

監査の品質が資本市場に与える 影響に関する研究の現状

高 原 康太郎

1 はじめに

オリンパスの粉飾決算、東芝の不正会計など昨今の会計不祥事により、日本において会計監査の社会的な役割に関心が集まっている。

監査人は資本市場のゲート・キーパーと言われる。資本市場において、投資家と経営者との間には情報の非対称性が存在する。投資家は経営者から開示されなければ、証券評価のために企業の財務情報を利用することはできない。また、財務情報が開示されたとしても、そもそも、その財務情報が信頼できるのでなければ、当該証券に対して資金を積極的に投下することはできないであろう。今日確立されているディスクロージャー制度は、情報の非対称性を緩和すると同時に、投資家に対して信頼できる情報を提供し、資本市場の機能を高めることを目的としている。すなわち、資本市場が資源の適正配分の場として機能するため、ディスクロージャー制度は財務情報の開示だけではなく、財務情報の信頼性を担保しなければならず、監査人は財務諸表の信頼性を担保する重大な責務を担っているのである。

しかしながら、しばしばこうした監査人の役割と一般社会の監査に対する期待にギャップがあることが指摘されている。財務諸表の信頼性を担保するため

に監査人の監査を受けているにもかかわらず、なぜ後になって東芝のような不正会計が露見するのか。東芝の不正会計を受け、金融庁は監査人に対し「相当の注意を怠り、重大な虚偽のある財務書類を重大な虚偽のないものとして証明した。」とし、厳しい行政処分を下した⁽¹⁾。

では、金融庁の厳格な処分によって以後監査人は不正会計を看過しないかと問われれば、そうとは限らない。年々多様化し複雑さを増す企業取引に鑑みれば、経営者が意図的な虚偽表示を行う機会は増すこととなる。したがって、企業内部の会計実務に通じた監査人は、いっそう厳格な監査を行うことが要求されることとなる。

監査人は資本市場において重大な責務を負い、その社会的な要請は高まりつつある。しかし一方で、監査と資本市場との関係に関する実証研究は、我が国において明らかに少ない。監査が企業の財務諸表の信頼性を担保するならば、監査人の監査の品質を資本市場がどのように評価しているかを検証することは、我が国の監査制度、ひいてはディスクロージャー制度に対して意義があるものと考えられる。

本稿は、監査の品質と資本市場との関係に関する海外の実証研究を概観し、監査の品質が資本市場にどのような影響を与えているのか明らかにした研究について、論点を確認することに焦点をおく。本稿では先行研究を大きく二つに分類する。そして、先行研究で明らかにされた論点を整理し、今後の研究課題を明らかにする。

本稿は以下のように構成される。第2節において、監査の品質と資本市場との関係を検証した研究を分類する。第3節、第4節では、その分類にもとづいて、先行研究をまとめ論点を整理し、第5節において、総括と今後の展望につ

(1) 金融庁は新日本監査法人に対し、3ヶ月の新規業務停止命令、業務改善命令、そして、東芝から受け取った2年分の監査報酬に相当する約21億円の課徴金納付命令を下した。課徴金納付命令は、監査法人に対してははじめてであり、新日本監査法人に対する処分は大手の監査法人に対する処分として、2006年に旧中央青山監査法人が受けた全面的な業務停止命令に次ぐ厳格な処分であった。

いて論じる。

2. 監査の品質が資本市場に与える影響に関する研究分類

(1) 監査の品質と資本市場との関係

監査人による監査は、資本市場が効率的な資源配分の場として機能することに大きく寄与する。投資家は経営者の公表する財務情報にもとづいて証券投資の意思決定を行うが、そもそもその財務情報が疑わしいものであれば、積極的に投資を行うことはできない。そのため、金融商品取引法は上場企業に対して財務諸表監査を義務付けることで、財務情報の信頼性を制度的に担保し、証券取引の円滑化を図っている。監査人は経営者の作成した財務諸表が企業会計基準に準拠しているかを監査し、財務情報の信頼性を保証する役割を担う⁽²⁾。

では、監査は資本市場にどのような影響を及ぼすのであろうか。すでに先行研究では、財務情報に内在する情報リスクが高い場合には企業の資本コストが高まり、結果として、資本市場において企業評価は低くなることが明らかになっている (Easley and O'hara 2003, Francis et al. 2004)。監査人は経営者による会計処理が企業会計基準を遵守しているかを監査し、財務情報の信頼性を担保することで、財務情報に内在する情報リスクを緩和するのである。したがって、監査が適切に実施されているのであれば、証券市場において企業評価は高まると考えられる。

ただし、注意すべきは一概に監査といっても、すべての監査人が同質の監査を行うとは限らない点である。たとえば、監査手続はクライアント企業のビジ

(2) 監査は、経営者による不正を明らかにすることを目的としていない。監査基準は監査の目的を、「経営者の作成した財務諸表が、一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠して」、「すべての重要な点において適正に表示しているかどうかについて、監査人が自ら入手した監査証拠に基づいて判断した結果を意見として表明すること」としている。すなわち、財務諸表の作成は経営者が行い、監査人はそれが適正に表示されているかを意見として表明するのである。したがって、経営者が作成した財務諸表に不正があるかどうかを究明する責任は監査人には直接的には存在しないのである。

ネスや組織構造に応じた会計実務の多様性・複雑さによって変化するものである。したがって、監査人がクライアント企業の会計実務を適切に把握できる能力がなければ、企業の会計処理がGAAPに準拠した会計処理であるかどうかを判断することは困難である。また、カネボウ事件やエンロン事件で指摘されたように、監査人とクライアント企業との間に癒着があれば、監査そのものが形骸化されてしまう。

監査が資本市場に与える影響を検証する研究では、監査が情報リスクに与える影響は監査人が実施する監査の品質によって異なるものとして、監査の品質と資本市場との関係を検証している。ただし、こうした監査の品質を投資家は直に評価することはできない。そこで監査の品質と資本市場との関係を検証した実証研究では、監査の品質を測定可能な変数を用いて代理し資本市場との関係を検証するか、監査の品質に対する投資家の認知に変化が生じるイベントを用いて、資本市場がどのような反応を示すかを検証している。

(2) 監査の品質が資本市場に与える影響の研究分類

監査の品質が資本市場に与える影響の検証は、監査の品質を測定可能な変数で代理し、資本市場との関係を調査する、もしくは、監査の品質に対する投資家の認知に変化が生じると考えられるイベントにおいて、資本市場がどのような反応を示すかを調査している。もちろん、監査の品質を測定可能な変数で代理するのは、投資家が同指標により監査の品質を測定しているとの暗黙の前提がある。

