理律文教基金會超國界法學議題研究案

國際投資法下少數股東之程序上地位與實體上權利範圍之研究

作者：李諭汶

指導老師：陳在方

壹、 緒論

一、 研究動機與目的

近年來，隨著跨國資金的頻繁流動，跨國的投資亦有增加，國際間投資的形式也越來越多樣。現今許多投資人是透過持股的方式投資地主國的產業，因此作為投資人的股東和地主國之間的國際投資糾紛也與日俱增。而我國於 2017 年面臨首宗的國際投資仲裁案--「Harvest Investment Holding Pte Ltd v. Republic of China （Taiwan）」亦屬此類型的國際投資紛爭。該案中，由於新加坡 Surfeit 投資控股公司持有我國台新金融控股股份有限公司千分之七的股份，受我國與新加坡簽訂之「臺星經濟夥伴協定（Agreement between Singapore and the Separate Customs Territory of Taiwan, Penghu, Kinmen and Matsu on Economic Partnership，又稱 ASTEP）」的保障，原告遂基於少數股東作為外國投資人之身分，向我國提起國際投資仲裁[1]。

少數股東得對地主國提起國際投資仲裁，係由於其持有之「股份」受相關投資協定的保障。依據 1966 年《解決國家與他國國民間投資爭端公約（International Centre for Settlement of Investment Dispute，以下簡稱 ICSID 公約）》第 25.1 條「投資」之解釋，「股份」符合該條對投資之定義。而現今多數國家之間簽訂的多邊或雙邊投資協定，更明文將「股份」列為受投資協定保障之投資，少數股東因此具備投資人之適格，而有能力向地主國提起國際投資仲裁以解決投資糾紛。

於具體個案中，仲裁庭對於「何種股東得作為國際投資仲裁之原告」以及「股東得主張之範圍」，均採較為寬鬆的審查標準。就得提起國際投資仲裁之主體而言，不論外國投資人對地主國公司持有之股份的多寡，也不問該外國投資人持股

[1] Jarrod Hepburn, Taiwan Facing Its First Known Investment Treaty Arbitration Over Alleged Interferences with Bank Management Rights, IAReporter, June 5, 2017, https://ezproxy.lib.nctu.edu.tw:8785/articles/taiwan-facing-its-first-known-investment-treaty-arbitration-over-alleged-interferences-with-bank-management-rights/(last visited: Jan. 22, 2020).

方式係直接或間接持有地主國公司之股份，均得基於獨立之權能，提起國際投資仲裁。仲裁庭亦強調，此時作為投資人之少數股東所主張者，係獨立於地主國公司的請求權，而非代位該公司行使請求權。同時，少數股東所能主張之損害，除了股份所表彰之股東權外，尚能主張因地主國公司受侵害而生的股價下跌損失。允許少數股東獨立提起國際投資仲裁，以及得請求股價下跌損失之制度發展，與多數國家內國法之制度大相逕庭。基於「法人格獨立」和「股東有限責任」等原則，以及避免「雙重賠償」的政策考量，於內國法之脈絡下，少數股東難以基於自己獨立之權能向外主張權利，僅能依賴公司，由公司作為紛爭解決之主體尋求救濟。部分仲裁庭亦意識到廣泛開放少數股東提起國際投資仲裁的隱憂，包括可能會衍生過多的爭端，以及出現平行程序而導致判斷結果的分歧[2]。有鑑於此，聯合國國際貿易法委員會（Unites Nations Commission on International Trade Law，以下簡稱 UNCITRAL）將相關議題列入「投資人對地主國爭端解決機制（Investor-To-State Dispute Settlement Mechanism）」未來改革的項目之一[3]，期能重新省視現行制度面臨的困難。

在少數股東得作為國際投資仲裁原告之前提下，本文欲進一步探究於實體面上，國際投資法究竟如何保障少數股東之權利。一般而言，地主國負擔的義務包括徵收補償、公平合理待遇原則、國民待遇原則、保護傘條款等，其中前二者為投資人較常主張之依據，亦即地主國之措施構成對於投資人持有股份之徵收，以及地主國之措施違反公平合理待遇，因此以下本文將聚焦於此二項地主國義務的討論。所謂徵收補償，係指地主國不得以不法的手段剝奪投資人的投資，若出於公共利益而為徵收，須補償投資人因此所受之損失。而徵收的形式，除了直接移轉投資的所有權之「直接徵收」外，尚包含未涉及所有權移轉，但對於投資之影響程度與直接徵收相當之「間接徵收」。此際，如何認定地主國之措施是否構成對於少數股東持有股份之徵收，則有進一步深究之必要。至於公平合理待遇原則，則是要求地主國應給予投資人最低程度之保障，通常係指地主國不得任意改變投資人於投資時的「合理期待」，本文亦會討論何為身為投資人之少數股東於國際投資法下的合理期待。

肯認少數股東於國際投資仲裁中作為程序主體為國際投資法下之特殊發展，如何保障其實體權利亦為一重要之課題。以下本文首先將從程序面出發，探討少數股東作為投資人之發展。而後再從實體權利的角度，透過個別案例之分析，分別討論如何藉由徵收保障以及公平合理待遇保障少數股東所為之投資。再者，由

---

[2] Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P. v. The Argentine Rep., ICSID Case No. ARB/01/3 [hereinafter Enron v. Argentina], Decision on Jurisdiction (Jan. 14, 2004), ¶ 52.

[3] Report of Working Group III (Investor-State Dispute Settlement Reform) on the work of its thirty-eighth session, UNCITRAL, Oct. 23, 2019, https://undocs.org/en/A/CN.9/1004 (last visited: Jan. 22, 2020).

於近年來我國經濟部發布之函釋以及釋字第 770 號均涉及少數股東之權益保障，本文將延續前面之論述，從國際投資法之角度，分析我國法制與國際投資法之合致性。最後，本文將綜合前述程序、實體與我國法制之分析，對現行國際投資法下少數股東權益保障的發展提出建議，期能描繪出少數股東在國際投資法規範中完整的定位與圖像。

二、 研究方法

本文採取的研究方法為文獻分析法、國際投資協定以及國際仲裁案例分析法二部分。

文獻分析部分，本文首先將透過文獻分析，說明國際投資規範下「投資」與「投資人」定義，以及國際投資規範下少數股東作為投資人之法律依據的發展，亦即從國際習慣法、投資協定與國際投資仲裁案例對於投資協定之解釋等不同角度檢視少數股東作為投資人之依據，再進一步分析仲裁庭在個別的國際投資仲裁案例中提出對於少數股東作為投資人之發展及疑慮。

國際投資協定與國際投資仲裁案例分析部分，由於各投資協定為國際投資爭端的主要法源依據，本文將分析投資協定內文如何規範少數股東之程序上地位與實體上的權利。再進一步整理少數股東作為投資人的國際投資仲裁案例，分析個案中仲裁庭如何論述少數股東於程序上的地位，以及如何界定少數股東實體上的權利，其權利範圍是否與多數股東有所不同。少數股東實體上權利研究部分，將以「徵收」和「公平合理待遇」二者為主要討論的對象，比較少數股東不同的權利保障之間的異同。

最後，綜合以上文獻、國際投資協定和國際投資仲裁案例的分析，檢討現行的機制之合理性，並提出改善之建議。

三、 研究限制

由於國際投資法的法源依據分散，國際投資仲裁判斷之間亦沒有拘束力，因此判斷之間的歧異性較大。再者，雖然各投資協定就本文探討之「管轄權」、「徵收補償」與「公平合理待遇」之規範方向大致相同，但個別的投資協定在文字和締約方式上仍然有所差異，因此本文在援引以不同投資協定為依據的個別仲裁判斷時，僅能盡力取其共同之處進行討論，惟個案結果之差異仍可能源於個投資協定之些微差異。就實體權利義務的部分，為使討論得以更加聚焦，本文揀選具投資人身分的少數股東較常主張之「徵收補償」和「公平合理待遇」為主要討論的對象，並非意味其他權利義務即與少數股東無關，而仲裁判斷結果之歧異亦可能是仲裁庭認為地主國之措施違反其他權利義務，合先敘明。

貳、 股東提起國際投資仲裁之權能

一、 「投資」與「投資人」概述

ICSID 公約第 25.1 條針對管轄權予以規範，要件其一即為客體須限於「直接因投資行為而衍生之糾紛（arising directly out of an investment）」，亦即，該糾紛必須「出於一投資行為」，且糾紛與投資行為之間必須具備「合理且密切的連結（reasonably closely connected）」[4]。而所謂「投資人」，即是持有符合前述「投資」之人。

然而，ICSID 公約並未進一步賦予「投資（investment）」明確的定義，留待仲裁庭於個案中闡釋。其中最著名的判斷標準為 *Salini v. Morocco* 一案[5]中建立的客觀判斷準則，即所謂的「Salini 標準」。Salini 標準提出投資應具備四項特徵：一、一定投資時間（a certain duration）；二、承擔投資風險（assumption of risk）；三、資本投入之承諾（substantial commitment）；以及四、對於地主國之發展有顯著幫助（significance for the host state's development）[6]。惟後續國際投資案例並未完全接納 Salini 標準，部分案例沿用此標準作為判斷原告擁有的資產是否為投資的依據，然而部分案例並沒有採用此一判斷標準，認為此判斷標準過度限縮「投資」的內涵，與 ICSID 刻意不予以定義之目的相違背[7]。

二、 法源依據

「股份」具備前述 Salini 標準的四項特徵，應無疑義。即便 ICSID 公約並未明確定義「投資」，現行各投資協定幾乎都有將「股份」名列為受投資保障協定之投資，以此做為少數股東得以提起國際投資仲裁之法律依據。以下將從早期國際習慣法處理投資人保障之方式談起，以著名的 Barcelona Traction 案[8]為例，在該案中，國際法院（International Court of Justice，ICJ）判決外交保護的保障並不

---

[4] *See* Boddicker J. M., Whose Dictionary Controls? Recent Challenges to the Investment in ICSID Arbitration, 25 AM. U. INT'L. REV. 1031, 1033 (2010).

