

國立臺灣大學法律學院科際整合法律學研究所

碩士論文

Graduate Institute of Interdisciplinary Legal Studies

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

國際投資法中補償與損害賠償之研究：

以公平市場價值標準為核心

Compensation and Damages under International Investment Law:

With the Focus on Fair Market Value Standard

翁立岡

Li-Kang Weng

指導教授：羅昌發大法官

Advisor: Chang-fa Lo, Honorable Justice

中華民國 102 年 1 月

January, 2013

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

國際投資法中補償與損害賠償之研究：
以公平市場價值標準為核心

Compensation and Damages under International Investment Law
With the Focus on Fair Market Value Standard

本論文係翁立岡君（學號 R98A41004）在國立臺灣大學國際
整合法律學研究所完成之碩士學位論文，於民國 102 年 1 月 15 日
承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

指導教授： 羅 品 廷

口試委員： 吳 一 鈺 蘇

陳 在 方



謝 辭

能順利完成這篇畢業論文，首先要感謝指導教授羅老師。在入學前就很仰慕羅老師在國際貿易法領域的成就，研究所放榜的時候，即有幸申請進入羅老師創立主持的 WTO 中心工作，在那半年期間，編輯英文期刊、草擬法律意見和翻譯法律文件的機會，給初學法律的我對法律人專業性和細節性的工作樣貌有了寶貴的初體驗，也更堅定自己法律的學習要有國際視野，不能僅侷限在內國法的決心。在論文撰寫時，羅老師已是大法官，但仍讓我每兩個星期可以去司法院與他討論論文。老師對我論文的選題和架構皆給予相當大的發揮空間，然而在大方向的提點及小細節的遣詞方面，仍讓我見識了其治學嚴謹的大師風範。老師持續給我的鼓勵及肯定，更是我能循序漸進地完成論文的關鍵。

口試委員之一，協合國際法律事務所的吳必然律師，亦是對我習法有很重要影響的導師。研二的暑假在協合暑期實習時，吳律師讓我協助他所主持經濟部投資業務處的研究計劃，摘要國際投資協定的仲裁案例，這使我與國際投資法領域有了第一次接觸。在論文撰寫過程，也承蒙他慨然將多年研究累積而成的國際投資協定案例彙編初稿供我參考，並在數次的討論中與口試時給予我從條約談判及仲裁的實務觀點，對我論文的寫作都有很重要的幫助。

另一外口試委員陳在方老師，台大 WTO 中心的大學長，也是這篇論文撰寫過程中遇到的貴人。在去年 12 月初我有幸將論文的其中一章於中華民國國際法學會所主辦之「現代國際法學術研討會」中發表時，他是被安排負責評論我文章的評論人，當時我便對他審閱文章的仔細和用心印象深刻。後在口試時他也針對口試本論述上的若干盲點悉心地提出批評及指正，令我相當感激。中研院法律所的張永健老師及清大科法所的黃居正老師，在我去信詢問他們問題時，迅速地回覆了對我研究及撰寫方向有用的建議，在此一併致謝。

這篇論文寫作受益於在張文貞老師擔任主編時的 NTU Law Review 當了一年學生編輯的經歷。張老師一絲不苟地做學問的態度，以及期間與怡俐、建志、允中、怡辰、菁芳等人的共事與討論，不僅讓我資料掌握的能力有所提昇，也對學術研究有一定程度的嚮往。另在學期間，陸續與台大的葉俊榮老師、謝銘洋老師、詹森林老師、王兆鵬老師、黃昭元老師、林明昕老師、吳從周老師、邵慶平老師等人亦師亦友地深入請益、討論，也使我在法律的學習上能有較宏觀的視野。

法律的學習與研究也受益於研三那一年在香港中文大學及美國西北大學法學院的交換經驗良多。那些更實務導向的課程及更多元背景的同學，使我能更有意識地從紛爭解決、創造雙贏的角度去思考問題，也能更迅速敏銳地搜索並閱讀英文法律文獻。

也要感謝對我論文提出問題與建議的正剛、黃傑、婉婷、早沛、柏瑜等人；來參加論文研討會的孫婷、宗志、可筠、益先、依翎、俊毅、嘉瑜、沛筑、利真、筱涵、婉婷、宣婷、宸璋等人；2401 研究室的芭樂、嘉琪、緯緘、尚雲、韶曼、穆儀、筱維等人的陪伴與歡笑。感謝玟綺當初對我念科法所的啟發與支持。感謝舒悅在我論文寫作時的陪伴以及最後協助校正的工作。最重要的則是爸爸媽媽與小妹的支持與督促，沒有他們，我不可能在沒有經濟壓力的環境下用三年半的時間取得我的碩士學位。為此，我深深感謝主。

何其有幸，大學及研究所皆在軟硬體資源相對豐富的台大學習，這些年算得上是望盡了天涯路。期待在衣帶漸寬終不悔，為伊消得人憔悴的下一階段，能夠不忘初衷，為華人社會的民主法治、自由開放及理性繁榮，做出綿薄的貢獻。

翁立岡

2013 年 2 月 6 日

台大萬才館 2401 室

摘 要

公平市場價值標準 (Fair Market Value) 是國際投資仲裁庭在認定地主國確有對投資人的投資進行徵收或其他條約違反等補償或賠償責任後，於酌定補償或損害賠償金階段，最常主張並引用的補償或賠償標準。本研究嘗試梳理 FMV 標準在國際投資法中涉及的法律問題；並以此出發，勾勒出補償與賠償兩體系之差異：補償 (compensation) 係針對外國投資人受有地主國合法徵收的損失；賠償 (damages) 則係針對受有地主國涉有國際法上不法責任所致之損害。對於前者，宜按投資保障條約提供即時、適當與有效之補償；對於後者，宜按 *Chorzow Factory* 或《國家對國際不法行為的責任條款草案》(Draft Articles on Responsibility of States for Internationally Wrongful Acts) 所揭櫫之習慣國際法原則，給予相當於完全損害填補之賠償金。就徵收補償金之酌定，宜以條約所定，符合系爭投資或收益徵收時或前一刻之公平市場價值為標準；而就損害賠償金之酌定，則宜先判斷地主國所致損害程度就整個投資而言是否重要且長遠？若是，宜採徵收時或仲裁時系爭投資的公平市場價值孰高者為標準，計算賠償金；若否，則宜以實際投資 (actual investment) 或實際損害 (actual loss) 為標準計算賠償金。在評價方法擇定的問題上，財務及法律實務上通常採用的評價方法大致可歸類為資產基礎制、市場基礎制及收入基礎制三種。若採公平市場價值標準，因涉及整體投資或企業未來獲利的估算，評價方法宜以能充分評價企業未來獲利能力的現金流量折現法為主要評價方法；若採投資價值或實際損害標準，評價方法宜以資產基礎制為主，亦即更重視系爭措施與損害結果間因果關係的舉證。

關鍵詞：國際投資法、投資人-地主國仲裁、投資保障協定、徵收補償標準、非法徵收、損害賠償、損失補償、公平市場價值、實際投資價值、現金流量折現法

Abstract

The question of what standard and amount of compensation should be payable for an investment expropriated by State has enormous effect on whether or not the investors' loss could be properly recovered. In most Bilateral Investment Treaties (BITs), the conditions and the standard of compensation for expropriations are usually explicitly specified. As for compensation standard, Fair Market Value (FMV) is widely adopted. The International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID) tribunal used to apply the standard without distinguishing the lawfulness of taking. This, however, would not only be unable to evaluate State's wrongful act sufficiently, but also underestimate the amount of loss Investor suffered when investment value increased after the expropriation. The study tried to clarify the difference between the concept of compensation and damages under international investment law; it further explained why and how to distinguish lawful and unlawful takings, and argued that the unlawful taking, which was beyond the scope of most BITs expropriation articles, should apply the more pro-investor standard in international customary law for compensation. Besides, after discussing and analyzing various valuation methods, the study suggested Discounted Cash Flow (DCF) should be the primary method to achieve FMV.

Keywords: International investment law, Investor-State arbitration, international investment agreement, expropriation compensation, unlawful Expropriation, damages, fair market value, investment value, discounted cash flow

目 錄

第一章 緒論	1
第一節 研究動機	1
第二節 研究目的	3
第三節 研究方法	6
第四節 研究範圍	7
第五節 研究架構	11
第二章 徵收補償與損害賠償的區分	13
第一節 國際投資的徵收類型	14
第一項 直接徵收	14
第二項 間接徵收	15
第二節 國際投資法中的合法徵收要件	16
第三節 補償與損害賠償之區辨	20
第四節 合法徵收與非法徵收區別基礎及與補償之關係	26
第一項 是否應區別合法徵收與非法徵收	26
第二項 合法徵收與非法徵收財務效果的差別	28
第五節 非法徵收案件採用習慣國際法救濟標準之指標案例	33
第一項 <i>ADC v. Hungary</i> (2006)	34
第二項 <i>Siemens v. Argentina</i> (2007)	36
第三項 <i>Vivendi v. Argentina</i> (2007)	38
第三章 徵收之補償標準：「公平市場價值」基礎之採用	40
第一節 徵收補償標準之爭論	40
第一項 公正/完整補償 (Just/Full Compensation)	41
第二項 適當補償 (Appropriate Compensation)	42
第二節 「公平市場價值」的定義與內涵	46
第三節 「公平市場價值」與「投資價值」之比較	49
第四節 「公平市場價值」與「市場價值」之比較	53
第五節 公平市場價值作為徵收補償標準的解釋適用	55
第一項 評價基準期日的問題	55
第二項 投保條約徵收補償條款之規定	56
第三項 <i>CDSE v. Costa Rica</i> (2000)	59

第四項 間接徵收評價時點之判斷	60
第四章 公平市場價值適用於損害賠償案件的判斷	62
第一節 非法徵收案件的適用	62
第一項 法源依據	62
第二項 解釋適用	64
第三項 期後事件應納入考量	65
第二節 非屬徵收案件的適用	67
第一項 法源依據	67
第二項 侵害結果尚不構成一投資重要且長遠的損失或剝奪	68
第三項 侵害累積結果構成一投資重要且長遠的損失或剝奪	71
第三節 三種不同類型案件的比較分析	76
第四節 國際投資法上徵收補償與損害賠償體系之建構	78
第五章 公平市場價值之評價方法	83
第一節 評價的意義	83
第二節 常見的企業評價方法	86
第一項 資產基礎制	86
第二項 市場基礎制	92
第三項 收入基礎制	94
第四項 法律上損害賠償範圍與財務上評價方法之整合	96
第三節 現金流量法作為估算公平市場價值標準的主要方法	98
第一項 採用之趨勢與影響	98
第二項 現金流量折現法評價公平市場價值之優越性	99
第三項 採用之基礎：投資具備永續經營價值	102
第四節 超額賠償之避免	103
第一項 徵收案件：扣除殘值或移轉資產	103
第二項 非屬徵收案件：條件測試 (but-for test)	104
第五節 對實務上仲裁庭採用情況之評析	105
第六章 結論	107
附件 1：重要投保條約徵收補償條款一覽	109
附件 2：國際投資仲裁涉及補償及損害賠償案件一覽	115
附件 3：仲裁庭採用或拒採現金流量折現法(DCF法)理由	119
參考文獻	123

圖目錄

圖 1：1970 年至今全球主張徵收或違約金額趨勢	1
圖 2：投資人主張的平均賠償金與仲裁庭最後判賠的平均金額	3
圖 3：投資仲裁庭之審理步驟（作者自製）	10
圖 4：本研究架構圖及主張之判斷步驟（作者自製）	12
圖 5：補償與賠償概念之說明（作者自製）	22
圖 6：霍爾公式與適當補償標準之比較（作者自製）	44
圖 7：《World Bank Guidelines》之適當補償三要件（作者自製）	46
圖 8：市場價值、公平價值與公平市場價值之概念比較（作者自製）	55
圖 9：公平市場價值與實際投資概念範圍（作者自製）	82
圖 10：國際投資仲裁庭處理徵收補償與損害賠償議題之體系圖（作者自製）	82

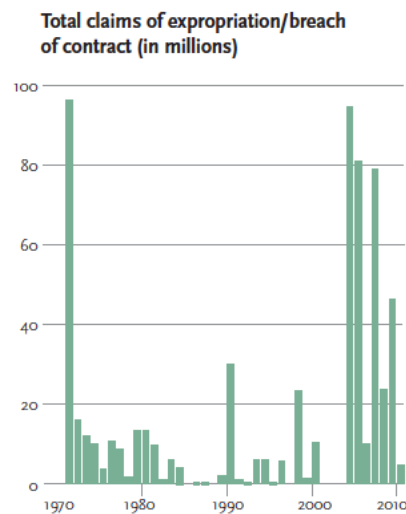
表目錄

表 1：仲裁實務中三種類型案件適用公平市場價值標準方式上的異同（作者自製）	78
表 2：帳面價值法與現金流量折現法之比較（Stauffer）	99

第一章 緒論

第一節 研究動機

根據世界銀行多邊投資擔保機構 (Multilateral Investment Guarantee Agency, MIGA) 所發布之《2012 全球投資與政治風險》(2012 World Investment and Political Risk) 調查報告，¹ 全球對發展中國家的外國直接投資顯著成長；從 2004 年的 2 千餘億美金，至 2012 年增加三倍至 6 千億美金，並預期在 2014 接近至 8 千億美金。但另一方面，在歐洲主權債務危機所造成的經濟動盪及北非國家阿拉伯之春(Arab Spring) 政治革命浪潮的推波助瀾影響下，外國投資者對於發展中國家主權違約 (Sovereign Default) 與地主國徵收 (Expropriation) 等政治風險，仍是決定是否進行投資計畫的主要考量。對發展中國家而言，儘管對外國投資實行徵收有礙國際聲譽，但從中長期來看，隨者外國投資的流入金額增加，也意謂者實行徵收能得到的利益也愈大；而歷史上曾經對外國投資進行徵收的國家，重複出現徵收的情形也比較高。該報告也引述 Berne Union 的數據，指出 2005 年至今，全球主張地主國徵收或違約的金額，並不下於 1970 年代共產國家將私有資產大型國有化的規模。²



Source: Berne Union

圖 1：1970 年至今全球主張徵收或違約金額趨勢

¹ Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA), *2012 World Investment and Political Risk*, <http://www.miga.org/documents/WIPR12.pdf>

² *See Id.*, at 30.

此外，近年來投資人藉由國際投資仲裁，所獲得損害賠償金的案件及金額均有顯著上升。一份針對 2006 年 6 月 1 日以前所有公開可得的投資條約仲裁判斷(包括 ICSID、SCC、Ad Hoc 等仲裁庭)的實證研究³顯示，在 52 個涉及損害賠償金認定的國際投資協定案例中，超過半數的(31 個)仲裁判斷的投資人沒有得到任何賠償金；且另外 21 個仲裁庭判地主國應給付一定數額的賠償金給投資人的案例中，僅有 2 個仲裁判斷的判賠金額超過 1 億美金。此顯示大多數仲裁庭傾向於在請求金額較小的案件中核予損害賠償金；在紛爭金額比較大的紛爭類型(如徵收)，要能獲得損害賠償金的機會較小；⁴其中 2004 年 *CME v. Czech* 案⁵判賠的 2 億 6 千萬美金，至今仍是國際投資仲裁公開可取得的資料中，最高的判賠金額紀錄。此外，投資人主張的金額與仲裁庭最後核予的賠償金額也相去甚遠；其差異大約是 3 億 3 千 3 百多萬美金。⁶然而，2006 年 6 月至 2011 年 6 月，國際投資仲裁庭涉及損害賠償金認定的近 30 個案例中⁷，損害賠償金超過 1 億美金的案例即高達 7 個⁸。

³ Susan D. Franck, *Empirically Evaluating Claims About Investment Treaty Arbitration*, 86 NORTH CAROLINA L. R. 1, 55 (2007).

⁴ *Id.*, at 62.

⁵ *CME Czech B.V. v. The Czech Republic*, Final Award, UNCITRAL, March 14, 2003.

⁶ Franck, *supra* note 3, at 59.

⁷ Joshua B. Simmons, *Valuation in Investor-State Arbitration: Toward a More Exact Science*, 30(1) Berkeley J. of Int'l Law 196 (2012)

⁸ 這七個案件分別為 *BG Grp. PLC v. The Republic of Argentina*, UNCITRAL, Final Award, Dec. 24, 2007. (\$185 million); *Rumeli Telekom A.S. and Telsim Mobil Telekomunikasyon Hizmetleri A.S. v. Republic of Kazakhstan*, ICSID Case No. ARB/05/16, Award, July 21, 2008. (\$125 million); *Sempra Energy International v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/16, Award, Sept. 18, 2007. (\$128 million); *Compañiá de Aguas del Aconquija S.A. and Vivendi Universal S.A. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/97/3, Award, Aug. 3, 2007. (\$105 million); *Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/3, Award, May 22, 2007. (\$106 million); *Siemens A.G. v. The Argentine*

推測這與採公平市場價值為標準核予損害賠償金的案例增加有關（15 個）。這 15 個核予損害賠償金的案例中，平均主張的判賠金額為 2 億 3 百萬美金；平均判賠金額為 8 千萬美金。判賠金額約為主張金額的五分之二（見下圖 2），雖仍不足一半，但差距有明顯縮小。甚至在 *ADC v. Hungary* 和 *Kardassopoulos v. Georgia* 兩案中，仲裁庭判賠之金額，完全同於申請人所主張之金額；有研究認為，這與這些案例中，被告僅爭執申請人所提出的評價方法，卻未提出己方版本的損害賠償金評價報告有關；以致仲裁人依據申請人所聘請的財務專家所提的估價報告審核，作成較有利於申請人的結果。⁹

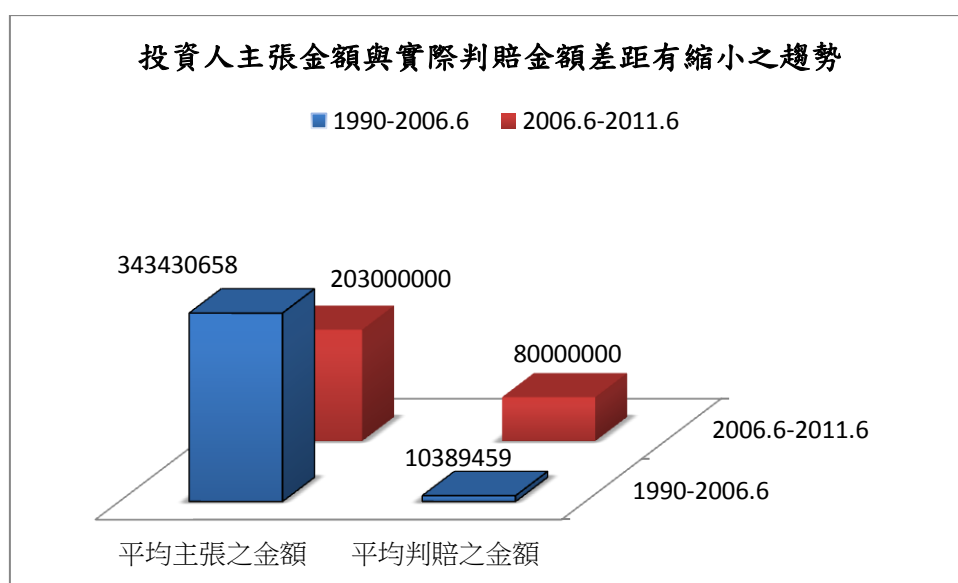


圖 2：投資人主張的平均賠償金與仲裁庭最後判賠的平均金額

來源：Susan D. Franck (2007)及 Joshua B. Simmons (2012)的研究

第二節 研究目的

近年來各國簽署的雙邊投資保障協定，在有關徵收（Expropriation）的條文，

Republic, ICSID Case No. ARB/02/8, Award, Feb. 6, 2007. (\$218 million); *Azurix Corp. v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/12, Award, July 14, 2006. (\$165 million).

⁹ Simmons, *supra* note 7, at 212.

多數會明定地主國對外國投資實行徵收時應給予霍爾公式¹⁰所指之「即時、充分和有效」的補償。而何謂充分的補償，以美國為主之資本輸出國皆會於投保協定中明文採用「公平市場價值」(Fair Market Value)作為評價標準。然除此之外，對於其他非屬徵收的條約義務違反，便無相對應之損害賠償評價標準之明文。以至於以依據國際投資爭端解決中心(ICSID)及聯合國國際貿易委員會(UNCITRAL)仲裁程序為主的國際投資仲裁庭，在計算違反徵收以外條約及契約義務(即本文所指之非屬徵收違反)時，有時亦會類推適用徵收補償的公平市場價值標準為評價基礎。然而作為徵收補償標準的公平市場價值適用在損害賠償案件中，是否能完全填補投資人的損害，不無疑問。本文欲釐清公平市場價值標準在國際投資法中補償及賠償體系中適用的差異。

此外，近年來投資保障條約快速簽署，投資爭議訴諸仲裁及仲裁庭核予損害賠償金的案件和金額數均有明顯增加。國外許多的執業律師及學者就國際投資法徵收補償及損害賠償法源、標準、評價方式等涉及法律與財務之間的整合，至今仍屬逐步但緩慢形成體系與共識的議題；所撰寫的專論¹¹與期刊文章¹²，亦如雨後

¹⁰ 該公式濫觴於 1936 年時任美國國務卿之 Cordell Hull，針對墨西哥將其境內之美國石油公司國有化時所發表的回應。Hull 當時於信中寫到：“'Under every rule of law and equity, no government is entitled to expropriate private property, for whatever purpose, without provision for prompt, adequate and effective payment thereof.” G. Hackworth (1943) DIGEST OF INTERNATIONAL LAW 657. See also, M. Sornarajah, THE INTERNATIONAL LAW ON FOREIGN INVESTMENT 36 (2010).

¹¹ 以國際投資法補償及賠償議題為題的學術專論，近期最重要且完整的三本為 Irmgard Marboe, CALCULATION OF COMPENSATION AND DAMAGES IN INTERNATIONAL INVESTMENT LAW (2009); Mark Kantor, VALUATION FOR ARBITRATION: COMPENSATION STANDARDS, VALUATION METHODS AND EXPERT EVIDENCE (2008); Sergey Ripinsky & Kevin Williams, DAMAGES IN INTERNATIONAL INVESTMENT LAW (2008).

¹² 期刊文章的部分，重要者有：Joshua B. Simmons, *Valuation in Investor-State Arbitration: Toward a More Exact Science*, 30(1) BERKELEY J. OF INT'L LAW 196 (2012); Pierre Bienvenu & Martin J. Valasek, *Compensation for Unlawful Expropriation, and Other Recent*

春筍。相對的，國內探討國際投資法的專論¹³或文章，有就爭端解決機制介紹¹⁴、管轄權¹⁵、一般法律原則¹⁶或徵收補償正當性¹⁷作研究；但尚未有就補償和賠償責任成立後，補償和賠償金的論證與計算作體系性的整理與分析，本研究則試圖填補這樣的空缺。

再者，我國徵收補償制度，大體上仍停留於古典徵收階段。徵收標的，原則上僅限於土地，不包括其他公私法上有財產價值之權利；徵收方式，亦以行政處分為之，尚無直接以法律規定實施徵收之事例；在徵收內容上，皆為剝奪人民之

Manifestations of the Principle of Full Reparation in International Investment Law, in 50 YEARS OF THE NEW YORK CONVENTION 231-37 (Albert Jan van den Berg ed. 2009); T.W. Walde and B Sabahi, *Compensation, Damages and Valuation in International Investment Law*, 4(6) *TRANSNATIONAL DISPUTE MANAGEMENT* 7 (2007); Irmgard Marboe, *Compensation and Damages In International Law: The Limits of Fair Market Value*, 7 *JOURNAL OF WORLD INVESTMENT AND TRADE* 723 (2006); C.N. Brower and M Ottolenghi, *Damages in Investor State Arbitration*, 4(6) *TRANSNATIONAL DISPUTE MANAGEMENT* 4 (2007); Mark Kantor, *Valuation for Arbitration: Uses and Limits of Income-Based Valuation Methods*, 4(6) *TRANSNATIONAL DISPUTE MANAGEMENT*; Robert D. Sloane & Michael W. Reisman, *Indirect Expropriation and its Valuation in the BIT Generation*. 75 *BRITISH YEARBOOK OF INTERNATIONAL LAW* 115, (2004); Thomas W Merrill, *Incomplete Compensation for Takings* 11 *NYU ENVIRONMENTAL LJ* 110 (2002).

¹³ 李貴英(2004)，《國際投資法專論》，一版，台北：元照。

¹⁴ 鄭博臣(2010)，〈由若干阿根廷仲裁案論國際投資仲裁判斷及其不一致之解決〉，台大法律研究所碩士論文；陳柏文(2006)，〈國際投資爭端解決中心(ICSID)爭端解決機制之研究〉，海洋大學海洋法律研究所碩士論文。

¹⁵ 徐耀宏(2004)，〈國際解決投資爭端中心管轄權問題及其改革之研究〉，政治大學國際貿易研究所碩士論文。

¹⁶ 姜亮予(2002)，〈國際投資法一般法律原則之研究〉，東吳大學法律研究所碩士論文。

¹⁷ 林韋仲(2012)，〈外國投資之法律管制與保護--以徵收投資者私有財產為中心(上)〉，《台灣國際法季刊》，第九卷第二期，頁 193-250；朴裁亨(2010)，〈雙邊投資協定徵收條款之研究—以臺灣、韓國比較研究為中心〉，政治大學法律研究所碩士論文。

土地所有權，並將其移轉予國家或其他需用土地人。對土地或地上建築物所有權之單純限制，則原則上不認係徵收，一般亦無補償。¹⁸然而在國際投資仲裁案例中，無論徵收標的（除土地外尚包含企業、契約、執照、特許權等）、方式（除行政處分尚有以法律及行政契約終止方式為之）或內容（除直接徵收尚有間接徵收），皆較國內損失補償法處理的問題來的豐富多元。本文預期台灣在近年來投資保障條約陸續簽署，對外及對台投資金額陸續增加，終將會面臨到對企業或契約權利進行徵收補償或損害賠償的問題。本研究期待藉由歸納國際投資法目前實務及學術上就評價標準及評價方式的討論，整理出一套以公平市場價值為核心的評價方法選擇及判斷架構，對國內實務界日後在處理企業投資補償及賠償金計算的問題上有所貢獻。

第三節 研究方法

本研究以質性分析為主，按《維也納條約法公約》第 31 及第 32 條之解釋方法解釋投資保障條約及檢視投資仲裁案例；量化分析為輔，歸納 2000 年至今 ICSID 及 UNCITRAL 仲裁庭作出涉及補償及賠償議題的重要案例，¹⁹觀察適用補償標準及評價方法的趨勢，並分析其意涵。另本研究在介紹公平市場價值標準及其評價方法時，嘗試納入會計及財務領域的知識與思維，進行以法律為主，財務會計領域為輔的跨科際整合研究（Interdisciplinary Legal Study）。

本文也認識到嘗試透過歸納仲裁判斷去建構投資法補償及賠償體系可能有其先天上的限制。由於仲裁機制並沒有先例遵循的要求或上訴審的控制，仲裁人為在往後的案子還能被當事雙方接受作為仲裁人，最大的誘因就是盡量在每個案

¹⁸ 陳敏(2009)，《行政法總論》，頁 1188，台北：自刊。

¹⁹ 本研究所挑選的仲裁案例主要參考 Sergey Ripinsky 與 Kevin Williams 為撰寫 DAMAGES IN INTERNATIONAL INVESTMENT LAW (2008) 一書所整理之 1990 年至 2007 年，涉及損害賠償議題之指標性案例摘要 (http://www.biicl.org/damages_investment_law/)。

子中作出爭議雙方都能接受的結果，²⁰會有將申請人與地主國提出的主張「對半分」(split the difference / Splitting the Baby)的行為趨向；²¹從而實際上仲裁人在面對補償及損害賠償的各項問題時，一套合條約或國際法理的補償及賠償體系可能過去沒有，將來也沒有存在的實質影響力。不過，倘在高額的補償或賠償金案件中仲裁庭並沒有做出清楚完整的說明，也很可能遭地主國按 ICSID 公約第 52 條第 1 項 e 款「仲裁判斷未述明其所依據之理由」請求撤銷；²²其所造成額外的時間勞力成本，也對仲裁人的聲譽及未來再任的可能性有損。²³故在理論上，吾人也可相信仲裁人會愈來愈重視核算金額過程的一致性及可預測性。

第四節 研究範圍

本研究所稱之國際投資法的法源主要有三：投資保障條約 (International Investment Agreement, IIA)、習慣國際法 (customary international law) 及透過投資人與地主國間投資爭端解決機制 (Investor – State dispute settlement, ISDS) 所作成之仲裁案例。

據聯合國貿易法委員會統計²⁴，截至 2011 年底，全球有 3164 個國際投資條約。

²⁰ Richard A. Posner, *How Judges Think* 127-129 (2008).

²¹ Simmons, *supra* note 7, at 210-212.

²² Article 52(1) of ICSID Convention: “Either party may request annulment of the award by an application in writing addressed to the Secretary-General on one or more of the following grounds: (a) that the Tribunal was not properly constituted; (b) that the Tribunal has manifestly exceeded its powers; (c) that there was corruption on the part of a member of the Tribunal; (d) that there has been a serious departure from a fundamental rule of procedure; or (e) that the award has failed to state the reasons on which it is based.”

²³ Posner, *supra* note 20, at 129.

²⁴ UNCTAD, *World Investment Report 2012*, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012_embargoed_en.pdf

與貿易法如 WTO 以多邊條約為主不同，雙邊條約 (Bilateral Investment Treaties, BITs) 占了所有投資條約的九成 (2833 個)，餘下的一成主要散落在如自由貿易協定 (FTAs) 中的投資章，如《北美自由貿易協定》(NAFTA) 的第 11 章；以及少數的多邊投資條約，如《能源憲章條約》(Energy Charter Treaty)。

而在全球 BIT 網絡裡，其中一個最明顯的特色，即是其就核心的實體條款規定，相似程度非常高。²⁵儘管用字有別，但從社會學的角度而言，全球近三千個 BITs 的主要條款，其一致的程度已足以形成一「共同法律實務」(common legal practice)。²⁶因此，自 1990 年 ICSID 作出第一個仲裁判斷以來，投資條約仲裁業已形成國際法裡一獨特的案例法領域。²⁷亦有學者稱現在是一個「BIT 世代」(BIT generation)。²⁸

就習慣國際法部分，與本研究最相關者係聯合國國際法委員會於 2001 年所通過之《國家對不法行為的責任條款草案》(Draft Articles on Responsibility of States for Internationally Wrongful Acts，以下簡稱「ILC Articles」)，以及世界銀行 1992 年通過之《對外國直接投資待遇指南》(World Bank Guidelines on the Treatment of Foreign Direct Investment，以下簡稱「World Bank Guidelines」)。前者在處理國家責任這個議題上扮演重要的角色，²⁹後者則在對外國投資徵收補償的議題上有舉足

²⁵ See, e.g., Rainer Geiger, *The Multifaceted Nature of International Investment Law*, in APPEALS MECHANISMS IN INTERNATIONAL INVESTMENT LAW 17, 18. (Karl Sauvant & Michael Chiswick-Patterson eds., 2008)

²⁶ SANTIAGO MONTT, STATE LIABILITY IN INVESTMENT TREATY ARBITRATION: GLOBAL CONSTITUTIONAL AND ADMINISTRATIVE LAW IN THE BIT GENERATION 2 (2009).

²⁷ *Id.*

²⁸ *Id.* See also Reisman & Sloane, *supra* note 12.

²⁹ See e.g., M. N. Shaw, INTERNATIONAL LAW, 780-81 (2008).

輕重的影響。³⁰惟條約與這些習慣國際法，為普通法與特別法之關係，若遇有條約得適用之情形，仍應優先適用條約之規定。³¹

以 ICSID 為主之投資人與地主國間投資爭端解決機制的創設，解決了傳統國際法上，僅國家能為訴訟主體，而內國法中，國家擁有主權豁免，不能成為被告的問題。截至 2011 年底，共有 369 個案例依照 ICSID 仲裁規則繫屬（registered）於 ICSID 仲裁庭。相對於私人與私人間的商業仲裁，該仲裁庭處理之爭端因以國家為被告，具公益性，仲裁判斷原則可公開取得。另成立於 1981 年的伊朗－美國仲裁庭（Iran-United States Claims Tribunal），至今處理超過 3,900 件美國國民與伊朗政府間，伊朗國民與美國政府間因 1979 年伊朗革命而起的投資爭端；此亦為解決投資人與地主國間投資爭端相當重要的案例法源。

值得注意者，投資與貿易有本質上的區別，³²從而以 WTO 為主的國際貿易法，並非本研究之範圍。固然在 WTO 法中訂有《與投資有關之投資措施協定》（Agreement on Trade-Related Investment Measures，簡稱 TRIMS 協定），惟烏拉圭回合談判時，開發中國家並不同意將所有與貿易有關之投資措施納入談判，甚至亦有認為整個投資措施均不應在 GATT 之下談判者；故該協定僅以要求國民待遇及禁止數量管制為核心內容；而包括諸如技術移轉、授權要求、當地持股要求、

³⁰ See e.g., *id.*, at 828.

³¹ See e.g., Tarcisio Gazzini, *The Role of Customary International Law in the Field of Foreign Investment*, 8(5) JOURNAL OF WORLD INVESTMENT & TRADE 691, 715 (2007).