実証研究において、監査の品質は、監査人の専門性と独立性の二つの側面から捉えられる(Watts and Zimmerman 1986)。ここに専門性とは企業の財務諸表にGAAPを逸脱した会計処理がなされていた場合、監査人がそれを発見する能力を意味する。また、独立性とは監査人が監査報酬を受け取るクライアント企業に対して、独立した立場で適切な会計処理を指導し、監査意見を表明

する姿勢である。監査人の監査の品質を資本市場がどのように評価しているかを調査した研究では、これらの専門性または独立性の尺度となる代理変数を用いて、資本市場との関係を検証している。すなわち、監査人の専門性や独立性を資本市場がどのように評価しているのかを検証した研究であると言える。なお、監査の品質として利用される変数には、専門性の指標ならば、監査人の業種専門性や監査継続期間等がある。また独立性の指標としては、監査報酬等が挙げられる。

次に、監査の品質が資本市場に与える影響した研究では、監査の品質に対する投資家の認知に変化が生じると予想されるインパクトを捉え、資本市場の反応を調査している。こうしたイベントには例えば監査の失敗、監査人の交代、そして、監査に関連した法律の制定や公的機関による監査人に対する制裁措置が挙げられる。

監査の失敗が発生し、当該監査人に対するレピュテーションが毀損され、投資家の監査の品質に対する認知が悪化するのであれば、当該監査人の監査を受けている他のクライアント企業に対しても資本市場は情報リスクを高く見積もり、評価を引き下げるものと考えられる。

また、企業は監査人の交代について、過大なイニシャル・コストを負担しなければならないことから監査人の交代を避ける傾向にある。したがって、監査人の交代が発生した場合には、企業は自社の財務情報に内在する情報リスクに対して、その緩和を積極的に図る、もしくは自社の情報開示について消極的な姿勢が適時開示等を通して明らかにされることになる。こうした情報開示を受けて、投資家が企業の情報リスクが高くなったと判断すれば、企業の評価は低くなるであろう。

さらに、法律の制定によって監査の品質が高まるのであれば、上場企業が開示する財務諸表の信頼性が高まることで、財務諸表に内在する情報リスクは緩和されることになる。資本市場が法律の制定によって上場企業全体の監査の品

質が高くなると期待するのであれば、法律の制定可能性が高まる日において資本市場は全体として高い株価反応を見せると考えられる。

監査の品質に対する投資家の認知に変化が生じたか検証する実証研究では、これらのイベント発表日やその前後の資本市場の反応を検証することで、投資家の認知に変化が生じたかどうかを明らかにしている。

以上のように、監査の品質が資本市場に与える影響を検証した実証研究は、大きく、監査の品質を専門性と独立性の見地から資本市場がどのように評価しているかを調査する研究と、それ以外の監査の品質に対する投資家の認知に変化が生じたかを調査した研究とに分類することができる。

3 監査の品質に対する投資家の認知の変化に関する研究

(1) 監査人のレピュテーションの失墜

①監査人のレピュテーション

概して監査の品質を投資家が直に評価することは困難である (DeAngelo 1981)。そのため、投資家は監査人の監査の品質を評価するために、監査人のレピュテーションを監査の品質の判断基準の一つとして考慮すると考えられる。

監査人のレピュテーションをもとに監査の品質を図る投資家の判断は、それなりに合理性がある。なぜならば、元来、監査人は経営者による会計上の逸脱行為を積極的に発見・報告するために監査の品質を高め、自らの監査人としてのレピュテーションを高める動機があるからである。高いレピュテーションを維持することで監査の品質が高いという自らのブランドを確立し、収益の維持・最大化を図るのである。その過程において、監査人は規模の拡大を志向するようになる。

規模の拡大は監査の品質を高めることに大きく寄与する。なぜならば、監査人は多くのクライアント企業を有することで、さまざまな業種やビジネスモデルの企業の監査を行い、監査スタッフは多様な監査実務を学ぶことができるか

らである。すなわち、規模の拡大は監査人の専門性を高めることに寄与するのである。また、監査人が規模を拡大し、クライアント企業を多く持てば、監査人は特定のクライアント企業に経済的に依存せずに済み、結果としてクライアント企業から独立した監査を行うことができるからである。

規模の拡大によって監査の品質が高められる理由はまた別にある。それは、規模の拡大によって、監査の失敗に伴い発生する損失が莫大となるため、監査の失敗を回避するインセンティブが高くなるからである。監査の失敗が発生すると、当該監査人のクライアント企業は自社の財務諸表の信頼性が低いと評価されるのを避けるため、監査契約を解除し、監査人を交代する可能性が出てくる。大規模事務所は多くのクライアント企業を抱えているので、監査の失敗によってクライアント企業が監査契約を解除した場合、経済的な損失は甚大である。そのため、大規模事務所ほど監査の失敗が発生しないよう、積極的に監査の品質を高めるよう努力すると考えられる。

監査人の大規模化は専門性や独立性といった監査の品質を高め、監査人のレピュテーションを高める帰結をもたらす。投資家は、企業の財務諸表の信頼性を判断する際に、財務諸表を監査する監査人の高いレピュテーションを判断材料にすることで、監査の品質を評価することができるのである。

②レピュテーションの失墜

投資家は監査人のレピュテーションを監査の品質の判断基準の一つとして考慮するが、ひとたび監査の失敗が発生すると、監査人のレピュテーションは失墜し、投資家は当該監査人によって監査された財務諸表の信頼性に疑義を抱くことになる。

しばしば、レピュテーションに加えて議論になるのが、投資家は大規模事務所に自らの投資に対する保険としての役割（以後「保険機能」と呼ぶ）も期待しているという議論である。監査人の保険機能とは、監査の失敗が明らかに

なったとき、投資家が監査人から損害賠償を受け取り、投資の損失を補填する機能をいう。監査人のレピュテーションについて検証がなされるとき、レピュテーションの失墜が資本市場に与える影響だけではなく、監査人の保険機能が資本市場に与える影響も検証されることがある。

監査の失敗が監査人のレピュテーションに与える影響を検証した研究に、Chaney and Philipich (2002) と Krishnamurthy et al. (2006) がある。