[5] Salini Costruttori S.p.A. and Italstrade S.p.A. v. Kingdom of Morocco, ICSID Case No. ARB/00/4 [hereinafter Salini v. Morocco], Decision on Jurisdiction (July 31, 2001).

[6] *Id.* ¶ 52.

[7] *Id.* ¶ 73.

[8] Barcelona Traction, Light and Power Co., Ltd. (Belgium v. Spain) [hereinafter Barcelona Traction Case], Judgement, Feb. 5, 1970.

及於持有加拿大公司多數股份的比利時股東[9]。其後，隨著「股份」成為多邊投資協定或雙邊投資協定中明文規範的投資類型，股東的「投資人」地位也日益穩固，此也反映在國際投資仲裁的案件中，仲裁庭大都肯認股東作為國際投資仲裁當事人的地位，此地位並不因股東之持股多寡，或者是股東係直接或間接持有地主國公司的股份而有不同。

（一）、 國際習慣法

對於外國投資人之保障，在投資協定的發展未臻完備之前，早期於國際習慣法之脈絡下，是透過「外交保護」的途徑，保障外國投資人在地主國所為之投資。所謂「外交保護」，係指若一國的人民遭他國侵害，且已經窮盡救濟手段的時候，受侵害人民的母國得以向他國行使保護其人民的權利[10]。此時，受侵害人民的母國看似代表受害的人民，實則在行使自身對外保護人民的權利。因此，在國際習慣法下，當地主國的措施導致外國投資人的權利受侵害時，外國投資人並沒有直接向地主國尋求救濟的途徑，外國投資人需要仰賴母國提供的「外交保護」向地主國求償[11]。

然而，外交保護的作用有其限制。首先，投資人必須要窮盡在地主國得以主張的救濟手段，始能透過母國的外交保護向地主國尋求救濟[12]。再者，由於外交保護是投資人的母國主張「自己的」權利，因此受侵害的投資人無法主導救濟程序的進行，投資人的母國有最終的裁量權限決定如何行使其自身的權利[13]。於此情況下，投資人的母國可能基於政治、外交或其他國際關係的考量，而不向地主國主張外交保護，致受害的投資人無法獲得相應的賠償[14]。

1、 Barcelona Traction 案

Barcelona Traction 電力有限公司（Barcelona Traction, Light and Power Company, Limited，以下簡稱 Barcelona Traction） 是一家 1911 年成立於加拿大多倫多的公司[15]。Barcelona Traction 透過旗下登記在加拿大和西班牙的數家子公

---

[9] Christoph Schreuer, Shareholder Protection in International Investment Law, 3-4 (2005)

[10] Mavrommatis Palestine Concessions (Greece v. U.K.), 1924 P.C.I.J. (ser. B) No. 3 (Aug. 30), ¶ 21.

[11] RUDOLF DOLZER & CHRISTOPH SCHREUER, PRINCIPLES OF INTERNATIONAL INVESTMENT LAW, 232 (2nd ed. 2012).

[12] *Id*.

[13] *Id*.; *supra* note 5, ¶ 79.

[14] RUDOLF DOLZER & CHRISTOPH SCHREUER, *supra* note 11, at 232-233.

[15] *supra* note 5, ¶ 8.

司提供西班牙加泰隆尼亞（Catalonia）地區的主要電力[16]。根據比利時政府的說法，於第一次世界大戰結束後幾年，Barcelona Traction 大部份的股份轉由比利時的自然人和法人持有[17]。Barcelona Traction 發行許多債券，然而在 1936 年的時候，Barcelona Traction 發行債券的業務受西班牙內戰的影響而中斷，直到 1940 年，西班牙政府才允許部分債券的利息償還，但西班牙政府始終未允許外匯償還 Barcelona Traction 發行的債券，於 1948 年 2 月 10 日，Barcelona Traction 遭西班牙法院宣告破產[18]。

基於前述的背景，比利時政府向國際法院起訴，認為西班牙政府的措施與國際法有違，並請求西班牙政府賠償比利時人民因為持有 Barcelona Traction 股份而受有的損害[19]。判斷比利時能否對西班牙主張「外交保護」，必須考量投資人母國的權利是否有受侵害，亦即，比利時的權利是否因西班牙政府的措施而受有損害，此權利之內涵為確保投資人母國的人民在國外能享有一定國際法保證的待遇（which right could only be the right of the State to have its nationals enjoy a certain treatment guaranteed by general international law）[20]。對此，國際法院認為當外國投資人至地主國投資的時候，該投資應受地主國法律的保障並無疑問。雖然外國投資人的投資亦屬投資人母國經濟資源的一部份，亦即，當投資人在海外的投資受到負面影響的時候，可能會因此連累投資人母國的經濟，但這並不表示投資人母國的經濟利益也受地主國法律的保障（it does not thereby become an insurer of that part of another State's wealth which these investments represent）[21]。因此，國際法院認為比利時行使外交保護的範圍並不及於比利時人民作為外國公司股東所受的損害，而判決比利時敗訴。

乍看之下，國際法院之判決似乎否定作為投資人的股東受國際法保障的權利[22]。然而，細究國際法院的論理，可以發現國際法院之所以作出比利時政府敗訴的判決，係基於國際法院意識到「外交保護」乃國家自身所能主張的權利，此權利有其侷限，基於前述股東受有損害並不意味投資人母國的經濟利益也受有損害的理由，「外交保護」無法保護股東作為投資人所受的損害。國際法院於判決中也進一步點出，若要保障股東作為投資人的權利，需要透過條約或投資人直接和

---

[16] *Id.*

[17] *Id.*, ¶ 9.

[18] *Id.*, ¶¶ 10-13.

[19] *Id.*, ¶ 25.

[20] *Id.*

[21] *Id.*, ¶ 87.

[22] Christoph Schreuer, *supra* note 9, at 3.

地主國簽訂的協議來加以保障[23]。故國際法院之見解並非全然否定股東受國際法的保障，而是指股東作為國際投資保障的客體必須有條約或當事人之間的協議作為保護的法源依據。

（二）、 國際投資協定之規範模式

當今投資協定對於管轄權之規範模式多是將「股份（shares 或 stocks）」名列為投資的一種。以 Surfeit v. Taiwan 一案中涉及的「新加坡與臺灣、澎湖、金門及馬祖個別關稅領域經濟夥伴協定（臺星經濟夥伴協定，The Agreement between Singapore and the Separate Customs Territory of Taiwan, Penghu, Kinmen and Matsu on Economic Partnership，以下簡稱 ASTEP）」為例，ASTEP 第 9.1 條例示了數項投資的形式，其中也包含股份[24]。其他像是北美自由貿易協議（North America Free Trade Agreement，以下簡稱 NAFTA）[25]或是阿根廷－美國雙邊投資協定等都有類似的規定[26]。ASTEP 除了例示各項投資的形式之外，亦規定投資人直接或間接、所有或控制的資產必須具備「投資特性」，始 ASTEP 規範下之投資，此處的「投資特性」與前述 Salini 標準提出的四項標準類似，包括「資本支出承諾（commitment of capital）」、「利得或利潤之預期（the expectation of gain or profit）」以及「風險承擔（the assumption of risk）」[27]。

（三）、 國際投資仲裁案例之發展

目前國際投資仲裁案例之仲裁定多數肯認股東作為投資人之地位，且此地位不因該案中之股東係多數股東抑或是少數股東而有差別。在 Enron v. Argentina 一案中，仲裁庭在肯認股東享有提起仲裁之權能之餘，也對允許少數股東亦能獨立地提起國際投資仲裁提出質疑，認為此可能引起過多的請求（trigger an endless chain of claims），並提出應設定一個停損點（cut-off point）以避免關係和被投資公司過於疏遠的股東亦能提起國際投資仲裁，然本案中的仲裁庭並未進一步說明

---

[23] *supra* note 8, ¶ 90.

[24] ASTEP 第 9.1 條：「投資係指投資人直接或間接、所有或控制，並具投資特性之各類資產。投資之形式得包括但不限於：
(b) 股份、股票或其他參與事業股權之方式，包括其衍生性權利（shares, stock, and other forms of equity participation in an enterprise, including rights derived therefrom）」

[25] NAFTA Article 1139: Definitions “investment means: (e) an interest in an enterprise that entitles the owner to share in income or profits of the enterprise”

[26] Argentina - United States of America BIT (1991) Article I: “a) "investment" means every kind of investment in the territory of one Party owned or controlled directly or indirectly by nationals or companies of the other Party, such as equity, debt, and service and investment contracts; and includes without limitation:
(ii) a company or shares of stock or other interests in a company or interests in the assets thereof”

[27] 前揭註 24。

應以何種標準區分何種股東具備提起仲裁之權能[28]。

三、 「股份（shares）」權利之內涵

「股份」為一種國際投資法下所保障之「投資」，則基於持有股分而作為投資人之少數股東，其所得主張之標的為何。股份是數種權利義務的集合體，其權利的內涵包含分紅的權利、參與公司經營管理的權利、參加股東會的權利、於適當期間內收到股東會召集通知的權利、查核董事會造句之表冊以及監察人報告的權利[29]等等。

在國際投資仲裁案例中，作為投資人之少數股東所得主張之標的，除了股份所表彰之權利，例如股東之投票權[30]，仲裁庭普遍亦承認該少數股東得主張因投資公司受損害而導致的股價下跌，此時股東所受之損害係「反射自」公司的損失，而非股東權受侵害，故將此種損害又稱為「反射性損失」[31]。從內國法制之角度觀之，各國法制基於法人格獨立原則及股東有限責任原則，一般不允許股東請求反射性損失，以避免雙重賠償的情形發生[32]。然而，在國際投資仲裁的案例中，仲裁庭普遍肯認當投資人主張其持有之股份屬投資時，受保障者除股份之所有權及其所表彰之股東權外，反射性損失亦為受投資協定保護之範圍。至於少數股東之投資人得否主張被投資公司的權利，包括公司對於資產的財產上權利，或是契約上的權利。對此，雖然於投資人為公司之控制股東時，有仲裁庭肯認投資人得主張公司的權利，惟於少數股東之案例中，原告較少以公司的權利為主張的標的，即便為該主張，亦有仲裁庭指出對於少數股東主張公司權利亦受投資協定保障之部分，仲裁庭並無管轄權[33]。

---

[28] Enron v. Argentina, *supra* note 2.

