淺談庫藏股制度

中興大學企管系

林金賢教授

自立法院於 2000 年三讀通過開放公司買回自家股票的庫藏股制度後，多家上市櫃公司紛紛啟動庫藏股機制，而當時的投資人亦相當捧場，只要有公司宣告實施庫藏股機制此語一出，則股價大多應聲大漲，更有甚者還出現公司因為董事會未通過買回庫藏股而使得股價大跌的現象。股神巴菲特對在國外以行之有年的庫藏股制度有極高的評價，他認為，願意買回自家公司股票的經營者，是照顧股東的經營者。而近年來我國股市深受美國金融風暴之害震盪劇烈，庫藏股機制又再次成為各家公司用以維護自家股價的首選政策。我們不禁要問為何庫藏股制度可以在股票市場中發揮如此功效？而執行股票購回之於發放現金股利、股票股利，又究竟是孰優孰劣？且讓我們回到基本面，從認識庫藏股開始，再依序深入地探討這些問題。

一、認識庫藏股制度

經常可以在財金類報章雜誌中看到諸如此類的報導：「國內晶圓大廠 XX 公司今天第三度買回庫藏股，買回 1 萬 3400 張，平均每股買回價格為 64.85 元，買回總金額為 8.68 億元；累計買回 3 萬 6201 張庫藏股，買回庫藏股佔股本比重約 0.14%。」那究竟何謂庫藏股？簡單的說，由公司出資經由公開市場買回部分流通在外股票的作為，稱之為股票購回（Stock Repurchase），而購回的股票即是庫藏股（Treasure Stock），它的特性和未發行的股票類似，沒有投票權或是分配股利的權利，公司解散時也不能變現。

早先我國的公司法對庫藏股訂定有相當嚴格的限制條件，鮮少有公司買回自家股票的情況發生。然而自 1997 年以來，亞洲金融風暴自泰國引爆，一路從東南亞國家波及至香港，而後輾轉延燒到台灣，造成我國股、匯市重挫，政府當局為挽救遭受重挫的股、匯市，經過產、官、學、研多方的討論，遂開始研擬引進國外的庫藏股制度，最後在朝野雙方馬拉松式的協商、並經立法院三讀通過後，證券交易法第 28 條之 2 — 庫藏股制度於是誕生，正式允許上市、櫃公司在一定條件下，可購回公司以發行而流通在外的股票。

其詳細的法規條文如下：

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，有下列情事之一者，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(必須在六個月之內辦理消除股份)。

二、庫藏股的取得方式

企業應該如何在市場上進行股票購回取得庫藏股?其方式通常有公開市場買回、公開收購與目標收購等三種方式分述如下：

公開市場買回：上市公司可透過經紀商在公開市場購回本身的股票，此亦台灣經常採行的做法。

公開收購：公司可直接向股東出價收購股票，它通常會宣布在某特定期間內買進特定數量的股票。若股東提供給公司的股票數量大於想購回的數量時，公司會根據各股東的持股比例來收購

目標購回：公司採用議價的方式直接向大股東購回股票，不過採用此種方式管理當局必須使其他股東相信過程中並沒有利益輸送的嫌疑。

三、庫藏股制度與發放現金股利、股票股利的區別

在對庫藏股的基本概念有一定程度的了解後，許多人不禁要納悶，股票購回和發放現金股利，同樣促使公司支付一大筆現金分配給股東，但他們之間有何差別?而在員工激勵制度中，我們常聽到的發放股票股利，和庫藏股制度的法定功能第一條—透過股票購回轉讓股份予員工，相較之下，又是孰優孰劣呢?