Chaney and Philipich (2002) は、アンダーセンの監査手続きと独立性に厳しい追及が向けられた期間、すなわち、アンダーセンがエンロン関係書類の多くを破棄したと認めた日から3日間における資本市場の反応を検証した。その結果、エンロンを除いたアンダーセンのクライアント企業において、統計的に有意に負の累積異常リターンが検出された。このことは、投資家がアンダーセンの監査の失敗を受け、アンダーセンの監査の品質に対する評価を引き下げたことを意味している。さらに、エンロンの監査を実施したアンダーセン・ヒューストン事務所のクライアント企業における平均累積異常リターンが顕著に下落していたことから、投資家はアンダーセンの監査を実施した事務所を認識しており、とくに当該事務所の監査の品質に対する評価を大きく引き下げたことが示された。

同様に Krishnamurthy et al. (2006) も、アンダーセンのレピュテーションの失墜について検証を行っている。彼らはアンダーセンの起訴が発表された日における資本市場の反応を調査し、アンダーセン起訴のニュースが発表されたとき、アンダーセンのクライアント企業の平均累積異常リターンは負に反応し、とくに、監査人の報酬が高い企業ほど、累積異常リターンがより負に反応したことを発見した。すなわち、投資家は監査人の監査の失敗に対してネガティブに評価をしており、監査の品質に対する評価を引き下げるが、とりわけ、監査人の独立性が低い企業ほど、監査の品質を低く評価していることが明らかになった。

なお、本研究では、アンダーセンのクライアント企業が行った監査人の交代に対する資本市場の反応についても検証を行っている。アンダーセンの監査の品質が低いと社会的に広く認知されたのであれば、アンダーセンのクライアント企業は監査人を交代することで、利害関係者に対し、自社の財務諸表が信頼できると周知する動機が生まれる。こうした動機は、財務諸表の信頼性が高い企業ほどより顕著であろう。そこで、アンダーセンの監査の失敗後に監査人を交代したクライアント企業の累積異常リターンを調査したところ、アンダーセン起訴の発表を受けて、即時に他のビッグ4への交代を発表した企業の累積異常リターンは、中小監査法人への交代、もしくは監査人の解任のみを発表した企業の累積異常リターンと比較してより正に反応していることがわかった。このことは監査の失敗を受け、すぐに他のビッグ4へと監査人を交代した企業について、投資家は財務諸表の信頼性が高いと評価していることを示している。

Chaney and Philipich (2002) および Krishnamurthy et al. (2006) は、レピュテーションの失墜によって、投資家がアンダーセンの監査の品質を低く評価していることを示している。しかし、Nelson et al. (2008) はこれらのイベント日において平均累積異常リターンが負の反応を示したのは、同時期に株価が大幅に下落したエネルギー関連企業の多くを、アンダーセンが監査していたからであり、とくにヒューストン事務所のクライアント企業における株価の下落が顕著なのは、もっぱらヒューストン事務所がエネルギー関連企業を監査していたことが原因の可能性があると指摘している。そして、必ずしもレピュテーションの低下によってクライアント企業に負の累積異常リターンが見られたのではないと論じている。そこで、Cahan et al. (2009) は、アンダーセンの米国クライアント企業のみではなく米国以外のクライアント企業にも分析対象を広げ、それらの企業の累積異常リターンを調査することで、レピュテーションの失墜が、監査の品質に対する投資家の認知に影響したのかを調査している。

アンダーセンはクライアント企業に対して、世界レベルで統一された高い水

準の監査サービスを提供しているというレピュテーションを得ていた。したがって、米国以外の国々においてもアンダーセンの監査の品質が高く評価されていたのであれば、米国における監査の失敗は、アンダーセンのレピュテーションを失墜させ、米国だけではなくそれ以外の国々においても、アンダーセンの監査の品質に対して投資家は評価を引き下げると考えられる。検証の結果、アンダーセンがエンロン関連書類の破棄を認めた日、および、エンロンの取締役会がアンダーセンを批難する声明を発表した日において、海外クライアント企業における平均累積異常リターンに統計的に有意に負の反応が検出された。すなわち、米国以外の国々においても明らかな株価の下落が観察されたことから、アンダーセンのクライアント企業の株価の下落は、エンロンがエネルギー関連企業を多く抱えていたのみではなく、アンダーセンの監査の品質に対してレピュテーションの失墜が見られたといえよう。

なお、累積異常リターンの負の反応は慣習法の国々において特に顕著であった。概して慣習法の国々では、企業の所有権が広く分散しているため、投資家と経営者との間の情報の非対象性が大きく、エイジェンシー問題に苛まれる可能性が高いと言われる (LaPorta et al. 2002)。そのため、慣習法の国々では監査によって財務諸表の信頼性を強く担保することが必要となる。本分析から、慣習法の国々においてクライアント企業の株価が著しく負の反応を示したのは、アンダーセンのレピュテーションの失墜が、慣習法の国々における投資家の情報リスクに対する認知を著しく高めたことを示している。

本研究ではさらに、アンダーセンの非米国クライアント企業で米国にクロス上場している企業と、クロス上場していない企業の累積異常リターンを比較している。訴訟脅威が強い米国において、投資家は自身の損失を監査人に対する損害賠償によって回収しようと期待する。しかし、監査人が莫大な損害賠償を負担することになれば、それ以後、同じ監査人から損害賠償を期待することは困難である。このことから、米国にクロス上場している企業の平均累積以上リ

ターンはクロス上場していない企業よりも、顕著に下落することが予想される。そしてこれを整合して、米国にクロス上場している企業の異常累積リターンは、クロス上場していない企業の異常累積リターンよりも明らかな下落を示した。

すなわち、米国にクロス上場している企業の株価がクロス上場していない企業の株価よりも大きく下落したことから、監査の失敗が監査人の保険機能にも影響を与えることを示している。つまり、監査の失敗に起因したクライアント企業の株価の下落は、監査人のレピュテーションの失墜や投資家に対する保険機能の弱化といった二つの要因に起因しているといえる。

監査人のレピュテーションの失墜および監査人の保険機能の弱体化を明確に切り分けることは困難であるが、しばしば大規模事務所が投資家から監査の品質が高いと評価されるのは、大規模事務所のレピュテーションよりもむしろ、大規模事務所による保険機能であるといった議論もなされている (Lennox 1999, Willenborg 1999, Khurana and Raman 2004)。こうした議論に対し、Weber et al. (2008) は、監査人の保険機能に制限があるドイツでの監査の失敗を調査することで、監査の失敗が監査人の保険機能ではなく、レピュテーションに与える影響に焦点を当てた検証を行っている⁽³⁾。

Weber et al. (2008) は、ドイツの上場企業である ComROAD AG の粉飾決算が、同企業の監査人である KPMG のレピュテーションにどのような影響を与えたか調査している⁽⁴⁾。本研究では、①監査人が辞任した日、② ComROAD が2000年における売上の97%の架空計上を公表し日、そして、③ ComROAD

