



# 沙賓法案 (SOX Act) 對美國資本市場的影響

華銀紐約分行 楊裕吉

## 一、前言

美國在2002年爆發恩隆 (Enron) 及世界通訊 (WorldCom) 等上市公司財報不實, 以及公司管理失當的會計醜聞事件之後, 讓許多投資者的信心在一夕之間崩潰, 為了重建投資者的信心, 確保財務資訊之正確性及可靠性, 美國國會在2002年通過沙賓法案(The Sarbanes-Oxley Act, 簡稱 SARBOX Act或SOX Act), 該法案主要內容係規範與財務報表有關之內部控制, 讓企業營運及財務資訊更加透明化, 並建立相關規範以確保財務資訊之正確性及可靠性。在該法案實施至今已逾5年, 對於上市企業造成額外的監理成本, 尤其是404條款, 增加了公司的上市成本和訴訟風險, 因此, 一些海外公司對美國股市望而卻步。日本東京大學神田教授在其研究中亦指出SOX法案規定過多, 將損害到美國資本市場的競爭力。

本文擬對該法案內容作一簡介, 並針對該法案通過5年來對美國

資本市場的競爭力之影響作一分析。

## 二、SOX法案形成的背景

2001年12月美國最大的能源公司之一恩隆 (Enron), 突然申請破產保護, 此後, 上市公司和證券市場醜聞不斷, 特別是2002年6月的世界通信公司(Worldcom)會計醜聞事件, 徹底打擊了投資者對資本市場的信心 (國會報告, 2002)。

為了重建投資者的信心, 確保財務資訊之正確性及可靠性, 美國國會和政府加速通過了沙賓法案, 以圖改變這一局面。法案的第一句話: 「遵守證券法律以提高公司披露的準確性和可靠性, 從而保護投資者及其他目的。」

美國總統布希 (George W. Bush) 在簽署該法案的新聞發佈會上稱這是繼1933年證券法 (the Securities Act of 1933) 及1934年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) 實施以來, 對美國證



管局、公開發行公司及會計師影響最深遠的財經改革法案。

### 三、SOX法案的主要內容

SOX法案亦稱為2002年公開上市公司會計改革暨投資者保護法案(the Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002, on July 30, 2002)。由參議院銀行委員會主席Paul Sarbanes和眾議院金融服務委員會(Committee on Financial Services)主席Mike Oxley聯合提出,法案依提案之兩位議員命名為The Sarbanes-Oxley Act,簡稱SARBOX Act或SOX Act。為美國證管會所監管成立的公開公司會計監督委員會(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)所建立的審計、品質控管會計事務所與會計師的調查與懲戒制度,凡是在美國上市的公司,都必須要遵守這項規定。主要內容如下:

(一) 建立一個獨立機構來監管上市公司的審計:成立公開公司會計監督委員會(PCAOB),增加美國證管會之覆核責任,加強財務報表揭露事項,檢討信用評等制度及暫時凍結公司異常款項的權力。

(二) 加強公司監理:規範企業經理人的酬庸制度,設立審計委員會,公司應於定期報告揭露高階主管建立道德規範標準的情形,禁止公司內部人員以不當方式影響或誤導會計師查核工作,公司管理階層應及時評估內部控制及揭露財務及營運狀況等重大訊息,加強公司主管及大股東內部關係人交易之揭露,以及要求公司管理階層對財務報表提出正確性聲明。

(三) 強化會計師獨立性:會計師不得為審計客戶提供非審計業務的諮詢服務,財務報表應揭露審計公費等資訊,每五年更換簽證會計師,會計師於離職一年內不得任職於先前審計客戶。

(四) 提高對公司高層主管及白領犯罪的刑事責任:公司執行長及財務長對財務報表負保證責任,編製不實財報者最高處10到20年徒刑,蓄意詐欺者處25年徒刑,破壞、偽造受調查或申請破產公司資料者最高刑期20年,銷毀審計檔案者最高刑期10年,在聯邦調查及破產事件中銷毀檔案最高可處20年徒刑。



