

耐心资本对企业投资效率的影响研究文献综述

张小雅

北方工业大学经济管理学院, 北京

收稿日期: 2026年3月11日; 录用日期: 2026年4月3日; 发布日期: 2026年4月14日

摘要

在高质量发展背景下, 提升企业投资效率已成为优化资源配置、推动产业升级和培育新质生产力的重要议题。与短期逐利资本不同, 耐心资本强调长期持有、稳定支持和深度治理, 因而被寄予缓解企业短期主义、改善资本配置。文章围绕“耐心资本-企业投资效率”主题, 对相关研究进行系统梳理: 首先, 总结耐心资本的概念界定、主要测度方式及其在创新、绿色发展和长期绩效方面的经济后果; 其次, 回顾投资效率的基本内涵、主流测度方法及主要影响因素; 最后, 重点梳理管理者短视、分析师关注、商业信用等机制变量在投资效率研究中的作用, 并在此基础上构建“资本类型-作用机制”的二维整合框架, 对现有证据进行批判性归纳。现有研究总体表明, 耐心资本能够通过缓解融资约束、强化治理监督、改善信息环境和塑造长期导向提升企业决策质量, 但直接聚焦“耐心资本-投资效率”关系的研究仍相对有限, 尤其缺乏对不同类型耐心资本、过度投资与投资不足双向偏离, 以及商业信用与管理者短视联动机制的综合考察。据此, 进一步提出了国有与民营耐心资本差异、供应链信用传导和管理者短视约束等可检验的后续研究命题。

关键词

耐心资本, 投资效率, 商业信用, 管理者短视, 公司治理

Literature Review on the Impact of Patient Capital on Corporate Investment Efficiency

Xiaoya Zhang

School of Economics and Management, North China University of Technology, Beijing

Received: March 11, 2026; accepted: April 3, 2026; published: April 14, 2026

Abstract

Against the backdrop of high-quality development, improving corporate investment efficiency has

become an important issue for optimizing resource allocation, promoting industrial upgrading, and fostering new quality productive forces. Unlike short-term profit-seeking capital, patient capital emphasizes long-term holding, stable support, and deep governance involvement, and is therefore expected to alleviate corporate short-termism and improve capital allocation. Focusing on the relationship between patient capital and corporate investment efficiency, this paper provides a systematic review of the existing literature. First, it summarizes the conceptual definitions and major measurement approaches of patient capital, as well as its economic consequences in innovation, green development, and long-term corporate performance. Second, it reviews the basic connotations, mainstream measurement methods, and key determinants of investment efficiency. Finally, it examines the roles of mediating variables such as managerial myopia, analyst attention, and trade credit in the literature on investment efficiency. On this basis, the paper develops a two-dimensional integrative framework of “capital type-mechanism of action” and offers a critical synthesis of existing evidence. The literature generally suggests that patient capital can enhance the quality of corporate decision-making by alleviating financing constraints, strengthening governance oversight, improving the information environment, and fostering long-term orientation. However, studies that directly focus on the relationship between patient capital and investment efficiency remain relatively limited. In particular, there is still a lack of comprehensive examination of different types of patient capital, the two-way deviations of overinvestment and underinvestment, and the interactive mechanisms involving trade credit and managerial myopia. Accordingly, this paper further proposes several testable directions for future research, including differences between state-owned and private patient capital, the transmission effect of supply chain credit, and the constraining role of managerial myopia.

Keywords

Patient Capital, Investment Efficiency, Trade Credit, Managerial Myopia, Corporate Governance

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

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



Open Access

1. 引言

企业投资效率反映的是企业能否把资金配置到最具净现值的项目之中。现实中，企业投资常偏离最优状态：一类企业因融资约束、短期盈利压力或外部不确定性而压缩研发、设备更新和技术改造支出，表现为投资不足；另一类企业则受代理冲突、盲目扩张或行政干预影响，出现无效并购和过度投资。无论是“投得不够”，还是“投得过头”，都会削弱资本配置效率，阻碍企业长期价值创造，这也是学界持续关注投资效率问题的重要原因[1]-[3]。