(3) LaPorta et al. (2006) は投資家保護と市場規模等の関係を検証する国際比較研究を行っている。分析対象となった49カ国の中で、ドイツはもっとも、投資家保護が弱い国とされている。

(4) 投資家が監査の品質の評価に際し、監査人の保険機能のみしか考慮していないのであれば、監査の失敗が資本市場に与える影響は限定的となる。なぜならば、損害賠償が監査人の財政基盤に与える影響は制限されるため、監査の失敗は監査人の財務基盤にそれほど大きな影響を及ぼさないからである。投資家は監査人に対して、監査の失敗に対する保険機能を引き続き期待することができる。

が1998, 1999年における売上のそれぞれ63%, 86%の架空計上を公表した日, および, その翌日に KPMG が新興市場のすべての KPMG クライアントの再監査を行うと発表した日の前日から翌日までにおける KPMG のクライアント企業の平均異常リターンを算出した。そして, ①から③の各イベント期前後1日間の異常リターンに統計的に有意に負の反応が検出された。つまり, 監査人の保険機能に制限のあるドイツにおいても, 投資家は監査の失敗に対して明確にネガティブな反応を示したのである。このことから, 監査の品質の評価に際し, 投資家は監査人のレピュテーションを考慮していることが示された。

本研究ではまた, KPMG の他のクライアント企業が, ComROAD の粉飾決算によって, 監査人の変更を行ったかを調査している。そして, 粉飾決算の公表後, 翌年において監査人を交代した KPMG のクライアント企業の割合は過去3年間の平均である7.7%から15.7%にまで大幅に上昇したことを明らかにした。このことは, 投資家のみならずクライアント企業内部の監査役会も, 監査の失敗による KPMG のレピュテーションの失墜を受け, 同監査人の監査の品質に疑いを抱き, 新しい監査人へと監査人を交代したことを意味している。

(2) 法律の制定や公的機関による監査人に対する制裁措置

監査の品質に対する投資家の評価は, 法律の制定や公的機関による監査人に対する制裁措置などによっても変わってくる。Dee et al. (2011) は, Public Company Accounting Oversight Board (公開会社会計監査委員会, 以降「PCAOB」) によって科された監査人への制裁措置が, 監査人のレピュテーションに与える影響を調査している⁽⁵⁾。PCAOB は2007年11月10日において,

(5) PCAOB (公開企業会計監視委員会) は, 2002年サーベインス・オックスリー法によって設立された米国証券取引委員会 (SEC) が監督する非営利法人である。設立以前は, 監査法人による監査の品質管理は, 各監査法人の自主規制に任されていた。しかし, エンロン事件を端緒に発生した一連の会計不祥事を機に, 独立した第三者機関である PCAOB が, 監査人の監査の品質に対するチェックを行うようになった。

Deloit & Touche による2003年の Ligand の監査手続きおよび Deloit の監査体制に対して制裁を科した。しかし投資家は、2005年に Ligand が2002年から2004年における財務諸表の訂正を発表した時点で、監査の失敗を認識することができるため、2007年11月10日における PCAOB の発表によって、クライアント企業の株価には何ら反応がないものと考えられる。しかし、Deloit のクライアント企業において、PCAOB が制裁を科すと発表した2007年11月10日およびその翌日の累積異常リターンは、統計的に有意に負の反応を示した。これについて Dee et al. は PCAOB による制裁は、Deloit の監査の品質管理といった Deloit の監査体制に対する制裁措置であったため、投資家は PCAOB の発表により、Ligand に対する監査の失敗ではなく、制裁発表時における Deloit の監査の品質に問題があると考えたのだと解釈している。

また、法律の制定が資本市場に与える影響を検証した研究に Jain and Razaee (2006) がある。彼らはサーベインス・オックスリー法（以降「SOX 法」とする）成立過程における、株式市場の反応を検証している。サーベインス・オックスリー法は、効率的なコーポレート・ガバナンス、信頼できる財務報告、そして、独立した監査人による効率的な監査の推進を目的とした法律である。本法が成立することで、監査人のモニタリング機能が高まり、企業の財務情報に内在する情報リスクが小さくなると投資家が期待するのであれば、企業価値を推定する際の割引率、すなわち、資本コストは低くなるであろう (Francis et al. 2005)。したがって、SOX 法が成立する可能性が高くなれば、市場全体の株式リターンは高くなると考えられる。そしてこの予想と整合的に、SOX 法の成立可能性が高くなるイベント日において市場全体で統計的に有意に正の株式リターンが観察された。さらに本研究では、SOX 法成立前に、既にコンプライアンスを遵守している企業について、イベント日に高い累積異常リターンを観察している。Jain and Razaee は、コンプライアンスを遵守している企業において、本法の成立による追加的なコスト負担が小さいため、SOX 法が

成立することにより得られるベネフィットがコストを上回ったからであると解釈している⁽⁶⁾。

(3) 監査人の交代

監査人のレピュテーションの失墜および法律の制定や公的機関による監査人に対する制裁措置の他に、監査の品質に対する投資家の認知の変化を調査した研究に、監査人の交代がある。監査人の交代は通常、企業にスイッチング・コストが発生するため、企業は監査人の交代を可能な限り回避すると考えられる。しかしながら、企業が監査サービスやその対価としての監査報酬支払に満足できない場合、もしくは監査人が企業の会計処理等を原因に監査契約を解除したい場合には監査人の交代が行われる可能性がある。

監査人を交代した場合、新たな監査体制を構築するため、企業には多大な負担が発生する。新たな監査人が選任され、監査人が業務を開始するときには、企業は新しい監査人が監査体制を確立するために、自社の経理だけでなくビジネスについても詳細な説明をしなければならない。他方で、監査人も監査報酬が監査実務の対価に見合っていれば、とくに監査リスクが高くない限り、監査契約を解除せず、監査を継続して安定的な監査報酬の確保が望ましいであろう。

したがって、監査人の交代がなされた場合には、監査人を交代しなければならない何かしらの理由が存在すると考えられる。そして、監査人と企業が開示する交代理由には、こうした監査人とクライアント企業との関係が反映されることになる。米国では監査人を交代した場合、監査人の交代理由を Form8-K に記載して SEC に提出し、広く一般に開示することになっている⁽⁷⁾。これは監査人の交代理由を開示することで、企業と監査人との間の関係について投資

(6) Chaney and Philipich (2002) は、エンロン関連書類を破棄したことを公表した日において市場全体の株価の下落を観察している。彼らは監査制度そのものに対する投資家の信頼が失われたことが市場全体の株価下落の原因であると解釈している。

