

企业无实际控制人与持续经营审计意见

吕先镔, 郑天娇, 敬 坤

(西南财经大学 会计学院, 四川 成都 611130)

[摘 要]面对无实际控制人企业逐年增多的现实情境, 审计师如何看待这一特殊治理结构有待实证检验。以 2011—2024 年沪深 A 股上市公司为研究样本, 探讨企业无实际控制人与持续经营审计意见的关系。研究发现, 企业无实际控制人更易被出具持续经营审计意见。进一步区分意见类型, 发现此类企业更易被出具持续经营无法表示意见。机制检验表明, 无实际控制人增加了企业经营风险和诉讼风险, 进而导致被出具持续经营审计意见的概率增加。异质性分析揭示, 当审计师执业经验丰富、投资者关注度较高、信息披露质量较差以及内部控制质量较低时, 企业无实际控制人更易被出具持续经营审计意见。经检验, 审计师出于维护声誉资本和规避监管风险的考虑而出具持续经营审计意见, 动机得以验明。研究结论对理解审计师风险决策机制和完善公司治理具有重要启示。

[关键词]无实际控制人; 持续经营审计意见; 经营风险; 诉讼风险; 公司治理; 审计师决策

[中图分类号]F239.43 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2026)04-0045-11

一、引言

在我国上市公司治理体系中, 实际控制人长期被视为公司经营决策和风险承担的核心主体。党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》明确提出, 要“完善大股东、实际控制人行为规范约束机制”^①。伴随现代企业制度演进以及多层次资本市场建设持续推进, 越来越多的上市公司在年报中披露自身不存在实际控制人。据 Wind 数据库统计, 2011—2024 年, A 股市场无实际控制人上市公司数量年均复合增长率为 14.81%, 截至 2024 年底已达 319 家, 市场总量占比约为 5.94%。随着相关企业数量持续增长, 无实际控制人已成为我国资本市场中逐渐兴起的一类控制权安排, 其治理后果值得进一步关注。企业无实际控制人本身并不必然意味着治理失效, 控制权分散在一定程度上可以打破单一股东主导公司决策格局, 形成多元主体之间的相互制衡。但当企业面临重大经营风险或外部冲击时, 决策机制的空转与责任主体的缺失可能加速经营失衡^[1-2]。而经营失衡一旦影响企业未来存续能力, 便会直接影响投资者的风险判断, 也会构成审计师评估持续经营重大不确定性的主要内容。《中国注册会计师审计准则第 1324 号——持续经营》要求审计师就管理层运用持续经营假设编制财务报表的适当性, 以及被审计单位持续经营能力是否存在重大不确定性, 获取充分、适当的审计证据并形成结论^②。已有研究从治理缺陷角度讨论了无实际控制人与审计收费之间的关系^[3], 但并未充分揭示无实际控制人治理特征的双面性及其与企业持续经营能力的内在联系, 企业无实际控制人是否以及如何影响审计师对被审计单位持续经营能力的判断仍有待进一步探讨。

[收稿日期]2025-07-29

[基金项目]审计署重点科研课题(25SJ04003); 中央高校基本科研业务费专项资金资助(JBK2507031)

[作者简介]吕先镔(1964—), 男, 四川成都人, 西南财经大学会计学院教授, 博士生导师, 博士, 主要研究方向为审计与内部控制; 郑天娇(1990—), 女, 四川阿坝人, 西南财经大学会计学院博士生, 主要研究方向为审计理论与实务; 敬坤(1997—), 男, 四川成都人, 西南财经大学会计学院博士生, 主要研究方向为审计理论与实务, 通信作者, 邮箱: ntnsjing@163.com。

①详见: https://www.gov.cn/zhengce/202407/content_6963770.htm?1sRedirectHit=11454859。

②根据近年中注协发出的上市公司年报审计约谈函, 中注协提示注册会计师应重点关注持续经营能力存在重大不确定性的上市公司年报审计风险防范。其中, 2020 年 1 月 17 日, 中注协约谈大信会计师事务所进行风险提示, 明确要求注册会计师在年报审计时, 应重点关注那些无实际控制人或实际控制人已经经营困难的企业, 评估其是否存在持续经营的风险。

围绕上述问题,现有文献分别从无实际控制人的治理后果和持续经营审计意见(以下简称 GCO)的影响因素展开了探讨。一方面,关于无实际控制人的治理后果尚未形成一致结论。一些研究认为,无实际控制人状态下,股权分散有助于形成权力制衡机制,从而保护中小投资者利益^[4]、提升企业经营效率^[5]。也有研究指出,当股权过度分散时,可能引发“理性冷漠”和“搭便车”问题,导致股东监督弱化甚至出现监督真空^[6-7],并进一步带来盈余价值相关性降低^[2]、中小投资者利益受损^[8]等负面后果。另一方面,关于 GCO 影响因素的研究主要从客户特征、审计师特征和外部环境三个角度展开,发现财务困境^[9]、审计委员会独立性^[10]、第一大股东持股比例^[11]、审计师专业能力^[12]、审计任期^[13]、诉讼风险^[14]和行业监管^[15]等因素都会影响审计师的持续经营判断。可以看出,关于无实际控制人的研究集中于对企业内部行为和经营后果的探讨,关于 GCO 影响因素的研究虽已将部分公司治理因素纳入分析框架,但聚焦于审计委员会、股权集中度等传统治理指标,尚未充分关注无实际控制人这一特殊治理结构。

理论上,无实际控制人企业的治理效应具有不确定性。分散股权结构形成的权力制衡机制,有助于抑制单一股东对中小投资者的利益侵占^[3]。但责任主体模糊化也可能引发监督真空,对企业持续经营能力产生负面影响^[1]。现行《中国注册会计师审计准则第 1324 号——持续经营》并未要求审计师针对企业持续经营能力单独发表审计意见,实务中审计师对持续经营能力评估更多依赖经验判断。正如 Chow 等研究所指出的,是否在审计报告中提及客户持续经营状况存在重大不确定性是审计师面临的棘手且关键的决策之一^[16]。在此背景下,本文考察无实际控制人对 GCO 的影响,试图回答以下问题:(1)当前资本市场治理环境下,我国企业无实际控制人表现为“风险治理效应”还是“风险放大效应”? (2)无实际控制人企业是否以及如何影响审计师对企业持续经营能力的判断?

