为这么普遍呢？难道市场中有“制罪成分”？如果有，它又是怎么形成并运作的呢？为了回答这些问题，我得剖析交易大厅中的社会秩序：市场的文化及组织结构。

在本书中，我着眼于共存于曼哈顿岛南端三个相互联系、相互影响且复杂的市场亚文化。这三种亚文化围绕着三种商品的交易而存在：股票、证券和期货。我集中于“造市者”身上：他们是其所在市场的核心。他们为自己的户头交易。同时也为遍布全世界的投资者及投机者接连不断的买入或卖出。80年代，曾经一度默默无言的交易商成为既是英雄又是恶棍的人物，因为他们的年薪狂涨至几十万甚至上百万美金”与此同时，交易大厅中在期货，垃圾证券及政府公债上的舞弊也层出不穷。流行的电影和书，比如《虚荣之火》和《说谎者的纸牌》，虽然刻画上有些夸张讽刺，却向公众展示了这一世界的紧张性与戏剧性。

为了解造市者的行为以及他们所处的环境，我对交易大要进行了广泛的实地研究。1979年，为了研究交易者的自我约束，我开始接受作为一个期货交易员的训练。我花了5年多的时间来研究期货市场。在80年代中期，我对华尔街上十家最大投资银行中的四家的证券市场员进行了研究。在1990年及1992年之间，我得以接触纽约股票交易所。我研究中的这条主线对于研究追求自身利益的交易商与市场中存在的限制之间的关系至关重要。为了理解不同市场中该种关系的不同，我将会研究交易者采取的战略。他们创造的模式及为控制起见而设立的正规结构。

在我早期的实地工作中，我发现自身利益与整体限制间的紧张关系构成了交易大厅中的生活。这种紧张性可以从交易者的谈话，更多的是从他们普遍接受的规则、形式和程序

引 言 中清晰地看出来。交易大厅是一个复杂的组织现象。它融合了赌博的成份，同时也包含着同束缚着其成员的专制组合法的卡特尔组织的抗争。简而言之，交易者们都希望赚的越多越好，但他们不希望因此赶跑了所有潜在的顾客。他们对自己富有侵略性的独立自豪不已，但大多数人乐于团结在一起，以维持一个稳定而富有吸引力的市场，这样才能获得持续的利益。他们明白，市场虽受到某种限制，但就此会摆脱极恶者的欺诈与操纵行为，这才是他们长期利益之所在。短期的自我利益与长期的限制间的压力意味着我们不能孤立地研究市场或是它的约束机制。它们两者是相辅相承，相互制约的。造市者处于各种压力的中心。我会向大家展示造市者为了适应个人利益与整体限制之间的压力而采取的正式及非正式手段。

研究对何为自我利益的适度限制提出了质疑。华尔街文化推崇追求个人利益，也推崇为尽可能多的人创造尽可能大的财富的能力。尽管近来看似无穷无尽的舞弊行为显示了交易者违反约束的倾向，交易者和经济学家还是称赞市场的竞争性和有效性。在出现的舞弊案中，通常是高级人员以职权之便谋私利，采取欺骗性手段，而置顾客、雇员及公众之利益于度外。这些舞弊揭示了个人及组织把自我利益转化为机会主义的分界点⁴。进一步来说，这些舞弊导致了对市场的愤世妒俗并导致了一种质疑：这种个人利益最大化行为的社会利益是什么？难道有效率的金融市场要以容忍这种个人利益极大化为前提条件吗？金融市场是检测社区对自我经济利益限制的天然实验室。

4 在讨论单个交易大厅之前，我们最好来回顾一下与本书所作研究有关的一般概念。在第一部分中。我讨论了 80 年代

华尔街上的交易环境。在第2部分中，我研究了对“造市”的传统经济描述，并以之作为我的分析的基础。在第3部分中，我们介绍了对于市场的看法与观念——这对于发展我的分析可能有用。最后，我对本书作了一个整体性的总结，并把它当作结尾。

一、交易环境：动荡与变化的年度

本书进行的研究所依据的现场工作开始于1979年末，并于1992年结束。这是自大萧条以来，华尔街最动荡的年度。通货膨胀和利率飞涨，之后又同样戏剧性地狂跌。本书中讨论的许多现象都是这一混乱的具体体现：投机狂热，梦幻般的工资，创新金融工具的产生。在这一时期中，造市者的动力和精神状态都是由这一混乱性及它内在的不可预测性所形成的。这一环境来自于70年代的通货膨胀。

在50年代和60年代，美国得益于较低的通胀率——平均只有2.7%左右。70年代，通胀率上升到了7.1%，到了1981年，已经升至13%。通胀率的上升也带动了利率的上升。由于飞升的通货膨胀，联储委员会在1979年作出了政策转变：让利率浮动，以稳定货币供给。这项政策转变加强并增加了利率的波动性，结果使证券作为资产持有的风险上升。波动的主要结果是金融创新和增加的投机活动。⁵