在回答這個問題之前，且讓我們先複習一下股利的基本概念。當公司營運狀況良好而產生盈餘時，公司可以決定將部份或全部盈餘分配給股東，此一分配給股東的盈餘，即稱為股利，但公司並沒有必須發放股利的義務，其是否發放股利，需視公司的財務狀況及政策而定。而發放的形式可分為現金股利以及股票股利，現金股利指的是公司按季或按年從盈餘中提撥一定比例的現金，依據股東持股比例發放給股東；而股票股利則是以發放股票取代現金，作為支付給股東的股利。以股票取代現金作為股利發放的做法，雖可使公司省下欲發放的現金，以累積現金流量作為營運之用，但發放股票股利之後，公司流通在外股數將較發放前為多，每股股價也會因此下降。

在了解股利的基本概念和其發放方式後，我們即可比較股票購回和現金股利、股票股利之間的異同。其中股票購回和現金股利之間的異同在於，同樣是促使公司支付一大筆現金分配給股東，但現金股利的發放是人人有獎，每位股東均可依其持有比例分配到股利，而股票購回的庫藏股制度則僅有被購回股票的股東可以取得現金，股份沒有被購回的股東則維持原持股比例並且未取得任何現金。就股東而言，其獲得的報酬來源，包括了因股價上漲所賺取的資本利得以及公司

額外支付給股東的股利。在盈餘不變的前提之下，透過股票回購的方式可使公司流通在外的股數減少，每股盈餘會增加（盈餘/流通在外股數），連帶股價也可隨之上升。因此透過股票回購，公司對於股東的回饋方式，即能夠以股價上漲所帶來的資本利得取代現金股利的發放。

另外，在員工激勵制度中，我們常聽到的發放股票股利，和庫藏股制度的法定功能第一條—透過股票回購轉讓股份予員工，其異同則在於，同樣是以對員工發放股票作為激勵的手段，促使員工和股東站在同一陣線上，目標一致地為公司未來努力。但對員工發放股票股利，公司需要另外發行新股，將稀釋股票價值和盈餘，反而犧牲了股東權益。庫藏股制度訂定之後，法律賦予庫藏股「可作為員工配股之用」，透過買回庫藏股方式支應所需發放給員工的股份，將不必再發行新股，可避免此一稀釋效果。

四、庫藏股制度的功能

上述我們已經能夠清楚的了解股票回購和發放現金股利、股票股利之間功能性的差異，並簡述了庫藏股可作為「員工配股之用」的法定功能之後，接下來我們將更深入地探討實施股票回購的其他功能，包括「作為股權轉換之用」、「買回並銷除股份」及其衍伸出的「調整資本結構」、「防止惡意併購」、「節省股東稅負」等分做說明。

可作為股權轉換之用

被購回的庫藏股可作為附認股權公司債、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的股票來源，當上述證券持有人要求以約定價格行使轉換或認股權利時，公司可利用庫藏股以支應，不必發行新股，可節省交易時間和成本。

買回並銷除股份

當公司股價被市場低估時，公司可藉由股票買回降低流通在外的股數以提高公司股價。而此舉尚可因流通在外的股數降低而提高每股盈餘，由於每股盈餘增加，間接促使股東願意投入更多的資金於公司作為營運之用，亦造成股價上漲的可能性。

而根據企業價值低估假說（Undervaluation Hypothesis）的論點，其認為當公司管理者預期公司未來前景樂觀，但受資訊不對稱的影響下，投資人可能低估了公司價值。此時若公司透過庫藏股買回，傳遞公司未來現金流量之有利預期訊息，而投資人也因公司宣告庫藏股買回之訊息，修正其對公司未來現金流量之預期而促使股價上漲。

但須注意的是，根據證券交易法第 28 條之 2，若是在公司股價嚴重被低估而使用買回庫藏股維護公司信用與股東權益時，買回之股份必須於六個月內辦理

消除股份。

調整資本結構

公司可利用庫藏股進行資本結構的調整。所謂資本結構，即公司資金來源的種類，有些公司只單純的發行普通股，有些公司基於財務需要或其他市場因素的考量，還會發行特別股，大部份的特別股具有比普通股較優惠的配股條件，所以當公司的財務狀況比較好時，就可以買回當時發行的特別股，以節省股利的支付。

