

對外投資與國家安全

張景儒*

摘要

隨著中美競爭關係日益白熱化，美國過去數年已陸續對輸出科技至中國祭出多項禁令，特別是具有軍民兩用性質之科技，藉以限制中國之科技及軍事發展。但在近年美國政策討論之方向已認知到單純限制技術及產品輸出並不足夠，對中國之投資亦有限制之必要。在 2023 年拜登總統發布行政命令，禁止美國人投資涉及半導體及微電子、量子資訊技術、人工智慧領域之中國公司，美國財政部因此制定的法規也於 2025 年 1 月 2 日生效。在美國對於限制對中國投資轉為強硬的背景下，我國現行法規並沒有限制投資中國大陸上市公司之股票，不論該公司是否涉及軍事工業或與中國軍方相關，因而引發我國基金投資在美國黑名單上之中國軍事工業公司的爭議。面對此爭議，雖然有立法委員要求比照美國以法規明確禁止投資中國軍火工業的呼聲，但我國金融監督管理委員會的立場似乎卻傾向要求基金以盡職治理或 ESG 自律。然而，以盡職治理或 ESG 為由要求基金自律在理論上均有其不足之處，且要求指數型基金出清指數成分股之持股在執行上亦有其困難。有鑑於此，在假設我國認為有限制對中國上市公司投資之必要的前提下，本文認制定法規明確地限制機構投資人及指數公司應為最直接有效的手段。若不採之，退一步至少亦應透過增訂或解釋機構投資人盡職治理守則，明確化盡職治理之內涵並強化揭露之要求，以避免與受託義務之衝突。

關鍵字：對外投資、投資審查、有價證券投資、機構投資人、盡職治理

* 本文僅為個人之意見，不代表國際通商法律事務所之立場。作者感謝兩位匿名審查人的寶貴意見。

壹、前言

隨著中美競爭關係日益白熱化，美國過去數年間已陸續對輸出科技至中國祭出多項禁令，特別是具有軍民兩用性質之科技，藉以限制中國之科技及軍事發展。但在近年間美國政策討論之方向已認知到單純限制技術及產品輸出並不足夠，對中國之投資亦有限制之必要，因為美國對中國公司之投資帶有無形之利益（intangible benefit），將有促進被投資公司成功之可能性。有鑑於此，時任之美國總統川普率先於 2020 年發布行政命令，禁止美國人投資與中國軍方相關之中國公司，並公布了禁止投資中國公司的黑名單。此禁令儘管經過政權輪替仍然被接任的拜登總統延續迄今，並且更將黑名單之範圍擴大。而在 2023 年，拜登總統進一步發布了對外投資禁令（outbound order），禁止美國人投資涉及半導體及微電子、量子資訊技術、人工智慧領域之中國公司，將禁止之對象從個別實體擴大到特定的技術領域。

觀察前述之美國法規，自然人或法人均落入美國人之定義中，而法規對於機構投資人均設有特別之規定。此在機構投資人蓬勃發展之今日乃屬當然，蓋機構投資人所掌握的資金遠遠超過一般自然人，因此自然有必要對機構投資人所為之投資特別加以限制。而本文即是從限制機構投

資人之觀點出發，就機構投資人之特性，分析並討論應如何限制機構投資人的對外投資。

我國雖然長期管制投資中國大陸¹，但是目前並沒有限制投資中國大陸上市公司之股票，不論該公司是否涉及軍事工業或與中國軍方相關，現行法規下均未特別予以限制。這樣的立法政策除了與美國對中國強硬的態度形成對比外，更引發我國 35 個基金投資在美國黑名單上之中國軍事工業公司的爭議。此爭議發生後，雖然有立法委員要求比照美國以法規明確禁止投資中國軍火工業的呼聲，金融監督管理委員會（下稱「金管會」）的立場似乎卻傾向要求基金以盡職治理或 ESG 自律，並透過投信投顧公會要求基金出清爭議的持股。

然而，不論是以盡職治理或 ESG 為由要求基金自律，在理論上均有其不足之處，且要求指數型基金出清指數成分股之持股在執行上亦有其困難。有鑑於此，在假設我國認為有限制對中國上市公司投資之必要的前提下，本文認為定法規明確地限制機構投資人及指數公司（index providers）應為最直接有效的手段。若不採之，退一步至少亦應透過增訂或解釋機構投資人盡職治理守則（下稱「盡職治理守則」），明確化盡職治理之內涵並強化揭露之要求，以避免與受託義務之衝突。

《註 1》視前後文意需求，本文將分別使用中國、中國大陸或大陸地區，合先敘明。

本文之結構如下：第貳部分即先概要介紹美國近年對中國實施之投資限制，以及美國國會調查報告與相關的立法討論。第參部分接續說明我國現行法下對中國大陸的投資限制。第肆部分則藉由近年我國基金投資中國軍事工業之爭議，討論我國對中國大陸投資之法規所面臨之挑戰與不足。第伍部分討論我國對中國大陸投資可行之政策方向，並分析美國法規足資參考之處。第陸部分為結論。

貳、美國對中國投資限制

隨著中美競爭關係升溫，美國除了對中國祭出高科技出口管制外，亦開始限制對中國之投資。川普政府在 2020 年即頒布行政命令禁止投資與中國軍方相關之公司，此政策並被接任的拜登政府維持至今，凸顯兩黨在與中國之競爭取得共識。過去數年間，拜登政府遵循「小院高牆」(small yard, high fence) 的策略，意即打擊範圍精準且防備嚴密的限制，如同對小庭院用高聳的圍牆圈起來保護之²。以下即概要介紹近年美國對投資中國所實施之限制。

一、對中國軍方相關公司的投資禁令

川普總統在接近其第一任期尾聲的 2020 年 11 月 12 日，頒布了行政命令限制投資與中國軍方相關之有價證券³。該行政命令的前言中點名了中國軍民融合 (military-civil fusion) 的產業政策，中國利用公司在公開市場上向美國投資人銷售有價證券，遊說指數公司及基金納入中國公司的有價證券，利用美國投資人資助其發展並現代化其軍事實力，因此本於《國家緊急狀態法》(National Emergencies Act) 及其授權之《國際緊急經濟權力法》(International Emergency Economic Powers Act) 之授權宣告國家緊急狀態並禁止投資。該行政命令並於 2021 年 1 月 11 日起生效，禁止任何美國公民、永久居民、依美國法設立的實體及在美國領土上之人購買與中國軍方相關之公司在公開市場交易的有價證券及與其相關之衍生性金融商品。行政命令並附帶公布了 31 間被認為是與中國軍方相關公司之黑名單，除了國營事業外，華為、海康威視、中芯國際亦名列黑名單。面對此投資禁令，MSCI 及

《註 2》Remarks by National Security Advisor Jake Sullivan on the Biden-Harris Administration's National Security Strategy, THE WHITE HOUSE (Oct. 12, 2022), <https://bidenwhitehouse.archives.gov/briefing-room/speeches-remarks/2025/01/06/remarks-of-national-security-advisor-jake-sullivan-a-new-frontier-for-the-u-s-india-partnership/>, last visited May 19, 2025

《註 3》Exec. Order No.13,959, 85 Fed. Reg. 73,185 (Nov. 17, 2020).