[29] 公司法第 184 條：「（第一項）股東會得查核董事會造具之表冊、監察人之報告，並決議盈餘分派或虧損撥補。」

[30] David Gaukrodger, Investment Treaties and Shareholder Claims: Analysis of Treaty Practice, OECD Working Papers on International Investment, March (2014), at 6.

[31] Chaisse J., Shareholder Protection Reloaded: Redesigning the Matrix of Shareholder Claims for Reflective Loss, 52 Stan. J. Int'l L. 51 (2016).

[32] *Id.*

[33] El Paso Energy International Company v. The Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/03/15 [hereinafter El Paso v. Argentina], Decision on Jurisdiction (April 27, 2006), ¶ 211.

參、 「股份」之徵收保障

一、 前言

在地主國採取的各種措施當中，徵收對於外國投資人所為之投資影響甚鉅，投資人可能因此喪失全部或幾近全部的投資[34]。然而，如何認定構成徵收與否，亦與地主國之規制權息息相關。亦即，地主國享有一定的規制權限（right to regulate），得採取各種措施以維持國內的經濟秩序，於此行使合理規制措施之範圍內，並不構成徵收，也就無須對外國投資人予以補償[35]。反之，若認定地主國所採取之措施構成徵收，此際地主國雖有權力徵收，惟同時必須給予外國投資人相應的補償[36]。由於徵收保障可能與地主國國的規制權產生衝突，故徵收保障一直是國際投資法上受到重視的議題。在早期國際投資協定誕生之前，於國際習慣法上，已發展出徵收保障的概念。對於徵收保障的重視，也反映在現代國際投資協定的規範之中，幾乎所有的國際投資協定皆明文對徵收保障予以規定[37]。

為緩和徵收保障與地主國規制權限的衝突，國際投資法從三個面向對地主國實施徵收權力的範圍和條件予以限制[38]。首先，標的必須受徵收保障，由於現今的投資協定多半都有對「投資」予以定義，因此符合投資協定定義的「投資」為徵收保障保護之客體，較無疑義，本文以下也就不針對徵收保障之保護客體在行贅述。再者，地主國所採取之措施必須構成徵收，此與徵收的定義相關。徵收又依據是否涉及財產權的移轉，分為「直接徵收（direct expropriation）」與「間接徵收（indirect expropriation）」。在直接徵收的案例中，由於國家直接取得投資的財產權，在界定上較無疑問。相較之下，在間接徵收的案例中，由於不以實際上存在財產權之移轉為必要，如何認定地主國措施對於投資的影響已達到徵收的程度，為一複雜的議題。基於間接徵收的界線模糊，所涵蓋的範圍亦不明確而可能和地主國的規制權產生衝突，因此間接徵收為歷來實務上討論的核心[39]。在確認地主國的措施構成徵收之後，則須進一步判斷該徵收之合法性，合法徵收的要件包括

---

[34] ANDREW NEWCOMBE & LLUIS PARADELL, LAW AND PRACTICE OF INTERNATIONAL INVESTMENT TREATIES: STANDARDS OF TREATMENT 332 (2009).

[35] *Id.*

[36] *Id.*

[37] CAMPBELL MCLACHLAN, ET AL., INTERNATIONAL INVESTMENT ARBITRATION: SUBSTANTIVE PRINCIPLES 269-89 (2008).

[38] RUDOLF DOLZER & CHRISTOPH SCHREUER, *supra* note 11, at 99.

[39] *Id.*

「基於公共目的」、「不歧視」、「正當法序程序」以及「給予補償」。

在少數股東作為投資人的案件中，地主國採取的措施不一定會直接導致外國投資人持有股份所有權的移轉，因此通常難以構成對於股份的直接徵收。然而，由於仲裁庭承認身為股東所得主張者，不限於股份本身所表彰之權利，也及於反射性損失，此時又將如何認定地主國之措施是否構成對股份之持有構成徵收，尤其是當外國投資人為少數股東之際，其所主張者通常為反射性損失，此時是否有構成間接徵收的空間，為本章所要探討的重點。

二、 徵收概論

（一）、 規範模式

現行各國簽訂的投資協定幾乎都有將徵收保障加以明文規範，以北美自由貿易協定為例，該協定第 11 章第 1110 條規定，「除非符合下列要件，否則締約國不得直接或間接徵收或國有化他締約國投資人在境內之投資，或採取效果等同於徵收之措施[40]」，並於下方列出合法徵收之要件。此即為徵收保障常見的條文架構，惟用語上可能有所歧異。然而，雖然投資協定幾乎都包含徵收的規範，卻鮮少有條文直接對徵收加以定義[41]。於直接徵收，也就是涉及財產權移轉時，較無疑問。但於間接徵收的情形，則容易衍生「間接徵收」認定之爭議。

在聯合國貿易和發展會議（United Nations Conference on Trade and Development；UNCTAD）於 2000 年發表的研究中指出，雖然個別投資協定的用語有差異，然對於間接徵收的概念有其共通的內涵，係指「欠缺物理上剝奪的措施也可能該當剝奪，當這些措施導致管理、使用或控制有實質的損失，或導致資產的價值有巨大的貶損（measures short of physical takings may amount to takings in that they result in the effective loss of management, use or control, or a significant

---

[40] North American Free Trade Agreement, §1110, U.S.- Can.- Mex., Dec. 17, 1992, 32 I.L.M. 289 (1993). (“Article 1110: Expropriation and Compensation
1. No Party may directly or indirectly nationalize or expropriate an investment of an investor of another Party in its territory or take a measure tantamount to nationalization or expropriation of such an investment ("expropriation"), except:
(a) for a public purpose;
(b) on a non-discriminatory basis;
(c) in accordance with due process of law and Article 1105(1); and
(d) on payment of compensation in accordance with paragraphs 2 through 6…”)

[41] 羅傑，國際投資法上合理規制措施之研究－以間接徵收規範為中心，國立交通大學科技法律研究所碩士論文，頁 21（2013）。

depreciation of the value, of the assets of a foreign investor）」[42]。

（二）、 徵收之類型

1、 直接徵收（Direct Expropriation）

雖然投資協定鮮少對徵收作定義，但仲裁庭於個案中曾對此予以定義。例如在 *Tecmed v. Mexico* 一案[43]中，仲裁庭將直接徵收定義為「直接徵收指政府透過行政或是立法措施，剝奪（forcible taking）私人所有之實體或無體財產權」[44]。又如在 *S.D. Myers, Inc. v. Canada* 一案中，仲裁庭將直接徵收定義為「直接徵收的內涵一般為政府出於將私人財產移轉予他人或納為己有之目的，而利用公權力奪取（taking）該財產權」[45]。直接徵收通常容易判斷，現今各國也鮮少採取直接徵收的措施剝奪外國投資人之資產[46]。探究其背後之原因，在於地主國考量到對於其國內整理投資環境的影響，通常不願意採取明顯、激烈的手段剝奪外國投資人的資產，避免此舉讓外國投資人產生負面的觀感，進而減少對地主國的投資。

2、 間接徵收（Indirect Expropriation）

間接徵收的樣態則較為多元，包括事實上徵收（*de facto* expropriation）、等同徵收（tantamount/ equivalent expropriation）、逐步徵收（creeping expropriation）。將間接徵收納入投資協定保障範圍之目的，係為避免地主國以迂迴的手段，實質上剝奪投資人的投資，卻因為欠缺財產權移轉的外觀，而免於給予外國投資人補償[47]。

（三）、 徵收之判斷方式

由於間接徵收並不涉及外國投資人財產所有權的移轉，因此於投資人主張間接徵收的案例中，如何判斷地主國政府之措施是否構成徵收的議題尤為重要。亦即，當地主國政府並非透過直接徵收的手段干涉外國投資人之投資時，如何劃分地主國的合理規制空間與間接徵收。此與徵收保障的要求對地主國措施對投資的影響程度有關，也就是徵收保障的核心概念：「實質剝奪（substantial deprivation）」。

---

[42] UNCTAD, Series on Issues in International Investment Agreements: ‘Taking of Property’

[43] Tecnicas Medioambientales Tecmed S.A. v. The United Mexican States, ICSID Case No. ARB/00/2 [hereinafter Tecmed v. Mexico].

[44] *Id.*, Award (May 29, 2003), ¶ 113.

[45] S.D. Myers, Inc. v. Canada, Partial Award, para. 280.

[46] RUDOLF DOLZER & CHRISTOPH SCHREUER, *supra* note 11, at 101.