基于此,本文以 2011—2024 年 A 股上市公司为研究样本,探讨企业无实际控制人与 GCO 的关系及其作用机制。本文的边际贡献在于:(1)拓展了企业无实际控制人的研究视角。现有研究多聚焦公司治理结构与审计费用的关系^[3,17-18],目前鲜有文献探讨无实际控制人是否以及如何影响审计师持续经营能力判断这一现实议题。本文将无实际控制人企业纳入持续经营审计决策的分析框架,揭示其对审计师出具 GCO 的作用机理,为理解审计师面对企业特殊治理结构时的风险应对行为提供了经验证据。(2)丰富了非财务信息影响审计决策的相关研究。既有研究表明,审计师决策长期依赖企业公开财务报表所提供的信息^[19],但随着风险导向审计模式的广泛应用,客户集中度^[20]、内部人交易^[21]等非财务信息也逐渐成为影响审计意见的重要因素。本文进一步考察无实际控制人这一特殊治理结构特征与 GCO 之间的关系,拓展了非财务信息影响审计决策的研究边界。(3)为完善无实际控制人企业的审计风险识别机制提供了启示。无实际控制人现象是股权分置改革后控制权博弈与市场化进程交织的产物,但现行审计准则和实务对这一特殊治理结构的关注不足。本文从 GCO 视角检验无实际控制人的审计后果,有助于提示审计师在风险评估中关注企业控制权结构变化,也为提升外部审计监督体系对特殊治理结构的适配性提供了有益参考。

二、理论分析与假设提出

理论上,企业无实际控制人可能会通过“风险治理效应”和“风险放大效应”影响审计师出具 GCO 的概率。

无实际控制人企业的“风险治理效应”主要体现为股权分散背景下多元主体制衡对第二类代理问题的缓解,进而降低持续经营不确定性。一方面,企业无实际控制人状态下,股权的高度分散打破了单一股东对企业决策的垄断,形成多股东共同参与的治理格局。单一大股东难以通过关联交易、资金占用等方式实施利益输送,从而有助于抑制通过复杂交易操纵利润的可能性,避免大股东侵占对企业价值的损害^[22]。另一方面,企业无实际控制人状态下,股权分散削弱了单一大股东对董事会、审计委员会等监督机制的控制能力,具体表现为大股东难以通过关键职位任命权或议程控制等方式进行操纵,从而强化

了公司监督机制的独立性与有效性,减少了大股东利用控制权进行利益输送的可能^[23-24]。基于上述分析,根据审计风险模型,企业无实际控制人对第二类代理问题的缓解,理论上有助于降低重大错报风险,使审计师形成对多元主体制衡机制有效性的积极预期,减少其对无实际控制人企业持续经营重大不确定性的疑虑,降低企业被出具 GCO 的概率。

然而,无实际控制人企业也并非全无弊端和风险。“风险放大效应”体现在:在缺乏实际控制人的公司中,股权结构分散,虽然理论上有助于缓解第二类代理问题,但股东“搭便车”和“用脚投票”的可能性增加,由此更容易加剧第一类代理问题的出现,其引发的监督真空将放大持续经营风险^[2,6,8]。第一,在无实际控制人的公司治理格局下,中小股东因持股比例低、监督成本高而选择“理性冷漠”、“搭便车”和“用脚投票”现象加剧,使得决策效率降低,从而提高经营风险。具体表现为:股权高度分散使得企业重大经营决策缺乏核心主导力量。当股东利益诉求出现分歧时,可能引发董事会和股东大会等治理层决策机制陷入僵局,不仅降低决策效率、贻误发展机遇,还会对公司经营政策的稳定性和连续性产生影响。此外,缺乏实际控制人,容易引致外部资本势力的敌意并购或其他形式的控制权干预。例如,万科集团长达三年的股权争夺战导致企业陷入持续性动荡,严重损害了公司治理效能。第二,企业无实际控制人可能导致股东监督动力分化,其引发的“监督真空”为管理层滥用权力创造条件,增加了企业潜在的诉讼风险。具体而言,当股东因持股比例低、监督成本高而放弃主动治理时,管理层可能通过盈余管理、虚增资产等手段掩盖代理问题,最终引发证券虚假陈述、内幕交易等法律纠纷,导致企业面临诉讼风险^[25]。根据审计保险假说,审计报告本质上是财务报告所附带的“保单”^[26],当公司因违规行为被投资者追偿时,审计师往往是首当其冲为上市公司此类行为承担责任的中介。基于上述分析,在风险导向审计模式下,年报审计师会综合考虑被审计单位的经营风险、诉讼风险等因素。而上述风险的增加会直接影响审计师对企业持续经营能力的判断和对审计失败的顾虑,为了降低自身声誉损失和面临诉讼的可能性,审计师倾向于对无实际控制人企业出具 GCO 进行自我保护。

基于上述分析,本文认为企业实际控制人对 GCO 决策的影响存在不确定性,故提出以下竞争性假设:

H1a:其他条件相同的情况下,企业无实际控制人会显著降低审计师出具 GCO 的概率。

H1b:其他条件相同的情况下,企业无实际控制人会显著提高审计师出具 GCO 的概率。

三、研究设计

(一) 研究样本与数据来源

2010年11月1日,经修订的《中国注册会计师审计准则第1324号——持续经营》首次明确要求自2012年1月1日起审计师应根据获取的审计证据就可能对导致对被审计单位持续经营能力产生重大疑虑的事项或情况是否存在重大不确定性得出结论,并且,针对2011财年会计报表的审计报告于2012年发布,因此本文选取2011—2024年沪深A股上市公司为初始研究样本,无实际控制人统计结果来自企业年报中披露的实际控制人信息。样本筛选过程如下:(1)剔除银行、保险、证券等金融行业样本;(2)剔除净资产小于0的样本;(3)剔除主要财务数据缺失观测值的样本。最终获得45875个公司-年度观测值。其中,无实际控制人、企业诉讼数据来自WIND数据库,其他财务及审计特征数据来自CSMAR数据库。为消除极端值影响,对连续变量进行上下1%缩尾处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:持续经营审计意见(GCO)。若审计师在上市公司当年出具的审计报告中指出“持续经营能力存在不确定性”“持续经营能力存在重大不确定性”“存在导致公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性”等字样,则认为上市公司当年被出具了GCO,该变量赋值为1,否则为0^[27]。

2. 核心解释变量:无实际控制人(NON)。本文通过上市公司年报披露的实际控制人信息界定上市

公司是否存在实际控制人^[2]。年报中未明确指出实际控制人时,则表明企业不存在实际控制人, *NON* 赋值为 1,反之,则企业有实际控制人, *NON* 赋值为 0。

3. 控制变量。参考相关文献^[28],本文控制了以下变量:公司规模(*Size*)、经营活动现金流(*CF*)、资产负债率(*Lev*)、应收账款比率(*Rec*)、存货比率(*Inv*)、盈利能力(*Roa*)、成长能力(*Gro*)、流动比率(*Liq*)、破产风险(*Z*)、审计费用(*Fee*)、审计师行业专长(*Spe*)、客户重要性(*Imp*)、国际“四大”(*Big4*),具体变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	持续经营审计意见	<i>GCO</i>	若企业当年被出具持续经营审计意见,取值为 1,否则为 0
解释变量	无实际控制人	<i>NON</i>	若企业无实际控制人,取值为 1,否则为 0
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	经营活动现金流	<i>CF</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产
	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/总资产
	应收账款比率	<i>Rec</i>	应收账款/总资产
	存货比率	<i>Inv</i>	存货/总资产
	盈利能力	<i>Roa</i>	净利润/总资产
	成长能力	<i>Gro</i>	(本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入
	流动比率	<i>Liq</i>	流动资产/流动负债
	破产风险	<i>Z</i>	根据中国资本市场调整的 <i>Z-Score</i>
	审计费用	<i>Fee</i>	审计费用的自然对数
	审计师行业专长	<i>Spe</i>	审计客户资产总额/该行业年度全部上市公司资产总额
	客户重要性	<i>Imp</i>	客户审计费用/事务所当年审计费用总额
	国际“四大”	<i>Big4</i>	若会计师事务所为国际“四大”取值为 1,否则为 0

(三) 模型构建

为验证企业无实际控制人与 *GCO* 的关系,本文构建模型(1)如下:

$$GCO_{it} = \beta_0 + \beta_1 NON_{it} + \beta_2 Controls_{it} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, *GCO* 表示企业是否被出具持续经营审计意见, *NON* 表示企业是否存在实际控制人, *Controls* 表示控制变量, *Year* 和 *Ind* 分别表示年度与行业固定效应, ε 表示残差扰动项, *i* 和 *t* 分别表示公司和年度。由于 *GCO* 为二元选择变量,因此本文主要采取 Logit 模型回归,并在公司层面对标准误进行聚类调整。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计结果

表 2 报告了核心变量描述性统计结果。其中,无实际控制人(*NON*)的样本均值为 0.044,中位数为 0,表明样本公司中无实际控制人所占比重约 4.4%,与已有研究基本一致^[2]。持续经营审计意见(*GCO*)

表 2 核心变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>GCO</i>	45875	0.011	0.104	0.000	0.000	1.000
<i>NON</i>	45875	0.044	0.205	0.000	0.000	1.000

的样本均值为 0.011,中位数为 0,说明约 1.1% 的样本被出具 *GCO*,与已有研究基本一致^[28]。

(二) 基准回归

表 3 汇报了基准回归结果。由列(1)可知,不加入控制变量时,无实际控制人(*NON*)回归系数为 1.032,在 1% 水平上显著为正。由列(2)可知,加入控制变量后, *NON* 回归系数为 0.641,在 5% 水平上显著为正,说明企业在无实际控制人状态下,审计师更倾向于出具 *GCO*。据此,本文研究假设 H1b 得以验证,支持了“风险放大效应”假说。

结合理论推演与实证结果,本文认为在我国资本市场环境下,“风险放大效应”对 *GCO* 的促进作用强于“风险治理效应”的抑制作用,主要是两个方面原因。其一,我国制度环境的非均衡演进,使得无实际控制人企业难以发挥预期的治理优势。对比来看, Berle 和 Means 所描述的欧美发达国家上市公司的