S&P 道瓊工業指數等指數公司從其編製的指數中移除了黑名單上的公司⁴，紐約證交所也在幾經波折之後將中國移動、中國聯通、中國電信等三間中國國營電信公司下市⁵。

之後接任的拜登政府亦在 2021 年 6 月 3 日頒布了行政命令，除了擴大緊急狀態的範圍以應對中國監視科技的威脅等細微調整外，基本上延續了川普政府行政命令的內容⁶。拜登政府的行政命令並授權財政部訂定《中國軍事工業複合體制裁規則》(Chinese Military-Industrial Complex Sanctions Regulations)，該規則並已於 2022 年 2 月 16 日生效⁷。拜登政府並依照《國家緊急狀態法》第 202 (d) 條之規定，於每年的 11 月宣布延長投資禁令一年⁸。

拜登政府最近一次宣布延長係於 2024 年 11 月 8 日，故如無特殊狀況，對中國軍方相關公司之投資禁令至少會延續到 2025 年 11 月⁹。

二、對外投資禁令

美國除了限制對中國軍方相關公司的投資禁令，拜登政府更進一步在 2023 年 8 月 9 日頒布新的行政命令，限制投資涉及半導體及微電子、量子資訊技術、人工智慧領域之中國公司，並再依照技術標準及子領域區分為禁止及應向財政部申報之投資¹⁰。雖然投資限制是針對「有疑慮國家」(country of concern)¹¹，但根據行政命令之附件，有疑慮的實際上只有中華人民共和國、香港及澳門特別行政區，針對

《註 4》NYSE Starts Process of Delisting Three Chinese Telecom Companies, REUTERS (Jan. 2, 2021), <https://www.reuters.com/article/us-usa-china-nyse-delisting-idUSKBN29621Q/>, last visited May 19, 2025

《註 5》Chong Koh Ping & Alexander Osipovich, NYSE to Delist Chinese Telecom Carriers After Rejecting Appeals, WALL STREET J. (May 7, 2021), <https://www.wsj.com/articles/nyse-to-delist-chinese-telecoms-carriers-after-rejecting-appeals-11620394719>, last visited May 19, 2025

《註 6》Exec. Order No.14,032, 86 Fed. Reg. 30,145 (June 7, 2021).

《註 7》Chinese Military-Industrial Complex Sanctions Regulations, 31 C.F.R. pt.586 (2024).

《註 8》National Emergencies Act, 50 U.S.C. § 1622 (“Any national emergency declared by the President in accordance with this subchapter, and not otherwise previously terminated, shall terminate on the anniversary of the declaration of that emergency if, within the ninety-day period prior to each anniversary date, the President does not publish in the Federal Register and transmit to the Congress a notice stating that such emergency is to continue in effect after such anniversary.”).

《註 9》Notice on the Continuation of the National Emergency With Respect to the Threat From Securities Investments That Finance Certain Companies of the People’s Republic of China, 89 Fed. Reg. 88,869 (Nov. 8, 2024).

《註 10》Exec. Order No.14,105, 88 Fed. Reg. 54,867 (Aug. 11, 2023).

《註 11》端視如何解釋 concern 一字，國內文獻亦有翻譯為「敏感國家」或「受關注國家」者。

中國的意味不言而喻。在行政命令前言中指出，中國爲了發展此類敏感的技术及產品，利用了來自美國的投資所帶來的無形利益以促進公司成功；無形的利益例如：幫助公司提升地位或名聲、提供管理上的協助、接觸投資及人才網路、有利於市場開發或更容易取得融資。因此，爲了避免來自美國的投資加速或增進中國在對於軍事、情資、偵查或網路等具敏感性的關鍵技術及產品的發展，拜登總統依照《國家緊急狀態法》及《國際緊急經濟權力法》之授權宣布國家緊急狀態，並授權財政部訂定施行行政命令的法規。

基於行政命令的授權，財政部遂先後於 2023 年 8 月 9 日及 2024 年 6 月 21 日公告法規草案並經過公眾評論程序，最終於 2024 年 10 月 28 日正式公告《美國投資有疑慮國家之特定國家安全科技及產品投資之相關條款》(Provisions Pertaining to U.S. Investments in Certain National Security Technologies and Products in Countries of Concern)，並訂於 2025 年 1 月 2 日正式生效（下稱「美國對外投資規則」）¹²。

如以上所說明，美國對外投資規則並

未建立如同美國海外投資委員會（CFIUS）一般的投資審查機制，而是依照行政命令將被涵蓋的交易（covered transactions）區分爲禁止之交易（prohibited transaction）及應申報之交易（notifiable transaction），由投資人自行依照法規判斷其投資是否受禁止而不得爲之¹³或是應於交易完成後三十日內向財政部申報之¹⁴。美國對外投資規則限制對象包括美國公民、永久居民、依美國法設立的實體及在美國領土上之人¹⁵。而美國對外投資規則對於投資之定義包括購買股權或或有股權、賦予借款人特定權利的融資、或有股權之轉換、綠地投資（greenfield investment）或其他資產取得、成立合資企業、以有限合夥人身分投資非美國基金¹⁶，但亦例外排除了特定未賦予基本少數股東權以外權利的投資¹⁷。

被例外的交易其中與機構投資人相關者包括：（一）投資公開交易之有價證券，不論是以任何貨幣計價、在任何地區的證券交易所交易，或以櫃檯買賣之有價證券¹⁸；（二）投資依照美國 1940 年投資公司法（Investment Company Act of 1940）註

《註 12》 Provisions Pertaining to U.S. Investments in Certain National Security Technologies and Products in Countries of Concern, 89 Fed. Reg. 90,398 (Nov. 15, 2024) (to be codified at 31 C.F.R. pt.850).

《註 13》 *Id.* at § 850.224.

《註 14》 *Id.* at § 850.217.

《註 15》 *Id.* at § 850.229.

《註 16》 *Id.* at § 850.210.

《註 17》 *Id.* at § 850.501.

《註 18》 *Id.* at § 850.501(a)(1)(i).

冊的投資公司，包含指數基金、共同基金及 ETF¹⁹。在公眾評論程序時，即有評論認為此例外將成為被動及指數投資的漏洞，惟財政部回應此例外並非漏洞，而是考量此類投資較不會產生無形利益所為的判斷。故在美國對外投資規則生效後，若股票在公開市場上交易，或是投資是透過指數基金、共同基金或 ETF 為之，則美國投資人仍得投資涉及半導體及微電子、量子資訊技術、人工智慧領域的中國公司。

三、美國國會調查報告及立法草案

儘管已經限制對中國軍方相關公司的投資，但跨黨派的美國眾議院「美國與中國共產黨戰略競爭特設委員會」2024年4月發布之調查報告（美國對外投資規則在當時尚未生效）²⁰，發現依然有數以億計美元的資金流入在不同政府機構黑名單上的中國公司（包括財政部、國防部、國土安全部、商務部、國務院、國防授權法案、聯邦通訊委員會的黑名單²¹），與其關係企業或子公司。根據該報告，截至2023年，總共有65億美元投資於因為促進中國

軍事發展或侵害人權而被列入黑名單或警示名單的63間中國公司，其中有17間公司是直接在黑名單或警示名單上的，其餘46間則為該等公司的關係企業或子公司。雖然前述與中國軍方相關公司的黑名單係被完全禁止投資的，但禁止投資的範圍僅限於被列入黑名單的公司本身而不及於其關係企業或子公司²²。基於此法規漏洞，在65億美元的投資中有超過50億美元是流入被列入黑名單公司的關係企業或子公司²³。

而在投資黑名單或警示名單上中國公司的65億美元中，因為MSCI編製的指數就促成了37億美元的投資，而BlackRock旗下的基金也投資了至少19億美元²⁴。當指數公司將一間公司編入指數時，此舉相當於替該公司的可投資性及價值背書；而基金也時常會將指數公司編製的指數作為目標，不論是作為追蹤的對象或是作為要超越的市場基準²⁵。因此，如果指數中有被列入黑名單的公司，此通常也會造成基金持有被列入黑名單公司的股票。例如MSCI新興市場可投資市場指數（MSCI

《註 19》*Id.* at § 850.501(a)(1)(ii)(A).