新的金融工具和市场都是伴随增加了的风险而产生的。期权和期货市场的产生是为了回避由于持有政府证券、外汇、股票等依赖性资产而产生的风险。这些资产会因为剧烈的市场波动而带来价格上的波动。主要资产市场上的造市者与衍生市场的造市者突然联系在了一起。衍生金融工具市场的产

引 生和发展吸引了一批年轻而富有进取精神的新手，这使金融
言 机构训练和监督新手的能力有些应接不暇。而且新手的涌入
也改变了市场。

就在创新不断增加的同时，公司和个人也都在利用价格的迅速波动进行投机，富于变化的市场对于一般投资者来说可能很可怕，但它却为专业人士提供了创利的机会。公司增加了自有资金进行买卖的行为，并很快发现这样获取的利润超过了他们为客户提供服务所收取的佣金。与此同时，机构投资者，如养老基金和共同基金，为了应合市场波动性，增加了交易量并扩大了交易规模。于是受到挑战的造市者也相应地投入更多资金，更频繁地进行交易。与此同时，巨大的新市场也产生出来，比如抵扣证券市场和垃圾证券市场。它们允许投资者利用利率的波动进行投机活动。更多的新面孔涌入交易大厅。造市者的世界飞速变动着。

二、华尔街的造市者

本书所研究的三个市场上的交易商有一个共同点：他们都是造市者。“造市者”是一个土生土长的词，它表达了交易者⁶的感受：是我自己的行为缔造了市场。在持续性市场上，如股票市场、证券市场、期货市场，有着特定的交易时间。在这段时间内，造市者随时可获，他们应市场使用者的订单流而动，以自己的存单进行着交易。从更广义、整体的方面看，造市者也是市场组织者。⁷他们建立并维持着交易大厅。他们是通过标准化交易，制定并执行、加强行为准则以及设立机构来确保所有交易者都履行应尽义务来达到维持目的的。

6

在股票市场中，造市者被称作专家。他站在一个工作点

上，并以电子系统提出买价或报出卖价。他或是为自己进行与公众的交易，或是沟通买方和卖方以收取佣金。在期货市场上，交易者站在交易场中（通常是一个三层或四层的圆台子）与其他交易者进行公开竞价。在证券市场上，造市者坐在证券公司在交易厅中的办公桌旁，以电话、计算机网络同华尔街上的其它交易者交易，或是通过其销售力量同公司的机构客户交易。

金融经济学家汉斯·斯通尔对造市者的经济行为提出了三个基本观点：造市者是价格的稳定者、信息提供者和市场机会提供者。⁸

造市者对涌入市场的订单流作出反应。有过度供给时，他们就买入。需求过度时，他们就卖出。他们逆市场潮流而动，因此他们的行为起到稳定价格的作用。在纽约股票交易所里，专家有一个“肯定的义务”——通过干预市场来减少他的股票的价格波动。在本书中所研究的其他市场上，造市者在认为有利可图时进行交易。虽然一些新闻报道把造市者逆潮流而动的行为解释为投机，⁹ 大多数研究表明这一行为的影响是价格稳定。价格下跌时买入，再于价格高涨时卖出，这本身就是个有利可图的战略。

大多数造市者并不花许多时间来了解他们所购证券的公司情况。相反，他们的优势来自于对即期市场过去、现在及未来交易的持续不断的监控。正如斯通尔所解释的：“作为市场的轴心，造市者处于收集并正确地解释市场信息的位置。市场信息包括：即将进行的大笔交易的情况，正在交易的大笔订单情况，其他交易商对于相同或相关证券的开价以及订单的受限情况。¹⁰ 造市者的买价和卖价反映了可获的信息，也通过此种方式将之传达给公众。

造市者接续不断地开出买价或卖价使得公众能够在任何一个时候进行交易。而这一持续性服务的成本据说体现在买卖差价上。造市者必须能够对他的服务进行收费，否则他就会被淘汰出局。

三、社会构建方面看：市场是个组织机构

上面所描述的经济行为告诉我们：造市者是金融市场的核心。但是光知道个人的功能是不能够充分解释行为的。经济学家们假设交易者是理性的价值最大化者。他们之所以有上述举动，是因为这样做能够使他们的利益最大化。¹¹本书要研究这些理性的价值最大化者是如何聚集成一个团体，并被这一团体规范行为的。有这么一种观点：个体经济行为，比如造市，是社会形成的。个体行为总是在社会关系、文化特色及他们自己不断创造的组织机构三者所共同形成的环境中进行的。经济个体在相互作用的过程中，构建了一个规范、条文和战略的世界，而这一世界又形成了他们未来的行为。不同的亚文化中有不同的造市行为，因为行为总是其生存环境的产物。理性的价值最大化行为并不是普通人的冲动或直觉，而是社会化、文化化了了的战略行为，是从能够以其扎根的亚文化解释的传统战略中衍生出来的。¹²

就象社会构建能够作用于个人并形成其行为一样，社会构建同样能够把市场变成一个组织机构。本书进行的研究所关注的组织机构就是交易大厅和其中的市场安排。这一市场安排是一系列的规则和关系，它们决定了由谁在什么条件下和谁进行交易。这种安排不是在双方进行交易的瞬间创造出来的，也不是有效率市场中发展而来的现存安排。该安排有