³² 按國際交易之型態，投資與貿易為兩種極端之類別。貿易形式之交易，出口商不須負擔在國外設廠製造之相關風險，但其亦無法利用國外之原料及勞工，且必須在將產品輸往進口國時，面對進口關稅及其他進口之障礙；赴國外進行投資則雖可以避免進出口所需面臨之相關障礙，而可直接進入市場，但必須負擔在國外投資所必須付出之巨額資金風險。介於兩者之間者，例如在國外委託獨家經銷、獨家代理、授權製造或委託專業代為經營等等，以獲得與設立商業據點相類似之效果而無須負擔具額投資之風險。參羅昌發(2010)，《國際貿易法》，頁 408，台北：元照。

出口比例要求等與貿易有關之投資措施，均未納入協定範圍。³³再者，儘管《服務貿易總協定》（General Agreement on Trade in Service，簡稱 GATS）有將一會員國之服務提供者在另一會員國之商業呈現（即設立商業據點）之服務投資型態涵蓋在內，並對會員國開放市場之承諾及最惠國待遇為規範；³⁴但就投資定義的範圍及待遇條款的性質，仍與一般雙邊投資條約的規範有極大的差別。

ICSID 仲裁庭的仲裁判斷，可大致分成四個審理步驟：本案管轄權之有無、是否為投保條約所保障之外國投資及投資人、實體待遇責任條款是否違反、徵收補償或損害賠償金之核算。本研究之研究範圍為：仲裁庭於認定地主國補償或賠償責任成立後，補償或損害賠償金核算階段，應處理與公平市場價值標準相關之重要問題。

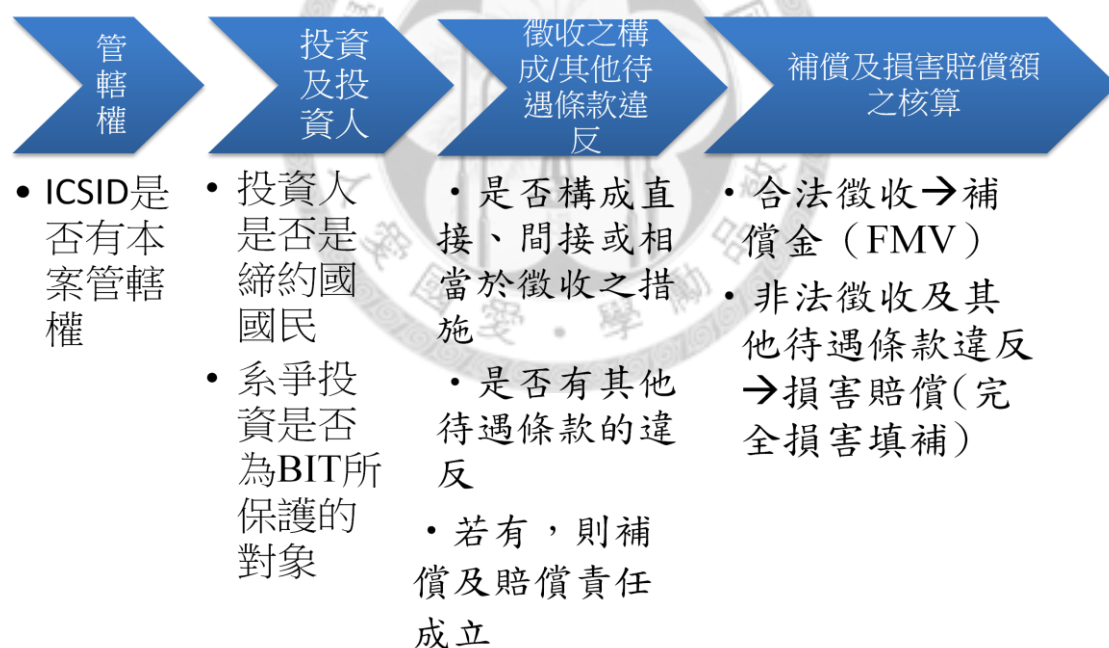


圖 3：投資仲裁庭之審理步驟（作者自製）

³³ 羅昌發，同前註書，頁 203。

³⁴ 羅昌發，同前註書，頁 407-08。

第五節 研究架構

本研究認為仲裁庭於補償或損害賠償金核算階段，所處理之問題可分為三個層次；依序為準據法之選擇、補償或賠償標準之確定、評價方式之選擇。在這個分析架構下，第二章將地主國徵收區分為合法徵收及非法徵收兩類型，並論證僅合法徵收適用於條約之徵收補償條款，非法徵收應與其他非屬徵收之條約違反，循損害賠償的體系核算補償金。第三章以徵收補償體系為中心，探究公平市場價值標準如何被大多數投保條約之徵收條款所採用、其內涵與評價基準時究竟為何。第四章以損害賠償體系為主，探究在條約未明文規定的情況下，仲裁庭如何尋找賠償準據法；又公平市場價值標準在賠償體系被適用時，與補償體系適用時又有何不同？最後，第五章介紹仲裁實務上常見的評價方法，並探究若採公平市場價值標準，應以何種財務上的評價方法為評價為佳。本文的分析架構及處理的問題脈絡可藉由後頁圖 4 表示。

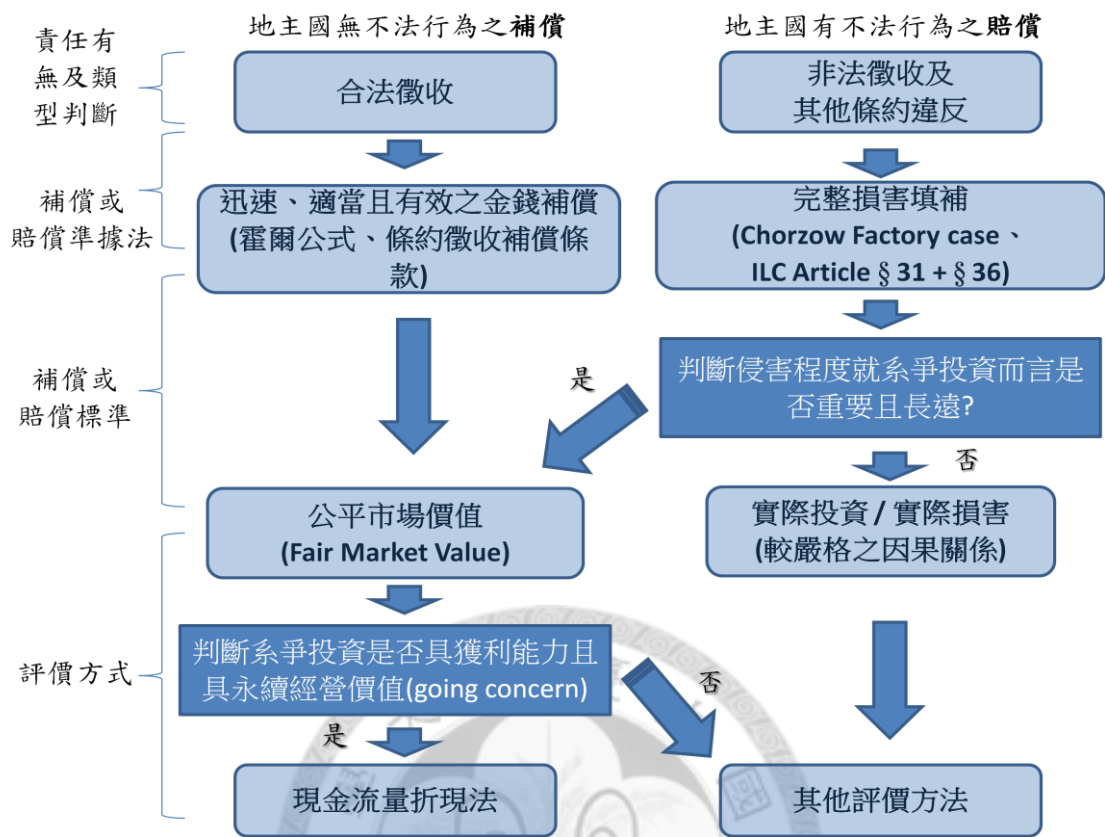


圖 4：本研究架構圖及主張之判斷步驟（作者自製）

第二章 徵收補償與損害賠償的區分

補償金與損害賠償金的計算，其主要目的都是將法律上抽象的權利主張轉化成具體可衡量的金錢數額予以救濟。仲裁申請人若無法有效地獲得相當於其所受損害數額的金錢賠償，則縱使仲裁庭認定地主國侵害了投資人依投保條約所保障的權益，也沒有實質上的意義。³⁵隨著許多雙邊投資保障條約的簽署，國際法上對於徵收的態度，已逐漸從承認國家對於外國人的投資實行徵收屬於其國家主權行使之重要成分，轉向成條約法上的原則禁止，只有例外在符合公共目的(public purpose)、非歧視待遇(no discrimination)、正當法律程序(due process of law)及補償原則(compensation)下，方能實施合法徵收。³⁶惟有疑問的是，合法徵收要件中的補償金，是否與損害賠償金的目的性質相同，並可適用相同的計算標準？大多數 BIT 皆僅在徵收條款中明定補償金額應按被徵收財產被徵收或徵收前一刻的公平市價為基礎衡量；但此公平市價的標準是否僅限於合法徵收的情況？對於不符上述要件的非法徵收，是否應按其他標準為衡量，給付投資人較合法徵收時高的損害賠償金？若合法徵收與非法徵收應予以區分，其區別的法理基礎和區分標準為何？更甚者，在許多未有徵收情事發生的其他違反條約的案件，ICSID 在條約未敘明救濟方式的情況下，引用徵收條款的公平市價標準計算損害賠償金，是否妥當？本章嘗試藉由處理上述問題，進而主張在國際投資法脈絡下，適用合法徵收的補償金，與適用非法徵收的損害賠償金，其目的範圍皆有不同，應予以區別。

³⁵ 如 *Biwater Gauff v. Tanzania* (2008) 一案中，仲裁庭認定地主國違反了包括徵收條款在內的條約義務，但認為在系爭徵收實行時，系爭投資的資產已無任何價值，該違法徵收行為與投資人所受損害間的因果關係無法成立，從而投資人無法得到任何損害賠償金。

³⁶ See e.g., OECD, 'Indirect Expropriation' and the 'Right to Regulate' in *International Investment Law* 3 (2004), <http://www.oecd.org/investment/internationalinvestmentagreements/33776546.pdf>.

第一節 國際投資的徵收類型

第一項 直接徵收

直接徵收指地主國政府取得其境內外國投資人所擁有之財產所有權(Taking of Property)，致投資人實質上喪失所有經濟利益。這種徵收係對外國投資人財產權最大程度的侵害。倘國家對私有財產取得係大規模、不分經濟部門(all economic sectors)或涵蓋特定產業整體(on an industry-specific basis)，稱之為國有化(nationalizations)；倘國家對私有財產的取得不以任何補償，稱之為沒收(confiscation)；倘取得係針對特定公司或投資，並給予補償，一般則稱之為徵收(expropriation)。³⁷

直接徵收常發生在共產主義革命或進行政治社會改革之時。二十世紀中大規模的國有化發生在 1960、1970 年代，蘇聯、墨西哥、玻利維亞、古巴、剛果、印尼、智利等國先後發生社會主義革命。研究指出，自 1960 年至 1977 年，至少有 1857 件徵收案例發生。³⁸而後 1979 年的伊朗革命(Iranian Revolution)，美國在伊朗境內以石油為主的投資亦遭受大規模徵收；後經調解，成立適用 UNCITRAL 仲裁規則之仲裁庭 (Iran-U.S. Claims Tribunal)，該仲裁庭先後共受理 3747 件由人民提起之投資爭議。近十年來的投資仲裁涉及這類直接徵收的案例已明顯減少；惟 2010 年 12 月由突尼西亞動亂所引發許多阿拉伯國家「阿拉伯之春」的政治革命浪潮，是否會使直接徵收的案例又成為投資爭議焦點，值得關注。

³⁷ 此種嚴格意義的徵收也是我國行政法損失補償體系中，基於公權力之行使與個別人民受有特別犧牲(Sonderopfer)，國家應給予行政補償的公用徵收。不過徵收類型並非本研究之重心，為行文方便，指涉徵收時採廣義解，尚包含大規模之國有化及無補償之沒收，不僅指公用徵收；亦不區分英文用字之「taking」及「expropriation」的細微差異。See Salacuse, *supra* note 74, at 288.

³⁸ Burton, F. and Inoue, H. *Expropriations of foreign-owned firms in developing countries: a cross-national analysis*, 18 JOURNAL OF WORLD TRADE LAW 396, (1984).

第二項 間接徵收

國際投資法所原則禁止的徵收，並不限於法律上（de jure）之直接徵收；尚包括從結果面觀察，投資人縱無受財產所有權之剝奪或扣押，然其投資因受地主國的主權行為影響，事實上（de facto）已無實質經濟價值之間接徵收。間接徵收在學理及實務上尚有被稱為等同於徵收效果之措施（measures equivalent to expropriation）、管制徵收（regulatory expropriation）、逐步徵收（creeping expropriation）、結果徵收（consequential expropriation）、事實徵收（de facto expropriation）、擬制徵收（constructive expropriation）等。³⁹也由於間接徵收的型態可能隨者政府的管制型態日新月異，難用一定義完整涵蓋；在判定一方機關針對特定情況所為之一行為或一系列行為是否構成間接徵收時，須以個案方式並以事實為基礎，綜合相關規定進行調查。⁴⁰實務上過去認定構成間接徵收之事例有：不成比例地大幅增稅⁴¹、干預契約權利⁴²、逮捕或驅逐主要人物、撤換經理人、撤銷經營執照、拒發承諾之建築許可等。⁴³近年來因各國民民主化，過去集權政府常見直接徵收的情形大幅減少，但各國行政管制措施在環境保護、本土化等意識興起下往往會衝擊到外國投資人的利益，使得間接徵收的爭議大幅增加⁴⁴。如何在公共

³⁹ Burns H. Weston, 'Constructive Takings' Under International Law: A Modest and Foray into the Problem of 'Creeping Expropriation', 16 Va. J. Int'l L. 103, 106, (1975).

⁴⁰ 參照《亞東關係協會與財團法人交流協會有關投資自由化、促進及保護合作協議》(2011, 簡稱《台日投保協議》) 第 12 條第 3 項。

⁴¹ See e.g. generally, *Occidental v. Ecuador*, *supra* note 192.

⁴² See e.g. generally, *CME v. Czech Republic*, *supra* note 8.

⁴³ See e.g. *Salacus*, *supra* note 74, at 300-307.

⁴⁴ 有關間接徵收認定問題更詳盡的論述，可參見 M Reisman and R Sloane, *Indirect Expropriation and its Valuation in the BIT Generation*, 74 BYIL 115, (2003).

利益與投資保障間取得平衡，為地主國政府與仲裁人不得不思考的問題。⁴⁵

第二節 國際投資法中的合法徵收要件

全球各國間已有超過 2800 個的雙邊投資保障協定；各個協定條款的用字雖有細微差異，但基於藉由保障，以促進外國投資的目的原則相同；且在包括徵收條款在內的實質規範架構，有非常大的相似程度；⁴⁶也因為國際投資爭端解決中心（ICSID）近年來作出許多可公開取得的仲裁判斷，已使以雙邊投資保障條約構築的國際投資法，成為國際法中自成體系的「共同法律實務」(common legal practice)。

⁴⁷本章茲以《2012 美國模範雙邊投資條約》（2012 U.S. Model Bilateral Investment Treatment, 簡稱《2012 U.S. Model BIT》）第 6 條；及 2012 年 8 月台灣與中國大陸兩岸間簽署之《海峽兩岸投資保障和促進協議》（簡稱《兩岸投保協議》）的第 7 條徵收條款為例，分析一般國際投資法下合法徵收之構成要件及其補償之標準：

《2012 U.S. Model BIT》

Article 6: Expropriation and Compensation

1. Neither Party may expropriate or nationalize a covered investment either directly or indirectly through measures equivalent to expropriation or nationalization (“expropriation”), except:

(a) for a public purpose;

⁴⁵ 倘系爭管制措施不構成徵收，且被認為地主國正當行使公權力(Legitimate Regulation)，則地主國就沒有按條約徵收條款予以補償之義務。關於間接徵收與正當管制區別的討論，可參照 Salacuse, *supra* note 74, 307-318.

⁴⁶ *But see* Salacuse, *supra* note 74, at 287.

⁴⁷ Santiago Montt, *State Liability in Investment Treaty Arbitration: Global Constitutional and Administrative Law in the BIT Generation 2* (2009).

- (b) in a non-discriminatory manner;
- (c) on payment of prompt, adequate, and effective compensation; and
- (d) in accordance with due process of law and Article 5 [Minimum Standard of Treatment](1) through (3).

2. The compensation referred to in paragraph 1(c) shall:

- (a) be paid without delay;
- (b) be equivalent to the fair market value of the expropriated investment **immediately before the expropriation took place** (“the date of expropriation”);
- (c) not reflect any change in value occurring because the intended expropriation had become known earlier; and
- (d) be fully realizable and freely transferable....(emphasis added)

《兩岸投保協議》

第七條 徵收

一、除符合下列所有條件外，一方不得對另一方投資人在該一方的投資或收益採取徵收（包括直接徵收和間接徵收）：

- （一）基於公共目的；
- （二）依照一方規定及正當程序；
- （三）非歧視性且非任意的；
- （四）依據本條第四款給予補償。...

四、本條第一款所稱的補償應以徵收時或徵收為公眾所知時（以較早者為準）被徵收投資或收益的公平市場價值為基準，並應加計徵收之日起至補償支付之日止，按合理商業利率計算的利息。補償的支付不應遲延，並應可有效實現、兌換及自由移轉。

從上揭二條文之規定可歸納出三個特色：

第一、徵收原則上係被禁止；例外情形，若滿足「基於公共目的」（for a public purpose）、「依照正當法律程序」（in accordance with due process of law）、「非歧視性且非任意」（in a non-discriminatory manner）及「給予補償」（compensation）等四要件，則可合法予以徵收。⁴⁸

第二、有關合於徵收補償要件的標準，條約多會明文規定「應以徵收時或徵收為公眾所知時（以較早者為準）被徵收投資或收益的公平市場價值為基準」（be equivalent to the fair market value of the expropriated investment immediately before the expropriation took place）。

第三、皆未明文規定不符徵收合法要件時的法律效果；也未明文規定違反其他條約保障條款如公正與公平待遇之損害賠償標準。

本文初步將符合地主國合於公共目的、依照正當法律程序、非歧視且非恣意以及給予補償等徵收四要件的徵收，稱之為合法徵收（lawful expropriation）；而將違反任一要件之徵收，稱之為非法徵收（unlawful expropriation）。

就徵收合法性的判斷，前三項要件的滿足與否，對徵收合法性之判斷較無疑問；但補償金是否應給予至條約標準方得滿足要件，即可能有解釋上的問題。亦即，合於前三項要件，且也給予補償金，但補償金額未達於條約所定標準的案件，究竟係屬於合法徵收或非法徵收，不無疑問。⁴⁹

針對如何確切地在非法與合法徵收間的灰色地帶，切出一條判准線的問題，PCIJ 在 *Factory at Chorzów* 案中的觀點，似認為：只有「在地主國政府有權徵收，

⁴⁸ See also Reisman & Sloane, *supra* note 12, at 134.

⁴⁹ See Bienvenu & Valasek, *supra* note 12, pp. 255-257.

且其不法行為僅成立在未能給予正當價格之補償金上」，始能按照徵收時被徵收資產價值予以補償；否則即應適用該案所設，除去所有徵收損害結果的較高賠償標準。⁵⁰

歐洲人權法院（ECHR）在 *Papamichalopoulos v. Greece* 一案中，則認為：未給予補償金可構成徵收非法，但要使徵收合法，補償金也毋需達到公平市場價值或完整補償的程度，為了如追求經濟改革、達成更高之社會正義等正當公共利益，亦可被認為是酌減補償金的合理理由。⁵¹

至 *Siemens v. Argentina* 案，仲裁庭的見解認為：「無正當理由未能給付補償金」（failure to pay compensation without “justified reasons”）一項，即可能足以構成非法徵收，適用 *Factory at Chorzów* 案所設下較有利之賠償標準。」不過，若反面解釋，則可解為：如果有正當理由，縱使該徵收未給付補償金，亦可作為徵收並非非法之抗辯。

從上述三則案例，吾人似可歸納出：判斷徵收合法與否，關鍵在於補償金一項。亦即，其他徵收合法要件（如公共利益、非恣意及正當法律程序）一旦違反一項，即可認定徵收違法。但補償金額即便未達於條約所定標準，也未必可逕認定徵收非法；甚至在一些必要情形，縱使徵收時未給予補償，徵收也有不被認為是非法的空間。

本文則認為，投資人與地主國雙方若僅就補償金額有爭議，則該徵收合法與否，主要判斷標準則落在地主國之善意或惡意。換言之，若地主國未附任何理由即直接拒絕給付補償金，或恣意給予與條約所定補償標準相去甚遠之補償金，而

⁵⁰ *Id.*, at 256.

⁵¹ *Papamichalopoulos v. Greece*, 9 ECHR 118, Judgment of 31 October 1995, at para. 36.

未附有任何合理之必要性抗辯，⁵²可被推定為具有惡意且判定該徵收為非法。相反的，地主國對於該資產依條約標準實際評價後，依據該評價給付補償金；或必要性抗辯成立，則可認合理與善意（*bona fide*），縱使該給付金額不符仲裁庭所認定之條約標準，仍應認為地主國徵收合法（從而適用條約的補償規定）。

第三節 補償與損害賠償之區辨

補償（Compensation）和損害賠償（Damages）屬於國際投資仲裁中最重要也最常被使用的金錢救濟方式。然而因為各國法律體系發展的不同，此二概念的目的功能和定義在各國國內法上也有所不同。⁵³大部份的投資條約也只在合法徵收條款中明文應給予合於被徵收財產公平市價的補償，卻未對國家違反條約義務致生損害應給予投資人損害賠償設有相關條文依據；導致以特設仲裁庭（*ad hoc tribunal*）模式為主的 ISCID 仲裁判斷，就補償和損害賠償二概念的界定與使用脈絡，產生混淆與不一致的情況。

本節以下的分析，將對補償及損害賠償二者在國際投資法脈絡下的功能予以界定與區辨，以期國際投資仲裁庭在補償及損害賠償金額的計算上，發展出更清楚一致的基礎與標準；並且為後續適當評價方法的選擇上，提供一參考座標。

⁵² 至於必要性之證明標準，可參考 ILC Draft Articles 第 25 條之規定。

⁵³ 補償和損害賠償此二概念在我國法，似可以損失補償與國家賠償對應之，兩者皆屬行政救濟法中第二次救濟的救濟途徑，前者係指因國家之無違法或其他過誤之行政公益活動，使人民權利（財產權）受有損失時，國家對之所為之填補制度；後者廣義係指因國家之違法行為，致人民之權益受有損害，國家對之所為之賠償而言。我國憲法第 24 條及國家賠償法對國家賠償有明文及專法規定，但對損失補償則無，參酌司法院釋字第 215、236、322、336、344、400、409、425、440 以及 516 號等解釋意旨，似亦承認其合憲性，損失補償之要件則由各個行政實體法個別加以規定，如行政程序法第 120 條、第 126 條、土地徵收條例等。詳參葉百修（2011），《損失補償法》頁 1-14，台北：新學林。

在國際投資法中，訴因（cause of action）一般大致分為徵收（Expropriation）、國際法（條約）義務違反（Violation of international treaties obligations）、契約義務違反（Breaches of Contract）等三種。三種訴因使用金錢為其救濟手段的目的皆有不同。如何區辨，向來是一重要而難解的議題。比較嚴謹的說法是，在與徵收有關的案件中，國家給付給投資人的金錢，以「補償金」(compensation)稱之；⁵⁴而違反法律上(包括條約及契約)義務而應給付的金錢，則以「損害賠償金」(damages)稱之。⁵⁵

然而，此種概念區分，並非均黑白分明；原因在英文 compensation 與 damages 二字，字義範圍本就有重疊，互為體用；有時更被認為是同義詞。如布萊克法律大辭典對「compensation」一詞的定義是：「[p]ayment of damages, or any other act that a court orders to be done by a person who has caused injury to another. In theory, compensation makes the injured person whole.」⁵⁶對「damages」的定義則是：「[m]oney claimed by, or ordered to be paid to, a person as compensation for loss or injury.」⁵⁷ 這也可能是國際法律委員會（ILC）在起草《國家責任條款》（Responsibility of States for Internationally Wrongful Acts）時，第 34 條及 36 條對於國際法下國家非法行為法律效果之規範，選擇使用 compensation，而非 damages 一詞。

但本文依許多國際投資法學者的見解，認為國際投資爭端在涉及徵收的案件中，有必要區分合法徵收與非法徵收的情形（理由與標準後述）；合法徵收適用

⁵⁴ See, e.g, P Gann, *Compensation Standard for Expropriation*, 23 Columbia Journal of Transnational Law 615 (1985); M Mendelson, *Compensation for Expropriation: The Case Law* 79 AJIL 121 (1985); O Schachter, *Compensation Cases—Leading and Misleading*, 79 AJIL 420 (1985).

⁵⁵ See, e.g, Marjorie M. Whiteman, *DAMAGES IN INTERNATIONAL LAW* (1995).

⁵⁶ B Garner (ed), *Black's Law Dictionary* 301.

⁵⁷ *Id.* at 416.

補償標準，非法徵收適用賠償標準；且賠償金在本質上至少不可低於補償金；如此方能充分評價並衡平國家的非法行為。⁵⁸

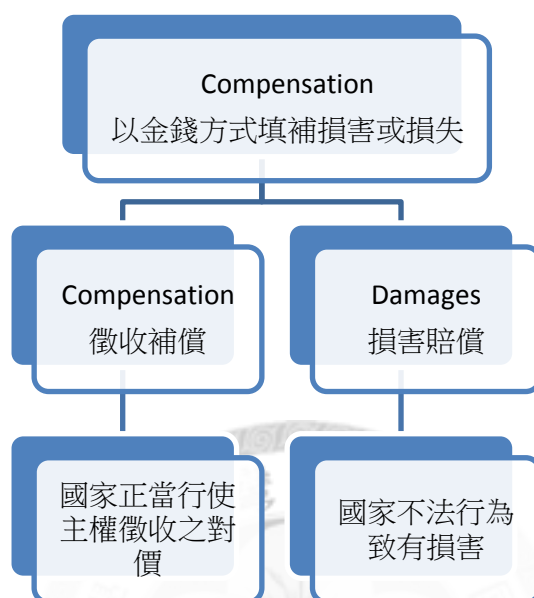


圖 5：補償與賠償概念之說明（作者自製）

除了學說，在國際裁判實務上，也可見此二概念清楚被界定的例子。如 ICSID 仲裁庭在 *AGIP v. Congo* 一案指出：

仲裁庭注意到本案例中並非只有對於 AGIP 給付該公司被國有化損失結果的補償請求，尚包括對於所有因地主國政府契約義務違反所致損害的賠償請求。(The Tribunal notes that it is seized not only of a claim for compensation for the consequences to AGIP of the nationalization of the Company but also of a claim for damages for the losses resulting from all the

⁵⁸ See, e.g., C F Amerasinghe, *Issues of Compensation for the Taking of Alien Property in the Light of Recent Cases and Practice*, 41 ICLQ 22, 37-8 (1992).

violations of the contractual obligations of which the Government is impugned.)⁵⁹

同樣地，ICSID 仲裁庭在 *Southern Pacific Properties v. Egypt* 一案中，也強調了損失補償與損害賠償的不同：

「因此，申請人於本案中主張者係對於合法徵收之補償，而非對如違約等非法行為所致損害的賠償。...本案申請人就其被徵收財產有權受領公平補償，而非契約違反的損害賠償。」(Thus, the claimants are seeking ‘compensation’ for a lawful expropriation, and not ‘reparation’ for an injury caused by an illegal act such as a breach of contract.... [T]he claimants are entitled to receive fair compensation for what was expropriated rather than damages for breach of contract.)⁶⁰

最近，ICSID 仲裁庭在 *ADC v. Hungary* 一案中，不僅點出了補償與損害賠償概念上的差異，更進一步指出，系爭 BIT 的補償標準，僅適用於合法徵收：

「系爭 BIT 僅闡明在合法徵收案件中應付補償的標準，而該標準不能被用於決定應付賠償金的爭點上，蓋如此將使合法徵收的補償與非法徵收的賠償混為一談。」(The BIT only stipulates the standard of compensation that is payable in the case of a lawful expropriation, and these cannot be used to determine the issue of damages payable in the case of an unlawful

⁵⁹ *AGIP M.Congo AGIP S.p.A. v. People's Republic of the Congo*, ICSID Case No. ARB/77/1, Award, Nov. 30, 1979, para 95.

⁶⁰ *Southern Pacific Properties (Middle East) Limited v. Arab Republic of Egypt*, ICSID Case No. ARB/84/3, Award, May 20, 1992, para. 183.

expropriation since this would be to conflate compensation of a lawful expropriation with damages for an unlawful expropriation.)⁶¹

除了上述案件外，Iran—US 仲裁庭在 *Amoco International Finance v. Iran* 案⁶²及 ICSID 仲裁庭在 *LG&E v. Argentina* 案⁶³中，也分別肯認補償係基於一合法行為；而損害賠償係基於非法行為之差別。以下，本文將更深入討論徵收補償的制度目的與法理基礎。

在財產徵收的脈絡下，補償一詞擁有其與通常意義下不同的功能。倘國家行使其主權而徵收私人財產，則其負有補償義務。國際法亦允許國家出於公共利益而合法行使其職權，其有權對私人財產權予以限制。⁶⁴惟這些限制有可能導致財產權的完全剝奪；補償在這個情況下，便成為投資人私人財產權與國家為其國民公共利益而採取措施兩種利益間，利益平衡(balance of interest)的工具。

向來對於徵收補償的理論基礎和法律正當性有幾種說法。有認為徵收補償是一種衡平原則的應用(an application of the principle of equity)，預防為了公益而犧牲私益的情形發生。⁶⁵亦即，為了一般大眾的利益而喪失其權利的受影響個人，毋須不公平地承擔並被迫作出特別犧牲。

⁶¹ *ADC Affiliate Limited and ADC & ADMC Management Limited v. The Republic of Hungary*, ICSID Case No. ARB/03/16, Award, Oct. 2, 2006.

⁶² *Amoco International Finance Corp v. The Islamic Republic of Iran*, 15 Iran—US CTR 189 (1987).

⁶³ *LG&E Energy Corp et al v. Argentina*, ICSID Case No. ARB/02/1, Award, July 25, 2007.

⁶⁴ *See, e.g.*, M Shaw, *INTERNATIONAL LAW*, 738 (2003).

⁶⁵ *See, e.g.*, B Cheng, *GENERAL PRINCIPLES OF LAW AS APPLIED BY INTERNATIONAL COURTS AND TRIBUNALS* 46 (1953).

另一理論則從「既得權利」(acquired rights)的概念釋義，認為外國人善意取得的權利，不完全只受國家主權的管制；也受國際法的保護。⁶⁶根據此觀點，對於既得權利的保護，屬於國際習慣上對外國人國際最低待遇標準(international minimum standard of aliens)之一部。這樣的觀點，曾經遭受拉丁美洲國家於脫離殖民地時期強力反對。根據其所持的卡沃爾主義(Calvo-Doctrine)，外國人與國民應同等對待，前者不應享有較後者高的待遇標準。然而，時至今日，國際法上持卡沃爾主義觀點者，已所剩無幾。⁶⁷

也有從不當得利原則(principle of unjust enrichment)角度，論證徵收補償之法理基礎者。⁶⁸據該源自羅馬法，且在許多法體系被廣泛承認的法原則，無法律上原因而受利益，致他人受損害者，應返還其利益（參我國民法第 179 條）。惟有疑問者，在合法徵收的情況下，財產價值及利益的移轉並非沒有法律上原因；拒絕承認徵收的法律上基礎，形同拒絕承認國家享有徵收的權利。⁶⁹

儘管上述三種說法反應了二十世紀意識形態及政治發展的差異，至今國際投資仲裁實務上，也並沒有一致採用上述那種基礎；但此三者皆可充分論證徵收補償並非出於違法行為，而是與國家主權正當行使相輔相成的一種制度。從而，補償金計算與損害賠償金在財務計算上，也應適用不同的標準，使地主在損害賠償

⁶⁶ See, e.g., Anthony C. Dake, *Some Problems of Expropriation in International Law* 120 (1955).

⁶⁷ See e.g., OECD, *supra* note 36, at 2.

⁶⁸ See, e.g., D Dicke, *Unjust Enrichment and Compensation*, in D Dicke (ed), *Foreign Investment in the Present and a New International Economic Order* 268 (1987).

⁶⁹ C F Amerasinghe, *STATE RESPONSIBILITY FOR INJURIES TO ALIENS* 148-49 (1967).