《註 20》The Select Comm. On The Chinese Communist Party, How American Financial Institutions Provide Billions Of Dollars To Prc Companies Committing Human Rights Abuses And Fueling The Prc's Military (2024).

《註 21》*Id.* at 4.

《註 22》Chinese Military-Industrial Complex Sanctions Regulations, *Supra* note 7, at § 586. 404.

《註 23》The Select Comm. On The Chinese Communist Party, *Supra* note 20, at 12-13.

《註 24》*Id.* at 1.

《註 25》*Id.* at 6-7.

Emerging Markets Investable Market Index) 中，有 0.8% 的成分股為被列入黑名單的公司，而與該指數連結的總資產有將近 700 億美元，因而導致有 5.6 億美元的投資流向被列入黑名單的公司²⁶。指數公司會以基金可以向其申請授權客製化的指數，而基金則會反過來以指數基金的投資只是在反映指數的成分股，互相推卸責任²⁷。

因此，報告中建議國會應立法禁止投資在各政府機構黑名單或警示名單上的中國公司，並應將禁止的範圍擴大於其子公司、關係企業、母公司、控股公司，且不論是主動或被動投資均應禁止²⁸。報告中亦建議國會應立法使美國證券交易委員會 (SEC) 要求將黑名單上的中國公司下市並自指數及追蹤該指數的基金中移除²⁹。甚至有美國眾議員提出了《指數型基金去中國法案》(No China in Index Funds Act)，顧名思義，該法案如通過將禁止指數型基

金投資任何中國公司，並應於一百八十日內出清已投資之持股³⁰。

四、川普總統的美國優先投資政策

對於拜登政府限制對外投資禁令，部分論者特別是共和黨人批評其過於寬鬆，而將僅具象徵性意義而無實際效用³¹。川普總統於 2025 年 1 月 20 日就任第一天旋即頒布美國優先貿易政策 (America First Trade Policy)，指示財政部長諮詢商務部長檢視拜登政府頒布的對外投資禁令是否應被修正、撤銷或替換，以及美國對外投資規則是否足以管控國家安全威脅³²。川普總統隨後又於 2025 年 2 月 22 日頒布美國優先投資政策 (America First Investment Policy)，宣示經濟安全為國家安全，更直接指稱中國為敵對國家 (foreign adversary)³³。依照川普總統的美國優先投資政策，美國將使用一切必要的法律手

《註 26》*Id.* at 15-16.

《註 27》*Id.* at 6-7.

《註 28》*Id.* at 27.

《註 29》*Id.*

《註 30》No China in Index Funds Act, H.R. 7758, 108th Cong (2024).

《註 31》Robby Stephany Saunders, Why Biden's Executive Order on China Investment Falls Short, THE HILL (Aug. 30, 2023), <https://thehill.com/opinion/white-house/4177075-why-bidens-executive-order-on-china-investment-falls-short/>, last visited May 19, 2025 ; Biden Bans Range of US High Tech Investments in China Citing National Security Risk, THE GUARDIAN (Aug. 10, 2023), <https://www.theguardian.com/world/2023/aug/09/biden-executive-order-us-investment-chinese-technology>, last visited May 19, 2025.

《註 32》America First Trade Policy, THE WHITE HOUSE (Jan. 20, 2025), <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/america-first-trade-policy/>, last visited May 19, 2025

《註 33》America First Investment Policy, THE WHITE HOUSE (Feb. 22, 2025), <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/america-first-investment-policy/>, last visited May 19, 2025.

段阻止美國對中國軍事工業的投資，包括《國際緊急經濟權力法》及相關行政命令。此外，在檢視對外投資禁令時，應評估是否納入或擴大限制對半導體、人工智慧、量子、生物科技、高超音速、航太、先進製造、定向能量等領域之投資，以及擴大限制投資類型（私募股權基金、創投、綠地投資、企業擴張、公開交易的有價證券）及對象（包括退休基金、大學捐贈基金、其他有限合夥）。

隨著川普總統新發布的貿易及投資政策、中美近期的全面貿易戰，在第二次任期的川普政府對中國的態度顯得更加強硬，先前拜登政府的小院高牆策略似乎已不復見，限制範圍將不再僅限於高科技領域，而是更全面地限制對中國之投資。此外，儘管美國國會在 2018 年便曾有提出限制對外投資的立法草案，但由於國會內兩黨之僵局均未能成功通過，因此最終是由總統以行政命令的方式限制對外投資³⁴。但隨著共和黨在 2024 年大選後，掌握了參眾兩院的多數席次，美國國會是否也有可能通過相關法案限制對外投資³⁵，亦值得持續觀察。

參、我國對大陸地區投資限制

由於歷史及政治因素，即使在兩岸貿易關係緊密的今日，我國對大陸地區的投資依然設有相當嚴格的限制。為了「強化審查密度及提高審查層級」，我國更於 2023 年將投資審議委員會併入經濟部改制為投資審議司（下稱「投審司」）³⁶。以下即概要說明我國現行法下對於大陸地區投資之相關規範，特別是關於投資有價證券之規範。

一、投資審查制度

《臺灣地區與大陸地區人民關係條例》第 35 條第 1 項規定：「臺灣地區人民、法人、團體或其他機構，經經濟部許可，得在大陸地區從事投資或技術合作；其投資或技術合作之產品或經營項目，依據國家安全及產業發展之考慮，區分為禁止類及一般類，由經濟部會商有關機關訂定項目清單及個案審查原則，並公告之。但一定金額以下之投資，得以申報方式為之；其限額由經濟部以命令公告之。」故根據該條項的規定，可以得知我國現行對大陸地

《註 34》“Executive Order Restricts U.S. Outbound Investment into Sensitive Technology Sectors in China”, 137 *Harvard Law Review*, vol.137, 2024, p.1525.

《註 35》相關立法草案，參見 Regulation of U.S. Outbound Investment to China, CONG. RSCH. SERV. (Aug. 12, 2024), <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IF/IF12629>, last visited May 19, 2025.

《註 36》投資審議司，〈認識本司〉，https://www.moea.gov.tw/Mns/dir/content/Content.aspx?menu_id=42879，最後瀏覽日期：2024 年 12 月 23 日。

區的投資依照所投資之產業區分為禁止類及一般類。

針對禁止類之投資，經濟部制定《大陸投資負面表列－農業、製造業及服務業等禁止赴大陸投資產品項目》(下稱「大陸投資負面表列」)，將農業 409 項、製造業 97 項、部分服務業及部分涉及 BOT 的基礎建設列為禁止投資項目；另外有條件開放項目則包括半導體製造封裝測試及 IC 設計、面板製造、石化上游產品、不動產開發、銀行保險證券等產業³⁷。有條件開放之產業並在大陸投資負面表列中訂有詳細的審查原則，以被譽為臺灣「護國神山」的半導體產業為例，投審司即訂出 12 項審查原則，舉其要者包括「投資之製程技術須落後該公司在臺灣之製程技術一個世代以上」、「申請人以新設或併購方式投資應有主控權」、「臺灣應有相對投資及研發」，以避免尖端技術外流並確保我國在半導體製程之領先地位³⁸。

