

## 政府补贴如何影响企业价值——基于内部控制视角的研究

葛超

深圳职业技术大学经济学院 广东深圳

**【摘要】**政府补贴作为一种重要的政策工具，被广泛应用于促进企业创新、推动产业升级以及增强企业竞争力等诸多领域。本文基于中国 A 股上市公司数据，实证检验政府补贴对企业价值的影响及内部控制的调节效应。研究发现，政府补贴显著提升企业价值，且高质量的内部控制能够强化这一促进作用。这也表明优化内部控制是提高补贴资源利用效率、放大政策红利的重要途径。本文的研究有助于减少政府补贴所引发的争议，同时为优化内部控制、增加政府补贴等政策性资源以及政府补贴如何增加企业价值提供了理论依据，具有一定的理论价值和现实意义。

**【关键词】**政府补贴；内部控制；企业价值

**【基金项目】**本文系深圳职业技术大学 2023 年度校级科研启动项目：“内部控制与企业高质量发展：基于政府补贴全流程视角”（编号：6023312001S）的研究成果。

**【收稿日期】**2025 年 3 月 1 日 **【出刊日期】**2025 年 4 月 2 日 **【DOI】**10.12208/j.aif.20250002

### How government subsidies affect enterprise value: A study from the perspective of internal control

Chao Ge

School of Economics, Shenzhen Polytechnic University, Shenzhen, Guangdong

**【Abstract】** Government subsidies, as an important policy instrument, are widely used to promote corporate innovation, drive industrial upgrading, and enhance corporate competitiveness. Based on data from A-share listed companies in China, this paper empirically examines the impact of government subsidies on corporate value and the moderating effect of internal control. The study finds that government subsidies significantly enhance corporate value, and high-quality internal control further strengthens this positive effect. This suggests that optimizing internal control is an important way to improve the efficiency of subsidy resource utilization and amplify policy benefits. Our research helps mitigate controversies surrounding government subsidies and provides theoretical support for optimizing internal control, increasing policy-based resources such as government subsidies, and understanding how subsidies can increase corporate value. It holds both theoretical and practical significance.

**【Keywords】** Government subsidies; Internal control; Corporate value

#### 1 引言

企业价值是衡量企业契约管理效率的关键指标，综合反映其投融资效率与资本经营效果，为企业资本增值提供量化参考（陈艳利等, 2018）<sup>[1]</sup>。它既涵盖企业现有价值，也包含潜在获利能力（Miller, 1958）<sup>[2]</sup>，而未来经济收益能力则是决定企业内在价值的核心因素（李雪婷等, 2017）<sup>[3]</sup>。企业作为经济增长的核心动力，其价值创造与提升成为学术界和实务界共同关注的焦点。有学者基于内部角度探究企业

价值的因素如 ESG 表现（Chasiotis et al., 2024）<sup>[4]</sup>、企业风险水平（Bhuiyan et al., 2020）<sup>[5]</sup>、数字技术创新（陶锋等, 2023）<sup>[6]</sup>、股权激励（曹春方和蔡贵龙, 2023）等<sup>[7]</sup>。还有一部分学者从外部因素的视角研究对企业价值的影响，表明经济政策（雷新途和姜君如, 2024）<sup>[8]</sup>、自然灾害（高佳和荣鹰, 2022）<sup>[9]</sup>、税收优惠政策（王晖和谢申祥, 2024）等<sup>[10]</sup>也会影响企业价值。

除了以上因素外，由于中国多年来一直坚持推

动企业扶持政策,因此政府补贴能否影响企业价值也被部分学者加以研究。然而,关于政府补贴对企业价值影响的研究结果却呈现出显著的异质性。一方面,有学者认为政府补贴能够为企业额外的资源,缓解企业融资约束,从而促进企业投资、创新和绩效提升(杨洋等,2015<sup>[11]</sup>; Brown et al., 2012<sup>[12]</sup>),进而提升企业价值;另一方面,部分研究指出政府补贴可能引发企业的“依赖性”或“寻租行为”(余明桂等,2010)<sup>[13]</sup>,导致资源配置效率低下,对企业价值产生负面影响。这种矛盾的研究结论引发了进一步的思考:政府补贴对企业价值的影响到底如何?

在企业治理结构中,内部控制作为企业内部的一种重要管理机制,对于企业的资源配置效率、风险管理和战略执行等方面发挥关键作用。但内部控制对于企业价值的影响却存在争议。部分学者认为内部控制能够有助于企业规避风险(Jain & Rezaee, 2006)<sup>[14]</sup>、提高会计信息质量(Doyle et al., 2007)<sup>[15]</sup>以及降低融资成本(Ashbaugh-Skaife et al., 2010)<sup>[16]</sup>,因此内部控制有助于企业价值创造。但是(Engel et al., 2007<sup>[17]</sup>; Zhang, 2007<sup>[18]</sup>)认为过于强调内部控制反而会“矫枉过正”,使经理人过度避免风险进而产生大量成本甚至丧失发展机会。还有学者认为两者之间没有关系(Messod et al., 2008)<sup>[19]</sup>。当涉及到政府补贴时内部控制对于企业价值的影响可能会更为复杂。内部控制可以抑制经理人的机会主义行为以及控股股东的“隧道挖掘”行为,防止补贴资金被挪用或滥用(张新民等,2019)<sup>[20]</sup>,促进政府补贴转为生产力的效率,从而增强政府补贴对企业价值的提升效果。但是高度的内部控制建设所带来的成本是否会降低政府补贴所带来的“资源效应”?因此政府补贴、内部控制以及企业价值这三者的关系还有待实证检验。

