

耐心资本与企业创新持续性

张 娆 储佩佩

摘要: 耐心资本作为一种锁定长期投资与价值投资的资本形态,能否以及如何影响企业创新持续性,尚未得到充分关注。本文以2009—2023年沪深A股上市企业为研究对象,实证考察耐心资本对企业创新持续性的影响及作用机制。研究发现,耐心资本能够提升企业创新持续性;相较于关系型债务,稳定型股权对企业创新持续性的促进效应更强。机制分析表明,耐心资本具有引资、引智、抑短功能,能够通过缓解企业的创新融资约束、提升创新人才规模以及抑制管理层短视行为,促进企业创新的持续性。异质性分析发现,耐心资本的促进效应在高科技行业的硬科技企业、风险承担水平较高的企业以及非国有企业中更为明显。本文的研究结论为企业提升创新持续性与构建长期市场竞争优势提供了新思路,也为政府多措并举地培育壮大耐心资本、推动资本市场健康持续发展提供了经验证据。

关键词: 耐心资本 稳定型股权 关系型债务 创新持续性 融资约束 创新人才 管理层短视行为

中图分类号:F832;F275

文献标识码:A

文章编号:1000-7636(2026)01-0051-16

一、问题提出

在中国经济转型升级和创新驱动发展的背景下,企业创新已成为推动经济增长和维持竞争优势的核心动力。然而,当前中国企业创新面临持续性不足的突出问题:虽然研发投入和技术专利申请数量快速增长,但上市创新企业中仅有30.28%能够实现持续性创新,而非持续性创新企业占比高达69.72%,两者相差约1.3倍^[1],其中大多数企业的创新项目难以突破初期成功后的发展瓶颈,导致创新成果无法转化为长期竞争力。究其原因,除了市场环境的不确定性外,资本支持体系的结构性缺陷尤为关键,特别是以短期逐利为主导的资本市场难以匹配创新活动对长期稳定资金的需求,这一矛盾直接制约了企业创新的持续性发展。因此,深入研究如何通过优化资本结构为企业创新提供长效支持机制,不仅有助于提升企业核心竞争力,更是推动中国从创新大国迈向创新强国的战略突破口。

耐心资本(patient capital)作为一种专注于长期价值投资的资本形态,对资本回报有较长期限展望且对风险有较强承受力,能够跨越经济的周期性波动,为长期发展目标提供持续、稳定的资金支持^[2]。现有研究

收稿日期:2025-07-02;修回日期:2025-12-03

基金项目:国家自然科学基金面上项目“中间汇率制度为何长期存在:经验识别、理论解释与政策评估”(72173074);教育部哲学社会科学后期资助项目“绿色发展视角下企业绿色并购的驱动因素及经济效应研究”(24JHQ034);江苏省社科联社科应用研究精品工程课题“科技金融赋能江苏新质生产力研究”(24SYA-043)

作者简介:张 娺 南京农业大学金融学院教授、博士生导师,南京,210095;

储佩佩 南京农业大学金融学院博士研究生,通信作者。

作者感谢匿名审稿人的评审意见。

指出,引入耐心资本能够在弥合现有资金与长期发展目标之间发挥关键桥梁作用,最大程度避免由于部分投资者的短期暴利而导致目标实现失败^[3],即耐心资本与长期导向目标之间存在高度契合性。基于这一高度契合性,耐心资本为解决中国经济发展中的一个核心痛点——企业创新持续性不足提供了关键思路。

虽然实践中已涌现出诸如高瓴资本长期重仓腾讯,并助力其在核心技术领域取得持续突破的典型案例,但学术界关于耐心资本与企业创新持续性之间内在逻辑的探讨仍相对薄弱。现有文献主要聚焦于耐心资本对企业创新的赋能效应。已有研究指出,随着研发难度与不确定性增大,企业亟需引入秉持长期主义的耐心资本作为关键支撑^[4]。相较于短期投机资本,耐心资本更注重跨周期陪伴与价值共创,能够容忍研发过程中的失败与波动,为企业提供稳定的创新环境,进而显著提升其专利产出与创新效率^[5-6]。与此同时,相较于传统长期资本,耐心资本更强调主动参与和精准赋能,不仅提供持续的资金支持,还通过整合创新资源、优化创新生态等方式深度介入企业创新过程,为企业突破技术瓶颈开拓新空间^[7]。而关于企业持续创新的耐心资本功能实现的研究,目前尚处于初步探索阶段。尽管相关文献从理论层面论证了耐心资本能够为企业长期研发投入提供关键资金并促进技术突破^[8],但此类探讨多局限于规范分析,尚未建立耐心资本与企业创新持续性之间的直接理论关联。至于耐心资本影响企业创新持续性的具体作用路径以及不同情境下的效应差异,则更缺乏系统性的实证检验。

基于上述讨论,本文重点探讨以下三个问题:在国家创新战略深入实施的背景下,耐心资本能否赋能企业创新持续性?若能,耐心资本将通过何种渠道作用于企业创新持续性?不同情境下的效果差异如何?回答上述问题,不仅有助于弥合理论与实践之间的认知断层,也将为推进耐心资本以及企业持续创新发展提供学理支撑与经验证据。综上,本文的边际贡献主要体现在三个方面。第一,丰富并拓展了耐心资本经济后果的研究文献。现有文献多聚焦于耐心资本对企业创新投入、产出以及创新效率等方面的影响,而较少基于其长期属性,探讨耐心资本与企业创新持续性之间的内在关联。本文通过实证检验耐心资本对企业创新持续性的正向作用,不仅丰富了耐心资本经济后果的相关研究,也进一步拓展了其在创新效应研究领域的边界。第二,剖析了耐心资本对企业创新持续性的作用机理。针对创新活动中的资金波动、资源匮乏与决策短视三大痛点,本文揭示了耐心资本能够通过引资保障持续投入、引智赋能创新增值、抑短(管理层短视)锚定长期发展的作用逻辑,从而推动企业创新持续性的提升。第三,引入企业科技属性、企业风险承担水平以及企业产权性质三项因素,揭示了耐心资本的赋能效果并非一成不变,而是存在重要的情境差异。这一发现确立了耐心资本作用的权变视角,为管理者如何根据企业特质精准施策,以最大化提升其创新持续性提供了关键的管理启示。

二、文献综述

(一) 耐心资本的概念及创新效应

“耐心资本”一词最早可追溯至1983年。当时,美国国家工业发展银行呼吁金融家承担起引领工业发展的责任,倡导他们为那些能够提升生产能力的高风险行业提供长期投资^[9]。在此之后,相关理论内涵与研究范畴不断拓展。迪格和哈迪(Deeg & Hardie)将耐心资本定义为股权或债务,其提供者旨在获取长期投资特有的利益(包括财务及其他方面),且不会因企业管理者未响应短期市场压力而退出^[10]。聚焦于中国情境,经济学家林毅夫将“耐心资本”(或“超长期资本”)界定为坚持长期取向并投资于“关系”中的资本^[11]。在此基础上,李三希等进一步指出耐心资本主要表现为基于长期导向形式的稳定型股权和关系型债务^[12],这一界定为当前国内学者测度耐心资本并开展实证研究提供了重要参照。在明确耐心资本构成与测度方式的基础上,学术界围绕耐心资本产生的经济效应,特别是创新赋能效应展开了广泛讨论。大量研究