[47] *Id.*

此處所指的「措施」，係指一切國家行為，包括行政、立法、司法行為[48]。在形式上，不論是單一作為，或是一連串之作為皆可能構成徵成[49]，至於地主國之不作為是否可以構成徵收，實務上仲裁庭之見解則較為歧異[50]。

政府措施是否對投資造成實質剝奪，在個案中，仲裁庭有提供可供參考的標準。在 *Pope & Talbot v. Canada* 案[51]中，仲裁庭提出「政府措施對於投資經濟活動的干預是否達到徵收的程度，須視該干預是否足以支持財產已經被剝奪（whether the interference is sufficiently restrictive to support a conclusion that the property has been "taken" from the owner）」[52]。由此可見，判斷「實質剝奪」的重點在於「政府措施的效果（effect）」，也就是政府措施對於投資干涉的程度[53]。常見的考量因素包括：1.措施對投資經濟價值的影響程度、2.措施影響的時間長短、3.投資人合理期待、4.政府主觀意圖。具體而言，仲裁庭提出五種可能構成間接徵收的事例，例如投資人對於投資不再享有完全的所有權或控制權、被投資公司的日常營運轉由地主國政府經營、被投資公司的員工遭到待補、被投資公司的股利分配受到地主國的干預、被投公司的董事或經理人不再由投資人選任[54]。若個案中存在前述之情事，即便地主國所採取之措施並未直接造成投資人財產權的變動，惟此際地主國對於投資人財產權的干預並不亞於直接徵收，故此時可能構成對於投資人投資之間接徵收。

三、　重要案例分析

本文自「Investor-State LawGuide 投資者-國家法律指南」資料庫蒐集 13 則涉及少數股東徵收保障的國際投資仲裁判斷，並將判斷結果與仲裁庭考量的因素整理於下表一。以下本文將就其中三則做進一步的討論，分析其中原告的主張和仲裁庭的論述。同時，本文亦會輔以一多數股東作為投資人之國際投資仲裁判斷，與前述少數股東作為投資人之案例進行比較，以理解構成徵收與否的判斷是否會

---

[48] GUS VAN HARTEN, INVESTMENT TREATY ARBITRATION AND PUBLIC LAW 93-95 (2007).

[49] RUDOLF DOLZER & CHRISTOPH SCHREUER, *supra* note 11, at 125.

[50] 前揭註 41，頁 23-24。

[51] Pope & Talbot Inc. v. The Government of Canada [hereinafter Pope & Talbot v. Canada].

[52] *Id.*, Interim Award (June 26, 2000), ¶ 100.

[53] Yves Fortier & Stephen L. Drymer, Indirect Expropriation in the Law of International Investment: I Know It When I See It, or Caveat Investor, 19 ICSID Review – Foreign Investment Law Journal 293, 300 (2004).

[54] *supra* note 51, ¶ 102.

因持股之多寡而有差別。

（表一）「少數股東主張徵收保障」案件整理

案名	最終判斷年分	適用投資協定	措施內容	是否構成徵收	仲裁庭考量要素
Gami v. Mexico	2004	NAFTA (1992)	徵收蔗糖場法案	否	1. 投資人仍持有被投資公司的股份 2.被投資公司的損害有回復可能性
CMS v. Argentina	2005	Argentina - United States of America BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	否	1. 投資人仍持有被投資公司的股份 2. 地主國政府並未接管被投資公司的日常營運
Enron v. Argentina	2007	Argentina - United States of America BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	否	1. 地主國措施為暫時性措施 2. 投資人的股份未遭地主國強迫出售
El Paso v. Argentina	2011	Argentina - United States of America BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	否	1. 被投資公司仍持續營運和營利 2. 投資人的股份未遭地主國強迫出售
Total v. Argentina	2010	Argentina - France BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	否	投資人仍持有被投資公司的股份
Bau v. Thailand	2009	Germany - Thailand BIT (2002)	拒絕依照特許協議加收費用	否	被投資公司仍持續營運

Urbaser v. Argentina	2016	Argentina - Spain BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	否	被投資公司仍持續營運
BG Group v. Argentina	2007	Argentina - United Kingdom BIT (1990)	外匯控制、調整匯率	否	1. 地主國措施為暫時性措施 2.被投資公司仍持續營運
Impregilo v. Argentina	2011	Argentina - Italy BIT (1990)	外匯控制、調整匯率	否	被投資公司未盡其契約上之義務而致特許協議遭終止
LG&E Energy v. Argentina	2007	Argentina - United States of America BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	否	1. 投資人仍持有被投資公司的股份 2.價值的貶損並非永久性的"
Suez v. Argentina	2015	Argentina - France BIT (1991) Argentina - Spain BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	否	根據契約內容終止契約，非徵收
Kardassopoulos v. Georgia	2010	The Energy Charter Treaty (1994)	取消石油天然氣運送特許協議之法案	是（直接徵收）	被投資公司之權利遭徵收 被投資公司之權利等同投資人之利益
RoslnvestCo v. Russia	2010	Russian Federation - United Kingdom BIT	扣押並拍賣被投資公司資產	是（直接徵收）	被投資公司資產遭徵收 被投資公司破產

		(1989)			

1、 GAMI v. Mexico[55]

在 GAMI v. Mexico 一案中，原告 GAMI Investments Inc.（以下簡稱 GAMI）為一家在美國德拉瓦州設立的投資公司，GAMI 持有墨西哥公司 Grupo Azucarero Mexico SA de CV （以下簡稱 GAM）14.18%的股份[56]。GAM 自墨西哥政府取得五座蔗糖廠（sugar mill）。1999 年時墨西哥的製糖業經歷了重大的危機，GAM 認為墨西哥政府並沒有依當時蔗糖法（Sugarcane Decree）盡到其監管蔗糖業的義務，致蔗糖廠生產的糖無法出口，只能在墨西哥國內傾銷。而後於 2001 年的時候，墨西哥通過一基於公共目的的徵收法案（the Expropriation Decree），墨西哥政府依據此法案徵收 GAM 擁有的五座蔗糖廠。然而，此徵收法案後遭墨西哥法院認定違反墨西哥國內的相關法律，因此墨西哥政府正在處理將其中三座蔗糖廠返還予 GAM 的事宜。

本案中，原告 GAMI 認為墨西哥政府對於 GAM 五座蔗糖廠的徵收讓 GAMI 的投資失去價值，故墨西哥政府徵收系爭蔗糖廠之行為構成 NAFTA 下之徵收[57]。就此，仲裁庭認為 GAMI 持有 GAM 的股份並未遭到徵收。仲裁庭指出，GAMI 必須證明其對 GAM 的投資遭受「效果與徵收相同之措施」的損害，且該投資係指 GAMI 持有 GAM 股份之價值。雖然本案中墨西哥之徵收措施可能與 NAFTA 相關規定不合致，但僅有在該不合致之措施影響 NAFTA 保護的利益時，始有違反 NAFTA 之可能。換言之，本案仲裁庭認為墨西哥政府所採取的徵收措施只影響屬於 GAM 的五座蔗糖廠，並未波及 GAMI 持有之股份價值，故墨西哥政府所採取之措施並不構成 NAFTA 第 1110 條規定之徵收[58]。

2、 CMS v. Argentina[59]

在 CMS v. Argentina 一案中，原告 CMS Gas Transmission Company（以下簡

---

[55] Gami Investments, Inc. v. The Government of the United Mexican States, UNCITRAL [hereinafter GAMI v. Mexico].

[56] *Id.*, Final Award (Nov. 15, 2004), ¶ 1.

[57] *Id.*, ¶ 28.

[58] NAFTA, *supra* note 25.

[59] CMS Gas Transmission Company v. The Republic of Argentina, ICSID Case No. ARB/01/8

稱 CMS 公司）為一家美國的公司，隨著阿根廷政府自 1989 年的國有企業私營化的政策，CMS 公司自 1995 年起成為阿根廷天然氣運輸公司 Transportadora de Gas del Norte（以下簡稱 TGN 公司）之股東，至 2001 年提起仲裁時，CMS 公司總共持有 TGN 公司 29.42%的股份[60]。在 1999 年時，阿根廷政府和國內各天然氣公司討論決定暫緩天然氣關稅的調整，原定阿根廷政府僅會暫緩六個月，然而六個月過後，阿根廷政府仍未對天然氣關稅進行調整，致 TGN 公司受有損害，因此 TGN 公司的投資人 CMS 公司主張阿根廷政府在 2000 到 2002 年間所採取之措施對 CMS 公司持有 TGN 公司之股份構成「間接徵收」，違反阿根廷－美國雙邊投資協定（Treaty between the United States of America and the Argentine Republic Concerning the Reciprocal Encouragement and Protection of Investment; the Argentina－U.S. Bilateral Investment Treaty）中的相關規定[61]。就此，本案仲裁庭援引 *Pope & Talbot v. Canada* 一案提出的參酌因素，認為 CMS 公司之股份並未遭到徵收，其理由有二：一是仲裁庭認為投資人 CMS 公司對於其投資 TGN 公司之股份仍然享有完整的所有權及控制權；二是阿根廷政府並未取得 TGN 公司的經營權，因此阿根廷政府所採取之措施並不構成對 CMS 公司股份之間接徵收[62]。

3、 El Paso v. Argentina[63]

在 El Paso v. Argentina 一案中，原告 El Paso International Company（以下稱 El Paso）為一家依據美國德拉瓦州設立的能源公司，截至 2003 年，原告持有阿根廷數家能源公司的少數股份[64]。2001 年至 2002 年時，由於阿根廷景氣衰退而面臨金融危機，為克服此國內的危機，阿根廷政府通過一連串的法案試圖挽救國內的經濟，其中與本案相關的措施為阿根廷政府凍結銀行存款和控制外匯交易[65]。原告稱這些措施導致阿根廷的能源產業變成一個高度管制的產業，使能源產業產生價格上限，能源業者因此難以獲利和吸引投資，而身為投資人的原告也因此受有損害[66]。就此，本案仲裁庭認為阿根廷政府所採取的措施並不構成對原告投資的徵收。仲裁庭指出，徵收通常係指「使投資人喪失對於投資的經濟上權利

[hereinafter CMS v. Argentina].

[60] *Id.*, Award (May 12, 2005), ¶ 58.

[61] *Id.*, ¶ 60.

[62] *Id.*, ¶¶ 252-265.

[63] El Paso Energy International Company v. The Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/03/15 [hereinafter El Paso v. Argentina].

[64] *Id.*, Award (Oct. 31, 2011), ¶¶ 6-7.

[65] *Id.*, ¶ 95.

[66] *Id.*, ¶ 95.