對抗併購威脅

透過股票回購取得庫藏股以減少公司流通在外股數，可做為控制或保護公司經營權或所有權的一種策略。當公司將庫藏股買回時，則股價攀升，欲購併者之購併成本會因而提高並可增加公司自身的籌碼，此舉可協助管理者當局阻止公司免於被惡意購併。

節省股東稅賦

如果公司透過股票回購方式來代替現金股利的支付時，則股東所擔負的稅賦將會減少。因為我國稅法對買回本身股票所產生的盈餘並不課證券交易所得稅，且若出售公司股票股東為公司組織時，在整個銷售過程中所產生的虧損，可在該股東的「財產交易所得稅」項下扣抵（若股東為個人則不能扣抵）。對某些高收入股東而言，相當有利。

庫藏股制度開放後的成效與衍伸問題

基於庫藏股制度的多項利益，我國自2000年8月實施以來，許多公司紛紛宣告股票買回，根據2000年開放庫藏股制度後五年之間的追蹤調查，公司買回庫藏股之平均金額從2000年28,703仟元、2001年50,722仟元，在2002年高達275,587仟元，之後2003年降低至127,764仟元，再增加至2004年的154,332仟元。而買回次數亦是逐年增加，由2000年283件、2001年293件、2002年237件及2003年227件，2004年度更高達468件。在當時的股票市場中，甚至一度流傳著只要有公司宣告實施庫藏股機制此語一出，則股價大多應聲大漲，更有甚者還出現公司因為董事會未通過買回庫藏股而使得股價大跌的現象。

但須注意的是由於庫藏股制度的相關配套措施仍未完善，亦可能滋生出許多濫用庫藏股制度的問題產生。例如就破壞市場機制而言，公司經營高層可能藉由庫藏股制度進行公司股票價格的操縱，藉以圖利經營高層自身或其它第三人，破壞資本市場的公正性以及股票價格的經濟功能。而當公司面臨經營危機時，公司經營高層在消息尚未公開之前，也可藉由庫藏股制度買回自己股份的方式，出脫本身持股進行內線交易。

另外，就損害股東權益而言，經營高層亦有可能會濫用庫藏股制度，以高於公司股票價值的價格，向特定股東買回其手中的持股，藉以圖利特定股東，此有

違股東平等原則，對於其它股東來說是極不平等的待遇。而若公司經營高層透過轉投資的子公司大量買回母公司的股票，藉以達到永遠控制公司的目的圖利公自身，亦損害了公司其它股東的利益。

庫藏股制度的近況

近來受到美國金融風暴席捲全球的影響，我國股市在一片低迷間持續震盪，我們又可以在報章雜誌財金版的新聞中看到類似報導：「全球性的金融風暴把投資人信心全嚇跑了，尤其 10 月來恐慌性殺盤力道增強，短短 6 個交易日大盤就跌掉 10%，xx 類股大多在 9 月底祭出庫藏股自救，觀察 9 月底至今類股表現，明顯具支撐力道，表現優於大盤，業者認為，庫藏股對市場信心還是有一定作用。」由此可見，直至今日當股價位於相對低點時，庫藏股制度以成為各家公司首選的抗跌政策。

庫藏股制度允許公司買回已發行流通在外股票，讓公司多了一項可選擇的財務操作工具。總而觀之，各界對於庫藏股制度之於資本市場的成長與發展，抱持著正面而肯定的看法。不過，在制度上仍需相關配套措施的訂定並嚴格執法落實，方能確保此一制度發揮最大的效用。

資料來源

- 1.謝劍平，財務管理—新觀念與本土化，2006
- 2.李建民，台灣庫藏股實施成效探討，上海財大台灣校友會電子報，2009
- 3.汪瑞芝，庫藏股對於公司績效之影響，中華管理評論國際學報，2008
- 4.台北大學法學論叢 <http://www.ntpu.edu.tw/law/paper>
- 5.陳碩文，潛論庫藏股 http://br.geocities.com/itapema_br/stk/Books/StockIn.htm
- 6.奇摩股市新聞 <http://tw.stock.yahoo.com/news>