表明,耐心资本凭借其长期导向与稳定供给的特性,对科技创新具有显著的正向驱动作用。从宏观层面看,耐心资本可通过构建“科技—产业—金融”良性循环的创新生态体系,促进科技创新与产业转型升级,推动实现高水平科技自立自强和塑造发展新动能、新优势^[13]。从微观层面看,耐心资本能够缓解企业在研发活动中面临的融资约束,降低因短期业绩压力而导致的创新投入波动,从而增强企业开展突破性创新的意愿与能力。不仅如此,耐心资本可为企业带来战略资源、管理经验与市场渠道等,帮助企业创新获得更多信息、资源等多元化支持,进而提升企业创新投入、创新产出以及创新效率等^[5]。此外,通过设立引导基金,政府主导的耐心资本还能够发挥显著的示范效应与杠杆效应,吸引更多社会资本共同参与,为企业技术研发和成果转化的全周期提供更为多元、稳定的资金保障^[14]。然而,也有部分学者认为耐心资本对企业创新的影响并不总是积极的,因为耐心资本的过度渗透可能会削弱企业的危机意识与创新紧迫感,形成对特定技术路径的过度依赖,抑制探索性创新^[15]。

(二)企业创新持续性的影响因素

作为企业长期经营的结果之一,持续创新是企业获得动态竞争优势和持续创新绩效的核心驱动力^[16]。既有文献表明,企业创新持续性的影响因素主要源自技术、组织、个体等内部条件,以及营商环境、经济政策等外部环境。从内部因素来看,技术能力是企业维持研发投入持续性的重要基础^[17]。当拥有充裕的现金流时,具备高水平技术能力的企业更倾向于将资金投入研发活动,从而实现企业创新可持续的目标。在组织层面,有效的内部控制管理可通过损失控制和价值创造双重功能帮助企业稳定运营^[18],减缓营业收入波动,确保企业在创新投入上的连续性。在个体层面,高管对技术创新的认知水平越高、认知视角越独特,越有可能提升企业创新持续性^[19]。从外部因素来看,营商环境的改善能够推动多层次资本市场的健康发展,加速人才、资金与项目等关键要素的协同集聚。这种集聚效应有助于企业将更多资源投入新一轮创新当中,提升持续性创新的概率^[20]。然而,经济政策不确定性的上升会延缓企业投资决策和加剧企业外部融资约束,从而抑制企业创新持续性^[21]。

整体来看,已有较多文献探讨了耐心资本的经济后果以及企业创新持续性的影响因素,但仍存在两方面的不足。其一,现有关于耐心资本的创新效应研究,多局限于耐心资本对短期创新指标的影响,缺乏对创新活动长期动态轨迹的追踪,这导致研究未能充分揭示耐心资本在培育企业持续创新能力方面的核心价值,与其长期导向的本质特征存在理论错位。其二,在企业创新持续性的前因研究中,多数文献聚焦于企业内部因素或宏观环境因素,未能将耐心资本这一关键的金融要素纳入系统性分析框架,导致现有研究难以系统解释在面对创新固有的长期性和不确定性时,何种金融力量能够为企业提供持续稳定的创新动力。因此,本文试图在这一交叉领域进行探索,研究耐心资本对企业创新持续性的影响及其背后的作用机理,以期弥补现有研究的不足。

三、理论分析与研究假设

(一) 耐心资本对企业创新持续性的直接影响

作为一种秉持长期主义理念的资本形态,耐心资本的投资决策建立在对企业基本面的深度分析之上,不因短期市场波动而动摇,体现出慢而稳的投资风格。这一特性与企业在持续创新过程中对资源长期性、稳定性的内在需求高度契合,决定其成为提升企业创新持续性的关键驱动力。基于经典文献的定义,耐心资本可划分为稳定型股权与关系型债务^[10-11],二者分别体现耐心资本的权益属性与债务属性。

从权益属性的耐心资本来看,机构投资者的股权稳定性与被投企业的创新持续性之间存在直接关联。

对于被投企业来说,具有战略意图的机构投资者注重长期绩效,通常会遵循买入并持有的价值投资理念,而非追求频繁交易^[22]。从长期来看,机构投资者持股的低周转率和高稳定性能够为被投企业提供有利于持续创新的健康环境,增强企业对长期研发投入的信心与动力,提高企业未来专利产出的可能性^[23],从而进一步增强企业创新的可持续性。根据现代企业治理理论,各利益成员之间的相互制衡与有机结合实现了整个企业价值创造的最大化。作为企业长期的资本供给者,稳定型机构投资者会更积极地通过“用手投票”的方式参与企业治理^[23-24],缓解因机会主义、违规套利等引发的委托代理问题,从而提升企业的治理水平与管理效率。随着内部治理体系的日益完善,企业风险内控能力增强,更敢于将资源持续投入技术攻关与迭代升级中,进而不断提升自身创新持续性,以构建长久的核心竞争优势。

从债务属性的耐心资本来看,属于相对软性约束的关系型融资对提升企业创新持续性具有关键影响。关系型债权投资者致力于与企业建立长期合作关系,不仅可以提供财务支持,还能发挥治理效应^[5]。一方面,关系型融资能够发挥资金效应、兜底效应和配套效应^[25],为企业创新项目提供大量低成本且稳定的资金流,帮助企业化解资金难题,甚至投资者还会利用自身优势协助企业进行再融资,为企业后续的增量创新提供资金,保障企业创新行为的可持续性。另一方面,在基于关系的融资模式中,债权投资者虽然不能直接参与企业管理,但能够通过影响管理者激励、董事会治理和大股东治理,产生关系治理效应,提高资金使用效率,从而维护企业创新持续性。首先,关系型债权投资者通过引导管理层激励机制设计,降低管理层薪酬与短期绩效之间的敏感度^[25],促使管理层增强对不确定性研发活动的容忍度并追加创新投入。其次,在与企业长期合作过程中,债权投资者能够基于企业的现金流、还款记录与经营状况,积累并构建远超外部股东的专属信息优势^[26]。这种信息优势有力地激励、约束甚至强制企业提升董事会的独立性,促使董事会能够更有效地行使监督职能来增强自身对企业经营管理的监督,及时捕捉创新动态,有效遏制企业为避免高风险和不确定而放弃持续创新的短视行为,引导战略资源向维系企业长远利益的创新活动配置。最后,关系型债权投资者可利用债务期限结构、利率调整、股东信用评级等方式对大股东形成治理效应,抑制大股东的掏空行为,弱化创新资源侵占效应,实现资源在技术创新活动中的有效配置,以维系企业创新行为的可持续性。

据此,本文提出假设1:耐心资本能够提升企业的创新持续性。

(二) 耐心资本影响企业创新持续性的作用机理

耐心资本可以通过引资效应、引智效应以及抑短效应三重路径影响企业创新持续性。

在引资效应方面,耐心资本有助于缓解企业的创新融资约束,为企业持续创新注入稳定资金,解决资本与科技创新的长期合作难题。一般情况下,研发投入倾向于维持现有创新活动的稳定性,最大限度地减少变化,直至最终的实际成果显现出来^[27]。然而,由于研发投入的高成本与高风险,企业创新通常会受到具有约束力的融资限制。耐心资本因其长期主义导向与风险包容性特征,不仅愿意承担较高的风险,为被投企业的研发创新提供跨周期、多阶段的资金支持,而且在与企业共同面对创新不确定性的过程中,更能展现出对短期失败的高容忍度。这种持续且稳定的资金供给,有效降低了企业因融资约束而被迫中断或削减研发项目的风险,激励企业追加研发资金投入并不断开拓创新与改进技术,从而提升企业创新持续性。此外,基于信号传递理论,随着上市企业财务信息的定期披露,耐心资本的投资者信息可以向市场传递被投企业未来良好发展前景的积极信号,这一信号有利于吸引更多长期价值型投资者的关注并提振市场整体信心,推高对企业盈利、偿债、营运及成长能力的预期,促使企业获取更多外部研发资金的支持,从而突破研发融资瓶颈,保障创新项目的持续推进,最终形成持续性创新的良性循环。