股权分散格局^[7],是资本市场长期演化的结果,其形成动力源于工业化对大规模资本的社会化需求、管理层收购以及机构投资者的崛起,在数百年的演变历程中,市场机制、法律体系与治理结构在长期互动中形成了相对稳定的平衡。而我国无实际控制人企业的形成路径呈现鲜明的制度驱动特征,从股权分置改革到国有企业混合所有制改革再到注册制改革,一系列制度变迁推动了企业股权结构分散化^[2]。然而,与股权结构变化相比,中小投资者保护、内部人约束和公司治理机制的完善相对滞后,使无实际控制人企业难以充分发挥权力制衡优势,进而表现出治理风险。其二,审计师的风险规避倾向进一步强化了“风险放大效应”的影响。在审计行业从严问责监管背景下,风险导向执业逻辑使得治理缺陷的警示效应被显著放大。根据“深口袋”理论和前景理论,审计师为避免因忽视结构性治理缺陷而引发的审计失败风险,对无实际控制人企业的持续经营能力评估更倾向于保守判断。因此,尽管“风险治理效应”理论上存在降低 GCO 的可能性,但在我国制度环境与治理机制适配不足、审计问责持续强化的背景下,“风险放大效应”的实际影响更为突出,故假设 H1b 成立。

(三) 区分 GCO 类型

GCO 能够向资本市场传递审计师对企业持续经营存在疑虑的风险信号,具有不同于其他非标准审计意见的预警价值。现有研究主要关注持续经营非标准审计意见与非持续经营非标准审计意见的差异^[27],鲜有针对 GCO 具体类型进行区分。审计实践中,根据非标准审计意见严厉程度不同,可进一步将其分为持续经营无保留意见、持续经营保留意见、持续经营否定意见以及持续经营无法表示意见。那么,无实际控制人企业更可能被出具哪一种类型的 GCO 呢?前已述及,审计师在面对无实控人企业时,倾向于采取风险规避策略。《中国注册会计师审计准则第 1324 号——持续经营》并未要求审计师针对企业持续经营能力单独发表审计意见,实务中审计师对该类企业持续经营能力的评估更多依赖经验判断。由此可见,对持续经营假设的判断实际上较为困难,加之上市公司财务报表审计中否定意见罕见,审计师选择出具无法表示意见可能是一种更为恰当的审计行为。因此,本文预期无实际控制人企业更可能被出具持续经营无法表示意见。

由于不同类型 GCO 代表的严厉程度不同,参考已有研究^[29],本文设置变量 *GCRANK* 代替模型(1)中的 *GCO*。若审计意见为持续经营无法表示意见,取值为 3;若为持续经营保留意见,取值为 2;若为持续经营无保留意见加强调事项段或与持续经营相关的重大不确定性加无保留意见为标题的单独段落,取值为 1;若审计意见未涉及持续经营事项,则取值为 0。回归结果如表 4 所示,核心解释变量的回归系数至少在 5% 水平上显著为正,表明无实际控制人企业更有可能被出具更加负面的 GCO,即持续经营无法表示意见。

(四) 稳健性检验

1. 倾向得分匹配(PSM)和熵平衡匹配。为缓解处理组与控制组公司固有差异导致的样本不可比

表 3 基准回归

	(1) <i>GCO</i>	(2) <i>GCO</i>
<i>NON</i>	1.032 *** (4.39)	0.641 ** (2.36)
<i>Size</i>		-0.428 *** (-4.12)
<i>CF</i>		-1.756 ** (-2.12)
<i>Lev</i>		5.982 *** (10.84)
<i>Rec</i>		-2.984 *** (-3.08)
<i>Inv</i>		-2.947 *** (-4.09)
<i>Roa</i>		2.048 (1.56)
<i>Gro</i>		-0.590 *** (-3.19)
<i>Liq</i>		0.127 ** (2.39)
<i>Z</i>		-0.978 *** (-8.30)
<i>Fee</i>		0.329 * (1.84)
<i>Spe</i>		1.029 (0.68)
<i>Imp</i>		2.186 (0.74)
<i>Big4</i>		0.261 (0.61)
<i>Constant</i>	-2.795 *** (-6.67)	-1.132 (-0.54)
<i>Year/Ind</i>	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.029	0.417
N	45875	45875

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 水平显著;括号内为公司层面聚类调整后的稳健 z 值。下同。

表 4 区分 GCO 类型

	(1) <i>GCRANK</i>	(2) <i>GCRANK</i>
<i>NON</i>	1.036 *** (4.41)	0.661 ** (2.50)
<i>Controls</i>	No	Yes
<i>Year/Ind</i>	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.026	0.365
N	45875	45875

问题,本文采用倾向得分匹配和熵平衡匹配进行稳健性检验。倾向得分匹配以模型(1)中的全部控制变量为协变量,将无实际控制人企业作为处理组,其他企业作为控制组,采用1:1无放回近邻匹配,并基于匹配后样本重新回归。考虑到倾向得分匹配可能造成观测值损失,本文进一步采用熵平衡匹配,通过赋予样本权重平衡组间差异。表5列(1)和列(2)结果显示,无实际控制人(*NON*)系数均显著为正,说明本文结论具有稳健性。

2. Heckman 两阶段检验。为缓解样本自选择问题,本文采用 Heckman 两阶段模型进行检验。第一阶段,以 *NON* 为被解释变量,将上市公司股份减持次数(*Red*)和模型(1)中的控制变量作为解释变量,并控制行业、年度固定效应,经 Probit 回归计算逆米尔斯比率(*IMR*);第二阶段,将 *IMR* 加入模型(1)重新回归。表5列(3)显示,*Red* 回归系数在1%水平上显著为正;列(4)显示,*IMR* 的回归系数不显著,*NON* 回归系数仍显著为正,表明样本选择偏差未实质影响本文结论。