基于此本文以2013-2023年的中国A股非金融上市公司为样本,对政府补贴与企业市场价值之间的关系以及内部控制在两者关系发挥的作用进行实证检验。研究发现,政府补贴能够增加企业的市场价值;内部控制质量越高,政府补贴对于对企业市场价值提升越大。

本文的可能贡献:首先,丰富了政府补贴的经济后果,证实了在中国情境下政府补贴能够有效提升企业的市场价值,这有助于澄清政府补贴所引发的

争议。其次,已有文献中虽然讨论了政府补贴对于企业的影响,但却忽视了企业自身治理能力。政府补贴是否运用到实处以及是否有效提升企业价值终究还是要依靠企业自身经营体系,因而本文将内部控制作为调节变量进行深入分析。再次,本文基于中国多年采用企业扶持政策的情景,以政府补贴为切入点探究了企业价值的影响因素。这能够为中国政府不断扩大财政支出的行为提供理论支撑,具有重要的理论价值和现实意义。

## 2 理论分析与研究假设

政府补贴是政府为了履行其社会经济职能,对市场主体给予的一种无偿支付,以此实现防止市场失灵以及调节国民经济的目的(杨志安,2015)<sup>[21]</sup>,因此无偿性是政府补贴的重要特点。作为无需支付任何代价的资金流入企业,理应会影响到企业的日常经营活动(鄢姿俏和李婉丽,2023)<sup>[22]</sup>。最直观的影响即是缓解了企业的资金压力。融资约束是企业发展的重要障碍,首先,企业需要资金周转以维持日常经营活动,但面临融资约束的企业又难以通过内外渠道获得融资(Czarnitzki & Hottenrott, 2011)<sup>[23]</sup>,正常经营活动受阻造成业绩恶化,再次加剧融资困境,形成恶性循环。其次,企业需要资金进行技术创新来获得竞争优势。新时代中国经济已经由高速增长转向高质量发展,市场会对企业有更高的要求 and 预期,因此企业需要进行技术创新提升生产效率和形成核心竞争力来避免被市场淘汰或者获得更多成长空间(杨震宁和赵红,2020)<sup>[24]</sup>。然而由于创新活动具有长周期、高风险以及外部性的特点(陈红等,2018)<sup>[25]</sup>,导致市场自发的创新资本配置往往偏离最优水平,企业不可避免的会面临研发资金不足的困境(陈钰芬等,2024)<sup>[26]</sup>。政府补贴不同于其他融资途径,无偿性的特点会导致政府补贴在缓解融资约束时更有优势,因此政府补贴能够降低企业退出概率(Amezcuca et al., 2013<sup>[27]</sup>; Dhautois et al., 2015<sup>[28]</sup>)、提升其创新积极性(Brown et al., 2012)<sup>[12]</sup>,为未来发展提供更大空间,进而增大企业市场价值提升的可能性。

另外,积极的信号传递效应也是政府补贴的特点之一。政府补贴的数量有限,因此发放时通常需要对项目的可行性、潜在价值等方面进行严格审批。所以政府补贴在一定程度上可以视为“政府认可”的标

笠（王曙光和梁爽, 2025）<sup>[29]</sup>，降低了投资者与企业间的信息不对称程度，为规避风险、降低股票价格波动带来的不确定性，市场投资者将倾向于购买受补企业股票，推动企业股价上涨（韩乾和洪永森, 2014）<sup>[30]</sup>。此外在政府补贴“认证效应”作用下，企业的社会声誉能够得到有效提升，获得长期债权融资、股权融资等长期融资的可能性得以提升（池仁勇等, 2021）<sup>[31]</sup>。这有助于企业摆脱融资约束造成的恶性循环，推动企业业绩增长进而增加企业价值。根据上述分析，本文提出如下假设：