（removal of the ability of an owner to make use of its economic rights）」[67]，而其中判斷是否構成間接徵收最關鍵的要素是投資人是否喪失對於外國投資的「控制」，若僅是「價值的損失（loss of value）」，由於價值的損失並非介入投資人對於投資控制或使用的結果，因此不構成間接徵收[68]。據此，仲裁庭認為本案原告所受的損害僅是股票價值的損失，因此並不構成間接徵收。

4、 多數股東作為投資人之案例：Teinver v. Argentina[69]

相較於少數股東作為投資人的案件，以下將以一多數股東作為投資人之案件作為比較。Teinver v. Argentina 為一涉及多數股東作為投資人間接持有地主國公司之案例。在本案中，原告 Teinver S.A.（以下稱 Teinver）、 Transportes de Cercanías S.A. （以下稱 Transportes de Cercanías）和 Autobuses Urbanos del Sur S.A.（以下稱 Autobuses Urbanos）為三家設立於西班牙的公司，原告透過二家中間公司間接持有阿根廷航空公司 Aerolíneas Argentinas S.A.（以下簡稱 ARSA）以及 Austral-Cielos del Sur S.A.（以下簡稱 AUSA）的股份。原告持有 ARSA 94.41%的股份以及 AUSA 98.12%的股份[70]。後於仲裁程序進行中，Transportes de Cercanías 和 Autobuses Urbanos del Sur S.A.二家公司將其持有的中間公司股份移轉於 Teinver，使 Teinver 成為中間公司之唯一股東，亦為阿根廷二家航空公司之控制股東。。於 2008 年五月的時候，原、被告雙方達成協議在 60 天內由原告將其持有航空公司的股份出售予被告、原告之員工以及其他的投資人[71]。原告主張在 2008 年的時候被告阿根廷政府透過立法不當地徵收原告對於阿根廷二家航空公司的股份。就此，本案仲裁庭認為，由於阿根廷政府已經接管二家航空公司的經營，由阿根廷政府指派人選擔任二家航空公司的總經理，阿根廷政府已實質上控制二家被投資航空公司的經營，因此阿根廷政府之措施已經構成對於原告投資的間接徵收[72]。

四、 小結

綜上所述，在前三則以少數股東作為原告的案件中，仲裁庭判斷之結果均認為地主國所採取的措施並不構成國際投資法下的徵收；反之，在 Teinver v.

---

[67] *Id.*, ¶ 245.

[68] *Id.*, ¶ 256.

[69] Teinver S.A., Transportes de Cercanías S.A. and Autobuses Urbanos del Sur S.A. v. The Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/09/1 [hereinafter Teinver v. Argentina].

[70] *Id.*, Award (July 21, 2017), ¶ 181.

[71] *Id.*, ¶ 961.

[72] *Id.*, ¶ 960.

Argentina 涉及大股東作為外國投資人的案件中，該案的仲裁庭則得出地主國阿根廷政府的措施構成對原告投資的間接徵收。細究其中認定不同的原因，本文認為，參考 Pope & Talbot v. Canada 一案提出可能構成間接徵收的例示：1.投資人對於投資不再享有完全的所有權或控制權、2. 被投資公司的日常營運轉由地主國政府經營、3.被投資公司的員工遭到待補、4.被投資公司的股利分配受到地主國的干預、5.被投資公司的董事或經理人不再由投資人選任，除了第一項「投資人對於投資不再享有完全的所有權或控制權」之外，其餘四項均以投資人對被投資公司的經營決策享有一定的控制權作為前提。因此，在外國投資人為持有多數股份之股東的情形下，較容易建立該股東與被投資公司經營決策的關聯，並將該股東當作實質上控制被投資公司之人，故有較高的可能性出現 Pope & Talbot v. Canada 一案提及可能構成間接徵收之情狀。

相較於持有多數股份的股東作為外國投資人的案例，於少數股東持有被投資公司股份之情形，由於少數股東持有的股份數量並不足以建立與控制被投資公司之間的關聯性，因此在援引 Pope & Talbot v. Canada 一案的參酌因素時，難以構成間接徵收。例如在 CMS v. Argentina 一案中，該案的仲裁庭即是套用 Pope & Talbot v. Canada 一案提出的判斷因子，認為 CMS v. Argentina 一案之情狀並未符合任一例示，因此認定不構成間接徵收。然而，若聚焦於與少數股東最為相關的判斷因素－「投資人對於投資不再享有完全的所有權或控制權」，GAMI v. Mexico 和 El Paso v. Argentina 二案亦提供有助於判斷是否徵收少數股東持有股份的線索。在 GAMI v. Mexico 一案中，仲裁庭從地主國措施針對的「客體」出發，區分客體係位於地主國的被投資公司，抑或是少數股東持有的股份，若是針對前者，則較難認定構成對少數股東持有股份的徵收。而在 El Paso v. Argentina 一案中，仲裁庭則是從「損害」的角度出發，認為若僅是股份價值的損失，則難認為構成對於股份的徵收。此判斷依據與前述分析少數股東得主張的損害相關，亦即，在 GAMI v. Mexico 和 El Paso v. Argentina 二案中，原告所主張者即為「間接請求」以及因此所衍生的「反射性損失」。故本文認為，若原告主張者為「間接請求」或「反射性損失」時，根據現行實務上對於徵收之判斷基準，較難認定構成國際投資法下的直接徵收或間接徵收。

肆、 公平合理待遇（Fair and Equitable Treatment，簡稱「FET」）

（一）、 概論

公平合理待遇係指地主國對外國投資者的投資財產必須給予公平且合理的待遇[73]。公平合理待遇之違反為國際投資案例中由投資人提起成功機率最高的請求權基礎[74]。公平合理待遇之目的是為了要填補投資協定下其他更明確的標準所無法保護的地方[75]。實務上，公平合理待遇常用以補充前述「徵收」保護不足之處[76]，蓋「徵收」的構成要件要求地主國之措施必須達到實質上剝奪投資人投資的效果，在實務的操作上，為一較嚴格之標準。公平合理待遇因其標準之不明確性受到批評，學者亦對此義務之內涵提出不同之標準。然而整理目前國際投資仲裁之發展，公平合理待遇之內涵主要包括：穩定度與對投資者之正當期待的保護（stability and protection of investor's legitimate expectation）、透明度（transparency）[77]。國際投資案例中亦有將專斷性與歧視性（arbitrary and discrimination）、正當法律程序與拒絕司法（dues process and denial of justice）、遵守契約義務（compliance with contractual obligation）、善意原則（good faith）等義務作為判斷地主國是否違反公平合理待遇之判斷標準[78]。

其中，「穩定度與對投資者之正當期待的保護」係指投資人於決定對地主國進行投資時，基於對地主國法律體制的信賴，所生的正當期待[79]。具體而言，例如地主國是否提供穩定的法律和商業環境[80]、地主國與投資相關的法律和政策是

---

[73] 朴栽亨，「國際投資法上公正與公平待遇原則之研究」，高大法學論叢，第 12 卷第 2 期，頁 81（2017）。

[74] RUDOLF DOLZER & CHRISTOPH SCHREUER, *supra* note 11, at 130.

[75] Rudole Dolzer, Fair and Equitable Treatment: A Key Standard in Investment Treaties, 39 The International Lawyer 87, 90 (2005).

[76] *supra* note 11, at 132.

[77] *Id.*, at 145.

[78] 前揭註 65。

[79] RUDOLF DOLZER & CHRISTOPH SCHREUER, *supra* note 11, at 145.

[80] *supra* note 59, ¶ 274.

否一致[81]等。「透明度」則是指地主國之法律體制對投資人之經營而言是顯而易見的，且任何影響投資的決定都可以追溯至地主國之法律體制[82]，此內涵與「穩定度與對投資者之正當期待的保護」存有密切關聯，因為地主國清楚透明的法律體制，對於投資人判斷投資的風險有其重要性[83]。以下本文的討論會聚焦在「穩定度與對投資者之正當期待的保護」此因素的討論，探討具投資人在持有地主國公司少數股份的情形下，何謂少數股東對其持有股分的「正當期待」。

（二）、 案例分析

本文自 Investor State LawGuide 資料庫蒐集 13 則涉及少數股東作為投資人，控告地主國違反公平合理待遇的國際投資仲裁判斷，並將判斷結果與仲裁庭考量的因素整理於下表二。以下將以前述三則與少數股東相關的國際投資仲裁判斷，分析個案中投資人提出的公平與合理待遇之主張，以及各仲裁庭對於投資人主張之判斷，最後進行評析。

（表二）「少數股東主張 FET」之案件整理

案名	最終判斷年分	適用投資協定	措施內容	是否違反 FET	仲裁庭考量要素
Gami v. Mexico	2004	NAFTA (1992)	徵收蔗糖場法案	否	被投資公司的損害有回復可能性
CMS v. Argentina	2005	Argentina - United States of America BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	是	投資環境已改變

[81] *supra* note 61, ¶¶ 153-154.

[82] RUDOLF DOLZER & CHRISTOPH SCHREUER, *supra* note 11, at 149.

[83] *Id.*

Enron v. Argentina	2007	Argentina - United States of America BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	是	投資環境已改變
El Paso v. Argentina	2011	Argentina - United States of America BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	是	投資環境已改變
Total v. Argentina	2010	Argentina - France BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	是	投資環境已改變(司法)
Bau v. Thailand	2009	Germany - Thailand BIT (2002)	拒絕依照特許協議加收費用	是	公司受損害
Urbaser v. Argentina	2016	Argentina - Spain BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	是	公司受損害
BG Group v. Argentina	2007	Argentina - United Kingdom BIT (1990)	外匯控制、調整匯率	是	投資環境已改變
Impregilo v. Argentina	2011	Argentina - Italy BIT (1990)	外匯控制、調整匯率	是	地主國拒絕協商或賠償，違反誠信原則
HOCHTIEF v. Argentina	2016	Argentina - Germany BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	是	地主國拒絕協商或賠償，違反誠信原則

LG&E Energy v. Argentina	2007	Argentina - United States of America BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	是	投資環境已改變(匯率)
Suez v. Argentina	2015	Argentina - France BIT (1991) Argentina - Spain BIT (1991)	外匯控制、調整匯率	是	投資環境已改變(匯率)
Kardassopoulos v. Georgia	2010	The Energy Charter Treaty (1994)	取消石油天然氣運送特許協議之法案	是	地主國拒絕協商或賠償，違反誠信原則
RoslnvestCo v. Russia	2010	Russian Federation - United Kingdom BIT (1989)	扣押並拍賣被投資公司資產	是	被投資公司資產遭徵收 被投資公司破產

1、 GAMI v. Mexico

本案中，原告 GAMI 根據 NAFTA 第 1105 條第一項中關於給予外國投資人公平與合理待遇的規定[84]，認為墨西哥政府通過的徵收法案為一種對蔗糖業的恣意行為（arbitrary conduct），對於 GAM 五座蔗糖廠的徵收亦為一種恣意且歧視的徵收，因此墨西哥政府採取的措施並沒有提供 GAMI 公平與合理的待遇，違反 NAFTA 第 1105 條的義務[85]。就此，本案仲裁庭認為，雖然墨西哥政府採取的措施會導致 GAMI 持有的股份暫時的價值下跌，但是此股份價值下跌的期間並不

[84] NAFTA Article 1105: Minimum Standard of Treatment: "1. Each Party shall accord to investments of investors of another Party treatment in accordance with international law, including fair and equitable treatment and full protection and security."