3. 安慰剂检验^①。为缓解其他偶然因素或遗漏变量对研究结论的影响,本文通过随机构造无实际控制人上市公司进行安慰剂检验。具体地,将 *NON* 随机赋值到任意公司一年度样本并重复 1000 次回归,回归系数集中在 0 附近,且服从正态分布,而主回归系数(0.641)远离分布中心位置,符合安慰剂检验预期,进一步验证了研究结论的稳健性。

4. 更换回归样本。2017 年新审计准则实施后,无保留 GCO 披露方式从在强调事项段中提示与持续经营能力的重大不确定性改为以与持续经营相关的重大不确定性为标题的单独段落。因此,本文样本本期调整为 2017—2024 年重新回归,由表6列(1)可知,回归系数在1%水平上显著为正,研究结论稳健。此外,现有关于 GCO 的研究通常局限于财务困境样本,本文将满足以下特征之一的公司定义为财务困境公司:留存收益为负、营业利润为负、净营运资本为负、经营活动现金流量为负。在仅保留财务困境的样本中进行回归,由表6列(2)可知,*NON* 回归系数在5%水平上显著为正,研究结论依然稳健。

5. 变更回归模型。采用 probit 回归模型重新进行基准检验,由表6列(3)可知,回归系数在5%的水平显著为正,说明无实际控制人企业更易被出具 GCO,与基准回归结果一致。此外,本文仅有约 1.1% 的样本被出具 GCO,为了缓解可能存在的稀有事件偏差,分别采用稀有事件下的 Logit 回归和“补对数-对数模型”检验可能存在的稀有事件偏差对本文结果的影响。由表6列(4)、列(5)可知,修正稀有事件偏差后的 *NON* 回归系数至少在5%水平上显著为正,研究结论具备稳健性。

6. 更换被解释变量衡量方式。尽管 GCO 与其他非标准审计意见存在差异,但鉴于当前我国审计师尚未针对公司持续经营能力单独出具审计意见,该类意见仍然属于非标准审计意见的范畴。此外,由于这种特殊的“非标”审计意见往往存在较为严重的经济后果,实践中审计师发表审计意见时以其他非标审计意见替代 GCO 的情况较常发生。参考已有研究,以非标准审计意见代替 GCO 进行稳健性检验^[28]。由表6列(6)可知,*NON* 回归系数在1%水平上显著为正,本文研究结论具备稳健性。

7. 反向因果。为避免因果倒置产生的内生性问题,本文使用未来一期的 GCO 替代同期 GCO 重新进行回归,结果如表6列(7)所示,在考虑其他因素可能对 GCO 的影响后,*NON* 回归系数仍在1%的水平上显著为正,本文结论稳健。

表5 稳健性检验:PSM、熵平衡和 Heckman 两阶段检验

	PSM	熵平衡	Heckman 两阶段	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>NON</i>	0.722 ** (2.15)	0.596 ** (2.30)		0.647 ** (2.37)
<i>Red</i>			0.073 *** (7.71)	
<i>IMR</i>				0.444 (0.55)
<i>Constant</i>	5.369 (0.99)	4.569 (1.17)	-5.069 *** (-6.36)	-3.344 (-0.72)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.495	0.451	0.056	0.417
N	3658	45875	45875	45875

①限于篇幅,安慰剂检验结果未列示,留存备案。

表6 稳健性检验:更换样本、变更回归方法、更换被解释变量和反向因果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>NON</i>	0.770 *** (2.68)	0.660 ** (2.44)	0.280 ** (2.31)	0.642 ** (2.36)	0.496 ** (2.12)	0.472 *** (2.94)	0.685 *** (2.66)
<i>Constant</i>	-4.334 * (-1.86)	-0.383 (-0.18)	-0.675 (-0.76)	-1.137 (-0.54)	-1.692 (-0.88)	-1.191 (-0.95)	-4.334 * (-1.86)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.425	0.376	0.421	—	—	0.246	0.289
Wald Chi2	—	—	—	—	2135.31	—	—
N	32110	27568	45875	45875	45875	45875	40595

五、进一步分析

(一) 机制检验

基于前文分析,无实际控制人主要通过“风险放大效应”,提高了企业经营风险和诉讼风险,使得审计师更倾向出具GCO。鉴于此,本文分别从经营风险、诉讼风险两条渠道进行检验。

1. 经营风险。采用盈利能力波动衡量企业经营风险,盈利波动性越高,企业经营风险越高^[30]。具体地,使用息税前利润与总资产的比值表征经营风险,并计算企业*i*在*t*-2年至*t*年间资产报酬率的标准差,将该指标乘以100,最终得到经营风险变量(*Risk1*)。为进一步排除行业和经济周期的影响,本文还计算了经行业-年度调整后的资产报酬率标准差(*Risk2*)和极差(*Risk3*)表征经营风险,指标值越大,代表经营风险越高。

2. 诉讼风险。采用企业当年是否涉及诉讼(*Litigation*)、涉诉次数(*Litcount*)与涉诉金额(*Litamount*)衡量企业诉讼风险,其中,*Litamount*为诉讼金额经总资产规模化再除以100。

本文重点考察无实际控制人对经营风险和诉讼风险的影响,构建模型如下:

$$Med_{it} = \beta_0 + \beta_1 NON_{it} + \beta_2 Controls_{it} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,*Med*代表机制变量,其余变量与模型(1)设定一致。由表7列(1)至列(3)可知,*NON*回归系数均在1%水平上显著为正,表明无实际控制人增加了企业经营风险。由表7列(4)至列(6)可知,*NON*回归系数至少在5%水平上显著为正,表明无实际控制人增加了企业的诉讼概率、诉讼

