

～實務新知～

摩根士丹利國際資本公司分三階段調整台股權值取樣列計比重及倫敦金融時報指數公司將台股納入指數之經過與影響

劉建中（證期會稽核）

一、前言自一九九七年七月爆發亞洲金融危機以來，各國相繼發生貨幣貶值、股市下挫及經濟成長率減緩，我國因經濟體質良好及證券市場的妥善管理，受金融風暴的影響較小。回顧過去本會致力於擴大市場規模、提升企業募集資金的效率、發展新金融商品、推動股票跨國上市並積極參與國際證券組織等各項措施，皆使我國證券市場更加自由化、紀律化及國際化。由於上述的努力，使國際主要指數編製公司紛紛將我國股市納入計算，諸如摩根士丹利國際資本公司分三階段調高台股所占權值比重至 100% 及倫敦金融時報指數公司將台股納入指數計算等。而上述公司編製之指數常為國際機構法人資金配置之重要參考指標，尤其是對追逐指數（IndexTracker）型之全球機構投資人有顯著影響，因此無論是調高台股權值比重或將台股納入指數計算，各界均預期將會有大量外資投資我國股市。我們從報章雜誌不斷地大幅報導該等事件，以及國內立法委員就上開事件對我國股市影響對所提出之相關書面質詢，即可瞭解台股在國際指數的動態，已然成為全國關注之焦點。有鑑於此，特就摩根士丹利國際資本公司分三階段調高台股所占權值比重至 100% 及倫敦金融時報指數公司將台股納入指數計算等事件，略述始末供參考。

二、摩根士丹利國際資本公司簡介

摩根士丹利國際資本公司（MorganStanleyCapitalInternational，簡稱 MSCI）係一家提供全球指數及相關衍生性金融商品指標的國際公司，其推出之 MSCI 指數廣為投資人參考，全球超過一千二百位專業機構投資人以該指數為投資指標；在北美及亞洲地區，超過九成之上之國際性專業投資基金以 MSCI 指數為指標；在歐洲地區有半數以上之基金經理人參考 MSCI 指數。

MSCI 總部設於紐約，並在瑞士日內瓦及新加坡設置辦事處，負責全球業務之運作，以及在英國倫敦、日本東京、香港和美國舊金山設置區域性代表處。其員工來自全球各地，有超過一百位全職（fulltime）人員。

MSCI 在推出各項指數時，須與摩根士丹利集團下之三個部門密切連繫，分別為指標研究小組（BenchmarkResearchGroup）、指數委員會（IndexCommittee）及編輯顧問部（EditorialAdvisoryBoard）。其主要功能分述如下：

1. 指標研究小組：負責指數之研究和分析，在國家和公司研究、分析研究和投資策略等方面提供專業知識。2. 指數委員會：負責指數之決策，包括對指數成份市

場之增減，其成員來自 MSCI 和指標研究小組。3.編輯顧問部：擔任 MSCI 之顧問角色，負責提供指數結構之計算方法及新產品之發展，以及舉辦正式的論壇，使來自全球之資深專業投資人能實際參與討論 MSCI 指標現在和未來所扮演之角色。該部門成員約有 18 位，分別來自全球之退休基金、資產管理公司、顧問及學校等。

MSCI 提供國際投資人 51 個國家股市之指標，其中 23 個已開發國家和 28 個新興市場國家。其推出各類指數之時程如下：

- 1969 年：已開發市場系列指數 (DevelopedMarketSeries)
- 1987 年：新興市場系列指數 (EmergingMarketSeries)
- 1995 年：所有國家系列指數 (AllCountrySeries)
- 1997 年：已開發市場系列和新興市場系列之價值型和成長型指數 (Value&GrowthIndicesforDM&EMSeries)
- 1998 年：中小企業指數及固定收入指數 (SmallCapandExtendedIndices ; FixedIncomeIndices)
- 1999 年：歐元指數 (EuroIndices) • 2000 年：中華和金龍指數 (ZhongHuaandGoldenDragonIndices)

三、倫敦金融時報指數公司簡介倫敦金融時報指數公司 (FTSEInternational，簡稱 FTSE) 係為倫敦金融時報及倫敦證券交易所等轉投資事業，並共同出資於一九九五年正式設立，係專門從事開發及編製全球領先指數之公司，惟早於一九六三年即開始投入指數之編製。

