

## 第四章 俄羅斯電信私有化

### 第一節 私有化釋股前的俄羅斯電信簡史

**帝俄時期的電報與電話。**大英帝國是全世界第一個引進商用電報線路的國家（1838 年），俄羅斯也不遑多讓，使用電報的歷史可追溯至 1841 年，而且是依靠本國科學家 B. Yakoby 自力研發出第一個電報線路。該電報線路長僅 363 公尺，連接沙皇官邸「冬宮」與陸軍參謀長辦公室。1843 年，首都聖彼得堡與沙皇村（沙皇避暑行館）之間設立較完備的電報通訊系統，此時的電報線路已延伸至 30 公里。<sup>223</sup>

至於更進步的通訊設備－電話，雖然最早是由美國人貝爾於 1876 年發明，但沙皇時代的俄羅斯科學家與工程師對這項科技亦深感興趣。1880 年，沙皇政府在烏法省架設第一批電話交換所。1881 年，沙皇政府頒佈關於城市地區電話網路發展的第一道行政命令，除宣示在主要城市陸續架設電話交換所外，也將這些電話交換所租借給民間業者。此外，沙皇政府亦授權鄉間的地方自治議會自建交換所並提供營運服務。1882 年，聖彼得堡、莫斯科與熬德薩均架設電話交換所，聖彼得堡與位於其西南方 45 公里處的加奇納（Gatchina）鎮更建立全俄第一條電話線路，服務上流社會。1884 年，沙皇政府開始大量自建電話交換所，後來更停頒新的租借權。1898 年 1 月 31 日，聖彼得堡與莫斯科之間的電話通訊正式啟用，這也是當時全歐洲最長的主幹線路，初期通話量每天僅約 60 通，但第二週即倍增。在第一期交換所租借權於 1900 年到期後，沙皇政府一度放寬對民間業者租借權的管制，開始有一波交換所搶建熱潮。到 1914 年第一次世界大戰前，俄羅斯所有大城都已架設好電話網路。可惜，一次大戰及後來的內戰（1918-1920）阻礙了俄羅斯電話通訊的發展，包括全國通話中樞的聖彼得堡中

<sup>223</sup> Nikolai Sokolov, "Telecommunications in Russia," *IEEE Communications Magazine*, July 1992, p. 66.

央電話交換所等電信設施成兵家必爭之地。譬如 1917 年 7 月初，臨時政府因為擔心共黨發動政變，下令聖彼得堡電話交換所抵制共黨要求撥出的電話（那時俄羅斯尚未引進自動交換系統）。俟內戰結束後，共黨立刻將境內所有電信系統－包括跨城市、都會地區、租借地區與地方自治議會－租借權收回。<sup>224</sup>

**蘇聯電信系統與管制架構。**蘇聯時代的共黨統治當局，基於維繫政權與壓制異議者的需要，對於資訊流通向來管制嚴格，連國內通訊資料都被視為是國家機密，主事官員諱莫如深。此外，蘇聯雖然在太空國防科技領域上與美國分庭抗禮，但在電腦資訊與通訊發展上遠遠落後西方，擁有電腦與電話的人數也遠不如西方<sup>225</sup>。這是因為蘇共當局為鞏固政權，長年限制民間社會使用電腦電信設備，只允許軍方、重要政府與工業部門擁有電信設施，及受上級信賴的官僚或專業人士接觸電腦，而且即便對這些人也嚴密監控。其次，經由電子傳輸的資料多為例行性的科技與行政資訊，而非民生經濟。再者，蘇聯的電信系統無法處理 1970 年代中期起電腦化趨勢下衍生的需求。蘇聯對電信服務的漠視，直至 1985 年 2 月蘇共中央委員會與政府部長會議（Council of Ministers）決議擴充與革新電信系統，及 1985 年 3 月 Mikhail Gorbachev 上台後推動「公開性」（Glasnost）政策，才有所改變。<sup>226</sup>

蘇聯的電信系統乃至用戶的消費文化，均迥異於西方。未經上級領導授權的通話會被處罰。禁用長途電話，理由是會「帶來危害國家的資訊」。雖然國營事業依法能優先擁有電話設備，但國營事業或政府單位分配不到電話的窘況仍時有所聞，特別是在鄉間地區。至於一般消費者，若申請者本身為退伍軍人或其遺孀，或者小孩眾多的家庭，才能優先配置電話，其他人則必須忍受長年累月的等待。

<sup>224</sup> 截至 1917 年元旦，俄羅斯境內的純官營電話交換機占全國 36%，地方議會占 38%，特許民間架設經營者則僅占 26%。參見 Nikolai Sokolov, p. 66; Steven L. Solnick, "Revolution, Reform and the Soviet Telephone, 1917-1927," *Soviet Studies*, Vol. 43, No.1 (1991), pp. 157-175.

<sup>225</sup> 以電話為例，根據 1987 年的資料，估計蘇聯平均每 100 名公民僅擁有約 10 具電話，美國接近 100%，其他多數工業國家也至少有 60%。參見 Wilson P. Dizard & S. Blake Swensrud, *Gorbachev's Information Revolution: Controlling Glasnost in a New Electronic Era* (Boulder, Colorado: Westview Press, 1987), p. 24.

<sup>226</sup> Dizard & Swensrud, pp. 26-28.

私人電話設備的短缺，導致公用電話亭與提供跨城市通話服務的電話辦公室經常大排長龍。在電信系統方面，大多數國家都是使用相對簡單的定期脈衝監控技術來決定電話費。該技術既不會辨識受話者號碼，也不會提供個別來話紀錄。美國與蘇聯則是少數採用較複雜系統－集中式自動記帳設備(CAMA)的國家。CAMA能記錄包括撥話者與受話者的個別來話號碼。不過，美國是為方便蒐集所得稅與其他會計資料才採用這套系統，蘇聯的動機則是監控人民的一舉一動。<sup>227</sup>

蘇聯時期的電信系統多年來一直是由蘇聯通訊部（簡稱為 Minsviasi SSSR）掌管，但通訊部職掌事項遠超過其他國家的電信主管機關，除主業務電信事業外，另包括 300 家高功率電視台與電台廣播設施及郵政服務，後者又涵蓋郵匯與報刊派送。另外，蘇聯通訊部也兼營電信設備製造與研發、印刷等業務。截至蘇聯政權崩解前夕，蘇聯通訊部的電話業務占總營收的半數以上，電報占 8%，廣播占約 12%，郵政則約 26%。由於蘇聯幅員廣大，除身為聯盟中央層級的蘇聯通訊部外，聯盟內 15 個加盟共和國也設有屬於共和國層級的通訊部。這些共和國層級的通訊部同時接受蘇聯通訊部與該共和國最高行政機關「部長會議」的雙頭領導。而蘇聯通訊部有別於共和國通訊部之處，在於掌管整體電信管制架構，及直接從事跨共和國邊界的電信業務，後者又以國內長途電話、國際電話及通訊衛星營運為最重要業務。由於蘇聯在冷戰期間與美國從事太空科技的競爭，以致有龐大通訊需求，因此軍方與軍工複合產業部門會大量租用蘇聯通訊部的通訊衛星。這也使得軍方有機會介入通訊部民用通訊衛星系統的設計，甚至自設一套特殊電信通訊網路。有趣的是，KGB 也仿國防部設計一個獨立的電信通訊網路，但 KGB 與國防部這兩套系統卻不相容。其原因是 KGB 的任務之一是監控國防部，因此其通訊網路必須要能不受國防部所掌控。<sup>228</sup>

蘇聯成立初期，由於兼併範圍西達波羅的海，版圖遼闊，境內許多大型電信分支系統猶如據地為王的山頭，不完全聽令於蘇聯通訊部。但 1971 年版的《通

---

<sup>227</sup> Ibid.

<sup>228</sup> Robert W. Campbell, *Soviet and Post-Soviet Telecommunications: An Industry under Reform* (Boulder, Colorado: Westview Press, 1995), pp. 7-9, 13, 139.

訊法》(*Communications Law*) 通過後，蘇聯通訊部依法取得更廣泛的民用電信系統管轄權，開始收服這些地方電信系統。不過，通訊法對蘇聯通訊部的授權仍不及於國防部、國家安全委員會(Комитет Государственной Безопасности, KGB)或內政部的軍用電信系統。這些國安機關轄下的軍用電信系統猶如禁區雷池，蘇聯通訊部名義上雖是電信管制機關，卻始終難以跨越一步。<sup>229</sup>

蘇聯通訊部雖然在收編軍用電信系統方面使不上力，但直到蘇聯解體前，仍積極尋求擴增其在民用電信系統的影響力。1990年6月，蘇聯通訊部旗下的32個獨立單位－大多數是有長途電話服務的地方電信局，包括莫斯科電信局－共同創立「蘇維埃電信公司」(Sovtelekom)，而蘇聯通訊部則持有該公司65%股權。Sovtelekom的成立宗旨是處理跨地區(蘇聯內部各共和國)與跨國通話，及跨地區數據資料交換業務。可惜通訊部尚未完成整合各地區電信系統的工作，蘇聯就先土崩瓦解。<sup>230</sup>

**蘇聯與東歐電信發展的匯流與分流。**前蘇聯(含俄羅斯)與東歐共黨國家的電信發展，在二次世界大戰後從分歧走向匯流。二戰前，東歐國家的電信生態不僅迥異於蘇聯，甚至連東歐國家彼此之間的電信產業先天條件也互有不同。譬如，有的國家的電信設施是由諸如ITT與瑞典易利信等外國公司擁有，有的國家的電信服務則是由國營郵政、電話與電報部門(PTT)所提供。二戰後，蘇聯根據1945年雅爾達與波茨坦會議，將東歐列為勢力範圍並引進社會主義的計畫經濟制度，外國電信公司在東歐境內的子公司一律改歸國有，由各國中央政府掌管，並成立類似PTT的電信管制架構。東歐與蘇聯的電信管制架構與營運模式，從此如出一轍。<sup>231</sup>

---

<sup>229</sup> Campbell, p. 9.

<sup>230</sup> 1992年3月，Sovtelekom更名為「國際電信公司」(Intertelekom)。1992年年底，Intertelekom的俄羅斯所屬部門又改組為「俄羅斯電信公司」(Rostelekom)，原蘇聯通訊部持有該公司的股權則交由俄羅斯聯邦通訊部接管，1994年將部份股權釋出。Rostelekom在國際電話與前蘇聯地區跨城市長途電話的獨占優勢，使其在許多地區的市話上亦享有市場優勢。該公司以財務透明度高，與外部股東的關係良好著稱。Rostelekom堪稱是俄羅斯股市少數流動性高的股票，而且該公司的「美國信託憑證」(ADR)也在紐約證交所上市。參見Campbell, pp. 123, 137, 209; Poul Funder Larsen, "Return to Monopoly," *Central European Economic Review*, Oct. 1999, p. 10.

<sup>231</sup> Johannes M. Bauer & Joseph D. Straubhaar, "Telecommunications in Central and Eastern Europe,"

由於馬列主義堅持生產工具公有制的意識型態教條，當蘇聯政經影響力得以滲透至東歐時，蘇聯與東歐共黨國家的電信事業便依循相同路徑發展，包括電信投資短缺、歧視家庭用戶及電信設備採進口替代策略。首先，蘇聯與東歐電信投資都是由中央政府財政預算所提撥，屬於全國性整體投資計畫的一環，而非依靠電信事業自身收益。中央「計畫辦公室」(Planning Office)在電信事業新投資項目中的選擇取捨，取決於政府設定的產出目標，而非投資報酬率。這些國家基於馬列主義教條與工業化需求，認定物質生產乃是經濟福祉與成長的唯一來源，進而區隔「生產性」活動與「非生產性」活動，前者創造財富，後者則消費財富。計畫經濟的主事官員會先滿足重工業等物質生產部門需求後，再安排服務業接收剩餘的金融資源。雖然電信設備製造業被歸類為生產性活動，但電信設備提供的大多數服務，特別是家用電話服務，則視同經濟活動的消費性或非生產性領域。即便共黨當局後來還是提供家用電話服務，但服務範圍主要集中於都會地區，形成嚴重的城鄉電信落差。電信服務業的地位不但比不上工農製造業部門，也遜於同屬公用事業、公認對國家經濟發展有重大貢獻的交通運輸業。也因此，電信投資受比其他部門受到更多的政府限制。<sup>232</sup>

其次，蘇聯與東歐國家的電信部門也會區分企業與家庭用戶，給予前者在申請電話線路上更大的便利，這也反映共黨重視的是利用電信服務來傳遞計畫性產入與產出，而非滿足消費者需求。譬如，蘇聯通訊部的《城鄉電話系統使用管制條例》(*Regulations for the Use of Municipal and Rural Telephone Systems*)明白寫著，企業享有優先住宅用戶的延長電話服務權利。但此一重企業、輕住戶的情況，到 Gorbachev 執政時已略有改善。以 1980 年的蘇聯為例，蘇聯通訊部電話網路的 2,370 萬用戶中，住戶占 1,180 萬戶 (48.5%)；到 1985 年底時，在 3,210 萬通

---

in Charles Steinfield, Johannes M. Bauer & Laurence Caby, eds., *Telecommunications in Transition: Policies, Services and Technologies in the European Community* (Thousand Oaks, California: Sage, 1994), p. 256.