表7 机制分析

	经营风险			诉讼风险		
	(1) <i>Risk1</i>	(2) <i>Risk2</i>	(3) <i>Risk3</i>	(4) <i>Litigation</i>	(5) <i>Litcount</i>	(6) <i>Litamount</i>
<i>NON</i>	0.674 *** (3.31)	0.677 *** (3.44)	1.258 *** (3.45)	0.302 *** (3.44)	0.278 ** (2.30)	0.321 *** (4.28)
<i>Constant</i>	9.206 *** (9.50)	8.952 *** (9.69)	17.125 *** (9.87)	-2.633 *** (-4.09)	-3.117 *** (-4.12)	3.320 *** (9.16)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ² /Pseudo R ²	0.274	0.277	0.278	0.085	0.047	0.140
N	40147	40147	40147	45875	45875	45875

注:括号内为公司层面聚类调整后的稳健z值或t值。

次数以及诉讼金额,即加剧了企业面临的诉讼风险。

(二) 异质性分析

1. 审计师执业经验。执业经验作为重要的审计师个人特征,拥有更丰富执业经验的审计师往往可以带来更高的审计质量^[31]。实务中,审计师对无实际控制人企业持续经营能力的评估更多依赖经验判断,相较于执业经验不足的审计师,资深审计师对风险信号的敏感度更高,能够更精准地评估无实际控制人企业的治理缺陷对持续经营能力的影响。因此,本文预期签字审计师执业经验更丰富时,无实际控

制人企业被出具 GCO 的概率更高。计算审计师执业以来累计签字年限作为执业经验的替代指标^[32]。由于我国审计准则要求审计报告至少由两名签字审计师签字盖章,因此,本文选用前两名签字审计师执业经验的平均值衡量审计师执业经验,以其行业年度均值为标准进行分组回归。由表 8 可知,列(1)中 *NON* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,列(2)中 *NON* 的回归系数不显著,上述预期得以验证。

2. 投资者关注度。无实际控制人企业由于责任主体缺失,容易引发投资者的关注。一般而言,投资者关注度高的企业面临更严格的市场监督环境,审计师决策更易受到市场预期和潜在法律责任的双重约束。为降低诉讼成本和声誉损失,审计师在投资者关注较高的情境下,会对无实际控制人企业的持续经营能力进行更严苛的评估。因此,本文预期当无实际控制人企业的投资者关注度更高时,被出具 GCO 的概率更高。借鉴已有研究^[33],投资者关注度采用投资者使用上市公司关键字(公司股票代码、简称、全称等)的搜索值之和加 1 取对数计算,根据该指标按行业年度均值为标准,把样本分为投资者关注度高、投资者关注度低组,从而进行分组回归。由表 8 可知,列(3)中 *NON* 回归系数在 5% 的水平上显著为正;列(4)中 *NON* 回归系数不显著,与上述预期吻合。

表 8 异质性分析

	审计师执业经验		投资者关注度		信息披露质量		内部控制质量	
	(1) 长	(2) 短	(3) 高	(4) 低	(5) 高	(6) 低	(7) 高	(8) 低
<i>NON</i>	0.904 *** (3.01)	0.401 (1.02)	0.628 ** (2.16)	0.505 (1.00)	0.403 (1.14)	1.208 *** (3.22)	-0.584 (-0.58)	0.596 ** (2.28)
<i>Constant</i>	-0.522 (-0.17)	-1.940 (-0.82)	0.239 (0.09)	-0.347 (-0.09)	-2.480 (-0.97)	1.227 (0.38)	-10.531 ** (-2.07)	0.624 (0.28)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.434	0.417	0.408	0.446	0.426	0.415	0.352	0.357
N	21670	23789	26044	15725	34444	9473	27270	13075
P 值	0.0000		0.0002		0.0000		0.0000	

注:系数差异 P 值根据 Chow 检验估计结果得到,下同。

3. 信息披露质量。信息披露质量意味着企业与外部利益相关者之间的信息不对称程度。信息披露质量较差时,审计师难以通过公开信息准确评估无实际控制人企业的风险状况,从而加剧了审计师对企业持续经营能力不确定性的判断。因此,本文预期当无实际控制人企业信息披露质量较差时,被出具 GCO 的概率更高。本文以互动易和 e 互动网络互动平台中上市公司对投资者提问的回复率衡量企业信息披露质量。将该指标按行业年度均值对样本进行分组回归^[34]。由表 8 可知,列(5)中 *NON* 回归系数不显著;列(6)中 *NON* 回归系数在 1% 水平上显著为正,上述预期得以验证。

4. 内部控制质量。内部控制作为现代公司治理的基石,在防范代理问题、规范决策行为方面发挥着关键作用。高质量内部控制通过其标准化流程、清晰授权审批和相互制衡机制,可以在相当程度上替代因缺乏实际控制人而缺失的日常监督功能,缓解其治理缺陷带来的负面影响,从而降低审计师出具 GCO 的动机。本文选择迪博内部控制指数衡量上市公司内部控制质量,以该指标的行业年度均值为标准进行分组回归。由表 8 可知,列(7)中 *NON* 的回归系数不显著,列(8)中 *NON* 的回归系数在 5% 的水平上显著为正,符合前述预期。

(三) 动机分析

前文证实,无实际控制人企业更可能被出具 GCO。为进一步理解审计师风险决策逻辑,有必要考察其作出该判断的内在动机。GCO 的出具本质上是审计师在特定风险场景下的策略性选择,审计业务虽由签字注册会计师执行,但其决策受事务所整体风险偏好与质量控制体系的系统性影响。为此,本部