### H1：政府补贴能够增加企业的市场价值

然而，虽然政府补贴能够可以缓解企业的融资压力，提升企业的社会认可度。但是政府补贴的引入也会引发寻租、资金滥用等问题（余明桂等, 2010）<sup>[13]</sup>，尤其中国资本市场中企业所有权结构相较于其他国家更为集中（Jiang & Kim, 2020）<sup>[32]</sup>，寻租、资金滥用的问题可能更容易引发，因此单纯依靠政府计划来推动企业价值的提升可能是不够的。为了更有效利用政府补贴，使其正面效益达到最大化，还需要企业的内部治理体系加以配合。内部控制是内部治理体系的重要组成部分，健全完善的内部控制会提升企业的信息披露程度和会计信息质量（Ashraf, 2024<sup>[33]</sup>；Yan et al., 2024<sup>[34]</sup>），降低企业各部门以及企业与投资者之间的信息不对称，抑制经理人的机会主义行为以及控股股东的“隧道挖掘”行为（张新民等, 2019）<sup>[20]</sup>。因此内部控制可以有效避免政府补贴在企业内部使用时遭受侵占或者滥用的可能性，提升政府补贴的使用效率。此外，政府补贴引发的寻租行为通常是基于政治联系（Cull et al., 2015）<sup>[35]</sup>，这种非生产性的寻租行为为不仅无助于提高企业绩效（余明桂等, 2010）<sup>[13]</sup>，还容易滋生官员腐败和企业高管权利的滥用（Hellman et al., 2003）<sup>[36]</sup>。但在健全的内部控制系统和固化的财务报告系统环境下，隐藏寻租行为的痕迹会更加困难、成本更高（陈骏等, 2021）<sup>[37]</sup>，因此内部控制会引导企业采取正当的生产行为如提出可行、有价值的创新方案来增加获得政府补贴的可能性，这有益于促进政府补贴被使用在增加企业价值的过程中。虽然内部控制建设会带来一定成本，但是中国的内部控制体系不同于美国，中国的企业内部控制是以“促进企业实现发展战略”为导向，美国则是以“提高财务报告可靠性”为

目标，两者对于风险的态度并不一致。前者认为风险中性，危险与机会并存，主张动态管控风险水平，权衡风险与收益以创造价值；后者则将风险视为危险和损失，强调通过控制措施将其降至最低，反而容易“矫枉过正”产生大量成本（杨道广等, 2019）<sup>[38]</sup>。

基于此，本文提出如下假设：

**H2：在其他条件相同的情况下，内部控制质量越高，政府补贴对于对企业市场价值提升越大。**

## 3 研究设计

### 3.1 数据来源

由于 2012 年中国内部控制规范体系开始实施，因此本文以 2013 年至 2023 年中国 A 股上市公司数据为样本，按照以往研究惯例对本对样本数据进行以下处理：（1）剔除 ST、PT 异常状态企业样本；（2）剔除金融行业的企业；（3）剔除关键变量缺失的数据。所有数据均来自中国股票市场与会计研究数据库（CSMAR 数据库），为非平衡面板数据。为了提升研究结论的可靠性，本文对连续变量分别进行了 1%和 99%分位数缩尾处理。

### 3.2 变量定义与模型构建

#### （1）被解释变量

本文的被解释变量为企业价值，本文参考如（詹新宇等, 2024）<sup>[39]</sup>的做法，选择以托宾 Q 值（TobinQ）作为企业价值的代理变变量。本文托宾 Q 值数据源自 CSMAR 数据库，具体算法是： $TobinQ = \text{公司市场价格} / \text{公司重置成本} = \text{市值} / \text{资产总额}$ 。其中， $\text{市值} = A \text{ 股} \times \text{今收盘价} + A \text{ 股当期值} + \text{境内上市的外资股} + B \text{ 股} \times \text{今收盘价} + B \text{ 股当期值} + (\text{总股数} - \text{人民币普通股} - \text{境内上市的外资股} + B \text{ 股}) \times (\text{所有者权益合计期末值} / \text{实收资本本期期末值}) + \text{负债合计本期期末值}$ 。

#### （2）解释变量

本文的解释变量为政府补贴，选择以上市企业财务报表附注中的政府补助总金额来表示政府补贴，且考虑到不同企业的差异，本文参考（黎文靖和郑曼妮, 2016）<sup>[40]</sup>的做法对政府补贴进行标准化处理即将各公司的政府补助总金额除以其总资产。

#### （3）调节变量

本文以内部控制作为解释变量，引用 DIB 迪博内部控制与风险管理数据库的内部控制指数衡量企业内部控制质量，为了更准确衡量企业的内部控制质量以及方便观察其经济意义因此本文将迪博内部

控制指数除以 100。

#### (4) 控制变量

借鉴(黎文靖和郑曼妮, 2016)<sup>[40]</sup>、(詹新宇等, 2024)<sup>[39]</sup>等研究。选取企业规模(Size)、董事会规模(Board)、独立董事比例(Indep)、第一大股东

持股比例(Top1)、企业上市年限(ListAge)、总资产收益率(Roa)、资产负债率(Lev)、营业收入增长率(Growth)、无形资产比例(Intang)以及固定资产比例(Ppe)作为控制变量, 具体变量说明见表 1。

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	企业价值	TobinQ	企业市场价值总和/总资产
解释变量	政府补贴	Sub	政府补助/总资产
调节变量	内部控制质量	IC	迪博内部控制指数/100
	企业规模	Size	总资产的自然对数
	总资产收益率	Roa	净利润/总资产
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	无形资产比率	Intang	无形资产/总资产
	固定资产比率	Ppe	固定资产/总资产
控制变量	营业收入增长率	Growth	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	企业上市年限	ListAge	企业上市年限加 1 的自然对数
	第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股比例
	董事会规模	Board	董事会人数的自然对数
	独立董事比例	Indep	独立董事人数占董事会人数的比例
	企业	Stkcd	企业固定效应
	年份	Year	年份固定效应