時擔負較補償時更重的責任。若非如此，則想像上地主國很難有足夠誘因按照國際條約或內國法正當行使主權，進行徵收。⁷⁰

第四節 合法徵收與非法徵收區別基礎及與補償之關係

本文前已論及補償與損害賠償的差別，並指出對於徵收所給予者係補償金，有別於違反條約或契約義務的損害賠償金。本節則更進一步論證，在多數 BIT 徵收條款中所指涉的補償標準，只適用於合法徵收的情形；非法徵收因涉及國家違法行為，應以習慣國際法的標準與方式予以救濟。

第一項 是否應區別合法徵收與非法徵收

一、肯定之理論

仲裁庭在認定地主國的措施構成應予補償的徵收後，在救濟措施的討論上，是否應依徵收合法與否而有不同處理，至今仍頗有爭議。⁷¹

就此問題，採肯定理論者認為，倘合法行為及非法行為的財務後果將是相同，明顯與法律公正性的利益與預防功能有違，蓋公平市場價值系一客觀之標準，可

⁷⁰ Marboe, *supra* note 11, at 8-17.

⁷¹ 對於合法徵收與非法徵收區分爭議討論的文章重要者有 Walde & Sabahi, *supra* note 12, at 5-10; Brower & Ottolenghi, *supra* note 12; Martin Valasek, *A "Simple Scheme": Exploring the Meaning of Chorzów Factory for the Valuation of Opportunistic Expropriation in the BIT Generation*, 4(6) TRANSNAT'L DISPUTE MGMT. (2007); Audley Sheppard, *The Distinction Between Lawful and Unlawful Expropriation*, in INVESTMENT ARBITRATION AND THE ENERGY CHARTER TREATY 169 (Clarisse Riberio ed., 2006); Marboe, *supra* note 11, at 726-34; Reisman & Sloane, *supra* note 12, at 133-140; D.W. Bowett, *State Contracts with Aliens: Contemporary Developments on Compensation for Termination or Breach*, 59 B.Y.I.L 49 (1988). Meg Kinnear, *Damages in Investment Treaty Arbitration*, in ARBITRATION UNDER INVESTMENT AGREEMENTS 551, 557-560 (Katia Yannaca-Small ed., 2007).

能無法涵蓋投資者的附隨損害及其他主觀損失。⁷²換言之，吾人應確保在其他條件相同下，非法徵收時投資人所能得到的賠償金，不應低於合法徵收時的補償金。且常設國際法院(Permanent Court of International Justice，下稱 PCIJ)在著名案例 *Factory at Chorzów* 中，即明白指出避免同等對待合法與非法徵收之必要：

「該結果不僅不公，且最重要者係與第六條的規範目的——也就是原則上禁止清算財產——有違；蓋如此將無異於判定合法清算與非法處分就其財務上後果並無不同。」⁷³

二、否定之理論

然而，也有相反的觀點。例如 Salacuse 在評論 *ADC v. Hungary* 一案時⁷⁴，即認為倘系爭 BIT 只明定一種補償標準，則按徵收之合法或非法而分別適用不同補償或賠償標準，就 BIT 的解釋而言是有問題的。蓋若採嚴格標準解釋，一徵收措施縱僅就補償的數額有爭議，其亦將被認為未給予合於公平市場價值的補償，從而該徵收應被認為是非法徵收，適用習慣國際法標準為賠償。若此，則 BIT 的規定形同被架空。

⁷² Kinnear, *id.*, at 558.

⁷³ *Case Concerning the Factory at Chorzów* (Germany v Poland), PCIJ Judgment on the Merits, Ser A, No 17, Sept. 13, 1928, at 47. (“Such a consequence would not only be unjust, but also and above all incompatible with the aim of Article 6—that is to say, the prohibition, in principle, of the liquidation of the property—since it would be tantamount to rendering lawful liquidation and unlawful dispassion indistinguishable in so far as their financial results are concerned.”)

⁷⁴ Jeswald W. Salacuse, *THE LAW OF INVESTMENT TREATIES* 328.

亦有從所獲得之賠償效果觀之，認為不論採取完整賠償方式或採取公平賠償方式，所獲得的賠償金大致相同，因而無區別實益；且因而無區分合法徵收與非法徵收，並適用不同之賠償原則之必要。⁷⁵

事實上，實務上很多仲裁判斷未有合法與非法徵收應區別之問題意識，且大多數的仲裁判斷並沒有在公平市場價值及回復原狀間劃出一條明確的界線，不同仲裁判斷間用語的選擇也並不一致，所以非法徵收應採用什麼賠償標準的爭議估計還會在接下來幾年持續存在。⁷⁶

三、本文見解

對於上述否定理論的觀點，本文認為 BIT 只明定一種補償標準，並不代表合法與非法徵收沒有區分的必要與可能；其可能是立法者漏未規範的法律漏洞，或有意保留給仲裁人判斷裁量的空間。雙方若僅就補償金額有爭議，此類案型仍與不給予任何賠償或恣意徵收有本質上的區別。法律上若予以相同評價，則有違公平原則。且適用不同法律所致的賠償金額大致相同，亦不表示無區別之可能。如在被徵收資產於徵收後價值上升的情形，或徵收有回復原狀之可能，適用兩種不同的標準即會導致不同的救濟方式與賠償金額；也唯有對非法徵收行為採取較高之賠償標準，始能降低國家為違法行為之動機。

第二項 合法徵收與非法徵收財務效果的差別

肯定合法與非法徵收應予以區別之後，茲有疑問者，係法律效果及補償金計算上，應有何差別，方能適當評價國家的違法行為？本文以下介紹並討論三種主要說法：

⁷⁵ 李貴英，國際投資法專論：國際投資爭端之解決，頁 181。台北：元照。

⁷⁶ Kinnear, *supra* note 71, at 559-60.

一、所失利益理論 (Lucrum Cessans)

此理論認為，對於合法徵收，補償金的計算範圍只限於投資人的所受損害 (*damnum emergens*)；亦即被徵收財產的價值不應減少而減少之損害。而對於非法徵收，除所受損害外，尚包括所失利益；亦即賠償因徵收行為所致財產價值應增加而未增加之損害。⁷⁷

PCIJ 在 *Factory at Chorzów* 中似採此觀點。其認為該案地主國波蘭政府只有在具有權徵收，且系爭侵害行為之所以發生爭議，僅因其未按被徵收資產之公平價格給予二申請人公司補償的情況下，補償金的範圍才限制在被徵收投資被徵收時的價值 (*value of the undertaking at the moment of dispassion*)，並加計至付款時的應計利息。⁷⁸

Iran—US Claims Tribunal 又進一步界定「未來展望」 (*future prospect*) 與「獲利損失」 (*lost profits*) 的實質差異。前者屬於永續經營價值 (*going concern value*) 之一部；而後者代表的所失利益 (*lucrum cessans*) 並不屬於企業價值之一部，故僅有持續經營價值應被視為所受損害。⁷⁹ 在合法徵收的案型，僅就所受損害的範圍予以補償，而不包括所失利益的結論，並不意味著企業過去財務上有優異表現所證明的獲利能力 (*profitability*)，亦即持續經營價值，應該被排除考量。⁸⁰

⁷⁷ I Brownlie, *PRINCIPLES OF PUBLIC INTERNATIONAL LAW* 539 (2008).

⁷⁸ *Case Concerning the Factory at Chorzów*, *supra* note 73.

⁷⁹ *Amoco International Finance Corporation v. Iran*, *supra* note 62, para 203.

⁸⁰ *Id.*, para 264. (“Going concern value encompasses not only the physical and financial assets of the undertaking, but also the intangible valuables which contribute to its earning power, such as contractual rights (supply and delivery contracts, patent licences and so on), as well as goodwill and commercial prospects. Although those assets are closely linked to the profitability of the concern, they cannot and must not be confused with the financial capitalization of the revenues which might be generated by such a concern after the transfer of property resulting from the expropriation (*lucrum cessans*).”)

上述看法也較合於經濟鑑價專家對國際仲裁案件評價事項的分析：對資產價值進行評估，必須參考該資產未來可能產生營收的預期；給予原所有人少於此的補償額，則事實上無異於對其財產之一部無償沒收。⁸¹亦即，一企業賺取未來收入的潛力，不應與所失利益的概念混為一談。

然而，在國際投資仲裁庭的實務中，似乎並不認為合法與非法徵收法律效果的差異，在於所失利益的有無。有些仲裁庭亦會在認定一徵收為合法後，進一步就系爭投資所損失的未來獲利能力予以評價。如 *LIAMCO v. Libya* 一案中，仲裁庭不僅就固定資產價值認定 13,882,677 美元的所受損害，⁸²且另就特許權被徵收一項，給予高達 6 千 6 百萬美元的所失利益補償金。⁸³另外在 *Aminoil v. Kuwait* 案⁸⁴及 *Southern Pacific Properties* 案，⁸⁵也同屬於合法徵收案型，但補償金計算仍考量所失利益的例證。

從現代財務學的角度而言，評價一企業的價值，並非僅以其固定資產價值為準；而亦應從該企業未來能對股東產生多少收入為基礎。換言之，對未來淨現金流量的預期，即等同於該企業價值。⁸⁶倘在非法徵收的案子，在已考量未來獲利能力的企業價值外，另加上所失利益，則有重複計算(double counting)的風險。

⁸¹ W Lieblich, *Determinations by International Tribunals of the Economic Value of Expropriated Enterprise*, 7 JOURNAL OF INTERNATIONAL ARBITRATION 37, 47-8 (1990).

⁸² *LIAMCO v. Libya*, Award of 12 April 1977, (1982) 62 ILR 141, para 154.

⁸³ *Id.*, para 160.

⁸⁴ *The Government of the State of Kuwait v. The American Independent Oil Company*, Award, May 24, 1982, para 185.

⁸⁵ 該案仲裁庭認為地主國應對申請人的「商業機會損失」(loss of commercial opportunity) 予以賠償。See *Southern Pacific Properties v. Egypt*, supra note 60, paras. 212-218.

⁸⁶ TOM COPELAND, TIM KOLLER & JACK MURRIN, VALUATION: MEASURING AND MANAGING THE VALUE OF COMPANIES 70-71 (1994).

從法律的角度，國際法在徵收補償的規範目的，是使投資人得到該當於被徵收資產客觀價值的補償回復，損害賠償法中就受有損害者之具體主觀之所受損害與所失利益的二分概念不盡然適用於此；⁸⁷故所失利益說法並不可採。

二、懲罰性賠償理論 (Punitive Damages)

此理論認為，合法徵收與非法徵收的差別在於後者得核給懲罰性賠償金，如此可以提高地主國遵循其國際義務的誘因。⁸⁸儘管懲罰性賠償在一些國家的國內法已被肯認，然而國際投資仲裁實務上至今仍未有案件正式承認懲罰性賠償。在一些少數核予的補償金數額超過致生損失的案件中，超出的額度並不被認為是對於違法行為作成者的懲罰；而是在國家對國家爭議中，補償一方所受的非財產上損害(for immaterial damage suffered by one State)。⁸⁹至於投資人對國家的爭議，國際仲裁庭可能核予懲罰性賠償的機率微乎其微。

三、補償或損害填補理論 (Reparation)

此理論認為，合法徵收是國家主權正當行使的一部，適用國際法中主要義務(primary obligation)；非法徵收屬國際法下的不法行為(internationally wrongful acts)，適用以國家責任法(rules of State responsibility)為代表的次要義務(secondary obligation)。⁹⁰而主要義務與次要義務的差別在於：前者係指給付補償金，後者是對該違法行為所致損害提供完整填補(full reparation)。⁹¹

⁸⁷ Marboe, *supra* note 11, pp.69-74.

⁸⁸ See, e.g., *Sedco Inc v. NIOC*, Second Interlocutory Award, Separate Opinion Brower, 10 Iran—US CTR 189, 205 (1986).

⁸⁹ See J Crawford, THE INTERNATIONAL LAW COMMISSION'S ARTICLES ON STATE RESPONSIBILITY, pp.219 (2002).

⁹⁰ Marboe, *supra* note 11, para 3.97.

⁹¹ See, e.g., *Amoco International Finance Corporation v. Iran*, *supra* note 62, para 193.

有關於補償，本文於本章第一節已詳細討論。而國際法下完整賠償的原則，則濫觴於 PCIJ 的 *Factory at Chorzów* 一案中：

「賠償須儘可能地除去所有不法行為所生之影響，且最大程度地重建該行為尚未發生前的情況。回復原狀或(於事實上無法回復時)給付相當於能夠回復原狀價值的賠償金；必要時亦應給付前揭回復原狀或賠償範圍外其他[非財產上]損害的損害賠償金—此為決定由違反國際法行為所致生之賠償金額時，所應依循的原則。」⁹²

基於上述對損害賠償的定義，Iran—US Tribunal 衍伸出下面兩個較具體的比較標準：⁹³

1. 回復原狀 (Restitution in Kind) 僅適用於非法徵收的案件；在合法徵收的案件中，僅有金錢補償，而無回復原狀 (*restitution in integrum*) 之救濟。
2. 只有在非法徵收的案件中，始可考量徵收發生時至仲裁判斷作成時，系爭資產價值提升的部分。

換言之，合法徵收與非法徵收的區別於兩種情況下有其實益：一是回復原狀有可能時，受有非法徵收之投資人可主張回復原狀；二是資產價值在徵收後上升的情形，受有非法徵收之投資人可主張徵收時至仲裁判斷作成時資產價值上升的數額。

⁹² *Case Concerning the Factory at Chorzów*, *supra* note 73, at 47. (“[R]eparation must, as far as possible, wipe out all the consequences of the illegal act and re-establish the situation which would, in all probability, have existed if that act had not been committed. Restitution in kind, or, if this is not possible, payment of a sum corresponding to the value which a restitution in kind would bear; the award, if need be, of damages for loss sustained which would not be covered by restitution in kind or payment in place of it – such are the principles which should serve to determine the amount of compensation due for an act contrary to international law.”)

⁹³ *Phillips Petroleum Company v. Iran*, 21 Iran—US CTR 79 (1989), para. 110.

惟因為補償與損害賠償在英文字義裡有接近同義詞 (synonym) 的關係，補償廣義而言可指稱兩者 (如《ILC Articles》第 36 條)；且仲裁庭往往基於當事方提出的主張作論理，許多申請人就非法徵收的案件，其仍主張合於徵收時公平市價的補償金，仲裁庭亦未認有改正的必要。故補償與損害賠償的區分，似乎在 ICSID 實務上，仍未有廣泛注意與共識。

儘管如此，本文仍認為合法徵收與非法徵收對投資人權益之侵害有本質上的差異。為預防國家有藉違法徵收進而獲益的誘因，且充分評價國家違法行為，合法徵收應採取一般 BIT 明定的徵收補償標準；而非法徵收，則應採取習慣國際法，亦即 *Chorzów Factory* 案的損害賠償標準予以救濟。此種區別，應有其實益。

以下，本文將引證近年來三個非法徵收案採用習慣國際法，而非 BIT 徵收條款予以救濟的 ICSID 案子，以支持本文的主張。

第五節 非法徵收案件採用習慣國際法救濟標準之指標案例

儘管國際法中以 *Chorzów Factory* 案為代表的損害賠償標準，早於 1928 年即已作成；其後並在聯合國國際法委員會所起草的 ILC Draft Articles 被法典化。但此標準在國際投資仲裁的領域被廣泛引用，卻是近幾年的事。⁹⁴在此之前，一方面是投資紛爭透過 ICSID 仲裁庭解決的案件少，另一方面大多數涉及徵收的案件，被徵收的資產在被徵收後的價值也多半是減損，從而也並未區別合法與非法徵收差異的必要；而逕適用 BIT 徵收條款中的補償標準即可反映投資人的損失。因此，最近幾件仲裁判斷，就涉及包括違法徵收情形在內的條約違反案件，捨棄條約徵收補償標準，改採習慣國際法標準進行救濟的案例，就特別具有指標意義。

⁹⁴ Brower & Ottolenghi, *supra* note 173, at 8-9. (“...before the Simens and ADC awards, no BIT or multilateral investment treaty had actually applied the *Chorzów* standard in calculating damages due.”)

第一項 *ADC v. Hungary* (2006)

此案係標示 ICSID 仲裁庭重新重視合法與非法徵收區別的轉捩點。此案中，匈牙利交通部於 2001 年發布命令撤銷了申請人公司經營機場的特許權及管理航廈的合約，將該機場經營權轉給一國營公司，卻未給予申請人公司任何補償。該案經仲裁庭審理後認為系爭命令構成違法徵收，也因此違反了 Hungary-Cyprus BIT。

在條約適用部分，雙方的爭點在於賠償的標準是系爭 BIT，或習慣國際法？蓋系爭 Hungary-Cyprus BIT 如大多數其他 BIT 一樣，僅就合法徵收要件及對被徵收投資人補償標準為規定，卻對非法徵收隻字未提。於是條約的補償標準是否同樣適用於非法徵收，就成了爭執的焦點。

該案被告主張，徵收要件是否遵守與適用何種徵收補償標準無關，無須區分合法與非法徵收之情形；且按特別法優於普通法原則 (*lex specialis derogat legi generali*)，本案應適用 Hungary-Cyprus BIT 之規定，而排除習慣國際法的適用。

申請人則主張系爭 BIT 第 4 條徵收條款的通常文義範圍僅限於合法徵收。該條文第 1 項列舉包括給付「公正補償」(just compensation) 在內的合法徵收要件；第 2 項要求補償金額應等同「被徵收投資被徵收時的公平市價」。而第 2 項之規定僅限於補償金之給付合於同條第 4 項規定「compensation must be paid without undue delay upon completion of the legal expropriation procedure」時，即徵收合法時，方有適用餘地。

申請人另從條約目的解釋的角度，主張系爭 BIT 的前言明文規定其目的係為雙方創造相互投資的有利條件；倘任何情況下的徵收，皆適用條約單一的補償標準，不會因徵收非法而付出較高額賠償，則地主國將無誘因遵守條約規定進行合法徵收；此將與條約目的有違。

申請人最後主張不區分合法非法徵收，其結果將會有違系爭 BIT 第 3 條第 2 項「最高程度安全和保護」的規定(“full security and protection which in any case shall not be less than that accorded to investments of any third State”)。申言之，若不區分非法及合法徵收，適用單一補償標準，則在有 BIT 的情況下，對於投資人的保護反而不及於那些與匈牙利沒有簽投資保護協定的國家。蓋對後者而言，反可就非法徵收主張習慣國際法標準，獲得比條約更程度的保障。

ADC v. Hungary 案仲裁庭最後接受了申請人的主張，駁回了被告地主國認為系爭 BIT 是該案特別法的主張；並認系爭 BIT 未就非法徵收時應付的損害賠償額有任何規定，倘逕適用系爭 BIT 就合法徵收所為之補償標準，則將混淆合法徵收的補償與非法徵收的賠償 (conflate compensation for a lawful expropriation with damages for an unlawful expropriation)。故本案仲裁庭應適用習慣國際法的預設標準 (default standard)，亦即 PCIJ 在 *Chorzów Factory* 案所釋明對該案申請人的賠償標準。⁹⁵

確定適用之賠償標準後，仲裁庭進而對該案較特殊的事實——系爭投資於徵收日後價值反而上升——進行論述；指出，由於 *Chorzów Factory* 案原則是「給付相當於回復原狀效果的數額」(payment of a sum corresponding to the value which a restitution in kind would bear)，在大多數資產被徵收後價值下跌的情形，評價基準日 (date of valuation) 以徵收日為準並無爭議；惟在本案中，系爭資產價值於被徵收後反而上升，為使申請人能處於「與徵收從未發生時相同的狀態」(in the same position as if the expropriation had not been committed)，評價基準日應為仲裁判斷作成時。⁹⁶該仲裁庭也引述歐洲人權法院(ECHR)作成之 *Papamichalopoulos and Others*

⁹⁵ *ADC v. Hungary*, *supra* note 61, para 493.

⁹⁶ *Id.*, para. 496-497.

v. Greece 案⁹⁷，支持其區分非法與合法徵收，於非法徵收適用 *Chorzów Factory* 案原則，於系爭資產價值上升時以判斷作成日為評價基準日之作法。

最後，在損害賠償金計算 (quantum) 的階段，仲裁庭採用申請人所提供專家證人的意見，以現金流量折現法估算系爭被徵收投資價值於仲裁判斷作成時約為 7 千 6 百萬美金 (相對於此，該投資於被徵收時價值為 6 千 4 百萬美金)。

第二項 *Siemens v. Argentina* (2007)

就在 *ADC* 案作成後幾個月，*Chorzów Factory* 案標準又被用於另一 ICSID 的仲裁案 *Siemens v. Argentina* 中。此亦為阿根廷因經濟危機而發布的《2000 年緊急法》(2000 Emergency Law) 所引發的一系列投資爭議案件之一。

該案事實略為：1998 年阿根廷政府與西門子在阿根廷之子公司 SITS 所簽訂，提供有關移民控制、身分識別及選舉資訊等整合服務的合約。⁹⁸ 詎料阿根廷政府在 SITS 完成設備建置後，未經正當授權即擅自終止該公司移民控制系統的營運；三周後又以瑕疵為由，暫停 SITS 所有新國民身分證生產、印製和發放的作業，卻未給該公司任何補正的機會。該公司後與阿根廷政府周旋及申訴未果，遂按德阿 BIT 仲裁條款提起仲裁，主張其投資被阿根廷政府間接及逐步徵收，卻未給予任何補償。

就是否有徵收及徵收是否合法的問題，仲裁庭採納西門子公司的主張，認其投資確被阿根廷政府徵收，且徵收不合於系爭 BIT 第 4 條第 2 項—徵收應合於公共目的及給予補償—之規定要件。⁹⁹ 此外，該非法徵收行為亦同時違反系爭 BIT 有關公平公正待遇、恣意措施禁止等條約義務。¹⁰⁰

⁹⁷ *Papamichalopoulos and Others v. Greece*, 21 EHRR 439, 31 October 1995, para. 39.

⁹⁸ *Siemens v. Argentina*, *supra* note 8, para. 84.

⁹⁹ *Id.*, para. 273.

就損害賠償的爭點部分，該案仲裁庭亦清楚地指出，因系爭 BIT 僅就合於條約的徵收補償標準設有規定，故適用於決定本案中此等條約義務違反所致損害之賠償標準為習慣國際法；亦即 ILC Draft Articles 第 36 條及該條文所依據的 *Chorzów Factory* 案標準。¹⁰¹

該仲裁庭進一步論述系爭 BIT 補償標準與習慣國際法賠償標準的差異。認前者是按「相當於被徵收投資價值」(equivalent to the value of the expropriated investment)予以補償；後者則須考量「所有財務上可衡量之損害」(all financially assessable damage)或「去除所有該不法行為所致影響」(wipe out all the consequences of the illegal act)。按照習慣國際法，西門子公司所應獲得的賠償，並非徵收日(2001年5月18日)的企業價值；而是任何至本仲裁判斷作成時，該企業已賺取之較高價值，並加上任何附隨損害(consequential damages)。¹⁰²

然而在損害賠償的計算上，仲裁庭卻未採納西門子公司的主張。西門子主張按其投資之帳面價值(book value)加上所失利益(*lucrum cessans*)計算其所應得之損害賠償；¹⁰³ 仲裁庭則認為，其所失利益部分的金額實現機率非常有限；仲裁庭因而駁回所失利益的賠償部分，¹⁰⁴ 改計入徵收後所生之成本(post-expropriation cost)；蓋賠償該部分成本對於達到「去除因該徵收所生之損害結果」一目的具有正當性。¹⁰⁵ 最後，該案仲裁庭判斷阿根廷應給付西門子公司約 2 億 1 千 8 百萬美元左右之賠償金。¹⁰⁶

¹⁰⁰ *Id.*, para. 309.

¹⁰¹ *Id.*, paras. 350-351.

¹⁰² *Id.*, para. 352.

¹⁰³ *Id.*, para. 355.

¹⁰⁴ *Id.*, paras. 375-381.

¹⁰⁵ *Id.*, paras. 386-389.

第三項 *Vivendi v. Argentina* (2007)

該案起因於阿根廷的 Tucuman 省於 1995 年在該國民營化的浪潮中，將該省自來水業的經營權(concession)授予給 CAA 公司。後因為民營化與該公司的收費結構引發政治爭議，該公司遂受到一系列措施的管制；政府也有意撤銷該特許協議。後該省政府在 CAA 公司表示該特許協議被違反，因而撤銷該協議後，亦發布命令終止該協議，且阻撓該公司收取已發出但未繳之帳單費用。該公司就其爭議向 ICSID 提付仲裁。但該仲裁庭於 2000 年作成的仲裁判斷中，認定系爭行為是省政府，非阿根廷聯邦政府所為，不涉有 France-Argentine BIT 之違反。惟該判斷後又在 2002 年被撤銷，於是有 2007 年的第二次仲裁判斷。¹⁰⁷

在 *Vivendi v. Argentina* 案 2007 年的仲裁判斷中，仲裁庭認為，申請人的投資係因該省政府的許多違反 BIT 之措施而實質被剝奪經濟上使用收益的價值，使得撤銷系爭特許協議成為申請人理性選擇下唯一可行的方法。¹⁰⁸從而判斷：申請人的投資受有未給予補償的徵收。

「就選擇準據法之議題，仲裁庭於檢視系爭 BIT 後，亦認為該條約僅指涉對於合法徵收的補償，應以被徵收投資的實際價值(actual value)為基礎，另加計自徵收時起之利息；然而該條文並未意圖對於不法徵收之補償標準建立一特別法規定。」¹⁰⁹

¹⁰⁶ *Id.*, para. 403.

¹⁰⁷ *Vivendi v. Argentine*, *supra* note 8, para. 2.3.

¹⁰⁸ *Id.*, para. 7.5.34.

¹⁰⁹ *Id.*, para. 8.2.3. (“the Treaty thus mandates that compensation for lawful expropriation be based on the actual value of the investment, and that interest shall be paid from the date of dispossession. However, it does not purport to establish a *lex specialis* governing the standards of compensation for wrongful expropriation.”)

於認定習慣國際法賠償標準的議題上，該案仲裁庭再次引用 PCIJ 在 *Chorzów Factory* 案判決第 47 頁的賠償標準，並論證該標準已被無數的國際仲裁案及國際法院引用，故為允許判賠較系爭 BIT 第 5 條第 2 項對合法徵收補償更高金額之標準。¹¹⁰

仲裁庭也按 ILC Draft Articles 第 36 條之規定進行解釋適用，認為在沒有條約另為規定的情況下，不論何種投資，不論何種性質的不正當措施，在國際投資仲裁判斷之損害賠償金，應足以對受害方完整賠償(compensate the affected party fully)，且去除該國家行為所致之結果。¹¹¹

最後，在賠償金計算的議題上，地主國並未對申請人採用公平市場價值標準的主張有異議，惟對申請人所提出的評價方法與計算有疑問。¹¹² 仲裁庭基於用現金流量折現法計算淨現值的假設參數和預測過於臆測，¹¹³ 改採以該特許權的「投資價值」(investment value) 基礎認定足以消除該省政府不法行為所致結果的賠償金額；¹¹⁴ 並判斷申請人可獲得(1)徵收日時該特許權的投資價值 5 千 1 百萬美金；(2) 申請人在徵收日後額外投資的金額 5 千 4 百萬美金。

¹¹⁰ *Id.*, para. 8.2.5. (such a standard permits... a higher rate of recovery than that prescribed in Article 5(2) for lawful expropriations.)

¹¹¹ *Id.*, para. 8.2.7.

¹¹² *Id.*, para. 8.2.9. (“Claimants’ principal claim for compensation is based on the “fair market value” of the concession established by a lost profit analysis. Respondent did not seriously contest that fair market value could be an appropriate basis upon which to award damages for breach of the Treaty, but challenged Claimants’ methodology and calculations.”)

¹¹³ *Id.*, para. 8.3.3. (“the net present value provided by a DCF analysis is not always appropriate and becomes less so as the assumptions and projections become increasingly speculative

¹¹⁴ *Id.*, para. 8.3.13.

第三章 徵收之補償標準：「公平市場價值」基礎之採用

基於有徵收即有補償之法理，各國在訂立投資保障協定徵收條款時，皆會明文補償金額及其計算基準。儘管在眾多的多邊及雙邊國際投資協定中，對於徵收的補償標準為何，至今很大一部分仍取決於締約國雙方的議價能力（bargaining power）；然在美國為首的已開發國家帶領下，近年來簽署之雙邊投資協定，大多採用霍爾公式，要求徵收補償須符合「即時、充分且有效（prompt, adequate and effective）」三要件；且大多數的投保協定，又會以公平市場價值標準來具體化「充分性」之要件。然而公平市場價值仍是一抽象而模糊之概念；且幾乎所有投資保障協定也未予以進一步說明。本章將透過與其他補償標準的比較，嘗試說明並界定該標準的內涵。

第一節 徵收補償標準之爭論

除了霍爾公式的「即時、充分且有效」標準外，國際條約上常見的徵收補償標準另有完整（full）、正當（just）、真正（actual），適當（appropriate）補償等，甚至有些條約僅明文補償二字，並未敘明其他條件。這其中，又以開發中國家常主張的適當補償標準，因常被用以對抗「即時、充分且有效」的完整補償標準，最為重要。

值得注意的是，在投資保障協定的實務上，除美國外，縱使同一國家，所採取的徵收補償標準也常常缺乏統一的規則可循。例如中國，其與澳洲所簽屬的協定（1988年）採用霍爾公式；其與法國所簽署的協定卻採用適當補償標準；而其與新加坡和紐西蘭所簽署的協定，卻只提及「補償」而二字，未多作任何其它說明。縱使如新加坡對投資友好的國家，其所簽署的投資協定，有些採取霍爾公式；

另一些則採取傳統上被認為是與之對立的適當補償標準。¹¹⁵

至於區域性的投資協定，則比較可見對被徵收之投資採用完整補償標準的傾向。因此，諸如《北美自由貿易協定》(NAFTA)第 1110 條及《能源憲章條約》(Energy Charter Treaty) 中皆採取霍爾公式的補償方式及公平市場價值的補償標準。

第一項 公正/完整補償 (Just/Full Compensation)

公正補償 (Just Compensation) 一詞首見於美國憲法第五修正案，該修正案中明文：人民之私有產業，如無合理補償，不得被徵為公用。¹¹⁶學說雖有爭論合理補償究竟應採用公平市價、經濟價值、或是政府經濟價值標準，¹¹⁷惟美國最高法院解釋「公正補償」即為「公平市場價值」，亦即「一有意願購買之買受人用現金支付給一有意願出賣之人的金額」(What a willing buyer would pay in cash to a willing seller)，¹¹⁸任何理性的買受人或出賣人會合理地考量之事項，亦應納入分析。

在國際投資法中，完整補償標準即是霍爾公式中所提到的充分性。換言之，完整補償標準即意指應給予相當於被徵收之投資於被徵收時之公平市場價值的補償。如徵收補償的代表性案例 *CME v. Czech Republic* 中，仲裁庭即根據仲裁進行時當事人雙方的行為及法律，認定完整補償標準所代表被徵收行為所影響投資的

¹¹⁵ Sornarajah, M. (1986). "State responsibility and bilateral investment treaties", *Journal of World Trade Law*, vol. 20, p. 79-98.

¹¹⁶ U.S. Const. amend. V.: "... nor shall private property be taken for public use, without just compensation."

¹¹⁷ 張永健，土地徵收補償之規範標準與實證評估，東吳法律學報第二十二卷第四期，頁 22-23。

¹¹⁸ *United States v. Miller*, 317 U.S. 369, 374 (1943).

「真實價值」，即是公平市場價值。¹¹⁹

第二項 適當補償 (Appropriate Compensation)

若無多邊或雙邊投資協議之明文，則「適當補償」應可認為是當代習慣國際法採用對於徵收的補償標準。¹²⁰但適當補償標準的內涵，似隨時間的輾遞而有所變遷。

傳統上，適當補償標準被認為是較保障地主國的標準，與較保障投資人的完整補償標準相對。¹²¹如聯合國大會第 1803(XII)號所通過《天然資源之永久主權》決議第 4 條明文：

「收歸國有、徵收或徵用應以公認為遠較純屬本國或外國個人或私人利益為重要之公用事業、安全或國家利益等理由為根據。遇有此種情形時，採取此等措施以行使其主權之國家應依據本國現行法規及國際法，予原主以適當之補償。倘補償問題引起爭執，則應儘量訴諸國內管轄。但如經主權國家及其他當事各方同意，得以公斷或國際裁判辦法解決爭端。」¹²²

¹¹⁹ *CME v. Czech Republic*, *supra* note 8, para. 493. (“In the view of the Tribunal, “fair market value” equates with “just compensation” that represents the “genuine value” of the property affected.”)

¹²⁰ See e.g., MALCOLM N. SHAW, *INTERNATIONAL LAW* 834 (2008).

¹²¹ 我國最高行政法院亦採取相同見解，98 年度判字第 254 號判決謂：「徵收私有土地，應給予相當補償，即為達成公用需要手段之一種，而徵收補償係採相當補償，而非完全補償，有司法院釋字第 409、425、440 及 516 號等解釋可資參照。」惟有學者提出批評，認為 2004 年公布之釋字第 579 號，明確指出「國家因公用或其他公益目的之必要得依法徵收人民之財產，對被徵收財產之權利人而言，係為公共利益所受之特別犧牲，國家應給予合理之補償，且補償與損失必須相當。」故我國土地徵收補償應等於公平市價。參見張永健，〈被徵收果真是「特別犧牲」！— 土地徵收補償之規範標準、實證評估、興革建議〉。

¹²² UN Resolution No. 1803 (XVII), *Permanent Sovereignty Over Natural Resources*, Article 4.