#### 四、SOX法案對美國資本市場的競爭力的影響

根據統計，美國新股初次公開發行上市（Initial public offering, IPO）數目在全球所占比重由2001年的35%，減少至2006年的20%。2006年紐約證券交易所（New York Stock Exchange）、那斯達克股票交易所（Nasdaq Stock Market）在全球初次公開發行募股市場所占的金額分別只有11%和6%，遠低於香港證交所的17%和倫敦證交所的18%。2006年全球規模最大的25家初次公開發行上市公司中，只有6家選擇了紐約證券交易所，遠低於2000年的22家。2006年全球IPO規模最大的三家公司：中國工商銀行、中國銀行和俄羅斯石油公司都不約而同地放棄在美國上市，選擇了其他的金融市場。在2001到2005年期間，美國金融市場規模的年平均成長率為6.5%，歐元區為6.8%，英國為8.4%，日本為7.5%，除日本以外的亞太地區的成長率達到15.5%。

根據麥肯錫全球管理顧問公司（McKinsey & Company）提交給紐約市長彭博（Bloomberg）和紐約州民的研究顯示，未來10年內，紐約如果在世界金融業新一輪的整合中應對失策，將在提供金融服務方面輸給倫敦，甚至香港、東京，其全球金融中

心龍頭地位可能不保。該報導指出，SOX過度嚴厲煩瑣的監管制度、過於龐大複雜的法律體系以及應接不暇的集體訴訟，使得美國的金融市場正在失去競爭力。

不過，根據加拿大湯姆森金融公司（Thomson Financial）一項研究顯示，華爾街並未走向衰落，SOX法案並未對美國IPO市場造成重大衝擊，依據該研究數據顯示，2006年在美國上市之外國公司的IPO融資金額約為106億美元，佔該年美國所有IPO交易的融資總額453億美元的23%，這是自1994年以來的最高水準。而在IPO交易件數方面，外國公司達34件，佔美國全年成交件數208件的16%，這個比例在過去20年中也是最高的。

另外，為何麥肯錫全球管理顧問公司和湯姆森金融公司的報告結論截然不同？其實二者的比較角度不同，結果亦不同。前者說明紐約的IPO在全球市場的比率減少了；而後者說明紐約的IPO與過去比較，亦有明顯的成長。然而面對倫敦、香港及新加坡等其它全球金融中心的快速崛起，使紐約倍感壓力。

根據2008年3月英國Z/Yen Limited公司依全球金融中心競爭力指數（Global Financial Centres Index（GFCI）<sup>1</sup>）發表的全球十大金融



中心依序為 1.倫敦 2.紐約 3.香港 4.新加坡 5.蘇黎世 6.法蘭克福 7.日內瓦 8.芝加哥 9.東京 10.雪梨。倫敦以795分蟬聯冠軍，紐約獲得786分緊追在後，香港、新加坡及蘇黎世分別獲得695分675分及665分，紐約的金融中心地位依舊穩固。

## 五、文獻探討

### SOX法案對小型企業的影響

美國佩斯大學(Pace University) Elina Grinberg 教授在其所著「SOX法案對小型企業的衝擊」(The impact of Sarbanes-Oxley Act 2002 on small firms)的研究論文中指出，SOX法案對小型上市公司的衝擊遠大於中大型企業，該研究指出SOX法案適用對象及標準涵蓋所有在美國公開上市公司(One-size-fits-all)，並未依公司

規模大小區分適用標準，大型公司因組織架構較複雜，為因應其複雜的經營模式，增進經營效率，通常已建立一套較完整的會計制度及內部監控系統，為符合SOX法案所需增加投入的成本相對較小。小型企業則因組織架構較單純，多數並未建立一套較完整的會計制度及內部監控系統，因此小型企業為符合SOX法案所需投入的成本相對較大。