在引智效应方面,耐心资本的功能表现为间接帮助企业吸纳并稳定更多创新人才,为企业持续创新提供坚实的专业人才支撑。一方面,企业的研发创新活动高度依赖于研究人员,因此,充足且稳定的研发人力

资源是企业维持创新持续性的重要保证。依托耐心资本的长期资金支持,企业能够为研发人员提供更具市场竞争力的薪酬与长期激励,提升核心研发团队的稳定性,避免因人才流失导致的隐性知识转移与研发项目中断^[28]。在此稳定环境下,企业创新人才的研发积极性与创造性被充分激发,通过持续的知识创造与技术突破,为企业长期创新活动注入动能。另一方面,引入耐心资本能够显著提升企业创新效率^[4],而更高的创新效率通常意味着更高的创新成功率。创新成功会进一步引发要素集聚效应,吸引更多创新型研发人员集聚^[29],进而优化企业人力资本结构。高水平的人力资本结构是企业实现持续创新的不竭动力,有助于加快企业新技术和新产品的开发创新,锻铸企业的持续发展能力和长期竞争优势。

在抑短效应方面,耐心资本注入企业后,出于对长期效益的考虑,会强化对管理层的监督,抑制管理层短视行为,引导企业管理层制定并实施立足长远的创新战略,增加对关键技术项目的资金投入强度,推动企业持续提升研发创新能力,从而构建可持续的创新发展格局。同时,企业耐心资本的占比越高,期限越长,越有可能塑造管理层的长期主义导向。根据跨期决策理论,长期导向有助于增强战略决策的全面性、创造力和长期化^[30],是解决委托代理冲突、推动持续性创新的有效途径。在长期主义认知的引领下,企业管理层将立足于长远投资视野与内涵式发展理念,主动克服短期业绩压力,锚定可持续的创新目标。管理层通过高效调度、整合与创造资源,持续推动关键技术的突破与积累,从而在科技创新长期战略与企业经营短期需求之间建立动态平衡,实现企业创新能力的稳步提升与可持续发展。

据此,本文提出假设2:耐心资本能够发挥引资、引智、抑短效应,通过缓解企业的创新融资约束、提升创新人才规模以及抑制管理层短视行为提升企业创新持续性。

四、实证设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取中国2009—2023年沪深A股上市公司为研究样本,剔除数据严重缺失、ST与*ST以及金融、房地产和保险业等上市公司样本。同时,为降低离群值对回归结果的影响,本文对连续变量进行上下1%水平的缩尾处理,最终得到17 149个有效样本量。在本文中,机构投资者相关数据来源于万得(Wind)数据库和同花顺数据库,企业财务数据来源于深圳希施玛数据科技有限公司CSMAR中国经济金融研究数据库,企业研发与专利数据来自国家知识产权局、万得数据库。

(二) 模型设定

为实证检验耐心资本对企业创新持续性的影响,本文设定如下基准模型:

$$\ln_{persist_inno}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PC_{it} + \mathbf{X}'_{it} \boldsymbol{\alpha}_2 + \mu_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,下标*i*表示企业;*t*表示年份。被解释变量 $\ln_{persist_inno}$ 为企业创新持续性;核心解释变量 PC 为耐心资本占比,分解为稳定型股权(Equity)和关系型债务(Debt)两个变量; \mathbf{X}'_{it} 表示控制变量向量。 μ_i 和 θ_t 分别为企业固定效应和年份固定效应, ε_{it} 为随机扰动项。系数 α_1 是本文关注的重点所在,预期该系数值为正且通过统计检验,即耐心资本的引入能够促进企业创新持续性。

(三) 变量说明

1. 被解释变量

本文被解释变量为企业创新持续性($\ln_{persist_inno}$)。本文借鉴杨仁发和杨梅君^[1]的研究思路,综合考虑企业滞后两期、滞后一期与当期的研发投入,采用企业创新投入的前后期对比来刻画创新持续性水平。

具体计算公式为: $\ln_{persist_inno} = \ln \left[\frac{IN_t + IN_{t-1}}{IN_{t-1} + IN_{t-2}} \times (IN_t + IN_{t-1}) \right]$, 其中, IN_{t-2} 、 IN_{t-1} 、 IN_t 分别表示企业滞后两期、滞后一期与当期的研发投入金额, $Persist_inno$ 为企业创新持续性水平。为便于变量间的关系呈现, 本文对该指标作自然对数处理。

2. 核心解释变量

依据耐心资本内涵界定, 本文使用稳定型股权(*Equity*)和关系型债务(*Debt*)来衡量企业的耐心资本占比^[10,12]。稳定型股权, 即为稳定型机构投资者在样本企业中的持股比例, 本文参考严和张(Yan & Zhang)^[31]的方法, 重点根据平均流失率高低来识别出稳定型机构投资者, 并相应地计算出每只股票中该类型投资者的持股比例。具体而言:

首先, 计算出机构投资者在每半年度买入和卖出的股票总市值:

$$CR_{buy_{kt}} = \sum_{\substack{i=1 \\ S_{kit} > S_{kit-1}}}^{N_k} |S_{kit}P_{it} - S_{kit-1}P_{it-1} - S_{kit-1}\Delta P_{it}| \quad (2)$$

$$CR_{sell_{kt}} = \sum_{\substack{i=1 \\ S_{kit} \leq S_{kit-1}}}^{N_k} |S_{kit}P_{it} - S_{kit-1}P_{it-1} - S_{kit-1}\Delta P_{it}| \quad (3)$$

其中, $CR_{buy_{kt}}$ 和 $CR_{sell_{kt}}$ 分别是机构投资者 k 在 t 期的总买入量和总卖出量, N_k 表示机构投资者 k 在 $t-1$ 期和 t 期持有的非重复股票支数, P_{it-1} 和 P_{it} 是股票 i 在 $t-1$ 期和 t 期的股价, ΔP_{it} 表示股票 i 在 t 期的股价相较于上期的变化。 S_{kit-1} 和 S_{kit} 是机构投资者 k 在 $t-1$ 期和 t 期对股票 i 的持有量。当 $S_{kit} > S_{kit-1}$ 时, 表明机构投资者 k 买入了股票 i , 因此将股票 i 的资金变化计入总买入, 否则计入总卖出。

其次, 将机构投资者 k 在 t 期的流失率定义为:

$$CR_{kt} = \frac{\min(CR_{buy_{kt}}, CR_{sell_{kt}})}{\sum_{i=1}^{N_k} \frac{S_{kit}P_{it} + S_{kit-1}P_{it-1}}{2}} \quad (4)$$

接着, 计算出机构投资者 k 在过去四个半年度的平均流失率:

$$AVG_CR_{kt} = \frac{1}{4} \sum_{j=0}^3 CR_{kt-j} \quad (5)$$

最后, 将所有机构投资者按照平均流失率高低进行排序并分成三组, 平均流失率最高的组被归类为短期机构投资者, 平均流失率最低的组被归类为稳定型机构投资者。据此, 计算出每只股票稳定型机构投资者的持股比例即可。

根据债务异质性假说, 企业债务一般包括长期借款、短期借款等银行贷款, 应付账款、应付票据及预收款项等商业信用, 以及债券融资等。考虑到关系型债务的长期性, 本文借鉴温军等^[32]的做法, 将关系型债务占比视为企业所有关系型银行长期贷款占总债务的比重, 表达式为: 关系型债务占比 = 关系型银行长期贷款总额/(银行贷款+应付债券+应付票据)。

3. 控制变量

参考田丹等^[18]的研究, 本文选取如下控制变量: 企业规模(*lnsize*), 以企业营业收入的自然对数来衡量; 上市年限(*lnage*), 以企业上市年龄的自然对数来衡量; 总资产净利润率(*Roa*), 以净利润与资产总额的比值来测算; 资产负债率(*Lev*), 以总负债与总资产的比值来衡量; 营业收入增长率(*Growth*), 以营业收入增长额与上年营业收入总额的比值来表示; 流动比率(*Current*), 以流动资产与流动负债的比值来衡量; 资产结构