若非大陸投資負面表列所禁止投資之產業，即為一般類的開放投資項目。本於臺灣地區與大陸地區人民關係條例第 35 條第 4 款之授權，經濟部訂定《在大陸地

區從事投資或技術合作許可辦法》(下稱「許可辦法」)。而許可辦法第 6 條第 1 項規定：「臺灣地區人民、法人、團體或其他機構依本辦法規定在大陸地區從事投資或技術合作者，應先備具申請書件向主管機關申請許可。但個案累計投資金額在主管機關公告之限額以下者，得以申報方式為之。」投審司並將投資金額的限額訂於《在大陸地區從事投資或技術合作審查原則》，如投資人個案累計投資金額在 100 萬美元以下，得在投資實行後之六個月內為申報即可。其他案件則應於投資前向投審司申請許可，原則上 5,000 萬美元以下之投資案適用簡易審查，投審司未於一個月內為決定者，申請自動許可生效；反之，超過 5,000 萬美元者則將採取專案審查³⁹。

二、未限制對大陸地區上市股票投資

許可辦法第 3 條第 1 項規定：「本辦法所稱在大陸地區從事投資，指臺灣地區人民、法人、團體或其他機構在大陸地區有下列行為之一者：一、創設新公司或事業。二、對當地原有之公司或事業增資。三、取得當地現有公司或事業之股權。但

《註 37》投資審議司，〈常見問答：對大陸投資負面表列禁止及限制項目清單有哪些？〉，https://www.moea.gov.tw/Mns/dir/Investment/DirQuestionsAnswers.aspx?menu_id=42866，最後瀏覽日期：2024 年 12 月 23 日。

《註 38》〈在大陸地區從事投資或技術合作禁止類製造業產品項目〉，第 4-5 頁，<https://law.moea.gov.tw/Download.ashx?FileID=167675&id=GL000190&type=LAW>，最後瀏覽日期：2024 年 12 月 23 日。

《註 39》在大陸地區從事投資或技術合作審查原則第 4 條。

不包括購買上市公司股票。四、設置或擴展分公司或事業。」由前揭第 3 款可見，「投資」之定義直接排除購買上市公司股票，故投資人購買大陸地區上市公司之股票並不需申請核准即可逕行為之⁴⁰。

若是透過基金投資者，投資信託基金可投資的有價證券之範圍規定於《證券投資信託基金管理辦法（93.10.30 訂定）》（下稱「投信基金管理辦法」）第 8 條第 1 項，第 2 項並授權金管會訂定可投資之外國有價證券之種類及範圍⁴¹。在民國 97 年之

前，境內基金募得之資金嚴格禁止用於投資大陸地區有價證券⁴²。而在兩岸情勢逐漸緩和的時空背景下，金管會在民國 97 年開放投資信託基金在不超過基金淨資產價值 10% 之範圍內，投資大陸地區掛牌上市之有價證券⁴³，之後又於民國 100 年進一步將上限放寬至基金淨資產價值之 30%，並且允許指數股票型基金（下稱「ETF」）之成分股包含大陸地區公司的比率不受 30% 之限制⁴⁴。為「積極發展『具兩岸特色之金融業務』，並推動『以臺灣為主

《註 40》投資審議司，〈常見問答：國內民眾若購買大陸上市公司股票，是否須向投審會申請？〉，https://www.moec.gov.tw/Mns/dir/Investment/DirQuestionsAnswers.aspx?menu_id=42866，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。

《註 41》證券投資信託基金管理辦法（93.10.30 訂定）第 8 條：「證券投資信託事業募集基金，應依基金之種類及性質投資有價證券，其投資國內有價證券之種類及範圍以下列為限：一、上市有價證券。二、經本會公告於證券商營業處所買賣之有價證券（以下簡稱上櫃有價證券）。三、經本會核准或申報生效承銷有價證券。四、政府債券及募集發行之公司債或金融債券。五、證券投資信託事業發行之基金受益憑證。六、經本會核准之國際金融組織債券。七、其他經本會核准得投資項目（第 1 項）。證券投資信託事業於國內募集基金投資外國有價證券，其種類及範圍由本會定之（第 2 項）」。

《註 42》金融監督管理委員會（96）金管證四字第 09600234261 號函：「證券投資信託事業於國內募集證券投資信託基金投資外國有價證券，不得投資於下列各項之有價證券：（一）大陸地區之有價證券。（二）香港或澳門地區證券交易市場由大陸地區政府、公司所發行之有價證券。（三）恒生香港中資企業指數（Hang Seng China—Affiliated Corporations Index）成分股公司所發行之有價證券。（四）香港或澳門地區證券交易市場由大陸地區政府、公司直接或間接持有股權達百分之三十五以上之公司所發行之有價證券。」

《註 43》金融監督管理委員會（97）金管證四字第 0970035064 號函：「證券投資信託事業於國內募集證券投資信託基金投資大陸地區證券市場之有價證券以掛牌上市有價證券為限，且投資前述有價證券總金額不得超過該基金淨資產價值之百分之十。」

《註 44》金融監督管理委員會（100）金管證投字第 1000006181 號函：「證券投資信託事業於國內募集證券投資信託基金投資大陸地區證券市場之有價證券以掛牌上市有價證券（含承銷股票）為限，且投資前述有價證券總金額不得超過該基金淨資產價值之百分之三十。但證券投資信託事業於國內募集指數股票型基金（Exchange Traded Fund, ETF），其成分證券包含大陸上市有價證券者，不在此限。」

之國人理財平臺』規劃方案」，金管會於民國 101 年更直接取消投資大陸地區有價證券之上限規定，開放投資信託基金得將募集之資金 100% 投資於大陸地區有價證券⁴⁵。至此，我國不再限制投資信託基金投資大陸地區之上市股票，首次開放純陸股基金⁴⁶。

至於境外基金，依照《境外基金管理辦法》第 23 條第 1 項第 3 款之規定：「境外基金投資大陸地區證券市場之有價證券占該境外基金總投資之比率，不得超過本會所訂定之比率。」目前境外基金投資大陸地區有價證券限於掛牌上市之有價證券及銀行間債券市場，且除了在我國申請掛牌上市或交易之 ETF，投資金額不得超過基金淨資產價值 20%，但若為金管會認可符合深耕計畫之境外基金則可放寬至 40%⁴⁷。

肆、我國現行法規面臨之挑戰

如前一部分之說明，我國現行法規並未限制投資大陸地區之上市公司股票，且我國目前亦未如同美國建立禁止投資之黑名單，故投資信託基金應可自由買賣大陸地區上市公司的股票。在美國於 2020 年底公布禁止投資之中國軍方相關公司的黑名單後，臺灣媒體於 2021 年 8 月報導我國有 35 檔基金投資美國黑名單上的中國軍事工業公司，總投資金額將近新臺幣 16 億元⁴⁸。投信投顧公會旋即發布新聞稿，說明被點名之 35 檔基金大部分屬於 ETF，係因為追蹤的指數成分股包含美國黑名單上的公司，故依照基金信託契約與被動追蹤指數而投資該等公司之股票⁴⁹。投信公司後續將與指數公司討論將黑名單上的中國公司自指數刪除之可能性，並已有部分投

《註 45》金融監督管理委員會（101）金管證投字第 1010044662 號函。雖然該函令已廢止由金融監督管理委員會（111）金管證投字第 1100365698 號函取代，但是投資大陸地區有價證券之部分並無變更。

《註 46》李淑慧，〈大鬆綁！投信准發純種陸股基金〉，《經濟日報》，2012 年 9 月 28 日，<https://fund.udn.com/fund/story/5845/181199>，最後瀏覽日期：2024 年 12 月 23 日。