### 3.3 模型构建

为了验证假设, 本文构建如下模型(1)和模型(2)进行回归分析

$$\text{TobinQ} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sub}_{it} + \sum \text{Controls} + \sum \text{Firm} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{TobinQ} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sub}_{it} + \beta_2 \text{Sub}_{it} * \text{IC}_{it} + \beta_3 \text{IC}_{it} + \sum \text{Controls} + \sum \text{Firm} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, TobinQ 表示企业价值; Sub<sub>it</sub> 表示政府补贴; IC<sub>it</sub> 表示内部控制质量; Controls 代表一系列控制变量; Firm 和 Year 代表企业个体以及年份的固定效应; ε<sub>it</sub> 代表随机扰动项, 另外本文在企业层面对标准误差进行了聚类处理, 以解决潜在的异方差性和自相关问题。

## 4 实证结果与分析

### 4.1 描述性统计

根据表 2 所示, 企业价值变量 TobinQ 的标准差为 1.34, 25 分位数与 75 分位数分别为 1.248 和 2.381,

这表示不同企业的企业价值差距较大, 结果与(詹新宇等, 2024)<sup>[39]</sup>研究一致。政府补贴变量 Sub 的均值为 0.006, 标准差为 0.007, 中位数为 0.004, 可见在考虑了不同企业资产规模的影响, 各个企业获得政府补贴强度差异较小, 同时也表示获得政府补贴已经成为普遍现象, 数据特征与(黎文靖和郑曼妮, 2016)<sup>[40]</sup>研究相符。内部控制质量变量 IC 的均值和中位数分别为 6.223 和 6.550, 标准差为 1.470, 表明不同企业之间的内部控制质量差距较大。

### 4.2 企业价值、政府补贴与内部控制

表 3 展示了政府补贴如何影响企业价值以及内部控制在其中发挥的作用。表 2 第(1)列中政府补贴 Sub 的系数为 5.343 且在 1% 水平显著, 表明政府补贴能够有效增加企业价值, 这一结果基本验证了假设 H1。表 2 第(2)列, 政府补贴与内部控制质量变量的交互项 Sub\*IC 系数为 2.733<sup>1</sup>, 符号方向与第

<sup>1</sup> 为避免共线性的影响以及更直观的体现回归系数的含义,

在生成交互项时本文采用了去中心化的处理方式, 下同。

(1) 列中 Sub 的系数保持一致,且在 5%水平上显著。这表示内部控制能够强化政府补贴对于企业价值的正向效应,验证了假设 H2。

## 5 稳健性检验

### 5.1 替换政府补助

由于 2017 年中国财政部修订了《企业会计准则第 16 号——政府补助》,在修订后的准则中将与企业日常活动相关的政府补助,计入其他收益,与企业日常活动无关的政府补助计入营业外支出。由于企业价值主要是对于企业自身经营成果的体现,因此本文在 2017 年及以后年份只统计计入其他收益的政府补助,生成变量 Sub2。结果如表 4 所示,第 (1) 列中 Sub2 的系数为 5.576,且保持 1%的显著水平,第 (2) 列中交互项 Sub2\*IC 的系数为 3.321,显著水平在 5%以上,这一结果与前文并无实质性区别。

### 5.2 替换企业价值

参考(詹新宇等, 2024)<sup>[39]</sup>的做法,本文采用以下两种方式重新衡量企业价值:  $TobinQ\_2 = \text{市值 A} / (\text{资产总额} - \text{无形资产净额} - \text{商誉净额})$ ;  $TobinQ\_3 = \text{市值 B} / \text{资产总额}$ 。其中市值 B = (总股本 - 境内上市的外资股 B 股) × 今收盘价 A 股当期值 + 境内上市的外资股 B 股 × 今收盘价 B 股当期值 + 负债合计本

期期末值。将替换后,企业价值变量重新代入模型(1)和模型(2),结果如表 5 所示,政府补贴变量 Sub 以及交互项 Sub\*IC 符号方向依旧保持一致且至少在 5%水平上显著为正,从而增强了本文的稳健性。

### 5.3 定义高质量内部控制

前文中是将迪博内部控制指数这一连续变量作为调节变量,为了增强本文结论的稳健性,本文参考张新民等(2021)<sup>[41]</sup>的做法。若内部控制指数高于其年度—行业中位数则取值为 1 否则为 0,以此生成高质量内部控制变量 ICF。重新进行回归后,结果如表 6 所示,Sub 以及 Sub\*ICF 的系数均在 5%及以上水平上显著为正,这与前文结论保持一致。

### 5.4 倾向性得分匹配(PSM)

按照政府补贴的行业—年份中位数,将样本划分为高低补贴两组。然后采用卡尺为 0.01 的半径匹配方式进行匹配。匹配后平均处理效应(ATT)的 T-stat 值为 4.66,平衡性检验的 %bias 值均小于 10%,表示 PSM 有效处理高低补贴两组之间的差异。接着本文在匹配后的样本中重新进行回归,结果如表 7 所示 Sub 系数在 1%水平上显著为正,Sub\*IC 的系数在 5%水平上显著为正,在一定程度上缓解了选择性偏差问题。

