

淺論我國庫藏股制度

今年8月9日正式實行的庫藏股制度備受證券市場人士注目，由於我國股市目前正處於低迷時候，一般寄望該制度的實行能為股市提供穩定的作用。根據歐美的經驗，庫藏股制度確實能使標的股票上漲而具有穩定市場的功能，美國80年代股市大崩盤，在穩定股市的措施中，庫藏股制度更居功至偉。在台灣，宣佈配合行政院措施進行庫藏股買回的上市公司，諸如：廣豐、富邦證券、台一、開發、豐興、嘉益等公司，這些公司股票也確實受到了激勵而上漲，此亦吸引一些公司，諸如：國壽、金鼎、萬通等多家公司皆放出消息表示將考慮實行庫藏股，希能激勵股價的表現。雖然就觀察期而言，吾人尚不能真正的評估台灣實行庫藏股制度的成效，但了解庫藏股制度及利弊得失，為財管學習的目標之一。

所謂庫藏股（Treasury Stock）是指公司為特殊的目的買回自己已發行且未經註銷的股票。一般而言在非特定情況下，公司是不可以買回自己公司的股票（參閱公司法一百六十七條），目的在避免公司減少法定資本而侵害債權人的權力。在今年7月19日總統公佈的證券交易法修正條文第二十八條之二中，說明公司除了公司法的規定外亦可於下列三個情況買回自己公司的股票，其為：一、轉讓股份予員工。二、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。三、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者。

該條文前二項的規定並不會引起爭議，其為激勵員工及提供更多公司集資的管道的措施，對公司的影響是正面的效果。而第三項的規定爭議較大，在第三項的規定中，附予公司認為其股價過低時，向證期會申請買回自己公司的股票的權力，而此一權力亦為庫藏股制度得以穩定股市的關鍵所在。

在財管理論上，財務管理最大的目標是使公司現有的股東財富最大，而公司股利的發放可以現金股利或由市場買回股票使股價上漲間接幫助現有股東財富增加。因而公司買回自家公司的股票，理論上是不應加以限制的。此外，就金融商品的操作彈性而言，放寬公司買回股票的規定，可配合發行附認股權證的衍生性商品，此更有助於台灣金融商品的多元化，對我國金融市場的完備有莫大的幫助。故只要能對公司債權人的權利保全，庫藏股制度是應值得鼓勵的。

而庫藏股制度對股價的影響可從市場流通籌碼的減少及訊息理論加以討論。就市場流通籌碼而言，公司買回自家股票將可減少公司流通在外的股票，股票供給減少則股價必然上漲。從訊息理論的角度而言，訊息影響著市場價格，由於市場上公司體質良莠不齊，投資人的資訊不足，因而優良的公司必需以公司的資本結構或股利政策來和較差的公司區別，吸引投資人的認同。而體質不佳公司亦可宣佈公司前景良好的訊息，但是當公司宣佈假的訊息亦必付出相當的訊息成本，諸如以更高的資金成本或倒閉等風險。以庫藏股制度而言，當公司宣佈買回自家公司的股票，可以透露公司對自己公司的前景信心，因而致使公司股價上漲，但若公司宣佈的訊息為假訊息，如：公司的前景並不樂觀，則公司購回股票後，可用資金減少，必導致公司資本結構的改變，資金成本增加，因而公司的訊息成本將大增，對公司的營運並非好處。故庫藏股制度穩定股市重要的原因除了減少市場流通的籌碼外，更在於其可提供公司營運前景良好的訊息，建立投資人的信心。

庫藏股制度的實施亦可能產生的缺點，除了上述上市上櫃公司買進自家公司股票，使得公司資產減少，影響公司資金需求並影響債權人求償的權益外，庫藏股制度的實施可能衍生的負面效應亦包括內線交易、利益輸送及市場操縱等行為。雖則庫藏股制度在國外成功的經驗有跡可尋，但在台灣，擔心庫藏股制度產生負面效果的疑慮更始終無法消除，最主要的原因在於台灣的市場結構及法令規章與國外有極大的差距。由於台灣股市有86%是小額投資人，其對公司的訊息較為缺乏，而法令對公司公佈訊息的規範亦不完備。在如此非效率的市場下，投資人容易被公司發佈的訊息所操縱，因而使得庫藏股制度可能掩護公司內線交易、利益輸送及市場操縱的行為。