<sup>232</sup> Shirley J. Goldstein, "Voucher Privatization in the Russian Federation: Legislative Intent and Economic Impact to Date," in Hans Smit & Vratislav Pechota, eds., *Privatization in Eastern Europe: Legal, Economic, and Social Aspects* (New York: Transnational Juris, 1994), pp. 69-70; Bauer & Straubhaar, p. 256; Conner, p. 465.

訊部用戶中，住戶數已提高至 1,710 萬戶（55%）。不過，對於這些採行計畫經濟的國家而言，電信服務始終屬於國內相對較弱的部門。<sup>233</sup>

第三，以蘇聯為首的華沙公約組織，在二戰後很快就與美國為首的「北大西洋公約組織」（North Atlantic Treaty Organization, NATO）進入冷戰，結果就是導致東歐陣營在產業政策上追求全面性的自給自足與進口替代，進而使得蘇聯東歐電信產業與西方差距拉大。波蘭、匈牙利與捷克斯洛伐克既有的電信設備製造業，在二戰後都被莫斯科要求繼續維持，甚至加強發展，以供應本國及整個共產集團的市場所需。儘管如此，即便身為東歐最進步電信設備製造國的匈牙利，其電信科技水準仍落後於西方同業。<sup>234</sup>此外，美國在冷戰期間為防止高科技流入蘇聯，與 14 個主要國家於 1949 年成立「多邊出口管制協調委員會」（Coordinating Committee for Multilateral Export Controls, COCOM）。該組織宗旨是為防範蘇聯剽竊西方科技，但也同時阻礙東歐國家提升電信服務水準的機會。<sup>235</sup>

然而，隨著蘇聯對東歐的政經影響力在 1980 年代末期式微，東歐國家的電信發展也開始走自己的路。這些擺脫蘇聯控制、走向民主化的東歐前共黨國家，及若干由前蘇聯獨立出來的新國家（如波羅的海三國），在推動私有化工程時，常將電信事業視為是優先的私有化對象，主要是因為其資本密集程度高，公司市值因為被嚴重低估而深受外資法人青睞。對大多數債台高築的東歐國家來說，這是最有商業價值的國家資產。此外，電信私有化還能解決冷戰期間電信科技停滯不前、投資不足與經營效率不彰等積弊。但民主化後的東歐國家普遍不重視對私有化後的自然獨占事業進行再管制，因為它們視（再）管制為社會主義所有權「作廢的手」（deadening hand，相較於 Adam Smith 謂市場為「看不見的手」），必須儘快被自由與不受管制的市場所取代。在這些國家中，電信公司往往是待價而沽的公用事業名單之首，緊追其後的才是能源事業（其中以天然氣與電力較熱門）。

<sup>233</sup> Goldstein, p. 70; Campbell, p. 15.

<sup>234</sup> Bauer & Straubhaar, p. 256.

<sup>235</sup> Conner, p. 467.

<sup>236</sup>俄羅斯的私有化順序則完全不同於東歐，最先進行的私有化項目是中小型企業，然後才是能源、礦業等大型企業，最後才是電信事業，而且國家堅持保留逾五成的控制性股權。

後共俄羅斯的整體私有化工程。俄羅斯整體經濟部門的私有化工程，在蘇聯解體後快馬加鞭。<sup>237</sup>1991年6月，俄羅斯聯邦國會機關「人民代表大會」通過《俄羅斯聯邦國有暨市有企業私有化法》（*Law of Privatization of State and Municipal Enterprises in the Russian Federation*，簡稱《私有化法》）。Yeltsin 遂依據這部象徵俄羅斯私有化進程分水嶺與基礎的重要法律，設立「國有財產管理委員會」（俄文簡稱 Goskomimushchestvo 或 GKI，亦可泛稱為私有化部）。國有財產管委會主席的位階等同於政府部長，而依職權自動身兼部長會議副主席（副閣揆）。《私有化法》同時要求大多數大型國營企業須改制為股份公司，並建立聯邦與地方層級的財產基金，作為公司化後的國有財產受託人。<sup>238</sup>

1991年12月底蘇聯解體，俄羅斯成為主要繼承國。Yeltsin 一開始專注在總體經濟改革與價格自由化措施上，《私有化法》的落實並非其當務之急。儘管如此，Yeltsin 仍在1991年12月29日批准依據《私有化法》授權的第一個年度私有化計畫草案，即《1992年俄羅斯聯邦國有暨市有企業私有化國家綱領基本條款》（*Basic Provisions of State Program for Privatization of State and Municipal Enterprises in the Russian Federation in 1992*）。在這項俄羅斯私有化重要文獻中，包括電信事業財產（出版業除外）、電視台與廣播電台，都被排除在第一波私有化名單中。1992年1月29日，Yeltsin 續頒布《加速國有暨市有企業私有化》第六十六號總統令，內容包含七項過渡性管制措施、明訂私有化申請程序、鑑價原則、拍賣與競爭性招標規則，及企業私有化籌委會運作準則。<sup>239</sup>

<sup>236</sup> David M. Newbery, *Privatization, Restructuring, and Regulation of Network Utilities* (Cambridge, Mass.: The MIT Press, 2000), p. 60; Campbell, p. 208; Conner, p. 467.

<sup>237</sup> Campbell, p. 123.

<sup>238</sup> Roman Frydman, Andrzej Rapaczynski & John S. Earle, *The Privatization Process in Russia, Ukraine and the Baltic States* (Budapest: Central European University Press, 1993), pp. 38-39.

<sup>239</sup> Campbell, p. 138; Frydman, Rapaczynski & Earle, pp. 39-40.

俄羅斯電信私有化最根本的法律授權，則是 1992 年 12 月通過的憲法修正案，這也是俄羅斯首次在憲法本文中引進私有制觀念，擺脫長達 70 多年蘇聯立國原則與共產主義憲法、民法教條的約束。<sup>240</sup>該修憲條款提到，俄羅斯的私有化終極目標，在於完全廢除國家（政府）在工業、農業、建築營造業、交通運輸業、電信業及其他經濟部門的獨占，並為重整官僚體系與發展市場關係鋪路；短期目標則是為外國直接或間接投資創造有利條件。不過，這項修憲條款只是將包含電信在內的私有化政策列為國家大政方針，至於規範私有化執行細節、程序的文件，理應是先前由人代會通過的《私有化法》。然而，Yeltsin 接下來都繞過由反對派主導的人代會與新國會下議院「國家杜馬」（State Duma），多次逕用總統令的行政權力修正《私有化法》。<sup>241</sup>

1992 年 2 月 27 日，代總理 Yegor Gaidar 領導的政府通過提交給 IMF 的《俄羅斯聯邦經濟政策備忘錄》，以美國哈佛大學經濟學家 Jeffrey Sachs 提出的「震盪療法」來遏制通膨與穩定經濟。根據此備忘錄，俄羅斯私有化計畫分小型與大型。小型私有化是指商業、服務業企業及輕工業、運輸業一律移轉私人經營，預定 1993 年完成。大型私有化是指中大型國企的私有化，其實施方式其實就是股份公司制。<sup>242</sup>1992 年 6 月 11 日，人代會整合代表產業界保守利益與 Gaidar 為首改革派對私有化的不同意見，通過折衷版的《1992 年俄羅斯聯邦國有暨市有企業私有化國家綱領》（簡稱《國家綱領》）。該綱領與《國家綱領基本條款》、《經濟政策備忘錄》規定大同小異，主張採納多軌制的私有化途徑，將國企分成小型、中大型與策略型。策略型企業係指員工數超過一萬、帳面資本額超過 1,500 萬盧布（依 1992 年 1 月）的國企，及須經「國有財產管委會」或其他政府機關核准

<sup>240</sup> 列寧在寫給民法編審委員的文件中說：「我們不承認有任何事物是屬於『私人的』。對我們來說，經濟領域的一切都是公共的，而非私有的。」列寧的這份文件後來成為蘇聯憲法與民法的核心理念。參見 Mikhail I. Braginsky, "Privatization in Russia," in Hans Smit & Vratislav Pechota, eds., *Privatization in Eastern Europe: Legal, Economic, and Social Aspects* (New York: Transnational Juris, 1994), p. 130.

<sup>241</sup> Yeltsin 修正私有化法幅度最大的一次，是 1992 年 6 月 5 日。參見 Frydman, Rapaczynski & Earle, p. 39.

<sup>242</sup> 胡鍵，《俄羅斯轉軌的制度經濟學分析》（上海：學林，2004），頁 48-58。



才能私有化的「策略性事業」(strategic enterprises)。就電信產業而言，則和大多數天然資源企業、發電廠與太空核能設施一樣，被排除在 1992 年《國家綱領》的私有化範圍外，未來私有化必須獲得國有財產管委會的批准，而且國家須保留控制性股權，現階段只能進行股份公司化。<sup>243</sup>

根據《國家綱領》，俄羅斯大型私有化分三階段實施，第一階段是透過向全民發放私有化憑證，無償轉移國有資產，因此被稱為是「憑證私有化」(voucher privatization)，自 1992 年 7 月起至 1994 年 6 月 30 日止。<sup>244</sup>憑證是不記名票證 (bearer certificate)，可轉賣給第三人或當成貨幣使用。憑證包括三種使用方式：第一，逕自購買該企業股票，或在專門的拍賣市場上購買任何企業的股票；第二，交給投資基金而擔任其股東，由投資基金用這些憑證購買私有化企業的股票，獲得股息紅利後再分配給股東；第三，直接出售憑證變現。<sup>245</sup>事實上，拿到憑證的民眾多半選擇變現，而俄羅斯此時出現數千家銀行，資本額普遍都很低，也都以低價收購國有資產憑證。譬如後來成為金融電信寡頭 (oligarch) 的 Vladimir Potanin，就僅靠 1 萬美元的資本額成立「聯合進出口銀行」(Oneximbank)，收購全球最大鎳礦與鈹礦公司「Norilsk 鎳業」與全國第五大石油公司 Sidanko，並以此龐大財富作為他日後成為電信大亨的本錢。

大型私有化的第二階段，從 1994 年 7 月 1 日迄 1996 年 12 月底止，歷時兩年半。此一階段因為改採按市價出售國有資產，故稱為「貨幣私有化」(cash privatization)。其特色在於結合私有化與鼓勵投資的目標，允許投資者獲得中大型國企的控制性股權 (依規定不得少於公司法定資本的 15%至 20%)，形成「策略性投資人」(strategic investors，即真正負責且能有效經營的所有者)，而政府亦能募集到資金以填補聯邦財政赤字，進一步打破國家對經濟體系的壟斷。電信

<sup>243</sup> Frydman, Rapaczynski & Earle, pp. 40, 47; Alexander Bim, Derek Jones & Thomas Weisskopf, "Privatization in the Former Soviet Union and the New Russia," in Saul Estrin, ed., *Privatization in Central and Eastern Europe* (London: Longman, 1994), pp. 264-265.

<sup>244</sup> Braginsky, p. 206.