《註 47》金融監督管理委員會（108）金管證投字第 1070120331 號函：「依據境外基金管理辦法第二十三條第一項第三款規定，在國內募集及銷售之境外基金，投資大陸地區之有價證券以掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且投資前述有價證券總金額不得超過該境外基金淨資產價值之百分之二十。但下列情形不在此限：（一）境外指數股票型基金經本會核准向證券交易所申請上市或進行交易者。（二）境外基金機構依鼓勵境外基金深耕計畫向本會申請並經認可者，得適用鼓勵境外基金深耕計畫所列放寬前揭投資總金額上限至百分之四十之優惠措施。」

《註 48》易俐廷、黃啓豪，〈台灣竟有 35 檔基金養共軍！立委籲金管會徹查〉，《民視新聞網》，2021 年 8 月 12 日，<https://www.ftvnews.com.tw/news/detail/2021812F09M1>，最後瀏覽日期：2024 年 12 月 23 日。

《註 49》陳林幸虹，〈美禁投資中國軍火工業台基金遭波及？投信投顧公會說明〉，《中央廣播電台》，2021 年 8 月 13 日，<https://www.rti.org.tw/news/view/id/2108429>，最後瀏覽日期：2024 年 12 月 23 日。

信公司基於 ESG 考量出清持股⁵⁰。金管會也同步發布新聞稿，提醒投信公司應基於盡職治理「注意被投資公司之公司治理情形，避免投資人權爭議或軍火武器等相關標的」，並且「應注意相關政治、ESG 及投資風險，以保護投資人權益。後續並將持續注意其投資情形」⁵¹。

此爭議凸顯了我國現行法規允許投資大陸地區上市股票，但並未細緻化區分所允許投資之產業或對象，導致面對我國基金投資中國軍事工業時，而須仰賴盡職治理及 ESG 等抽象原則之困境。以下即分別討論，金管會以盡職治理及 ESG 要求投信公司不得投資中國軍事工業在理論上之不足，以及 ETF 出清中國軍事工業公司的股票在執行上之困難。

一、盡職治理及 ESG 理論上之不足

截至 2025 年 5 月 19 日，簽署我國盡職治理守則之投信公司總共達到 37 間⁵²，且 2023 年獲利前十大之投信公司均為盡職治理守則之簽署人。盡職治理守則將盡

職治理定義為：「機構投資人投資或履行受託人責任時，宜基於資金提供者（可能包含客戶、受益人或機構投資人本身之股東）之總體利益，關注被投資公司營運狀況，並透過出席股東會、行使投票權、適當與被投資公司之董事或經理人等經營階層對話與互動等議合方式，參與被投資公司之公司治理，為機構投資人之『盡職治理』⁵³。」由此可以看出，盡職治理是為了客戶或受益人之利益而為之，最終仍須回歸到基金經理人的受託義務（fiduciary duty）。然而，受託義務要求基金經理人應考量其客戶或受益人之最佳利益而行為，故除非客戶或受益人另有特殊要求，原則上基金經理人理應追求最高的投資報酬率⁵⁴。如果假設現有一間在中國上市的甲公司，雖然甲公司因為被美國認為與中國軍方有關而列入黑名單，但甲公司的前景卻備受看好。由於我國現行法規並未禁止投資中國上市公司之股票，故基金經理人雖然知道甲公司被美國政府列入黑名單，但因為投資甲公司之報酬率佳，基於受託義

《註 50》同前註。

《註 51》金融監督管理委員會，〈金管會已提醒投信事業，基金投資應注意相關風險，並落實盡職治理〉，2021 年 8 月 13 日，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202108130004&dttable=News，最後瀏覽日期：2024 年 12 月 23 日。

《註 52》臺灣證券交易所公司治理中心，〈簽署名單〉，<https://cgc.twse.com.tw/stewardshipList/listCh>，最後瀏覽日期：2024 年 12 月 23 日。

《註 53》臺灣證券交易所公司治理中心，〈機構投資人盡職治理守則〉，2023 年 7 月，頁 3，<https://cgc.twse.com.tw/docs/stewardship1.pdf>，最後瀏覽日期：2024 年 12 月 23 日。

《註 54》關於受託義務之說明，參見張景儒，〈21 世紀下機構投資人之受託義務——試論受託義務與 ESG 投資之調和〉，《交大法學評論》，第 14 期，2024 年 3 月，頁 29-35。

務考量客戶或受益人之最佳利益，似乎會得到基金經理人仍應投資甲公司的結論。

除了盡職治理外，金管會亦要求基金考量 ESG 而出清中國軍事工業公司的持股，且盡職治理守則亦要求機構投資人「宜以環境、社會、公司治理（ESG）議題資訊，關注、分析與評估被投資公司之相關風險與機會，瞭解被投資公司之永續發展策略」⁵⁵。ESG 分別代表環境（environment）、社會（social）及公司治理（governance），惟要同時衡量這三個截然不同的領域，使得 ESG 之標準並不明確，目前國際上尚未發展出一套客觀的標準⁵⁶。例如特斯拉作為電動車大廠有助於降低碳排放量，卻曾遭 S&P 500 ESG 指數因為勞動環境不友善而除名，使得特斯拉執行長馬斯克氣得痛斥 ESG 為一場騙局⁵⁷。而既然 ESG 並無統一的標準，則各基金對於 ESG 之判斷將可能有所不同，則應如何要求基金不得投資或甚至出清特定中國公司之持股？假設另有一間生產太陽能板在中國上市的乙公司，因為乙公司投入

永續能源領域符合 E 之標準，同時卻可能因為被美國列入黑名單而不符合 S 或 G 之標準，此時基金是否仍得投資乙公司即不無疑問，且不同基金所得出的結論亦未必相同。

綜合以上，盡職治理及 ESG 兩者均為抽象的原則性概念，且有時難免會涉及個人主觀之判斷，尚難成為所有基金都能一體適用的標準。故如以盡職治理及 ESG 要求基金不得投資特定公司或產業，如何解釋並適用盡職治理及 ESG，在理論上似乎仍有所不足，而有待更深入的探討。

二、ETF 出清持股執行上之困難

除了以盡職治理或 ESG 要求基金出清持股需要克服理論上的挑戰外，如同以上對於美國國會調查報告及立法草案的說明，要求指數型基金或 ETF 出清指數成分股中特定公司的持股亦有執行上的困難。依照投信基金管理辦法之定義，指數型基金⁵⁸及 ETF（指數股票型基金）⁵⁹均為追蹤、模擬或複製標的指數表現之被動型基

《註 55》機構投資人盡職治理守則指引 3-3。

《註 56》張景儒，前揭《註 54》，頁 16-18。

《註 57》易淳敏，〈ESG 評鑑出了什麼問題？馬斯克竟批「根本是惡魔化身」〉，《ESG 遠見》，2022 年 5 月 18 日，<https://esg.gvm.com.tw/article/5256>，最後瀏覽日期：2024 年 12 月 23 日。

《註 58》證券投資信託基金管理辦法（93.10.30 訂定）第 32 條第 1 項：「指數型基金指將基金全部或主要部分資產投資於指數成分證券，以追蹤、模擬、複製標的指數表現。」

《註 59》證券投資信託基金管理辦法（93.10.30 訂定）第 37 條第 1 項：「指數股票型基金指以追蹤、模擬或複製標的指數表現，並在證券交易市場交易，且申購、買回採實物或依據證券投資信託契約規定方式交付之基金。」