家に情報を提供し、利益情報の精度について理解を促すためである。

Hackenbrack and Hogan (2002) は Form8-K に記載される監査人の交代理由が資本市場に与える影響を調査している。本研究では、監査人の交代理由を会計実務に関する意見の不一致、報酬、監査サービスの3つに区分し、それぞれの交代理由による交代前後の決算発表における利益反応係数の大きさを比較している。とくに報酬および監査サービスについての理由に付言しておく。報酬による交代は、企業が監査人に対して監査報酬の削減を要求したことに起因する交代を指す。次に、監査サービスによる交代は、監査人の監査サービスの水準が高くないことを原因とした交代を意味する。

交代理由が利益反応係数に与える影響は次のように予想される。交代理由が会計実務に関する意見の不一致のとき、これは監査人と企業との間の会計処理上の対立を意味することから、会計情報に潜在的なリスクがあると投資家は解釈し、利益反応係数は低くなると考えられる。また、監査報酬が交代理由にあげられるとき、企業による監査人に対する監査報酬の削減要求が拒否されたことを意味し、投資家は監査人交代後の監査の品質が低くなると予想することから、利益反応係数は低くなるものと考えられる。最後に、監査サービスが交代理由のとき、企業が自社の財務情報の信頼性が高いと認識していることを意味するため、投資家はこれを企業の財務諸表の信頼性が高いシグナルと受けとめ、利益反応係数は高くなることが予想される。検証の結果、これらの予想に整合する結果が得られた。

仮に、監査人の交代することで監査の品質が高くなると考えられるならば、投資家は監査人交代後におけるクライアント企業の財務諸表の信頼性を高く評

(7) Form8-K は、米国において上場企業に求められる SEC 向け報告資料の開示様式のことである。投資家を欺いたり、ミスリードしたりする可能性が高い重要事実が発生した場合に、企業には Form8-K を SEC に提出し、迅速な開示を行うことが要求される。重要事実として開示される項目には、たとえば、オフバランスで債務の発生を引き起こすような事実、もしくは経営者が保有している株式の売却などがある。

価するであろう。Knechel et al. (2007) は、業種専門性のある監査人と業種専門性のない監査人との間の監査人の交代が、資本市場に与える影響を検証している。そして、業種専門性のない大手監査事務所から、業種専門性のある大手監査事務所へ監査人を交代した場合、監査人の交代前後一日間における累積異常リターンが正に反応したことを発見した。反対に、業種専門性のある大手監査事務所から業種専門性のない大手監査事務所への監査人を模交代した場合、累積異常リターンは負に反応した。これらの結果から、投資家は監査人の規模をコントロールした上でも、業種専門性のある監査人による監査を高く評価していることが示唆される。ただし、本研究ではさらに監査人の規模を考慮した上で、監査人の交代についても検証しているが、その結果は混同している。すなわち、業種専門性のある大手事務所から中小監査事務所への監査人の交代の場合、累積異常リターンが大きく負に反応した一方で、中小監査事務所から大手事務所へ監査人を交代した場合、業種専門性のある監査人よりも業種専門性のない監査人へ交代したときに、累積異常リターンはもっとも正であった。

Hennes et al. (2014) は財務諸表の訂正に起因した監査人の解任後、新たな監査人への交代によって市場はどのような反応を示すのかを調査している。とくに本研究は、監査人の交代だけではなく、クライアント企業のスイッチング・コストを考慮し、どのような場合にクライアント企業が監査人を解任するかも検証している。そして、財務諸表の訂正の程度が大きいほど、企業は監査人を解任する傾向にあり、この傾向は大規模事務所よりも小規模事務所において顕著であることを明らかにした。さらに、訂正財務諸表公表後において監査人を解任し、より規模の大きな監査事務所に交代した場合、異常累積リターンはポジティブに反応し、財務諸表の訂正の程度が大きいほどよりポジティブに反応することが明らかになった⁽⁸⁾。このことから、スイッチング・コストの高い企業、もしくは交代する監査人が少ない企業は訂正財務諸表の公表後、監査人の交代をしない傾向にあることが示唆される。さらに、投資家は企業にス

イッチング・コストが発生するものの、訂正財務諸表公表後における監査人の交代によって、財務諸表の信頼性は高くなると予想し、大規模事務所への交代をポジティブに評価していることが示された。

Chang et al. (2010) は、アンダーセン解散後における、米国企業の手大監査法人から準大手・中小監査法人への監査人の交代に対する資本市場の反応を調査している。既に多くの先行研究において、投資家は大手監査法人の監査の品質が準大手・中小監査法人よりも優れていると認識していることがわかっている (Teoh and Wang 1993, Khurana and Raman 2004)。しかし、PCAOB によって行われた監査人に対する調査結果は、大手監査法人による監査が必ずしも品質が高いとは言えないことを示している⁽⁹⁾。Chang et al は、2004年8月を基準に2002年から2006年までの期間を、二つに区分し、大手監査法人から準大手監査法人への監査人の交代に対する資本市場の反応を調査している⁽¹⁰⁾。検証の結果、2004年8月以降の期間に特徴的な結果が得られた。すなわち、前任の大手監査法人が高い品質の監査を提供していない場合、大手から中小監査法人への監査人の交代に対し、資本市場は正に反応したことが示されたのである。このことから、Chang et al. は、監査の品質が悪くならないのであれば、監査報酬の削減もしくはより良い監査サービスを求めて、大手監査法人から中

(8) 本研究では、複数の指標を考慮した要約指標を作成し、財務諸表の訂正割合の変数としている。例えば本研究では、訂正期間中における訂正前後の当期純利益の差の合計、訂正した会計期間の数、および不正な売上計上の有無等が考慮されている。

(9) 2004年8月26日に公表された PCAOB による米国で初めて行われた、監査法人への調査結果は、大手監査法人により行われた監査について厳しいものとなった。この調査によって、大手監査法人のクライアント企業64社のうち21社が、財務諸表を訂正することになった。

(10) 2004年8月を規準にするのは監査の品質に対する投資家の認知に変化が生じたと考えられるからである。2004年8月以降、8月26日には、PCAOB による監査法人に対する調査結果が報告され、また8月23日には Form 8-K の提出期限が早期化し、11月15日には公認会計士による内部統制が義務付けられることになった。PCAOB の調査結果によって大手監査法人に対する監査の品質はそれ以前と比較して相対的に低く評価される一方、8月23日および11月15日に設けられた規制は、準大手・中小監査法人の監査の品質に対する評価を高めると考えられる。本研究は、これら一連の発表および規制がなされた8月を基準に分析期間を区分している。