Chhaochharia and Grinstein 在檢測建立獨立董監事與不當內部關係人交易發生之相關性研究報告中指出，若缺乏獨立董監事，則大企業發生不當內部關係人交易弊案的正相關性(Positive Correlation)比小型企業還大，SOX法案主要用來防止大型企業的財務醜聞發生，因此主張SOX應依公司規模區分適用標準。

此外，美國證券交易所主席兼執行長(Chairman & CEO of the

<sup>1</sup> GFCI Index 評估的標準包括：1.足夠的金融人才(the availability of skilled personnel)。2.法規環境(the regulatory environment)。3.國際金融市場通路access to international financial markets。4.商業基礎設施(the availability of business infrastructure)。5.客戶通路(access to customers)。6.公正的商業經營環境(a fair and just business environment)。7.政府的支援(government responsiveness)。8.法人稅制(the corporate tax regime)。9.企業營運成本(operational costs)。10.足夠的律師、會計師等專業服務(access to suppliers of professional services)。11.生活的品質(the quality of life)。12.文化及語言(cultural and language issues)。13.商業不動產的品質及可用性(the quality and availability of commercial property)。14.所得稅制(the personal tax regime)。

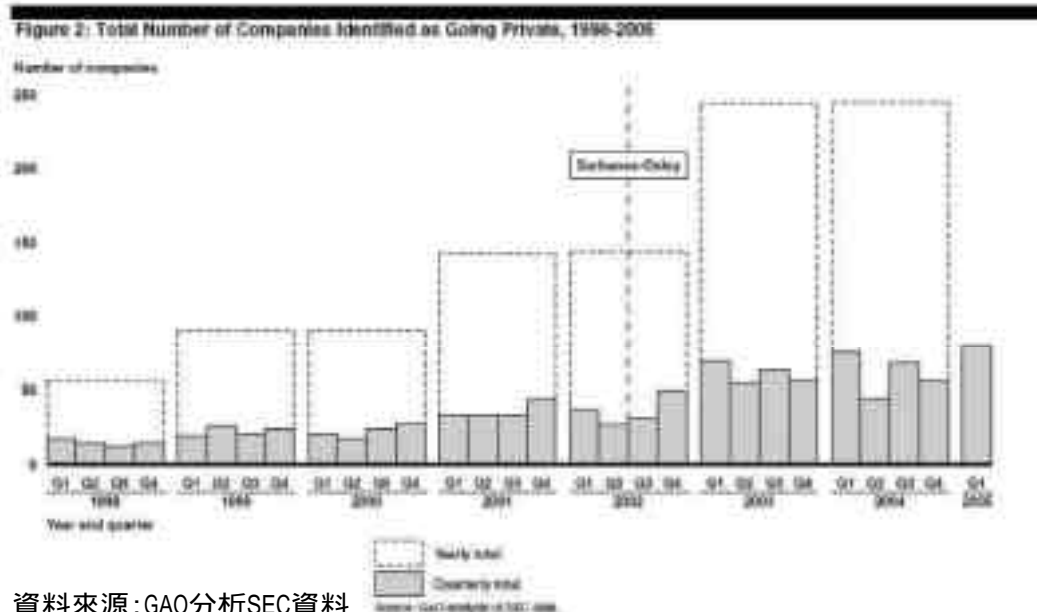


American Stock Exchange) Wolkoff 指出，大部分的企業財務醜聞都發生在大企業身上，而其背後成千上萬的忠實股東及退休基金投資者往往未對其財務狀況產生懷疑。相對的，股票市值(market capitalization)在5,000萬美金到5億美金的中小型企業，其主要股東通常為企業經營者或其家族，他們並不需要編製假財報來欺騙自己。因此Wolkoff認為SOX應依公司規模區分適用標準，以避免對中小型企業的財務及人力造成過多負擔，影響企業的經營及發展，甚至部分企業為減少SOX法案的衝擊，選擇下市(Deregistering from the public market)，影響美國的資本市