金。而我國 ETF 的資產總額截至 2024 年 11 月已超過新臺幣 6.3 兆元，將近所有類型基金（包含公募及私募）資產總額之一半，而指數型基金資產總額亦達到新臺幣 776 億元⁶⁰，此使得任何政策都應該要考量到 ETF 之特性。由於 ETF 之資產總額遠大於指數型基金，故以下討論將著重於 ETF，而 ETF 之討論原則上也應可以適用於指數型基金。

《證券投資信託事業募集證券投資信託基金公開說明書應行記載事項準則》第 13 條第 1 項第 9 款：「下列種類基金應再敘明之事項：……（二）指數型基金及指數股票型基金：1. 指數編製方式及經理公司追蹤、模擬或複製表現之操作方式，包含調整投資組合方式，以及基金投資於指數具代表性之成分證券樣本時，為使該樣本明確反映指數整體特色之抽樣及操作方式。2. 基金表現與標的指數表現之差異比較，其比較方式應載明其定義及計算公式。……」依照此規定，投資信託基金如為 ETF，應在其公開說明書中額外說明標的指數之相關資訊以及基金操作投資之

方式。

以被媒體點名投資中國軍事工業的富邦上証 180 證券投資信託基金（下稱「富邦上証 180」）為例⁶¹，富邦上証 180 係以上証 180 指數作為標的指數，其公開說明書中關於複製指數表現之操作方式說明：「本基金於扣除各項必要費用之後，將本基金資產投資於指數成分股為主，藉由投資指數成分股以達到複製標的指數表現。……本基金將小幅投資於指數期貨（不得超過本基金淨資產價值之百分之十），以使本基金投資標的指數成分股加計指數期貨之整體曝險，能貼近本基金淨資產價值之百分之百。」⁶²另外，富邦上証 180 公開說明書中也提及了：「所謂『追蹤誤差』是指一段期間內 ETF 和其追蹤指數的報酬率之偏離度的標準差，ETF 的『追蹤誤差』應該要愈小愈好。」⁶³因此，依照富邦上証 180 公開說明書，富邦上証 180 之目標應是力求貼近上証 180 指數，除非上証 180 指數之成分股有所變動，否則 ETF 不應主動排除特定指數成分股而背離上証 180 指數。在富邦上証 180 公開說明書

《註 60》中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，〈境內外基金資產總額〉，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN1001.aspx?PGMID=FD01>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。

《註 61》同《註 48》。根據媒體報導，當時富邦上証 180 投資標的包含中航高科、中航瀋飛、中國船舶三間公司，均為美國第 14032 號行政命令所禁止投資之對象。

《註 62》富邦上証 180 證券投資信託基金公開說明書，頁 23，<https://etrade.fsit.com.tw/homelink/Prospectus/36.pdf>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。

《註 63》同前註，頁 26。

的風險揭露中也僅有對「標的指數成分股內容變動之風險」進行說明⁶⁴，並未提及ETF主動背離標的指數成分股之風險。

本於此，如果ETF貿然出清指數成分股中特定公司之持股，則該ETF之投資組合將背離其所追蹤之標的指數，並且違反公開說明書中宣稱的操作方式。若在股市大盤下跌時，該ETF跌幅大於其所追蹤的標的指數，投資人是否得以ETF恣意排除特定公司而未善盡分散風險之責任，進而向投信公司請求ETF與標的指數間跌幅之差額作為損害賠償？是以，ETF若主動背離追蹤的標的指數，此將提升投信公司面對的法律風險。在無明確法規指引的情況下，金管會卻透過投信投顧公會要求ETF在三個月內出清持股⁶⁵，此將可能使投信公司陷於進退維谷的困境。

伍、我國對中國大陸投資政策方向之討論

承接第肆部分之討論，金管會以盡職治理及ESG要求機構投資人不得投資中國軍事工業公司在理論上有其不足，且要求ETF主動背離標的指數出清持股在執行上

亦有困難。為避免投信公司無所適從以及保護投資人之權益，本文認為若我國政府有意限制我國基金投資中國軍事工業，則不應由金管會間接透過投信投顧公會要求或以盡職治理及ESG等抽象原則要求基金自律，而是應訂定明確的法規規範之。然而，若認為無須訂定相關法規或在法規生效之前，本文認為至少應在盡職治理守則中明確化盡職治理之內涵及強化揭露之要求，促使機構投資人更審慎地評估及關注被投資公司，並提升機構投資人的透明度使客戶有更多資訊作為判斷基礎。本文以下即討論可能之政策方向以回應我國現行法規所面臨的挑戰。

一、訂定法規要求機構投資人及指數公司

在發生我國基金投資中國軍事工業公司之爭議時，我國立法委員曾就此質詢金管會時任主委黃天牧，要求金管會比照美國法令列出禁止投資機敏產業之黑名單⁶⁶。對此，黃天牧當時回應此涉及國安及兩岸政策而須跨部會討論，且投信公司依循盡職治理及ESG，幾乎已經沒有投資

《註 64》同前註，頁 26-27（「指數成分股可能由於成分股的剔除或加入而產生變化，當指數成分股發生變動或成分股權重改變時，本基金為符合投資目標，將調整投資組合內容以追蹤指數變化。因此本基金的成分權重將隨時反應該指數的異動，不一定與投資人投資時相同」）。

《註 65》陳依旻，〈8 檔基金投資中國軍工股 金管會要求 3 個月內出清！〉，《ETtoday 財經雲》，2021 年 10 月 28 日，<https://finance.ettoday.net/news/2111210#ixzz8tvODtJXH>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。

《註 66》陳蕙綾，〈負面表列限制基金投資中國黑名單 黃天牧三點回應〉，《鉅亨網》，2021 年 9 月 27 日，<https://news.cnyes.com/news/id/4730323>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。

中國軍事工業公司之股票⁶⁷。而之後金管會亦表明，金管會未來依《證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則》第 4 條審查投資信託基金申請募集時⁶⁸，如投資信託基金之投資標的包括中國軍事工業或有人權爭議之標的，金管會將以「投資標的顯有不當」退回或不核准其募集申請⁶⁹。

惟金管會此做法僅會影響新成立或要追加募集的投資信託基金，而現在已成立並募集完成之投資信託基金將不受影響，若該等投資信託基金已持有具爭議性的股票，金管會依然無從要求其出清。因此，若要有效的限制投資信託基金不得投資中國軍事工業或其他具爭議性之標的，則我國政府應思考是否需要跟進美國，以法規明確限制對中國之投資，不論是針對特定公司或特定產業之限制。特別是第貳部分

所討論到甫於 2025 年 1 月 2 日生效的美國對外投資規則規定：若投資係與第三國之人共同為之或涉及第三國之人，若該第三國亦有採取相關措施以消除國家安全疑慮，且該投資相關的國家安全疑慮應能被充分的消除，則該投資亦將符合被例外之交易而豁免於美國對外投資規則⁷⁰。有鑑於此豁免規定，如果我國也有訂定對外投資的法規，並被美國財政部長指定為符合上述條件之第三國，則當美國與我國公司共同投資中國時，將可以僅適用我國法規，而不須適用美國對外投資規則，達到簡化投資之程序及節省時間。

如同美國國會調查報告所指出，若要限制 ETF 之投資，則亦應限制指數公司編製之指數始能克盡全功。故若金管會有意限制 ETF 對特定中國公司之投資，作為

《註 67》同前註。

《註 68》證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則第 4 條：「證券投資信託事業申請（報）募集或追加募集證券投資信託基金，有下列情形之一者，本會得退回或不核准其案件：……十一、本次募集證券投資信託基金與現有證券投資信託基金之投資基本方針及範圍未有適當區隔或其投資標的顯有不當。」

《註 69》王孟倫，〈金管會強化控管 新募基金不得投資軍工企業〉，《自由財經》，2021 年 11 月 4 日，<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/3726344>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。

《註 70》Provisions Pertaining to U.S. Investments in Certain National Security Technologies and Products in Countries of Concern, *supra* note 12, at § 850.501(g). (“The following transactions are excepted transactions……(g)(1) A transaction that is: (i) With or involving a person of a country or territory outside of the United States designated by the Secretary, after taking into account whether the country or territory is addressing national security risks substantially similar to those described in the Order and related to outbound investment; and (ii) Of a type for which the Secretary has determined that the related national security concerns are likely to be adequately addressed by measures taken or that may be taken by the government of the relevant country or territory.”)

