

這一種「股票」真那麼神奇??

鉅亨網 經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：蘋果公司近期執行庫藏股交易，鉅亨網首頁)

手上擁有 1,630 億美元現金的美國蘋果公司，在 2018 年第一季股價下跌之際；該公司財務長宣告，要將這些現金用於發展原創內容，優化供應鏈工程、與進行庫藏股回購。企業規模擴大有各種方式，多數美國企業多是透過併購等方式，充實自己營收與盈餘；美股王亞馬遜公司就是這樣。蘋果公司較為著名併購是對 Beat, Beat, 這家公司以耳機生產著名；之前宏達電公司也投資過 Beat, 它出產的耳機配合宏達電 Desire 手機，播放出來的音樂超好聽的。蘋果也併購了數位雜誌公司、及數位串流音樂等等，充實了音樂與蘋果商店。去 2017 年該公司也是如此，以 300 億美元進行股票回購，致使該公司股價顯著上揚。現在預計在 2019 年底，將會撒下 3,000 億美元，回購與優化等這些工作。隨著業績不

斷成長，蘋果公司認為回購庫藏股是對股東最好回報。這是 Fama & French 兩位財務大師，效率市場理論(EMH·Efficiency Market Theory)的延伸；因為如果投資人已知曉，公司已經備妥庫藏股進場機制，就會不急著在股價大跌之際賣出股票。在台灣我們的思維只是，以減資方式回報現金給股東；動用庫藏股多是用在護盤時。蘋果公司的思維顯然是，比一般投資人早一步；就是要讓持股的股東，免於股價下跌的恐懼。即使出現任何系統與非系統風險，多可以將手上持股變現。

貳、從會計處理就可透視：「庫藏股」到底所謂何來？



(圖二：長榮化工月 K 線圖，鉅亨網)

執行買進「庫藏股」是正確的長期投資買進信號？自今年初起美股多家科技公司，多基於產業與產品未來展望佳、但股價因為價格偏高而下跌，宣告買進公司的「庫藏股」。買進自己公司庫藏股，是公司法或證券交易法之例外條款。公司上市主要目的是為了讓股票流通，而「庫藏股」卻是逆向反其道行。運用

公司資金買進上市公司，自己在外流通股票，可用會計學簿記；當交易發生後以「借方、貸方」處理交易的方式，從會計處理流程就可理解，公司買進與處理「庫藏股」目的何在；及其對股價影響。買進「庫藏股」是需要依照公司法規定程序，經過董事會同意通過。而且要確定與對外宣告買進價位上下限區間、張數或是股數、及執行期間。而且在每一次買進後，多要分批次公告買進結果。多數投資人在主觀概念認為，這家公司在這個價位與時間點，會宣告買進「庫藏股」，多是隱含與暗示股價偏低；其實這樣的認知是不精確的。因為從財務金融學術驗證文獻，可以看到千奇百怪「庫藏股」買進目的與結果、「庫藏股」研究議題是全球各大學，財金研究所的論文熱門議題；可一窺公司內部人對股價第一手攸關訊息，所有價格的內容就是信息。

公司以自己資金，從集中市場與一般投資人一樣，買進公司股票成為「庫藏股」，這時就是股價低檔區？跟著買就會賺錢？這可能是一廂情願想法，因為：一、價位是否是當下的價位，還是預設未來低價區？如果這家公司董事會決議，是設定要以比目前還低的價位，則表示公司自己認為股價不妙？也怕自己股價繼續跌，使董事會每個人財富減損，因此動用「庫藏股」宣告進行捍衛。二、但是這也不確定是否會讓股東領情，該公司股價是否真會跌到董事會認知程度；或是未來會隨著市場的變化，董事會授權執行者，進行一些執行價格的調整；這一些就涉及公司治理與誠信問題。「宣告」是一回事、但是「執行」又是另外一回事。三、一家公司進行「庫藏股」，在買進的時候的會計分錄，是借「庫藏股」；把庫藏股項目放在資產負債表股東權益中。貸方是為「現金」，表示公司是用現金買進庫藏股。資產負債表是一種平衡式 Balance Sheet，資產總額 = 負債 + 股東權益，因此現金支出是為總資產減少。「庫藏股」可用於員工認股，或是減資、將資本額減少。將資本額減少將使每股盈餘增加，在同一倍數本益比之下，股價會有上揚效益。