表 2 描述性统计

VarName	Obs	Mean	SD	P25	Median	P75
TobinQ	31966	2.076	1.340	1.248	1.650	2.381
Sub	31966	0.006	0.007	0.002	0.004	0.008
IC	31966	6.223	1.470	6.097	6.550	6.905
Size	31966	22.314	1.285	21.394	22.117	23.036
ROA	31966	0.036	0.068	0.012	0.036	0.069
Lev	31966	0.424	0.203	0.264	0.414	0.571
Intang	31966	0.046	0.051	0.018	0.033	0.056
Ppe	31966	0.208	0.155	0.087	0.177	0.296
Growth	31966	0.143	0.379	-0.043	0.087	0.241
ListAge	31966	2.232	0.774	1.609	2.303	2.944
Top1	31966	0.332	0.146	0.219	0.308	0.429
Board	31966	2.109	0.196	1.946	2.197	2.197
Indep	31966	0.378	0.054	0.333	0.364	0.429

表3 企业价值、政府补贴与内部控制

	(1)	(2)
	TobinQ	TobinQ
Sub	5.343*** (3.53)	5.273*** (3.48)
Sub*IC		2.733** (2.15)
IC		0.014** (2.28)
Size	-0.729*** (-22.33)	-0.732*** (-22.43)
ROA	2.556*** (14.57)	2.510*** (14.15)
Lev	0.471*** (4.28)	0.482*** (4.38)
Intang	0.496* (1.67)	0.502* (1.69)
Ppe	-0.053 (-0.40)	-0.051 (-0.39)
Growth	0.059*** (3.23)	0.056*** (3.05)
ListAge	0.616*** (15.09)	0.621*** (15.20)
Top1	-0.280* (-1.87)	-0.284* (-1.90)
Board	0.119 (1.43)	0.116 (1.40)
Indep	0.682*** (2.78)	0.675*** (2.76)
_cons	16.199*** (21.80)	16.188*** (21.78)
Firm	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	31966	31966
Adj. R <sup>2</sup>	0.655	0.655

表4 替换政府补贴

	(1)	(2)
	TobinQ	TobinQ
Sub2	5.576*** (3.34)	5.430*** (3.23)
Sub2*IC		3.321** (2.35)
IC		0.014** (2.34)
Size	-0.729*** (-22.34)	-0.732*** (-22.44)
ROA	2.559*** (14.60)	2.512*** (14.16)
Lev	0.473*** (4.30)	0.484*** (4.39)
Intang	0.493* (1.66)	0.504* (1.70)
Ppe	-0.053 (-0.41)	-0.051 (-0.39)
Growth	0.058*** (3.20)	0.055*** (3.00)
ListAge	0.615*** (15.05)	0.619*** (15.17)
Top1	-0.280* (-1.87)	-0.285* (-1.91)
Board	0.119 (1.43)	0.116 (1.40)
Indep	0.683*** (2.79)	0.677*** (2.77)
_cons	16.211*** (21.82)	16.191*** (21.78)
Firm	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	31966	31966
Adj. R <sup>2</sup>	0.655	0.655

表5 替换企业价值

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TobinQ_2	TobinQ_2	TobinQ_3	TobinQ_3
Sub	4.474** (2.55)	4.375** (2.48)	9.089*** (4.54)	8.869*** (4.44)
Sub*IC		3.474** (2.41)		5.000*** (3.29)
IC		0.016** (2.38)		0.012 (1.56)
Size	-0.704*** (-18.97)	-0.708*** (-19.10)	-0.872*** (-22.64)	-0.873*** (-22.76)
ROA	2.968*** (15.14)	2.917*** (14.71)	3.550*** (16.80)	3.527*** (16.44)
Lev	0.385*** (3.10)	0.398*** (3.21)	0.436*** (3.34)	0.443*** (3.40)
Intang	4.268*** (8.35)	4.276*** (8.37)	0.456 (1.22)	0.466 (1.25)
Ppe	-0.471** (-2.56)	-0.468** (-2.55)	-0.202 (-1.30)	-0.201 (-1.30)
Growth	0.126*** (6.11)	0.122*** (5.90)	0.173*** (7.42)	0.171*** (7.29)
ListAge	0.681*** (14.81)	0.687*** (14.93)	-0.545*** (-10.40)	-0.540*** (-10.30)
Top1	-0.348** (-2.03)	-0.352** (-2.06)	0.059 (0.32)	0.062 (0.34)
Board	0.067 (0.64)	0.064 (0.61)	0.180* (1.80)	0.177* (1.77)
Indep	0.695** (2.46)	0.687** (2.43)	0.722** (2.48)	0.715** (2.46)
_cons	15.776*** (18.27)	15.759*** (18.25)	22.080*** (25.20)	22.025*** (25.23)
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	31966	31966	31966	31966
Adj. R2	0.655	0.656	0.694	0.694