个基本的前提假设：稳定而有序的市场安排是由独立且强大的利益方争夺控制权时采取的有目的的行动及相互作用所创造和复制的。金融市场是既得利益的容器。这些利益方包括造市者、经纪商和机构顾客。利益方之间权力平衡点的转变决定了谁能制定或再制定市场安排以为自身谋利。这一看法于是就把交易大厅当作一个组织机构来研究，一系列关于买者和卖者交易关系重复的相对稳定的制度安排。

个人的经济行为扎根于一个多层次的客观环境中。交易大厅中的一个造市者是一组造市者中的一员。这一非正式群体在一个正式的组织环境中运作，比如说在象纽约股票交易所定期的交易组织或投资银行中活动。无论是正式的层次还是非正式的层次都是政治环境、经济环境和法律环境的产物。个人行为过程与组织行为过程相互影响。正是这种不同层次间复杂的相互作用赋予了每个市场独特的组织特色。

社会构建学派的观点暗示：市场不是买者和卖者交易行为所自发创造的。有技术的参与者创造了机构安排：条例、角色和使市场交易成为可能的关系。是机构定义了市场，而不是市场定义了机构。¹³这里研究的三个市场都包含了高度标准化金融工具的交易，但是每个市场都有其独特的机构安排。这些安排反应了市场间的社会结构差异，包括造市者社会内聚力的差异，交易大厅中不同利益方显著不同的司法冲突以及政府参与市场程度的不同。由于以上条件依市场的不同而不同，可想而知，机构安排也会因此体现出不同的模式。

这些机构安排绝不是一成不变的。自它们产生后，它们就随着历史决定的压力而变：18世纪是股票，19世纪是期货，20世纪是柜上证券。¹⁴要求更大的有效性和更多的利润的压力与呼吁社会约束和合法性的压力使得市场参与者不得不

引 | 采用与之相对应的战略。而这一压力也对机构进行了再改造。
言 | 书中进行的研究不仅讲述了塑造市场的压力的范围，而且描述
了造市者们为了适应该种压力和积极塑造自己的环境而采
用的策略的范围。在市场群体所采用的战略和他们的环境间
存在着一种辩证关系。现存的市场安排体现了强大的市场参
与者形成和控制市场的效果。而与此同时，这一环境也形成
和控制着市场参与者的行为。最强有力的组织对市场再安排
的作用也最大。¹⁵可见这些制度安排不是效率要求的逻辑结
果，而是有历史性的特殊战略法则的产物。我将研究个人及
群体为深化自身利益而创造市场安排的战略。每个章节都会
针对持续不断地构造市场的行为的一个方面，进行讨论。

四、机会主义的社会构建

社会构建观念还将特别应用于一个经济战略：机会主义策略。本书所进行的研究有条主线贯穿其中：金融市场上观察到的机会主义层次上的不同应该用交易大厅中的社会条件来解释，而不是什么所谓的交易商个人的心理或道德倾向。交易大厅中的机会主义，同其他经济行为一样，扎根于一个特殊的社会和文化环境中。¹⁶这种对于机会主义的看法清晰地摒弃了传统的观念，即机会主义的水平不过是个体的参与者独立的偏好的总和。¹⁷该观点认为市场的机会主义行为应该有可辩认的模式。本书将表明这些模式是系统化的，而且形成这些模式的条件是可以被认识到的。

形成机会主义水平的条件有：

1. 市场中交易者的名誉网络的力度和有效性。
2. 市场中参与群的力量分布情况。

3. 组织化的交易准则及其实施的手段。

4. 调整性干预活动及其可能的危害。

除市场的结构条件外，各个市场都有自己的对机会主义的文化解释和约束。投资银行的成员同纽约股票交易所的成员比，就要接受非常不同的社会化过程。因此，不同的交易大厅有着不同的社会关系和文化定义，与之相适应的机会主义水平也体现出不同。

在金融市场上，社会关系和文化规范被规范成为组织及规则体系。即使形成机会主义模式的机构，也不能完全约束它们，而且这些机构也没打算过这样做。个人利益与组织约束间的压力形成了机会主义的循环，当机会主义的极端行为超过了市场内外利益者所能容忍的程度时，就产生了约束这种极端行为的压力。约束增加，机会就减少，由此约束不得不放松。一旦监控放松，对于机会主义承受度的测试就会更新，对于证券、期货和股票市场的研究将会证实与机会主义实施有关的正式的结构、战略和条件，我将向大家表明约束是如何在正式和非正式水平上形成和再塑造在造市者中观察到的机会主义强有力的循环。

五、结 论

本书的章节是为了向读者介绍不同阶段机会主义下的交易大厅。每个市场都有其特殊的循环。我于1987年起在投资银行的证券交易大厅作事。这些市场可谓是机会主义的顶峰。从这一顶峰下来，我于80年代转到了也不怎么驯服的期货市场。这些市场的监管随期货交易试图扩展到新的金融期货工具而加强，同时也缓和了其新的联邦监管机构——商品期货