FTSE 編製指數之方式向來均採公開透明化，亦即任何人均可藉由其公開出版之指數基本原則 (IndexGroundRules) 及計算方法 (CalculationMethodology) 來瞭解指數編製之過程。該公司所編製指數之衍生性金融商品分別在英國倫敦國際金融期貨交易所 (LIFFE)、荷蘭阿姆斯特丹交易所 (AmsterdamExchange) 及紐約商業交易所 (NYMEX) 等掛牌上市交易。其所發行之世界指數 (WorldIndex) 係與 GoldmanSachs 及 Standard&Poor's 等公司合作編製而成，已成為全球機構投資人之重要參考，尤其是英國等退休基金進行全球證券投資之重要參考指標 (Benchmark)。

FTSE 內設世界指數政策委員會 (WorldIndexPolicyCommittee，簡稱 WIPC)，負責指數編製等相關事宜之審核。其成員多數來自相關產業之從業人員，少數來自學術界，主要係秉持其所編製之指數應與市場需求相契合。同時為確保委員會成

員來自各階層之平衡性，因此成員有來自基金經理人、投資顧問及衍生性金融商品發行人等各領域人員。該委員會評估納入 FTSE 世界指數之標準，約略考量受評估國家證券市場之下列五項因素：

1. 必須允許外人直接投資證券；
2. 必須及時、正確取得各項數據及資料；
3. 不得存在顯著之外匯管制，妨礙投資資金及股利之及時匯出；
4. 國際投資人對投資該國市場之興趣顯著；
5. 足夠之市場流通性。

FTSE 已於八十九年五月二日宣布與荷蘭國際霸菱公司（INGBarings）聯合推出 FTSE 全世界指數（FTSEAll-WorldIndex），係將現有的 FTSE 世界指數與 ING 霸菱提供的新興市場指數資料合併組成，由原先全球卅一個股市增加為 48 個（比利時及盧森堡合組一個市場，因此共 49 個國家），涵蓋 2,600 種股票，包括 ING 霸菱新興市場指數所包括之 19 個國家。FTSE 全世界指數分為三部份，包括已開發市場（developedmarket）、先進新興市場（advancedemergingmarket）與新興市場（emergingmarket），所占指數權值該公司分別預估為 95%、3.2%及 1.8 %。三個市場所包含之國家如下：

（一）已開發國家：包括澳洲、澳大利、比利時及盧森堡、加拿大、丹麥、芬蘭、法國、德國、香港、愛爾蘭、義大利、日本、荷蘭、紐西蘭、挪威、葡萄牙、新加坡、西班牙、瑞典、瑞士、英國、美國等 22 個市場（23 個國家）。

（二）先進新興市場國家：巴西、希臘、以色列、韓國、墨西哥、南非、台灣等 7 個市場。

（三）新興市場國家：阿根廷、智利、中國大陸、哥倫比亞、捷克、埃及、匈牙利、印度、印尼、馬來西亞、摩洛哥、巴基斯坦、秘魯、菲律賓、波蘭、俄羅斯、泰國、土耳其、委內瑞拉等 19 個市場。

四、MSCI 分三階段調整台股權值取樣列計比重之經過自八十五年九月二日起，MSCI 已將台股指數納入其各項自由指數中，惟當時考量我國對外資進入市場尚有諸多限制，因此台股權值取樣列計比重僅為 50%。（註）

八十八年八月十二日 MSCI 宣布將台股權值取樣列計之比重由 50%調高至 100%，並訂於八十九年二月後生效。上述決定主要係 MSCI 認為我國對外資個別或全體投資上市（櫃）公司股權上限，均已調高至 50%，且我國對外資之管理措施，

包括投資前之申請程序等，均與區域內其他國家相當（comparable），並無較其他國家嚴格，因此重新調整台股權值取樣列計之比重。上述調整影響所及之指數，主要包括：MSCI 新興市場自由指數（MSCIEmergingMarketsFreeIndex）、MSCI 遠東（日本除外）自由指數（MSCIAllCountry（AC）FarEastFreeEx-JapanIndex）及 MSCI 所有國家自由指數（MSCIAllCountry（AC）FreeIndex）。

八十八年十月三十日 MSCI 發布原訂八十九年二月二十九日生效的指數每季結構調整，將延至八十九年五月三十一日的每季例行性結構調整再予實施，包括先前宣布的台股權值取樣列計比重之調整。其採取上述措施主要係鑑於全球各地證券市場之電腦系統是否受千禧年影響及能否辨識八十九年二月二十九日（八十九年為閏年），經諮詢全球各地投資人意見後，乃決定延後該次每季例行性結構調整。

在此同時，財政部為配合證券市場國際化的需要，經洽商中央銀行同意後，於八十八年十一月十九日依據「華僑及外國人投資證券管理辦法」第十一條規定，將每一外國專業投資機構之投資證券上限，由 6 億美元調高為 12 億美元。