分聚焦 GCO 出具的决策动机检验,进一步回答为何审计师对无实际控制人企业更倾向出具 GCO。

1. 声誉资本维护

事务所的核心竞争优势在于其积累的声誉资本和专业胜任能力。然而,声誉资本具有“公共品”属性,事务所的客户基础越庞大,其声誉资本暴露的风险敞口就越大,维护声誉的边际价值也越高。因此,本文预期,出于声誉保护动机,客户数量越多的事务所为避免因风险误判损害品牌长期价值,对高风险审计项目的容忍度越低,更有动机采取保守的审计策略,通过出具 GCO 来释放风险信号。鉴于此,参考既有研究的做法^[35],以事务所客户数量作为声誉资本的代理变量,按照该指标的行业年度均值,将样本划分为客户数量较多和较少两组,进行分组回归。由表 9 可知,列(1)中 *NON* 的回归系数在 5% 的水平上显著为正,列(2)中 *NON* 的回归系数不显著,表明相较于客户数量较少的事务所,无实际控制人企业被客户数量较多的事务所审计时更容易被出具 GCO,前述预期成立。

2. 监管风险规避

事务所当年被处罚的经历会形成合规警示,促使其在后续审计中提升风险敏感度。无实际控制人企业因缺乏最终控制人背书,其财务透明度与信息披露质量可能更容易受到监管关注。对于曾受处罚的事务所而言,若对该类企业出具非 GCO,可能面临未充分识别持续经营风险的二次追责。因此,本文预期其更倾向于通过 GCO 释放风险信号。这种行为本质上是审计师在监管压力下的“自我保护”,通过提前揭示风险,最大限度地规避潜在监管处罚风险,同时也符合监管部门对高风险企业强化信息披露的要求。鉴于此,根据事务所当年是否被处罚,将样本进行分组回归。由表 9 可知,列(3)中 *NON* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,列(4)中 *NON* 的回归系数不显著,前述理论预期得以验证。

表 9 动机分析

	声誉资本维护		监管风险规避	
	(1) 较多	(2) 较少	(3) 被处罚	(4) 未被处罚
<i>NON</i>	1. 072 ** (2. 32)	0. 448 (1. 38)	0. 864 *** (2. 60)	0. 463 (1. 32)
<i>Constant</i>	-1. 200 (-0. 34)	-0. 224 (-0. 09)	-5. 357 ** (-1. 97)	2. 724 (0. 97)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0. 445	0. 423	0. 419	0. 447
N	19451	26025	23049	22465
系数差异 P 值	0. 0000		0. 0000	

六、结论性评述

本文选取 2011—2024 年沪深 A 股上市公司作为研究对象,探讨无实际控制人企业对 GCO 决策的影响,得出以下主要结论:(1)当企业处于无实际控制人状态时,审计师更倾向出具 GCO,表明无实际控制人在当前治理环境下主要表现为“风险放大效应”。(2)区分不同类型的 GCO 发现,无实际控制人企业更可能被出具持续经营无法表示意见。(3)机制检验表明,无实际控制人增加了企业经营风险与诉讼风险,从而提升了企业被出具 GCO 的概率。(4)异质性分析发现,当审计师执业经验更丰富、投资者关注度较高、信息披露质量较差以及内部控制质量较低时,被出具 GCO 的概率更高。(5)动机检验表明,声誉资本和监管风险是驱动审计师出具 GCO 的重要因素。

基于上述结论,本文提出以下启示:就企业层面而言,无实际控制人企业应立足我国资本市场特征,着力构建与股权结构特征相适应的治理机制。一方面,应强化董事会和审计委员会在风险管理中的核心作用,建立独立于管理层的风险控制防线,防范责任主体缺位、决策机制空转或内部人控制等引发的治理风险。另一方面,本文研究表明,高质量内部控制能够缓解无实际控制人带来的治理风险。因此,在缺乏控股股东“垂直监督”的情境下,无实际控制人企业应将内部控制建设上升至战略高度,通过优化业务流程、强化信息透明度和完善风险控制机制,以制度确定性应对股权结构不确定性。就监管层面而言,核心任务是补齐制度短板、强化机制协同,构建“制度规范—审计监督—市场约束”的立体化监管体系。首先,在制度规范方面,应进一步完善无实际控制人企业的信息披露和治理约束机制,强化中小

股东保护。其次,在审计监督方面,应提升审计准则对无实际控制人企业的适配性和指导性,将控制权结构特征纳入持续经营风险评估的重要考虑因素,引导审计师在识别持续经营风险时不仅关注财务指标,也关注治理结构特征及其风险后果。最后,在市场约束方面,应进一步发挥退市、声誉约束和民事责任机制的惩戒功能。对于长期治理失序且持续整改不足的无实际控制人企业,应强化市场化出清机制;同时,通过声誉损失、监管处罚和民事赔偿等多重约束,促使审计师在业务承接和审计执行中保持应有的职业谨慎,提升 GCO 对企业治理风险的预警功能。

参考文献:

- [1] Bebchuk L A, Cohen A. The costs of entrenched boards[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 78(2): 409-433.
- [2] 田昆儒,李颜苏,薛坤坤. 无实际控制人与盈余价值相关性[J]. *经济管理*, 2024(6): 143-163.
- [3] 刘佳伟,周中胜. 企业无实际控制人与审计收费[J]. *审计研究*, 2021(3): 51-61.
- [4] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(2): 471-517.
- [5] 逯东,黄丹,杨丹. 国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率[J]. *管理世界*, 2019(6): 119-141.
- [6] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [7] Berle A, Means G. *The Modern Corporation and Private Property*[M]. New York: Macmillan, 1932: 62-64.
- [8] 毕立华,罗党论. 无实际控制人与中小投资者保护——来自中国资本市场的经验证据[J]. *金融经济研究*, 2021(6): 113-129.
- [9] Carson E, Fargher N L, Geiger M A, et al. Audit reporting for going-concern uncertainty: A research synthesis[J]. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 2013, 32(Supplement 1): 353-384.
- [10] Carcello J V, Neal T L. Audit committee composition and auditor reporting[J]. *The Accounting Review*, 2000, 75(4): 453-467.
- [11] 廖义刚,王艳艳. 大股东控制、政治联系与审计独立性——来自持续经营不确定性审计意见视角的经验证据[J]. *经济评论*, 2008(5): 86-93.
- [12] Lehmann C M, Norman C S. The effects of experience on complex problem representation and judgment in auditing: An experimental investigation[J]. *Behavioral Research in Accounting*, 2006, 18(1): 65-83.
- [13] 江伟,李斌. 审计任期与审计独立性——持续经营审计意见的经验研究[J]. *审计与经济研究*, 2011(2): 47-55.
- [14] Li L, Qi B, Zhang P. The impacts of federal judge ideology on auditor litigation risk and auditor behavior[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2024, 41(3): 1608-1638.
- [15] Gramling A A, Krishnan J, Zhang Y. Are PCAOB-identified audit deficiencies associated with a change in reporting decisions of triennially inspected audit firms? [J]. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 2011, 30(3): 59-79.
- [16] Chow C W, McNamee A H, Plumlee R D. Practitioners' perceptions of audit step difficulty and criticalness: Implications for audit research[J]. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 1987, 6(2): 123-133.
- [17] 李建辉,连炎清. “国家队”持股影响审计收费吗? [J]. *南京审计大学学报*, 2023(3): 31-40.
- [18] Yang X, Jiang F, Nofsinger J R, et al. Multiple large shareholders and audit fees: Demand-side evidence from China[J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2025, 52(1): 342-373.
- [19] Mutchler J F. Auditor's perceptions of the going-concern opinion decision[J]. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 1984, 3(2): 17-30.
- [20] Dhaliwal D, Michas P N, Naiker V, et al. Greater reliance on major customers and auditor going-concern opinions[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2020, 37(1): 160-188.
- [21] Chen C, Martin X, Wang X. Insider trading, litigation concerns, and auditor going-concern opinions[J]. *The Accounting Review*, 2013, 88(2): 365-393.
- [22] 孙晓燕,刘亦舒. 股权质押、员工持股计划与大股东自利行为[J]. *会计研究*, 2021(4): 117-129.
- [23] 吴清华,田高良. 终极产权、控制方式与审计委员会治理需求——一项基于中国上市公司的实证研究[J]. *管理世界*, 2008(9): 124-138.
- [24] Ashbaugh-Skaife H, Collins D W, LaFond R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(1/2): 203-243.

- [25] Gunny K A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks[J]. Contemporary Accounting Research, 2010, 27(3): 855-888.
- [26] 伍利娜,郑晓博,岳衡. 审计赔偿责任与投资者利益保护——审计保险假说在新兴资本市场上的检验[J]. 管理世界, 2010(3): 32-43.
- [27] 周楷唐,麻志明,吴联生. 持续经营审计意见是否具有额外价值?——来自债务融资的证据[J]. 会计研究, 2016(8): 81-88.
- [28] 彭雯,张立民,钟凯,等. 监管问询的有效性研究:基于审计师行为视角分析[J]. 管理科学, 2019(4): 17-30.
- [29] Chen S, Sun S Y J, Wu D. Client importance, institutional improvements, and audit quality in China: An office and individual auditor level analysis[J]. The Accounting Review, 2010, 85(1): 127-158.
- [30] 蔡真,万兆. 区域市场整合与中国企业资本配置效率——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 中国农村经济, 2023, (11): 140-163.
- [31] 王晓珂,王艳艳,于李胜,等. 审计师个人经验与审计质量[J]. 会计研究, 2016(9): 75-81.
- [32] 李晓慧,陈沁,顾振. 行业自律监管与所内审计师更换——来自中注协执业质量检查的证据[J]. 审计研究, 2021(6): 61-72.
- [33] 宋献中,潘婧,韩杰. 资本市场国际化的鞭策效应:A 股纳入 MSCI 指数与企业 ESG 表现[J]. 数量经济技术经济研究, 2024(4): 153-172.
- [34] 涂国前,石琦. 战略联盟、信息披露与股价同步性[J]. 会计研究, 2024(10): 33-50.
- [35] 李甜甜,任驿佳. 职工董事与审计师风险应对[J]. 审计研究, 2025(4): 117-132.

[责任编辑:黄 燕]

Absence of Actual Controllers and Going-Concern Audit Opinions

LYU Xianpei, ZHENG Tianjiao, JING Kun

(School of Accounting, Southwest University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

Abstract: In the face of the increasing number of enterprises without actual controllers, how auditors view this special governance structure needs to be empirically tested. Taking Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2011 to 2024 as research samples, this paper discusses the relationship between the absence of actual controllers and going-concern audit opinions. The study found that companies without actual controllers are more likely to be issued a going concern audit opinion. Further distinguishing the types of opinions, it is found that such enterprises are more likely to be issued to continue operations and cannot express opinions. The mechanism test shows that the absence of actual controllers increases the business risk and litigation risk of the enterprise, which in turn leads to an increase in the probability of being issued a going concern audit opinion. Heterogeneity analysis reveals that when auditors have rich experience, investors pay more attention, the quality of information disclosure is poor, and the quality of internal control is low, companies without actual controllers are more likely to be issued a going concern audit opinion. After testing, the auditor issued a going concern audit opinion for the sake of maintaining reputation capital and avoiding regulatory risks, and the motivation was verified. The research conclusions have important implications for understanding the auditor's risk decision-making mechanism and improving corporate governance.

Key Words: absence of actual controllers; going-concern audit opinion; business risk; litigation risk; corporate governance; auditor decision-making