在这一背景下，“耐心资本”逐渐成为理论和政策讨论的焦点。所谓耐心资本，通常是指持有期限较长、换手率较低、能够容忍短期波动并更关注企业长期价值的资本形态。它既可以表现为长期机构投资者的稳定持股，也可以体现在关系型债权、政策性引导基金等能够跨越经济周期支持企业成长的长期资金安排中。与短期交易型资本相比，耐心资本的关键不只是“持有得久”，更在于其能否稳定供给资源、参与治理并支持企业长期战略[4]-[6]。

既有研究已较充分讨论耐心资本对企业创新、绿色发展、生产率和长期绩效的促进作用，也形成了关于投资效率测度及影响因素的成熟框架。然而，将“耐心资本”与“企业投资效率”直接结合起来的的研究仍较少。现有文献更多停留在“耐心资本促进创新和生产率，进而可能改善投资”的间接推理层面，

对耐心资本能否直接提升投资效率、通过何种微观路径发挥作用的讨论仍不充分。尤其在中国情境下，商业信用、管理者短视、分析师监督等机制尚未得到系统整合[7] [8]。

基于此，本文从三个层面展开综述：其一，梳理耐心资本的概念、测度及主要经济后果；其二，回顾企业投资效率的内涵、测度和影响因素；其三，重点归纳耐心资本影响投资效率的传导机制与研究不足，并结合后续文章的研究主题，对商业信用与管理者短视两种机制做简要引申。

2. 耐心资本的概念、测度及经济后果

2.1. 耐心资本的概念与测度

国外关于耐心资本的讨论主要嵌入长期投资者和公司治理研究之中。研究普遍认为，持股期限更长、交易频率更低、愿意参与公司治理并关注长期价值的投资者，更符合“耐心资本”的行为特征。相应地，学者通常从两个维度对其进行测度：一是直接使用持股期限、换手率、持仓稳定性等指标刻画投资者的时间视角；二是根据投资者类型，将养老基金、保险资金等具有长期配置偏好的机构界定为耐心资本，并以其持股比例衡量企业获得的长期资本支持程度[9] [10]。

在中国情境下，耐心资本的内涵有所扩展。一方面，国内文献较多从长期股权资本切入，将社保基金、企业年金、保险资金以及持股稳定的部分公募、私募基金视作耐心资本，并以长期机构投资者持股比例作为核心测度指标。另一方面，也有研究强调关系型债权和政策性引导基金的长期支持属性，认为银行长期合作融资、产业投资基金和政府引导基金同样属于耐心资本体系的重要组成部分。总体来看，国内外研究虽在具体定义上略有差异，但都强调耐心资本具有“长期陪伴企业成长”的本质特征[5] [11]。

2.2. 耐心资本的主要经济后果

第一，耐心资本能够促进企业创新和新质生产力形成。创新活动投入高、周期长、失败风险大，对稳定资金的依赖程度较高。长期资本更愿意容忍研发项目在短期内对利润形成挤压，因此更有利于企业持续投入研发与技术升级。相关研究发现，耐心资本越充足，企业的创新投入、专利产出和创新绩效越高，这一作用在高技术行业和融资约束较强企业中更为明显[11]-[13]。

第二，耐心资本能够促进绿色转型和高质量发展。绿色投入、环境治理和社会责任建设普遍回收周期较长，短期资本往往缺乏足够耐心，而长期资本更愿意支持这类项目。已有研究表明，耐心资本占比较高的企业在 ESG 表现、环境治理投入和低碳转型方面往往更具优势[14]。

第三，耐心资本能够提升长期绩效与生产率。邱蓉等[15]发现，耐心资本能够显著提高企业全要素生产率，且在技术密集型行业和融资约束较强企业中作用更加突出。国外研究也表明，投资者持股期限越长，企业越有可能坚持长期投资并提升长期价值[9] [16]。这些证据共同说明，耐心资本兼具资源供给和治理监督双重功能。