八十八年十一月二十三日 MSCI 宣布分三階段調整台股權值取樣列計之比重，其主要考量因素為下列兩點：第一、MSCI 原先預定對台股之調幅極大，將會引發數量龐大的國際投資資金流入台灣，而分批調高以延長資金投入時程，避免短期內大量資金匯入我國市場，以降低對市場之影響；第二、MSCI 認為我國現階段的法令及政策對於外資投資依然有所限制，諸如申請程序、審核流程等，如採一次調足，多數投資者可能無法於既定期限內完成資產配置。其三階段調整之時程為：

1. 公元二〇〇〇年五月三十一日自 50%調高至 65%；
2. 公元二〇〇〇年十一月三十日調高至 80%；
3. 公元二〇〇一年五月三十一日調高至 100%。

MSCI 所取樣之台股分別為台泥、亞泥、味全、台鳳、統一、聯華、台塑、南亞、遠紡、華隆、中紡、新纖、台化、年興、東雲、土電、東元、永大、太電、聲寶、華新、榮電、榮化、東聯、台玻、臺紙、士紙、中華紙漿、中鋼、東鋼、泰豐、中橡、正新、厚生、裕隆、中華汽車、光寶、聯電、誠洲、宏電、台達電、日月光、金寶、台揚、鴻海、仁寶、台積電、茂矽、華邦電、華碩、大同、震旦行、廣達、國建、國產、太設、中工、長億、大陸、長榮、陽明、國賓、六福、彰銀、一銀、華銀、開發、國壽、中銀、興票、中信銀、世華銀、遠百、農林、寶成、統一實業等計七十六檔。

五、台股納入 FTSE 指數之經過為吸引英國等歐洲大型退休基金投資國內證券市場，以提升我國國際地位，本會前曾於八十八年四月函請我國駐英國代表處經濟組協助代洽英國倫敦金融時報指數公司考慮將我證券市場納入其編製國際投資指數之可行性。

同年六月本會朱副主任委員兆銓率團出席怡富證券在倫敦主辦之外資說明會期間，相關同仁亦拜會倫敦金融時報指數公司有關人員，洽談本案之可行性，當時該公司與談人表示請我國提供國內證券市場相關資料以供其撰寫我國評估報告，俾供該公司世界指數政策委員會審議將台股指數納入其國際投資指數案時之參考。

同年七月本會吳主任秘書當傑赴英國金融管理局洽談重簽中英資訊交換瞭解備忘錄（Memorandum of Understanding）期間，再次赴倫敦金融時報指數公司洽談相關事宜，除表示本會對將我國股市納入其編製國際投資指數之重視外，亦瞭解本案之進展及需本會配合協助之事項，對方允諾將儘速完成我國市場之評估報告並提報世界指數政策委員會審議。

嗣經台灣證券交易所協助配合提供相關資料，倫敦金融時報指數公司完成我國股市之評估報告並於八十八年十一月提交其世界指數政策委員會審議，惟並未如國人預期的將台股列入其世界指數，主要原因係為使投資人能更瞭解該公司將新的市場納入其世界指數之政策及作法，決定先由該公司對可能被列入世界指數之市場作一整體評估，以便在下一階段宣布是否將我國及南韓等較為優先評估之國家列入世界指數時，亦能一併說明該公司對未來可能被列入國家之作法。

八十九年五月二日敦金融時報指數國際公司宣布擴大成立新的「全世界指數」（All-World Index），將原荷蘭國際霸菱公司之新興市場指數所包括之十九個市場（除台灣外，尚包括南韓、以色列、阿根廷、智利、中國大陸、哥倫比亞、捷克、埃及、匈牙利、印度、馬來西亞、摩洛哥、巴基斯坦、秘魯、波蘭、俄羅斯、土耳其、委內瑞拉）納入原世界指數。台股在新的全世界指數所占權值比重預估為 0.44%，所取樣之台股分別為台積電、聯電、日月光、宏電、仁寶、英業達、廣達、大同、威盛、旺宏、華邦、茂矽、華碩、華通、鴻海、國壽、新壽、富邦保、章銀、一銀、華銀、世華銀、開發、北銀、中銀、陽明海運、亞泥、台泥、中鋼、南亞、台塑、遠紡、太電、統一、裕隆等計三十五檔。

六、對我國股市之影響就 MSCI 分三階段調整台股權值取樣列計比重而言，雖不如國人預期的一次調整完成，惟以近期來看，避免大量外資於短期內湧入我國股市，造成行情過熱，徒增股市及匯市之不穩定性；以中長期來看，外資可循序漸近作資產配置，不僅可長期活絡市場，對市場之穩定發展亦有助益。由於短期內不會有大量外資匯入，對匯率影響較小，對整體台灣金融市場之穩定將有正面助