小監査法人に監査人を交代することを提言している。

(4) 監査人の経理担当者としての雇用

Baber et al. (2014) は、クライアント企業による監査人の財務担当者への雇用が、投資家の監査の品質の評価に与える影響について調査している。SOX 法は、自社の財務担当者として、過去に財務諸表監査に携わった監査人を雇用する場合には、少なくとも1年間のインターバル期間を置くことを要求している⁽¹¹⁾。監査人の財務担当者としての雇用は少なくとも二つの側面から、投資家による監査の品質に対する評価にマイナスの影響を与えられられる。

一つ目は、監査人が数カ月前まで共に監査を行っていた新しい財務担当者に対して、詳細な質問を控える可能性があるという点である。そして二つ目は、財務担当者として雇用された監査人は監査のプロセスについて詳細に理解しているので、監査人が効率的な監査を行おうとすると、それを回避するような実務上の手続きをとる可能性があるという点である。つまり、監査人を財務担当者として雇用する場合、監査人の独立性や効率的な監査手続きを脅かす可能性が出てくるのである。本研究は、SOX 法が施行される以前において、過去一年以内に監査を行っていた監査人を新しい財務担当者として雇用した企業サンプル、そして、それ以外の者を財務担当者として雇用した企業サンプルを用いて、雇用前後3年間の利益反応係数の比較を行っている。その結果、過去一年以内に監査を行っていた監査人を新しい財務担当者として雇用した企業サンプルについて、財務担当者としての雇用後、利益反応係数が著しく下落することがわかった。一方で、それ以外の者を財務担当者として雇用した企業サンプルについては、利益反応係数に何ら変化が見られなかった。これは、監査人の

(11) 米国において起こった会計不祥事の中で、過去に監査を行った監査人を自社の財務担当者として雇用していた企業には、Enron, Waste Management, Global Crossing, HealthSouth, そしてAIGがある。

財務担当者としての雇用に対して、投資家が監査の品質を低く評価することを示している⁽¹²⁾。

4 監査の品質に対する資本市場の評価に関する研究

(1) 監査法人の規模

Teoh and Wong (1993) は監査人の規模が利益反応係数に与える影響について検証を行っている。同じ期待外利益ならば、より信頼できる利益情報にもとづいた期待外利益に対して、市場は大きく反応するであろう。したがって投資家が、大規模事務所による監査を品質の高い監査であると評価しているのであれば、大規模事務所におけるクライアント企業の利益反応係数は高くなると考えられる。そして、大規模事務所の監査を受けている企業の利益反応係数は、それ以外の企業の利益反応係数よりも高いことを明らかにしている。このことから、投資家は大規模事務所による監査の品質を高く評価していることが示唆される。

先行研究において、大規模事務所は、自らのレピュテーションを守るため、そして、巨額の訴訟を避けるために品質の高い監査を行うことが示されている。Khurana and Raman (2004) は、投資家がレピュテーションの失墜と訴訟による損害賠償のどちらに脅威を感じ、大規模事務所が監査の品質を高めると考えているか検証している。

監査が失敗した場合、大規模事務所はレピュテーションが失墜する可能性があることから、積極的に監査の品質を高めることで監査の失敗を回避しようとする。大規模事務所の高い収益は監査事務所のレピュテーションによって獲得されるものであるから、大規模事務所は積極的に監査の品質を高めることで、

(12) 本研究では、財務担当者変更後の利益の質の変化についても検証をしているが、利益に質については何ら変化が見られなかった。すなわち、資本市場は利益の質が現実に変化したか如何に関わらず、監査人の財務担当者としての雇用について、情報リスクを認知し、監査の品質を低く評価することが示されている。

監査の失敗を回避しようとするのである。一方、米国のような訴訟脅威が大きい国に代表されるように、大規模事務所は監査の失敗によって巨額の賠償金を支払わなければならない可能性があるため、大規模事務所ほど訴訟回避のために監査の品質を高めるとも考えられる。

米国の大規模事務所が訴訟回避のために積極的に監査の品質を高めると投資家が考えるならば、米国企業は訴訟脅威のために監査の品質を高めると考えられるため、米国企業は訴訟脅威の少ないアングロ・アメリカ諸国の企業よりも事前的資本コストが低くなると考えられる。

本研究では、訴訟リスクと監査の品質との関連を調査するために、1990年から1999年までのサンプルを用いて、米国と経済的に類似した環境で、訴訟脅威の少ないアングロ・アメリカ諸国との比較検証を行っている。その結果、米国ではクライアント企業の事前的資本コストと監査事務所の規模とは負に相関しているが、オーストラリア、カナダ、イギリスといった米国よりも訴訟脅威の少ないアングロ・アメリカ諸国においてはそのような関係は見出されなかった。このことから、Khurana and Raman (2004) は、投資家は訴訟脅威が大規模事務所の監査の品質を高めると論じている。

Chen et al. (2011) は大規模事務所による監査が、中国の国有企業と非国有企業の報告利益管理や資本コストにどのような影響を与えるかを検証している。

既述のように、投資家は監査の品質だけではなく、監査人の保険機能にも関心がある。しかし、国有企業の場合、訴訟が発生したときに監査人よりも国家が多くの損害賠償を負担することになるので、監査人の保険機能はそれほど必要とされていない。一方、非国有企業の場合、投資家は損害賠償を国家に期待できないことから、監査人の保険機能に大きく期待するものと考えられる。そのため、非国有企業の方が国有企業よりも、監査の品質が資本コストへ与える影響が大きくなると考えられる。検証の結果、監査人の規模が資本コストに与える影響は、国有企業よりも非国有企業の方が大きいことが明らかになった。

すなわち中国において、投資家は大規模事務所に対して、監査の失敗があった場合における保険機能を大きく期待していることが示唆される。

(2) 監査法人の業種専門性

Krishnan et al. (2013) は、監査法人の業種専門性と資本コストとの関係を調査している。Krishnan (2003) では、業種専門性が高い監査人による監査は、業種専門性の低い監査人による監査よりも質の高い利益と密接に関連していることが示されている。したがって、業種専門性の高い監査人による監査が質の高い利益と関連していると投資家が認知しているのであれば、業種専門性の高い監査人による監査は資本コストを低くすることが予想される。検証の結果、業種専門性の高い監査人による監査は資本コストを低くすることが明らかになった。