(*Astructure*) ,以固定资产净额和存货净额的合计值与总资产的比值来刻画;管理层持股比例(*Mshare*) ,以管理层持股数量与总股数的比值来度量;账面市值比(*Mratio*) ,以股票市价与账面价值的比值来测度;股权集中度(*Top1*) ,以第一大股东持股比例来表示;董事会独立性(*Indep*) ,以独立董事人数与董事会总人数的比值来衡量。

(四) 描述性统计

表1列示了本文主要变量的描述性统计结果。从表1可知,样本期内企业创新持续性的标准差较大,表明企业间的创新持续性存在明显差异,部分企业需要提升自身的创新持续性。稳定型机构投资者的持股比例均值仅为0.0128,并且整体差异较小,说明中国机构投资者在时间维度上的稳定性较低,这意味着在引导机构投资者做好“耐心资本”、减少“游资化”趋势方面任重而道远。至于关系型债务占比,其均值为0.1385,总体水平较低,但最大值与最小值之间相差0.6339,差异十分明显,说明在部分企业里,关系型债权投资者的投资行为起着非常的重要甚至决定性的作用。

表1 描述性统计结果

变量类型	变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	<i>Persist_inno</i>	17 149	6.37×10^8	1.57×10^9	3 564 545	1.19×10^{10}
解释变量	<i>Equity</i>	17 149	0.0128	0.0225	0.0000	0.1229
	<i>Debt</i>	17 149	0.1385	0.1517	0.0000	0.6339
控制变量	<i>Size</i>	17 149	9.7×10^9	2.42×10^{10}	1.71×10^8	1.75×10^{11}
	<i>Age</i>	17 149	10.1818	7.3777	1	28
	<i>Roa</i>	17 149	0.0318	0.0703	-0.3100	0.1976
	<i>Lev</i>	17 149	0.4358	0.1945	0.0608	0.9037
	<i>Growth</i>	17 149	0.2518	0.5793	-0.6638	3.4643
	<i>Current</i>	17 149	2.2834	2.1422	0.3920	14.0451
	<i>Astructure</i>	17 149	0.3364	0.1587	0.0232	0.7283
	<i>Mshare</i>	17 149	0.1415	0.1893	0.0000	0.6663
	<i>Mratio</i>	17 149	0.6144	0.2486	0.1248	1.1940
	<i>Top1</i>	17 149	32.4925	14.3814	8.1400	71.8700
	<i>Indep</i>	17 149	0.3777	0.0541	0.3333	0.5714

五、实证结果与分析

(一) 基准回归

表2报告了耐心资本影响企业创新持续性的基准回归结果。从表2可以看出,核心解释变量*Equity*和*Debt*的回归系数均显著为正,表明稳定型股权和关系型债务均能够对企业创新持续性产生正向影响,即耐心资本有助于促进企业创新持续性。通过比较两者间系数大小发现,相较于关系型债务,稳定型股权对企业创新持续性的提升作用更明显。基于回归结果,进一步考察耐心资本对企业创新持续性的经济意义,稳定型股权(*Equity*)每增加一个标准差,创新投入持续性水平相较于其平均值增加0.13个百分点($1.1738 \times 0.0225 / \ln[6.37 \times 10^8]$);关系型债务每增加一个标准差,创新投入持续性水平相较于其平均值则会增加0.20个百分点

($0.2633 \times 0.1517 / \ln[6.37 \times 10^8]$)，表明耐心资本对企业创新持续性具有显著的经济学意义。综上，假设1得以验证。

表2 基准回归结果

变量	(1)	(2)
Equity	1.173 8 *** (0.428 3)	
Debt		0.263 3 *** (0.066 0)
Insize	0.814 7 *** (0.029 3)	0.822 2 *** (0.028 8)
Inage	-0.079 5 *** (0.030 5)	-0.089 2 *** (0.030 8)
Roa	-0.363 1 *** (0.135 6)	-0.388 1 *** (0.135 5)
Lev	-0.445 0 *** (0.097 1)	-0.549 7 *** (0.101 4)
Growth	-0.009 5 (0.014 9)	-0.008 7 (0.015 0)
Current	-0.004 2 (0.006 2)	-0.008 0 (0.006 4)
Astructure	-0.147 3 (0.110 0)	-0.149 8 (0.110 1)
Mshare	0.259 8 ** (0.119 9)	0.258 9 ** (0.120 0)
Mbratio	-0.010 8 (0.060 2)	-0.037 9 (0.060 2)
Top1	-0.000 2 (0.001 9)	-0.000 3 (0.001 9)
Indep	-0.548 8 *** (0.198 5)	-0.534 7 *** (0.198 6)
常数项	1.445 1 ** (0.633 9)	1.363 0 ** (0.627 9)
企业/年份固定效应	控制	控制
样本量	17 149	17 149
R ²	0.507 5	0.508 0

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著；括号内为稳健标准误；后表同。列(1)为稳定型股权的回归结果；列(2)为关系型债务的回归结果。

(二) 内生性分析

1. 遗漏不可观测变量分析

由于可能存在不可观测变量同时影响耐心资本与企业创新持续性，使得检验结果发生偏误。因此，参考阿尔顿吉等(Altonji et al.)^[33]的方法，本文利用已控制的可观测因素估计的系数变化，通过构造公式 $|\beta^F / (\beta^R - \beta^F)|$ 来推断遗漏不可观测变量的影响效应。其中， β^F 为包含所有控制变量的估计系数， β^R 则为包含部分控制变量的估计系数(约束回归系数)，当 $|\beta^F / (\beta^R - \beta^F)|$ 大于 1 时，可以认为遗漏的不可观测变量对系数估计不会产生太大影响。表 3 报告了遗漏不可观测变量的分析结果，其中前三列为依次加入控制变量后的 Equity 系数、t 值以及 $|\beta^F / (\beta^R - \beta^F)|$ 值；后三列则为依次加入控制变量后的 Debt 系数、t 值以及 $|\beta^F / (\beta^R - \beta^F)|$ 值。可以发现，Equity 与 Debt 的估计系数变化相对稳定，并且均通过了 1% 水平的显著性检验，同时比率值均大于 1，表明不可观测变量的影响较小，验证了本文基本结论的稳健性。

2. 样本选择偏差分析

使用多元线性回归模型识别变量间因果效应，重要的前提条件是函数形式的正确设定。若设定错误会被残差项捕捉，进而引发内生性问题。为此，本部分采取倾向得分匹配法来缓解可能因模型误设而产生的内生性问题。具体的执行步骤：分别以稳定型股权(Equity)和关系型债务(Debt)为基线对样本进行分组，高于中位数作为处理组，低于中位数作为控制组。采用最近邻 1 : 2 匹配法，设定卡尺距离为 0.05，将上述回归模型中的控制变量以及

年份固定效应、企业固定效应纳入评定(logit)模型中预测倾向匹配得分,再将匹配后的样本重新进行回归,结果如表4所示。可以发现,在使用倾向得分匹配法进行估计的情形下,稳定型股权(Equity)和关系型债务(Debt)对企业创新持续性的促进效应仍显著为正,表明本文结论未受模型设定影响而出现内生性问题。