益。再從另一角度分析，MSCI 指數係全球機構投資人之重要參考指標，特別對追逐指數型之投資人有顯著影響，當 MSCI 調高台股權值取樣列計比重時，台股在 MSCI 相關指數之權值亦相對提高，因此預期會有大量國際資金投資我國股市，對活絡市場及台股走向國際化，應有正面意義。

就台股納入 FTSE 指數而言，因該指數主要係歐洲機構投資人重要之參考指標，因此預期來自歐洲地區之資金應會逐漸增加對我國股市之投資。以八十九年截至六月底止之統計資料來看，外資申請投資案計 222 件，其中來自歐系國家者達 85 家，約占 38%；如以月份而言，一月份至六月份來自歐系國家之申請案計分別為 10 件、14 件、22 件、11 件、15 件及 13 件，除四月份受全球股市下跌影響外，大致呈現穩定之趨勢；如再進一步觀察，以往甚少至我國投資之歐系國家投資機構，諸如愛爾蘭、瑞士、瑞典、義大利、丹麥、法國、荷蘭等國，邇來亦相繼來台投資。由以上數據，足以說明台股納入 FTSE 指數對我國股市應有正面之影響。

就整體而言，八十九年截至六月底止，累積外資淨匯入金額達美金 229 億元，其中八十九年一月份至六月份單月淨匯入金額分別為美金 18 億元、20 億元、19 億元、負 7 億元、負 4 億元、5 億元；如以外資買賣上市股票金額來看，八十九年截至六月底止全體外資買超 1,272 億元，其中一月份至六月份單月買賣金額分別為買超 558 億元、買超 463 億元、買超 448 億元、賣超 487 億元、買超 93 億元、買超 197 億元。上開數據說明除四、五月份因受美國及全球股市影響而下跌外，大致上均呈現穩定且增加之趨勢，顯示在上述因素影響下，外資確實看好台股之發展。

七、結語在金融市場國際化及自由化的趨勢，實際上各國市場相互間已結合在一起，也因此當一國國家市場發生危機時，亦將連鎖影響其他國家市場之穩定，如一九九六年下半年泰國發生之金危機，進而演變成全球金融風暴，即是最佳之例證。近年來我國證券市場穩健發展，尤其歷經上述全球金融危機，當東南亞國家、韓國、香港等遭受重大衝擊而向國際求援時，各主要金融機構及專家均預期我國為下一波風暴對象，惟我國證券市場所受影響未如外界預期，顯見我國市場體質之健全，也因此我國在證券市場方面之表現逐漸受各國矚目。

再者有關外資投資我國證券市場之限制部分，為因應我國加入世界貿易組織，我國已允諾自公元二〇〇一年元月開始，除特殊產業外，外資投資上市（櫃）股票將不受限制。在此之前並採逐步開放措施，八十八年三月三十日已公告單一及全體外資投資上市（櫃）公司發行股票之上限，由原來總發行股數之 15%及 30%，均提高為 50%。

MSCI 指數或 FTSE 指數，係摩根士丹利國際資產管理公司及倫敦金融時報指數公司分別就各個國家或區域股市挑選出部分具代表性的個股，組合計算所發展出的股價指數，用以提供國際投資人做為全球股市投資操作的參考指標。每一個國家股市在指數中所占權值比重，通常代表國際專業投資機構或法人資金之配置比率。因此隨著各國股市的變化，MSCI 指數或 FTSE 指數的成分股與權值比重會隨時彈性調整，國際投資資金亦隨著指數變化作相對的調整。由此足以說明 MSCI 指數或 FTSE 指數之重要性。

綜合上述因素，多數國際知名指數編製機構均將台股納入計算，尤其摩根士丹利國際資本公司自八十九年五月三十一日起分三階段調高對台股權值列計之比重由原 50% 大幅提高為 100%，以及倫敦金融時報指數公司並於八十九年七月一日正式將台股納入其編製之全世界指數等事件，將再次證明國際知名投資機構對我國經濟及投資環境之肯定，其不僅係本會多年不斷努力所獲得之成果，亦係國際間對我國股市之肯定，對於吸引外資來我國投資有深遠之影響。

（註）權值取樣列計比重：即是取樣成份股總市值用來計算該市場在指數中所占權值之比例。例如，某指數僅包含 A、B、C 三個市場，假設其權值取樣列計比重分別為 100%、80%、50%，且三個市場取樣成份股之總市值均為 100，則指數取樣成份股總市值為 230（即 $100 + 100 \times 80\% + 100 \times 50\%$ ，並非列計 300），因此 A、B、C 三個市場所占權值分別為 43.48%（ $100/230$ ）、34.78%（ $80/230$ ）、21.74%（ $50/230$ ）。