配套措施，理論上指數公司也應同樣受到限制不得將該等中國公司編入指數。不過即使沒有規範到指數公司，雖然法律適用有些迂迴，或許可以仰賴投信基金管理辦法第 37 條第 3 項準用第 32 條第 2 項要求 ETF 所追蹤之標的指數應符合「指數成分證券應具備分散性及流通性」及「無違反其他法令規定之情事」⁷¹。因為如果我國已建立禁止投資中國公司的黑名單，例如不得投資軍事工業或有國家安全疑慮之公司，依照前揭投信基金管理辦法之規定，ETF 所追蹤之標的指數如果包含黑名單上之公司，則標的指數將可能違反指數成分股應具流通性及無違反法令之要求。

假使我國政府判斷有限制對中國投資之必要，則本文認為以法規明確限制機構投資人及指數公司，應為最直接有效之做法，並且可以避免第肆部分所討論到的以盡職治理及 ESG 自律、ETF 出清持股之問題。惟如金管會所說明，限制對中國大陸之投資尚可能涉及國防部、經濟部、大陸委員會之職掌範圍，故為求周全，訂定任何法規均應經過跨部會之討論。

二、明確化盡職治理內涵及強化揭露要求

然而，若金管會目前的立場是不需要訂定法規限制對外投資，而認為持續以盡職治理及 ESG 要求機構投資人自律即可，則本文認為至少應透過增訂或解釋盡職治理守則，使盡職治理之內涵更為明確並強化揭露要求。如同第肆部分之討論，盡職治理及 ESG 目前尚無明確之標準，因此，若要以此等抽象原則要求機構投資人不得投資特定公司或特定產業，例如軍事工業或敏感之高科技產業，本文認為盡職治理守則對於盡職治理之內涵應有更明確之說明，不論是透過增訂盡職治理守則之內容或透過問答集之解釋，以避免與機構投資人之受託義務產生扞格，造成機構投資人面對法律不確定性。

現行盡職治理守則於原則一要求機構投資人「制定並揭露盡職治理政策」，並將「環境、社會、公司治理（ESG）議題納入投資評估流程，以善盡盡職治理責任，創造長期投資價值。」⁷²另外，原則三要求機構投資人「持續關注被投資公司」，目

《註 71》證券投資信託基金管理辦法（93.10.30 訂定）第 32 條第 2 項：「前項標的指數，應符合下列條件：一、指數編製者應具有編製指數之專業能力及經驗。二、指數應對所界定之市場具有代表性。三、指數成分證券應具備分散性及流通性。四、指數資訊應充分揭露並易於取得。五、無違反其他法令規定之情事。」

《註 72》機構投資人盡職治理守則指引 1-2。

的在於「評估相關資訊對被投資公司、客戶或受益人長期價值之影響，及決定機構投資人進一步與被投資公司對話、互動之方式與時間」⁷³。因此，機構投資人依照盡職治理守則，且本於其對客戶或受益人之受託義務，應在投資前的評估流程中將 ESG 議題納入考量，並在投資後持續關注被投資公司。

若欲將盡職治理守則作為限制對外投資的手段，本文認為機構投資人除了應在投資評估流程考量 ESG 議題，盡職治理守則應進一步要求在投資前對於有國家安全疑慮之投資標的應採取強化的評估程序，以瞭解投資標的是否被任何國家或組織制裁、是否涉及軍事工業、產品是否具有軍民兩用之可能性，以衡量未來遭受制裁而損及投資價值之風險；並且在投資後，盡職治理守則所要求的應持續關注被投資公司，應包括持續監測被投資公司遭受制裁之風險是否有所改變，如發生必須出清持股之事件時，機構投資人應以對客戶或受益人損失最小之方式為之。藉由明確化盡職治理之內涵，盡職治理守則將可用於解釋機構投資人之受託義務，並成為機構投資人行為之依據。

除此之外，盡職治理守則應強化對機構投資人揭露之要求。現行盡職治理守則於原則六要求機構投資人「定期揭露履行

盡職治理之情形」，並每年發布盡職治理報告。為使投資人擁有更多資訊以判斷投資風險或對於國家安全之影響，盡職治理守則並應要求機構投資人於其年度盡職治理報告中揭露其對中國大陸投資之情形、投資標的是否有遭到外國政府或國際組織制裁之對象。以上的揭露內容並可以透過解釋，包含在盡職治理守則指引 6-4 應揭露的「其他重大事項」之下，而無須修正盡職治理守則之內容。強化盡職治理守則揭露之要求將可以提升機構投資人的透明度，使其投資人得以作為選擇機構投資人之判斷基礎，以及機構投資人對於中國大陸的投資曝險程度。若投資人認為機構投資人投資之標的有遭制裁之風險或有國家安全之疑慮，投資人自然會要求機構投資人改善或是將資金移轉給其他風險較低的機構投資人，如此將可藉由市場力量在一定程度上達到要求機構投資人篩選投資標的之效果。

陸、結論

在中國大陸未曾放棄以武力攻臺，我國現行法規卻沒有限制投資中國大陸上市公司之股票，造成有基金投資中國軍事工業公司的爭議，故我國政府著實應考慮是否跟進美國訂定法規明確限制對中國公司之投資。然而，是否應限制對中國大陸

《註 73》機構投資人盡職治理守則指引 3-1。

上市公司之投資，屬於高度政治及國安問題，因此並非本文之討論核心。本文之重點毋寧在於點出金管會目前透過盡職治理及 ESG 要求基金自律的手段在理論上或執行上均有其限制，除了可能成效不彰外，更欠缺明確的法源基礎，與機構投資人之受託義務有所衝突。考量機構投資人所管理的資金龐大，特別是我國 ETF 市場在近年迅速成長，使機構投資人在對外投資扮演關鍵的角色，因此任何限制手段均應考量到機構投資人之特性。如果我國認為有限制對中國大陸上市公司投資之必要，則本文認為上策是直接針對機構投資人及

指數公司訂定明確法規，此應為最直接有效之做法。如不訂定明確法規，退而求其次，至少也應透過增修或解釋盡職治理守則，明確化盡職治理之內涵並強化揭露之要求，使盡職治理與受託義務不至於產生扞格。最終不論以何種形式，我國對於中國大陸投資之限制，目的既然是作為我國自我防衛的手段，而非在於推升兩岸衝突或切斷兩岸經貿往來，考量兩岸當前緊密的投資及貿易關係，應力求限制手段的精準有效，避免打擊範圍過大影響臺商在對岸的一般投資。

(作者張景儒為國際通商法律事務所律師，國立臺灣大學法學碩士)