表 6 定义高质量内部控制

	(1)	(2)
	TobinQ	TobinQ
Sub	6.634*** (3.46)	3.238** (1.96)
Sub*ICF	6.542*** (3.35)	4.878*** (2.79)
ICF	0.016 (1.02)	0.004 (0.28)
Size		-0.729*** (-22.32)
ROA		2.500*** (14.16)
Lev		0.469*** (4.26)
Intang		0.507* (1.71)
Ppe		-0.051 (-0.39)
Growth		0.053*** (2.89)
ListAge		0.620*** (15.17)
Top1		-0.283* (-1.90)
Board		0.117 (1.41)
Indep		0.678*** (2.77)
_cons	2.007*** (152.84)	16.199*** (21.79)
Firm	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	31966	31966
Adj. R <sup>2</sup>	0.611	0.655

表 7 倾向性得分匹配

	(1)	(2)
	Tobin	Tobin
Sub	5.234*** (3.45)	5.152*** (3.39)
Sub*IC		2.855** (2.25)
IC		0.014** (2.29)
Size	-0.728*** (-22.34)	-0.731*** (-22.44)
ROA	2.583*** (14.89)	2.538*** (14.50)
Lev	0.478*** (4.43)	0.489*** (4.52)
Intang	0.507* (1.72)	0.513* (1.74)
Ppe	-0.051 (-0.39)	-0.049 (-0.38)
Growth	0.056*** (3.13)	0.053*** (2.95)
ListAge	0.615*** (15.07)	0.619*** (15.19)
Top1	-0.277* (-1.85)	-0.281* (-1.88)
Board	0.123 (1.48)	0.120 (1.45)
Indep	0.689*** (2.81)	0.682*** (2.79)
_cons	16.169*** (21.77)	16.155*** (21.76)
Firm	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	31960	31960
Adj. R <sup>2</sup>	0.655	0.655

## 6 结论

国内外对于政府补贴能否提升企业价值进行了探讨，一些研究认为政府补贴能够促进企业价值增

加（郝凤霞和郑婷婷，2019<sup>[42]</sup>；宋加山等<sup>[43]</sup>，2020；Lee et al., 2014<sup>[44]</sup>），但是也有研究认为政府补贴具有“挤出效应”反而挫伤了企业未来发展的潜力（武

咸云等, 2017<sup>[45]</sup>; Chen et al., 2023<sup>[46]</sup>; Wu et al., 2023<sup>[47]</sup>)。基于此, 本文立足于中国情景, 以 2013-2023 年中国 A 股非金融行业上市公司为研究样本进行实证检验, 结果表明: 政府补贴的确有效提升了企业价值。但以往研究忽略了公司自身治理体系在其中发挥的作用。政府补助终究要落实于企业自身, 其使用过程是基于公司内部流程的基础得以展开, 因此企业内在治理体系的作用不容忽视。因此, 本文再次探讨了内部控制对于两者关系的作用, 发现高质量的内部控制能够增强政府补贴对于企业价值的提升效果。为了保证结果的稳健性采取了一系列的稳健性检验, 结果依旧与预期一致。

由此也可以得出如下启示: 首先, 在中国情境下, 政府补贴是能够有效提升企业价值的, 这与当下中国政府扩张财政支出规模以及扩大政府补贴的受益群体的政策方向是相呼应的, 从理论的角度进行了验证。其次, 内部控制体系的健全和完善仍应将继续加强。它能够提升政府补贴的使用效率。目前中国虽然在扩大政府补贴的规模, 但是这很大程度上受当下的经济形势的影响, 未来政府补贴的发放可能会有所收缩或者更侧重于某一行业, 所以企业应以加强自身建设为根本, 投入更多人力与财务资源强化内部控制体系。越完善的内部控制体系, 越能够发挥政府补贴的正面效应, 达到事半功倍的效果, 这对于提升企业竞争能力与企业市场价值具有重要的显示意义。最后, 由于中国的《企业内部控制规范》及其配套指引属于“全面风险内部控制”, 这与美国的“财务报告内部控制”存在差异(杨道广等, 2019<sup>[48]</sup>; Chen et al., 2020<sup>[49]</sup>), 因此在政策制定、执行以及后续的监管过程中需要结合中国情景进行考虑。此外, 在目前的中国市场中政府干预程度仍较大, 政策制定与监管当局应思考在后续发展中如何调动企业自身的积极性推动整个市场的内部控制建设进程, 这有利于增加中国企业的整体价值。