<sup>245</sup> 凡俄羅斯公民，不分年齡、社會地位、收入水平，每人獲得 1 萬盧布的私有化票券。當時政府共發放 1.5 兆盧布的票券，相當於國有資產的 35%。參見許新，《轉型經濟的產權改革－俄羅斯東歐中亞國家的私有化》(北京：社會科學文獻出版社，2003)，頁 35。

事業雖被排定在此一階段進行首次釋股，但私有化主事官員顯然對主導經營權的策略性投資人有戒心，寧可偏好重視股票增值利益的法人投資者。<sup>246</sup>此時，俄羅斯政府總理已從 Gaidar 換成保守派 Viktor Chernomyrdin（1992 年 12 月至 1998 年 3 月）。後者接受副手 Potanin 建議，先讓大型國企進行股份制改革，然後以國企股份作為向銀行貸款的抵押擔保品，亦即所謂的「用股票換貸款」計畫。但此一辦法導致銀行財團得以用極低的資金成本取得大型國企的控股權，建立起龐大的金融工業集團（financial-industrial groups）與控股公司。<sup>247</sup>

Chernomyrdin 政府實施貨幣私有化，依據的是 Yeltsin 在 1993 年 12 月 24 日簽署的《關於俄羅斯聯邦國有暨市有企業私有化綱領之命令》，而非完成國會立法程序的私有化綱領條例。但由於貨幣私有化圖利銀行財團，引起社會輿論兩極評價。因此，「國家杜馬」1994 年 7 月 13 日審查私有化綱領條例時，以 91 票贊成、186 票反對否決，7 月 21 日再次以距離通過僅差 14 票的差距否決。副總理兼國有財產管理委員會主席（私有化部長）Anatoly Chubais 堅決主張實施該條例，因此在政府請求下，Yeltsin 於 7 月 22 日以總統令頒布此一文件。<sup>248</sup>

大型私有化的第三階段，則是 Chernomyrdin 政府計畫自 1997 年起，從大規模私有化過渡至「個案私有化」（case-by-case privatization）階段。其主要變化是，改為有選擇性地、個別地進行大型國有企業的股份公司化改革；私有化重質不重量；私有化收入不再用於經常性的預算支出，而是納入發展預算用於投資；取消過去提供給員工的優惠，側重吸引能有效管理的經營者；根據法定資本、資產負債表價值與市場價格綜合評估企業資產，防止資產流失。在實施的程序上，首先把國有獨資企業改組成股份 100% 屬於國家所有的開放型股份公司，然後出售公司股票。出售方式主要以拍賣的方式進行，倘若集中出售相當於法定資本 50% 以上的股票，則以附帶投資與社會條件的商業招標方式進行。之後，股票可上股

---

<sup>246</sup> 許新，頁 37-38；阿納托利·丘拜斯主編，喬木森等譯，《俄羅斯式的私有化》（北京：新華出版社，2004），頁 249。

<sup>247</sup> 許新，頁 391。

<sup>248</sup> 葉自成，《俄羅斯政府與政治》（台北：揚智，1997），頁 163-164。

票市場進行交易。<sup>249</sup>雖然《國家綱領》將電信事業列在大型私有化第二階段「貨幣私有化」的名單中，但由於首次釋股即受挫，Chernomyrdin 政府拖到進入第三階段「個案私有化」時，才完成國有電信事業的首次釋股。<sup>250</sup>

**Svyazinvest 首次釋股前的電信改革。**Gorbachev 於 1985 年開始推動體制內改革的「重建」(Perestroika) 政策時，無意要將蘇聯從公有制社會主義國家轉型為以私有財產制為基礎的市場經濟，此時的改革充其量只是蘇共領導階層的一種戰術運用，期待藉由人事換血來振興經濟。也因此，電信部門賴以營運的制度環境及電信政策方向，在這段期間基本上都無太大變動，Gorbachev 的電信政策主要是開放西方電信設備製造公司產品進口、推動與外資合資興建商業用途的資料傳輸網路，但尚未涉及國營電信事業私有化。至 1991 年底蘇聯解體時，聯盟層級的蘇聯通訊部隨著走入歷史，由剛獨立的加盟共和國通訊部取而代之，但這些前蘇聯繼承國在針對國家整體資產移轉與私有化的政策提案中，仍舊將電信看成是應由國家統一經營的全國性事業。換言之，儘管蘇聯其他經濟部門的經營權與所有權都紛紛移轉至各共和國名下以進行私有化，但電信部門一如交通運輸業、金融業一樣，繼續維持其全國性獨占事業的地位不變。這種將電信看作是攸關公益的自然獨占事業及維繫國家的經濟命脈，因此必須委由中央政府統一控制的理念，在蘇聯解體之初絲毫不受私有化、自由化經改熱潮所撼動，成為前蘇聯繼承國內部普遍接受的社會共識。<sup>251</sup>

俄羅斯是蘇聯十五個加盟共和國之一，領土占全蘇聯約六成，其電話網路系統全為繼承前蘇聯時期而來。自 1991 年底至 1993 年期間，俄羅斯的郵電事業完全由俄羅斯聯邦通訊部所控制。1993 年，Chernomyrdin 政府先成立「聯邦郵政」(Federal Postal Administration)，將通訊部原有的郵政業務分離出去，然後針對地方的電信網路營運單位進行股份公司化與部份私有化。為求每一個行政區域(含共和國、州級與直轄市)都擁有至少一個電信服務營運商，政府建立八十七

<sup>249</sup> 許新，頁 40-41。

<sup>250</sup> 阿納托利·丘拜斯主編，頁 240-244。

<sup>251</sup> Campbell, pp. 115-120; Conner, p. 467.

家區域型電信營運公司，並將其中八十五家的 49% 股權出售給民間。<sup>252</sup> 儘管如此，通訊部仍保留對包括郵政在內的所有通訊活動核發營業執照的權限。至於廣電部門，雖然有些移轉給新成立的國企，有些租賃給私人股份公司，但幾乎都繼續維持國有產權的身分不變，而且廣電服務的播送系統仍繼續依賴電話公司或通訊部控制的有線線纜、無線電繼電系統與通訊衛星等設施傳送。<sup>253</sup>

由於電信事業基本大法《通訊法》(*Communications Act*) 遲未獲得「人代會」通過，由通訊部於 1992 年彙整政府各部會意見提出的《通訊法暫行條例》(*Temporary Statute on Communications*)，是這段期間為規範電信事業的臨時法令。1995 年 2 月 16 日，「國家杜馬」終於通過第十五號聯邦法律《通訊法》，其內容與暫行條例幾無二致，包括允許外資享有與內資相同的法律地位。<sup>254</sup> 由該法的條文觀之，Chernomyrdin 政府似乎只想填補執政頭幾年遭遇到的行政管理漏洞，而非有意建立可長可久的電信管制架構。更重要的是，《通訊法》規定，國防部、內政部、KGB、「聯邦政府通訊資訊署」(*Federal Agency of Government Communications and Information*) 或未連上公有電話網路的任何政府部門，所經營的電信業務毋需取得通訊部核發的執照。俄羅斯將軍方與特殊網路排除在通訊部管轄權外，是俄羅斯電信部門有別於其他國家的一大特色，因為這些軍用電信網路逐漸將觸角伸向商業市場，而且與民間電信營運商進行競爭。譬如，由軍事工業工廠合作成立與營運的先進電信服務公司 Combellga，在很短時間內就能與莫斯科市電話公司相互競爭，而且還能享有可觀的獲利。<sup>255</sup> 然而，此一競爭不完全是西方國家常見的自由化競爭，因為這些軍方網路不像其他電信業者一樣，必須依法接受通訊部的管轄。更有甚者，一旦電信網路被私有化，引進重視自身公司獲利的民間股東，則軍方網路將不再能繼續享有連結至各地區電信網路的優惠

<sup>252</sup> 每一家區域性電信營運公司都是當地的獨占者，譬如 Daltelecom 就獨占遠東地區的電信市場，不允許其他區域業者跨足本地業務。參見 Steven M. Chernoff, "Svyazinvest: A Failed Attempt at creating a Big Contender," *Boston College Intellectual Property & Technology Forum*, March 11, 1998.

<sup>253</sup> Campbell, pp. 205-206.

<sup>254</sup> Conner, pp. 467, 471.

<sup>255</sup> Campbell, pp. 206-207.

特權，這勢將影響到自身的商業利益，因此軍方與國安部門向來對電信私有化反對到底。

通訊部將先前未售完的八十五家區域型電信營運公司 51% 公股集中管理，然後依據 Yeltsin 於 1994 年 10 月 10 日頒佈的第一九八九號總統令《俄羅斯聯邦關於國家管理公共交換網路特定要點》、1994 年 11 月 25 日第一二九七號政府決議及 1995 年 7 月 24 日第七四二號政府決議，於 1995 年 9 月 18 日登記成立全俄最大、也是在當時號稱全球最大的電信控股公司「電信投資股份公司」（俄文為 ОАО СВЯЗЬИНВЕСТ，英文為 OJSC Svyazinvest），董事會成員均由通訊部任命。其宗旨是吸引國內外資金投資發展俄羅斯各區域電信網路，發展一致的區域電信網路政策，及尋求與獨占國際國內長途業務的國有「俄羅斯電信公司」（Rostelekom）競爭。<sup>256</sup>由於俄羅斯的幅員實在太過遼闊，其電信私有化特色在於先對各區域電信事業進行股份公司化改革，然後局部釋股，最後將其餘控制性股權納入中央控股公司手中。Svyazinvest 就是此一中央控股公司，掌握八十五家區域主要電信營運公司的股權，而「聯邦財產基金」（Federal Property Fund）與國有財產管委會則代表國家持有 Svyazinvest 的 100% 股權。日後該公司進行私有化時，國家僅須持有控制性股權即可。Chernomyrdin 政府認為這種私有化模式具有三項優點：第一，表達政府進行私有化的意願與決心，落實公司治理；第二，降低政府持股成本；第三，政府一樣達到控制公司營運方向的目的，甚至能掌握 Svyazinvest 旗下所有電信子公司的營運與服務定價。

除 Svyazinvest 外，Rostelekom 是俄羅斯最大的國有電信公司。Chernomyrdin 政府在 1993 年 8 月底也一度準備批准 Rostelekom 私有化計畫，但後來因府會衝突而不了了之。1995 年，Rostelekom 改制為股份公司，部分股權拍賣給民間。至於 Svyazinvest，成立之初雖只涉足各區域內的市話業務，但後來透過併購而掌握七間大型跨區域固網電信公司，透過手中握有的用戶迴路，有機會與

---

<sup>256</sup> Svyainvest 網站，<http://eng.svyazinvest.ru/about/history/>，點閱日期 2008/2/28。Chernoff, “Svyazinvest: A Failed Attempt at creating a Big Contender”.

Rostelekom 競爭國內長途業務。然而，電信自由競爭在俄羅斯遠不如彌補財政赤字來得迫切。「國有財產管委會」為了增加 Svyazinvest 與 Rostelekom 這兩間國有電信公司的私有化釋股收入，寧可違背自由競爭與反壟斷的國際潮流，決定將 Rostelekom 的 51% 股權併入 Svyazinvest，建立起具有市場獨占力量的俄羅斯電信帝國。而 Rostelekom 也因此一特殊地位，被形容是「中介網路服務供應商中的最大網路服務供應商」(the largest ISP to the intermediary ISPs)。<sup>257</sup>

---

<sup>257</sup> 吳玉山，《俄羅斯轉型 1992-1999：一個政治經濟學的分析》，頁 245。Svyazinvest 擁有三萬間電信局與 3,450 萬用戶，93% 俄國人使用其網際網路。這一部份請參見 Alessia Bogaevskaia & Olga Smirnova, "Social Transformations in Russia: Peculiarities of Information Technology Development," *The Journal of Literacy and Technology*, <http://www.literacyandtechnology.org/v2n2/bogaevska/bogaevskaia.htm#abstract>，點閱日期 2008/1/12。有關全俄市值排名第十三大的 Rostelekom 部分，請另參見 Campbell, p. 139.

## 第二節 俄羅斯電信私有化的執行

**首次釋股招標破局。**俄羅斯聯邦通訊部於 1995 年 9 月 18 日登記成立 Svyazinvest 控股公司後不久，隨即宣布要拍賣該公司 25%加 1 股股權，訂 1995 年 11 月 30 日為拍賣期限截止日，起標價為 4.3 億美元，而且附帶得標者有義務在未來兩年內投資 7.7 億美元拓展 Svyazinvest 電信網路的條件。當時 Svyazinvest 整體市值估計在 75 億美元至 80 億美元之間，此次釋股堪稱是除能源部門以外最大規模的外國投資案，理應經過審慎評估，但 Chubais 等私有化主事官員為這件釋股案設下嚴格時間表，甚至不諱言要在 1995 年 12 月 31 日午夜前將售股資金納入預算，主要是因為政府亟需資金填補鉅額財政赤字及對抗通膨。為避免外資擔心 Svyazinvest 因營業項目限於市話以致獲利相對較低，通訊部還特地匆匆頒給它經營長途與國際電話網路的執照。然而，通訊部也深知 Svyazinvest 擁有 2,600 萬用戶，市場潛力驚人，因此對外資擺出高姿態。投標結果揭曉，義大利電信公司 STET 出價 6.4 億美元，擊敗由德意志電信、法國電信與「美西電話公司」(U.S. West) 合組集團的 4.5 億美元。不過，後來因為共黨在 1995 年底的國會大選中獲勝，民主派受挫，因此 STET 臨時附加付款條件，故意拖延與不支付款項，導致 Svyazinvest 股權拍賣協議破局。<sup>258</sup>連後來先後接任國有財產管委會主席的 Alfred Kokh 與 Maxim Boycko 都說，政治因素是 1995 年拍賣失利的原因，潛在的外國投資者對國會選舉結果大失所望，對政治經濟走向感到不明朗，甚至堅持其為購股所付的資金必須在特定帳戶上由第三者保管半年、即 1996 年總統大選結束後才能動用。<sup>259</sup>

**第二次釋股引發內鬥。**這次的拍賣破局讓俄羅斯電信私有化整整延後一年半。1997 年 5 月 23 日，Chernomyrdin 政府做成第六一八號決議，決定再次透過

---

<sup>258</sup> 吳玉山，《俄羅斯轉型 1992-1999：一個政治經濟學的分析》，頁 245。阿納托利·丘拜斯主編，頁 240-244；Conner, p. 472; Chernoff.