又聯合國大會第 3281 (XXIX) 號決議所通過《各國經濟權利和義務憲章》第 2 條第 2(C)項亦載明：

2. 每個國家有權：(C) 將外國財產的所有權收歸國有、徵收或移轉，在收歸國有、徵收或移轉時，應由採取此種措施的國家給予適當的賠償，要考慮到它的有關法律和規章以及該國認為有關的一切情況。因賠償問題引起的任何爭論均應由實行國有化國家的法院依照其國內法加以解決，除非有關各國自由和互相同意根據各國主權平等並依照自由選擇方法的原則尋求其它和平解決辦法。¹²³

由前揭二條文觀之，相較於霍爾公式中充分補償所採取較為抽象客觀的公平市場價值，適當補償標準允許具體觀察爭議雙方對於補償金的正當期待(*legitimate expectation*)，包括地主國國家利益及安全考量等，對於徵收補償金的計算可依照內國法的規定，也因而享有更高的彈性及裁量。¹²⁴ 仲裁庭在計算徵收補償金的爭議時，如遇準據之投資保障協定條文採取適當補償作為標準或未為補償標準之相關規定時，似更應從地主國內國法的規定檢視補償金的計算是否合理，¹²⁵ 而非從市場的角度檢視補償金是否合於公平市場價值。由這些差別也可明瞭及反應長久以來已開發的資本輸出國與發展中及共產主義國家對於徵收補償標準的爭議，也才能說明為何在通過前述二聯合國決議時，主要資本輸出國皆採取反對的立場。¹²⁶ 有關霍爾公式所代表之充分補償與卡沃爾主義所代表之適當補償標準的異同，由

¹²³ UN Resolution No. 3281 (XXIX), Charter of Economic Rights and Duties of States, Article 2.

¹²⁴ Peter D. Cameron, *INTERNATIONAL ENERGY INVESTMENT LAW: THE PURSUIT OF STABILITY* (2010), para. 3.72.

¹²⁵ See e.g., Rudolf Dolzer & Margrete Stevens, *Bilateral Investment Treaties* 108 (1995).

¹²⁶ *CME v. Czech Republic*, *supra* note 8, para. 497.

下表呈現之。

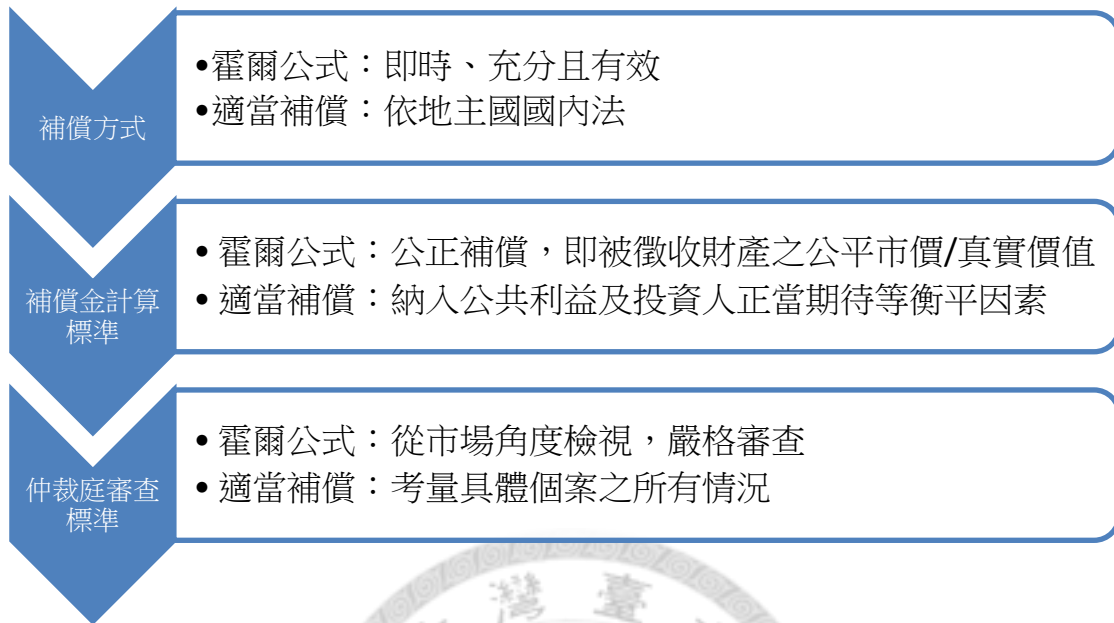


圖 6：霍爾公式與適當補償標準之比較（作者自製）

然而，在當代的投資保障協議中，採用霍爾公式及公平市價作為補償標準已是大勢所趨，¹²⁷因此 World Bank Guidelines 甚至認為適當補償標準就是霍爾公式所代表的完全補償標準：

「2. 根據以下細則，國家徵收特定投資的補償如果是充分、有效與即時的，則被認為是『適當的』。

3. 如果補償是基於被徵收財產的公平市場價值，此價值在徵收發生或徵收財產的決定為公眾所知悉之時立即確定，則被認為是『充分的』。...

7. 如果補償是以投資人匯入資金時所用且補償之時仍得轉換的貨幣為支付，或以另一國際貨幣基金組織認定之國際貨幣，¹²⁸或以另一投資人所接受的貨幣，

¹²⁷ UNCTAD, Series on Issues in International Investment Agreements: Taking of Property (UN, 2000). pp. 13-14.

¹²⁸ 依照國際貨幣基金協定(Articles of Agreement of International Monetary Fund)第30條第(f)款，所謂國際貨幣係指由國際貨幣基金認定為：(i)事實上於國際交易常作為支付工具

則被認為是『有效的』。

8. 如果補償金之給付未有遲延，則在正常情況下被認為是『即時的』。¹²⁹

由此觀之，《World Bank Guidelines》¹³⁰認為霍爾公式所代表之補償應充分、有效與即時，為構成適當補償之三要件，而公平市場價值、支付之貨幣、給付不遲延為滿足此三要件的具體內涵（請參照下圖）。由於該架構較能清楚並完整說明各種文獻在討論徵收補償標準時所提出之各種交錯的概念，故本文從之。又公平市場價值所說明之補償充分性要件，因涉及補償金額，以不同評價方式可能造成不同結果，最常為雙方爭議之焦點所在，故本文即以此為核心，深入論述之。

者；且(ii)於主要交易市場上廣泛交易者。目前國際貨幣基金組織肯認之國際貨幣僅有美元、歐元、英鎊以及日幣。

¹²⁹ UNCTAD, 1996, Vol. I, P.252:

Article IV 2. Compensation for a specific investment taken by the State will, according to the details provided below, be deemed "appropriate" if it is adequate, effective and prompt.

3. Compensation will be deemed "**adequate**" if it is based on the fair market value of the taken asset as such value is determined immediately before the time at which the taking occurred or the decision to take the asset became publicly known.

7. Compensation will be deemed "**effective**" if it is paid in the currency brought in by the investor where it remains convertible, in another currency designated as freely usable by the International Monetary Fund or in any other currency accepted by the investor.

8. Compensation will be deemed to be "**prompt**" in normal circumstances if paid without delay....(emphasis added)

¹³⁰ 儘管該指南僅是參考性文件，沒有法律拘束力，然由於其相當具國際性，且所根據的研究相當詳實，從而享有一定的權威性。在草擬該指南時，世界銀行分析了各國的國家慣行及國際法庭與仲裁庭的判決先例，以求所作的結論能盡可能廣泛地被國際所接受。

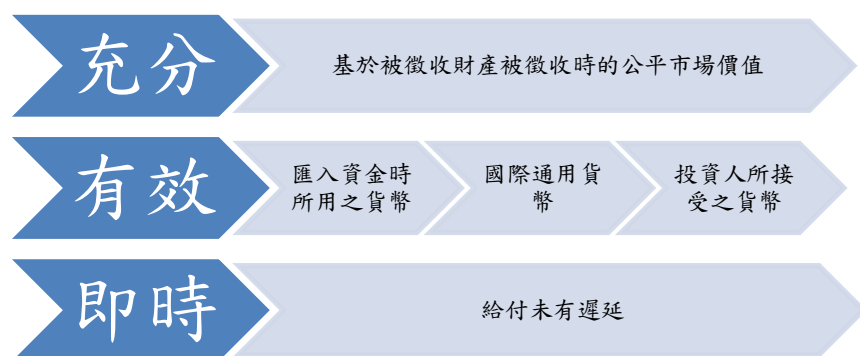


圖 7：《World Bank Guidelines》之適當補償三要件（作者自製）

第二節 「公平市場價值」的定義與內涵

前一節論及根據仲裁庭解釋，表彰「真實價值」(the genuine value)的「完整補償」(just compensation)標準，即採取公平市場價值作為評價基礎；根據 World Bank Guidelines，傳統上被認為與公平市場價值對立的適當補償標準，在國際投資法上的內涵也被提高到與公平市場價值標準等同的保障程度。從而，吾人可以推論公平市場價值幾乎已成投保條約徵收補償的普世標準。甚至在地主國因違反徵收以外條款或契約，被認定應給予投資人損害賠償的計算上，一些仲裁庭也採用公平市場價值作為評價的基礎（見第四章論述）。

我國所簽屬的投保協定中，亦可見公平市場價值的概念。如《中華民國政府與哥斯大黎加共和國間促進暨相互保障投資協定》第 5 條第 2 項規定：「應對被徵收之投資，以臨被徵收前或即將被徵收而為公眾所悉之前（以先發生者為準）之公平價格補償之。該補償應包括自被徵收財產被剝奪之日起，至付款日為止之利息。該利息應以徵收國國內金融系統所採行之平均存款利率為基準。補償不應遲延支付，並應以得有效實現且得自由轉讓之可兌換通用貨幣為之」。2011 年及 2012 年我國分別與日本及中國大陸之投資保障協定，亦採用相同的補償標準。¹³¹

¹³¹ 完整條文內容請參本文附錄一，於茲不贅。

根據布萊克法律大辭典（Black Law's Dictionary）對公平市場價值的定義，公平市場價值係指：

「一有意願之賣方與一有意願之買方在公開市場中進行常規交易，供給與需求交會的價格—簡稱為 FMV—亦常被稱為實際價值、實際現金價值，市場清算價值，公平合理價值，公平價值，完整價值，正當價值，市場價值，可出售價值，真實價值等。」¹³²

國際投資仲裁案例中最常引用的則是《國際企業評價詞彙大全》（*International Glossary of Business Valuation Terms*）中的定義：¹³³

「當無任何一方是被脅迫買入或賣出，且雙方均對相關事實具有相當程度的認知時，一虛擬之有意願且有能力的賣方與一虛擬之有意願且有能力的買方，於公開且無限制的市場上進行常規交易，以約當現金的形式表現的價格。」（“the price, expressed in terms of cash equivalents, at which property would change hands between a hypothetical willing and able buyer and a hypothetical willing and able seller, acting at arm’s length in an open and unrestricted market, when neither is under compulsion to buy or sell and when both have reasonable knowledge of the relevant facts.”）¹³⁴

公平市場價值也是一在財務會計領域普遍被承認及使用的估價原則。如美國

¹³² “The price that a seller is willing to accept and a buyer is willing to pay on the open market and in an arm's-length transaction; the point at which supply and demand intersect. — Abbr. FMV. — Also termed actual value; actual cash value; actual market value; cash value; clear market value; fair and reasonable value; fair cash market value; fair cash value; fair market price; fair value; full value; just value; market value; salable value; true value.”

¹³³ See, e.g., *Azurix v. Argentina*, *supra* note 8.

¹³⁴ *International Glossary of Business Valuation Terms*, American Society of Appraisers, ASA website, June 6, 2001, p. 4.

證管會對於公平價值 (Fair Value) 有以下的定義：所謂的公平價值係指對於目前的買賣交易有意願的買家及賣家，針對一資產 (或負債) 在沒有受到強迫或清算的情況下，可能的買賣價格。國際會計準則 (IAS) 的定義為：在一個正常關係的交易 (Arm's-length Transaction) 情況下，一個對買賣交易有知識及有意願的買家及賣家，交換商品可能的價格，該價格即為公平價值。我國會計研究發展基金會發布之第 27 號《財務會計準則公報》，對公平價值之定義則為：「雙方對交易事項已充分瞭解並有成交意願，在正常交易下據以達成資產交換或負債清償之金額。」

歸納而言，不論在法律或是在財會領域上，公平市場價值的定義通常會有下列特色：

- (1) 主觀要件：買賣雙方皆基於自願進行交易，沒有受到任何脅迫。
- (2) 客觀要件：買賣雙方有能力且對進行交易之內容具備充分知識。
- (3) 交易之進行為正常關係交易。
- (4) 該交易以及買賣雙方皆是假設性，抽象的，不指涉具體個案。
- (5) 該標準在投資徵收補償脈絡下，主要是要達成「投資人於獲得補償後，並不會比被徵收前的情況差」(the owner is theoretically no worse off after the taking) 之目的。

儘管公平市場價值就抽象定義而言看似差異不大，但在具體案件中，其仍是一個相對模糊且充滿爭議的標準。蓋對被徵收之投資，應採取何種財務上的評價方法，以及有何種非財務上的衡平因素需要考量，仍應在不同個案中具體判斷之；甚至在同一個案中，採取不同評價方法，會得出差異甚大的補償金額，使得仲裁庭往往會由適用於該案件可採的幾種評價結果中，取其平均，而非僅由一種評價方法即認定補償金額。

《世銀投資待遇指南》亦指出：只要是按照地主國和投資人、仲裁庭或由雙方當事人指定之第三人所同意的方法決定而出的公平市場價值，即是可接受的。¹³⁵若當事人雙方並未就決定公平市場價值的方式達成共識，則地主國根據系爭投資市場價值的合理標準，亦即有意願的買方在正常情況下，考量投資的本質，未來經營會面對的環境，以及其具體特性（包含投資已存在之期間、占有所有投資有形資產的比例及其他與每一個案具體情況有關之因素）後，願意所支付的金錢數額。

136

第三節 「公平市場價值」與「投資價值」之比較

本研究所指的補償標準（standard of compensation）係指：在國際投資仲裁案件計算補償金或損害賠償時，仲裁庭必須根據適用的投資協定或國際法規，清楚地界定「評價基礎」(Basis of Valuation)，提供給估價的專家們確切的架構和範圍。

137

評價基礎描繪了評價時最基礎的評估原則，這些原則可能會依評價的目的不

¹³⁵ “4. Determination of the “fair market value” will be acceptable if conducted according to a method agreed by the State and the foreign investor (hereinafter referred to as the parties) or by a tribunal or another body designated by the parties.”

¹³⁶ “5. In the absence of a determination on agreed by, or based on the agreement of, the parties, the fair market value will be acceptable if determined by the State according to reasonable criteria related to the market value of the investment, i.e., in an amount that a willing buyer would normally pay to a willing seller after taking into account the nature of the investment, the circumstances in which it would operate in the future and its specific characteristics, including the period in which it has been in existence, the proportion of tangible assets in the total investment and other relevant factors pertinent to the specific circumstances of each case.”

¹³⁷ Marboe, *supra* note 11, para. 4.30.

同而有所改變。評價基礎與評價的方法（method）有所不同，¹³⁸亦與資產出售時的狀態描述有異。¹³⁹儘管「公平市場價值」是最常被引用的評價基礎，但國際評價標準委員會（International Valuation Standards Council, IVSC）仍承認許多「非市場價值的基礎」（bases other than market value），這些非市場價值基礎大約可分成三類：

第一類反映的是一個實體取得一資產所有權時可享有的主觀利益。該價值僅特定地屬於該實體。儘管在有些情況下，此價值可能與出售該資產所能實現的金額相同，不過該價值本質上是反映持有該資產的利益，不必然涉及假設性的交易。投資價值或價值（Worth）即屬於此類。對於特定實體的資產價值與市場價值的差異，提供了賣方或賣方進入市場的動機。¹⁴⁰

第二類代表的是對資產進行交易的具體買賣雙方間，可能合理同意的價格。儘管該買賣雙方可能並非關係人且進行符合常規交易的談判，該資產仍不必然可在市場上流通，且該交易價格可能反映的是買賣雙方對所有權的特定利益（或不利益），兼具客觀及主觀的因素。「公平價值」、「特殊價值」與「綜效價值」即屬於此類。¹⁴¹第三類的則是依據法令或契約的定義所決定的價值，傳統意義上的適當補償標準即屬此類。

值得深入研究的是第一類的投資價值。國際投資仲裁計算由國家違法行為（包

¹³⁸ 可以說評價標準是目的，評價方法是達到該目的之手段，有關評價公平市場價值標準之方法，請見本論文第五章之討論。

¹³⁹ IVSC, International Valuation Standards, n 54, at 90. (Basis of Valuation describes the fundamental measurement principles of a valuation. These principles may vary depending on the purpose of a valuation. A basis of Valuation is not a statement of the method used, nor a description of the state of an asset or assets when exchanged.)

¹⁴⁰ See generally, Marboe, *supra* note 11, paras. 4.68-4.75.

¹⁴¹ See generally, *id.*, paras. 4.76-4.85.

括非法徵收)所造成的損害賠償時,常常會引用常設國際法院 (PCIJ) 在 *Chorzów Factory* (1928) 一案中所設立的賠償標準,該標準要求地主國必須按照投資人因該國家違法行為所生之實際損害給予賠償。換言之,此標準之要求近似於投資價值所代表具體而主觀的評價基礎,而與市場價值所代表抽象而客觀的基礎有別。

按照國際評價標準的定義,投資價值係指:「對單一或多數的特定投資人而言,其持有一可得特定之投資或營運標的財產價值。此為一藉由可得特定之投資標的及/或要求,將特定財產連結至特定投資人或實體的主觀概念。此財產的投資價值可高於或低於該財產的市場價值。投資價值一詞,不應與投資性財產的市場價值混淆。」¹⁴²

此概念對國際投資仲裁裡的評價而言,具有下面三方面的意涵:

首先,投資價值係一主觀概念,從而在國際損害賠償的計算上,應作為推定或優先使用的評價基礎。特定投資人可能就對投資標的未來的獲利能力、風險程度的認知、稅務情況、與自身持有之其他投資整合之綜效等幾方面,¹⁴³ 認知與市場有所不同,也因此造成投資價值與市場價值有所差異。

投資價值與市場價值的差異, *Azurix v. Argentina* 一案是很好的例子。在該案中,美國公司 Azurix 在 1999 年投資 4 億 3 千 8 百萬元美金取得之阿根廷境內 Buenos Aires 省自來水供給特許權,但該特許權根據之前的公開標售價,競爭對手的出價只有 6 千萬美元。而後仲裁庭認定阿根廷政府的種種措施,侵害了 Azurix 公司的特許權,從而違反了美國與阿根廷雙邊投資保障協定中的公平與公正待遇、完整保護與安全義務、恣意侵害措施禁止等多重條約義務,唯獨不認為阿根廷政府的

¹⁴² 'Glossary of Terms for International Valuation Standards' in IVSC, International Valuation Standards (London: IVSC, 2007).

¹⁴³ S Pratt et al, *Valuing a Business: the Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* 30 (2000).

行為構成徵收。此時在損害賠償的計算上，便不能直接適用徵收條款明文規定的公平市場價值作為評價基礎，而（理論上）宜優先以投資人的實際投資價值為基礎考量。然而，該仲裁庭引用了 ICSID 類似的案件如 *CMS v. Argentina* 案及 *S.D. Myers, Pope & Talbot, Feldman and MTD v. Chile* 案，認為仲裁庭在條約未明文損害賠償計算的基礎時，對評價基礎的選擇享有裁量權，從而採用公平市場價值的 6 千萬美元，而非實際投資價值的 4 億 3 千 8 百萬美元，理由是其認為任何理性且有充分認知的投資人，不可能於系爭特許權付上如此高額的權利金。¹⁴⁴此判斷的可議之處在於，倘國家的違法行為對投資人的投資造成了侵害及減損，卻只能依照該投資的公平市場價值，而非實際投資價值予以賠償，從而坐收投資人為取得該特許權而付出的超額溢價，並不合理。¹⁴⁵

其次，投資價值 (investment) 時而為與公平市場價值為對立概念的補償標準，時而可能作為「實際投資」(actual investment cost)，作為公平市場價值下位概念的評價方法（詳第五章第二節之論述），往往會造成論述上的混淆，從而仲裁庭在採用投資價值標準時，宜區別說明其在處理哪一個層次的問題。¹⁴⁶

最後，投資價值基礎宜假設投資人欲繼續持有該資產，並從中受益。亦即，不應從一個假設交易 (hypothetical exchange) 的角度來評價。這樣的假設方才符合在大多數的損害賠償的案件中，投資人受到地主國不合法干預行為時，通常並沒有出售資產意圖的事實，進而在利益衡量上，給予投資人較充分的保障。¹⁴⁷

¹⁴⁴ *Azurix v. Argentina*, *supra* note 8, paras. 419-424.

¹⁴⁵ *Marboe*, *supra* note 11, para. 4.71.

¹⁴⁶ *Id.*, para. 4.74.

¹⁴⁷ *Id.*, para. 4.75.

第四節 「公平市場價值」與「市場價值」之比較

欲了解如何允當表達公平市場價值，尚有一個重要的前提問題仍必須釐清：究竟「公平市場價值」與「市場價值」是否可以互為體用(interchangeable)？「公平」(fair)之有無是否會影響該價值的內涵？這個問題之所以重要，是因為國際投資法的法律文獻，在談到投資徵收補償標準時，幾乎都是用「公平市場價值」，而非「市場價值」。¹⁴⁸惟根據國際評價標準(IVS)，並沒有必要，也不建議在「市場價值」前加入「公平」二字形容之，蓋如此可能會增加其與會計領域中「公平價值」(fair value)概念混淆的風險。¹⁴⁹

對於 IVS 棄「公平市場價值」而全面改用「市場價值」一詞替代的建議，其實就國際法下的法律標準而言並不可行。主要原因在於何謂徵收的適當補償標準，國際上爭論數十載，才逐漸形成包括開發中國家也可接受「公平市場價值」的共識，此意謂徵收補償應在根據市場的觀點計算外，亦應符合衡平原則，容有就具體情況裁量之空間。這樣的意涵不太可能在短時間內被放棄，故有論者指出在國際投資仲裁補償金的計算上，可適當將「公平市場價值」理解成「市場價值」，以反映 IVS 文件中所指某些國家的實務。¹⁵⁰

值得注意的是，IVS 指出：儘管在會計領域中，市場價值與公平價值是可以通用的，但在一些脈絡下，此二概念仍應予以區分。

¹⁴⁸ *Id.*, para. 4.58.

¹⁴⁹ 'Concepts Fundamental to Generally Accepted Valuation Principles' in IVSC, INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS (London: IVSC, 2007) 28. (指出在某些國家，法律上「公平市場價值」一詞使用上與「市場價值」同義。「公平市場價值」不應與會計上「公平價值」一詞混淆。ICSC 的立場是市場價值不應在要求任何條件，且所有國家應遵循這樣的使用方法。)

¹⁵⁰ Marboe, *supra* note 11, para. 4.59.

公平價值要求對具體交易進行評估，亦即特定的買賣雙方，在考量各自進行交易的優缺點後進行交易時，所取得對雙方而言都是公平的價格。

根據國際評價標準委員會 (IVSC)，公平價值的概念範圍要比市場價值更廣。儘管在許多案件中，對買賣雙方公平的價值也會等同於公開市場中取得的價值相同，但在有些案子中，公平價值亦會將一些評估市場價值時不會考量的因素納入考量。¹⁵¹

這種公平價值與市場價值不同的例子，典型的就於企業併購案件中，買賣方考量到合併後所產生的綜效 (Synergistic value) 而達成的公平價值，通常會高於市場價值，蓋該合併綜效可能只存在特定的買賣雙方之間。相對於公平價值會考量到綜效的因素，市場價值則要求不應考量這些包括綜效在內的特殊價值。¹⁵²

從而，在確立評價的基礎時，國際仲裁庭宜仔細檢視該評價的法律基礎。倘適用的投保協定採用公平價值，而非 (公平) 市場價值時，則兩原則的差異應予以特別注意。又有一些投保協定採用的補償標準是公平或完整補償 (fair / full compensation) 時，會出現究竟該標準應指涉公平價值或是市場價值的問題，此時仲裁庭就應以國際條約解釋的規則，亦即維也納條約法公約 (Vienna Convention on the Law of Treaties) 第 31 及 32 條解釋之。¹⁵³ 也有一些仲裁庭會直接引用美國的解釋方法，將公平補償等同於被徵收財產的公平市場價值。¹⁵⁴

於此問題，本文採取較為嚴格的標準來區別：比之於僅抽象客觀地考量財務

¹⁵¹ See 'International Valuation Standard 2: Bases Other Than Market Value' in IVSC, *International Valuation Standards* (London: IVSC, 2007) 90-1.

¹⁵² *Id.*, at 91.

¹⁵³ Marboe, *supra* note 11, para. 4.63.

¹⁵⁴ Norwegian Shipowners' Claim (*Norway v. United States*), Award, Oct. 13, 1922, 1 RIAA, 307, 316.

性評價方式的「市場價值」標準，檢視公平市場價值時，應再納入非財務性的公平因素予以權衡；而比之於財務會計領域中的，另外具體考量私人間買賣雙方非市場價值的「公平價值」標準，投資保障協議處理地主國對投資人徵收問題的公平市場價值標準，另應考量地主國必要性抗辯、與有過失等私人間一般交易不會有的因素。概念上雖大部分重疊，但分析上仍宜注意到不同脈絡適用下之些許差異，這些差亦可簡化如下圖：

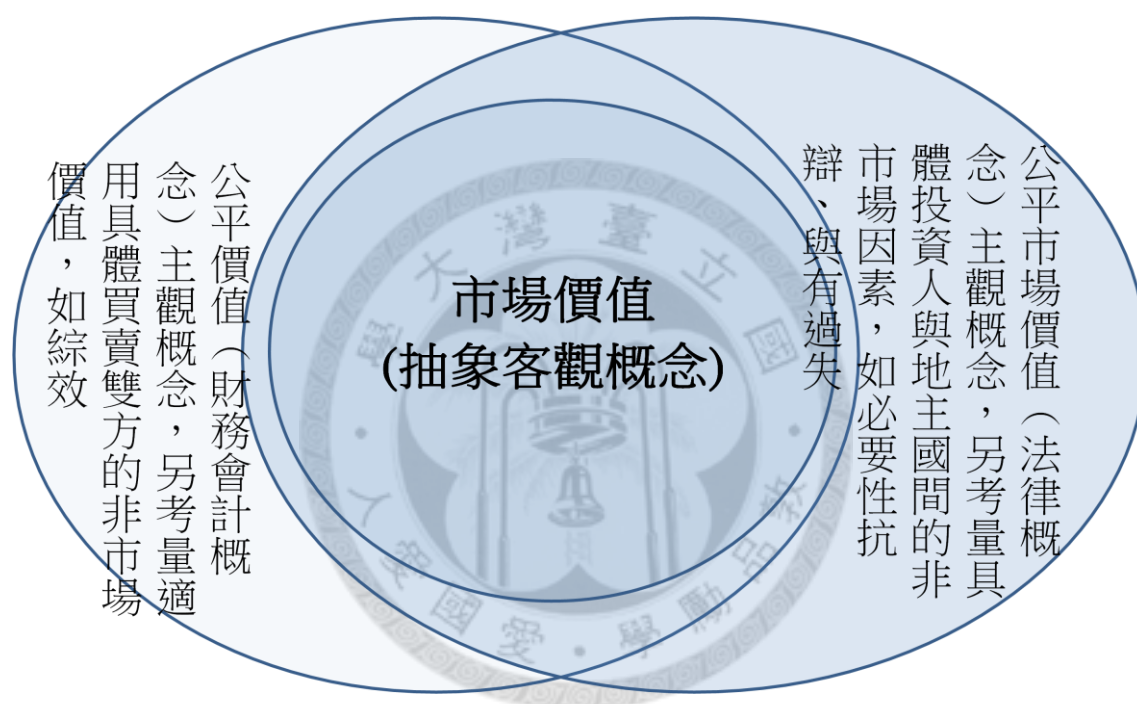


圖 8：市場價值、公平價值與公平市場價值之概念比較（作者自製）

第五節 公平市場價值作為徵收補償標準的解釋適用

第一項 評價基準期日的問題

在計算公平市場價值時，以該資產哪一期日的公平市場價值作為基礎亦為一重要議題。一個投資標的的價值在不同時間，內在會因供需及折舊等因素影響而有波動，外在也會因政治、社會和經濟的發展而有變動。在通常情況下，從引起

爭端的徵收發生，到仲裁判斷之作成，會經過一段期間，系爭投資的價值也會有差異，所以究竟該以徵收發生時日，還是以仲裁判斷作成時日的公平市價為評價？在徵收或違法的行政措施發生後的期後事件，是否應一並納入考量？甚至在逐步徵收的情形，投資價值的減損是經過一連串地主國的行政干預所累積而成，如何找出一個日期作為徵收發生的評價日？是否應該捨棄較近且較正確的資料，而從較久以前的角度為評價？在徵收案件中都常是雙方爭議的焦點。

第二項 投保條約徵收補償條款之規定

國際投資條約在徵收補償條款，通常會就評價時日有明文規定，如：

《美國 2012 年模範雙邊投資協定》(2012 U.S. Model Bilateral Investment Treaty，簡稱 U.S. Model BIT) 第 6 條第 2 項中明文：

2. The compensation referred to in paragraph 1(c) shall:...

(b) be equivalent to the fair market value of the expropriated investment **immediately before** the expropriation took place (“the date of expropriation”);

(c) not reflect any change in value occurring because the intended expropriation had become known earlier; (emphasis added)

我國與日本於 2011 年 9 月 22 日簽署、2012 年 1 月 22 日生效的台日投資協議中，第 12 條第 4 項亦有與 U.S. Model BIT 相類似的規定：「補償應與被徵收之投資於徵收公告或徵收發生時的公平市場價值相當，以較早發生之時點為準。該公平市場價值不應考量任何因徵收提前為公眾所知悉而造成之價值變動。」

《世銀投資待遇指南》第 4 條第 3 項的規定亦相去不遠：「如果補償是基於被徵收財產於徵收發生或徵收財產之決定為公眾所知悉前一刻的公平市場價值，則被

認為是『充分的』。」

由上述條文可知，通常在所有設有公平市場價值補償標準的條約或 BITs 中，所指者為徵收前一刻或徵收當時的公平市場價值。這個評價基準時的條件限制，意謂適用條約標準，是以徵收構成時可得之資訊與期待來核算該資產的公平市場價值，排除了附隨損失等期後事件（*ex post information*）納入考量的可能。

值得注意者，若徵收消息較早被揭露，則解釋上此消息造成被徵收投資市價的漲跌不應被納入考量，如此方能避免地主國利用在徵收公告後，往往造成被徵收投資市價下跌，而用較低價格徵收的不正當考量。¹⁵⁵例如古巴實行國有化前夕，許多銀行的價值已因國家禁止國營企業在該些銀行開戶或有任何商業往來的命令而大幅跌損。¹⁵⁶

承上述原則，若徵收是以法令的形式為之，則是以該法令的通過日，而非生效日為準，蓋法令之通過日為該徵收決定為公眾所知之日。例如在伊朗對美國一系列的仲裁案件中，伊朗乃是在 1979 年 6 月 25 日通過法令將該國境內的保險業國有化，故仲裁認定該日即為評價基準期日。¹⁵⁷

除徵收的消息所造成投資跌價的部分應加回外，其他政治，社會和經濟等環境因素，造成徵收公告之日至徵收實際生效之日間，被徵收投資市價的波動，則

¹⁵⁵ B Clagett, *Just Compensation in International Law: The Issues before the Iran-US Claims Tribunal*, in R Lillich (ed), *The Valuation of National Property in International Law*, vol 4 (Charlottesville: University Press of Virginia, 1987) 31,67, 69-70.

¹⁵⁶ See V Rabinowitz, *The Impact of the Cuban Nationalizations on Compensation and Valuation Standard*, in R Lillich (ed), *The Valuation of National Property in International Law*, vol 4 (Charlottesville: University Press of Virginia, 1987) 133, 142 et seq.

¹⁵⁷ *INA Corporation v. Islamic Republic of Iran*, Award No. 184-161-1, 8 IRAN-U.S. C.T.R. 373, 375 (August 13, 1985).

不應該納入考量。¹⁵⁸ 理由是因為這些因素對被徵收投資前景以及市價的影響，是無論有沒有該徵收行為，都會發生的，屬於投資人應承擔的商業風險之一部，政府毋需為其負責。然而，吾人應如何區分跌價係徵收所造成的，亦或是徵收以外其他政治因素所造成的？如何避免投資人反而因該徵收行為獲得額外利益？值得思考。

對於上述如何決定政治變遷下企業價值的問題，伊朗—美國仲裁庭提供了適當且有說服力的準則。在 *American International Group v. Iran* 一案中，該仲裁庭發展出了辨別與徵收相關因素的公式：

“In ascertaining the going concern value of an enterprise at a previous point in time for purpose of establishing the appropriate quantum of compensation for nationalization, it is—as already stated—necessary to exclude the effects of actions taken by the nationalizing State in relation to the enterprise which actions may have depressed its value. [...] On the other hand, prior changes in the general political, social and economic conditions which might have affected the enterprise’s business prospects as of the date the enterprise was taken should be considered. Whether such changes are ephemeral or long-term will determine the overall impact upon the value of the enterprise’s future prospects.”¹⁵⁹

根據上述觀點，吾人必須區分在徵收公告時至徵收實際生效時，導致價值減損的原因，究竟是因為國家行為，亦或是由於政治社會和經濟環境條件的改變。若是前者，則該減損的結果應被排除，否則國家即因自身的違法行為而受益；若

¹⁵⁸ *American International Group, Inc., et al., v. The Islamic Republic of Iran, et al.*, Award No. 93-2-3, 4 IRAN-U.S. C.T.R. 96, 107 (Dec. 19, 1983).