[85] *supra* note 47, ¶ 24.

確定。再者，墨西哥政府已經答應返還其中三座不當徵收的蔗糖廠，亦有可能賠償其餘二座蔗糖廠的損失，因此 GAMI 的投資仍有前景，難認墨西哥政府之措施與公平合理待遇有違。

2、 CMS v. Argentina

本案原告 CMS 公司依據 1991 年阿根廷－美國雙邊投資協定第二條第二項 a 款[86]，主張阿根廷政府於 2000 到 2002 年間暫緩調整天然氣關稅的措施嚴重地改變了投資環境的穩定度和可預期性（profoundly altered the stability and predictability of the investment environment），且此投資環境的穩定度正是 CMS 公司在決定投資與否時的關鍵因素，因此阿根廷違反投資協定中應提供投資人公平與合理待遇的義務[87]。正如大部分的投資協定，本案涉及的阿根廷－美國雙邊投資協定亦沒有給予公平與合理待遇明確的定義[88]。對此，本案仲裁庭首先指出，參考阿根廷－美國雙邊投資協定的前言，可以推知所謂穩定的投資環境是指地主國有義務維持一個穩健的法律體制，使投資的經濟效益得以極大化[89]，且穩定度和可預期性為判斷公平與合理待遇時二項重要的參考因素[90]。據此，仲裁庭認為系爭關稅政策對外匯有重大的影響，當阿根廷政府暫緩關稅的調降時，CMS 當初投資時所仰賴的法律體制已經改變，且 CMS 所做的投資亦無法在此環境下發揮最大的效益[91]，因此認定阿根廷政府的政策違反公平與合理待遇原則。

3、 El Paso v. Argentina

本案中，原告 El Paso 根據 1991 年阿根廷－美國雙邊投資協定第二條第二項 a 款，主張阿根廷政府為挽救國內經濟而實施的凍結銀行存款和控制外匯交易政策與該條所規定的公平合理待遇有違[92]。1980、1990 年代時，阿根廷政府將能源產業改組為一完全競爭市場（competitive market），此一競爭市場吸引外資的特性有三：一是付款方式是依現貨價格（spot prices）作計算，而現貨價格則是以生產中的變動成本（variable costs of production）為立基；二是該市場允許業者自由締約與協商，因此該市場中最有效率之生產者將因此受益；三是容量費率是以美

---

[86] Argentina – United States of America BIT (1991) Article II(2)(a): "Investment shall at all times be accorded fair and equitable treatment, shall enjoy full protection and security and shall in no case be accorded treatment less than that required by international law."

[87] *supra* note 59, ¶ 267.

[88] *Id.*, ¶ 273.

[89] *Id.*, ¶ 274.

[90] *Id.*, ¶ 276.

[91] *Id.*

[92] *supra* note 63, ¶ 381.

元作計算[93]。阿根廷政府保障該能源市場中的貨幣流通得以美元作為計價的基礎，此制度設計的目的是為提供投資人參與能源產業轉型的動機[94]。據此，原告 El Paso 稱阿根廷政府實施的措施保障能源產業為一完全競爭市場，此項特性為其當初評估是否投資阿根廷的能源產業時重要的考量因素[95]。然而阿根廷政府於 2001 年底至 2002 年初所採取的措施卻嚴重地干涉能源產業的競爭市場，改變了原先競爭市場的運作制度[96]。其中，原告稱對其損害最深者為阿根廷政府對外匯政策的調整。如前所述，阿根廷的能源市場原是以美元作為所有價格計算的基礎，此外匯之設定是為吸引外國的投資。亦即，以美元為基礎的計價方式能確保當阿根廷披索（Peso）貶值之時，外國投資人投資的公司也能以美元收費，使得外國投資人的收入不會因披索貶值而隨之縮水，當初許多外國投資人即是仰賴阿根廷能源市場的此種特性，將資金投入於阿根廷能源產業的轉型[97]。因此，當阿根廷政府調整外匯政策，致外國投資人的收入無法獲得以美元計價的保證時，外國投資人的收入將隨披索價值的變動而受影響，同時意謂外國投資人於投資時仰賴的投資環境已經改變。原告便是據此主張其投資之初的正當期待遭阿根廷政府剝奪，因此阿根廷政府違反相關投資協定中應給予外國投資人公平合理待遇的義務。

對此，本案仲裁庭認為雖然任一阿根廷政府所採取的個別措施不足以構成公平合理待遇的違反，然而所有措施累積而成的影響卻足以違反公平合理待遇。理由在於，以匯率穩定的美元作為計價的基礎對於外國投資人而言，為一投資的誘因，亦即，當原告 El Paso 信賴阿根廷政府提供的能源競爭市場而決定投資阿根廷的能源產誅之時，原告亦同時合理期待其以美元作為計價基礎的收入，不會因披索的貶值而受影響[98]。然而，阿根廷政府採取的種種政策卻最終導致身為外國投資人的少數股東 El Paso 不得不出售其持有的股份，因此本案仲裁庭判斷阿根廷政府已違反相關投資協定中的公平合理待遇原則[99]。

（三）、 小結

雖然實務上對於公平合理待遇之定義和內涵尚無定論，但在判斷地主國對身為外國投資人的少數股東所採取的措施是否合乎公平合理待遇之時，有以下幾項

---

[93] *Id.*

[94] *Id.*

[95] *Id.*

[96] *Id.*, ¶ 382.

[97] *Id.*

[98] *Id.*, ¶¶ 512-513

[99] *Id.*

因素可供參考。一是根據 *GAMI v. Mexico* 一案，若少數股東持有股份的價值減損僅是暫時性，則意謂位於地主國的被投資公司仍存在前景，於此情形即難認地主所採取的措施與公平合理待遇有違。二是根據 *CMS v. Argentina* 一案，若少數股東持有之股份無法繼續發揮最大的效益，則可認地主國所採取之措施違反公平合理待遇原則。三是根據 *El Paso v. Argentina* 一案，地主國的匯率政策對外國投資人的投資判斷有其重要性，且若少數股東因此將其持有股分出售，儘管尚未達到徵收少數股東投資的程度，仍可能構成公平合理待遇的違反。綜上所述，於判斷地主國是否給予身為外國投資人之少數股東的最低限度保障，審酌的因素可能包括被投資公司是否仍存在前景、少數股東持有的股份是否能持續發揮效益，以及少數股東是否因此將股份售出。

伍、 我國法制與國際投資法之合致性分析

近年來，我國內國法制之變動，對於具有外國投資人身分少數股東之股東權益，亦可能產生影響。例如經濟部 108 年 1 月 4 日經商字第 10702430970 號函釋對於「具否決權特別股」行使否決權範圍的限制、經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函可能降低少數股東對公司決策的影響力，以及釋字第 770 號關於現金逐出合併對於少數股東保障的討論。以下本文將延續前述關於少數股東主張徵收保障和公平合理待遇的討論，從國際投資法之角度，分別檢視經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函、經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函以及釋字第 770 號與國際投資法之合致性。

一、 經濟部 108 年 1 月 4 日經商字第 10702430970 號函釋

經濟部 108 年 1 月 4 日經商字第 10702430970 號函釋涉及非公開發行股票之公司發行之「具否決權特別股」行使否決權之範圍，按公司法第 157 條第 1 項第 4 款規定，非公開發行股票之公司發行對特定事項具否決權特別股時，應於章程中載明[100]。該條所列之具否決權特別股係公司法於民國 107 年 11 月修訂施行後所生之產物，於此之前，僅閉鎖性股份公司得發行此種特別股。參照相關修法理由，於公司法第 157 條增列具否決權特別股之目的，係為提供非公開發行公司更多樣化及允許企業充足之自治空間。於隔年 1 月，經濟部即公布此號涵釋，對具否決權特別股得行使否決權之範圍予以說明。本號函釋指出持有「對特定事項具否決權特別股」之股份得行使否決權之範圍以股東會所得決議之事項為限，對

[100] 公司法第 157 條第 1 項第 4 款：「公司發行特別股時，應就下列各款於章程中定之：

四、複數表決權特別股或對於特定事項具否決權特別股。」

於依法屬於董事會決議之事項，以及董事選舉之結果，不得行使否決權[101]。對此，有論者肯認此函釋之解釋，蓋特別股為一種股東表決權之特殊類型，且股東的表決權之設計即是用於股東會上，因此將行使否決權之範圍限於股東會所得決議之事項並無不妥[102]。

惟本文暫且不論此函釋妥當與否，僅著眼於此函釋對持有具否決權特別股之少數股東行使否決權之限制，討論若是具外國投資人身分之少數股東持有具否決權特別股之情形，此函釋對於少數股東可行使否決權範圍之限制，是否可能該當國際投資協定下之「徵收」，以及是否有違反地主國提供外國投資人「公平合理待遇」之義務。