(3) 監査人の監査継続期間

監査人の監査継続期間が資本市場に与える影響を検証した研究に、Ghosh and Moon (2005) および Boone et al. (2008) がある。監査人の監査継続期間は、監査人のクライアント企業に対する監査の熟練度と監査人の独立性に影響し、それにより財務諸表の信頼性に対する投資家の認知に影響すると考えられる¹³⁾。監査期間が短い場合、監査人は監査の熟練度が低いいため、投資家は当該監査人の監査の品質を低いと評価すると考えられる。しかし、監査期間が長く

13) 日本でも監査法人のローテーションが議論されている。欧州では2016年6月から監査法人のローテーションが実施されている。一方、日本と米国では、監査法人のローテーションは実施されおらず、監査担当者のローテーションのみにとどまっている。ローテーションが日本で議論されたのは米国エンロン社の粉飾決算が契機であり、企業と会計士との間の癒着を防ぐため公認会計士法により2004年4月から監査担当者のローテーションが施行されることとなった。日本で監査法人のローテーションが採用されなかった理由は、監査法人の交代によって新しい監査体制を構築するために企業が定期的にコストを負担しなければならない点や、新しい監査法人の選定の際に、いわゆるローボールリング (Low-Balling)、すなわち、監査法人が企業との継続的な監査契約を目的として監査報酬を低廉化させた場合、監査の品質が低くなることが予想されるからである。

なるにつれ、監査人の監査の熟練度が上がることから、投資家は監査の品質をプラスに評価すると考えられる。しかし一方で、監査人は監査期間が長くなるにつれクライアント企業と密接な関係になり、監査人の独立性が毀損される可能性も考えられる。そのため、監査期間が長くなった場合に、投資家が監査の品質を高いと評価するのか、低いと評価するのかは実証的な課題となる。

Ghosh and Moon (2005) は監査継続期間と利益反応係数との関係、および、監査継続期間が長い場合、格付け機関やアナリストが株式の格付けや利益予想を行う際に、企業の前年度利益を用いるかも併せて調査している。検証の結果、監査継続期間が長くなるにつれ利益反応係数が大きくなり、さらに、格付け機関やアナリストは前年度利益にもつづいた株式格付け、利益予想を行うことが示された。すなわち本研究から、監査継続期間が長くなっても、監査人の独立性は毀損されず、むしろより信頼できる利益になると投資家が考えていることが示された。

これに対し、Boone et al. (2008) は資本コストを用いて監査継続期間との関係を調査している。検証の結果、Ghosh and Moon (2005) と異なり、監査継続期間が短い、もしくは、監査継続期間が長くなるにつれ資本コストが大きくなるという結果を得た。両者の結果に差異が生じる原因としてBoone et al. は、分析に用いたサンプルにおける監査継続期間の厳密さを挙げている。すなわち、Boone et al. は監査継続期間を正確に測定するために、最初に監査を受けた決算期から監査継続期間を数えている一方で、Ghosh and Moon (2005) は、データの取得が可能な1982年を起点に監査継続期間を数えていることから、分析結果にエラーが生じていると論じている⁽¹⁴⁾。

(4) 監査報酬

クライアント企業から監査人に過大な監査報酬が支払われるとき、投資家は監査人がクライアント企業と経済的に密接につながっており、監査人の独立性

が欠如していると評価する可能性がある。監査人の独立性の欠如は、財務諸表に内在する情報リスクを高め、資本コストを増大させる可能性がある。

Khurana and Raman (2006) は、過大な監査報酬と資本コストとの関係を検証している。彼らは、監査人による非監査サービスの提供が監査人とクライアント企業との関係を密接にし、監査人の独立性を毀損しているという批判があることから、非監査報酬、および、総監査報酬と資本コストとの関係を検証している。これらの検証を行うため、本研究ではSECが企業に強制した監査報酬の開示情報から得られたデータを用いている。そして、本データが強制開示された前年における監査報酬と、前年の資本コストとの関係も併せて検討することで、強制開示された監査報酬が資本市場に対して情報内容があるか調査している。検証の結果、強制開示年およびその翌年における監査報酬データと資本コストとの間には統計的に有意に正の関係が観察された。しかし一方で、強制開示前年における監査報酬と資本コストとの関係には統計的に有意な関係は得られなかった。そのため、彼らは強制開示されることとなった監査報酬データは資本市場に対して情報内容があると結論付けている⁽¹⁵⁾。

Francis and Ke (2006) は、Khurana and Raman (2006) と同様に非監査報酬データを用い、利益反応係数との関係を調査している。SECは2001年に監査報酬情報の開示を強制したが、強制開示後の四半期決算に対する利益反応係数は、総報酬（監査報酬＋非監査報酬）に占める非監査報酬割合が高い企業において統計的に有意に下落した。この下落はとくに、会計発生項目が大きい

(14) 資本コストは、監査の質の資本市場の影響を直接的に捕捉することができるので、利益反応係数よりも測定誤差の少ない指標であるといえる。しかし、両者の結果は必ずしも整合した結果とはならない可能性がある。なぜなら、分析にインプライド資本コストを用いるBoone et al. (2008) では、インプライド資本コストの計算にEaston (2004) を用いるため、利益反応係数を用いる分析と比較して、サンプル数が大幅に減少しているからである。こうした検証方法の差異が両者のサンプルに大きな差異をもたらし、分析結果の差異となって現れている可能性が指摘できる。

(15) 前年の監査報酬データを取得することはできない。本分析では、強制開示年における監査報酬を前年の監査報酬とみなして検証が行われている。これは前年の監査報酬が本年における監査報酬と差異がないという考えに基づいている。

サンプルについて顕著であった。一方、本研究は強制開示前の利益反応係数と非監査報酬割合との関係も検証しているが、両者には何の関係も検出されなかった。このことは、報酬情報に対して資本市場が明確に反応している、すなわち、SECが開示を強制した報酬情報に監査の品質、この場合、監査人の独立性を評価するための情報内容があることを示唆している。

次に、監査報酬が資本コストに与える影響について国際比較を行っている研究として Hope et al. (2009) がある。Hail and Leuz (2006) は投資家保護の強い国々では、資本コストが小さいことを明らかにし、国家レベルでの投資家保護制度が企業レベルでのガバナンスに優先することを示している。つまり、過大な監査報酬が資本コストに与える影響は、投資家保護の強い国々において顕著に表れることが予想される。そのため、Hope et al. は、監査の品質の代理変数として、総監査報酬を用いて資本コストとの関係を検証した。検証の結果、投資家保護が強い国々において、過大な監査報酬と資本コストとの間の統計的に有意に正の関係があることがわかった。しかし一方で、投資家保護の弱い国々においてそのような関係は見出されなかった。このことは、投資家保護の強い国々において、監査を通じた企業特有のガバナンスの役割が大きいことを示している。