¹⁵⁹ *Id.*

係後者，則屬於商業風險的範圍，投資人應自行承受該跌價的不利益。然而，這個公式在實際運用時，仍然相當困難。即便在 *American International Group v. Iran* 中，也承認只能得出近似值 (approximation)，¹⁶⁰ 而在考量所有與本案相關的因素後，給予一千億美金的總金額，並未詳細說明各種因素所造成的影響具體金額為何。¹⁶¹ 不過，該區分原則在 Iran-US Claims Tribunal 的後續案件中持續被引用，也可用於其他國際投資仲裁案件中。¹⁶²

第三項 *CDSE v. Costa Rica (2000)*

Compañía del Desarrollo de Santa Elena, S.A. v. The Republic of Costa Rica 一案 (2000) 中，地主國哥斯大黎加於 1978 年以增加國家公園面積保護稀有動物為理由，發布了一徵收命令，徵收了 CDSE 公司為開發旅遊景點及住宅，於 1970 年以 39 萬 5 千美金所購置的長達 30 公里海岸線的土地。為對該徵收進行補償，哥國政府提出了約 190 萬美金的補償金，CDSE 對於徵收並不反對，惟該公司根據其委託的專家鑑價後，主張哥國政府應給予 640 萬美金的補償金。雙方就補償金額的爭議於該國法院纏訟多年，最後在美國政府的壓力下，哥國政府方才同意將該案交付國際仲裁，仲裁庭於 1998 年組成。¹⁶³

在仲裁案審理時，申請人 CDSE 主張應按 1998 年系爭土地的公平市場價值約 4 千億美金計算補償金，被仲裁庭駁回。仲裁庭認為應以政府干預措施致所有權被

¹⁶⁰ *Id.*

¹⁶¹ *Id.*, at 109.

¹⁶² Marboe, *supra* note 11, para. 3.259.

¹⁶³ *Compañía del Desarrollo de Santa Elena, S.A. v. Costa Rica*, ICSID Case No. ARB/96/1, Final Award, Feb. 17, 2000.

剝奪或事實上無法所用之時作為評價基準時。¹⁶⁴ 本文中，縱 CSDE 公司在 1978 年徵收命令發布後，仍事實上占有系爭土地，但系爭土地自該時點起終局性地喪失經濟價值，故應以 1978 年為評價基準時，即該時點之後的土地增值即不應納入考量。¹⁶⁵ 最後仲裁庭取了雙方主張 1978 年系爭土地公平市價的平均值(splitting the baby)，亦即 415 萬美金作為徵收時系爭財產的市價。¹⁶⁶ 這個數字雖遠遠低於 CSDE 公司的預期，但加計複利後，仲裁庭最後仍判哥國政府應為 1978 年的徵收給付 1600 萬美金的補償金。¹⁶⁷

第四項 間接徵收評價時點之判斷

評價基準日的判斷在間接徵收案型特別困難，例如間接徵收中的逐步徵收，地主國是在一段期間透過一系列的作為或不作為逐步達成徵收的效果，而在這段期間，投資的公平市價可能會有相當大幅度的改變（通常情況是資產價值嚴重跌價）。若是採較後期的命令或法律通過的時間點作為徵收時點及評價基準時，則地主國便可能只須給付較少的補償金。

在實務上，仲裁庭也有將逐步徵收的徵收時點認定在較晚階段的傾向，亦即財產權的剝奪已經到了不可回覆的情況。這通常意謂評價基準日也會落在地主國一連串作為與不作為的末期，地主國易藉該類措施所造成的資產價值下降而獲利。

168

¹⁶⁴ *Id.*, para.78.

¹⁶⁵ *Id.*, paras. 80-81.

¹⁶⁶ *Id.*, para. 95.

¹⁶⁷ *Id.*, para. 111.

¹⁶⁸ See e.g., *International Technical Products v. Iran*, 9 Iran-US CTR (1985) 206, 240-1; *Foremost Tehran Inc et al v. Iran*, 10 Iran-US CTR (1986) 228, 249; *Phillips Petroleum Company v. Iran*, *supra* note 93, 116.

針對這樣不合理的情況，有學者指出，在逐步徵收或結果徵收（Consequential expropriation）的情形，應將徵收發生日與評價基準日予以區分，亦即將評價基準日認定在地主國一連串措施的初始階段，以預防地主國從支付跌價後資產的公平市價獲利的情形。¹⁶⁹惟本文認為這樣的作法難以符合大部分條約中以徵收或徵收前一刻的公平市價規定，也非必要。針對間接徵收的問題，只要回歸前述合法與非法徵收的情況分別處理即可，毋需另外分類：合法徵收的情況，評價時雖以徵收發生時點為評價基準日，但仍應考量徵收發生前地主國行為對資產價值的影響；非法徵收的情況，則可按 ILC Articles 第 15 條有關複合行為違背義務（Breach consisting of a composite act）的規定，¹⁷⁰直接認定一系列違背國際義務的作為與不作為最初發生時起，即為該不法行為的構成時點。換言之，仲裁庭在非法逐步徵收的案件上，應按此聯大決議將徵收發生時點認定在一系列作為與不作為的最初階段，而非最後階段，¹⁷¹以加重地主國對其非法行為所應負的責任。

¹⁶⁹ M Reisman and R Sloane, *Indirect Expropriation and its Valuation in the BIT Generation*, 74 BYIL 115, 140 (2003).

¹⁷⁰ Article 15 of the Responsibility of States for Internationally Wrongful Act, Resolution of the GA of the UN of 21 Dec. 2001, A/Res/56/83:

Breach consisting of a composite act

1. The breach of an international obligation by a State through a series of actions or omissions defined in aggregate as wrongful occurs when the action or omission occurs which, taken with the other actions or omissions, is sufficient to constitute the wrongful act.

2. In such a case, the breach extends over the entire period starting with the first of the actions or omissions of the series and lasts for as long as these actions or omissions are repeated and remain not in conformity with the international obligation.

¹⁷¹ See Marboe, *supra* note 11, para. 3.287.

第四章 公平市場價值適用於損害賠償案件的判斷

前面一章論證公平市場價值廣泛為投保條約徵收條款採用為補償標準，並說明其概念內涵及適用原則。本章則將分析在「非法徵收」與「非屬徵收之其他條約違反」的案型中，儘管應循習慣國際法的損害賠償原則具體主觀地給予投資人完全損害填補，但公平市場價值標準仍可能被仲裁庭採取作為賠償標準。惟於損害賠償脈絡適用時，評價時點及適用之舉證程度與在徵收補償脈絡時有所不同，應予注意。

第一節 非法徵收案件的適用

第一項 法源依據

公平市場價值標準可否適用於非法徵收情形的問題，在「一般 BIT 徵收補償標準適用範圍僅限於合法徵收，而不及於非法徵收」的見解被仲裁庭實務廣為採納後，有認為條約所訂的公平市場價值標準就因此不能適用於非法徵收案件。¹⁷²惟本文觀察仲裁庭近年來的案件發現，雖無法條明文，但透過國際法的賠償原則，公平市場價值標準仍間接地適用，成為非法徵收損害賠償的標準。

在選擇賠償準據法的議題上，在 *ADC v. Hungary* (2006) 和 *Siemens v. Argentina* (2007) 等案件後（詳第二章介紹），一般對「條約的徵收補償標準僅針對合法徵收為規範，其規範範圍不及於非法徵收」的主張已有共識，¹⁷³申請人的律師多會優先主張系爭徵收非法，又條約所定的徵收補償標準不及於非法徵收，應適用習慣國際法中 *Chorzów Factory* 案所立下的「完全損害填補」（full reparation）賠償標

¹⁷² Marboe, *supra* note 12, at 726.

¹⁷³ Charles N. Brower & Michael Ottolenghi, *Damages in Investor-State Arbitration*, 4(6) *Transnat'l Dispute Mgmt.* 4 (Nov. 2007).

準。¹⁷⁴ 仲裁庭在認定徵收係非法後，亦會採申請人的主張，適用習慣國際法的標準。¹⁷⁵

PCIJ 在 1928 年所作出的 *Chorzów Factory* 案判決，同樣認定被告波蘭政府的徵收行為為非法徵收，該判決所立下的回復原狀賠償標準，後經案例及學說的發展，實際操作大略如下：

申請人有權獲得如下之救濟：

(i) 回復原狀或相當於回復措施的金錢補償，該數額以下列較高者計之

(a) 系爭資產於徵收時的市場價值並加計複利利息；

(b) 系爭資產時價；

加上(ii)對前項回復原狀或相當金額未能涵蓋損失之損害賠償。

(i) 與(ii) 兩項的總合，必須使申請人所處狀態與假設其投資未被徵收所應有之狀態相等。¹⁷⁶

由此可知，在賠償標準準據法為習慣國際法中的 *Chorzów Factory* 案情況下，對徵收所致損失的衡量標準，仍可能為該投資的公平市場價值。

¹⁷⁴ See e.g., *Waguih Elie George Siag & Clorinda Vecchi v. Arab Republic of Egypt*, ICSID Case No. ARB/05/15, Award, June 1, 2009, at paras. 515-517.

¹⁷⁵ *Id.*, at paras. 539-542.

¹⁷⁶ *Id.*, at para. 517. (“...entitled to be compensated by (i) restitution or its monetary equivalent measured as the higher of (a) the market value of the asset at the time of the expropriation plus compound interest or (b) the current value of the asset; plus (ii) damages for losses not covered by restitution in kind or its monetary equivalent. The combination of measures (i) and (ii) was expressed to be necessary to place the Claimants in the same position which they would have been in but for the expropriation of their investment.”)

該案所立下之原則及標準，後亦被法典化在 ILC Articles 第 31 條(Reparation)¹⁷⁷及第 36 條 (Compensation) 中¹⁷⁸，成為 ICSID 仲裁庭在選擇國家非法行為賠償準據法時，一併引用的國際法條文。¹⁷⁹ILC Articles 雖僅是指導性文件，沒有國際法上的法律拘束力，但在投資仲裁實務中屢被引用，相當有參考價值。

第二項 解釋適用

非法徵收此一類型可分為兩種情況：一種係地主國之系爭措施僅涉及條約徵收條款違反的非法徵收，而不同時構成其他條約違反；另一種係除構成非法徵收外，尚違反條約中其他條款。前者發生的情況相對較少，因非法徵收一旦構成，即意謂地主國的措施具有不符公共利益、正當法律程序或恣意禁止等情事，在仲裁庭的判斷中，很難不同時構成其他條約條款如公平公正待遇的違反。

其實，隨著專制政權與共產主義國家逐漸瓦解，加上各國政府紛紛致力於吸引外國投資發展國內經濟，大型而全面的國有化以及一次性剝奪所有權的直接徵收等態樣，在近二十年來 ICSID 仲裁庭的案例中，幾乎已不復見。取而代之者係

¹⁷⁷ Article 31. Reparation

1. The responsible State is under an obligation to make **full reparation** for the injury **caused by** the internationally wrongful act.

2. Injury includes any damage, whether material or moral, **caused by** the internationally wrongful act of a State. (Emphasis added).

¹⁷⁸ Article 36. Compensation

1. The State responsible for an internationally wrongful act is under an obligation to compensate for the **damage caused thereby**, insofar as such damage is not made good by restitution.

2. The compensation shall cover any financially assessable damage including **loss of profits** insofar as it is established. (Emphasis added).

¹⁷⁹ See, e.g., *Vivendi v. Argentina*, *supra* note 8, at paras.8.2.2-7.

不涉及所有權剝奪的間接徵收，以及非一次性、由許多措施累積而成的逐步徵收等案型。

值得注意者，這種現今最常引起爭議的間接徵收案型，有認為與公平公正待遇的違反間，所異者僅為經濟利益剝奪或限制的程度高低，而無本質上的差異。蓋從經濟分析的觀點，間接徵收係指國家透過行政或立法程序，單方改變契約條款，使投資人儘管仍擁有對其財產或企業的所有權，卻無法享有該財產或企業所生的預期利益；相似的，不正待遇係指國家的措施或不作為，部分剝奪了投資人因持有系爭資產而可預期享有的收益，或造成額外的成本負擔。從而，就財務經濟方面而言，兩者對投資人的影響本質上並無不同。

在地主國一措施違反包括徵收在內數條約條款的競合議題上，由於非法徵收對投資人實際經濟利益的侵害程度最為嚴重，仲裁庭在損害賠償金的計算上，通常會優先審理徵收一項所造成的損害；若認其他條約違反所致之損害，已包含在徵收損害範圍裡(compensation for expropriation presumably covered all losses)，則無需再就該等損害另外核予賠償金，否則即有重複賠償的可能。¹⁸⁰

第三項 期後事件應納入考量

以徵收時為評價期日的規定，僅適用在合法徵收，亦即地主國未違反其他條約義務，徵收也符合公共目的，正當法律程序及非歧視等要件，雙方僅就補償金的給予有爭議的情形，此為大部份投保協定，關於基準期日的規定，多在補充說明補償規定，脈絡解釋的結果。在非法徵收的情形，由於相當於多數條約和協定未明文，但由於已構成條約的違反，國家按國際法應有責任對投資人充分賠償其因此所受之金錢損害。¹⁸¹亦即，評估比較實際投資人被徵收後的財務狀況，與若

¹⁸⁰ See e.g., *Siemens v. Argentina*, *supra* note 8.

¹⁸¹ See e.g., *Kinnear*, *supra* note 71, at 558-559.

無該徵收發生時，該投資人可能財務狀況的差異，給予相當於該差異的賠償金額。由於該差異比較發生在仲裁判斷作成時，故評價基準日亦應為該日。¹⁸²

實務上 PCIJ 最早在 *Chorzow Factory* 一案中，即針對非法徵收類型的案件，採用推遲評價基準日至仲裁判斷作成時的做法；¹⁸³ ICSID 仲裁庭在 *ADC v. Hungary*¹⁸⁴ 及 *Siemens v. Argentina*¹⁸⁵ 等案中，也引用了相同的判斷標準。亦即，為盡可能達到回復原狀 (*restituteio in integrum*) 的效果，評價專家應該盡可能去還原仲裁判斷作成時，若無該非法徵收的實行，該企業可能的財務狀況。惟欲達成上述目的，應就兩個時點投資的公平市價分別進行評價，亦即徵收發生時及仲裁判斷作成時，後擇一價值較高者為評價基準日，如此方能確保投資人可享有資產價值增加的利益，卻不會受投資價值隨著時間的經過而減損，逕以仲裁判斷時為評價基準日，反而會有不利投資人的情況出現，確保賠償體系所能得到的保障程度不會低於補償。

按上述國際法原則適用公平市場價值標準，相較於合法徵收的特色為：應將期後事件 (*ex post information*) 所造成的影響一併納入考量。¹⁸⁶ 亦即 (1) 若系爭投資在仲裁判斷作成時之市場價值反較被徵收時高，則應以仲裁判斷作成時為評價基準日；(2) 徵收發生後若有後續其他因該徵收行為所致生之其他損害，則亦應一併納入損害賠償計算項目 (*heads of damages*) 考量；(3) 近年來的非法徵收多為並未剝奪投資人所有權的間接徵收，因此若系爭投資仍具有殘值 (*residual value*)，則應將

¹⁸² Marboe, *supra* note 11, para. 3.266.

¹⁸³ *Case Concerning the Factory at Chorzow*, *supra* note 73, 51-2.

¹⁸⁴ *ADC v. Hungary*, *supra* note 61, para 497.

¹⁸⁵ *Siemens v. Argentina*, *supra* note 8, para 353.

¹⁸⁶ 惟法理上，申請人仍應就系爭措施所造成徵收後附隨損害結果間的因果關係負舉證責任。

殘值部分從賠償金額中扣除。

第二節 非屬徵收案件的適用

第一項 法源依據

除了合法與非法徵收案件外，公平市場價值標準也會被適用於違反程度尚未構成徵收的其他條約違反案中，例如 *Myers v. Canada* (2002) 案、*Pope & Talbot v. Canada* (2002) 案、*Feldman v. Mexico* (2002) 案、*CMS v. Argentina* (2005) 案、*Azurix v. Argentina* (2006) 案和 *Vivendi v. Argentina* (2007)，都是仲裁庭認為不構成徵收，但仍適用公平市場價值作為賠償標準的案例。

然而，其實在幾乎所有的投資保障條約中，都沒有特別明文對於非徵收的條約違反（通常是公平公正待遇、最低標準待遇、國民待遇或最惠國待遇條款的違反）損害賠償基礎為何。¹⁸⁷ 審理案件時，多數仲裁庭會認為投資條約當中對於徵收補償標準以外的空白，是有意要給予仲裁庭在處理非徵收的條約違反時，有相當程度的裁量空間去形成救濟方式，¹⁸⁸ 例如 *S.D. Myers v. Canada* 的仲裁庭即有如下推論：「...NAFTA 條約的起草者系有意保留開放空間，讓仲裁庭在考量國際法及 NAFTA 條款的原則後，決定一適合系爭案件特定事實背景的賠償措施。¹⁸⁹」

相對於徵收是傳統投資爭議的焦點，其補償標準，在經過 PCIJ、1970 年代能

¹⁸⁷ Kinnear, *supra* note 71.

¹⁸⁸ *See Id.*, p. 551.

¹⁸⁹ *See S.D. Myers, Inc v. Government of Canada* (“SD Myers II”), UNCITRAL, Second Partial Award, Oct. 21, 2002, para. 309; *Marvin Roy Feldman v. United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/99/1, Award, Dec. 16, 2002, para. 195. (“...the drafters of the NAFTA intended to leave it open to tribunals to determine a measure of compensation appropriate to the specific circumstances of the case, taking into account the principles of both international law and the provisions of the NAFTA.”)

源產業的大型國有化及 Iran-US Claims 仲裁庭等超過 100 年各式國際法庭或仲裁庭案例的經驗累積，已是相當成熟穩定；徵收以外的國際義務，雖傳統上習慣國際法亦肯認地主國應給予外國投資人符合國際最低標準待遇(international minimum standard)，但違反該責任的賠償標準，卻鮮少被討論，直至近一二十年 BIT 的廣泛簽署後，才逐漸受到重視。¹⁹⁰觀察近年來 ICSID 仲裁庭的案例可發現，該仲裁庭正用漸進的方式，去嘗試在既有的徵收補償標準或國際公法原則的基礎上，建構出對於非徵收違反的賠償方式。從而，前一節所述於非法徵收案型所引用的 ILC Article 第 31 條的賠償原則及第 36 條的補償標準，在非徵收案型的審理中，也常被仲裁庭引為準據法。

至今，公平市場價值標準在此類案型的適用情況，以違反所致損害結果的重要性及長遠性判斷，可分為下列兩種子類型討論：

第二項 侵害結果尚不構成一投資重要且長遠的損失或剝奪

在此種類型中，各種損害賠償項的數額相對較具體，也較無涉企業本身營運價值的減損，申請人若提出以公平市場價值為損害賠償標準，仲裁庭採納的可能較小；而多就申請人所提出的各種損害賠償項諸如實際投資金額(investment expenditures)、實際費用(Out of pocket expenses)、應退增值稅額(VAT)、沉沒成本(sunk costs)逐一判斷與系爭違法措施間有無因果關係。

Marvin Feldman v. Mexico(2002)案裡，仲裁庭認定地主國墨西哥未給付應退稅額給申請人，構成國民待遇條款的違反。因該項稅額得明確地界定，也就很自然地成為評估損害額的基礎，從而駁回申請人所提出，以公平市場價值作為損害賠償額衡量基礎的主張。¹⁹¹

¹⁹⁰ M. Sornarajah, THE INTERNATIONAL LAW ON FOREIGN INVESTMENT 334-35 (2010).

¹⁹¹ *Marvin Feldman v. Mexico* (2002), at para. 194.

Occidental v. Ecuador 案 (2004)，¹⁹²也是涉及地主國厄瓜多的稅捐機關，以決議方式拒絕履行按與申請人所訂契約的增值稅(Value-Added Tax, VAT)退稅，仲裁庭認定地主國違反系爭 Ecuador – United States BIT 中國民待遇和公平公正待遇條款，核予地主國應賠償申請人其已請求但被拒絕，以及尚未請求但地主國應付的增值稅款。由於該增值稅款為相對明確的金額 (easily ascertainable monetary amount)，與企業的價值無關，仲裁庭似認為不涉損害鑑價的議題，故仲裁判斷裡未有任何賠償標準的討論。

較近一則拒絕採用公平市場價值標準的案例為 *LG&E Energy v. Argentine* (2007)，該案仲裁庭在 2004 年和 2006 年分別就管轄權 (Objections to Jurisdiction)¹⁹³和責任成立 (Liability)¹⁹⁴的爭點作成認定 (Decision)，於 2007 年作成的仲裁判斷 (Award)¹⁹⁵中，僅處理損害賠償 (Damages) 的爭點，從而就損害賠償原則的選擇，論述架構完整且詳細；且其所作成的結論：「拒採公平市場價值作為本案賠償標準」(The inapplicability of fair market value as the Measure of compensation)、
「[本案]適當補償標準為系爭不法行為『所致』之『實際損失』」(The “Actual Loss” incurred “as a result” of the wrongful acts as the appropriate measure of compensation)，也相當能支持本文對於此類型案件賠償標準的見解。

¹⁹² *Occidental Exploration and Production Company v. The Republic of Ecuador*, LCIA Case No. UN3467, Final Award, Jul 1, 2004.

¹⁹³ *LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp. and LG&E International Inc. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/1, Decision of the Arbitral Tribunal on Objections to Jurisdiction, April 30, 2004.

¹⁹⁴ *LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp. and LG&E International Inc. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/1, Decision on Liability, October 3, 2006.

¹⁹⁵ *LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp. and LG&E International Inc. v. Argentine Republic*, *supra* note 63.

LG&E Energy v. Argentine (2007)的申請人比較了其所持有系爭天然氣運輸公司於系爭阿根廷措施施行前後股票的公平市場價值，用該股價的跌價估算其損害額。¹⁹⁶儘管被告阿根廷政府未就申請人所主張方式的採用（而僅就該方法的執行方式）提出爭執，仲裁庭仍以公平市場價值標準僅適合於徵收這種申請人就其投資喪失所有權或干預財產權的措施導致了相當於投資全部損失的情形，然而系爭案件的股價在2001、02年經濟危機大跌後已有回升，損失並非終局性，投資也未因此就終止，足證不具徵收性質為由，駁回了申請人的主張。¹⁹⁷

LG&E Damages Award 仲裁庭又進而將本案與 *Azurix v. Argentina* 案和 *CMS v. Argentina* 案的情況作區分，（在此二仲裁判斷中，儘管地主國的措施不構成徵收，但仲裁庭皆採用公平市場價值標準。）認本案不似 *Azurix* 案的違反，導致特許權的終止（termination of the concession）；亦不似 *CMS* 案的違反，其「重要且長期的損失」相當確定且有適當的證據證明。¹⁹⁸

在論述《NAFTA》條文中對於徵收以外補償標準的空白，係給予仲裁庭裁量空間選法後，*LG&E Damages Award* 仲裁庭引用 ILC Articles 第36條，認補償的標準在於認定系爭國家不法行為所致之實際損失，以及有充分證據支持的獲利損失（loss profit）。對於何謂「所致損失」（damage caused），仲裁庭引用了 *Lusitania* 案中的定義：

¹⁹⁶ *Id.*, at paras.10-17, 33-34.

¹⁹⁷ *Id.*, at para. 35 (“[T]his type of valuation is appropriate in cases of expropriation in which the claimants have lost the title to their investment or when interference with property rights has led to a loss equivalent to the total loss of investment. However, this is not the case.”)

¹⁹⁸ *Id.*, para. 39 (“In *Azurix v. Argentina* the tribunal decided that compensation based on the fair market value of the Concession would be appropriate, particularly since the Province has taken it over. The tribunal in *CMS v. Argentina* noted that While this standard [FMV] figures prominently in respect to expropriation, it is not excluded that it might also be appropriate for breaches different from expropriation if their effect results in important long-term losses.”)

「損害賠償此一基礎概念係指...對一所受損失的填補，一經司法機關確認對不法行為的補償。此救濟方式應相當於該損失，從而受害方得以回復至完整的狀態。」（“The fundamental concept of ‘damage’ is ... reparation for a loss suffered; a judicially ascertained compensation for wrong. The remedy should be commensurate with the loss, so that the injured party may be made whole.”）¹⁹⁹

繼而，仲裁庭認為在本案必須釐清者係：認定投資人因阿根廷政府行為所致的實際損失為何，亦即因果關係的判斷。申請人 LG&E 公司倘如其他外國投資人般，在系爭措施造成被投資公司股價下跌時即賣出股票，該股價的跌價即可認定為 LG&E 公司的損失；現在其持有股票的股價在經濟危機後已有回升，損失認定的基礎即不復存在。²⁰⁰然而，系爭措施造成特許公司的營收大幅下滑，導致分配給股東的股利減少，就仲裁庭的觀點，「若無系爭措施的實行，則可獲分配的股利數額」(the amount of dividends that could have been received but for the adoption of the measures) 即為評估本案申請人實際損害的方式。

第三項 侵害累積結果構成一投資重要且長遠的損失或剝奪

雖無徵收條款的違反，但地主國的措施或不作為，構成其他條約條款之違反，其結果嚴重致投資人所持有的投資或財產價值全部或近乎全部損失，則仲裁庭在同樣條約未為規定、裁量選法的情況下，多半會類推適用徵收補償的公平市場價

¹⁹⁹ *Id.*, at para. 42. See also, *Opinion in the Lusitania Cases*, UNRIAA, vol. VII, p. 39 (emphasis in original). Draft Articles on Responsibility of States for Internationally Wrongful Acts with Commentaries, United Nations (2005) (*ILC Commentary*), Article 36(3), p. 245.

²⁰⁰ *Id.*, at para. 47.

值標準。²⁰¹如 *CMS v. Argentina* 案(2005)的仲裁庭，即以「條約違反之累積效果是否導致長期且重要的損失」，區別其與 *Marvin Feldman v. Mexico* 案(2002)仲裁庭適用補償標準的差異：

本案所討論條約違犯的累積性質，憑藉公平市場標準最能夠處理之。儘管該標準主要是適用在徵收類型的估算上，設若該等違犯之累積效果導致重要的長期性損失，該標準並沒有排除徵收以外條約違反適用的可能。 (“...the cumulative nature of the breaches discussed here is best dealt with by resorting to the standard of fair market value. While this standard figures prominently in respect of expropriation, it is not excluded that it might also be appropriate for breaches different from expropriation if their effect results in important long-term losses.”)²⁰²

其實，這樣在探究所致損害的性質與重要程度後，適用公平市場價值標準的見解，也獲得其它審理背景事實類似，即大型能源公司與阿根廷政府就天然氣投資糾紛之特設仲裁庭的仲裁判斷（以下簡稱「對阿根廷天然氣系列仲裁判斷」）引用與肯認。²⁰³

對阿根廷天然氣系列仲裁判斷之所以重要，在於：首先，這一系列仲裁判斷的案件事實涵蓋了 Doak Bishop、Michael Reisman 和 James Crawford 等人所稱「絕對標準」（absolute standards，即公平公正待遇、完整保護與安全、恣意待遇禁止、

²⁰¹ Kinnear, *supra* note 71, at 562.

²⁰² *CMS Gas Transmission Company v. The Republic of Argentina*, ICSID Case No. ARB/01/8, Award, May 12, 2005, at para. 410.

²⁰³ Argentina Awards include *CMS Gas Transmission Co. v. Argentina, Id*; *Azurix Corp. v. Argentina*, *supra* note 8; *Enron and Ponderosa Assets v. Argentina*, *supra* note 8; *LG&E v. Argentina*, ICSID Case No. ARB/02/1, *supra* note 63; *Sempra Energy v. Argentina*, *supra* note 8.

歧視待遇禁止及傘狀條款等)²⁰⁴類型的違反；其次，這些仲裁判斷對於損害填補的相關處理原則（principles applicable to reparation）均提供相當篇幅的詳實論述；最後，這些仲裁判斷中，所有特設仲裁庭均不認為阿根廷政府對系爭投資之立法限制行為構成徵收。

在 *Azurix Corp. v. Argentina* 案中，仲裁庭認阿根廷違反公平公正待遇、恣意措施禁止、完整保護與安全等條款，且因申請人對其所投資公司的所有權未受有影響，仲裁庭不認為構成徵收；惟仲裁庭基於申請人所擁有之飲用水輸送及汗水處理特許權已經終止，又 NAFTA 賠償標準相關規定之空白，認為依裁量類推適用公平市場價值標準係屬適當。²⁰⁵

在 *Enron v. Argentina* 案(2007)仲裁判斷中，該案仲裁庭先論述公平公正待遇的違反與間接徵收的構成間，界線相當細微，從而在這些情形下，補償標準應可類推；再基於本案所成立違反責任的累積性質，仲裁庭認為在本案中適用公平市場價值標準定其補償金額洵屬適當。²⁰⁶惟與 *Enron* 仲裁庭與 CMS 撤銷委員會，皆未對何謂「累積性質」(cumulative nature)作進一步說明。有律師比較只認定違反一個 BIT 條款的 *Marvin Feldman v. Mexico* 案後，推測累積性質似乎是指有超過一個 BIT

²⁰⁴ See D. Bishop, J. Crawford, & M.W. Reisman, *Foreign Investment Disputes: Cases, Materials and Commentary* ch. 9 (2005).

²⁰⁵ See generally, *Azurix Corp. v. Argentina*, *supra* note 8, paras. 419-424.

²⁰⁶ *Enron v. Argentine*, *supra* note 8, para. 363. (the line separating indirect expropriation from the breach of fair and equitable treatment can be rather thin and in those circumstances the standard of compensation can also be similar on one or the other side of the line. Given the cumulative nature of the breaches that have resulted in a finding of liability, the Tribunal believes that in this case it is appropriate to apply the fair market value to the determination of compensation.)

條款的違反。²⁰⁷惟本文認為條約違反的多少，並不能完全反應地主國措施對投資人侵害程度的高低，蓋許多條款的保護範圍都有重疊，仲裁庭可能在不影響補償額的前提下，認定了一個涵蓋面較廣的條款後，就不審理其他投資人主張的條款是否被違反。²⁰⁸因此，本文認為，在累積性質的判斷，還是得從損害結果相關事實的質與量綜合判斷。

Enron v. Argentina 案在認定該案不構成徵收、指出條約未明定除徵收外的損害賠償標準、引述其他仲裁庭認為「補償係非屬徵收違反損害填補的適當標準」見解後，亦認為該違反造成系爭投資「顯著瓦解」(significant disruption)時，公平公正待遇的違反與間接徵收或其他型態的徵收實難以區分，從而適用相同的損害填補的標準(standard of reparation)，也就是公平市場價值標準，洵屬合理。²⁰⁹該案仲裁庭後比較申請人於1996年及後續在阿根廷的投資，在有阿根廷2002年1月的措施(簡稱「有違反」，with breach)及無該等措施時(簡稱「無違反」，without breach)公平市場價值的差額，去認定該案中申請人的損失(“but for test”)。²¹⁰

²⁰⁷ Kathryn Khamsi, *Compensation for Non-expropriatory Investment Treaty Breaches in the Argentine Gas Sector Cases: Issues and Implications*, in Michael Waibel et al, eds., *THE BACKLASH AGAINST INVESTMENT ARBITRATION: PERCEPTIONS AND REALITY* (Kluwer Law, 2010).

²⁰⁸ See e.g., *Occidental Petroleum Corporation and Occidental Exploration and Production Company v. The Republic of Ecuador*, ICSID Case No. ARB/06/11, Award, Oct 5, 2012, at 456.

²⁰⁹ *Sempra Energy v. Argentina*, *supra* note 8, at para. 403. (...compensation is the appropriate standard of reparation in respect of breaches other than expropriation, particularly if such breaches cause significant disruption to the investment made. In such cases it might be very difficult to distinguish the breach of fair and equitable treatment from indirect expropriation or other forms of taking and it is thus reasonable that the standard of reparation might be the same.)

²¹⁰ *Id.*, at para. 404. (“...fair market value would be the most appropriate standard to apply in this case to establish the value of the losses, if any, suffered by the Claimant as a result of the Treaty breaches which occurred, by comparing the fair market value of the companies concerned with and without the measures adopted by Argentina in January 2002.”)