表3 遗漏不可观测变量分析回归结果

变量	Equity 系数	t 值	$ \beta^F / (\beta^R - \beta^F) $	Debt 系数	t 值	$ \beta^F / (\beta^R - \beta^F) $
lnsize	1.2365 ***	2.9600	18.7209	0.1220 ***	1.9800	1.8634
lnage	1.2779 ***	3.0600	11.2757	0.1622 ***	2.6400	2.6044
Roa	1.2845 ***	3.0800	10.6034	0.1615 ***	2.6100	2.5864
Lev	1.1812 ***	2.8100	158.6216	0.2550 ***	4.0300	31.7229
Growth	1.1821 ***	2.8100	141.4217	0.2548 ***	4.0200	30.9765
Current	1.1820 ***	2.8100	143.1463	0.2655 ***	4.0600	119.6818
Astructure	1.1637 ***	2.7700	116.2178	0.2630 ***	4.0200	877.6667
Mshare	1.1567 ***	2.7300	68.6433	0.2601 ***	3.9700	82.2813
Mratio	1.1533 ***	2.6900	57.2585	0.2637 ***	4.0000	658.2500
Top1	1.1519 ***	2.6900	53.5982	0.2638 ***	4.0000	526.6000
Indep	1.1738 ***	2.7400		0.2633 ***	3.9900	

表4 样本选择偏差分析回归结果

变量	(1)	(2)
Equity	0.0942 *** (0.0187)	
Debt		0.0736 *** (0.0169)
控制变量	控制	控制
常数项	1.4737 * (0.8658)	1.0868 * (0.6519)
企业/年份固定效应	控制	控制
样本量	10 311	11 923
R ²	0.4636	0.5123

注:由于倾向得分匹配会导致样本缺失,因此列(1)和列(2)的样本量与基准回归的样本量有所差异。

心资本的共同需求。因此,行业层面的耐心资本占比均值与个体企业的耐心资本水平高度相关,满足对工具变量的相关性要求。从外生性角度看,同行业耐心资本占比均值由行业内除本企业外的所有其他企业共同决定,单个企业的创新持续性决策难以反向影响这一指标,符合工具变量的外生性假设。表5汇报了工具变量的两阶段最小二乘(2SLS)法的回归结果。从第一阶段的回归结果可以看出,所选工具变量与耐心资本显著相关,从第二阶段的回归结果可以看出,稳定型股权(Equity)和关系型债务(Debt)的回归系数均在5%水平下显著为正,这表明耐心资本的确促进了企业创新持续性水平的提升。从对工具变量有效性检验结果可以发现,Kleibergen-Paap rk LM统计量的P值为0.000,显著拒绝了工具变量识别不足的原假设;Kleibergen-Paap rk Wald F统计量均大于Stock-Yogo 检验在真实显著性水平不超过10%水平下的临界值,表明不存在弱工具变量的问题,即基准回归的结论是稳健的。

3. 逆向因果问题

企业创新的活跃程度与持续性可能会对耐心资本形成巨大的吸引作用,使得耐心资本的投资者有较强动机去选择创新持续性水平较高的企业进行长期投资,由此产生的逆向因果问题可能对研究结论产生影响。为减少此干扰,本文采取工具变量法对其中可能存在的内生性问题进行控制。借鉴胡海峰等^[7]的做法,选用同行业耐心资本占比均值作为工具变量(IV)。主要原因为:从相关性角度看,同一行业的企业通常面临相似的技术经济特征与融资环境,这促使行业内形成对耐

表5 内生性分析回归结果

变量	稳定型股权		关系型债务	
	<i>Equity</i>	<i>Inpersist_inno</i>	<i>Debt</i>	<i>Inpersist_inno</i>
<i>Equity</i>		1. 264 6 ** (0.488 8)		
<i>Debt</i>				0.348 4 ** (0.139 9)
<i>IV</i>	0.318 0 *** (0.034 8)		1. 154 4 *** (0.185 6)	
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.929 1 *** (0.036 8)	2. 770 1 *** (0.475 6)	-0.629 3 ** (0.249 7)	1. 814 4 *** (0.230 4)
企业/年份固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	17 002	17 002	17 002	17 002
<i>R</i> ²	0.477 4	—	0.356 0	—

(三) 稳健性检验^①

1. 替换被解释变量

考虑到企业创新投资项目包含多个维度,如新技术引进、消化、吸收和自主创新等,而无形资产是企业创新成果的直接反映。为此,本文借鉴鞠晓生等^[34]的做法,选取企业无形资产增量占总资产的比重作为企业创新持续性水平的代理变量,重新考察耐心资本对企业创新持续性的影响效应。替换被解释变量后,解释变量的估计系数仍显著为正,表明本文结果具有稳健性。

2. 替换解释变量

在基准回归中,稳定型股权主要基于二级市场交易行为推断股东的耐心程度,但该方法可能因市场长期低迷等非主观因素干扰而产生噪音。为更直接地捕捉股东层面的长期投资意愿,本文从企业股权结构出发,使用前十大股东持股比例作为耐心资本的代理变量。主要原因是作为重要的内部投资者,前十大股东的利益与公司长期价值深度绑定。他们通常持有大量股份,难以在短期内退出,因而更有意愿支持着眼于长远竞争力的创新战略,表现出显著的“耐心”特质。替换解释变量后,核心结论依然成立。

3. 缩短样本时间

由于受到新冠疫情的影响,企业经营情况变动较大,创新活动可能会遭受不良扰动和冲击,因此本文删除疫情暴发当年及后两年的数据重新进行回归。结果表明本文的基本结论依然稳健。

4. 修正聚类方式

考虑到不同层级的聚类标准误会对回归系数的显著性水平产生影响,因此在原有基准回归模型的基础上,本文进一步对估计标准误在企业和年份层面进行双重聚类修正,以克服时间序列自相关可能造成的过度拒绝原假设问题。更改聚类方式后,基准结果仍具有稳健性。

(四) 机制检验

根据理论分析,耐心资本可能会通过发挥引资、引智与抑短效应,进而对企业创新持续性产生积极影

^① 限于篇幅,稳健性检验回归结果留存备索。

响。本文借鉴已有研究^[35],设定如下模型进行实证检验:

$$Mechanism_{it} = \beta_0 + \beta_1 PC_{it} + X'_{it} \boldsymbol{\beta}_2 + \mu_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

其中, $Mechanism_{it}$ 表示机制变量,包括创新融资约束、创新人才规模以及管理层短视行为。创新融资约束以 WW 指数为主要表征 (WW_Index)^[36]; 创新人才模以企业研发人员数的自然对数为主要表征 ($\ln R&D_personnel$); 管理层短视行为是基于上市公司年报文本进行文本分析和词频统计,将管理者短视行为关键词在年报中的词频占比作为其代理指标 ($Shortsighted$)^[37]。

表 6 列(1)—列(4)报告了耐心资本缓解企业创新融资约束和扩大创新人才规模的机制检验回归结果。从回归系数来看,稳定型股权 ($Equity$) 和关系型债务 ($Debt$) 对 WW_Index 的估计系数均显著为负,对 $\ln R&D_personnel$ 的影响系数均显著为正,表明耐心资本缓解了企业创新融资约束,有效扩大了企业创新人才规模,从而正向作用于企业创新持续性。一方面,融资约束的高低对企业能否持续开展研发创新活动起着决定性意义。一项新技术从初始研发、成果转化到市场化运作是一个漫长的过程,各个阶段都需要占用企业大量的现金流。耐心资本立足于全生命周期视角,为被投企业提供持续稳定的资金,有效弥补了企业在创新研发项目上的融资缺口,从而保障企业创新投入持续性。另一方面,创新人才作为技术和无形知识的载体,对于企业持续创新的重要性不言而喻。耐心资本的引入为企业提供了长期稳定的创新环境,赋予创新人才更多支持和机会,能够激起研发人员的士气,甚至能够吸引更多创新人才流入,为企业创新注入源源不断的活力。