參、美股上市公司顯然是與台股不同的「強式效率市場」思維！台灣上市公司執行「庫藏股」多年，學者以此驗證為文獻者不少。部份文獻提及並驗證，上市公司宣告與執行「庫藏股」，是否認真確實按程序進行，不會有「掛虛買單」

故意買不到現象；因為這涉及到公司治理的落實程度。有些公司在每次系統性風險發生後，會對外宣告買進「庫藏股」；但其實這樣的情境下，買到的「庫藏股」應該是有限。因為這是因為對於利空過度反應後，殺過頭後買盤自然湧入。「庫藏股」應慎重使用，像這種系統性風險，應該就不必動用公司資金。要動用到公司資金去買「庫藏股」的，應該是碰到公司自己的風險，也就是「非系統風險」之際，這些就像是某家石化公司去碰上意外氣爆災難；或是某家食品公司遇上食安問題等等。但是這些多可能是公司治理的爭議，因此董事會忙於應付外部司法與責任歸屬的干預，要集中心力去探討「庫藏股」的買進，極有可能力有未逮。當然公司法對於各上市公司，買進「庫藏股」時機與價位，在法令章程上就有嚴謹規定；也限縮公司的運用自由度。學術文獻研究上，對「庫藏股」多是以公司價值角度，較少文獻是針對公司治理。「庫藏股」與公司治理有何關聯？這要從 CEO 的績效指標檢視，通常 ROE、ROA 與 EBTIDA 是為評估 CEO 當期績效指標，但近年以來已經改變為公司總市值。例如近年台灣有家以壽險為主金融控股公司，董事會需要 CEO 的 KPI；CEO 認為公司股價上揚，總市值增加就是經營團隊的績效提升。



(圖四：宏達電股價月 K 線圖，鉅亨網首頁)

當股價由頂尖高價摔下來後，進行「庫藏股」宣告與執行是否有用？還是得衡量產業的發展型態進程，如果是該項產業即將由寡占步入完全競爭，則進行護盤是沒有效益的。這在 1989 年金融產業開放民營，三家所謂公營商業銀行當時現金增資，至今股價多還無法再漲回去，就是一個顯著個案。還有是近年台灣智慧型手機大廠宏達電公司，在 2011 年 4 月股價創下 1,300 元/股最高價後，股價進入緩步持續下跌。在陸續下降過程中，公司不斷宣告並確實執行間歇性的「庫藏股」，而且確實依照計畫真實買進。但這些積極做為並沒有達成股價起跌回升效果，形式比人強、無法抵擋強大賣壓，法人機構與市場投資人跟進者，多無法力挽狂瀾；最低價位到達 2015 年 8 月 40.5 元/股，目前股價為 57.8 元/股。

從股價下跌速度可判斷，宏達電股價跌勢並不輕，公司執行「庫藏股」是在非系統風險中，也就是沒有 CAPM 模型風險溢價報酬機遇。宏達電面對的也是產業競爭、與產品生命週期的起落，如果以同質產品與蘋果的第 10 代手機相比，宏達電手機可能走到一個嚴肅瓶頸，最後在「虛擬實境」Vive 無法再創造新績效後，股價潰敗到該公司將手機部門賣給 Google 以止跌。宏達電對於智慧型裝置的思維，可能走向於未來娛樂與電動玩樂競賽；但蘋果的思維還是走向通信等。宏達電或許是該項運用的先行者；但是在當下沒有獲得消費市場認同。對於投資者而言，宏達電有多少價值？2018 年 5 月的每股淨值為 66.52 元，股價淨值比低於 1 倍。以宏達電買進「庫藏股」未竟全功經驗顯示，「庫藏股」功用是顯示公司關心股東投資價值，盡量減損持股帳面損失；但是除本身的資金實力外，與產業競爭型態緊密相關。這一次美股面對的是長期系統性風險，這個風險來自於貨幣緊縮政策、與美元貨幣指數上揚、通貨膨脹預期、公債殖利率上揚。美元的弱勢與美債殖利率的強勢顯示，Fed 的升息與縮表政策已經觸及，資金由寬鬆轉為中性；再由中性轉為緊縮臨界點。由公司治理觀點，美股公司宣告「庫藏股」主要用意是，告訴投資人股價下跌之際，股東要賣出股票也沒有問題；它是告訴股東，此時有高檔風險，但公司已經建立可順利賣出股票的機制，想賣就來吧。

(提醒：本文說明與判斷無任何投資立場。金融機構與個人引用本文，需注意著作權規定。)