相對於 *CMS*、*Enron*、*Sempra* 和 *Azurix* 等四個案子，仲裁庭似以類推適用條約中徵收補償標準的方式適用公平市場價值；另外一個案子，也是惟一一個不透過 ICSID，而透過 UNCITRAL 仲裁程序的 *BG Group v. Argentina* 案，則採取較嚴格的標準解釋條約，認條約的補償標準僅限用於徵收，對於非徵收的條約違反，應從習慣國際法中 *Chorzów Factory* 和 ILC Articles 的賠償原則中，推導出公平市場價值標準的適用。²¹¹

按 *BG Group v. Argentina* 仲裁庭的推論，儘管 *Chorzów Factory* 案原先也是處理非法徵收，但其所定下的損害填補標準，藉由 ILC Articles 第 31 條，有效性和適用範圍已經增強與擴大，擴及包含非法徵收在內的所有國際不法行為 (internationally wrongful act)。且由於該條文明定國家應對「因其國際不法行為所致損害」(injury caused by the internationally wrongful act) 負完整損害填補責任，故任何「過於間接、遙遠且不確定，以致無法鑑定」(too indirect, remote, and uncertain to be appraised) 的賠償金即應排除，否則任何損害賠償金即過於臆測，不合於 (run afoul of) ILC Articles 所定完整損害填補的原則。²¹²

儘管該案對於肯定透過國際法適用公平市場價值標準具有重要意義，惟 *BG Group v. Argentina* 仲裁庭似理所當然認為公平市場價值標準即是 *Chorzów Factory* 和 ILC Article 賠償原則的賠償金計算標準，至於為何有此結果，相關論述有所不足，實為可惜。

總之，對阿根廷天然氣系列仲裁判斷共六個仲裁判斷中，僅 LG&E 案的仲裁庭，拒絕採用公平市場價值，而採用實際損失作為賠償標準。從結論上看似與其於五個案子的仲裁判斷有不一致，但如前所述，該案仲裁庭的論理，係認為該案

²¹¹ *BG Grp. PLC v. The Republic of Argentina*, supra note 8, para. 421-422.

²¹² *Id.*, para. 423-429.

申請人所受到的損失並非終局性，與其餘五個案子的仲裁庭認定申請人所受損害係「重要且長遠的」終究有質與量的差異，不同情況為不同判斷。如此也印證仲裁庭在選法上，並非機械性地操作，而是充分運用條約空白的裁量空間，就個案背景之差別具體判斷之。

第三節 三種不同類型案件的比較分析

觀察整理合法徵收、非法徵收及非屬徵收等三種案件類型後，可以發現：

(1) 仲裁庭在適用公平市價標準時，有直接適用(條約徵收補償標準)、類推適用(條約徵收補償標準)及間接適用(國際法損害填補標準)三種方式；

(2) 主張適用時的舉證程度及審查密度也依類型不同由低至高。在合法徵收時，應推定適用公平市場價值標準；非法徵收時，申請人一但主張即應適用；非屬徵收情形，申請人則須舉證證明系爭違反條約的措施，違反的累積結果構成一財產的全部損失或剝奪，方能適用公平市場價值標準；

(3) 通常的條約徵收補償標準與國際法上不法行為的損害填補標準，在適用公平市場價值時最大的差別，在於評價基準時(Date of Valuation)，亦即應否將徵收後，仲裁判斷作成前所發生的附隨損害(consequential damages)²¹³及財產價值上升的部

²¹³ 附隨損害為附隨於人身權利侵害或物的所有權侵害而發生的經濟上損害，與純粹經濟上損失應予區別。例如著名英國判例 Spartan Steel 一案中，被告因過失挖斷電力公司之電纜，致申請人之工廠停電十四個小時，則申請人所有鍋爐中正在冶煉的鐵塊，因停電而發生化學變化導致損毀之價額，為所有權受侵害。該等鐵塊如冶煉完成，將因出售所可得之利益，則為附隨於該所有權受侵害所生之附隨經濟上損失。至於鍋爐中原本準備冶煉的另外四個鐵塊，本身並未受有損害，但如果沒有停電，將可冶煉完成並出售之利益，則為純粹經濟上損失。英國貴族院(House of Lords)認為，申請人得請求賠償冶煉中的鐵塊所有權損害，以及附隨於該鐵塊所有權受侵害所生之營業利益損失(即附隨經濟上損失)，但不得請求賠償尚未冶煉的鐵塊未能及時冶煉並出售得利的純粹經濟上損失。案例轉引自邱琦，純粹經濟上損失，台灣高等法院 100 年度研究發展報告，2011 年，頁 10-11。

分(亦即「期後事件」)納入考量。

值得注意者係，在合法徵收的類型，地主國僅須補償投資人相當於被徵收企業公平市場價值的金額抽象客觀地進行衡量，無須另外考慮其他損害賠償項；在非法徵收及非屬徵收的違反類型，除了就系爭投資或企業的價值損失部分予以賠償外，另應考量投資人所主張的其他具體主觀的損害賠償項是否有因果關係。如違反公平公正待遇及傘狀條款(非屬徵收)的 *Sempra Energy v. Argentine* 案，仲裁庭除採公平市場價值標準衡量了 *Sempra Energy* 所主張其天然氣公司投資權益的損失(Loss of equity value)外，另認其主張之貸款損失(Loss on the loan)、過去未能按美國生產者價格指數調整之收入減損(Historical damage concerning the US PPI adjustments)及未給付之補貼金(Non-payment of subsidies)等三個損害賠償項為有理由，最後將這四者加總得出賠償金總額。²¹⁴

從而，本文認為倘構成非法徵收或非屬徵收之條約違反，屬於國家有不法行為的損害賠償問題，仲裁庭於此僅能適用國際法上的損害賠償原則，而不應類推條約徵收補償的公平市價為賠償金計算標準。蓋條約的標準係以徵收發生時或前一刻為評價基準時，不考慮期後事件包括系爭資產價值上升或附隨損害等因素。損害賠償類推適用徵收補償標準的結果，不是有論理欠周延的結果，就是導致投資人的損害無法被完全填補。茲將三種類型案件適用公平市場價值標準方式上的異同整理成下表：

²¹⁴ *Sempra Energy v. Argentine*, supra note 8, paras.407-482.

	適用公平市價標準方式	審酌能否適用公平市價標準的舉證程度及審查密度	是否應考量期後事件的影響 (<i>ex post information</i>)
合法徵收	直接適用條約徵收補償標準	低(推定適用)	否
非法徵收	類推適用條約徵收補償標準 間接適用國際法損害填補標準	中(申請人一但主張即可適用)	是
非屬徵收	類推適用條約徵收補償標準 間接適用國際法損害填補標準	高(須依資產及損害類型之質與量綜合判斷)	是

表 1：仲裁實務中三種類型案件適用公平市場價值標準方式上的異同(作者自製)

第四節 國際投資法上徵收補償與損害賠償體系之建構

也由於透過 *Chorzów Factory* 及 Draft Articles 所代表的國際法上的完全填補原則²¹⁵來間接適用公平市場價值標準，受近年來投資保障條約大量簽署、區別合法非法徵收、非屬徵收的條約違反案件增加等因素使然，逐漸受到國際投資仲裁學術及實務界的重視。於此特別就條約徵收補償標準與國際法損害填補原則作比較，嘗試勾勒出國際投資法上救濟方式的體系脈絡。

²¹⁵ 損害填補、損害預防與懲罰制裁為損害賠償法之三種主要目的。參王澤鑑(2005)，〈損害賠償法的目的：損害填補、損害預防、懲罰制裁〉，《月旦法學雜誌》，第 123 期，頁 207-219。

在通常的投資保障條約裡，針對國家合法徵收行為所造成損失的救濟，僅有金錢補償(compensation)一種方式，但在國際法上對於國家不法行為的損害填補(reparation)原則，卻不限於金錢賠償(Draft Articles 第 36 條參照)，另尚有「回復原狀」(restitution, Draft Articles 第 37 條參照)及「抵償」(satisfaction, Draft Articles 第 38 條參照)兩種方式。

回復原狀通常以發禁制令、令其履行或返還所徵收財產等為其內容，²¹⁶重建該不法行為實行前的狀態(the standard used to reestablish the situation which existed before the wrongful act was committed)，為國際法上損害填補原則最應優先考量之救濟方式。²¹⁷不過現實上，投資人與地主國之間的紛爭走到仲裁這一步，通常雙方關係已經不具互信，即便回復原狀可行，投資人也往往很難在地主國繼續經營其原先之投資；更甚者，系爭紛爭的發生，常常導因於地主國國內政治經濟環境的劇變，這使得採用命其履行或發禁制令等手段，不僅有侵犯地主國主權之虞，其達成回復原狀的效果，也是事實上不能或相當有限。故處理國際投資爭議的仲裁庭，實務上幾乎沒有採用回復原狀作為救濟手段的案例。

抵償則是針對一國家受到非財產上損害的不法行為，予以承認、表示遺憾或公開道歉。在以投資人財產上損害為填補對象的國際投資法上，抵償這種救濟方式幾乎是從未被納入考慮(satisfaction can be ruled out at the outset)。因此，在國際

²¹⁶ *Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P. v. Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/01/3, Jurisdiction, Jan. 14, 2004, para. 81.* (“to order measures involving performance or injunction of certain acts.”)

²¹⁷ *Case Concerning the Factory at Chorzów, supra note 73, at 47.* 我國民法第 213 條亦明文損害賠償責任以回復他方損害發生前之原狀為原則。於不能回復原狀或回復顯有重大困難者，始以金錢賠償其損害(同法第 215 條)。我國行政救濟法上所謂第一次權利保護優先性之要求，認為人民於其權利受到公權力侵害時，應先主張排害請求權及結果除去請求權，而後才能主張損害賠償，也似有異曲同工之妙。

投資法的脈絡分析裡，主要仍是以金錢賠償作為損害填補的主要救濟方式。²¹⁸

在國際法中(ILC Articles 和 *Factory at Chorzów* 案公式為代表)，金錢賠償是作為無法回復原狀時的補充救濟方式，賠償責任範圍含蓋任何「包含可確立之獲利損失在內的財務上可估算之損害」(financially assessable damage including loss of profits insofar as it is established)。指標性案件 *Lusitania* 案(1923)的仲裁庭亦認為「損害賠償金的核心概念為...對於所受損失之填補；並為一對不法行為經司法性確認之補償。該救濟應與系爭損失相當，使受害方得回復至無損之狀態。」²¹⁹申言之，國際法上賠償原則須考量「所有財務上可評估之損害」或「除去所有不法行為所致結果」，與條約徵收條款「相當於被徵收投資於被徵收時的公平市場價值」之補償金相比，最主要的差別在於：前者的補償範圍較後者尚多出「徵收後至仲裁判斷作成時系爭投資市價之升幅」及「任何後續附隨損害」兩部分考量，²²⁰為一較有利於投資人之法則。

在確立金錢賠償是按國際法對於不法行為所致損害的主要救濟方式後，下一層次的問題是：該如何衡量？亦即，該採用什麼樣的賠償標準(Standard of Compensation)或損害賠償確定規則(Measure of Damages)，才能達到損害填補原則所欲達到的目標？

實務上存在許多不同的賠償標準，但最常被仲裁庭考量的，就是「公平市場

²¹⁸ Pierre-Yves Tschanz & Jorge E. Viñuales, *Compensation for Non-expropriatory Breaches of International Investment Law*, 26(5) JOURNAL OF INTERNATIONAL ARBITRATION 729, 732 (2009).

²¹⁹ *Lusitania (United States v. Germany)*, 7 R.I.A.A. 32, 39 (1923) (“the fundamental concept of ‘damages’ is...reparation for a loss suffered; a judicially ascertained compensation for wrong. The remedy should be commensurate with the loss, so that the injured party may be made whole.”)

²²⁰ *Siemens v. Argentina*, *supra* note 8, para. 352.

價值」和「實際投資/費用」(actual investment/expense)兩標準。如前所述，透過國際法適用公平市場價值標準在解釋上，與透過條約徵收條款適用的差別僅在於評價基準時，前者為仲裁判斷作成時，後者為徵收發生時或發生前一刻，至於定義則並無不同。值得注意者係，公平市場價值雖係一考量系爭投資未來獲利創造潛力的標準，但其評價範圍亦包括過去所作的投資支出。亦即，倘採用公平市場價值標準去評價系爭投資或企業價值，則不應再另就該投資或企業的實際投資金額及獲利損失等損害賠償項去核予損害賠償金，否則即有重覆賠償(double recovery)的問題。

而實際投資/費用標準相較於得將所失利益納入考量的公平市場價值標準，僅考量投資人的所受損害，故適用時對於因果關係的要求更為嚴格，亦即更注重所受損失係由系爭違約行為所致(loss directly caused by the breach)。通常申請人起訴時，都會主張許多如實際投資金額、實際費用(Out of pocket expenses)、應退增值稅額、獲利損失(lost profit)、機會損失(lost opportunity)等多重損害賠償項目(multiple heads of damages)。而仲裁庭通常會判斷申請人所主張的獲利損失是否過於臆測或不確定，若為肯定，則採用向後看(backward-looking)的實際損失標準，逐項審理申請人所主張的各個損害賠償項是否有充分證據確定該主張之損害額度及因果關係；若為否定，²²¹則仲裁庭可能即採用向前看(forward-looking)的公平市場價值標準。²²²公平市場價值及實際投資標準概念上的關係大致可以圖 9 表示，惟此圖僅是方便理解，概念範圍尚有很多模糊地帶，不僅實務上未有公平市場價值所表彰之範圍即是實際投資金額加上獲利損失的共識，投資人所受損害的範圍亦有可能小於實際投資金額或大於公平市場價值，併此敘明。

²²¹ 若仲裁庭認該投資或企業已有穩定獲利紀錄且具有永續經營價值(going concern value)，則通常會肯認申請人就獲利損失部分的主張。

²²² Pierre-Yves Tschanz & Jorge E. Viñuales, *supra* note 218, at 736.

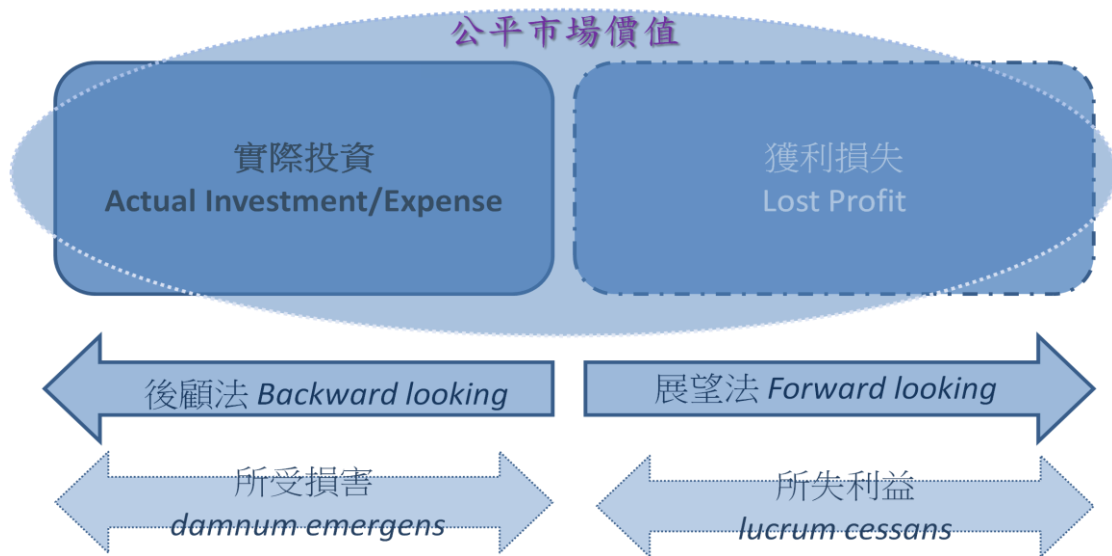
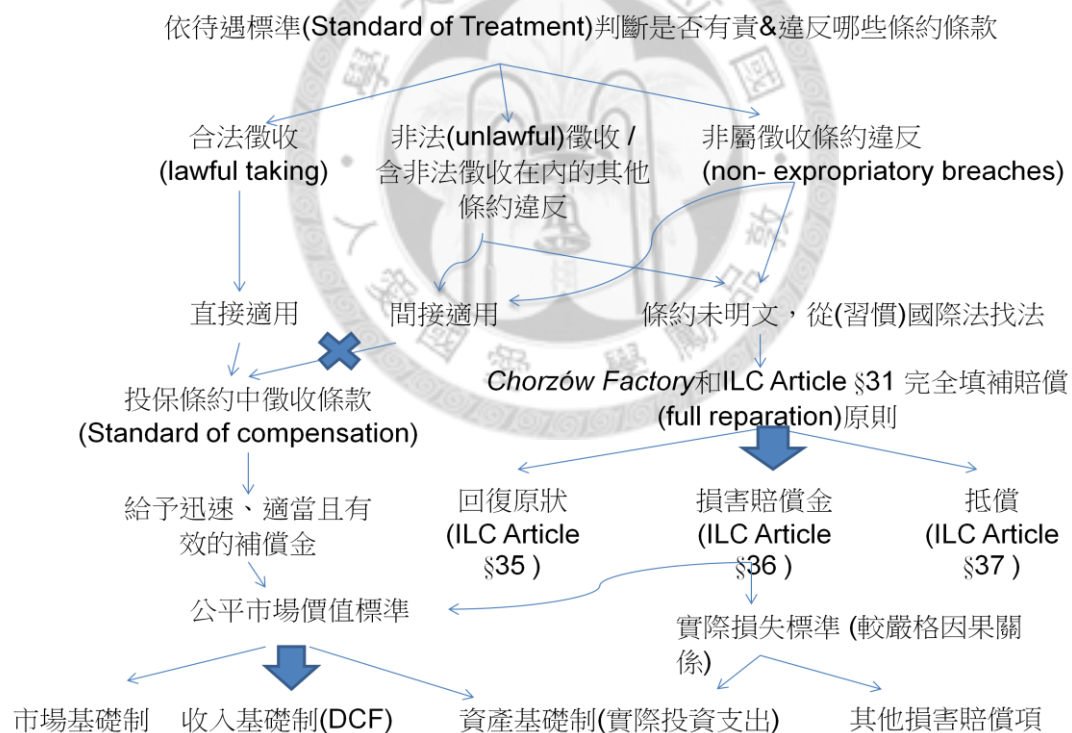


圖 9：公平市場價值與實際投資概念範圍（作者自製）



說明：✕ 為投資仲裁庭實務上有採類推適用，惟本文認為損害賠償議題不應與補償議題混淆。↓ 為實務上最主要採用之方式。

圖 10：國際投資仲裁庭處理徵收補償與損害賠償議題之體系圖（作者自製）

第五章 公平市場價值之評價方法

直到 2005 年，仲裁人在處理違反投資保障條約的損害賠償金議題時，可參考的文獻仍相當有限，損害賠償金是相當被忽略的部分(neglected aspect)。但隨著這個國際投資法中最不被了解和最缺乏可預測性的領域逐漸被重視，有關國際投資仲裁庭如何計算損害賠償金的論文及學術專論，近年來的發展相當快速。惟因為受侵害的投資標的可能是土地、資產、企業或特許合約，受侵害的類型可能是徵收、公平公正待遇違反、違反正當法律程序、拒絕正義或拒絕給予應退稅額，受侵害的程度可能是系爭投資的一部、全部或更多，所以究竟應用什麼評價方式達到公平市場價值的徵收補償標準，²²³或是達到完全損害填補的損害賠償標準，至今原被告在主張損害賠償項，以及仲裁庭在計算損害賠償金時，不僅仍未形成清楚明瞭的體系，甚至常常未能區分賠償標準和評價方式實乃不同層次的問題，以致誤公平市場價值為一種評價方式，或甚至漏而未論及評價方式及過程，而逕得出一個賠償金數額，難以服人。本文以下首先將論述評價之意義，並將國際投資仲裁實務上常用的評價方法歸類成資產基礎制、市場基礎制及收入基礎制，依序介紹並分析；再特別論述現金流量折現法作為公平市場價值標準評價方法的優越性，及採用時應注意的判斷要件；最後就實務上以現金流量折現法進行評價時，應考量的衡平因素進行說明，以完整本文之公平市場價值標準應優先採用現金流量折現法進行評價此一主張。

第一節 評價的意義

根據國際企業評價詞彙彙編(International Glossary of Business Valuation

²²³ 絕大多數 BIT 的徵收條款並未對評價方法有任何著墨，少數的例外如 US--Panama BIT (1982)有提到評價方法，也僅敘明締約雙方了解到估算被徵收投資的完整價值有許多方法(“both Parties understand that the estimate of the full value of expropriated investment can be made using several methods of calculation depending on the circumstances thereof.”) See Dolzer & Stevens, *supra* note 125, at 110.

Terms，簡稱 IGBVT)，評價(valuation)意指決定一企業、企業所有權利益、證券或無形資產價值的行為或過程，評價方式(valuation method)則是指決定價值的具體方法，評價方式通常可歸類成資產基礎、市場基礎和收入基礎三種評價面向(valuation approach)。嚴格而言，評價與鑑價(appraisal)的差別，在於評價的標的通常是金融資產，鑑價的標的為實體商品，不過無論評價或鑑價，都是希望以有系統及科學的方式，評估資產的合理價格²²⁴，以降低主觀與臆測性因素對資產價格的影響，本文為行文方便，不做嚴格區分，統一以評價稱之。

1992《World Bank Guidelines》第4條第4項指出：「公平市場價值的決定，得按照地主國與外國投資人合意，或按仲裁庭或其他機構同意之方法。」²²⁵其所指的公平市場價值，即為一有意願之買家在考量該投資之性質、未來可能營運的環境及包含其已存續之期間、有形資產佔總投資之比例等具體特性後，正常情況下會付給一有意願賣家之價金；²²⁶其所指之方法，即為財務上的評價方法。

相對於實際投資價值或實際損失為一具體主觀之標準，舉證上可根據投資人實際上所投入的金額和所發生的成本費用證明，較為清楚且確定；公平市場價值的標準系一抽象客觀之標準。所謂抽象，係指根據一假設性的理性買家及一假設性的賣家所決定；所謂客觀，係指參考市場（而非投資人）對該資產所認定之價格。從而應注意者係，公平市場價值並非等於投資人的實際投資或實際損害，在合法徵收情形，補償金以系爭投資之公平市場價值為限，但在非法徵收及非屬徵收的條約違反情形，倘投資人在系爭投資所有權或經濟價值被剝奪外，另有其他附屬損害如罰款、成本或費用，則賠償範圍不以系爭投資公平市場價值為限，另

²²⁴ 王淑芬著(2006)，《企業評價》，台北：華泰文化，頁2。

²²⁵ World Bank Guidelines (1992), IV(4) (Determination of the "fair market value" will be acceptable if conducted according to a method agreed by the State and the foreign investor or by a tribunal or another body designated by the parties.)

²²⁶ *Id.*, IV(5).

應該就其他損害進行計算與賠償，乃屬法裡之當然，合先敘明。

儘管隨著全球化的時代來臨，各國為了吸引國外投資，在投資保障條約中徵收補償條款採用公平市場價值補償標準已蔚然成風，惟如何決定一企業或特許合約抽象客觀的公平市場價值，仍有相當大的分歧。即便在市場經濟高度發達的美國，很多產業所處的市場交易仍不具備一定程度的流動性及公正性，²²⁷更何況是許多政府管制仍嚴的發展中國家，很多外資企業的獲利及永續經營價值，是反應其高額的壟斷利潤，而非公平的市場價值，對於這類外資企業進行以維護公共利益（如興建基礎建設、環境保護）為目的徵收時，倘完全按照市場價值訂補償金額，而不要求他們對所產生的外部性成本內化，顯然對地主國不甚公平。²²⁸此時，倘在評價方法的層面，適當克服大多數市場實際上並非理想中的完全競爭市場此一限制，將能增加投資仲裁的正當性，使地主國更願意將投資爭議交付國際仲裁。

另外，目前的投資協定仲裁，對於地主國和投資人雙方，都是一個高風險的遊戲。對於地主國而言，儘管地主國實際上勝訴的機會和承擔責任的程度都比一般預期來的理想，面對投資人漫天喊價的損害賠償金請求仍是一個不能不忽視的挑戰；對於投資人而言，儘管一開始請求鉅額的損害賠償金的策略目的可能著眼於和解談判的籌碼，而非確有如此大數額的損失，但也可能造成反效果：倘地主國認為投資人的要求不合理或非出於善意，很可能拒絕談判；仲裁人在認定損害賠償金時，也可能採取較高懷疑的態度去審理。²²⁹因此，對於原被告雙方，若能

²²⁷ Thomas W. Merrill, *Incomplete Compensation for Takings*, 11 N.Y.U. ENVTL L.J. 110, 116 (2002-2003).

²²⁸ Edith Penrose, George Joffe & Paul Stevens, *Nationalisation of Foreign-owned Property for a Public Purpose: An Economic Perspective on Appropriate Compensation*, 55(3) THE MODERN L. R. 351, 354-367 (1992).

²²⁹ *Id.*, at 64-65.

各自尋找出有利的評價方法，增加對所主張賠償金額論證的透明、客觀和可預測性，愈能讓最後判賠金額的結果符合己方的預期。

再者，公平市場價格的決定上，往往在歷史數據外(backward looking)，另考量一企業未來的獲利能力(forward looking)，這一方面涉及金額可能很大，另一方面預測和假設性因素較高，不同評價方法所評價出的公平市場價值可能相距甚遠，實質上影響到投資人的權益是否能獲得有效救濟，例如在 *CME v. Czech Republic* 案中，申請人舉出在系爭徵收發生前的五個月，另一家公司實際上提出 6 億美金的收購價格，²³⁰ 據此主張公平市場價值，但最後仲裁庭採用現金流量折現法，僅核予 2 億 9 千萬美金的公平市場價值。²³¹ 由此可見評價方法的嚴謹性和客觀性至關重要，方法的選擇也常常是原被告雙方爭議的焦點。

第二節 常見的企業評價方法

根據《World Bank Guidelines》，決定一投資的市場價值，建議可採用現金流量折現法、清算價值法、重置成本法和帳面價值法。而國際投資仲裁實務中，另常使用同類交易法、股票市值等評價方法，以下分別將這些常見的重要方法，分成資產基礎制、市場基礎制和收入基礎制三大類，介紹分析之。

第一項 資產基礎制

(一) 清算價值 (Liquidation value)

指一家公司將個別資產分別或將整體企業所有資產一起賣出給有意買家，償付所有負債及相關費用後，所得之餘額。該評價方法多使用在企業打算終止營業、結束某部門營運、或發生財務危機急需現金時；亦反應一投資人於其所持有之資產不具獲利能力時，合於常理的理性抉擇。

²³⁰ *CME v. Czech Republic*, supra note 5, para. 526.

²³¹ *Id.*, para. 620.

從而，《World Bank Guidelines》建議當一企業不具永續經營價值，亦缺乏相當的獲利能力證明時，適合以清算價值法作為評價方法。惟客觀上當企業迫切需要資金而變現資產時，屬於買方市場，價格通常不及於合理價值的三分之一；²³²主觀上，大部分受有地主國徵收或不法行為侵害的投資人，皆非欲結束營業，出清資產來換取現金，故實際仲裁案件中較少被主張及採用。

(二) 重置成本價值 (Replacement value)

重置成本法指投資人於評價時點重新購置同樣資產或重新投標取得某項權利時所需的全部現金成本。《World Bank Guidelines》建議當系爭投資系個別資產，而非企業整體時，宜使用此評價法。

因該法係針對投資人能夠在市場上買得與被徵收資產相同的資產時使用，然而多數資產都有其特殊性，難以重置；此外，政府措施對一企業產生影響時，很少僅針對個別資產，故重置成本法鮮少在國際仲裁案件中被採用為評價方法。

(三) 帳面價值法 (Book value)

帳面價值法是指反應在一企業按一般公認會計原則所編製的資產負債表上，被徵收投資資產扣除累計折舊後及相關負債後；或被徵收企業總資產減去總負債後之價值。帳面價值既非標的物的原始成本，亦非目前的價值，而是依據會計上的配合原則或是穩健原則來決定其帳面的金額而已。²³³

由於帳面價值僅呈現過去某一時點之企業或資產價值，並未反應未來獲利損失，對地主國而言，能夠採用該法評價通常是較理想的；而仲裁庭在不認為獲利損失需要補償時，也多會採取此評價方法。

²³² 王淑芬，註 224 書，頁 3。

²³³ 從而相同的企業會因採用不同國家的會計原則而有不同的帳面價值，相較之下現金流量就不會因制度而異，較具客觀公正性。

AAPL v. Sri Lanka 案(1990)即是採用帳面價值法對投資進行評價的案例。該仲裁案申請人 AAPL 係一家香港公司，投資並持有設立於斯里蘭卡一家經營蝦養殖場的合資公司 48.2% 股份，在 1987 年 1 月該公司唯一一座養殖場被斯里蘭卡的武裝部隊在一次鎮暴行動中完全摧毀前，該公司僅出口了兩批貨物。申請人主張地主國斯里蘭卡違反了英國—斯里蘭卡 BIT 中的完整保護與安全條款，並主張地主國應賠償(1)受毀損之實體資產，(2)受毀損之無形資產(主要是商譽)，及(3)該合資公司之未來獲利。

仲裁庭雖以完整保護與安全條款並非嚴格責任為由，駁回了申請人主張，但仍根據系爭 BIT 第 4 條之規定，認為投資人因受到戰爭、武力衝突、革命等因素所致之損害，地主國有賠償義務。又因該合資公司營運尚未滿一年，仲裁庭認該公司商譽和獲利能力都尚未建立，不應予賠償。而對於實體財產價值的評估，應建立一全面的資產負債表，以反應該公司於相關時點時，全球範圍所擁有的資產及流通在外之負債。²³⁴

Siemens v. Argentine 案(2007)則是另一個對帳面價值法有詳細討論的案例。該案事實略為德國西門子公司在阿根廷設立 SITS 公司，進行移民管制與個人識別資訊系統的投資，後 SITS 公司與阿根廷政府於 1998 年所簽訂的合約，在 2000 年因故被新政府所終止。仲裁庭認定阿根廷政府系爭措施為非法徵收，並構成 Argentina – Germany BIT (1991) 完整安全與保護、恣意措施禁止等條款的違反。在論及評價方法選擇時，該案仲裁庭認為「帳面價值法係一在被徵收資產無可供交易的市場時，計算公平市場價值適當的方法。另一方面，DCF 法係適用於有充分歷史收入及獲利紀錄根據的永續經營企業，否則在未來獲利的計算上會過於

²³⁴ *Asian Agricultural Products Ltd. v. Republic of Sri Lanka*, ICSID Case No. ARB/87/3, Final Award, June 27, 1990, para.98 (“to estimate the value of the shareholding one had to establish a comprehensive balance sheet which reflected the result of assessing the global assets of Serendib in comparison with all the outstanding indebtedness thereof at the relevant time.”)

臆測。在正常情況下，兩種方法在對同一標的進行評價時為替代關係。」²³⁵由於仲裁庭認 SITS 公司所主張的獲利損失實現可能性很低，故僅根據該公司的財務報表計算相當於其實際投資金額的帳面價值，作為評價方法。²³⁶惟亦有論者指出，該案仲裁庭雖是以公司的財務報表作為主要證據，但並未扣除該公司的負債、資產折舊及殘值，嚴格來說應是採用投資價值法，而非帳面價值法。²³⁷

在理論上，該評價方法主要受到的批評有以下兩點：

一、能夠產生收入的資產(income-producing assets)，其價值應取決於該資產未來預期能產生的現金流，因此將資產的價值與該資產未來預期能產生的收入或獲利截然二分並無經濟上的意義。帳面價值僅能衡量資產負債表上所記錄的價值，此方法所呈現的過去價值與投資人多以獲利能力評價一經濟性投資相去甚遠。

二、一企業的帳面價值無法準確衡量該企業所擁有契約上權利、知識技術、商譽及管理能力，而仲裁庭不能因為這些無形價值難以衡量，即迴避就這些方面進行估值。²³⁸

(四) 實際投資 (actual investment/“out of pocket” costs)

實際投資法指投資人所投資資產的原始價值，扣除已實現投資報酬後的資產

²³⁵ *Siemens A.G. v Argentine* (2007), *supra* note 8, para. 355. (“...Usually, the book value method applied to a recent investment is considered an appropriate method of calculating its fair market value when there is no market for the assets expropriated. On the other hand, the DCF method is applied to ongoing concerns based on the historical data of their revenues and profits; otherwise, it is considered that the data is too speculative to calculate future profits. Normally the two methods are regarded as alternative means of valuing the same object...”)

²³⁶ *Id.*, para. 375, 385.

²³⁷ Case summary of *Siemens A.G. v The Argentine Republic*, p.13-14. Available at http://www.biicl.org/files/3905_2007_siemens_v_argentina.pdf (last visited: Nov. 12, 2012).

²³⁸ Campbell McLachlan, Laurence Shore & Matthew Weiniger, *INTERNATIONAL INVESTMENT ARBITRATION: SUBSTANTIVE PRINCIPLES*, para. 9.21 (2007).

淨額。該方法由於舉證容易，且因果關係相對清楚，在投資仲裁案的補償及損害賠償金計算常被採用，但也因此在體系上，究竟實際投資是相對於公平市場價值標準的另一種「補償或賠償標準」，亦或是標準確立後，資產基礎制中的一種「評價方法」，並不是很清楚。

1. 實際投資作為補償標準²³⁹

在涉及非屬徵收條約違反及 2006 年 *ADC v. Hungary* 案以後涉及非法徵收的損害賠償案例，仲裁庭認條約未規定補償標準的情況下，有自行擇定補償標準的裁量權²⁴⁰。而基於認定損害程度尚未累計至徵收程度（非屬徵收案型，如 *PSEG v. Turkey* 案），或對系爭企業之獲利能力有疑問（非法徵收案型，如 *LG&E Energy v. Argentine* 案）等理由，認定不應採用公平市場價值這類向前看(forward looking)的賠償標準後，會採用實際投資這類向後看(backward looking)的賠償標準。

2. 實際投資作為評價方法

而在少數徵收案例，仲裁庭按條約徵收條款明定補償標準之規定，在標準選擇時採用公平市場價值標準，但又認被徵收企業的未來獲利能力過於臆測，於評價方法的選擇層次，採取實際投資法為評價方法，*Wena Hotels v. Egypt* 案(2000)及 *Azurix v. Argentine* 案(2006)即為此例。

²³⁹ 如 *Israel – Romania BIT* (1999)便將實際投資作為市場價值無法取得時的衡平標準之一。“In the event that market value cannot be easily ascertained, the compensation shall be determined based on equitable principles taking into account, inter alia, **the capital invested**, its appreciation or depreciation, current returns, replacement value and other relevant factors.”(emphasis added). See Dolzer & Stevens, *supra* note 125, at 111.