表 6 列(5)和列(6)报告了耐心资本抑制管理层短视行为的机制检验回归结果。结果显示,稳定型股权 ($Equity$) 和关系型债务 ($Debt$) 的回归系数均通过了显著性检验,表明耐心资本确实可以抑制管理层短视行为,进而促使企业创新持续性提升。已有研究指出,委托代理关系容易引发管理者的短期导向,使其为追求即时回报与短期利益,增加盈余管理并减少研发投入。耐心资本的引入能够有效缓解短视管理者在跨期决策中对即刻收益的冲动性,抑制其短视行为,并通过该路径促使管理者减少短期逐利导向下的金融资产投资,增加对研发创新项目的持续投入,从而提升企业创新持续性水平。

综上,耐心资本具有引资、引智与抑短功能,可以通过缓解企业创新融资约束、扩大创新人才规模以及抑制管理层短视行为,进而对企业创新持续性起到促进作用。由此,假设 2 得以验证。

表 6 机制检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Equity</i>	-0.091 2 *** (0.013 9)		1.053 4 *** (0.285 0)		-0.026 5 *** (0.008 5)	
<i>Debt</i>		-0.019 3 *** (0.003 0)		0.311 0 *** (0.062 4)		-0.005 8 ** (0.002 5)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.195 1 *** (0.018 1)	-0.191 2 *** (0.017 5)	-5.268 2 *** (0.498 8)	-5.304 0 *** (0.494 7)	0.084 3 *** (0.004 8)	0.104 4 *** (0.014 3)
企业/年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	27 615	27 615	14 275	14 275	26 657	26 657
<i>R</i> ²	0.504 2	0.504 7	0.263 9	0.257 7	0.101 6	0.118 4

注:列(1)和列(2)为融资约束机制的回归结果;列(3)和列(4)为创新人才规模机制的回归结果;列(5)和列(6)为管理层短视行为机制的回归结果。

六、异质性分析

(一)企业科技属性

企业的科技属性不仅决定了其在技术层面的创新能力与应用水平,更深刻影响着企业的战略发展方向和长期竞争力。从创新特征来看,高科技企业往往聚焦于前沿技术领域,通过掌握核心专利或开发颠覆性技术来主导行业标准,进而在价值链中占据关键环节和优势地位。然而,由于基础研究和核心技术攻关所特有的长周期、高投入与高风险属性,其创新活动对耐心资本的需求尤为迫切。相比之下,非高科技企业的创新活动更多聚焦于生产工艺优化、产品性能改进或商业模式创新,其创新周期相对较短、风险较低,对耐心资本的需求程度和依赖程度相对有限。因此,本文预测耐心资本对高科技企业持续性创新具有更显著的促进作用。基于高技术产业分类标准,本文将样本企业分为高科技企业和非高科技企业两个组别,进一步考察耐心资本对企业创新持续性的异质性影响。表7显示,相较于非高科技企业组别,稳定型股权(Equity)与关系型债务(Debt)在高科技企业组别中的影响更为明显,表明耐心资本对高科技企业创新持续性具有更强的促进作用。

考虑到高科技行业内部创新活动存在显著的特征差异,如“硬科技”企业的研发周期长、资金需求量巨大且风险较高,对耐心资本的依赖性可能更强;而“软科技”企业研发周期相对较短,资金需求体量较小,对耐心资本的依赖程度相对有限。因此,本文根据《上市公司行业统计分类与代码》(JR/T 0020—2024)的具体行业代码,进一步将高科技企业样本划分为“硬科技”企业与“软科技”企业两个组别,考察耐心资本对两类企业创新持续性的作用差异。表7显示,稳定型股权(Equity)与关系型债务(Debt)对企业创新持续性的促进作用集中在“硬科技”企业组中,而在“软科技”企业组中效应虽存在但显著减弱,表明耐心资本的价值在最需要长期投入与风险容忍的“硬科技”领域得到了更为充分的体现,进一步揭示其作用发挥具有明显的场景差异性。

表7 企业科技属性的异质性分析回归结果

变量	稳定型股权		关系型债务		稳定型股权		关系型债务	
	高科技企业	非高科技企业	高科技企业	非高科技企业	硬科技企业	软科技企业	硬科技企业	软科技企业
Equity	0.966 2 *** (0.353 1)	0.283 5 (0.744 9)			0.818 1 ** (0.400 0)	0.812 2 (0.510 2)		
Debt			0.222 6 *** (0.077 8)	0.207 3 * (0.107 9)			0.378 3 *** (0.099 9)	0.084 3 (0.118 1)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	1.205 9 (0.756 2)	0.583 8 (1.268 7)	1.102 4 (0.745 0)	0.643 2 (1.262 9)	0.340 2 (0.792 4)	1.751 1 (1.248 5)	0.202 1 (0.780 8)	1.667 9 (1.238 2)
企业/年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	10 377	6 772	10 377	6 772	4 820	5 374	4 820	5 374
R ²	0.596 1	0.395 3	0.596 5	0.395 9	0.606 8	0.582 0	0.609 0	0.581 8
组间系数差异检验 P 值	0.020 0 **		0.000 0 ***		0.000 0 ***		0.000 0 ***	

(二)企业风险承担水平

企业风险承担水平的不同会导致管理层采取不同方式来实现企业的成长。当企业风险承担水平较高时,企业管理层在生产经营和投资等方面更加大胆,敢于在技术孵化、技术开发和应用等领域倾注大量资源,最大限度地利用耐心资本,保证企业创新活动的启动和存续,从而促使企业创新持续性水平提升。然而,当企业风险承担水平较低时,管理层基于对维持企业稳健运行与现有市场份额的考虑,可能会主动推迟或放弃长期创新投资项目,此时耐心资本的作用发挥难以达到预期效果。因此,本文推测在风险承担水平较高的企业中,耐心资本对企业创新持续性的促进作用更明显。为验证这一猜想,参考何瑛等^[38]的研究,使用盈余波动性来反映企业的风险承担行为,具体做法是以每三年作为一个观测时段,滚动计算经行业调整后的资产回报率(*Roa*)的标准差,以此作为企业风险承担水平的衡量指标,并根据年度中位数将样本划分为风险承担水平较高和较低两组,分组后的回归结果如表8所示。结果显示,相较于风险承担水平较低的组别,稳定型股权(*Equity*)与关系型债务(*Debt*)对企业创新持续性的促进作用在风险承担水平较高的组别中更明显,表明当企业风险承担水平较高时,耐心资本对企业创新持续性具有更明显的促进效应。

表8 企业风险承担水平的异质性分析回归结果

变量	稳定型股权		关系型债务	
	风险承担水平较高	风险承担水平较低	风险承担水平较高	风险承担水平较低
<i>Equity</i>	1.245 6 ** (0.497 5)	1.056 7 * (0.571 8)		
<i>Debt</i>			0.239 2 ** (0.102 5)	0.140 6 (0.085 5)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.466 3 (0.802 3)	2.078 0 ** (0.846 4)	0.384 9 (0.798 7)	1.996 0 ** (0.838 3)
企业/年份固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	7 744	9 405	7 744	9 405
<i>R</i> ²	0.387 6	0.380 0	0.383 0	0.376 1
组间系数差异检验 P 值	0.003 0 ***		0.000 0 ***	