場競爭力。

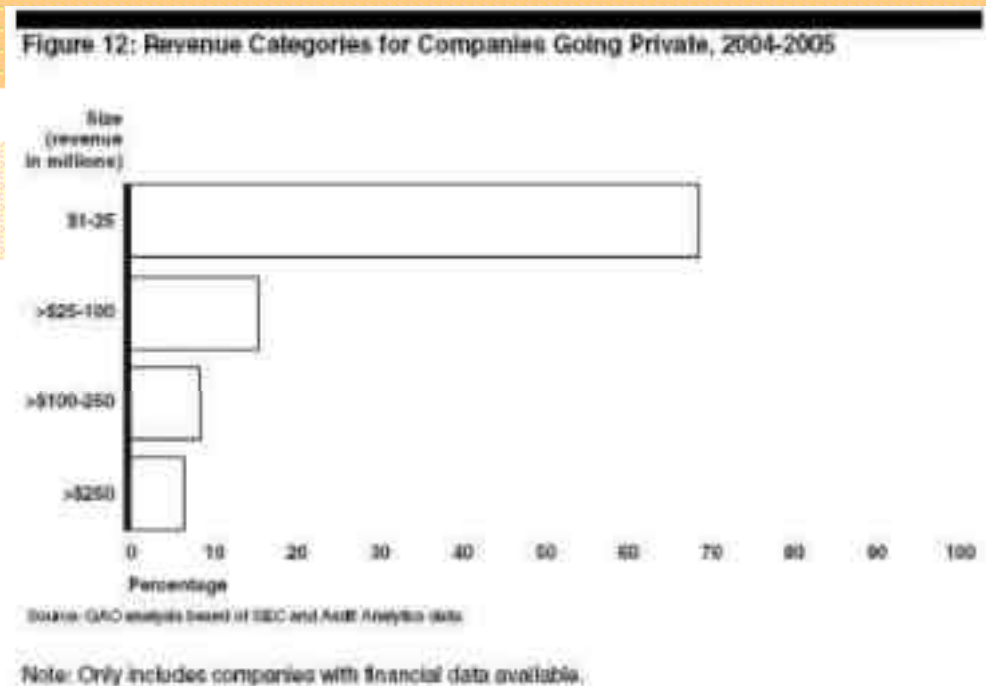
美國國會政府審計處(The United States Government Accountability Office, GAO)根據美國證券交易委員會(Securities and Exchange Commission, SEC)提供的資料，研究SOX法案通過前後，公開上市公司申請下市之家數結果顯示，申請下市公司家數從2002年的143家增加到2004年的245家(圖一)，該研究亦同時顯示2004年至2005年選擇下市之公司，營收未超過美金一億元的比率達84%，營收未超過美金二千五百萬元的比率佔69%(圖二)，足見SOX法案對中小型上市公司造成的負擔及衝擊遠比大型上市公司大。

圖一：SOX通過前後選擇下市公司家數統計分析表





圖二：選擇下市之公司規模分析表



資料來源:GAO分析SEC資料

SOX法案對跨境上市 (cross-border listing)的外國公司的影響

由美國麻薩諸塞州立大學達特茅斯學院(University of Massachusetts at Dartmouth) Peter Hostak及南加州大學(University of Southern California) Emre Karaoglu等學者所著「檢測SOX對上市的外國公司的影響」(An Examination of the Impact of the Sarbanes-Oxley

Act on the Attractiveness of US Capital Markets for Foreign Firms)之研究指出，大多數的跨境上市的外國公司並未因SOX產生的成本而選擇退出美國資本市場。

外國公司在美國上市的優點包括完善的法規制度，籌資容易，增加公司知名度及產品能見度。該研究利用多變數分析法 (multivariate analysis)，檢測公司下市後的報酬顯示，當公司宣佈下市前五個營業日及宣佈下市後五個營業日，該公司股