不过，现有研究的重心更多集中在创新、绿色发展和生产率等结果变量上，对投资效率这一直接体现资源配置质量的指标关注相对不足。因此，进一步考察耐心资本能否直接改善投资效率，具有明确的理论延伸价值。近年的实证研究开始从更贴近资源配置结果的维度验证耐心资本的治理价值。Wang 等[17]发现，长期机构投资者持股显著降低非效率投资，而短期机构持股则会加剧投资偏离；Xiao [18]的研究表明，机构投资者实地调研有助于同时缓解过度投资与投资不足；Bai 等[19]进一步指出，共同机构投资者能够通过治理协同减少企业过度投资。这说明耐心资本并非只影响创新或绩效，其对投资效率的直接效应已经出现较为清晰的经验支持，但相关研究仍未在“资本异质性 - 机制异质性 - 投资偏离类型”之间形成统一分析框架。

3. 企业投资效率的内涵、测度与影响因素

3.1. 投资效率的基本内涵与主流测度

投资效率的核心含义在于，企业实际投资是否与其投资机会相匹配。早期研究多借助投资 - 现金流敏感性来间接讨论企业是否受到融资约束，但这一方法难以直接区分投资机会与融资限制。此后，Biddle 等和 Richardson [1] [2] 提出通过估计企业“正常投资水平”，再以实际投资与预测投资之间的偏离来衡量投资效率，逐渐成为主流范式。按照这一思路，实际投资高于预测值可能对应过度投资，低于预测值可能对应投资不足，而偏离绝对值越大，说明投资效率越低。

国内研究大体沿用该框架，并结合中国市场特征进行本土化处理。例如，不少研究利用制度变革、市场开放和信息披露改革考察外部环境变化对投资效率的影响，验证了“信息越透明、治理越完善，投资偏离越小”的基本逻辑[20] [21]。

3.2. 投资效率的主要影响因素

关于投资效率的决定因素，现有研究大致形成三类解释。第一类是信息环境。高质量财务报告、充分的信息披露和较低的信息不对称，能够帮助外部投资者更准确评估企业价值，也能缓解企业融资约束，从而降低投资不足和过度投资的概率[1] [22]。

第二类是公司治理与管理层特征。股权结构、董事会治理、管理层激励和所有制差异都会显著影响投资决策。治理不足时，管理层可能出于私人收益进行盲目扩张，导致过度投资；外部监督较强且内部激励更重视长期绩效时，则更有利于抑制非效率投资[23] [24]。

第三类是外部制度与监督力量。政府信息公开、股票市场开放、法律保护、媒体监督以及分析师跟踪等，都能通过改善信息环境、降低融资成本和约束管理者行为来影响投资效率[20] [21]。这意味着，若耐心资本既能改善融资条件，又能增强治理监督，其理论上完全可能成为影响投资效率的重要投资者结构因素。

4. 耐心资本影响投资效率的作用机制

4.1. 管理者短视：内部行为机制

管理者短视是投资效率研究中的关键微观机制。Stein [25] 指出，在资本市场短期压力和业绩考核约束下，管理者可能为了迎合市场预期而主动牺牲长期项目。胡楠等[7] 利用年报 MD&A 文本构建管理者短视指标，发现短视程度越高，企业长期投资越容易被压缩，投资行为更受短期业绩波动干扰。

耐心资本恰恰可能通过改变管理层决策环境来缓解这一问题。长期股东更关注企业内生价值而非季度收益，能够向管理层释放更清晰的长期导向信号；同时，耐心资本往往具备更强的信息优势和治理参与意愿，能够在正式或非正式沟通中降低管理层对短期业绩波动的恐惧。因此，耐心资本不仅提供资金，更可能重塑管理者的认知框架和决策约束。

4.2. 分析师关注与外部监督机制

分析师是连接上市公司与资本市场的重要信息中介。一方面，分析师跟踪可以提高信息透明度，帮助市场识别企业长期项目的真实价值，从而缓解融资约束；另一方面，分析师评价也会形成声誉压力，约束管理层从事明显损害股东利益的过度投资行为。赵胜民、张博超[8] 发现，分析师关注能够通过信息效应和监督效应影响企业不同类型投资决策。