### 参考文献

- [1] 陈艳利, 梁田, 徐同伟. (2018). 国有资本经营预算制度、管理层激励与企业价值创造. 山西财经大学学报, 40(6), 89-100.  
<https://doi.org/10.13781/j.cnki.1007-9556.2018.06.007>
- [2] Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, 48, 261-297.
- [3] 李雪婷, 宋常, 郭雪萌. (2017). 碳信息披露与企业价值相关性研究. 管理评论, 29(12), 175-184.  
<https://doi.org/10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2017.12.016>
- [4] Chasiotis, I., Gounopoulos, D., Konstantios, D., & Patsika, V. (2024). ESG Reputational Risk, Corporate Payouts and Firm Value. British Journal of Management, 35(2).
- [5] Bhuiyan, Md. B. U., Cheema, M. A., & Man, Y. (2020). Risk Committee, Corporate Risk-Taking, and Firm Value. SSRN Electronic Journal.  
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3681601>
- [6] 陶锋, 朱盼, 邱楚芝, 王欣然. (2023). 数字技术创新对企业市场价值的影响研究. 数量经济技术经济研究, 40(5), 68-91.  
<https://doi.org/10.13653/j.cnki.jqte.20230310.010>
- [7] 曹春方, 蔡贵龙. (2023). 知识经济时代员工持股与企业价值——员工持股试点政策的准自然实验证据. 管理科学学报, 26(9), 41-62.  
<https://doi.org/10.19920/j.cnki.jmsc.2023.09.003>
- [8] 雷新途, 姜君如. (2024). 经济政策不确定性、实体投资资产专用性与企业价值——来自中国上市公司的经验证据. 会计研究, (1), 122-138.
- [9] 高佳, 荣鹰. (2022). 自然灾害对企业价值的实质影响——基于中国上市公司地震公告的事件研究. 管理科学学报, 25(4), 67-87.  
<https://doi.org/10.19920/j.cnki.jmsc.2022.04.004>
- [10] 王晖, 谢申祥. (2024). 资本偏向型税收优惠政策与企业价值——来自固定资产加速折旧政策的经验研究. 南开经济研究, (1), 165-183.  
<https://doi.org/10.14116/j.nkes.2024.01.010>
- [11] 杨洋, 魏江, 罗来军. (2015). 谁在利用政府补贴进行创新?——所有制和要素市场扭曲的联合调节效应. 管理世界, (1), 75-86, 98, 188.
- [12] Brown, J. R., Martinsson, G., & Petersen, B. C. (2012). Do financing constraints matter for R&D? European Economic Review, 56(8), 1512-1529.  
<https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2012.07.007>

- [13] 余明桂, 回雅甫, 潘红波. (2010). 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性. *经济研究*, 45(3), 65–77.
- [14] Jain, P. K., & Rezaee, Z. (2006). The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Capital-Market Behavior: Early Evidence. *Contemporary Accounting Research*, 23(3), 629–654. <https://doi.org/10.1506/2GWA-MBPJ-L35D-C4K6>
- [15] Doyle, J. T., Ge, W., & Mcvay, S. (2007). Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting. *Accounting Review*, 82(5), 1141–1170.
- [16] Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., Kinney, W. R., & Lafond, A. R. (2010). The Effect of SOX Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 1–43.
- [17] Engel, E., Hayes, R. M., & Wang, X. (2007). The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions. *Journal of Accounting & Economics*, 44(1–2), 116–145.
- [18] Zhang, I. X. (2007). Economic consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 74–115. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.02.002>
- [19] Messod, Daniel, Beneish, Mary, Brooke, Billings, ... Hodder. (2008). Internal Control Weaknesses and Information Uncertainty. *Accounting Review*.
- [20] 张新民, 葛超, 杨道广, 刘念. (2019). 税收规避、内部控制与企业风险. *中国软科学*, (9), 108–118.
- [21] 杨志安. (2015). 《中国现阶段财政政策调控研究》. 沈阳: 辽宁大学出版社.
- [22] 鄢姿俏, 李婉丽. (2023). 公平竞争审查与政府补贴竞争中性. *财经研究*, 49(10), 124–138. <https://doi.org/10.16538/j.cnki.jfe.20230517.302>
- [23] Czarnitzki, D., & Hottenrott, H. (2011). R&D investment and financing constraints of small and medium-sized firms. *Small Business Economics*, 36(1), 65–83. <https://doi.org/10.1007/s11187-009-9189-3>
- [24] 杨震宁, 赵红. (2020). 中国企业的开放式创新: 制度环境、“竞合”关系与创新绩效. *管理世界*, 36(2), 139–160, 224. <https://doi.org/10.19744/j.cnki.11-1235/f.2020.0027>
- [25] 陈红, 纳超洪, 雨田木子, 韩翔飞. (2018). 内部控制与研发补贴绩效研究. *管理世界*, 34(12), 149–164. <https://doi.org/10.19744/j.cnki.11-1235/f.2018.0040>
- [26] 陈钰芬, 陈锦颖, 范嵩盈. (2024). 政府研发补贴对创新资本错配的影响研究. *科研管理*, 1–15.
- [27] Amezcua, A. S., Grimes, M. G., Bradley, S. W., & Wiklund, J. (2013). Organizational Sponsorship and Founding Environments: A Contingency View on the Survival of Business-Incubated Firms, 1994–2007. *Academy of Management Journal*, 56(6), 1628–1654. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.0652>
- [28] Duhautois, R., Redor, D., & Desiège, L. (2015). Long Term Effect of Public Subsidies on Start-up Survival and Economic Performance: An Empirical Study with French Data. *Revue d'économie industrielle*, 11–41. <https://doi.org/10.4000/rei.6063>
- [29] 王曙光, 梁爽. (2025). 政府创新补贴对企业创新的影响——兼论从财务补贴到制度补贴的转型. *改革*, (1), 107–124.
- [30] 韩乾, 洪永淼. (2014). 国家产业政策、资产价格与投资者行为. *经济研究*, 49(12), 143–158.
- [31] 池仁勇, 阮鸿鹏, 於珺. (2021). 新能源汽车产业政府补助与市场融资的创新激励效应. *科研管理*, 42(5), 170–181. <https://doi.org/10.19571/j.cnki.1000-2995.2021.05.019>
- [32] Jiang, F., & Kim, K. A. (2020). Corporate Governance in China: A Survey\*. *Review of Finance*, 24(4), 733–772. <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa012>
- [33] Ashraf, M. (2024). Does automation improve financial reporting? Evidence from internal controls. *Review of Accounting Studies*. <https://doi.org/10.1007/s11142-024-09822-y>
- [34] Yan, J., Hu, H., & Hu, Y. (2024). Does internal control improve enterprise environmental, social, and governance information disclosure? Evidence from China. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 31(5). <https://doi.org/Does internal control improve enterprise environmental, social, and governance information disclosure? Evidence from China>