由於具否決權特別股為公司法於民國 107 年 11 月修法施行後所增列之特別股，於此之前，非公開發行公司不能發行此種特別股，而隔年 1 月經濟部即公布本號函釋對具否決權特別股得行使否決權之範圍予以限制，除非有外國投資人於此二個月間取得我國非公開發行之具否決權特別股，否則難認本號函釋對具否決權特別股之限制，會對少數股東有任何不利之影響。因此，有可能討論本號函釋是否對少數股東構成徵收或違反公平合理待遇之對象，僅為於民國 107 年 11 月至隔年 1 月取得我國非公開發行公司發行之具否決權特別股的外國投資人。

首先，本號函釋所涉及之情狀與前述 GAMI v. Mexico、CMS v. Argentina、El Paso v. Argentina 討論之背景事實有別。於前述案例中，具外國投資人身分之少數股東所主張者，多是因地主國公司受有損害而生的「反射性損失」，而非股東權之損害。然而，若係透過函釋限制少數股東行使否決權之情形，為一種對於持有否決權特別股股東之固有股東權利的侵害，因此，此時具外國投資人身分之少數股東所主張者乃「股份」本身所表彰之權利，二者之不同，應先予以區別。

本號函釋對於少數股東否決權行使範圍之限制是否可能構成國際投資法下之「徵收」，本文認為，就是否構成直接徵收之部分，根據前述徵收分析之結果，若要構成直接徵收，須股東喪失股份之所有權，由此觀之，此函釋對於少數股東可行使否決權範圍之限制，並不會該當直接徵收，蓋限制持有具否決權特別股之少數股東可行使否決權之範圍並未使該少數股東喪失股份之所有權，僅是使其不得對屬於董事會決議之事項以及董事選舉之結果行使否決權，於股東會所得決議事項之範圍內，該少數股東仍得行使否決權，與完全剝奪持有具否決權特別股之少數股東對於股份的所有權仍有所不同，因此難認構成國際投資法下之直接徵收。

---

[101] 經濟部，108 年 1 月 4 日經商字第 10702430970 號函。

[102] 陳顥，「具否決權特別股得否決事項範圍是否包含董事會決議事項」，全國律師月刊，頁 37（2019）。

至於是否可能該當間接徵收，由於間接徵收之核心在於政府措施對於投資經濟價值的影響，達到與「實質剝奪」相當的程度。本文認為，此時少數股東仍得就股東會所得決議之事項範圍內行使否決權，其限制否決權之範圍仍與實質上剝奪少數股東對於具否決權特別股的所有權與控制權仍有不同，因此難認構成國際投資法下之間接徵收。

至於系爭函釋對於「具否決權特別股」行使否決權之範圍予以限制，是否可能違反國際投資法下之公平合理待遇原則。違反公平合理待遇之前提，係投資人享有值得保護之合理正當期待，然而，於此情形，由於具否決權之特別股為修法後新生之產物，於修法前，非公開發行公司不得發行具否決權特別股，且基於公司法經營所有分離之原則，股東本不得決定董事會所得決議之事項，因此難認身為外國投資人之少數股東對於該特別股得否決董事會決議事項有正當期待，故本文認為本號函釋應無違反公平合理待遇之可能。

二、 經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函釋

經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函釋涉及股份有限公司得否以章程提高股東會、董事會決議門檻之決議事項。此爭議之核心為股份有限公司得以章程提高股東會、董事會決議門檻之決議事項，是否及於普通決議之事項，蓋相較於特別決議之事項，普通決議之事項於公司法中通常並未明文規定「章程有較高之規定者，從其規定」。

關於此爭議之緣起，早期實務見解可追溯至大法官釋字第 100 號，該釋字指出，公司法中「所定股東會之出席股東人數與表決權數，均係指所需之最低額而言。如公司訂立章程，規定股東出席人數及表決權數較法定所需之最低額為高時，自非法所不許[103]。」亦即，公司法中關於股東會之決議門檻均屬最低強制規範，其目的係為保障少數股東之權利，因此於不牴觸最低強制規範之情形，得回歸私法自治，故股份有限公司得以章程提高決議之門檻[104]。而後經濟部於 100 年 2 月 23 日經商字第 10002403260 函釋中進一步補充，針對公司法中未明文規定得以章程提高決議門檻的普通決議事項，亦得以章程提高決議之門檻[105]。

對於是否得以章程提高決議門檻之爭議，有學者認為不僅公司法中規定之普

---

[103] 司法院釋字第 100 號，司法院大法官解釋檢索系統：http://cons.judicial.gov.tw/jcc/zh-tw/jep03/show?expno=100。

[104] 臺灣高等法院 100 年度上字第 776 號判決，司法院法學資料檢索系統：https://law.judicial.gov.tw/FJUD/Default_AD.aspx。

[105] 經濟部，100 年 2 月 23 日經商字第 10002403260 函

通決議事項有討論的必要，公司法中規定之特別決議事項亦存有爭議。雖然公司法中特別決議之事項通常有「章程有較高之規定者，從其規定」的文字，然而不同特別決議事項之規範目的亦有所差異，若一概容許公司得以章程提高決議之門檻，實際運作之結果不一定有助於立法目的之達成[106]。若涉及公司營業政策之重大變更、合併、分割、解除董事競業禁止等事項，提高決議之門檻可能有利於少數股東參與決策之機會及影響力。反之，若涉及解任董事或監察人之事項，提高決議之門檻反而有助於大股東鞏固經營權，不利於少數股東之參與[107]。因此，若一概容許公司得透過章程的修訂提高決議之門檻，實際之結果可能促進抑或限制少數股東之參與，故應考量不同法條個別的立法目的，決定是否宜以章程提高決議之門檻。另有學者針對經濟部 100 年 2 月 23 日經商字第 10002403260 函提出批評，認為不應允許以章程調高普通決議事項之門檻，理由有二：一是若普通決議之事項得以章程調高，則普通決議事項之決議門檻可能較特別決議為高，此難免有輕重失衡之虞[108]；二是以章程調高部分普通決議事項之門檻，例如年度會計表冊之承認、虧損撥補或盈餘分派等事項，可能因決議門檻調高而不易形成決議，甚或決議可能遭小股東挾持而難以通過，因此允許以章程調高普通決議事項門檻之結果可能影響公司之正常運作[109]。故為避免公司之經營陷入僵局，對於公司法中未明文規定得以章程提高決議門檻的普通決議事項，並非一概得以章程調高決議之門檻。

而後，經濟部公布 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函，變更先前函釋提出不論公司法是否有明文規定，均得以章程提高決議門檻之見解，認為有區分之必要，股份有限公司得以章程提高決議門檻之事項應僅限於公司法有明文規定「章程有較高之規定者，從其規定」之事項[110]。換言之，僅特別決議事項得以章程提高決議門檻，普通決議事項則否。因此，100 年 2 月 23 日經商字第 10002403260 函爰予廢止，不再援用。新函釋區分之目的係為保障交易安全，蓋尚難期待新加入之股東或債權人均已查閱公司章程，而知悉章程已有異於公司法明定之出席及同意門檻，同時亦能避免干擾企業正常運作造成僵局，故應僅於公司法有明定章程得規定較高之規定時，始得依該規定為之[111]。

---

106 王志誠，「章程調高或降低公司機關決議門檻之效力」，台灣法學，第 246 期，頁 119（2014）。

107 同前註。

108 洪秀芬，「章程得記載事項及章程變更登記之效力——從高等法院一〇〇年度上字第七七六號民事判決思考起」，月旦裁判時報，第 18 期，頁 58（2012）。

109 同前註。

110 例如公司法第 13 條第 4 項、第 29 條第 1 項、第 185 條第 3 項、第 277 條第 4 項

111 經濟部，108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函。

經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函公布後，由於股份有限公司不得以章程調高普通決議事項之門檻，一方面固然仍保有保護少數股東權利之最低強制門檻，另一方面卻可能同時壓抑少數股東權利之行使。蓋決議之運作，在使個別股份發揮其對於整體營運、管理決定之影響力，當持有較高比例股份，必然提高左右決議事項結果之可能性。然而，訂立決議門檻，將確立個別決議所需獲得股東支持的集中程度，凡提高決議門檻，個別股份對決策結果發揮之影響程度亦具有放大效果，故限制提升決議門檻之空間，將可能同步限縮個別股份擴大其於決議之重要性。按經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函意旨，已箝制股份有限公司調高普通決議門檻之決定空間，亦即，限制少數股東以其持有股份對於決議結果產生較高影響力之可能，故仍有限制少數股東參與公司之經營決策權的疑慮。

就此，經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函對於少數股東之限制是否可能構成國際投資法下之徵收，應以徵收所具體產生效果進行檢驗，係直接徵收，須使股東產生喪失股份所有權、明顯影響股東對其股份處分之自主空間，甚至達成剝奪程度，故系爭函釋所產生影響，是否構成直接徵收，依函釋之規範效果而言，並不成立直接徵收。系爭函釋所產生影響係針對少數股東參與公司經營決策權之限制，此限制少數股東於決議程序中之影響程度，並未使該少數股東減損股份所有權，或達成嚴重減損與剝奪，少數股東仍得行使股份所表彰權利，僅其對於決議結果之影響力可能因此受損，因此並不構成對於少數股東持有股份之直接徵收。

再者，系爭函釋之規範效果是否可能構成間接徵收，基以「投資人對於投資是否享有完全的所有權或控制權」作為判準，本文認為系爭函釋亦不構成對於少數股東之間接徵收，論理依據在於，此時少數股東仍得依其持股所佔比例，參與普通決議事項之決議程序，少數股東所欲傳達之意見仍能透過決議程序加以發揮，系爭函釋仍僅可能影響其持股成數對於決議結果之影響程度，因此與 *Pope & Talbot v. Canada* 所推導出「投資人對於投資不再享有完全的所有權或控制權」之要件而構成間接徵收，於適用結果上仍存有差別，因此系爭函釋所產生之規範效果，應難認其有成立國際投資法制度運作內「間接徵收」之成立空間。