價在其母國(Home-Country)之股市下跌，下市後連續25個營業日股價並無回升跡象。相對於為遵循SOX法案所支付之成本，選擇下市對股東及公司產生淨的負報酬(Negative Returns)，該研究亦指出公司選擇離開美國股市，為企業經理人為保護其私人利益所做的決策。

## 六、結論

SOX法案是否已造成美國資本市場的競爭力下降？根據2008年3月英國Z/Yen Limited 公司依全球金融中心競爭力指數(Global Financial Centres Index (GFCI))所發表的全球十大金融中心排名，紐約獲得786分，名列第二，僅追在倫敦之後，紐約的金融中心地位依舊穩固。SOX法案雖然重建了投資者的信心，確保財務資訊之正確性及可靠性，然而面對全球其它金融中心的競爭，美國必須重新檢討SOX法案的監管制度是否過度嚴厲煩瑣，法律體系是否過於龐大複雜以及

如何減少應接不暇的訴訟成本，才能保持其金融中心的龍頭地位。

此外，倫敦證券交易所成立的小規模新興企業交易市場(Alternative Investment Market, AIM)<sup>2</sup> 因提供較具彈性寬鬆的法規給掛牌的企業，近年來蓬勃發展，吸引不少外國企業前往上市。而美國SOX法案一體適用(One-size-fits-all)的監管標準，已對中小型企業造成過多的審計成本及負擔，降低了其它國家企業到美國金融市場上市籌資的興趣。SOX法案是否應依公司規模區分適用標準以提升美國資本市場的競爭力，是一個迫切且重要的課題。

## 參考文獻

### 一、英文文獻：

1. Christian Leuz (2007), "Was the Sarbanes-Oxley Act of 2002 really this costly? A discussion of Evidence from Event returns and Going private

<sup>2</sup> AIM是倫敦證券交易所的一個次交易市場(sub-market)，提供較具彈性寬鬆的法規給掛牌的企業，自1995年成立至今已募集超過240億英鎊的資金，目前有超過2,200家企業掛牌。AIM的法規模式(regulatory model)較為特別，其最大特色係監管法規具彈性，掛牌企業可選擇遵守AIM為數不多的法規亦或解釋無法遵守該法規的原因(comply-or-explain)。



- Decisions The University of Chicago Graduate School of Business.
2. Elina Grinberg (2007) “ The Impact of Sarbanes-Oxley Act 2002 on Small Firms” Pace University.
  3. Peter Hostak, Charlton College of Business University of Massachusetts at Dartmouth, Emre Karaoglu, Leventhal School of Accounting University of Southern California, Thomas Lys, Kellogg School of Management Northwestern University and Yong Yang, School of Accountancy The Chinese University of Hong Kong (2007) “An examination of Sarbanes-Oxley Act on the attractiveness of US capital markets for foreign firms”
  4. Lara Bergen (2005) “ The Sarbanes-Oxley Act of 2002 And its Effects on American Business” Financial Services Forum College of Management University of Massachusetts Boston.
  5. VIDHI CHHAOCHHARIA, University of Miami and YANIV GRINSTEIN, Cornell University “ Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on Corporate Boards” .
  6. Wikipedia website: [http://en.wikipedia.org/wiki/Sarbanes-Oxley\\_Act](http://en.wikipedia.org/wiki/Sarbanes-Oxley_Act).
  7. Wolkoff , Wall Street Journal New York, N.Y.: Aug 15, 2005.

## 二、日本文献：

1. 大川昌男 (2007) , 「米国資本市場の競争力に関する最近の議論について— SOX法制定から5年を経て—」, 日本銀行金融研究所。
2. 「国際金融センターとしての地位低下を懸念するニューヨーク」資本市場クォーターリー10巻4号 (2007)。
3. 岩谷賢伸「米国資本市場の競争力低下と規制改革を巡る議論—資本市場規制に関する委員会中間報告—」資本市場クォーターリー10巻3号 (2007)。