²⁴⁰ See *S.D. Myers, Inc v. Government of Canada*, *supra* note 189, para. 309; *Marvin Roy Feldman v. United Mexican States* (“Feldman”), *supra* note 189, para. 195. (“...the drafters of the NAFTA intended to leave it open to tribunals to determine a measure of compensation appropriate to the specific circumstances of the case, taking into account the principles of both international law and the provisions of the NAFTA.”)

Wena Hotels v. Egypt 案係涉及徵收，採用公平市場價值標準，但在補償金計算上卻拒採現金流量折現法，而用實際投資法評價的案例。該案事實略謂：申請人英商 Wena Hotels 於 1989 及 1990 年間，與埃及國營之 Egypt Hotels Company（下稱「EHC」）簽訂兩份開發與租賃契約，取得 Nile Hotel 及 Luxor Hotel 兩酒店之經營權。詎料 EHC 自 1991 年 4 月 1 日起，即以武力占有酒店長達一年。兩酒店於 1992 交還給 Wena Hotels 時，已毀損不堪。仲裁庭於仲裁判斷中認定埃及政府違反 Egypt – United Kingdom BIT (1975) 中的徵收及公平公正待遇等條款，應給付投資人相當於系爭投資於徵收前一刻市場價值之損害賠償金。

在評價方法的選擇上，*Wena Hotels v. Egypt* 案仲裁庭以主張過於臆測為由，駁回了申請人有關獲利損失 (lost profits)、機會損失 (lost opportunities) 及修建成本 (reinstatement costs) 等損害賠償項的請求，²⁴¹ 也因其不認申請人獲利損失的主張為有理由，該仲裁庭參考了 Wena Hotels 對該二酒店實際投資的金額，作為符合系爭投資公平市場價值的補償金計算方法。

Azurix v. Argentine 案 (2006) 則涉及非屬徵收的條約違反，以公平市場價值為賠償標準，以實際投資法為評價方法。該案事實略謂：申請人美商 Azurix 公司所投資設立於阿根廷的子公司 ABA，於 1999 年以 4 億 3 千 8 百萬美元的權利金，與阿根廷布宜諾斯艾利斯省政府簽訂一份特許合約，取得在該省境內經營自來水供給及汙水處理業務的 30 年的特許權 (Concession)。詎料於 2000 年時，省政府默許政治利益團體干涉 ABA 的水費機制，阻止該公司增加其營收。省政府也未依系爭合約完成相關基礎建設的修繕，導致 2000 年綠藻事件的爆發，省衛生單位警告消費者必須煮沸自來水，並在事件發生後鼓勵消費者拒絕支付水費。之後，ABA 再要求省政府履行合約義務及終止合約未果後，申請破產程序，省政府隨即以 ABA 未提供相關服務為由終止特許合約。

²⁴¹ *Wena Hotels Ltd. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID Case No. ARB/98/4, Award, Dec. 8, 2000, para. 123-124.

在責任認定上，該案仲裁庭認阿根廷政府一系列作為與不作為措施違反了 Argentina – United States BIT 中公平公正待遇、恣意措施禁止、完整保護與安全等條款，但因申請人持有 ABA 公司的股權並未受到影響，故不構成徵收。在損害賠償標準擇定上，仲裁庭卻又基於該特許合約已經終止之原因，類推適用條約徵收條款明訂的公平市場價值標準。²⁴²

至於評價方法的問題，儘管在申請人提出的實際投資法及帳面價值法兩種計算方法中，仲裁庭宣稱採取了前者，惟其做了非常大幅度的修正。根據仲裁庭的看法：沒有任何具有充分資訊的投資人，會在特許權終止的 2002 年 3 月，願意付出 1999 年中 Azurix 公司取得該特許權時付出的價格；且縱使省政府未有上開之作為與不作為，申請人付出的價格仍是明顯超出開標時的第二高價，這樣錯誤的商業判斷所導致必然的損失結果，係申請人應承擔的商業風險。最後仲裁庭就該特許權的喪失，核予申請人僅 6 千萬美金的賠償金。

本文認同公平市場價值標準應考量其他投資人的客觀看法，也認同投資人應承擔一定程度的商業風險，惟對該案仲裁庭既明文採取實際投資法，最後卻調整出一個遠低於投資人當初實際投資的金額存有疑義，認為名不符實，其實際上採取的應為較偏向市場基礎制的評價觀點。

歸納言之，資產基礎制此一類型的評價方法，較著眼於過去的數據，優點是損害範圍及因果關係的舉證相對可靠及清楚，缺點則是無法評估一企業未來的獲利能力，所以計算出的金額在通常情形較市場基礎制和收入基礎制來的低，從而屬於對地主國相對有利的評價方法。

第二項 市場基礎制

(一) 股票市值法 (Stock Value Method)

²⁴² *Azurix v. Argentine*, *supra* note 6, para. 424.

倘系爭投資有股票在公開市場上掛牌交易，則可使用評價時點時該標的公司股價，乘以該投資人持有的股數，算出應補償給該投資人的公平市場價值，地主國應用該金額為價金，換取投資人手中因地主國措施而有跌價的持股。儘管相對於其他評價方法，股票市值法省卻了很多數據搜集及各種參數假設的成本，但由於投資仲裁庭處理的投資爭議，多數屬外國公司直接在地主國設立獨資或合資公司的直接投資，而非透過股票市場的間接投資，投資標的的股票在公開市場上流通交易的情形較少，故實務上較少使用。

且股票市值法係假設該公司股票所處的市場能反應所有有關該公司的公開消息，且該股票具有相當的流動性。*Enron v. Argentine* 案中，申請人美商 Enron 公司即以系爭投資 TGS 公司的股票流動性不足(the illiquidity of TGS share)，且當地股票市場屬淺碟型市場(the effects of thin markets)，受總體經濟表現的起伏很大，股價無法反應公司真實價值為由，拒絕被告阿根廷的專家證人所提出以股票價值法作為確認並修正現金流量法的補充方法。²⁴³該案仲裁庭儘管認同 Enron 公司的推論，認為當市場流動性不足或成交量有限的情況下，股票市值可能扭曲公司真實價值，惟仍肯認若採計較長期間的平均股價，股票市值仍可作為確認並修正現金流量法的補充方法。²⁴⁴

(二) 同類交易法 (Comparable Sales Valuation)

或稱先前交易法，係指在市場中找尋可比較的資產或公司，以其先前的實際交易價格為準決定公平市場價值。惟因公平市場價值係一抽象客觀之標準，因此該法的使用必須以實際上有足夠多數量的可比較交易，且交易條件及價格資訊可得而知為前提，否則無法平衡同類實際交易價格的主觀因素。

不管是國內或國際上，同類交易法最常被使用在土地徵收補償金的決定上，

²⁴³ *Enron v. Argentine*, supra note 8, para. 381.

²⁴⁴ *Id.*, para. 383.

因同區段的土地性質相近且不複雜；但是在整體企業的評價上該法卻難以使用，除前述交易數量的因素外，每一個公司在很多面向上都不盡相同，比較基礎相當薄弱。

Siag v. Egypt 案(2009)中，申請人在紅海旁買一的一大片欲開發作旅遊景點的土地及建物被地主國埃及政府非法徵收，仲裁庭就土地部分的公平市場價值，即採申請人所提出的同類交易法，核予約 70 萬美金的損害賠償金。²⁴⁵

第三項 收入基礎制

收入基礎制中最常被討論的方法就是現金流量折現法，²⁴⁶此評價法是商業實務中，做投資決策時最常被使用的方法，也是國際投資仲裁中，最常被申請人主張的方法，但因其計算出的金額往往高出資產基礎制的評價方法許多，且涉及對未來的預測性參數很多，因此該法的採用常常是原被告爭執的焦點所在。本文於此簡單介紹該法的概念、計算方法和性質，於下一節時再特別就此法作為評價公平市場價值標準的優越性及適用問題作詳細討論。

根據《World Bank Guidelines》中建議，倘企業具有獲利能力且具永續經營價值，決定企業的市場價值應優先使用此評價法。依據該指南的定義，現金流量折現價值係指「未來經濟性存續期間內，每一年一企業可合理預期的現金收入，減去相應年度的預期現金支出後之淨現金流，再依能反應貨幣之時間價值、預期通貨膨脹及現實環境下與該現金流相關之風險等因素之折現率折現。此折現率得

²⁴⁵ *Waguih Elie George Siag and Clorinda Vecchi v. Arab Republic of Egypt*, *supra* note 174, paras. 551, 572.

²⁴⁶ 經濟學上又稱之為資產訂價理論 (The Theory of Asset Pricing)，其著眼於若資產係一能產生收入流量的資源，吾人如何決定一投資人現在願意付多少價格去取得未來能產生一定淨現金流入的資產？(“How much would you be prepared to pay today for an asset that generated a given future flow of net receipts in the future?”) *See*, e.g., Robert Cooter & Thomas Ulen, *Law & Economics* 37 (2011).

藉由檢視相同市場裡就現值而言具有相應風險之替代投資，該投資可得之報酬率而評估出。」²⁴⁷

具體言之，欲透過現金流量折現法計算一資產標的公平市場價值，須

- (1)先決定該資產標的未來確定可產生現金流量的期間（存續期間），
- (2)再預測該期間內每一年度其能產生的現金收入，然後扣除相應年度的現金支出，即為該年度的淨現金流量(net cash flow)。
- (3)後擇一能反應貨幣時間價值、預期通貨膨脹及該企業風險報酬的折現率(discount rate)，對每年度的淨現金流量進行折現，得出該企業當年的現值(present value)。
- (4)最後，將該資產標的存續期間內每年的現值加總，即為該資產標的的公平市場價值。
- (5)倘間接徵收，投資人仍名目上持有該投資標的時，尚須扣除該資產標的的殘值(residual value)，方為合乎公平市場價值標準之補償金。

在概念上應釐清者系，一企業未來總共能產生淨現金流量的現值，並非完全等同於原被告常爭執的所失獲利(lost profit)或法律上的所失利益(*lucrum cessans*)；且在正常情形，前者應大於後二者，蓋企業的有形資產如機器廠房設備，每年應攤提折舊；無形資產如專利權或商譽，每年應按會計準則攤銷，折舊或攤銷會降

²⁴⁷ ““discounted cash flow value” means the cash receipts realistically expected from the enterprise in each future year of its economic life as reasonably projected minus that year's expected cash expenditure, after discounting this net cash flow for each year by a factor which reflects the time value of money, expected inflation, and the risk associated with such cash flow under realistic circumstances. Such discount rate may be measured by examining the rate of return available in the same market on alternative investments of comparable risk on the basis of their present value.”

低該年度企業的獲利，但卻不會減少企業的現金流量²⁴⁸。從企業財務報表的角度，獲利是損益表(income statement)的概念，較易因各國採用之會計制度不同而異；現金流量則是現金流量表的概念(cash flow statement)，很實際地評估每年有多少現金入袋，受會計制度的影響較少。財務上在做投資決策，思考該以多少價錢收購一個企業資產，或是否做一筆投資，通常係考量該企業或資產未來能為投資者帶進多少淨現金流量，而非以多少獲利為準。從而，現金流量法不僅僅是評價了企業未來獲利，亦兼而評價了企業過去的投資成本。²⁴⁹

第四項 法律上損害賠償範圍與財務上評價方法之整合

在國際法上，自 *Chorzow Factory* 案以來對於國家不法行為的損害賠償原則即是回復原狀(*restitutio in integrum*)，亦即「填補必須除去所有系爭不法行為所致之結果」(reparation must wipe out all the consequences of the illegal act)；倘方式為金錢賠償，則「該賠償金應相當於能回復違反國際義務所造成的重大損害。」²⁵⁰在損害賠償金的計算上，則必須注意「因果關係、損害結果可預見性和賠償結果合理性。」²⁵¹亦即倘獲利損失能夠有效證立，則亦應予賠償。²⁵²

²⁴⁸ 係假設在評價時期前，取得該有形或無形資產時，即發生現金支出。另會計實務上，從營運淨利到營運淨現金流量間，尚有許多如應收帳款、備抵呆帳等較細的調整項，併此敘明。

²⁴⁹ John Y. Gotanda, *Recovering Lost Profits in International Disputes*. 36 *Georgetown Journal of International Law* 61, 91 (2004). <http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/biblio/gotanda2.html#iv>

²⁵⁰ *S.D. Myers v. Canada*, *supra* note 189, para. 315. (“compensation should undo the material harm inflicted by a breach of an international obligation.”)

²⁵¹ *Nykomb Synergetics Technology Holding AB v. The Republic of Latvia*, SCC, Arbitral Award, Dec. 16, 2003, p.41.

²⁵² ILC Articles 36(2): “The compensation shall cover any financially assessable damage including loss of profits insofar as it is established.” Gotanda, *supra* note 249, at 91.

至於相當於回復原狀的法定損害賠償範圍，在國際法上的討論也主要是反應大陸法系源自於羅馬法而來的術語，亦即「所受損害」(*damnum emergens / actual loss suffered*)及「所失利益」(*lucrum cessans / gain prevented*)，²⁵³在國際投資法的脈絡下，前者係指被徵收企業包含取得有形資產、無形資產及契約權利在內的成本，後者係指獲利損失(*lost profit*)或機會損失(*loss of commercial opportunity*)。²⁵⁴相對於國際法及大陸法系的損害賠償法以所受損害為主，所失利益為輔，美國的契約法中損害賠償卻優先以承諾履行時可實現的期待利益為救濟對象 (*expectation measure*，預期衡量法)；而以補償受害方以履約為目的所作的投資為輔 (*reliance measure*，信賴衡量法)。²⁵⁵

財務上的評價方法中，帳面價值法和實際投資金額法為主的資產基礎制，僅能針對代表財產權積極侵害的所受損害範圍作評價，無法涵蓋到所失利益的部分；相對的，市場基礎制及收入基礎制則能在所受損害外，兼顧代表財產權消極侵害的所失利益部分。就此而言，在認為獲利損失能有效證立而應予賠償，繼而採用公平市場價值標準為評價時，應以能涵蓋所受損害及所失利益的收入基礎制及市場基礎制評價法為優先選擇，必要時輔以資產基礎制評價法，方能允當表達企業的公平市場價值並符合國際法上的要求。

²⁵³ 參照我國民法第 184 條第 1 項「因故意或過失，不法侵害他人之權利者，負損害賠償責任。」、第 216 條「損害賠償，除法律另有規定或契約另有訂定外，應以填補債權人所受損害及所失利益為限。依通常情形，或依已定之計劃、設備或其他特別情事，可得預期之利益，視為所失利益。」

²⁵⁴ Robert D. Sloane & Michael W. Reisman, *supra* note 12, p.136.

²⁵⁵ Restatement of Contract 2d § 344 (a); John Edward Murray Jr, *Murray on Contracts*, 4th ed. § 117 (2001).

第三節 現金流量法作為估算公平市場價值標準的主要方法

第一項 採用之趨勢與影響

儘管現金流量折現法在金融界早已行之有年，但在國際仲裁領域的應用長久以來有許多保留，直到 2000 年左右，²⁵⁶投資仲裁庭才開始逐漸針對具獲利性且已營運有一段期間²⁵⁷的投資，採用現金流量折現法計算公平價值。到了 2006、07 年一系列大型石油公司與阿根廷政府就天然氣投資發生爭議的仲裁判斷，除 *Siemens v. Argentine* 案(2007)採帳面價值法外，像 *Enron*、*CMS*、*Sempra*、*BP* 等案幾乎都是採現金流量折現法計算賠償金。

仲裁庭對於現金流量折現法採用的保留態度，源自於長久以來南半球發展中國家與北半球開發中國家的爭論：對於具永續經營價值的企業進行公平市場價值的估算，前者主張用帳面價值法，後者採用現金流量折現法，²⁵⁸此二方法的比較差異可參考 Stauffer 製做的下表：

²⁵⁶ M. Ball, *Assessing Damages in Claims by Investors Against States*, 16 ICSID REV 408, 420-421 (2001).

²⁵⁷ *Asian Agricultural Products v. Sri Lanka*, *supra* note 234, 292 (1990). (noting in dealing with the comparable problem of the assessment of the value of good will, that its ascertainment “requires the prior presence on the market for at least two or three years, which is the minimum period needed in order to establish continuing business connections.)

²⁵⁸ Thomas R. Stauffer, *Valuation of Assets in International Takings*, 17 ENERGY LAW JOURNAL 459, 462 (1996).

	帳面價值法	現金流量折現法
擁護者	南半球開發中國家	北半球已開發國家
概念	投資損失(lost investment)	獲利損失(lost profit) ²⁵⁹
觀點	回顧歷史(Backward-looking)	展望未來(Forward-looking)
基礎	文件記錄(Documentable)	預測(Speculative)

表 2：帳面價值法與現金流量折現法之比較（Stauffer）

採用現金流量折現法計算出的損害賠償金通常高出用資產基礎制評價法的計算結果。*Mataclad v. Mexico* 案(2000)中，投資人被剝奪了在墨西哥經營垃圾掩埋場的權利，於是主張相當於被徵收投資公平市場價值及因最低待遇標準違反所致損害的損害賠償金，並提出了兩種計算方法：使用 DCF 法（計算結果為 9 千萬美金）或實際投資法（計算結果為 2 千至 2 千 5 百萬美金）。仲裁庭後認為系爭垃圾掩埋場從未開始營運，核予其獲利損失的賠償金為全然臆測(wholly speculative)，最後採實際投資法僅核予 1600 萬美金的損害賠償金。

第二項 現金流量折現法評價公平市場價值之優越性

本文主張欲評價一投資資產的公平市場價值，應以現金流量折現法為評價方法，除該法為商業界及國際法上認可採用的方法²⁶⁰外，尚基於下列三點理由：

（一）相對客觀且市場導向

儘管涉及許多對未來的預測，惟相較於帳面價值法的會計原則可能因不同國

²⁵⁹ 如前所述，本文認為現金流量折現法不僅涵蓋獲利損失，亦包含投資損失。

²⁶⁰ *Enron v. Argentina*, supra note 8, para. 385.

家而有異，現金流量法則去除了會計原則的影響，更有可比較性；且很多預測的假設參數如市場成長率、金錢的時間價值和產業風險，都可以藉由公正客觀的財務專家出具意見而取得，更有市場導向。²⁶¹

客觀且市場導向的特性可體現在折現率的擇定上。根據財務學裡的資本市場理論，風險可分為系統性風險及非系統性風險，前者係反應總體經濟、政治及環境的概括風險，無法分散；後者為反應個別公司市占率、商譽、競爭力等具體風險，可藉由多元投資策略將此風險分散。在現金流量折現法中，通常採用該產業的平均資金成本作為折現率，降低因公司而異的非系統性風險反應在折現率，相當符合公平市場價值係基於一理性的假設性買賣家在公正市場中所做成的交易價格之要求。²⁶²

(二) 更具透明性及衡平性

儘管現金流量折現法被認為涉及複雜的計算，但由於科技的進步，這些計算透過 Excel 軟體即可進行，而且一目了然，增加了論證過程的透明性。如 *CME v. Czech Republic* 案(2004)中，仲裁庭在現金流量折現法計算過程中，即列出了系爭企業歷史及未來共 12 年的產業成長及市占率、營收、現金流量、生產費用、總成本、稅前利息折舊及攤銷費用前的淨利等六張試算表，對於其假設參數與計算結果，相當清楚明瞭，可得驗證。

根據這樣較複雜但可驗證的特色，其兩個最重要的變數：預測現金流量及折現率，倘經清楚的解釋作衡平調整，計算結果即使與申請人所主張的結果相去甚遠，亦不會令人有黑箱作業的不服(getting outside the black box)。例如 *Alpha v.*

²⁶¹ Marboe, *supra* note 12, at 738-740.

²⁶² S. Pratt, *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (Chicago 1996) at 166.

Ukraine 案(2010)，²⁶³申請人的專家證人即提出一張試算表，作為其主張之損害賠償金淨現值計算基礎，仲裁庭接受了其提出諸如折現率的假設，但也相應修正了一些如淨利的假設，論證過程相當嚴謹。²⁶⁴

(三) 降低偏見而具公正性

儘管現金流量折現法被認為較有利投資人，常為地主國所反對採用之評價法，但事實上，依據該法所計算出的金額卻非過度主張(inflating claims)。²⁶⁵現金流量折現法的優勢在於其可以清楚探知原被告是否及如何高估或低估其評價的結果，像是 *CMS* 和 *Enron* 案，仲裁庭都是透過一步步地解釋並降低申請人所提出的假設變數，以反應地主國阿根廷遭受到經濟危機波及的影響，讓投資人承擔適度投資本身即應承擔的風險。

在某些例外情形，現金流量折現法甚至可能為對被告有利之主張。如 *Biwater v. Tanzania* 案(2008)，²⁶⁶申請人主張：因其於徵收日時沒有任何獲利紀錄，根據相關事實採用現金流量折現法過於臆測。²⁶⁷被告坦尚尼亞國政府反主張：申請人的投資未來現金流量淨現值為負，據而推論沒有任何潛在的投資人會如此輕易上當購買申請人的投資。²⁶⁸仲裁庭從而採地主國之主張，認系爭被徵收的投資其公平市場價值為零。²⁶⁹

²⁶³ *Alpha Projektholding GmbH v. Ukraine*, ICSID Case No. ARB/07/16, Award, Oct. 20, 2010.

²⁶⁴ Simmons, *supra* note 7, at 237-238.

²⁶⁵ *Id.*, at 238.

²⁶⁶ *Biwater Gauff (Tanz.) Ltd. v. Tanzania*, *supra* note 35.

²⁶⁷ *Id.*, at para. 749.

²⁶⁸ *Id.*, at para. 766.

²⁶⁹ *Id.*, at para. 797.

第三項 採用之基礎：投資具備永續經營價值

現金流量折現法因涉及對未來獲利的預測及一般較高的補償金額，所以僅對具有一定獲利能力的企業適用，方才合理；換言之，倘被徵收或受侵害的資產尚未有獲利能力，則利用現金流量法對其估價，具有高度臆測性，得出的補償金額難以服眾。

在地主國無法提出一合理決定系爭投資標的市場價值的方式時，《投資待遇指南》指出應先考量該投資標的是否具有永續經營價值(going concern value)，「對於一具有穩健獲利紀錄的永續經營企業，以現金流量折現法為基礎。」²⁷⁰顯示該指南亦支持在適當情況下，現金流量折現法宜為優先考量的評價方法。

至於何謂永續經營企業，《投資待遇指南》進一步定義「永續經營企業係指擁有能產生收益資產的企業，且該資產已營運一段充足的期間，由此產生計算未來收入所須之歷史數據；且倘系爭徵收未發生，在通常環境下，該企業於其經濟性存續期間內繼續產生正當收入的預期具有合理確信。」²⁷¹

其實，《投資待遇指南》最初草案的規定，對於採用現金流量折現法和永續經營企業的定義都較寬鬆，僅規定只要是永續經營企業，即可使用現金流量折現法進行評價；只要可合理預期(reasonably be expected)會繼續產生收益，即屬永續經營企業。後來發展中國家擔心這樣寬鬆的定義，會使現金流量折現法被採用的機率大增，對其不利，要求限縮其適用範圍。從而在現金流量法的採用要件，多

²⁷⁰ *Supra* note 225, IV(6)(i) (“for a going concern with a proven record of profitability, on the basis of the discounted cash flow value”).

²⁷¹ *Id.* (“a “going concern” means an enterprise consisting of income-producing assets which has been in operation for a sufficient period of time to generate the data required for the calculation of future income and which could have been expected with reasonable certainty, if the taking had not occurred, to continue producing legitimate income over the course of its economic life in the general circumstances following the taking by the State.”)

加上企業須擁有穩健的獲利紀錄此一要求；在永續經營企業的認定上，要求不僅要營運一段充足時間，且對未來收入之預期提高到合理確信的程度。²⁷²

第四節 超額賠償之避免

公平市場價值並不等於投資人之實際損失已如前述，因此在評價時，仍應注意相應的調整。在後者會大於前者的情形，申請人皆會另外主張其他如附隨損失 (consequential loss) 等損害賠償項，由仲裁庭判斷是否具因果關係；在前者大於後者的情形，為避免超額賠償，仲裁庭應無待原告主張而逕作如下之調整：

第一項 徵收案件：扣除殘值或移轉資產

在間接徵收的情形，儘管系爭投資之經濟價值已所剩無幾，惟投資人仍保有所有權，為避免重複賠償，應將該投資之殘值(residual value)從該投資之公平市場價值中扣除。

另一種仲裁庭常用以避免重複賠償的方式，即以移轉投資資產為給付賠償金的條件。在 *ADC v. Hungary* 案中，仲裁庭要求申請人應在收到賠償時，移轉申請人在相關投資裡的持股予被告；²⁷³ 在 *Tecmed v. Mexico* 案裡，申請人則被要求採取一切必要措施移轉包括系爭危險的垃圾掩埋場在內的資產予申請人；²⁷⁴ 縱使在非屬徵收違約的 *CMS v. Argentina* 案²⁷⁵，申請人美國 CMS 公司持有阿根廷天

²⁷² Ibrahim F. I. Shihata, *Legal Treatment of Foreign Investment: "The World Bank Guidelines"*, p.121 (1993)

²⁷³ *ADC v. Hungary*, *supra* note 61, para. 543-544.

²⁷⁴ *Técnicas Medioambientales Tecmed, S.A. v. The United Mexican States*, ICSID Case No. ARB (AF)/00/2, Award, May 29, 2003, para. 199.

²⁷⁵ *CMS Gas Transmission Company v. The Argentine Republic*, *supra* note 202, para. 154. CMS 仲裁判斷儘管只認有公平公正待遇條款的違反，但因為所致累積損害對申請人影響深遠，從而仲裁庭認在沒有構成徵收的情況下，於本案中損害賠償金的計算仍適合以公平市場價格為標準，現金流量折現法為評價方法，見該案仲裁判斷第 154 段。

然氣公司 29.42% 的股權，仲裁庭在認定阿根廷政府的管制行為違反相關投保協議後，以申請人須移轉其所持有之股權予被告，為被告應給付申請人損害賠償金之條件。²⁷⁶ 在最近的 *RDC v. Guatemala* 案(2012)中，仲裁庭亦基於可能有重複賠償風險之理由，要求申請人 RDC 公司於收到被告給付之完整且有效之賠償金時，將其對系爭投資 FVG 公司的股權全部移轉給被告。²⁷⁷

第二項 非屬徵收案件：條件測試 (but-for test)

對於投資保障條約的增加、現代社會國家行政管制的複雜化，國際投資仲裁損害賠償的焦點與挑戰，逐漸從徵收移至非屬徵收的條約違反，特別是公平公正待遇、拒絕正義(denial of justice)及國民待遇等條款的違反。對於這類型違反的救濟，目前仍未有一套成熟的國際法規範來處理。有論者指出應更多使用撤銷行政處分這種行政法上回復原狀的救濟手段來達到損害填補的目的，²⁷⁸ 惟造成國家主權遭外力干擾的爭議也更大。若採用金錢賠償救濟，近年來一些案例有採用現金流量折現法進行「條件測試」(but-for test)。

條件測試法意指仲裁庭為回復重大損害，比較實際有系爭違約措施發生時的公平市場價值(with breach)，及假設無系爭違約措施發生時的公平市場價值(without breach)，²⁷⁹ 中間的差額即為應賠償給投資人的賠償金。因阿根廷經濟

²⁷⁶ CMS 案後被撤銷，不過撤銷仲裁判斷中僅撤銷了原仲裁判斷中有關傘狀條款違反的認定，其他包括賠償標準和評價方式皆維持原仲裁判斷，判賠金額也未有影響。

²⁷⁷ *Railroad Development Corporation v. Republic of Guatemala*, ICSID Case No. ARB/07/23, Award, June 29, 2012, para. 265 (“In the circumstances this situation is best resolved by requiring Claimant, on the full and effective payment of the prescribed compensation by Respondent, to transfer to Respondent or its nominee all the Claimant’s shares in FVG.”)

²⁷⁸ Walde & Sabahi, *supra* note 12, at 52.

²⁷⁹ *Enron v. Argentine*, *supra* note 8, para. 380. (“To “undo the material harm” in this case, the Tribunal considers that it needs to compare the value of Claimants’ investment before the measures were adopted and its value at present.”)

危機所引發的一系列大型石油公司就天然氣投資爭議對阿根廷政府提起之仲裁，如 *CMS v. Argentina* 案、*Enron v. Argentina* 案、*Sempra v. Argentina* 案、*BG Grp. v. Argentina* 案，皆使用計算兩種情境的公平市場價值比較差額的條件測試法。條件測試法的使用雖然複雜，但卻能允當表達非屬徵收的案件，損害範圍應小於徵收案件的常理。

第五節 對實務上仲裁庭採用情況之評析

傳統上為避免爭議或囿於財務相關知識有限，投資仲裁庭對現金流量折現法的採用總是踟躕不前，在有清楚、可靠的可比較交易時，或是認為未來現金流量不確定或具臆測性時，即會優先採用可比較交易法或逕自拒絕使用現金流量折現法。²⁸⁰大致上拒絕採用的理由可歸納成四點：(1)從未有²⁸¹或缺乏足夠長時間的營運紀錄、²⁸² (2)未能證明系爭投資的未來獲利性、(3)缺乏足夠的資金完成或運營系爭投資、以及(4)實際投資金額與依照現金流量法計算出的公平市場價值出入甚大。²⁸³

惟本文認為實際上能成為拒絕採用的理由僅有第(2)點--「未能證明系爭投資的未來獲利性」，蓋第(1)點與第(2)點本質上一體兩面，互為因果；第(3)點及第(4)點亦實為第(2)點抽象原則的具體體現。

仲裁人對於現金流量折現法的謹慎使用，究其原因，主要來自於法律上禁止臆測性、不確定及無法確定的損害賠償，與現金流量折現法本質上具有一定程度

²⁸⁰ Simmons, *supra* note 7, at 229.

²⁸¹ *Metalclad Corp. v. Mexico*, ICSID Case No. ARB(AF)/97/1, Award, August 30, 2000, para. 121.

²⁸² *Técnicas Medioambientales Tecmed, S.A. v. Mexico*, *supra* note 274, para. 186.

²⁸³ *Wena Hotels Ltd. v. Arab Republic of Egypt*, *supra* note 241, para. 123-24; Ripinsky & Williams, *supra* note 11, at 205-206.

臆測性的矛盾。然而，真正的矛盾在於須同時符合兩個損害賠償法原則，亦即：(1)禁止核予臆測性之損害賠償，與(2)要求給予相當於系爭投資公平市場價值的賠償金。²⁸⁴倘以公平市場價值為標準，即代表應對投資人的獲利損失為賠償，若欲估算獲利損失，則必須犧牲一定的確定性。臆測性與不確定性的問題，可以藉由採用較保守的觀點去估算未來現金流量，以及採用較高的折現率來降低甚至解決。

採取較保守的未來獲利估算方法可體現在投資爭議中常見的特許合約是否可得延長的假設。於 *CME v. Czech Republic* 案(2003)中，用現金流量折現法計算出如此高額的補償金，係基於電視台執照會獲得延長之假設，而不考慮 2005 年執照不獲更新的效果；²⁸⁵於 *CMS v. Argentina* 案(2005)，仲裁庭則不認為 2027 年時，地主國與投資人的合約還有可能繼續往後延長 10 年，因此將此部分的獲利排除，將投資人的損失降低了 1 千萬美金。²⁸⁶新合約即將簽署或既有合約及執照的延長等假設，倘排除在現金流量折現法的未來收入估算中，即可降低臆測性因素。²⁸⁷

從而，倘仲裁庭欲核以申請人相當於系爭投資公平市場價值的賠償金，且系爭企業又具有永續經營價值，本文認為仲裁庭即不能因為申請人所提出的未來收入具臆測或不確定性為由，拒絕申請人所提出以現金流量折現法為評價方法的請求；而應就現金流量折現法的相關參數作調整，即可降低不確定性，兼顧兩項損害賠償法原則上的要求。

²⁸⁴ Ripinsky & Williams, *supra* note 11, at 211.

²⁸⁵ *CME v. Czech*, *supra* note 8, paras. 605-06.

²⁸⁶ *CMS Gas Transmission Company v. The Argentine Republic*, *supra* note 202, para. 439.

²⁸⁷ Walde & Sabahi, *supra* note 12, at 21.