对于耐心资本而言，其潜在作用并不只是“吸引更多分析师”，更可能是“引导分析师更重视长期

价值”。当企业拥有长期、稳定且重视战略成长的股东时，市场对其治理质量和信息透明度的预期通常更高，分析师也更可能持续跟踪企业并聚焦中长期价值判断。

从外部信息治理看，陈少凌等[26]发现分析师利空关注对公司投资效率具有“萝卜加大棒”的双重作用：一方面通过信息揭示降低错误投资，另一方面通过声誉压力约束管理层机会主义行为；Xu 等[27]则表明，投资者 - 企业互动能够通过缓解信息不对称和改善公司治理来提升投资效率。与之相比，耐心资本文献虽然强调长期导向和稳定监督，但对其是否会与分析师跟踪、互动平台问答等外部机制形成互补治理，从而差异化影响投资不足与过度投资，仍缺乏系统检验。

4.3. 商业信用：融资约束机制

在中国企业融资体系中，商业信用是正规金融之外的重要补充。应付账款、应付票据等所体现的供应链融资能力，实质上反映了企业在交易网络中的信誉和资金占用能力。对于融资约束较强的企业而言，商业信用能够缓解短期现金流压力，使企业不必因银行信贷不足而放弃长期项目。结合后续文章的研究主题可以发现，耐心资本可能通过“声誉认证”效应提升企业在供应链中的可信度，进而增强其商业信用获取能力。这意味着，耐心资本改善投资效率，未必只靠股东监督，还可能通过改善外部融资条件间接实现。进一步看，商业信用与信用环境本身也可能是耐心资本影响投资效率的重要外部通道。Tang 等[28]发现，商业信用能够提升企业效率，说明供应链信用不只是短期融资替代，更可能是改善资源配置的治理性金融安排；Wang 和 Zhang [29]关于社会信用改革的研究进一步表明，信用制度改善可以通过降低代理成本、提升财务报告质量和抑制影子银行活动来增强企业投资效率。据此推断，若耐心资本能够发挥声誉认证与关系嵌入功能，其对商业信用可得性和信用环境质量的改善，可能正是缓解投资不足的重要中介路径。

5. 文献述评与研究启示

(一) 文献的批判性整合

基于“资本类型 - 作用机制”的二维框架。现有研究虽然普遍支持耐心资本具有长期导向优势，但不同文献所讨论的“耐心资本”并非同质概念。若仅按主题罗列文献，容易把长期机构投资者、共同机构投资者、政策性资本、关系型债权与供应链信用等不同资本形态混为一谈，也难以识别其究竟主要通过治理监督、信息环境、融资支持还是管理者行为约束发挥作用。因此，有必要将既有研究放入“资本类型 - 作用机制”的二维矩阵中进行比较，以更直观地呈现已有证据、争议地带与研究空白，见表 1。

Table 1. Two-dimensional integrative framework of capital types and mechanisms of action

表 1. 资本类型 - 作用机制二维整合框架

资本类型	治理监督	信息环境	融资/商业信用	管理者短视	投资效率证据
政策性/ 国有耐心资本	监督与政策 目标并存	相关研究偏少	长期资金支持较强	可能缓解， 但证据不足	缓解投资不足可能 更强；抑制过度 投资存在争议
长期机构投资者	证据较充分	与分析师互补机制 初步显现	可缓解融资约束	有望抑制， 但直接检验较少	直接证据逐步增多
共同机构投资者/ 调研型股东	协同监督较强	信息共享与 实地调研优势明显	以间接影响为主	研究不足	主要体现为抑制 过度投资
关系型债权/ 供应链资本	债权治理存在	依赖交易与 信用信息	作用最直接	尚未与短视机制 充分打通	更多为间接证据， 直接检验不足