5. 総括と展望

ディスクロージャー制度において、監査は経営者が作成した財務情報の信頼性を担保する役割を担っており、資本市場における資源の効率的な配分に貢献する。本稿では、監査の品質と資本市場との関係を調査した海外の先行研究を中心に、レビューを行った。

実証研究において監査の品質は、大きく専門性と独立性から捉えられ、監査法人の規模、監査法人の業種専門性、監査人の監査継続期間、そして、監査報酬といった監査の品質の代理変数を用いて、資本市場との関係が検証されてい

る。また、監査人の経理担当者としての雇用が資本市場に与える影響についても調査がなされている。概して、監査人の専門性や独立性が高いほど資本市場は企業を高くプライシングするという結果が得られている。

また、投資家が企業の監査の品質に対する認知を変更するイベントとして、監査の失敗、監査人の交代、法律の制定、および、公的機関による監査人に対する制裁措置が調査され、投資家がこれらのイベントによって監査の品質が高い（低い）と予想する場合には企業評価を高める（低める）という結果が得られている。

監査の品質が資本市場に与える影響について我が国では、中央青山監査法人の監査の失敗が資本市場に与えた影響について複数の検証がなされているものの、他のイベント、例えば、監査の効率性を高めるために制定された各種の法律を資本市場はどのように評価しているのか依然として明らかにされていない。また、監査人とクライアント企業との関係を理解するために開示されることになった監査報酬情報を、資本市場が投資情報として有効に活用しているかについても明らかにされていない。さらに監査報酬に限らず、他の監査の品質の指標が資本市場においてプライシングされているかほとんど研究蓄積がない状態にある。

監査制度は企業が公表する財務諸表の信頼性を担保し、市場における適正な資源配分を促進させることを目的としていることから、資本市場がいかにかそれを評価しているか実証研究によって明らかにする必要がある。我が国は欧米の監査制度を適宜取り入れつつも、独立した監査制度を作り上げているため、我が国独自の監査の品質に関する研究蓄積が必要となろう。今後の研究が望まれる領域である。

参考文献

Hennes, K. M., Leone, A. J., and Miller, B. P., (2014) "Determinants and Market Consequences of Auditor Dismissals after Accounting Restatements," *The Accounting Review* vol. 89 no. 3

pp. 1051-1082

- Boone, J. P., Khurana, I. K., and Raman, K. K., (2008) "Audit Firm Tenure and the Equity Risk Premium" *Journal of Accounting, Auditing & Finance* vol. 23 no. 1 pp. 115-140
- Ghosh, A., Moon, D., (2005) "Auditortenureandperceptionssofaruditquality." *The Accounting Review* vol. 80 no. 2 pp. 585-612
- Hope, O. K., Kang, T., Thomas, W. B., Yoo, Y. K., (2009) "Impact of Excess Auditor Remuneration on the Cost of Equity Capital around the World" *Journal of Accounting, Auditing & Finance* vol. 24 no. 2 pp. 177-210
- Khurana, I. K., Raman, K. K., (2006) "Do investors care about the auditor's economic dependence on the client." *Contemporary Accounting Research* vol. 23 no. 4 pp. 977-1016.
- Khurana, I. K., Raman, K. K., (2004) "Litigation risk and the financial reporting credibility of Big4 versus non-Big4 audits: evidence from Anglo-American countries." *The Accounting Review* vol. 79 no. 2, 473-495.
- Chen, H., Chen, J. Z., Lobo, G. J., Wang, Y., (2011) "Effects of Audit Quality on Earnings Management and Cost of Equity Capital: Evidence from China." *Contemporary Accounting Research* vol. 28 No. 3 pp. 892-925
- Jain, P., Rezaee, Z., (2006) "The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Capital-Market Behavior: Early Evidence" *Contemporary Accounting Research* vol. 23 no. 3 pp. 629-654
- Cahan, S. F., Emanuel, D., Sun, J., (2009) "Are the Reputations of the large accounting firms really international? Evidence from the Andersen-Enron affair" *Auditing: A Journal of Practice and Theory* vol. 28 no. 2 pp. 199-226.
- Dee, C. C., Lulseged, A., Zhang, T., (2011) "Client stock market reaction to PCAOB sanctions against a Big4 auditor." *Contemporary Accounting Research* vol. 28 no. 1 pp. 263-291.
- Baber, W. R., Krishnan, J., Zhang, Y., (2014) "Investor perceptions of the earnings quality consequences of hiring an affiliated auditor" *Review of Accounting Studies* vol. 19 no. 1 pp. 69-102
- Francis, J. R., Ke, B., (2006) "Disclosure of fees paid to auditors and the market valuation of earnings surprises." *Review of Accounting Studies* vol. 11 no. 4 pp. 495-523.
- Krishnan, J., Li, Chan., Wang, Q., (2013) "Auditor Industry Expertise and Cost of Equity." *Accounting Horizons* vol. 27 No. 4 2013 pp. 667-691
- Krishnamurthy, S., Zhou, J., Zhou, N., (2006) "Auditor reputation, auditor independence, and the stock-market impact of Andersen's indictment on its client firms." *Contemporary Accounting Research* vol. 23 no. 2 pp. 465-490.
- Chaney, P. K., Philipich, K. L., (2002) "Shredded reputation: The cost of audit failure." *Journal of Accounting Research* vol. 40 no. 4 pp. 1221-1245.
- Weber, J., Willenborg, M., Zhang, J., (2008) "Does auditor reputation matter? The case of KPMG Germany and ComROAD AG." *Journal of Accounting Research* vol. 46 no. 4 pp. 941-972.
- Hackenbrack, K. E., Hogan, C. E., (2002) "Market response to earnings surprises conditional on reasons for an auditor change." *Contemporary Accounting Research* vol. 19 no. 2 pp. 195-223.
- Knechel, W. R., Naiker, V., Pacheco, G., (2007) "Does auditor industry specialization matter? Evidence from market reaction to auditor switches." *Auditing: A Journal of Practice and Theory* vol. 26 no. 1, pp. 19-45.
- Chang, H., Cheng, C. S.A., Reichelt, K. J., (2010) "Market Reaction to Auditor Switching from Big4 to Third-Tier Small Accounting Firms." *Auditing: A Journal of Practice & Theory* vol. 29, No. 2 pp. 83-114

Gopal, V. K. (2003) "Audit Quality and the Pricing of Discretionary Accruals." *Auditing: A Journal of Practice & Theory* vol. 22 No. 1 pp. 109-126