<sup>259</sup> 阿納托利·丘拜斯主編，頁 244。

「貨幣私有化」途徑，以現金拍賣會的方式出售 25% 持股加 1 股的股權，起標價為 11.89 億美元，而且不似上次對得標者附帶投資條件。<sup>260</sup>同時，Svyazinvest 在 1997 年 6 月納入 Rostelekom 及「中部電報」(Central Telegraph)、「葉卡特琳堡市電話網路」(Yekaterinburg City Telephone Network) 及「通訊專業設計」(Gyprosvyaz) 等公司 50% 以上的公股，法定資本額增加二·五倍，達到 195.18 億盧布 (依 2008 年 4 月初匯率相當於 8.3 億美元)，身價更勝 1995 年。<sup>261</sup>1997 年 7 月 25 日，最後拍賣成交價出爐，為 18.75 億美元 (對手財團出價 17.1 億美元)，號稱是俄羅斯有史以來最高金額的私有化標售案<sup>262</sup>，這也是俄羅斯自脫離蘇聯實施經濟改革以來，首次以形式上較符合公平競爭的方式出脫國有資產。這是俄羅斯第一次大規模的資產拍賣，也是嚴格依照「價高者得」拍賣規則運作的拍賣。在此之前，政府習慣放手讓銀行界自行決定國企拍賣的招標條件，根據協議來切割私有化標的，以圍標方式壓低拍賣價格，及排除外資參與。<sup>263</sup>在激烈競爭下得標的是總部設在塞浦路斯的 Mustcom 合資公司，成員涵蓋國際金融炒家索羅斯 (George Soros) 的「量子基金」(Quantum Funds)、俄羅斯聯合進出口銀行 (Oneximbank, 隸屬金融寡頭 Vladimir Potanin 主持的「俄羅斯國際控股」Interros 集團)、「國際金融公司」(International Financial Company, 簡稱 MFK, Interros 的姊妹公司)、「文藝復興資本投資基金」(Renaissance Capital Investment Fund)、  
「德意志摩根建富」(Deutsche Morgan Grenfell, 德意志銀行集團旗下投資銀行部門暨海外資產管理公司) 及「摩根史坦利資產管理公司」(Morgan Stanley Asset

<sup>260</sup> Wladimir Andreff, "Privatization and Corporate Governance in Transition," in Eckehard F. Rosenbaum, Frank Bönker & Hans-Jürgen Wagener, eds., *Privatization, Corporate Governance and the Emergence of Markets* (London: Macmillan, 2000), p. 134; Svyazinvest 網站, <http://eng.svyazinvest.ru/about/history/>, 點閱日期 2008/2/28。

<sup>261</sup> 阿納托利·丘拜斯主編, 頁 244、247。Svyazinvest 網站, <http://eng.svyazinvest.ru/about/history/>, 點閱日期 2008/2/28。

<sup>262</sup> 1996 年適逢總統大選與 Yeltsin 心臟病病情惡化，當年並無任何重大私有化交易。1997 年則是私有化最豐收的一年，整體收益超過 30 億美元，其中 Svyazinvest 釋股交易金額就超過一半。參見 Paul Hare & Alexander Muravyev, "Privatization in Russia," in David Parker & David Saal, eds., *International Handbook on Privatization* (Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2003), p. 356。

<sup>263</sup> Hans-Henning Schroder & Claudia Bell, "El'tsin and the Oligarchs: the Role of Financial Groups in Russian Politics between 1993 and July 1998," *Europe-Asia Studies*, Vol. 51, No. 6 (September 1999), p. 977。



Management)。得標價為 18.75 億美元，Potanin 集團因自身財力不足，透過外國銀行團聯貸與發行歐洲債券（Eurobonds）成功借到 6 億美元，並邀索羅斯出資 9.8 億美元。<sup>264</sup>至於此次拍賣所募集到的資金幾乎全部上繳國庫，Svyazinvest 僅保留 9,500 萬美元自用。<sup>265</sup>

被譽為「私有化之父」的第一副總理兼財長 Chubais 主導這項國有電信公司拍賣案。他在 1997 年 9 月 17 日表示，國家不能容忍銀行家與大型企業向政府施加壓力。他在同年 12 月又強調，政府為金融工業集團服務或金融工業集團為政府服務等兩種做法都是錯誤的，政商應分離，特別是在當前金融工業集團羽翼已豐時，國家更不應成為企業集團的附庸。他的政治盟友、另一位第一副總理 Nemtsov 也指出，俄羅斯存在三種模式，分別是權貴官僚資本主義、寡頭資本主義與人民資本主義，俄羅斯應以人民資本主義替代寡頭資本主義。不過，這兩個人本身就沒有切斷與特定金融工業集團的關係，以致遭到外界及保守勢力批評。<sup>266</sup>

**第三次釋股流標。**1998 年 6 月，接替 Chernomyrdin 的 Sergei Kiriyenko 政府宣布《投資標售 Svyazinvest 國有股權辦法》，決定按照「個案私有化」計畫<sup>267</sup>，再出售 Svyazinvest 25%股份減 2 股的股權，本身保留剛好逾 5 成的控制性股權。聯邦當局希望以 11 億美元的價格賣出，附帶條件是接手者肩負 4 億美元的投資義務，這使得投資總成本達到 15 億美元。當時，以投資電信部門為成立宗旨的 Svyazinvest 是俄羅斯獲利能力最佳的公司之一，1997 年淨利高達 12 億美元。然而，隨著 1998 年 8 月爆發金融危機，俄羅斯股匯市崩盤，Svyazinvest 股權招標案被迫取消，俄羅斯境內的電信服務供應商也開始欠下龐大債務。電信業者賺進

<sup>264</sup> 吳玉山，《俄羅斯轉型 1992-1999：一個政治經濟學的分析》，頁 245-9。許新，頁 240。《Business Week》，“Fall of an Oligarch: Can Vladimir Potanin Save his Empire,” March 1, 1999, pp. 44-45.

<sup>265</sup> 俄羅斯聯邦國有財產局（俄文簡稱 Rosimushchestvo）掌握 50%股份+1 股，聯邦財產基金（Federal Property Fund）掌握 25%-2 持股。聯邦國有財產局（2004 年迄今）為目前主掌俄羅斯國有財產的行政機關，隸屬俄羅斯經濟發展暨貿易部，但其前身為政府獨立部會，分別為財產關係部（2000-2004 年）、國有財產部（1997-2000 年）與國有財產管委會（1990-1997 年）。至於國有財產管委會與聯邦財產基金則分別代表行政與立法部門的利益，這一部分參見 Lynn D. Nelson & Irina Y. Kuzes, *Radical Reform in Yeltsin's Russia: Political Economic and Social Dimensions* (New York: M. E. Sharpe, 1995), p. 137.

<sup>266</sup> 董曉陽，《俄羅斯利益集團》（北京：當代世界出版社，1999），頁 41-42。

<sup>267</sup> 根據這項計畫，政府希望在 1998 年上市的股份公司共二十九家，Svyazinvest 為其中一家。

的收益都是以盧布計算，而為了向外國製造商購買設備，貸款往往以強勢貨幣（hard currency）計價。但盧布兌美元匯率重挫，導致業者必須承受龐大的匯兌損失。至 1998 年年底，Svyazinvest 旗下八十九家電信營運公司中，三十五家的營運出現赤字。<sup>268</sup>1999 年，Svyazinvest 因為子公司資本額不足拖累集團淨值，以致第二批股權遲遲無法進行拍賣。但政府仍設法提高其賣相。1999 年 11 月在股東大會上通過的新章程規定，總經理的任免必須獲得四分之三合格多數的通過，而非先前規定的簡單多數（50%以上）此舉大幅強化民股股東管理 Svyazinvest 的角色，同時降低投資風險。2000 年年底，財產關係部決定延後第二批股權拍賣至 Svyazinvest 完成重組為止，因為屆時該公司的公股價值將大幅提高。<sup>269</sup>

**Svyazinvest 後續發展。**至於 Svyazinvest 首次成功釋出的第一批鉅額股權，中間歷經多次換手。而且隨著金融風暴逐漸過去，該公司的營運狀況與資產淨值也逐漸回春，開始受到其他外資的注意。<sup>270</sup>量子基金一直透過向夥伴成員購買股份的方式增加對 Mustcom 的持股，至 2001 年 8 月時已擁有該合資公司 53% 股權，後來更加碼成為該公司獨資所有者，而且積極爭取 Svyazinvest 的第二次釋股。<sup>271</sup>然而，索羅斯在 2004 年改變心意，反將 Mustcom 手中的 Svyazinvest 25% 股權加 1 股轉賣給由美籍俄裔富豪 Leonardo Blavatnik 主持的私人工業投資集團 Access Industries。

2005 年 5 月，經濟發展與貿易部一度推動 Svyazinvest 私有化後續釋股，但草案遭內閣打回票，原因是遭到國防部、聯邦保安局（Federal Guard Service, FSO，類似美國祕勤局）、內政部、緊急事務部、聯邦安全局（Federal Security Service，簡稱 FSB，前身為 KGB）及司法部等國安部門反彈。國安部門反對的理由是，Svyazinvest 私有化草案中未明列保障國安部門約六十萬特殊用戶電話服務權益

<sup>268</sup> 索羅斯後來表示，投資 Svyazinvest 是他一生中最失敗的投資。參見索羅斯著，黃裕美譯，《全球資本主義危機：岌岌可危的開放社會》（台北：聯經，1998）。

<sup>269</sup> *Russia Today*, “Svyazinvest Open Joint Stock Company,” September, 18, 2002. *Russia Today* 網站，[http://russiatoday.strana.ru/en/biz/business/lead\\_com/3629.html](http://russiatoday.strana.ru/en/biz/business/lead_com/3629.html)，點閱日期 2008/5/26。

<sup>270</sup> Svyazinvest 網站，<http://eng.svyazinvest.ru/about/history/>，點閱日期 2008/2/28。

<sup>271</sup> 俄羅斯當局原預計在 2003 年進行 Svyazinvest 二次釋股，但後來該計畫再度流產。

的規定，因此要求草案須附加限制新股東權益的條件。這些強勢部會在當時積欠 Svyazinvest 約 11.2 億盧布的債務（國防部欠 2.3 億盧布，內政部欠 2.14 億盧布），但又希望其電話服務能優先供應，且不會因欠費而中斷。倘若 Svyazinvest 完成私有化，勢必不容許這些電話費大戶欠費。然而，國安部門要求在私有化草案中附加限制性條款的做法，多少減損了 Svyazinvest 的投資價值。<sup>272</sup>

2006 年 12 月，跨領域產業控股集團 AFK Sistema<sup>273</sup>旗下的電信服務營運商 Comstar-United Telesystems 和 Access Industries 達成協議，收購後者手中的 Svyazinvest 股權，一方面建立基本持股以利後續收購 Svyazinvest，另一方面希望借重後者的基礎建設，發展諸如 WiFi 與 WiMax 等不受管制的通訊業務。

<sup>274</sup>Svyazinvest 的網路涵蓋幾乎整個俄羅斯領土，業務量占全國逾 90%，除傳統國內外長途、市話與資料傳輸等固網服務外，尚包括 ISDN、無線上網與行動電話等服務。所有子公司營運的公共電話網路合計超過 3,170 萬條電話線（截至 2007 年元旦）。<sup>275</sup>

Svyazinvest 的股權結構與公司結構截至 2007 年 8 月底前尚無變化，公司股票也尚未在股市公開交易。聯邦國有財產局持有 75% 股份減 1 股的股權。Comstar-United Telesystems 持有 17.31% 股份加 1 股，同集團的 MGTS Finance S. A. 持有 7.69% 股份。除持有原本七家大型跨區域電信公司（包括中部電信、西北電信、伏爾加電信、南方電信、烏拉通訊資訊、西伯利亞電信及遠東通訊）與 Rostelekom 51% 股份外，Svyazinvest 也分別持有「中部電報」、「達吉斯坦通訊資訊」與專門從事電信系統工程設計的「通訊專業設計公司」各 51% 股份，及「移

<sup>272</sup> Коммерсантъ, “Svyazinvest to be Sold with Debts,” May, 23, 2005, 轉引自另一網站 <http://www.antcm.ru/mmediainf.asp?id=205&rbr=0&lng=2&p=69>，點閱日期 2008/5/26。

<sup>273</sup> AFK Sistema 集團擁有 MTS、MGTS、MTU-Inform、Telmos、Golden Line 與 Comstar United Telesystems 等電信公司，NIIME、Micron、STROM Telecom 與 Sitronics 等高科技公司，及專門從事消費金融的 MBRD 商業銀行。

<sup>274</sup> 以 2003 年元旦的資料為基準，Svyazinvest 營收占電信部門營收總額達 38%，其次為 Sistema 旗下電信事業，達 31%。兩家公司若合併或隸屬同一集團，則市占率已穩穩過半。參見 O.K. Kuznetsova & M. A. Draskova, “New ‘Old’ Telecom Companies in Russia: Reforms in the Holding-Company ‘Svyazinvest,’” Leningrad Research Institute in Telecommunications, [http://www.itseurope.org/ITS%20CONF/berlin04/Papers/1\\_Kuznetsova\\_Draskova.pdf](http://www.itseurope.org/ITS%20CONF/berlin04/Papers/1_Kuznetsova_Draskova.pdf).