參考文獻

壹、中文資料

一、期刊論文

張景儒，〈21 世紀下機構投資人之受託義務——試論受託義務與 ESG 投資之調和〉，《交大法學評論》，第 14 期，2024 年 3 月，頁 1-60。

二、官方資料

在大陸地區從事投資或技術合作審查原則。

金融監督管理委員會（96）金管證四字第 09600234261 號函。

金融監督管理委員會（97）金管證四字第 0970035064 號函。

金融監督管理委員會（100）金管證投字第 1000006181 號函。

金融監督管理委員會（101）金管證投字第 1010044662 號函。

金融監督管理委員會（108）金管證投字第 1070120331 號函。

證券投資信託基金管理辦法（93.10.30 訂定）

證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則。

三、網際網路

中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，〈境內外基金資產總額〉，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN1001.aspx?PGMID=FD01>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。

王孟倫，〈金管會強化控管 新募基金不得投資軍工企業〉，《自由財經》，2021 年 11 月 4 日，<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/3726344>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。

在大陸地區從事投資或技術合作禁止類製造業產品項目，第 4-5 頁，<https://law.moea.gov.tw/Download.ashx?FileID=167675&id=GL000190&type=LAW>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。

投資審議司，〈常見問答：國內民眾若購買大陸上市公司股票，是否須向投審會申請？〉，https://www.moea.gov.tw/Mns/dir/Investment/DirQuestionsAnswers.aspx?menu_id=42866，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。

- 投資審議司，〈常見問答：對大陸投資負面表列禁止及限制項目清單有哪些？〉，https://www.moea.gov.tw/Mns/dir/Investment/DirQuestionsAnswers.aspx?menu_id=42866，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日
- 投資審議司，〈認識本司〉，https://www.moea.gov.tw/Mns/dir/content/Content.aspx?menu_id=42879，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。
- 李淑慧，〈大鬆綁！投信准發純種陸股基金〉，《經濟日報》，2012 年 9 月 28 日，<https://fund.udn.com/fund/story/5845/181199>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。
- 易俐廷、黃啓豪，〈台灣竟有 35 檔基金養共軍！立委籲金管會徹查〉，《民視新聞網》，2021 年 8 月 12 日，<https://www.ftvnews.com.tw/news/detail/2021812F09M>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。
- 易淳敏，〈ESG 評鑑出了什麼問題？馬斯克竟批「根本是惡魔化身」〉，《ESG 遠見》，2022 年 5 月 18 日，<https://esg.gvm.com.tw/article/5256>，最後瀏覽日期：2024 年 12 月 23 日。
- 金融監督管理委員會，〈金管會已提醒投信事業，基金投資應注意相關風險，並落實盡職治理〉，2021 年 8 月 13 日，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202108130004&dtable=News，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。
- 陳依旻，〈8 檔基金投資中國軍工股 金管會要求 3 個月內出清！〉，《ETtoday 財經雲》，2021 年 10 月 28 日，<https://finance.ettoday.net/news/2111210#ixzz8tvODtJXH>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。
- 陳林幸虹，〈美禁投資中國軍火工業台基金遭波及？投信投顧公會說明〉，《中央廣播電台》，2021 年 8 月 13 日，<https://www.rti.org.tw/news/view/id/2108429>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。
- 陳蕙綾，〈負面表列限制基金投資中國黑名單 黃天牧三點回應〉，《鉅亨網》，2021 年 9 月 27 日，<https://news.cnyes.com/news/id/4730323>，最後瀏覽日：2025 年 5 月 19 日。
- 富邦上証 180 證券投資信託基金公開說明書，頁 23，<https://etrade.fsit.com.tw/homelink/Prospectus/36.pdf>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。
- 臺灣證券交易所公司治理中心，〈機構投資人盡職治理守則〉，2023 年 7 月，頁 3，<https://cgc.twse.com.tw/docs/stewardship1.pdf>，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。
- 臺灣證券交易所公司治理中心，〈簽署名單〉，<https://cgc.twse.com.tw/stewardshipList/>

listCh，最後瀏覽日期：2025 年 5 月 19 日。

貳、英文資料

一、期刊論文

“Executive Order Restricts U.S. Outbound Investment into Sensitive Technology Sectors in China”, Harvard Law Review, Vol.137, 2024, p.1525.

二、官方資料

Chinese Military-Industrial Complex Sanctions Regulations, 31 C.F.R. pt.586, 2024.

Exec. Order No.13,959, 85 Fed. Reg. 73,185, Nov. 17, 2020.

Exec. Order No.14,032, 86 Fed. Reg. 30,145, June 7, 2021.

Exec. Order No.14,105, 88 Fed. Reg. 54,867, Aug. 11, 2023.

National Emergencies Act, 50 U.S.C. §1622.

No China in Index Funds Act, H.R. 7758, 108th Cong, 2024.

Notice on the Continuation of the National Emergency With Respect to the Threat From Securities Investments That Finance Certain Companies of the People’s Republic of China, 89 Fed. Reg. 88,869, Nov. 8, 2024.

Provisions Pertaining to U.S. Investments in Certain National Security Technologies and Products in Countries of Concern, 89 Fed. Reg. 90,398, Nov. 15, 2024 (to be codified at 31 C.F.R. pt.850).

The Select Comm. on the Chinese Communist Party, How American Financial Institutions Provide Billions of Dollars to PRC Companies Committing Human Rights Abuses and Fueling the PRC’s Military, 2024.

三、網際網路

America First Investment Policy, THE WHITE HOUSE, Feb. 22, 2025, <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/america-first-investment-policy/>, last visited May 19, 2025.

America First Trade Policy, THE WHITE HOUSE, Jan. 20, 2025, <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/america-first-trade-policy/>, last visited May 19, 2025.

gov/presidential-actions/2025/01/america-first-trade-policy/, last visited May 19, 2025.

Biden Bans Range of US High Tech Investments in China Citing National Security Risk, The Guardian, Aug. 10, 2023, <https://www.theguardian.com/world/2023/aug/09/biden-executive-order-us-investment-chinese-technology>, last visited May 19, 2025.

Chong Koh Ping & Alexander Osipovich, NYSE to Delist Chinese Telecom Carriers After Rejecting Appeals, Wall Street J, May 7, 2021, <https://www.wsj.com/articles/nyse-to-delist-chinese-telecoms-carriers-after-rejecting-appeals-11620394719>, last visited May 19, 2025.

NYSE Starts Process of Delisting Three Chinese Telecom Companies, Reuters, Jan. 2, 2021, <https://www.reuters.com/article/us-usa-china-nyse-delisting-idUSKBN29621Q/>, last visited May 19, 2025.

Regulation of U.S. Outbound Investment to China, Cong. Rsch. Serv, Aug. 12, 2024, <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IF/IF12629>, last visited May 19, 2025.

Remarks by National Security Advisor Jake Sullivan on the Biden-Harris Administration's National Security Strategy, THE WHITE HOUSE, Oct. 12, 2022, <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/speeches-remarks/2022/10/13/remarks-by-national-security-advisor-jake-sullivan-on-the-biden-harris-administrations-national-security-strategy/>, last visited May 19, 2025.

Robby Stephany Saunders, Why Biden's Executive Order on China Investment Falls Short, The Hill, Aug. 30, 2023, <https://thehill.com/opinion/white-house/4177075-why-bidens-executive-order-on-china-investment-falls-short/>, last visited May 19, 2025.

Zeyi Yang, A US Ban on Investing in Chinese AI Startups Could Escalate Under Trump, Wired, Nov. 18, 2024, <https://www.wired.com/story/treasury-outbound-investment-china-artificial-intelligence/>, last visited May 19, 2025.