第六章 結論

本文梳理國際投資仲裁庭對合法徵收、非法徵收及非屬徵收之條約違反三類案件適用公平價值標準後，發現投資保障條約裡對於徵收補償的公平市場價值補償標準，射程範圍僅及於雙方僅就補償金額有爭議之合法徵收類型，至於後兩者，因涉及國家不法行為，屬於損害賠償的問題，若逕適用條約徵收條款的補償標準，無法反應徵收後系爭資產價值上升及後續附隨損害，對投資人有失公允。

國際法裡對國家不法行為的損害賠償為完全填補損害原則，對於成立非法徵收及非屬徵收條約違反的爭議，本文認為仲裁庭應適用《ILC Articles》所明文的損害填補原則。儘管透過該原則，在決定損害賠償金時，仍可合理適用公平市場價值作為計算標準，但應注意合乎系爭投資標的公平市場價值標準的賠償，並非等同於合乎完整損害填補原則的賠償。

若欲達到完整損害填補的賠償金，在非法徵收類型的案件，於系爭投資於徵收後價值上升時，應以仲裁判斷作成時，而非徵收發生時為公平市場價值評價時點，並考量其他因徵收而發生的附隨損害或支出。

在非屬徵收的條約違反案型，則另外應先審查系爭不法行為所致之投資的損害結果，究竟是否為重大且終局性？若是，則可按公平市場價值標準定其賠償金；若否，則僅能就投資人能舉證有因果關係之實際損失進行賠償。即便可以適用公平市場價值標準，也僅能就系爭違法措施所致投資標的公平市場價值下跌的部分進行賠償。若未注意上述問題，則適用公平市場價值標準所算出的賠償金即很有可能超出投資人的損害，造成對地主國不公平之結果。

此外，儘管公平市場價值係一客觀抽象之標準，但其操作絕非機械性，適用時仍得考量投資人的與有過失、其應承擔的商業風險及地主國如處於經濟危機等必要性抗辯等國際法上損害賠償的酌減因素，方才能使公平市場價值名符其實。

就評價方法的問題上，仲裁庭採用現金流量折現法去評價企業投資的公平市場價值，標示著投資仲裁愈來愈能實質對投資人因地主國違約行為所致之獲利損失進行評價與賠償，是對投資人進一步的保護；也標示者國際投資法上補償與損害賠償金的計算，能朝向更客觀、更透明且更具衡平性的方向邁進。

從而本文認為一但系爭企業其獲利損失具一定程度的確定性，亦具永續發展價值，仲裁庭即應採現金流量折現法為主進行評價，不得逕自以申請人提出的獲利預測不確定或具臆測性為由拒絕。倘仲裁庭認為申請人的獲利預測不確定，可在進行評價的過程中對相關假設參數作適當的調整，降低不確定及臆測性的質疑；甚至可另聘請公正客觀的專家證人，進行現金流量折現法的估算。



附件 1：重要投保條約徵收補償條款一覽

《World Bank Guidelines on the Treatment of Foreign Direct Investment》

IV

EXPROPRIATION AND UNILATERAL ALTERATIONS

OR TERMINATION OF CONTRACTS

1. A State may not expropriate or otherwise take in whole or in part a foreign private investment in its territory, or take measures which have similar effects, except where this is done in accordance with applicable legal procedures, in pursuance in good faith of a public purpose, without discrimination on the basis of nationality and against the payment of appropriate compensation.
2. Compensation for a specific investment taken by the State will, according to the details provided below, be deemed "appropriate" if it is adequate, effective and prompt.
3. Compensation will be deemed "adequate" if it is based on the fair market value of the taken asset as such value is determined immediately before the time at which the taking occurred or the decision to take the asset became publicly known.
4. Determination of the "fair market value" will be acceptable if conducted according to a method agreed by the State and the foreign investor (hereinafter referred to as the parties) or by a tribunal or another body designated by the parties.
5. In the absence of a determination on agreed by, or based on the agreement of, the parties, the fair market value will be acceptable if determined by the State according to reasonable criteria related to the market value of the investment, i.e., in an amount that a willing buyer would normally pay to a willing seller after taking into account the nature of the investment, the circumstances in which it would operate in the future and its specific characteristics, including the period in which it has been in existence, the proportion of tangible assets in the total investment and other relevant factors pertinent to the specific circumstances of each case.
6. Without implying the exclusive validity of a single standard for the fairness by which compensation is to be determined and as an illustration of the reasonable determination by a State of the market value of the investment under Section 5 above, such determination will be deemed reasonable if conducted as follows:
 - (i) for a going concern with a proven record of profitability, on the basis of the discounted cash flow value;
 - (ii) for an enterprise which, not being a proven going concern, demonstrates lack of profitability, on the basis of the liquidation value;
 - (iii) for other assets, on the basis of (a) the replacement value or (b) the book value in case

such value has been recently assessed or has been determined as of the date of the taking and can therefore be deemed to represent a reasonable replacement value.

For the purpose of this provision:

-a "*going concern*" means an enterprise consisting of income-producing assets which has been in operation for a sufficient period of time to generate the data required for the calculation of future income and which could have been expected with reasonable certainty, if the taking had not occurred, to continue producing legitimate income over the course of its economic life in the general circumstances following the taking by the State;

-"*discounted cash flow value*" means the cash receipts realistically expected from the enterprise in each future year of its economic life as reasonably projected minus that year's expected cash expenditure, after discounting this net cash flow for each year by a factor which reflects the time value of money, expected inflation, and the risk associated with such cash flow under realistic circumstances. Such discount rate may be measured by examining the rate of return available in the same market on alternative investments of comparable risk on the basis of their present value;

-"*liquidation value*" means the amounts at which individual assets comprising the enterprise or the entire assets of the enterprise could be sold under conditions of liquidation to a willing buyer less any liabilities which the enterprise has to meet;

-"*replacement value*" means the cash amount required to replace the individual assets of the enterprise in their actual state as of the date of the taking; and

-"*book value*" means the difference between the enterprise's assets and liabilities as recorded on its financial statements or the amount at which the taken tangible assets appear on the balance sheet of the enterprise, representing their cost after deducting accumulated depreciation in accordance with generally accepted accounting principles.

7. Compensation will be deemed "effective" if it is paid in the currency brought in by the investor where it remains convertible, in another currency designated as freely usable by the International Monetary Fund or in any other currency accepted by the investor.
8. Compensation will be deemed to be "prompt" in normal circumstances if paid without delay. In cases where the State faces exceptional circumstances, as reflected in an arrangement for the use of the resources of the International Monetary Fund or under similar objective circumstances of established foreign exchange stringencies, compensation in the currency designated under Section 7 above may be paid in installments within a period which will be as short as possible and which will not in any case exceed five years from the time of the taking, provided that reasonable, market-related interest applies to the deferred payments in the same currency.
9. Compensation according to the above criteria will not be due, or will be reduced in case the investment is taken by the State as a sanction against an investor who has violated the

State's law and regulations which have been in force prior to the taking, as such violation is determined by a court of law. Further disputes regarding claims for compensation in such a case will be settled in accordance with the provisions of Guideline V.

10. In case of comprehensive non-discriminatory nationalizations effected in the process of large scale social reforms under exceptional circumstances of revolution, war and similar exigencies, the compensation may be determined through negotiations between the host State and the investors' home State and failing this, through international arbitration.
11. The provisions of Section I of this Guideline will apply with respect to the conditions under which a State may unilaterally terminate, amend or otherwise disclaim liability under a contract with a foreign private investor for other than commercial reasons, i.e., where the State acts as a sovereign and not as a contracting party. Compensation due to the investor in such cases will be determined in the light of the provisions of Sections 2 to 9 of this Guideline. Liability for repudiation of contract for commercial reasons, i.e., where the State acts as a contracting party, will be determined under the applicable law of the contract.



《Energy Charter Treaty》

ARTICLE 13 EXPROPRIATION

(1) Investments of Investors of a Contracting Party in the Area of any other Contracting Party shall not be nationalized, expropriated or subjected to a measure or measures having effect equivalent to nationalization or expropriation (hereinafter referred to as “Expropriation”) except where such Expropriation is:

- (a) for a purpose which is in the public interest;
- (b) not discriminatory;
- (c) carried out under due process of law; and
- (d) accompanied by the payment of prompt, adequate and effective compensation.

Such compensation shall amount to the fair market value of the Investment expropriated at the time immediately before the Expropriation or impending Expropriation became known in such a way as to affect the value of the Investment (hereinafter referred to as the “Valuation Date”). Such fair market value shall at the request of the Investor be expressed in a Freely Convertible Currency on the basis of the market rate of exchange existing for that currency on the Valuation Date. Compensation shall also include interest at a commercial rate established on a market basis from the date of Expropriation until the date of payment.

(2) The Investor affected shall have a right to prompt review, under the law of the Contracting Party making the Expropriation, by a judicial or other competent and independent authority of that Contracting Party, of its case, of the valuation of its Investment, and of the payment of compensation, in accordance with the principles set out in paragraph (1).

(3) For the avoidance of doubt, Expropriation shall include situations where a Contracting Party expropriates the assets of a company or enterprise in its Area in which an Investor of any other Contracting Party has an Investment, including through the ownership of shares.

《North American Free Trade Agreement》

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.

2. Compensation shall be equivalent to the fair market value of the expropriated investment immediately before the expropriation took place ("date of expropriation"), and shall not reflect any change in value occurring because the intended expropriation had become known earlier. Valuation criteria shall include going concern value, asset value including declared tax value of tangible property, and other criteria, as appropriate, to determine fair market value.

3. Compensation shall be paid without delay and be fully realizable.

4. If payment is made in a G7 currency, compensation shall include interest at a commercially reasonable rate for that currency from the date of expropriation until the date of actual payment.

5. If a Party elects to pay in a currency other than a G7 currency, the amount paid on the date of payment, if converted into a G7 currency at the market rate of exchange prevailing on that date, shall be no less than if the amount of compensation owed on the date of expropriation had been converted into that G7 currency at the market rate of exchange prevailing on that date, and interest had accrued at a commercially reasonable rate for that G7 currency from the date of expropriation until the date of payment.

6. On payment, compensation shall be freely transferable as provided in Article 1109.

7. This Article does not apply to the issuance of compulsory licenses granted in relation to intellectual property rights, or to the revocation, limitation or creation of intellectual property rights, to the extent that such issuance, revocation, limitation or creation is consistent with Chapter Seventeen (Intellectual Property).

8. For purposes of this Article and for greater certainty, a non-discriminatory measure of general application shall not be considered a measure tantamount to an expropriation of a debt security or loan covered by this Chapter solely on the ground that the measure imposes costs

on the debtor that cause it to default on the debt.

《2012 U.S. Model Bilateral Investment Treaty》

Article 6: Expropriation and Compensation

1. Neither Party may expropriate or nationalize a covered investment either directly or indirectly through measures equivalent to expropriation or nationalization (“expropriation”), except:

- (a) for a public purpose;
- (b) in a non-discriminatory manner;
- (c) on payment of prompt, adequate, and effective compensation; and
- (d) in accordance with due process of law and Article 5 [Minimum Standard of Treatment](1) through (3).

2. The compensation referred to in paragraph 1(c) shall:

- (a) be paid without delay;
- (b) be equivalent to the fair market value of the expropriated investment immediately before the expropriation took place (“the date of expropriation”);
- (c) not reflect any change in value occurring because the intended expropriation had become known earlier; and
- (d) be fully realizable and freely transferable.

3. If the fair market value is denominated in a freely usable currency, the compensation referred to in paragraph 1(c) shall be no less than the fair market value on the date of expropriation, plus interest at a commercially reasonable rate for that currency, accrued from the date of expropriation until the date of payment.

4. If the fair market value is denominated in a currency that is not freely usable, the compensation referred to in paragraph 1(c) – converted into the currency of payment at the market rate of exchange prevailing on the date of payment – shall be no less than:

- (a) the fair market value on the date of expropriation, converted into a freely usable currency at the market rate of exchange prevailing on that date, plus
- (b) interest, at a commercially reasonable rate for that freely usable currency, accrued from the date of expropriation until the date of payment.

5. This Article does not apply to the issuance of compulsory licenses granted in relation to intellectual property rights in accordance with the TRIPS Agreement, or to the revocation, limitation, or creation of intellectual property rights, to the extent that such issuance, revocation, limitation, or creation is consistent with the TRIPS Agreement.

《亞東關係協會與財團法人交流協會有關投資自由化、促進及保護合作協議》

(台日投保協議，2011)

第十二條

1. 除以下情形外，任一方不得對他方投資人之投資採取徵收或任何等同徵收(以下稱為「間接徵收」)之措施：
 - (a) 為公共目的；
 - (b) 透過不具歧視性之作法；
 - (c) 依照第四款至第六款提供即時、適當與有效之補償；及
 - (d) 符合正當法律程序及第五條之規定。
2. 第一款之間接徵收係指機關的一個行為或一系列行為，其具有等同徵收之效果，但無所有權之正式移轉或扣押情事。
3. 判定任一方機關針對特定情況所為之一行為或一系列行為是否構成間接徵收時，須以個案方式並以事實為基礎進行調查，並考量以下因素：
 - (a) 該行為造成之經濟衝擊；惟機關之該等行為對投資之經濟價值造成負面效果之單一事實，不足以證明間接徵收已發生；
 - (b) 該行為對於因投資而產生之明確且合理之期待，所造成之干擾程度；

《海峽兩岸投資保障和促進協議》(2012)

第七條 徵收

- 一、除符合下列所有條件外，一方不得對另一方投資人在該一方的投資或收益採取徵收(包括直接徵收和間接徵收)：
 - (一) 基於公共目的；
 - (二) 依照一方規定及正當程序；
 - (三) 非歧視性且非任意的；
 - (四) 依據本條第四款給予補償。
- 二、間接徵收指效果等同於直接徵收的措施。確定一項或一系列措施是否構成間接徵收應以事實為依據逐案評估，並應考慮以下因素：
 - (一) 該措施對投資的經濟影響，但僅對投資的經濟價值有負面影響，不足以推斷構成間接徵收；
 - (二) 該措施在範圍或適用上對另一方投資人及其投資的歧視程度；
 - (三) 該措施對另一方投資人明顯、合理的投資期待的干預程度；
 - (四) 該措施的採取是否出於善意並以公共利益為目的，且措施和目的之間是否符合比例原則。
- 三、雙方為保護公眾健康與安全、環境等正當公共福利所採取的非歧視性管制措施，不構成間接徵收。
- 四、本條第一款所稱的補償應以徵收時或徵收為公眾所知時(以較早者為準)被徵收投資或收益的公平市場價值為基準，並應加計徵收之日起至補償支付之日止，按合理商業利率計算的利息。補償的支付不應遲延，並應可有效實現、兌換及自由移轉。

附件 2：國際投資仲裁涉及補償及損害賠償案件一覽

Case Name	年份	投資產業	認定違反之條款(Merit)	賠償標準準據法 (Applicable Law)	補償或賠償標準 (Standard of Compensation)	評價方法 (Method of Valuation)
Amco v. Iran	1984-1990	飯店執照	正當法律程序、拒絕正義(denial of justice)	Chorzow Factory	完整補償 (Full compensation)	DCF 法
Southern Pacific Properties v. Egypt	1992	房地產	合法徵收	埃及內國法/ 習慣國際法	公平價值	out-of-pocket expenses/loss of opportunity
Asian Agricultural Products Ltd v Republic of Sri Lanka	1990	蝦養殖場	完整保護與安全、因戰爭或武力所致之損失補償	習慣國際法	喪失投資之完整價值及相關損害	未論述，較似帳面價值法
American Manufacturing and Trading v. Zaire	1997	消費性產品	保護與安全、因戰爭、暴動及暴力所致損失	Chorzow Factory	實際市場價值	未論述
Wena Hotels v Egypt	2000	觀光旅館	徵收、公平公正待遇	Egypt – United Kingdom BIT (1975)	公平市場價值	actual investment
SwemBalt Limited v The Republic of Latvia	2000	運輸業	違反 BIT (未具體指出違反條款)	Latvia-Sweden BIT	市場價值	Transaction method

Metalclad Corp. v. Mexico	2000	垃圾處理	徵收、最低待遇標準	NAFTA	公平市場價值	Actual Expenses
Compañía del Desarrollo de Santa Elena v. Costa Rica	2000	旅遊開發	無(雙方僅就徵收補償金有爭議)	Domestic law of Costa Rica and international law	公平市場價值	splitting the baby
Myers, Inc. v Canada	2002	垃圾處理	國民待遇、最低待遇標準、	Chorzow Factory	公平市場價值	net lost profit
Pope & Talbot Inc. v Canada	2002	軟木木材	公平公正待遇	NAFTA	未討論	Out of pocket expenses
ME Cement v. Egypt	2002	水泥運輸	間接徵收	Egypt-Greece BIT	市場價值	splitting the baby
Marvin Feldman v. Mexico	2002	菸草	國民待遇	NAFTA	實際損害	Lost profits + Tax rebates due
Tecmed v. Mexico	2003	垃圾處理	徵收、公平公正待遇	Mexico – Spain BIT	公平市場價值	實際投資+未來兩年獲利損失
Nykomb v. Latvia	2003	天然氣	非合理及歧視性措施	Energy Charter Treaty / ILC Draft Articles	回復原狀	契約約定電價與實際支付電價之差額
CME v. Czech	2003	電視公司	間接徵收、公平公正待遇、完整安全與保護	Netherlands – Czech BIT	徵收部分: just compensation/genuine value; 其他條約違反部分: Chorzow Factory	按先前一家瑞典公司欲收購 CME 時所提出之價格
Occidental Exploration	2004	石油生產	國民待遇、	Ecuador – United States	未討論	地主國政府拒退還之增

v. Ecuador			公平公正待遇	BIT		值稅(VAT)數額
MTD v. Chile	2004	營建	公平公正待遇	Chile - Malaysia BIT	Chorzow Factory	投資支出
CMS Gas Transmission v. Argentina	2005	天然氣	公平公正待遇、 雨傘條款	Draft Articles on State Responsibility	公平市場價值	現金流量法
Azurix v. Argentine	2006	自來水及 污水處理	公平公正待遇、恣意措施禁止、完整保護與安全	the BIT and international law	公平市場價值	實際投資金額
ADC v. Hungary	2006	航空站	非法徵收	International Law	公平市場價值“sum corresponding to the value which restitution in kind would bear”	現金流量法
PSEG v. Turkey	2007	電廠	公平公正待遇	Chorzow Factory	完整填補損害	實際投資金額
Siemens v. Argentine	2007	移民管制 與個人識別	非法徵收、完整安全與保護、恣意措施禁止	Chorzow Factory/Draft Articles	投資之完整價值	帳面價值法
Enron v. Argentine	2007	天然氣運輸公司	公平公正待遇、 雨傘條款	Chorzow Factory	條約違反前後公平市價之差額	DCF 法+同類交易法
LG&E Energy v. Argentine	2007	天然氣運輸公司	公平公正待遇、歧視性措施禁止、傘狀條款	Chorzów Factory	實際損失(Actual Loss)	維持原費率機制可獲得之股利
Vivendi v. Argentine	2007	自來水及 污水處理	非法徵收、 公平公正待遇	Chorzów Factory	公平市場價值	實際投資金額

Sempra Energy v. Argentine	2007	天然氣運輸公司	公平公正待遇、 雨傘條款	Chorzów Factory	條約違反前後公平市價 之差額	DCF 法
Desert Line v. Yemen	2008	道路建設	公平公正待遇	ILC Articles 31	核予包括聲譽損失在內的 慰撫金(moral damages)	未說明
Siag v. Egypt	2009	旅遊與飯店	非法徵收、完整保護、 公平公正待遇、不合理 措施禁止	Chorzów Factory	公平市場價值	同類交易法 (Comparable Sales Valuation)
White Industries Australia Limited v. India, UNCITRAL	2011	礦業	effective means of asserting claims and enforcing rights	Chorzów Factory	因該違反行為所致之損 失	ICC 仲裁判斷酌定之賠 償金
Lemire vs. Ukraine	2011	廣播電台	公平公正待遇	Chorzów Factory	損害填補	「條件測試」(but-for test) / DCF
EDFI et al. v. Argentina	2012	電力輸送	雨傘條款、 公平公正待遇	ILC Article	損害填補	DCF 法
RDC v. Guatemala	2012	鐵路	最低待遇標準	ILC Article 31.1	損害填補	實際投資金額+租金損 失淨現值+一年營運費 用
Occidental Petro v. Ecuador	2012	能源	間接徵收、 不正待遇禁止	Ecuador-US BIT	公平市場價值	DCF 法

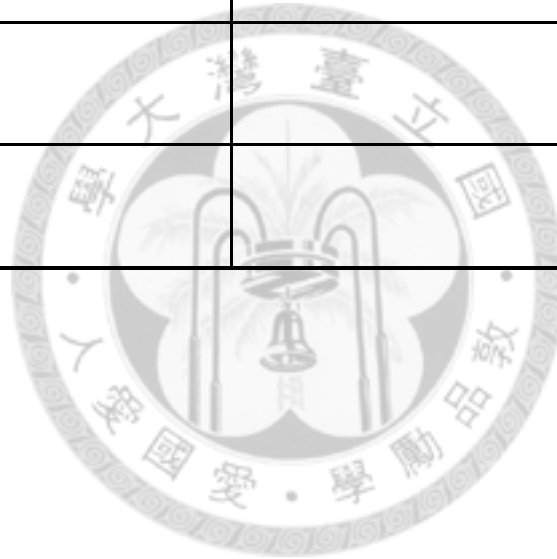
附件 3：仲裁庭採用或拒採現金流量折現法(DCF 法)理由

案例名稱	年	評價方法	說明 / 拒採 DCF 法的理由
Amco v. Iran	1990	DCF 法	Judge Brower 在協同意見書中，首次簡單扼要地說明如何操作 Chorzow Factory 標準
Southern Pacific Properties v. Egypt	1992	out-of-pocket expenses/loss opportunity	拒採 DCF，因系爭投資尚在發展初期，未有足夠獲利紀錄作預測
Wena Hotels v Egypt	2000	實際投資法	拒採 DCF，理由:申請人所主張的獲利損失(lost profit)、機會損失(lost opportunity)和重置成本(reinstatement costs)金額過於臆測
Metalclad Corp. v. Mexico	2000	實際費用	拒採 DCF，理由:被徵收之垃圾掩埋場投資尚未開始營運，任何對獲利損

			失的預測皆屬憑空想像(wholly speculative)。
Tecmed v. Mexico	2003	實際投資+未來兩年獲利 損失	拒採 DCF，理由:被徵收之垃圾掩埋場投資僅營運 2.5 年，不具永續經營價值
CMS v. Argentina	2005	DCF 法	因違反協定所致之總計損害近似徵收，且會影響到未來一段時間
ADC v. Hungary	2006	DCF 法	但相關計算參數如年數及折現率未知
Siemens v. Argentina	2007	帳面價值法	拒採 DCF，因未有充分歷史數據作預測
Enron v. Argentina	2007	DCF 法+同類交易法	用 DCF 算出條約違反前市價，用同類交易算出目前市價，兩者相減
Vivendi v. Argentina	2007	實際投資金額	拒採 DCF，蓋申請人未能證明系爭特許權未來獲利的確定性
Sempra Energy v. Argentina	2007	DCF 法 (條件測試)	在算 DCF 時，將地主國經濟危機之因素納入考量

BG Grp. v. Argentina	2007	實際交易法	拒採 DCF 法，認其結果不確定且具臆測性
Biwater v. Tanzania	2008	實際投資成本	拒採 DCF 法，系爭投資 City Water 於徵收時未有任何獲利紀錄，從而未有可靠資訊可供獲利預測作基礎。
Rumeli Teleko v. Kazakhstan	2008	清算價值法	拒採 DCF 法，系爭投資成立時間不夠久，不具足夠資料去估算未來收入
<i>National Grid v. Argentina</i>	2008	混合 DCF 法及同類交易法 (para.285)	認為採混合法使能充分評價阿根廷經濟危機的影響
Siag v. Egypt	2009	同類交易法 (Comparable Sales Valuation)	拒採 DCF 法，未有長期穩健交易紀錄的年輕企業，仲裁庭一般不願意使用 DCF 法，蓋對未來預測的基礎不夠確定 (insufficiently certain basis)
Walter Bau AG v Thailand	2009	DCF 法	用 DCF 進行「條件測試」(but-for test)
Alpha v. Ukraine	2010	未明示，實質上為 DCF	對歷史損失、喪失營收、企業終值分項計算

		法	
Lemire vs. Ukraine	2011	DCF 法 / 「條件測試」 (but-for test)	雙方對是否採用 DCF 法未有爭議, 卻對是採用企業價值法或損失利益法 (後者不計入最終價值)有爭議
EDFI et al. v. Argentina	2012	DCF 法	
Occidental Petro v. Ecuador	2012	DCF 法	



參考文獻

中文論著

1. 王淑芬著(2006)，《企業評價》，台北：華泰文化。
2. 李貴英(2004)，《國際投資法專論》，一版，台北：元照。
3. 邱琦(2011)，純粹經濟上損失，台灣高等法院 100 年度研究發展報告。
4. 陳敏(2009)，《行政法總論》，六版，台北：自刊。
5. 葉百修 (2011)，《損失補償法》，一版，台北：新學林。
6. 羅昌發(2010)，《國際貿易法》，二版，台北：元照。

Books

1. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2004). *Valuation: Measuring and Managing the value of Companies*. Wiley.
2. Dolzer, R. (2012). *Principles of International Investment Law*. Oxford, England: Oxford.
3. Kantor, M (2008). *Valuation for Arbitration: Compensation Standards, Valuation Methods and Expert Evidence*. Kluwer Law International.
4. Marboe, I. (2009). *Calculation of compensation and damages in international investment law*. Oxford, England: Oxford.
5. Montt, S. (2009). *State Liability in Investment Treaty Arbitration: Global Constitutional and Administrative Law in the BIT Generation*. Hart Publishing.
6. Posner, R. A. (2008). *How Judges Think*. Harvard, MA: Cambridge.
7. Ripinsky, S. & Williams, K. (2009). *Damages in International Investment Law*. British Ins't of Int'l & Comparative.
8. Salacuse, Jeswald W. (2010). *The Law of Investment Treaties*. Oxford, England: Oxford.
9. Shaw, M. N. (2008). *International Law*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

10. Sornarajah, M. (2010). *The International Law on Foreign Investment*, Cambridge, England: Cambridge.

Articles / Works in Collection

1. Ball, M. (2001). Assessing Damages in Claims by Investors Against States, *16 ICSID Review* 408.
2. Biennu, P. & Valasek, M. J. (2009). Compensation for Unlawful Expropriation, and Other Recent Manifestations of the Principle of Full Reparation in International Investment Law. In Albert Jan van den Berg (Ed.), *50 Years of The New York Convention* (pp. 231-237).
3. Brower, C.N. & Ottolenghi M. (2007). Damages in Investor State Arbitration, *4:6 Transnational Dispute Management* 1.
4. Franck, S. D. (2007). Empirically Evaluating Claims About Investment Treaty Arbitration. *86 North Carolina Law Review* 1.
5. Kantor, Mark (2007). Valuation for Arbitration: Uses and Limits of Income-Based Valuation Methods. *4:6 Transnational Dispute Management*.
6. Khamsi, K. (2010). Compensation for non-expropriatory investment treaty breaches in the Argentine gas sector cases: issues and implications. In Michael Waibel (Eds.), *The backlash against investment arbitration: Perceptions and reality* (pp. 165-185). Netherlands: Kluwer Law International.
7. Kinnear, M. (2007). Damages in Investment Treaty Arbitration. In Katia Yannaca-Small (Ed.), *Arbitration Under Investment Agreements* 551-598.
8. Marboe, Irmgard (2006). Compensation and Damages In International Law: The Limits of Fair Market Value. *7 Journal of World Investment and Trade* 723.
9. Merrill, Thomas W. (2002). Incomplete Compensation for Takings. *11 NYU Environmental Law Journal* 110.
10. Simmons, J. B. (2012). Valuation in Investor-State Arbitration: Toward a More Exact Science. *30(1) Berkeley Journal of International Law* 196.
11. Sloane, R. D. & Reisman, M. W. (2004). Indirect Expropriation and its Valuation in the BIT Generation. *75 British Yearbook of International Law* 115.
12. Stauffer, T. R. (1996). Valuation of Assets in International Takings. *17 Energy Law Journal* 459.

13. Tschanz, P-Y & Viñuales, J. E. (2009). Compensation for Non-expropriatory Breaches of International Investment Law. 26(5) *Journal of International Arbitration* 729.
14. Walde, T.W. & Sabahi, B (2007). Compensation, Damages and Valuation in International Investment Law. 4(6) *Transnational Dispute Management* 1.

Cases

1. *ADC Affiliate Limited and ADC & ADMC Management Limited v. The Republic of Hungary*, ICSID Case No. ARB/03/16, Award, Oct. 2, 2006.
2. *AGIP M.Congo AGIP S.p.A. v. People's Republic of the Congo*, ICSID Case No. ARB/77/1, Award, Nov. 30, 1979.
3. *Alpha Projektholding GmbH v. Ukraine*, ICSID Case No. ARB/07/16, Award, Oct. 20, 2010.
4. *American International Group, Inc., et al., v. The Islamic Republic of Iran, et al.*, Award No. 93-2-3, 4 IRAN-U.S. C.T.R. 96, December 19, 1983.
5. *Amoco International Finance Corp v. The Islamic Republic of Iran*, 15 Iran—US CTR 189 (1987).
6. *Asian Agricultural Products Ltd. v. Republic of Sri Lanka*, ICSID Case No. ARB/87/3, Final Award, June 27, 1990.
7. *Azurix Corp. v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/12, Award, July 14, 2006.
8. *BG Grp. PLC v. The Republic of Argentina*, Final Award, UNCITRAL, Dec. 24, 2007.
9. *Biwater Gauff (Tanzania) Ltd. v. United Republic of Tanzania*, ICSID Case No. ARB/05/22, Award, Jul 24, 2008.
10. *Case Concerning the Factory at Chorzów* (Germany v Poland), PCIJ Judgment on the Merits, Ser A, No 17, Sept. 13, 1928.
11. *CME Czech B.V. v. The Czech Republic*, UNCITRAL, Final Award, March 14, 2003.
12. *CMS Gas Transmission Company v. The Republic of Argentina*, ICSID Case No. ARB/01/8, Award, May 12, 2005.

13. *Compañía de Aguas del Aconquija S.A. and Vivendi Universal S.A. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/97/3, Award, Aug. 3, 2007.
14. *Compañía del Desarrollo de Santa Elena, S.A. v. Costa Rica*, ICSID Case No. ARB/96/1, Final Award, February 17, 2000.
15. *Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/3, Jurisdiction, January 14, 2004.
16. *Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/3, Award, May 22, 2007.
17. *Foremost Tehran Inc et al v. Islamic Republic of Iran*, 10 Iran-US CTR 228 (1986).
18. *INA Corporation v. Islamic Republic of Iran*, Award No. 184-161-1, 8 IRAN-U.S. C.T.R. 373, 375 (August 13, 1985).
19. *International Technical Products v. Islamic Republic of Iran*, 9 Iran-US CTR 206 (1985).
20. *LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp. and LG&E International Inc. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/1, Decision of the Arbitral Tribunal on Objections to Jurisdiction, April 30, 2004.
21. *LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp. and LG&E International Inc. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/1, Decision on Liability, October 3, 2006.
22. *LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp. and LG&E International Inc. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/1, Award, July 25, 2007.
23. *Lusitania (United States v. Germany)*, 7 R.I.A.A. 32, 39 (1923).
24. *Marvin Roy Feldman v. United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/99/1, Award, December 16, 2002.
25. *Metalclad Corp. v. Mexico*, ICSID Case No. ARB(AF)/97/1, Award, August 30, 2000.
26. *Norwegian Shipowners' Claim (Norway v. United States)*, Award of Oct. 13 1922, 1 RIAA, 307.
27. *Nykomb Synergetics Technology Holding AB v. The Republic of Latvia*, SCC, Arbitral Award, December 16, 2003.

28. *Occidental Exploration and Production Company v. The Republic of Ecuador*, LCIA Case No. UN3467, Final Award, July 1, 2004.
29. *Occidental Petroleum Corporation and Occidental Exploration and Production Company v. The Republic of Ecuador*, ICSID Case No. ARB/06/11, Award, October 5, 2012.
30. *Papamichalopoulos and Others v. Greece*, 21 EHRR 439, October 31, 1995.
31. *Phillips Petroleum Company v. Iran*, 21 Iran—US CTR 79 (1989).
32. *Railroad Development Corporation v. Republic of Guatemala*, ICSID Case No. ARB/07/23, Award, June 29, 2012.
33. *Rumeli Telekom A.S. and Telsim Mobil Telekomunikasyon Hizmetleri A.S. v. Republic of Kazakhstan*, ICSID Case No. ARB/05/16, Award, July 21, 2008.
34. *S.D. Myers, Inc v. Government of Canada* (“SD Myers II”), UNCITRAL, Second Partial Award, October 21, 2002.
35. *Sedco Inc v. NIOC*, Second Interlocutory Award, Separate Opinion Brower, 10 Iran—US CTR 189 (1986).
36. *Sempra Energy International v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/16, Award, Sept. 18, 2007.
37. *Siemens A.G. v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/8, Award, Feb. 6, 2007.
38. *Southern Pacific Properties (Middle East) Limited v. Arab Republic of Egypt*, ICSID Case No. ARB/84/3, Award, May 20, 1992.
39. *Técnicas Medioambientales Tecmed, S.A. v. The United Mexican States*, ICSID Case No. ARB (AF)/00/2, Award, May 29, 2003.
40. *United States v. Miller*, 317 U.S. 369 (1943).
41. *Waguih Elie George Siag & Clorinda Vecchi v. Arab Republic of Egypt*, ICSID Case No. ARB/05/15, Award, June 1, 2009.
42. *Wena Hotels Ltd. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID Case No. ARB/98/4, Award, Dec. 8, 2000.