

「減資」風潮所為何來？

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：台股加權股價指數日 K 線圖)

這波台股加權股價指數步步攻堅、多頭題材接連不斷；從 2016 年 1 月 19 日，當天日本央行宣告負利率政策、國際油價由 27.1 美元/桶上揚後；台股指數由 7,756.18 點展開攻勢。第一波帶動股價指數上揚的，是以台積電為首權值與電子高獲利股票；2016 年一整年、台股大多聚焦台積電與大立光等股票。業績高度成長的大立光，與製程持續領先全球半導體的台積電，股價不斷創新高、最後在升息預期下、帶動金融類股價。在 2016 年第四季，本文曾以季度 GDP 成長率概念，預期台股指數未來一年發展。以國發會對 2017 年，台灣各季 GDP 成長率預估趨勢為基礎，運用股價領先經濟景氣邏輯，預期台股今年趨勢。與會計學「配合原則」一樣，季 GDP 成長率預估，以 2017 年第

一季為最高，第二季走低、第三季落到谷底、第四季將會再度翻揚。依季 GDP 趨勢預期領先特性，台股指數第一季會展開強攻，在第二季可能進入整理、第二季底後會有壓力，第三季初期會是盤整、後半期至第四季再續攻擊。其實在股價領先特徵中，很難以明確第幾季時序概念，去分辨股市與 GDP 節奏是否配合。這種人為統計分類，就與會計財務報告分析一樣，是人為方法將公司營收切成以月、季或年為單位；公司經營多是永續、很難被這樣切割分段。就跟人生命一樣、前提假設多是繼續活著；沒人會假設每年輪迴一次、次年初馬上又活過來、年底再次輪迴。是只有型式上是活幾歲，那是計算用、不是生活用的。

貳、為了要減低股東稅負、減資替代了現金股息？

以全面性總體經濟、產業、資金情勢觀察，的確 2017 年經濟與股市發展，至此是漸入佳境。由經濟與產業、尤其是資金流入發展顯示；台灣企業在面對強勢新台幣時並不畏縮。2 月出口不俗、金額為 226.6 億美元、成長 27.7%；累計 2017 年 1 月與 2 月出口金額為 464 億美元、年增率為 16.2%；而同期進口金額為 395.5 億元。2017 年 1 至 2 月，台灣進出口多是、近六年以來同期最佳。財政部引述上市公司，出口相關產業觀點認為，未來在蘋果手機代工 I Phone 與面板出貨量將增加下；還有美國財政擴張、軌道建設高鐵對工具機需求將趨熱等；這些產品對美的出貨量多將增加，未來出口活動看好。經濟活動興旺當然會聯繫到股價，但統計數據宣告有其落後特性；股價或任何有價證券、多會在財報或是事件宣告前反應；GDP 成長、進出口金額，對上市公司股價影響也是如此。總體經濟穩健發展，是股價指數趨勢成長的必要條件。

歲是總體經濟穩定、是股市上揚基石，但各別公司也得爭氣；才會使上市公司股價生氣盎然。如同近期台股市場流行「減資」風潮，上市櫃公司「減資」聲浪此起彼落。對上市公司而言，公司從初次對外公開行、承銷股票 IPO Initial Public Offering 起、就代表企業開始要由家族、或是獨資合夥走向公開發行、股份制；接著就是要釋出股份給大眾。藉由 IPO 將集中股權做適度分散，這由資本市場觀點看公司行為；一、簡單意義是，這家公司上市後、未來會有向大眾募集資金、並與大眾分享經營成果計畫。事業沒有越做越小的，上市最終目的在擴充經營版圖；一家公司從公開發行到上市櫃，接下來要擴張事業，籌資方法就很多元化了。二、它可向股東籌資辦理「現金增資」；或透過證券商，與投資銀行發行國內外公司債、可轉換公司債，或是私募；開放給股權基金、或是對沖基金投資當股東等。由企業經營角度，上市目的是要使資金籌措活潑；另一方面就是將利潤分享大眾。也因此當一家公司願意或決定上市，他就很難由資本市場中撤退；它不僅要每天面對投資股東，還可享受資本市直接融資優點。除非這家公司淨值長期一直遠高於股價；否則一家上市公司，一旦從資本市場退出，就如同失去財務活路、斷炊了。減資是公開上市反向行為，進行減資是公司重大決議，要有 2/3 董事會成員通過、並且經過多數股東同意才能進行。



(圖二：台股旺宏電子股價周 K 線圖，鉅亨網台股)

叁、靈活財務運作根據的是財務金融最傳統「公司理財理論」！

啟動近期上市公司減資熱潮是，生產特殊記憶體旺宏電子；該公司近 8 年以來股價低迷，但它卻於 3 月 6 日收完盤後、宣佈將進行減資。由股價 K 線圖檢視，該公司在 2016 年 6 月 13 日那周，股價為 2.24 元/股，自此後股價向上展開長期多頭行情。由此上揚至宣告減資當天的 9.75 元/股、漲幅度接近 5 倍；這種減資對股價的預期推升效果讓人瞠目結舌。旺宏減資幅度為 51%，在 2016 年底該公司股價已上揚到 5.07 元/股；該公司欲藉減資彌補累積虧損。與其它減資公司最大不同是；在宣告減資當時，它所生產的 NOR Flash 與 Nand Flash 快閃記憶體等，產品需求由谷底翻身、景氣活絡。在篤定短中期產品需求轉殷切下，營收預期由穩健趨向樂觀，這促使公司決定捨棄虧損的包袱，決心要以減資方式，一口氣將過去所有虧損以減資方式彌補。