(三)企业产权性质

在不同的产权性质下,耐心资本对企业创新持续性的正向影响可能有所差异。由于国有企业的实际控制人为各级政府,这种天然的政治联系使得国有企业在资源分配、市场竞争、信息获取等方面占有绝对优势,承担的生存压力相对较小^[39]。但从另一个角度来看,这种隶属关系很可能使部分国有企业因过度依赖政府支持而导致企业持续创新的主观意愿不足,最终使得企业创新持续性水平降低。而非国有企业在市场中面临着较大的生存压力和竞争强度,保持创新持续性对该类企业生存发展至关重要。耐心资本的加盟能够为非国有企业创新活动提供长期稳定的资金支持,缓解该类企业在信贷获取方面所遭受的障碍,进而激励企业积极改良自身生产技术、探索革新发展模式以及实现核心技术创新突破等,以提升自身的创新持续性水平。因此,本文推测耐心资本对非国有企业创新持续性的促进效应更明显。本文将样本企业分为国有企业与非国有企业进行回归估计。表9报告了分组检验结果,可以发现,稳定型股权(*Equity*)与关系型债务(*Debt*)的回归系数均在非国有企业样本组中显著为正,而在国有企业样本组中却不显著,这表明相较于国有企业,耐心资本更有可能推动非国有企业创新持续性水平的提升。

表9 企业产权性质的异质性分析回归结果

变量	稳定型股权		关系型债务	
	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
Equity	0.490 5 (1.802 7)	1.153 1 ** (0.457 6)		
Debt			-0.339 4 (0.282 8)	0.300 0 *** (0.069 4)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.421 1 (1.971 3)	1.491 3 ** (0.678 3)	0.614 8 (1.920 1)	1.419 2 ** (0.671 8)
企业/年份固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	1 407	15 601	1 407	15 601
R ²	0.343 3	0.354 2	0.352 4	0.349 7
组间系数差异检验 P 值	0.032 0 **		0.000 0 ***	

耐心资本具有引资、引智、抑短功能,能够通过缓解企业的创新融资约束、扩大创新人才规模以及抑制管理层短视行为,正向作用于企业持续性创新。异质性分析发现,耐心资本对企业创新持续性的促进效应在高科技行业的“硬科技”企业、风险承担水平较高的企业以及非国有企业中更明显。

基于上述研究结论,本文提出以下政策建议:

第一,应完善耐心资本政策体系,强化对企业创新持续性的支持力度。在当前耐心资本投资者占比较低的市场环境中,应着重打通影响长期投资的制度障碍,制定并完善支持“长钱长投”的政策体系。建议从税收激励、监管规则、信息披露等方面入手,为引导长期资金入市创造稳定、可预期的制度环境。同时,鼓励社保基金、保险资金等长期资本开展“逆周期布局”,通过将长期资金持续注入资本市场,不断激发被投企业创新活力,保障企业能够持续推进研发创新项目并提高双方获得长期效益的可能性。

第二,畅通耐心资本的引资、引智与抑短作用渠道,为其提升企业创新持续性提供机制保障。在引资方面,鼓励发展投贷联动、知识产权质押融资等创新金融工具,拓宽企业研发投入的长期资金来源。在引智方面,支持长期机构投资者通过派驻董事、参与战略决策等方式,为企业导入先进的技术资源与管理经验,提升研发人力资本质量。在抑短方面,推动企业建立健全与长期创新绩效挂钩的考核激励机制,弱化短期盈利指标权重,引导管理层关注创新持续性的重要性与必要性。

第三,设计并实施差异化支持政策,增强耐心资本对关键领域与主体的精准赋能。首先,应重点加强对高科技行业的资本支持,可通过设立“耐心资本支持硬科技”专项计划,对投资芯片、生物医药等关键领域的长期股权资金给予阶梯式税收抵扣及退出优惠,引导更多耐心资本投资并陪伴“硬科技”企业成长并取得创新突破。其次,针对高风险承担水平的企业,应建立“政府-市场”风险共担体系,对投资高研发投入企业的耐心资本提供风险补偿,有效降低耐心资本的投资风险。最后,应着力优化非国有企业的制度环境,破除对非国有企业的融资壁垒,发展基于长期合作的关系型融资模式,优化民营企业的耐心资本获取渠道。

七、结论与建议

企业能否在激烈的市场竞争中立足,保持自身的创新持续性尤为重要。随着耐心资本入市政策的不断推进与完善,耐心资本势必会通过改变企业的价值创造能力,影响企业创新持续性。本文基于2009—2023年沪深A股上市企业数据,从稳定型股权和关系型债务两个维度出发,探究了耐心资本对企业创新持续性的影响及其作用机制。研究发现,耐心资本能够提升企业创新持续性;相较于关系型债务,稳定型股权对企业创新持续性的促进效应更强。上述关系在经过一系列稳健性检验后依然成立。机制分析结果表明,

耐心资本具有引资、引智、抑短功能,能够通过缓解企业的创新融资约束、扩大创新人才规模以及抑制管理层短视行为,正向作用于企业持续性创新。异质性分析发现,耐心资本对企业创新持续性的促进效应在高科技行业的“硬科技”企业、风险承担水平较高的企业以及非国有企业中更明显。

基于上述研究结论,本文提出以下政策建议:

第一,应完善耐心资本政策体系,强化对企业创新持续性的支持力度。在当前耐心资本投资者占比较低的市场环境中,应着重打通影响长期投资的制度障碍,制定并完善支持“长钱长投”的政策体系。建议从税收激励、监管规则、信息披露等方面入手,为引导长期资金入市创造稳定、可预期的制度环境。同时,鼓励社保基金、保险资金等长期资本开展“逆周期布局”,通过将长期资金持续注入资本市场,不断激发被投企业创新活力,保障企业能够持续推进研发创新项目并提高双方获得长期效益的可能性。

第二,畅通耐心资本的引资、引智与抑短作用渠道,为其提升企业创新持续性提供机制保障。在引资方面,鼓励发展投贷联动、知识产权质押融资等创新金融工具,拓宽企业研发投入的长期资金来源。在引智方面,支持长期机构投资者通过派驻董事、参与战略决策等方式,为企业导入先进的技术资源与管理经验,提升研发人力资本质量。在抑短方面,推动企业建立健全与长期创新绩效挂钩的考核激励机制,弱化短期盈利指标权重,引导管理层关注创新持续性的重要性与必要性。

第三,设计并实施差异化支持政策,增强耐心资本对关键领域与主体的精准赋能。首先,应重点加强对高科技行业的资本支持,可通过设立“耐心资本支持硬科技”专项计划,对投资芯片、生物医药等关键领域的长期股权资金给予阶梯式税收抵扣及退出优惠,引导更多耐心资本投资并陪伴“硬科技”企业成长并取得创新突破。其次,针对高风险承担水平的企业,应建立“政府-市场”风险共担体系,对投资高研发投入企业的耐心资本提供风险补偿,有效降低耐心资本的投资风险。最后,应着力优化非国有企业的制度环境,破除对非国有企业的融资壁垒,发展基于长期合作的关系型融资模式,优化民营企业的耐心资本获取渠道。

参考文献:

- [1] 杨仁发,杨梅君. 数字化转型的持续性创新效应研究[J]. 数量经济技术经济研究,2025,42(2):109-129.
- [2] KAPLAN S B. Globalizing patient capital: the political economy of Chinese finance in the Americas [M]. New York: Cambridge University Press, 2021.