<sup>275</sup> Svyazinvest 網站，<http://eng.svyazinvest.ru/about/>，點閱日期 2008/4/18。

動電信」(MobiTel) 行動電話公司 100%股份。另外，在 Svyazinvest 董事會結構方面，共有九名成員，自 1999 年 11 月起擔任通訊部長迄今的 Leonid Reiman 兼任董事長。除兩名董事為 AFK Sistema 集團代表外，其餘均為資訊科技暨通訊部（原通訊部）、經濟發展暨貿易部與聯邦國有財產局等副首長出任。<sup>276</sup>

---

<sup>276</sup> Svyazinvest 網站，<http://eng.svyazinvest.ru/about/>；  
<http://www.russiaprofile.org/page.php?pageid=resources-business-sectors-telecommunications>，  
點閱日期 2008/4/18。

### 第三節 檢視俄羅斯電信私有化的條件

以下將分別剖析俄羅斯的理念、制度與利益，並以二乘二表格的形式，解釋這三個條件如何影響到俄羅斯電信私有化的速度、成功機率與順暢性。

#### 一、理念

**電信私有歷史遺緒。**俄羅斯使用電報與電話的歷史悠久，分別只落後英國三年與二年。俄羅斯的電報設施最早是由沙皇政府所有，目的是供沙皇與軍方進行軍政聯繫。電話服務出現之初，也是先由沙皇使用，然後服務於王公貴族或其他名人的消遣玩樂。雖然後來沙皇政府釋出租借權，允許民間業者提供電話營運服務，但電話交換中的所有權仍屬於沙皇（國家）。

另外，沙皇政府也將電話交換所的租借權頒給地方自治議會，授權它們經營。若將這一部份的電話交換所占有率（38%）與官營占有率（36%）合計，已達 74%，顯見即便是以經營權而非所有權而論，帝俄時期的私營電話系統仍不足以與官營抗衡，最多只能說是電話市場上的替代選項之一。此後以迄蘇聯共黨政權解體前的七十四年間，俄羅斯電信事業不但維持國有，而且牢牢掌握在蘇聯通訊部、俄羅斯共和國通訊部與國安部門手中。總之，俄羅斯從帝俄以迄蘇聯時期，均欠缺電信產權私有的歷史遺緒。

**執政者連任勝選幅度。**1991 年 6 月 12 日，Boris Yeltsin 以代表「民主俄羅斯黨」(Democratic Russia)角逐蘇聯轄下的「俄羅斯蘇維埃聯邦社會主義共和國」總統，以 57.3%的過半得票率遙遙領先其他候選人。共黨候選人 Nikolai Ryzhkov 以 16.9%居次，堅持極右民族主義立場的「自由民主黨」(Liberal Democratic Party)候選人 Vladimir Zhirinovsky 以 7.8%名列第三。<sup>277</sup>

1996 年俄羅斯舉行獨立以來的首次總統選舉，尋求再連任四年的 Yeltsin，在 6 月 16 日第一回合初選的得票率僅 35.3%，而俄羅斯聯邦共黨候選人 Gennady

---

<sup>277</sup> Misha Myagkov & Peter C. Ordeshook, "The Spatial Character of Russia's New Democracy," *Public Choice*, Vol. 97, No. 3 (December 1998), p.497.

Zyuganov 以 32%緊追在後，無黨籍候選人、前軍方將領 Alexander Lebed 以 14.5%名列第三，其餘候選人則都不到 10%，投票率為 69.7%。由於 Yeltsin 的得票率未達選舉法規定的過半門檻，因此依照 1993 年版的憲法，必須舉行第二回合決選，由得票率前兩名的 Yeltsin 與 Zyuganov 進行對決。在 Yeltsin 力邀下，無特定意識型態與政策立場的 Lebed，於 7 月 3 日決選投票日前加入 Yeltsin 競選陣營，使得原本選情告急的 Yeltsin 在選前一刻聲勢大漲，最後以 53.7%得票率擊敗 Zyuganov 的 40.2%。<sup>278</sup>

根據電信私有化理論的「理念」第一指標「私有歷史遺緒」，俄羅斯始終未有電信產權私有的歷史遺緒。另外，根據第二指標「執政者連任勝選幅度」，Yeltsin 雖然終究擊敗共黨候選人連任總統，但必須到第二回合獲得第三名候選人的挹注才能獲勝，而且不論是第一回合或第二回合的得票率，均不如在第一次選總統時締造的 57.3%成績。因此，俄羅斯的執政者連任勝選幅度為「低」。若結合第一指標與第二指標來看，俄羅斯同時處於不利位置，而這意味俄羅斯電信私有化的速度註定牛步遲滯。

---

<sup>278</sup> 參見 Yitzhak M. Brudny, "In Pursuit of the Russian Presidency: Why and How Yeltsin Won the 1996 Presidential Election," *Communist and Post-Communist Studies*, Vol. 30, No.3 (September, 1997), p. 270.

表 4.1：決定電信私有化速度的心理條件－理念（俄羅斯）

		執政者連任勝選幅度	
		高	低
電信私有歷史遺緒	有	N/A	N/A
	無	N/A	俄羅斯

## 二、制度

**資本市場體質。**俄羅斯資本市場包含股票市場、國債市場、地方債券市場與企業債券市場，這些市場的發展與俄羅斯的私有化、特別是第一階段憑證私有化相輔相成。俄羅斯在完成憑證私有化後，於 1995 年陸續頒發成立股票市場的執照及通過《俄羅斯聯邦股份公司法》，並在莫斯科成立非營利組織「俄羅斯交易系統」(Russian Trading System，簡稱 RTS) 股票交易所，將各種區域型股票交易所合併為一家。其交易清算系統一開始仿自美國 Nasdaq，1998 年又改回自家交易清算系統。RTS 官方主要指數 RTS Index 於 1995 年 9 月 1 日開市，功能類似紐約道瓊工業指數，從 100 點起跳，1995 年底雖僅以 82.92 點作收，但 1996 年底與 1997 年底都分別上漲至 200.5 點與 396.86 點，分別較前一年大漲 141.8% 與 97.94%。1998 年底則因金融危機而慘跌至 58.93 點收盤，較前一年下跌 85.15%。<sup>279</sup>但其股市即便處於指數最高點，其上市公司市值與成交額以國際水準而言仍相當渺小。在 1998 年 8 月金融危機爆發前的經濟榮景最高峰，俄羅斯前兩百大公司的股市資本額也僅約 1,300 億美元，還不及美國半導體公司「英特爾」(Intel) 一家公司的資本額。1997 年 RTS 證交所每日交易量若能有 1 億美元的量能，而券商直接交易達到 3 千萬美元的水準，已屬難能。至於俄羅斯企業在紐約與倫敦等境外市場發行的 ADR 每日交易量，則約有 4 千萬美元。但即便合計這些交易，俄羅斯股票每日成交量最多也僅有 1.7 億至 2 億美元。<sup>280</sup>綜觀 1990 年代，高收益國債市場才是俄羅斯資本市場最活躍的部份。相形之下，股市極不發達，績優公司與「垃圾」公司並存，而且後者的數量遠超過前者，其股票在二級市場上很早就進入休眠狀態。<sup>281</sup>

由於俄羅斯股市資金動能大多來自海外基金，而全球資本流動又容易受到諸如 1994 年拉丁美洲危機與 1997 至 1998 年亞洲金融危機影響等境外危機的影響，導致其容易出現暴漲暴跌的格局。也因此，股市並未在俄羅斯企業籌資的過

<sup>279</sup> RTS 網站，<http://www.rts.ru/a10476/?nt=101>，點閱日期 2007/7/5。

<sup>280</sup> Thane Gustafson, *Capitalism Russia-Style* (Cambridge: Cambridge University Press, 1999), p. 75.

<sup>281</sup> 程亦軍，〈俄羅斯金融市場述評〉，《俄羅斯中亞東歐市場》，第 7 期（2006），頁 17-20。



程中扮演主流角色，而在西方資本市場動見觀瞻的保險集團、年金基金與共同基金，在俄羅斯又尚未形成氣候。<sup>282</sup>另根據「標準普爾」(Standard & Poor's)於2003年4月11日所做的「俄羅斯公司治理」分析報告，俄羅斯股市屬於淺碟型。相較於其他國家，大多數企業的價值因主權風險與公司治理不良風險而被低估。俄羅斯的國內法人亦相當有限，資本累積與投資主要是透過銀行進行。<sup>283</sup>

理論上，股票市場等金融市場或資本市場存在的目的，一方面是要使私有企業受到主管機關（如證期會）的監理，另一方面則是讓外部股東能透過股市的管道投資該企業，尋求獲利。資本市場不僅透過價格浮動、標準化財報與投資研究提供資訊給投資人，也讓投資人在評估投資不具吸引力後，隨時能轉賣股權或卸下公司股東的身份。然而，俄羅斯整體股市的畸形發展與缺乏效率（如低週轉率、低成交量），顯然是一種不利於投資的制度環境。憑證私有化與貨幣私有化的制度設計，更使得本身擁有銀行作為金庫的財團，存在利用非法或不透明方式移轉國有財產的誘因。

根據1996年資料，石油天然氣產業占俄羅斯股市市值43%，電力事業占21%，金屬礦業占13%，電信行業占11%。<sup>284</sup>雖然俄羅斯在股市上市的產業多為石油、電力、電信及其他具高度戰略價值的產業，這類企業的市值應較一般民生消費產業的市值為高，但問題在於大多數上市企業的價值都被低估。國際金融公司1995年也依據世界銀行的標準，俄羅斯股市列為「中低收入的新興市場」。俄羅斯雖被視為是歐亞大國與名列八大工業國集團（Group of Eight, G8）之一，軍力更曾一度與美國平起平坐，但1990年代中葉在企業市值與上市公司家數的全球排名上，也僅分占第三十五名與第三十四名，而成交額還排不進全球前四十名。<sup>285</sup>

---

<sup>282</sup> Gustafson, pp. 75-76.

<sup>283</sup> Julia Kochetygova, Nikolai Popivshchy & Vera Vitalieva, "Corporate Governance in Russia: Analytic Report," *Corporate Ownership & Control*, Vol. 1, No. 2 (Winter 2004), pp. 156-166.

<sup>284</sup> 約瑟夫·R·布拉西，瑪雅·克羅莫娃與道格拉斯·克魯斯，喬予譯，《克里姆林宮經濟私有化》（上海：遠東出版社，1999），頁85、219-224。

<sup>285</sup> International Finance Corporation, *Emerging Stock Markets, Factbook* (Washington D. C.: IFC, 1995).

正因為股市極不發達，俄羅斯優質潛力企業積極尋求在海外上市。在 1997 年前，已有超過 12 家的俄羅斯企業在美國股市獲得售股的第一階段核准（first-stage approval）。到 1999 年時，俄羅斯企業的股票交易有不少已移往海外市場。俄羅斯企業若選擇在諸如德國法蘭克福等國外金融中心交易與報價，其發行的 GDR 交易量通常都是在莫斯科「俄羅斯交易系統」（Russian Trading System, RTS）證交所交易量的 4 至 5 倍，這意味俄羅斯企業在海外資本市場要比在國內市場更容易募集到大量資金。不過，前往海外上市掛牌的俄羅斯企業，也必須符合西方資本市場規定的會計與財務揭露標準。這些規定雖有益於俄羅斯企業的公司治理，但也可能將國內最有價值與最具有戰略重要性的企業控制權拱手讓給外國人，因此仍持有大量公股的俄羅斯當局始終對海外發行股票抱持戒慎恐懼的態度，寧可將國內釋股列為私有化途徑的第一順位。<sup>286</sup>

由於 Svyazinvest 於 1997 年 7 月 25 日私有化釋股之際，俄羅斯股市 RTS 指數尚未記錄股市市值，因此本研究取距離當日最近的市值記錄（1998 年 1 月 5 日）為計算基準。又因為俄羅斯股市成交量與市值波動劇烈，因此本研究取自 1998 年 1 月 5 日起一連五天開市記錄的平均值，計算出俄羅斯股市平均成交量為 0.7754 億美元，平均市值為 678.4103 億美元。<sup>287</sup>

以整體公司市值與成交額作為二乘二的資本市場體質指標，俄羅斯的資本市場體質應落在第四象限，這也是代表體質最差的類型。

---

<sup>286</sup> Gustafson, p. 75.