以減資彌補虧損策略可分為幾種完全不同情況與發展：一、一種是在公司虧損到幾乎無法持續經營了，公司才以「減資又增資」方式進行股本結構補充；等同拿出「股東權益」填補公司經營損失。這種還沒

見到景氣回春的減增資行為，會使原有股東承受壓力；而潛在投資股東怯步、股價下跌。二、第二種是若公司已撐到產品需求趨於旺盛，則減資決定不僅會使原始股東安心，也會舞動潛在股東進場買股票，激勵股價上揚。三、如果是公司認為目前手上現金、或是約當現金過多，短期內主要產品市占率已飽和，也不會再投資其它事業，則以減資方式將資金退還股東；此則也是有利於原有與潛在股東，股價將會上揚。



(圖三：美元兌換新台幣匯率升值趨勢，鉅亨網首頁)

目前台股市場各式各樣減資動機，也是因為潛在投資者激勵存在而進行；這種趨勢與近期全球查稅 CRS 資金回流，與反全球化、產業空洞化的反轉有關；也與現金股息課稅方式有關。目前現金股息納入家庭或個人綜合所得稅中，促使持有股票較多的投資人稅率被拉高，大戶不願因為單是「股息所得」，就將「全部所得」稅率拉高；於是股權集中上市公司董事會，就以減資退還現金方式，替代現金股息發放；反正多是現金，用什麼方式發放多可以股權集中公司董事成員，其經營利得多是以每年現金股息、及配發後填息等價差為主要收益獲

利方式；在原本既有收入已高的情形下，再加上現金股息收入、會使綜合所得稅繳稅金額顯著增加。而且目前上市公司股息領取者，也多要課徵二代健保 2%的稅，加上「兩稅合一」可抵免免稅所得減少，最高層所得者領取股息後，會使實繳所得稅達 45%以上。同樣是發放現金股息，股東意願牽動上市公司董事會做法，於是減資成為 2017 年股息發放替代方案。

肆、結論：資金活用與否取決於公司董事會、CEO 與財務經理！

在財務理論縱或橫發展過程中，一家公司 CEO 或是財務長，如何為企業運用低價資金，為公司創造更大附加價值？這些實務與理論研究，被歸類與認為是最早的「近代投資理論」，稱之「公司理財」。學習「公司理財」目的是，教導一位財務人員應如何在金融市場中、為公司進行資金調度，快速尋找到最安穩可用、最便宜資金。這種從貨幣或是資本市場直接融資方式，與避險或對沖基金融資方法或做法不盡相同。股權與對沖基金，是以借貸方式完成股權投資，再夾帶整頓與再經營後成果，用股權將本求利、以成本的數倍價錢賣掉後、償還原來融資借款。在這種一投入一賣出價差交易中，附加價值是企業對資金管理運用效率化，提升公司獲利能力。這也之所以全球著名管理顧問「麥肯錫」公司，那一套績效管理 KPI Key Performance Index 制度風靡全球各企業；造成每個企業多想運用各種方式，激勵員工士氣、提高產能、增加經營獲利、提升公司價值的原因。

財務經理為公司籌措資金方式約略有下列幾種：一、間接金融：向銀行借款。企業大筆借款行為講究的是靈活；因為企業融資目的除做為營業用資金外、還有短期過渡性調度、長期資支出等多層面考量；因此進行借款時多需考量期間長短與成本效率。二、對銀行而言，它對借款人信用考量，是以過去幾期財務報表為基礎。這與財報分析原理

一樣，研究歷史財務資訊是否可做為預估未來？三、如果過去財報可預期未來盈餘，則表示該公司財報品質是可靠的。因為這是公司會計方法原則選擇穩定，不會隨著總體經濟情勢、產業競爭與公司生命週期，不斷地進行「盈餘管理」或是「盈餘操縱」。四、投資者股東或是債權人，如果無法以過去幾年財報，預期未來一期變動；則表示該公司財報，每年運用的會計原則能一直多在變化。當然對債權人、股東而言，他們各自對公司關注，焦點與層面非常不同；但常變動的會計方法有操縱之嫌。五、「現金增資」代表公司向股東，以持有股份額度募集資金；目的是為擴張經營版圖，也就是強化或增加公司資本支出。公司募集資金方式需符合相關法令；如公司法與證券交易法的規定。而減資原意是彌補虧損，但現在卻被台灣上市公司活用。五、熟稔證券交易法學者多會體會，真正要在資本市場中有所大作為，就要熟讀證券交易法、那是一本資本市場遊戲大法；可是投資人聽到財報分析就頭昏了，還有空閒閱讀證券交易法？公司法？(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)