- [3] BRILL F, RACO M, WARD C. Anticipating demand shocks: patient capital and the supply of housing[J]. European Urban and Regional Studies, 2023, 30(1): 50–65.
- [4] 高昊宇. 培育壮大耐心资本与中国科技创新[J]. 人民论坛, 2024(16): 28–31.
- [5] 姜中裕, 吴福象. 耐心资本、数字经济与创新效率——基于制造业 A 股上市公司的经验证据[J]. 河海大学学报(哲学社会科学版), 2024, 26(2): 121–133.
- [6] 姚磊, 吴冰, 张志杰, 等. 耐心资本与企业创新质量: 基于中国微观专利大数据的经验证据[J]. 上海经济研究, 2025(4): 103–116.
- [7] 胡海峰, 林丽瑾, 窦斌. 耐心资本对关键核心技术企业创新的影响效果和作用机制[J]. 财贸经济, 2025, 46(11): 68–86.
- [8] 沈坤荣, 尚清艺, 赵倩. 耐心资本赋能新质生产力: 内在逻辑、现实挑战与策略选择[J]. 南京社会科学, 2024(11): 29–36.
- [9] KNAFO S, DUTTA S J. Patient capital in the age of financialized managerialism[J]. Socio-Economic Review, 2016, 14(4): 771–788.
- [10] DEEG R, HARDIE I. What is patient capital and who supplies it? [J]. Socio-Economic Review, 2016, 14(4): 627–645.
- [11] LIN J Y F, WANG Y. The new structural economics: patient capital as a comparative advantage[J]. Journal of Infrastructure, Policy and Development, 2017, 1(1): 4–23.
- [12] 李三希, 刘希, 孙海琳. 以耐心资本推动新质生产力发展: 特征意义、现状问题与培育路径[J]. 财经问题研究, 2024(10): 14–28.
- [13] 陆岷峰, 欧阳文杰. 耐心资本: 发展框架、国际经验与中国路径[J]. 经济学家, 2025(2): 14–25.
- [14] 王一欢, 詹新宇. 耐心资本、产学研深度融合与企业自主创新——基于科技成果转化引导基金的经验证据[J]. 当代经济科学, 2025, 47(6): 31–45.
- [15] DAVIS G F. A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States[J]. European Management Review, 2008, 5(1): 11–21.
- [16] BIANCHINI S, PELLEGRINO G. Innovation persistence and employment dynamics[J]. Research Policy, 2019, 48(5): 1171–1186.
- [17] KANG T, BAEK C, LEE J D. The persistency and volatility of the firm R&D investment: revisited from the perspective of technological capability [J]. Research Policy, 2017, 46(9): 1570–1579.
- [18] 田丹, 丁宝, 刘芙蓉. “耐心资本”赋能新创企业韧性: 企业风险投资和独立风险投资的差异化作用[J]. 中国工业经济, 2025(7): 156–173.
- [19] 余芬, 樊霞. 高管认知、行业管制与企业创新持续性[J]. 科研管理, 2022, 43(12): 173–181.
- [20] 夏后学, 谭清美, 白俊红. 营商环境、企业寻租与市场创新——来自中国企业文化环境调查的经验证据[J]. 经济研究, 2019, 54(4): 84–98.
- [21] 樊霞, 陈娅, 张巧玲. 经济政策不确定性、政府隐性担保与企业创新持续性[J]. 管理学报, 2020, 17(9): 1347–1354.
- [22] SAKAKI H, JORY S R. Institutional investors' ownership stability and firms' innovation[J]. Journal of Business Research, 2019, 103: 10–22.
- [23] SHLEIFER A, VISHNY R W. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(3): 461–488.
- [24] RONG Z, WU X K, BOEING P. The effect of institutional ownership on firm innovation: evidence from Chinese listed firms[J]. Research Policy, 2017, 46(9): 1533–1551.
- [25] 王满四, 王旭东. 关系型融资、关系治理与企业创新——来自沪深 A 股高科技上市公司的实证研究[J]. 中国软科学, 2020(5): 118–129.
- [26] HADLOCK C J, JAMES C M. Do banks provide financial slack? [J]. The Journal of Finance, 2002, 57(3): 1383–1419.
- [27] LACH S, SCHANKERMAN M. Dynamics of R&D and investment in the scientific sector[J]. Journal of Political Economy, 1989, 97(4): 880–904.
- [28] PAKES A, NITZAN S. Optimum contracts for research personnel, research employment, and the establishment of “rival” enterprises[J]. Journal of Labor Economics, 1983, 1(4): 345–365.
- [29] 史梦昱, 沈坤荣. 人才集聚、产业集聚对区域经济增长的影响——基于非线性、共轭驱动和空间外溢效应的研究[J]. 经济与管理研究, 2021, 42(7): 94–107.
- [30] LIN Y, SHI W L, PRESCOTT J E, et al. In the eye of the beholder: top managers' long-term orientation, industry context, and decision-making processes[J]. Journal of Management, 2019, 45(8): 3114–3145.
- [31] YAN X S, ZHANG Z. Institutional investors and equity returns: are short-term institutions better informed? [J]. The Review of Financial Studies, 2009, 22(2): 893–924.
- [32] 温军, 冯根福, 刘志勇. 异质债务、企业规模与 R&D 投入[J]. 金融研究, 2011(1): 167–181.
- [33] ALTONJI J G, ELDER T E, TABER C R. Selection on observed and unobserved variables: assessing the effectiveness of Catholic schools[J]. Journal of Political Economy, 2005, 113(1): 151–184.
- [34] 鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究, 2013, 48(1): 4–16.
- [35] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5): 100–120.
- [36] 孔东民, 刘宸昊, 叶文旭. 贸易准入与企业创新: 基于聚束估计的证据[J]. 世界经济, 2024, 47(8): 37–66.
- [37] 胡楠, 薛付婧, 王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗? —— 基于文本分析和机器学习[J]. 管理世界, 2021, 37(5): 139–156.
- [38] 何瑛, 于文睿, 杨棉之. CEO 复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J]. 中国工业经济, 2019(9): 155–173.
- [39] NUNN N, QIAN N. US food aid and civil conflict[J]. American Economic Review, 2014, 104(6): 1630–1666.

Patient Capital and Persistence of Corporate Innovation

ZHANG Rao, CHU Peipei

(Nanjing Agricultural University, Nanjing 210095)

Abstract: Currently, Chinese enterprises face a prominent problem of insufficient persistence in innovation. The capital market, dominated by short-term profit seeking, is no longer able to meet the demand for long-term stable funds for innovation activities. Patient capital, as a form of capital committed to long-term and value investment, has a strategic outlook on capital returns and greater risk tolerance. It can withstand economic cyclical fluctuations and provide sustained and stable financial support for long-term development goals. Therefore, this paper focuses on the alignment between the attribute of patient capital and the persistence of corporate innovation, systematically examining the impact of patient capital on the persistence of corporate innovation and its mechanism. Against the backdrop of the deepening implementation of the national innovation strategy, this holds significant implications for enhancing the persistence of corporate innovation and improving long-term competitive advantage.

Using data from A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2009 to 2023, this paper empirically finds that patient capital enhances the persistence of corporate innovation. Compared with relational debt, stable equity exerts a stronger promoting effect on the persistence of corporate innovation. Mechanism testing shows that patient capital serves to attract investment, attract talent, and suppress short-termism. It can alleviate the innovation financing constraints of enterprises, increase the scale of R&D personnel, and mitigate managerial myopia, thereby enhancing the persistence of corporate innovation. Heterogeneity analysis reveals that the promoting effect is more pronounced among hard technology enterprises in high-tech industries, enterprises with higher risk-taking levels, and non-state-owned enterprises.

The marginal contributions are as follows. First, drawing on the long-term attributes of patient capital, this paper empirically tests the positive effect of patient capital on the persistence of corporate innovation, thereby enriching the relevant research on the economic consequences of patient capital and further extending the frontiers of research on the innovation effect. Second, this paper reveals the logic of the roles of patient capital in ensuring sustained investment by attracting investment, empowering innovation and value creation by attracting talent, and anchoring long-term development by suppressing short-termism, thereby jointly improving the persistence of corporate innovation. Third, this paper introduces three different contextual factors: the technological attributes of enterprises, the level of enterprise risk-taking, and the ownership types of enterprises, revealing differential effects of patient capital across varying contexts. This provides key management insights for managers to accurately implement policies based on the characteristics of enterprises to maximize the persistence of corporate innovation.

Keywords: patient capital; stable equity; relational debt; innovation persistence; financing constraint; innovative talent; managerial myopia

编校:姜 莱;董启琛