<sup>287</sup> RTS 網站，<http://www.rts.ru/en/index/stat/dailyhistory.html?code=RTSI>，點閱日期 2008/4/16。

表 4.2：「資本市場體質」指標評比

		上市公司市值	
成交額		高	低
	高	N/A	N/A
	低	N/A	俄羅斯

**政治權力融合。**俄羅斯現行版本的憲法是在 1993 年 12 月經全國性公民投票後通過，施行至今。但這部憲法的若干制度設計與原則，則來自蘇聯時期的共產主義憲法，因此本研究將先回顧蘇聯憲法，再探討俄羅斯現今憲政體制對電信私有化的可能影響。

1917 年 11 月 7 日，俄羅斯在布爾什維克黨策動下發生「十月革命」，國號定為「俄羅斯社會主義聯邦蘇維埃共和國」，開始以黨領政。1918 年 7 月 10 日，第五次全俄羅斯蘇維埃代表大會通過「俄羅斯蘇維埃聯邦社會主義共和國」的首部憲法，規定全俄蘇維埃代表大會是最高權力機關，其選出的全俄蘇維埃中央執行委員會是國家最高立法、管理與監察機關。執委會組織「人民委員會」（1946 年 3 月改稱為部長會議），下設各人民委員部（1946 年改為各部），各省（州）、縣（區）、鄉皆選出蘇維埃代表大會及相對應的行政機關。1922 年 12 月底，俄羅斯政治領袖為便於統治隨共黨革命產生的其他共和國，成立「蘇維埃社會主義共和國聯盟」，簡稱「蘇聯」。蘇聯及其他十四個加盟共和國，後來都以俄羅斯的蘇維埃模式作為本國憲政體制的基礎。儘管蘇聯當局分別在 1936 年、1977 年修憲，但此一憲政體系基本架構至 1988 年止都無太大變動。蘇維埃政治體系的特色就是行政立法合一。雖然蘇共政治局才是實際上的最高決策機關，但形式上仍由全蘇聯人代會選出最高蘇維埃，再由最高蘇維埃決定部長會議的人事名單。<sup>288</sup>

1988 年 11 月，蘇聯在蘇共總書記 Mikhail Gorbachev 領導下增修憲法，新設「全國人民代表大會」作為國家最高權力機關，再由人民代表大會在其代表中選出「最高蘇維埃」，成為人代會的常設立法、管理與監察機關。俄羅斯聯邦也在 1989 年依照蘇聯憲法新版本做出相同增修。事實上，Gorbachev 在 1988 年至 1989 年間就已開始醞釀總統制的構想，認為以黨領政的制度使政治體系趨於僵化，連帶讓蘇共保守派有影響經濟改革的著力點，因此希望將權力重心轉移到總統手中。他在蘇聯人代會上建議設立最高蘇維埃主席而非過去的最高蘇維埃主席團主席，就隱含向總統制過渡的意味。而他在當時提出的三權分立構想，也是打算使

<sup>288</sup> 畢英賢，《俄羅斯》（台北：政大國研中心，1995），頁 74-79。

行政權從原本隸屬人代會與最高蘇維埃的附屬地位中獨立。1989 年 3 月，蘇聯選出首屆人代會與蘇維埃。1990 年 3 月，他由蘇聯人代會選為蘇聯首任總統。按照憲法增修條文，蘇聯總統是具有實權的國家元首。於是，蘇聯正式向總統制轉型，原有的最高蘇維埃主席則轉型為國會議長。<sup>289</sup>

1990 年 6 月，俄羅斯聯邦仿蘇聯依樣畫葫蘆，選出首屆全俄人代會與最高蘇維埃，Boris Yeltsin 當選最高蘇維埃主席。Yeltsin 雖然擔任最高蘇維埃主席，但卻無法繞過人代會推行自己的政策，而且人代會中的共黨與民主派代表人數旗鼓相當，使得施政受到人代會牽制，更難與蘇聯中央抗衡。1991 年 1 月，以 Yeltsin 為首的「蘇共綱領派」發表《向蘇聯共黨第二十八次代表大會提出的民主綱領》，強調「建立政黨的自由」與「立法權、行政權和司法權分開」。此一綱領初步勾勒 Yeltsin 個人對俄羅斯憲政體制的想法及未來俄羅斯政治體制的基本輪廓。1991 年 5 月，俄羅斯再次模仿蘇聯增修憲法，設置總統職位，但改由公民直選產生，最後由 Yeltsin 當選總統。1991 年蘇聯軍方挾持 Gorbachev 的「八月政變」流產後，Yeltsin 趁機解散蘇聯共黨與俄羅斯共黨的中央與各級黨組織，並沒收其財產，蘇共與俄共一起瓦解。同年 12 月，蘇聯解體，俄羅斯獨立。<sup>290</sup>

此時俄羅斯的政府體制定位不明，而且缺乏解決府會衝突的制度設計，譬如信任投票，這使得總統與國會在 1992 年與 1993 年權力鬥爭更加激烈。<sup>291</sup>人代會是聯邦最高國家權力機關與全權代表機關，三權合一，可撤銷總統職務與命令，及任免與批准總理、總檢察長、最高法院院長與央行總裁及政府部長。<sup>292</sup>Yeltsin 堅決主張在兼顧俄羅斯帝制歷史傳統下實行總統制，但以 Ruslan Khasbulatov 為首的人代會則主張實行議會制，主張議會不僅是最高立法機關，而且對總統、行政與司法機關擁有至高無上的監督權。在兩派相持不下的情況下，Yeltsin 於 1993 年 9 月 21 日違背當時的憲法，以總統令解散人代會與最高蘇維埃，派坦克砲轟

<sup>289</sup> 畢英賢，頁 69-74；葉自成，頁 75-82。

<sup>290</sup> 畢英賢，頁 69-74；葉自成，頁 75-90；胡鍵，頁 194-197。

<sup>291</sup> Allen C. Lynch, *How Russia Is Not Ruled: Reflections on Russian Political Development* (Cambridge: Cambridge University Press, 2005), pp.140-141.

<sup>292</sup> 葉自成，頁 208-209。

國會大廈「白宮」，並動武強迫由共黨與極端民族主義派合組的反對聯盟投降。在 10 月 15 日憲政危機結束後，他下令針對自己草擬的憲法草案進行公投，正式建立總統制。根據 1993 年版的憲法，俄羅斯政府體制採取三權分立。然而，總統位於三權之上，不隸屬於任何一權，除西方國家常見的重要人事提名等總統權限外，還額外增加立法動議、提案公投、擴大行政命令及解散國會等廣泛重要權力。至於國會上議院「聯邦委員會」(Federal Council)與下議院「國家杜馬」等兩院，則僅擁有有限的立法與監督權，彈劾總統的門檻過高，立法與司法機構對總統的制衡有名無實。換言之，行政權地位明顯高於立法與司法權，形成「強總統，弱國會」的政治框架。<sup>293</sup>

在國會選舉制度方面，Yeltsin 以總統令頒布選舉法，將過去的純單一選區制改為單一選區與比例代表兩票制，各占國會 225 席，而且規定政黨票必須超過 5%的門檻，才能瓜分比例代表的席次。Yeltsin 雖掌握行政權，但未能掌握國會多數。以時間上最接近 Svyazinvest 第一階段私有化的 1995 年 12 月 17 日國會大選為例，扣除選後由單一選區選出議員合組的新政黨不算，新國會由共黨、極右派「自由民主黨」、Chernomyrdin 領導的中間偏右「我們的家俄羅斯黨」及屬於自由改革派的「蘋果黨」主導。其中，共黨因比例代表的 5%門檻規定受惠最多，國會席次占總席次的三分之一，而堅持極右派反政府立場的自民黨也有九分之一，兩者合計 200 席，占總席次 450 席的 44.4%。<sup>294</sup>由於 1993 年 12 月國會大選已是由反對派掌握國會半數，支持政府或經改的政黨在這次大選又進一步萎縮（合占僅 24.6%，Chernomyrdin 領導的「我們的家俄羅斯黨」勉強拿到 10%得票率），進一步確立「朝小野大」的國會格局，不利於 Yeltsin 推動私有化政策。

在揚棄共黨一黨專政與走向多黨制成為新的政治正確後，國會選舉新選制結合重視候選人個人條件的單一選區制及尊重多元聲音的比例代表制，似乎既照顧到位於不同政治光譜的政治勢力，又能避免讓走偏鋒的極端型政黨進入國會。但

<sup>293</sup> 胡鍵，頁 194-197；葉自成，頁 89-90。

<sup>294</sup> Thomas F. Remington, *Politics in Russia* (New York: Longman, 1999), pp. 150-162.

它的缺點之一是許多政黨或政團必須透過合縱連橫才能發揮影響力，這使得國會本身成為一個不穩定的結構。另外，這部選舉法對政黨發展多所限制，使得俄羅斯缺乏可以整合不同勢力的強大政黨，權力分散成為轉型期俄羅斯政府揮之不去的烙印。以 Chernomyrdin 組成的親政府政黨「我們的家俄羅斯黨」為例，該黨是由全國與若干地方官員合組的鬆散聯盟，欠缺一致意識型態或有效組織工具來凝聚黨員向心力。<sup>295</sup>加上 Yeltsin 任內始終不願加入政黨，也不願建立以政黨競爭為基礎的政治體系，使得俄羅斯政黨只能扮演邊緣的角色。一直要到 Vladimir Putin 於 1999 年初次上台，面對結合反對派國會議員與地方行政首長的「祖國－全俄羅斯黨」(Fatherland-All Russia) 在國會與總統大選上的強力挑戰，政黨弱化的情況才稍稍才有所改觀。<sup>296</sup>

Yeltsin 面對執政初期一再上演的府會對立，採行的對策是透過制憲擴增總統的行政權，削弱國會的立法權。1993 年的新憲法就是此一思維下的產物。半總統制乃至選制的憲政設計，原本是希望藉由總統凌駕於國會之上，避免先前最高蘇維埃與人代會等兩個全權機關與總統為首的行政部門衝突的歷史重演，但後來的實施結果證明，只要選出的新國會是由反對勢力主導，就更不可能消弭或降低行政－立法部門的政治衝突。總統制包含兩個任期固定的民選權力機關（總統與國會），這使得行政與立法衝突是內生性的且難以化解。除非俄羅斯出現民意支持度超高的強人型總統，而且在國會也擁有席次過半的政黨或政黨聯盟，否則這兩個民選權力機關必然無法和平共處，也必然會形成政策僵局。<sup>297</sup>雖然 1995 年憲法賦予俄羅斯總統解散國會的權力，但前提是國會先對總理領導的政府投下不信任票。但在國會議員為求自保而謹慎行使不信任投票權的情況下，解散國會權的恫嚇效果大於實質效果。這也是 Yeltsin 在 1995 年 12 月新國會選出後，雖歷經車臣戰爭與金融風暴等危機，但始終沒有解散過國會的原因。

<sup>295</sup> Remington, pp. 150-151; Huskey, pp. 167, 214, 220.

<sup>296</sup> Henry E. Hale, *Why not Parties in Russia?* (New York: Cambridge University Press, 2006), p. 243.

<sup>297</sup> Mary McAuley, *Russia's Politics of Uncertainty* (Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1997), pp. 232-234; Lynch, p.141.

另外，俄羅斯憲法賦予總統得用行政命令取代法律及解散國會的權力，雖然看似增加總統的行政權力，實際上卻是一種制度性的缺陷。依照這部新憲法，國會兩院必須用三分之二多數才能否決總統令，乍看之下，總統令只須搭配國會任何一院的三分之一少數，即能通行無阻。然而，對私有化事業的潛在投資人而言，總統施政若欠缺立法部門的背書，則其政策公信力與正當性都將大為削弱，必然會影響投資意願。以 Svyzainvest 的私有化過程為例，Yeltsin 多次繞過國會，以便宜行事的行政命令（總統令或政府決議）代替或修正國會通過的法律，做為私有化釋股作業的法源。<sup>298</sup>對於入股的法人而言，這意味一旦總統連任失敗，或者政權輪替，私有化政策亦可隨時逆轉。由於電信私有化牽動的投資資金極為龐大，若有任何閃失，對參與其中的法人來說，都將是難以承受之重，因此，內資勢必會運用各種可資運用的關係或門路來施壓行政部門，而缺乏此一管道的外資，則必須與內資結盟，或者在考量到政治風險過高的情況下退出，甚至如索羅斯般認賠出場。換言之，俄羅斯的半總統制憲政設計缺乏 North 與 Weingast 所說的制度承諾，進而使資本市場的參與者寧可選擇藉由社會網絡關係與政治人脈逐利，而非在尊重法治的原則下公平競爭，這對電信私有化的進行極為不利，乃至影響到最後的成功機率。

俄羅斯形式上的權力結構－雙元行政部門、兩院制國會、四類國會議員甄選方式（單一選區、比例代表、聯邦地區行政首長與議長）、三級法院體系與不對稱的聯邦制，促成其政治權力極端分散。<sup>299</sup>而且從俄羅斯個案中發現，總統與國會選舉的不確定性、乃至後來的憲政僵局與分立政府，均會對電信私有化構成結構性的阻礙。世界銀行專家也指出，俄羅斯在 1995 年首次釋股受挫，就是源自政策的不確定性高。<sup>300</sup>電信私有化若要取得成功，像 Yeltsin 這種光是片面增加

<sup>298</sup> Frydman, Rapaczynski & Earle, p. 44. 據統計，Yeltsin 在 1993 年 9 月與國會鬧翻前，平均每月發佈 12 至 13 道總統令。1993 年 12 月，總統令甚至驟增 4 倍，達到 65 道。俟 1995 年 12 月國會大選、反對勢力的國會席次進一步擴大後，Yeltsin 形同放棄與國會共治，直接訴諸總統令治國，光是 1996 年前 7 月，就發佈 591 道總統令。參見 Lynch, p.142.