至於系爭函釋對於「少數股東參與公司經營決策權」之限制，是否可能違反國際投資法下公平合理待遇之義務，根據前述 *CMS v. Argentina* 案所揭示，公平合理待遇之核心乃為投資人的正當期待，其中包含投資環境的穩定度和可預期性。經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函改變 100 年 2 月 23 日經商字第 10002403260 函之規範效果，導致公司法未明文規定得以章程調高決議門檻之情狀下，公司即不得憑藉私法自治原則，進而調高章程所訂之決議門檻。設若有外國投資人於投資當時，參考前函釋意旨進行投資判斷，認知當下投資環境，不論公司法是否以明文規範，均得以章程調高決議門檻，可能因此信賴其所持有股

份，將有藉由個別公司於章程調高決議門檻之空間，而其所有之股分權利將對於公司營運或決策過程產生較為擴張之影響力，進而決定投資我國公司。而後卻因經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函而箝制了其持有的股份對於公司之影響程度，主觀期待已因函釋效果而不可能產生預期結果，因此其正當期待不復存在，而有違反公平合理待遇之可能。

三、 司法院釋字第 770 號

司法院釋字第 770 號之內容，涉及企業併購中現金逐出合併之制度，是否侵害少數股東財產權之虞。該號解釋所涉之爭議，源於我國企業併購法（以下稱企併法）第 4 條第 1 項第 3 款[112]及同法第 22 條第 1 項第 3 款[113]，允許公司間之合併以現金為對價，而依民國 91 年 2 月 6 日制定公布之同法（以下稱企併舊法）第 18 條第 5 項規定[114]，就該公司合併有利害關係之董事，無須在該公司合併之決議迴避表決，排除公司法第 206 條[115]、第 178 條[116]具利害關係之股東或董事迴避表決權之規定。根據釋字第 770 號解釋文，由於前開規定適用之結果，並未使合併後喪失股權之股東「及時獲取合併對公司利弊影響與前述有利害關係之董事相關之資訊」，以及「未就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制」，因此與憲法第 15 條人民財產權之保障有違[117]。

所謂「現金逐出合併」，通常係指合併公司已取得標的公司相當股數以上，為簡化股權結構，乃出價購入少數股份以專注經營之合併方式[118]。然而，現金逐

---

112 企業併購法第 4 條第 1 項第 3 款：「本法用詞定義如下：
三、合併：指依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以存續或新設公司之股份、或其他公司之股份、現金或其他財產作為對價之行為。」

113 企業併購法第 22 條第 1 項第 3 款：「公司合併契約應以書面為之，並應記載下列事項：
三、存續公司或新設公司因合併對於消滅公司股東配發該公司或其他公司股份之總數、種類及數量或換發現金或其他財產與配發之方法、比例及其他相關事項。」

114 民國 91 年 2 月 6 日制定公布之企業併購法第 18 條第 5 項：「公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。」

115 公司法第 206 條：「（第二項）董事對於會議之事項，有自身利害關係時，應於當次董事會說明其自身利害關係之重要內容。」

116 公司法第 178 條：「股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權。」

117 司法院釋字第 770 號解釋文，司法院大法官解釋檢索系統：
https://cons.judicial.gov.tw/jcc/zh-tw/jep03/show?expno=770。

118 王文宇，「評釋字第 770 號解釋現金逐出合併案」，月旦法學雜誌，第 289 期，頁 5（2019）。

出合併同時亦為公司控制者驅逐少數股東最直接之方法，利用其對公司的控制力量，強迫公司的非控制股東，出售其股份，因此對於少數股東之影響甚鉅[119]。我國現行現金逐出合併之門檻規定於企併法第 18 條第 1 項，該條規定，「股東會對於公司合併或解散之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。」相較於其他國家之立法例，的我國之門檻實為相當低[120]。各國立法政策對於現金逐出合併之規範，又可依控制股東持股比例之多寡而有所區別，若控制股東持股超過 90%，則各國多制定簡化規則，以利加速控制股東購買少數股東之股份，例如美國法中「簡易合併（short-form merger）」之規定，或者是歐盟法中以合併計劃專家評估報告替代少數股東股份收買請求權，並免除收購公司股東的投票決定等[121]。然而在控制股東持股未超過 90%之情形，可能產生少數股東驅逐相對更少數股東之結果，故此時如何保障少數股東之權益即為一重要的課題。以美國證券交易法為例，其規定在控制股東持股未超過 90%之情形，若公開發行公司合併後為非公開發行公司，則應盡其對於充分資訊揭露義務，並確保有興趣收購目標公司之第三方有協商機會，以保護交易之公平性[122]。

鑒於我國現金逐出合併之門檻較其他國家為低，於此情形下，如何兼顧少數股東遭驅逐時之權益保障，顯得尤為重要。如同是自第 770 號解釋理由書所言，合併為企業尋求發展及促進經營效率之正當方式之一，惟企業合併之時，仍應兼顧對未贊同合併股東權益之維護，若企業合併之內容對未贊同合併股東之權益影響甚鉅，諸如以強制購買股份之方式使未贊同合併之股東喪失股權，或使企併舊法第 18 條第 5 項所列之董事，就其他參加合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權，基於對未贊同合併股東之周全保障，立法者至少應使未贊同合併股東及時獲取相關資訊，以及就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，始符合憲法第 15 條保障人民財產權之意旨[123]。亦即，對於未贊同合併而遭驅逐之股東，應至少給予其事前之「資訊獲知」之保障，抑或是於事後透過「公平價格制定機制」，行使「股份收買請求權」尋求救濟，始能有效保障未贊同合併股東之權益。

由釋字第 770 號解釋可知，股份所表彰之財產權內涵，包含於現金逐出合併時，未贊同股東得事先獲知合併相關資訊之「資訊獲知權」，以及事後藉由行使

---

[119] 同前註。

[120] 同前註。

[121] 前揭註 117。

[122] 同前註。

[123] 前揭註 116。

「股份收買請求權」以尋求獲得公平之收購價格。然有論者指出，於控制股東所為之現金逐出併購交易，雖然控制股東與合併公司之間存有顯著之利益衝突，惟控制股東仍可挾其持有多數股份之優勢，通過公司併購案，此時即使賦予未贊同合併之少數股東事前的資訊獲知權，能發揮的作用亦屬有限[124]。至於少數股東之「股份收買請求權」，亦有論者提出，有時少數股東尋求之保障，目的係保持其擁有的股份，以繼續參與合併公司的經營與成長，即便遭驅逐之少數股東得於事後行使股份收買請求權，其仍難以繼續參與合併公司之營運，故賦予未贊同合併之少數股東「股份收買請求權」是否與少數股東尋求救濟之目的一致，仍有疑問[125]。

從國際投資法之角度觀之，「資訊獲知權」和「股份收買請求權」屬於股東權之一部，此二種權利亦受投資協定保障，應無疑問。而我國亦透過釋字第 770 號解釋，肯認於現金逐出合併之交易中，少數股東之「資訊獲知權」和「股份收買請求權」受憲法第 15 條財產權之保障。若外國投資人持有我國公司之少數股份，「資訊獲知權」和「股份收買請求權」應可視為外國投資人於投資時之合理期待，若該外國投資人未來遭我國政府或國有企業以現金逐出合併之方式排除其繼續參與公司經營時，若未於事前揭露合併之相關資訊，或事後並未提供該外國投資人行使股份收買請求權之機會，抑或收購的價格非公平價格，外國投資人即可能主張其持有之股份遭我國徵收，或我國之措施與公平合理待遇之意旨有違，而向我國索求因此所生之損害賠償。

陸、 本文建議與結論

國際投資仲裁實務之運作，對於有能力提起仲裁之「股東」，以及基於持有「股份」得主張之權利，皆採較為寬鬆之認定標準，致少數股東亦能獨立對地主國提起國際投資仲裁尋求救濟，且能對反射性損失主張損害賠償，因此由程序面觀之，似給予身為投資人之少數股東相當程度的保障。

若進一步從實體權利的角度分析，仲裁庭對於「股份所有權」和「股份價值」的保障程度仍有所區別。由徵收保障的角度觀之，雖然徵收保障不限於財產權的保障，亦禁止地主國對投資的經濟價值進行剝奪，惟從案例分析之結果可知，於少數股東主張徵收保障之案例中，仲裁庭之態度似偏向以「直接徵收」的嚴格標準作為判斷是否徵收少數股東持有股份的判斷基準。由於徵收保障與對於投資的控制程度相關，除非造成少數股東喪失股份所有權，否則股價的損失難認有受到

---

[124] 黃朝琮，「司法院釋字第 770 號之若干公司治理法治議題」，國會季刊，第 47 卷第 3 期，頁 79（2019）。

[125] 前揭註 117。

間接徵收保障的可能。而對於股價損失的部分，則是透過公平合理待遇予以保障，若於個案中，作為投資人之少數股東有合理正當期待遭地主國不當的改變，則有認為地主國已違反公平合理待遇之可能。由此可知，對於少數股東之股份所有權和股價的保障，仍有一定程度的區別。

最後，回到我國內國法制予國際投資法之合制性，對於具外國投資人身分之少數股東而言，經濟部 108 年 1 月 4 日經商字第 10702430970 號函、經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函以及釋字第 770 號都可能造成少數股東權益的變動。雖然經濟部 108 年 1 月 4 日經商字第 10702430970 號函可能限制持有具否決權特別股之少數股東行使否決權之範圍，惟該否決權係民國 107 年 11 月修法後新增之特別股類型，難認少數股東對於持有該種股份得行使之權利範圍有合理期待，因此無構成徵收或違反公平合理待遇之可能。至於經濟部 108 年 5 月 8 日經商字第 10802410490 號函似有可能造成身為投資人之少數股東喪失其原持有股分對於公司經營之影響力，而改變其對於我國投資環境之合理期待，因此有違反公平合理待遇之虞。至於釋字第 770 號，本文則認為其效果為加強對少數股東權益之保障，難認與國際投資法規範之義務有違。