有關內線交易及利益輸送的規定，政府已有眾多的法律限制，雖然成效不彰，但此為執法的問題，並非本文所關注的焦點。在操縱市場的問題上，吾人可從市場的效率性及公司的訊息成本上看本國庫藏股制度的設計是否完備，觀證管會公佈上市上櫃公司買回本公司股份辦法的規定，在第六條規定，公司買回股份，應將訊息內容輸入股市觀測站資訊系統，屬於訊息的揭露；第七條規定為每日買賣額度及時間的限制，期以減少市場的波動及操縱；第八條中規定公司買入股份的總金額，屬於買賣額度的限制，可減少買回的影響；第十二條限制董事、監察人、經理人及持有股份超過百分之十股東及其他相關人員的交易，希能減少內線消息的交易。雖則該辦法已對訊息的揭露、市場的交易量及時間限制以減少有心人對市場的操縱，但吾人以為這樣的設計仍是不夠的，因其只考慮到市場籌碼的性質，並未對庫藏股傳遞公司訊息的角色加以防範。

我國的庫藏股制度無法防止市場操縱的主要關鍵在於：規定中並未論及公司發佈不當訊息的情況。具體而言，該辦法中並未規定可實行買回自家股票的公司條件，亦未有發佈訊息後履行的義務及未履行的罰則，因此任何公司皆可據此提升公司的股價而不必付出相當的成本。即使公司財務經營困難或本業不佳，其皆可發佈將買回自家公司股票而放出公司營運前景光明的假象，吸引投資人參與，而當達到其目的時，又可否認或不執行購買自家公司股票的動作，影響股市，進而在股市的漲跌中獲利。

我國股市市場的效率及資訊透明程度尚需加強，而今不良公司又可以合法的以庫藏股制度混淆資訊，造成投資人的誤判，對我國建全市場的主張無異緣木求魚。由於庫藏股有排擠公司資金的效果，因而營運不佳的公司應限制實行庫藏股，避免該公司利用此制度發出公司營運前景良好的訊息，造成投資人的誤判。若不限制實行庫藏股制度公司的體質，則亦應考量增加公司發佈不實訊息的訊息成本，避免不良公司藉此操縱股價，保護弱勢的投資大眾。

庫藏股制度為一良好的制度，其可增加公司財務應用彈性且作為公司運作良好的訊息以區分公司的體質，保障投資人的權益。唯我國實行庫藏股制度，財政部的主要著眼點在於減少市場的交易籌碼而穩定股市，因而對於庫藏股制度不利於股市的規定採取了較寬容的思考態度，但此卻會造成庫藏股制度成為大股東或公司派人士操縱股價的工具，在我國市場效率及資訊透明度還待加強的階段，對於台灣股市八成以上的小額投資人是公平的。

附錄：節錄庫藏股制度相關法律條文

證交法第二十八條之二

股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司，有左列情事之一者，得經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，於有價證券集中交易市場或證券商營業處所或依第四十三條之一第二項規定買回其股份，不受公司法第一百六十七條第一項規定之限制：

一、轉讓股份予員工。

二、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。

三、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者。

以下略

上市上櫃公司買回本公司股份辦法部份條文

第 六 條公司買回股份，應將第二條、第三條及前條規定之訊息內容，輸入股市觀測站資訊系統。

第 七 條公司買回股份，除依本法第四十三條之一第二項規定買回者外，其每日買回股份之數量，不得超過申報日前三十個營業日市場該股票平均每日成交量之百分之二十，或計畫買回總數量之四分之一；其委託價格不得高於當日漲幅限制之一半，且不得於開盤後三十分鐘內及收盤前三十分鐘內報價，並應委任單一證券經紀商辦理。

公司每日買回股份之數量不超過二十萬股者，得不受前項有關買回數量之限制。

第 八 條公司依本法第二十八條之二第一項第一款至第三款之事由買回其股份之總金額，不得超過保留盈餘加超過票面金額發行股份所得之溢價及下列已實現之資本公積之金額

以下略

第十二條公司董事會決議買回股份，其董事、監察人、經理人、持有公司股份超過百分之十之股東及其他相關人員，違反本法第一百五十七條之一之規定者，仍應依本法規定處罰。