<sup>299</sup> Huskey, p. 214.

<sup>300</sup> Ioannis N. Kessides, "Privatizing and Regulating Telecommunications," in Ira W. Lieberman & Christopher D. Kirkness, eds., *Privatization and Emerging Equity Markets* (Washington, D. C.: World



俄羅斯總統的憲政權力的做法，更是有百害而無一利。民主國家的政治領袖擁有近似毫無限制的行政權力，不但不能促成政治穩定，反而是政治衝突的根源。在俄羅斯電信私有化的個案中，確實見到經濟改革與政治轉型相互依存及相互影響的特性。

以最關鍵的行政立法一致性與政黨體系等兩個變項作為評量政治權力融合度的二乘二指標，俄羅斯仍是落在象徵政治權力融合度最差的第四象限。

---

Bank, 1998), p. 112.

表 4.3：「政治權力融合」指標評比

		政黨體系	
行政立法一致性		兩黨制	多黨制
	高	N/A	N/A
	低	N/A	俄羅斯

在統整俄羅斯的政治權力融合與資本市場體質等兩大指標後，我認為在電信私有化理論的「制度」層面第二指標一方面，俄羅斯依舊處於「脆弱」的狀態，處於最差的第四象限位置。這意味俄羅斯電信私有化失敗的可能性高於成功。

表 4.4：決定電信私有化成功機率的結構條件－制度（俄羅斯）

		政治權力融合	
資本市場體質		高	低
	優	N/A	N/A
	劣	N/A	俄羅斯

### 三、利益

**利益團體與全民員工釋股。**在前蘇聯社會主義體制下，國家官僚控制經濟部門乃至公司層級的大多數決策。莫斯科中央層級部會官員決定國有公司生產哪些物品，從何處取得原物料，生產品運往何處，雇用多少員工與薪資福利，公司的投資與擴張計畫，以及售出的價格。公司的經理人員僅扮演次一級的角色，職責是落實部會設定的營運計畫與公司成長目標。企業經理人一般會遊說上級主管部會為公司提供更多的協助。換言之，官僚制定重大決策，透過共黨體系施壓經理人遵守命令。儘管蘇聯官方宣傳以工人階級利益為重，但工人實質上未對公司享有控制權，連罷工爭取調薪的權利都受到嚴格限制。發生過的工會同步大罷工不但少之又少，而且都遭到血腥鎮壓。<sup>301</sup>

在蘇聯時期，黨國體制發揮控制利益與分配利益的功能，利益衝突透過共黨化解。蘇聯解體後，社會轉型引起的社會分化，不僅反映在政治主張上，而且更直接反映在利益上，於是，多元政治與多元利益就同時出現在同一個社會進程中。但是，俄羅斯的政治架構存在結構性缺陷，「強總統、弱議會」使政黨政治先天不足、後天失調，所以利益團體在俄羅斯轉型期十分活躍，也成為俄羅斯轉型的必然產物。在政黨不成熟的情況下，利益集團往往透過政治體制或當權者「內線」(insider)關係，影響政治決策。正是此一獨特的社會政治結構，Yeltsin 周圍逐漸形成以親 Yeltsin 的大財團為成員的「家族」勢力，左右克宮的政策走向。在此同時，各利益集團的負責人還親自參加競選聯盟，力圖在政治上有所作為，從而形成俄羅斯的「菁英政治」與「菁英經濟」。<sup>302</sup>

俄羅斯 1992 年採行的「震盪療法」<sup>303</sup>政策，象徵各主要政治勢力對私有化進行角力的結果。基本上，俄羅斯政壇可分成三大陣營，第一個陣營是以代總理 Gaidar、國有財產管委會主席 Chubais 與民間企業家 Potanin 等為首的「激進改革

<sup>301</sup> Maxim Boycko, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Privatizing Russia* (Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1995), pp. 34-35.

<sup>302</sup> 胡鍵，頁 12；郭武平，《俄羅斯的政黨政治》（台北：五南，1999）。

<sup>303</sup> 震盪療法最早在波蘭推行，意指全面價格自由化與緊縮銀根的總體經濟政策。

派」，他們都是新世代的經濟學家，背後獲得世界銀行與國際貨幣基金的強力支持，偏好一步到位至資本主義市場經濟的轉型方式。他們認為私有化有兩大目標，一是打破壟斷、激勵競爭與根本上提高生產效率，二是要在全社會形成廣泛的私有者階層，從而構築市場經濟與民主政治的強大社會基礎。第二個陣營是由工業遊說團體（Arkadii Volsky 領導的 Union of Industrialists and Entrepreneurs 為首）力挺的「漸進改革派」，他們獲得工會與勞工領袖的普遍支持，偏好漸進轉型與保留各種形式的企業組織。第三個陣營是受到許多舊共黨黨工官僚與民族主義極右派支持的保守派，他們偏好讓國家在政經事務上扮演強勢角色。Yeltsin 有鑑於激進派在國會只是少數，而漸進派與保守派為多數，因此一開始是用行政命令落實私有化政策。由於保守派不論在國會席次比例與民間支持上相對較漸進派弱，因此傾向於針對特定財經議題與漸進派結盟，因此私有化政策的角力演變為激進派與漸進派之爭。<sup>304</sup>

1997 年 3 月，Chubais 卸下克宮幕僚長<sup>305</sup>一職，與被看好是 2000 年總統大選熱門人選的前 Nizhny Novgorod 州長 Boris Nemtsov 回鍋加入政府團隊，分別擔任第一副總理兼財長及第一副總理兼燃料能源部長。外界揣測 Yeltsin 這項人事安排的用意是牽制保守派指標人物 Chernomyrdin 總理。在 Nemtsov 引入法治後，俄羅斯預算赤字與貨幣供給額控制在適當範圍內，並開始徵收欠稅。同時，通貨膨脹與利率下跌，股東權益受到較多保障，股市活絡。<sup>306</sup>被歸類為改革派的他們，此刻的策略是直接對付主要的金融工業寡頭。Chubais 自述在走馬上任時曾對這些寡頭三令五申，強調遊戲規則對任何人都一體適用，而寡頭們一開始也都表態支持，Svyazinvest 釋股就是 Chernomyrdin 政府進行公正釋股拍賣的初試啼聲之作，對所有有意投標者採同一遊戲規則，結果造成 Chubais 為首的少數幾位當權改革派與眾寡頭們上演赤裸裸的政治鬥爭。

<sup>304</sup> Bim, Jones & Weisskopf, pp. 262-263; 胡鍵，頁 188。

<sup>305</sup> Chubais 因輔選 Yeltsin 有功，自 1996 年 7 月至 1997 年 3 月擔任總統幕僚長，該項職務原本無足輕重，但在他任內變得位高權重。而他也和 Yeltsin 女兒 Tatyana 被視為是 Yeltsin 臥病期間的克宮實際操盤者。

<sup>306</sup> 索羅斯，頁 154。

在 1997 年 7 月 Svyazinvest25%+1 股權的標售案中，Potanin 主持的 Oneximbank 在引進外資「量子基金」後，成功擊敗眾多對手脫穎而出。因為他與長期主持私有化工程的 Chubais 關係密切<sup>307</sup>，被主要對手 LogoVaz 集團<sup>308</sup>的 Boris Berezovsky 與 Most 集團<sup>309</sup>的 Vladimir Gusinsky 抨擊本案有內線交易與官商勾結之嫌。Potanin 與 Berezovsky 因在 1996 年總統大選前堅定支持 Yeltsin，而分別擔任主掌財經政策的第一副總理與國家安全會議副書記。但 Svyazinvest 標售案讓這兩大寡頭產生利益衝突。被俄羅斯媒體形容是眾寡頭之首的 Berezovsky，在這次競標拍賣中與媒體企業寡頭 Gusinsky 組成同一個投標集團。<sup>310</sup>

搶標失敗的 Berezovsky 與 Gusinsky 難掩失望，開始積極拉攏政府保守勢力代表－Chernomyrdin 總理。一方面，Chernomyrdin 宣布現行《私有化法》禁止類似 Svyazinvest 的抵押拍賣，進而動員聯邦安全局、司法部與檢察體系調查這起拍賣案及贏家財源的合法性。另一方面，Berezovsky 等人動員旗下媒體如今日報、NTV 與 ROT 公共電視台抨擊 Potanin 與 Chubais。但當時的國有財產管委會主席 Alfred Kokh 是 Chubais 派系的人馬，在後者的支持下，藉由與《私有化法》相矛盾的總統令與《民法》為依據，逕自進行 Svyazinvest 私有化的後續程序。Berezovsky 在 1996 年初說服 Yeltsin 延攬 Chubais 操盤其連任大業，才使得 Chubais 重新活躍於莫斯科政壇，但這兩位昔日親密戰友為了 Svyazinvest 私有化一案形同決裂。因此，1997 年 11 月，Berezovsky 與 Gusinsky 控制的媒體大力炒作 Chubais 與其私有化政策重要幕僚共五名高官收受 Oneximbank 旗下出版社 45 萬美元鉅額稿費的醜聞。出版社以每人 9 萬美元代價，邀請 Chubais 等人撰寫《俄羅斯的私有化》一書，但一般都不認為這會是一本值得如此高稿費的暢銷書，而且尚未

<sup>307</sup> Potanin 原本在聯邦政府內與 Chubais 共事，後來為了投標 Svyazinvest 而於 1997 年 3 月請辭。

<sup>308</sup> LogoVaz 集團旗下擁有 LogoVaz 民營汽車經銷商、Obedinennii 銀行、獨立報與 ORT 電視台。

<sup>309</sup> Most 集團旗下擁有 NTV 電視台、莫斯科回聲電台與《今日報》。

<sup>310</sup> 當時俄羅斯政府出售 Svyazinvest，主要考慮的是為國家預算籌措財源，所以採價高者得標。吳玉山，《俄羅斯轉型 1992-1999：一個政治經濟學的分析》，頁 241-5；Alfred Kokh, *The Selling of the Soviet Empire: Politics & Economics of Russia's Privatization* (New York: S.P.I. Books, 1998), pp. 12-5; 董曉陽，頁 44-46、97。

動筆就先拿到六成稿費，形同變相收賄，因此備受爭議。<sup>311</sup>在 Berezovsky 陣營的強力施壓下，Yeltsin 先將負責此一私有化拍賣案的前任國有財產管委會主席 Alfred Kokh 撤職以息眾怒，然後一一開除本書共同作者－克宮副幕僚長 Alexander Kazakov、首次釋股後才接任國有財產管委會主席的 Maxim Boycko 與聯邦破產委員會主席 Pyotr Mostovoi，最後才勉為其難地罷黜愛將 Chubais。<sup>312</sup>至於 Nemtsov，則在 1998 年 3 月隨 Yeltsin 解散 Chernomyrdin 政府而下台，4 月再被任命為副總理，8 月再次因為政府解散而去職。

以 Oneximbank 銀行為主的 Mustcom 合資公司，之所以能在 Svyazinvest 標售案中擊敗對手，與 Oneximbank 本身得天獨厚的條件很有關係。俄羅斯的銀行都是在私有化第一階段「憑證私有化」期間開始營運並迅速崛起，在各級政府內部享有強大遊說力量，而 Oneximbank 亦不例外。<sup>313</sup>這間在 1993 年 4 月 20 日邀請政商大戶入股、由數家前蘇聯外貿協會<sup>314</sup>創立的銀行，原始股本資本額僅約 5 千萬盧布（約 3 萬美元），主要業務是依賴前蘇聯時期的「國際復興開發銀行」（International Bank for Reconstruction and Development, IBRD）合約，及經辦對國有企業提供盧布放款業務，同時這些外貿協會也急切需要一個新銀行取代前蘇聯的「對外經濟銀行」（Vneshekonombank）與「國際經濟合作銀行」（International Bank for Economic Cooperation）。它受到當時財長 Boris Fedorov 的支持，短短兩年就發展成為俄羅斯最大的私人銀行與商業銀行，旗下擁有《消息報》、《共青團真理報》與 Rostelekom 股權。它在 1998 年 8 月金融危機後面臨嚴重的財務問題，連帶使得股東結構也發生變化。危機發生前的 1996 年至 1997 年間，最大股東是

---

<sup>311</sup> 這本書後來拖到 1999 年出版，中國大陸有發行中譯本。參見阿納托利·丘拜斯主編，喬木森等譯，《俄羅斯式的私有化》（北京：新華出版社，2004）。

<sup>312</sup> Chubais、Kazakov、Kokh 與 Boyco 是前後任國有財產管委會主席。Andrei Shleifer & Daniel Treisman, *Without a Map: Political Tactics and Economic Reform in Russia* (Cambridge, Mass.: The MIT Press, 2000), p. 145; 董曉陽，頁 39-40、47-48。

<sup>313</sup> Ken I. Kim & Anna Yelkina, "Privatization in Russia: Its Past, Present, and Future," *S.A.M. Advanced Management Journal*, Vol. 68, No. 1 (2003), p. 17.