- [35] Cull, R., Li, W., Sun, B., & Xu, L. C. (2015). Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms. *Journal of Corporate Finance*, 32, 271–294.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.012>
- [36] Hellman, J. S., Jones, G., & Kaufmann, D. (2003). Seize the state, seize the day: State capture and influence in transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 751–773. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2003.09.006>
- [37] 陈骏, 徐捍军, 林婧华. (2021). 企业寻租如何影响审计意见购买? *会计研究*, (7), 180–192.
- [38] 杨道广, 王佳妮, 陈丽蓉. (2019). “矫枉过正”抑或“合理管控”?——内部控制在企业创新中的作用. *经济管理*, 41(8), 113–129.  
<https://doi.org/10.19616/j.cnki.bmj.2019.08.007>
- [39] 詹新宇, 王蓉蓉, 梁蓝心. (2024). 大道至简: “减证便民”提升企业价值了吗. *经济管理*, 46(4), 175–191.  
<https://doi.org/10.19616/j.cnki.bmj.2024.04.010>
- [40] 黎文靖, 郑曼妮. (2016). 实质性创新还是策略性创新?——宏观产业政策对微观企业创新的影响. *经济研究*, 51(4), 60–73.
- [41] 张新民, 葛超, 杨道广, 刘念. (2021). 税收规避、内部控制与会计欺诈. *中国会计评论*, 19(1), 107–130.
- [42] 郝凤霞, 郑婷婷. (2019). 产权性质、财政补贴与企业价值研究. *工业工程与管理*, 24(4), 160–166.  
<https://doi.org/10.19495/j.cnki.1007-5429.2019.04.021>
- [43] 宋加山, 赵锐程, 郭婷婷. (2020). 基于中介效应模型的政府补贴、政治关联与民营上市企业价值研究. *软科学*, 34(7), 82–87.  
<https://doi.org/10.13956/j.ss.1001-8409.2020.07.14>
- [44] Lee, E., Walker, M., & Zeng, C. (2014). Do Chinese government subsidies affect firm value? *ACCOUNTING ORGANIZATIONS AND SOCIETY*, 39(3), 149–169.  
<https://doi.org/10.1016/j.aos.2014.02.002>
- [45] 武咸云, 陈艳, 李秀兰, 李作奎. (2017). 战略性新兴产业研发投入、政府补助与企业价值. *科研管理*, 38(9), 30–34.  
<https://doi.org/10.19571/j.cnki.1000-2995.2017.09.004>
- [46] Chen, Y.-C., Fu, Y.-X., Qiao, Y., & Kuo, S.-M. (2023). Do Subsidy Policy and Transparency Impact Firm Value in the New Energy Industry? Evidence from Data Envelopment Analysis-Based Measurement of Corporate Subsidy Performance. *SUSTAINABILITY*, 15(13), 10319.  
<https://doi.org/10.3390/su151310319>
- [47] Wu, Y., Zhang, Y., & Tian, L. (2023). Do Government R&D Subsidies Stimulate Corporate R&D Investment? Evidence from a Quasi-natural Experiment. *Applied Economics Letters*, 30(3), 280–284.  
<https://doi.org/10.1080/13504851.2021.1983915>
- [48] 杨道广, 王金妹, 陈丽蓉. (2019). 内部控制能提升企业多元化价值吗?——来自我国非国有上市公司的经验证据. *审计与经济研究*, 34(4), 33–43.
- [49] Chen, H., Yang, D., Zhang, J. H., & Zhou, H. (2020). Internal controls, risk management, and cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101695.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101695>

**版权声明:** ©2025 作者与开放获取期刊研究中心 (OAJRC) 所有。本文章按照知识共享署名许可条款发表。

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



**OPEN ACCESS**