<sup>314</sup> 這些俄羅斯大型外貿協會包括 Exportkhleb、Raznoimport、Rosevneshtorg、Obshchemasheexport、Soyuzprodintorg、Sovintorg、Purneftegaz、Rosnefteimpex、Prodintorg 及 GLAVPUDK（俄羅斯外交部所屬機關）。



全俄第三大產油商「蘇爾古特油氣公司」(Surgutneftegaz)，持股近二成。金融危機發生後的短短一年內，亦即 1998 年至 1999 年間，Svyazinvest 的 25% 股權市價只剩下 50 萬美元，Oneximbank 的資產從 37 億美元縮水至零，還倒欠國內外債權人近 20 億美元，發行的 2.5 億美元歐洲債券在到期後無法償付，使它成為全俄第一家歐洲債券跳票的銀行。Surgutneftegaz 只好調降持股至 10.51%，而 Potanin 的核心事業「諾里斯克鎳礦公司」(Norilsky Nickel) 則以 11.35% 持股穩做最大股東。但到 2000 年時，Oneximbank 只剩兩個持股超過 5% 的大股東，分別是 Surgutneftegaz (9.46%) 及 Oneximbank 百分之百持有的子公司 Investfinance (10%)。Oneximbank 在 2000 年 9 月時又與 Potanin 為求翻身而成立的新銀行「俄羅斯銀行」(Rosbank) 合併，隸屬由 Potanin 主導的 Interros 控股集團。<sup>315</sup>

Oneximbank 的放款對象多為身為同一控股集團成員的公司，或是受控股集團掌控的公司。在 1998 年俄羅斯金融危機爆發前夕，Oneximbank 的未償還貸款就已高達約 15 億美元，占總資產的四成。此外，它是俄羅斯政府短期國庫券 (GKO) 與中期債券 (OFZ) 的主要承銷商，在本身的資產組合中涵蓋 5 億盧布的政府債券。在 1997 年亞洲金融危機期間，它還大量提高資產組合中的投資比例，持有的政府債券部位從 1997 年元旦的 5 億 2300 萬盧布擴增至 1997 年 10 月 1 日的 13 億盧布，政府債券占總資產比例也從 2.6% 提高到 6%。<sup>316</sup> 這顯示 Oneximbank 習慣從事高槓桿與高風險性投資，在金融危機爆發前，確實讓 Potanin 在投標 Svyazinvest 股權時有足夠的資金作為本錢，但一旦爆發金融危機，則其受創程度也會遠超過同業。

另外，索羅斯也在其中扮演微妙角色。Chernomyrdin 政府早在 1997 年 7 月發行 20 億美元歐洲債券前，就知道自己無力償付給工人的國民年金。在歐洲債券發行前，索羅斯曾提供一筆過渡性短期貸款 (bridge loan) 給俄羅斯政府，以

<sup>315</sup> David Lane & Irene Lavrentieva, "The View from the Ground: Case Studies of Three Major Banks (Sberbank, Uneximbank/Rosbank, Bank of Moscow)," in David Lane, ed., *Russian Banking: Evolution, Problems and Prospects* (Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2002), pp. 88-89. *Business Week*, "Fall of an Oligarch: Can Vladimir Potanin Save his Empire," March 1, 1999, pp. 44-45.

<sup>316</sup> Lane & Lavrentieva, p. 94.

應付這些到期的債務。俄羅斯政府並未證實是否有這筆貸款，或者貸款有約定哪些條件交換，但索羅斯在 1998 年 3 月 11 日的亞洲華爾街日報社論版透露，這筆貸款金額在數億美元之譜，而且撥款後不久，他就取得了 Svyazinvest 的股權。<sup>317</sup>不過，他後來接受《挑戰》（*Challenge*）雜誌訪問及在所著《全球資本主義危機》一書中表示，投資 Svyazinvest 是其專業生涯中最糟糕的一筆投資，當初會介入是因為打賭政府會從「強盜資本主義」轉型為「正當資本主義」，如果政府能順利轉型，這將是一筆報酬相當豐厚的投資，可惜結果是引發寡頭間長期你死我活的內鬥。他也提到，在此之前，各個金融寡頭在參與國有事業拍賣時都會多多少少舞弊，由某個集團以暗中打點安排的方式得標，但 Svyazinvest 案卻是一次真正的競價拍賣，所以寡頭們才會聯手要 Chubais 下台，但與他合作的 Oneximbank 也確實涉嫌行賄官員，因此這件拍賣並不如他當初以為得那麼光明磊落。<sup>318</sup>

在 Svyazinvest 私有化的例子中，包括國防部與軍方、FSB、FSO、緊急事務部及內政部<sup>319</sup>等國安部門均強烈反對 Svyazinvest 私有化。譬如內政部堅稱，由於 Rostelekom 與區域電信營運商（regional telecom operators）提供內政部各單位通訊服務，因此不能讓這些公司被私人把持，以免破壞國家安全。經濟發展暨貿易部則大力主張 Svyazinvest 應該私有化，或者直接解散該控股公司的管理架構，並抨擊該公司管理階層將公司開銷拿來自肥。然而，經濟發展暨貿易部的意見始終未能成為政府內部的共識。<sup>320</sup>

雖然俄羅斯電信工會沒有在 Svyazinvest 私有化上扮演任何角色，但俄羅斯政府一開始就犯了完全沒有向全民與員工釋股的大忌，以致於欠缺政策的正當性。看似公平的拍賣機制，因為是採贏者全拿（Winner takes all）的設計，反而

<sup>317</sup> *Wall Street Journal*, "Russia's Quiet Loan," March 11, 1998, A20, 轉引自 Christopher J. Mainlander, "Financial Innovation, Domestic Regulation and the International Marketplace: Lessons on Meeting Globalization's Challenge Drawn from the International Bond Market," *The George Washington Journal of International Law and Economics*, Vol. 31, No. 3 (1997/1998), pp. 341-392.

<sup>318</sup> George Soros, "The International Financial Crisis," *Challenge*, Vol. 42, No. 2 (March/April 1999), pp. 58-76; 索羅斯，頁 155、167。

<sup>319</sup> 俄羅斯內政部與其他國家的內政部不同，擁有本身的軍隊，掌管事項與國防部情治機關有若干重疊。

<sup>320</sup> *Коммерсантъ*, "Economics Minister against Svyazinvest," July 12, 2006 ([www.kommersant.com](http://www.kommersant.com)).

容易引起公開性與公正性的質疑，種下日後政治鬥爭與派系傾軋的禍根。<sup>321</sup>這次得標的財團，正好是靠著第一階段私有化聚斂財富的金融寡頭，及與俄羅斯政府有借貸關係的外資，無論如何都給外界負面的想像空間，這也使得國安部門等反對電信私有化的龐大利益團體，得以高舉國家安全大纛來抵抗後續的私有化釋股作業。此外，Svyazinvest 首次釋股的門檻很高，有資格參與釋股的利益團體相當有限，諸如索羅斯等外資即便有意投資 Svyazinvest，也必須與俄羅斯國內財團合作，這使得俄羅斯的電信私有化淪為國內特定財團的禁臠，一般民眾與外資只能靠邊站。姑且不論本案是否有政商利益輸送，但只要當局不願釋放全民與員工釋股的政策利多，Svyazinvest 私有化就難以激起民意輿論對它的支持，而國家也喪失原該有的利益分配者角色。

就電信私有化理論的「利益」第一項指標－全民與員工釋股的有無來看，俄羅斯無疑是掛零的。

**首次釋股套利誘因。**整個投標過程從表面上看相當公平，而且若就 18.75 億美元的得標金額來看，也符合外資期待，讓評論家多認為反對派的抗議是酸葡萄心理的成份居多。<sup>322</sup>另外，電信公司的市值是以每一條線路（每一個電話號碼）值多少美元來計算。每條線路的價格愈貴，電信公司的市值也就相應愈高。因此，若以釋股價回溯計算，Svyazinvest 每條線路平均約 880 美元，較匈牙利的 1,200 美元低，但比阿根廷與智利約 400 至 500 美元之間的價格高出一倍，位居開發中國家電信市場的第二名。<sup>323</sup>然而，這正凸顯出 Svyazinvest 其實具備順利釋股的先天條件，只不過俄羅斯政府不願在 Svyazinvest 首次私有化釋股時就提供讓全民或國內外法人套利的誘因。合理、甚至高額的套利誘因，不但不會引來賤賣國產的疑慮，甚至還能在後續的釋股中增加回收。

<sup>321</sup> Sheila M. Puffer, Daniel J. McCarthy & Alexander I. Naumov, *The Russian Capitalist Experiment* (Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2000), p. 16.

<sup>322</sup> Rose Brady, *Kapitalizm: Russia's Struggle to free Its Economy* (New Haven: Yale University Press, 1999), pp. 218-219. 但也有評論家認為，Svyazinvest 的實際價值在首次股權拍賣中遭嚴重低估。參見董曉陽，頁 48。

<sup>323</sup> 阿納托利·丘拜斯主編，頁 249。

我在前一章「英國電信私有化」中已解釋過，當關於私有化政策未來動向不明朗、或不確定性特別高時，政府為了向外界（包括股票市場）傳達私有化政策具有公信力，會在釋股時擴大折價空間，但若折價得太多，有些政府寧可選擇長時間的逐步釋股來建立公信力。由於折價的計算牽涉到股市價格，而股市價格又反映市場對政府執行私有化公信力的評估，因此會產生一種微妙的效果，即較大的折價幅度，象徵政府對私有化會言出必行，絕不令政策回頭。反過來說，會選擇避開折價釋股的政府，也等於是暗示政府沒把握能夠貫徹私有化到底。此外，已有研究指出，政府的最佳私有化策略，就是用定價售股而非詢價圈購（book-building）的方式達到折價目的，及分配股票給中產階級選民。定價售股的優點是創造出股票需求熱潮，增加買氣。分配折價股票給中產階級選民，則可以讓他們有誘因將自己的利益與政府利益綁在一起。<sup>324</sup>

在 Svyazinvest 私有化的例子中，完全沒有中產階級選民或任何散戶股民參與的空間，自然遑論他們可因此案折價而賺取溢價空間獲利。由於 Svyazinvest 掌握的實際資產價值，只有俄羅斯政府最清楚，參與競標的財團與政府之間就形成資訊不對稱的情況。與行政部門關係好的財團，相對於另一財團，更能掌握實際的航行。就算競標雙方與行政部門維持等距關係，財團為了得標，仍可能會以高於實際資產的價格出價，以致賠本。如此一來，短期而言可能衝擊到後續的私有化進程，長期而言則可能影響到該公司的投資及經營，最大的輸家仍是俄羅斯政府與人民。

因此，就電信私有化理論「利益」第二項指標－首次釋股套利誘因來觀察，俄羅斯在首次釋股釋出的套利誘因是極低的。若結合全民釋股程度與套利誘因這兩項二乘二指標，俄羅斯 Svyazinvest 的私有化條件處於最差的第四象限位置。而此一象限也意味俄羅斯電信私有化的策略粗糙，註定面臨許多阻礙。

---

<sup>324</sup> Steven L. Jones, et al., "Share Issue Privatization as Financial Means to Political and Economic Ends," pp. 217-253.

表 4.5：決定電信私有化順暢性的策略條件－利益（俄羅斯）

		全民員工釋股	
首次 釋股 套利 誘因		有	無
	高	N/A	N/A
	低	N/A	俄羅斯

## 第四節 小結

本章在回顧俄羅斯電信私有化的過程時發現，Svyazinvest 從改制為股份公司到走完私有化程序，至今已費時十三年，而且尚未走完。Svyazinvest 目前只成功進行過一次釋股，另外有三次嘗試釋股（1995 年、1998 年與 2006 年）卻功虧一簣。Svyazinvest 目前的公股比例仍有 75%。

接下來則是運用本研究提出的電信私有化理論衡量俄羅斯的電信私有化。首先是決定俄羅斯電信私有化速度的心理條件。俄羅斯電信事業可追溯至帝俄時期。在沙皇政府的帝制專政下，電報與電信俱為國有，僅開放少數營運租借權給民間業者，國家仍是電信設施的唯一所有者。此外，Yeltsin 的連任勝選幅度大幅縮減。這意味在電信私有化速度加快上，俄羅斯的先天條件不利。

其次是決定俄羅斯電信私有化成功機率的結構條件。俄羅斯的政治權力融合程度低，其資本市場也屬於高風險的新興市場。這意味在電信私有化釋股的成功機率方面，俄羅斯有著無法迴避的制度缺陷。

再就決定俄羅斯電信私有化順暢性的策略條件而言，本研究發現俄羅斯政府在首次釋股時採取的招標拍賣釋股方式雖看似公平，但完全排除一般散戶投資人與員工的參與。此外，此一釋股方式完全沒有提供投資人（包括參與投標的財團）任何套利誘因，不但難獲市場認同，而且動輒引起內線交易的質疑。在全民與員工釋股及首次釋股套利誘因這兩項指標皆令人失望的情況下，似乎可以預期 Svyazinvest 私有化註定受到外界詬病，其順暢性也會大打折扣。