从该矩阵可以看出，现有研究呈现出明显的结构性不均衡：其一，长期股权资本的研究相对丰富，而关系型债权、供应链资本与耐心资本的整合研究明显不足；其二，融资约束与治理监督机制被反复验证，但管理者短视这一内部认知机制尚未与耐心资本研究充分连接；其三，越来越多文献开始直接考察投资效率，但仍有不少研究停留在创新、绩效或 ESG 等间接结果变量上，对“投资不足 - 过度投资”的双向分解检验仍显不足。因此，真正有说服力的研究缺口不在于简单重复“耐心资本可能有益”，而在于厘清不同耐心资本在何种机制和何种情境下，分别改善哪一类投资偏离。

(二) 研究不足与未来研究展望

基于上述整合，后续研究至少可以沿以下方向推进：

第一，区分耐心资本的产权属性与企业所有制组合。相较于民营耐心资本，国有耐心资本在缓解国有企业“投资不足”方面可能更显著，因为其更能提供长期资金与政策背书；但在抑制国有企业“过度投资”方面，其效果可能较弱甚至可能因叠加政策性目标和软预算约束而被削弱。

第二，区分投资效率的双向偏离。现有研究较多使用投资效率残差绝对值，容易掩盖同一变量对投资不足和过度投资方向相反的影响，因此，未来研究应分别检验耐心资本对两类非效率投资的异质作用。

第三，深化“耐心资本 - 商业信用 - 投资效率”的链式机制检验。对于融资约束更强、客户集中度更高或供应链依赖度更强的企业，耐心资本可能通过提升声誉认证、增强供应商信任和改善应付账款融资能力来更明显地缓解投资不足；在这一框架下，商业信用不应仅被视为控制变量，而应被视为连接长期资本与实体投资的重要中介变量。

第四，深化“耐心资本 - 管理者短视 - 投资效率”的内部行为机制识别。既有研究已经证明管理者短视会压缩长期投资、加剧资源错配，但尚缺少直接证据说明耐心资本能否通过稳定考核预期、增强董事会问责和弱化短期业绩压力来系统抑制管理者短视。未来可结合文本分析指标、管理层激励数据与机构投资者稳定持股特征，对该机制展开更具说服力的中介检验。

第五，考察耐心资本与外部信息中介的互补效应。一个值得进一步验证的命题是：在分析师跟踪度更高、投资者互动更活跃和信息披露质量更好的企业中，耐心资本改善投资效率的作用可能更强；相反，在信息极度不透明且外部监督薄弱的企业中，耐心资本即便长期持股，也未必足以独自纠正非效率投资。

第六，拓展异质性研究的边界条件。后续可进一步比较不同生命周期、行业技术属性、融资约束程度及地区制度环境下耐心资本的边际作用，并重点关注高技术企业、民营企业和高不确定性企业。这不仅有助于解释耐心资本何以服务于高质量发展，也能够使研究结论更具政策针对性与可操作性。

参考文献

- [1] Biddle, G.C., Hilary, G. and Verdi, R.S. (2009) How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, **48**, 112-131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- [2] Richardson, S. (2006) Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, **11**, 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- [3] 张莉芳. 融资约束、高额现金持有和投资效率[J]. 山西财经大学学报, 2013, 35(4): 114-124.
- [4] 程恩富, 刘美平. 以耐心资本助力新质生产力发展[J]. 政治经济学研究, 2024(3): 164.
- [5] 杨芳, 张和平, 孙晴晴, 等. 耐心资本何以助力企业新质生产力发展? [J]. 西部论坛, 2024, 34(6): 31-47.
- [6] 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.
- [7] 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+11+19-21.
- [8] 赵胜民, 张博超. 分析师关注如何影响公司投资行为——基于不同投资类型的分析[J]. 中央财经大学学报, 2021(5): 51-64.

- [9] Gaspar, J., Massa, M. and Matos, P. (2005) Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, **76**, 135-165. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.002>
- [10] Bushee, B.J. (2001) Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? *Contemporary Accounting Research*, **18**, 207-246. <https://doi.org/10.1092/j4gu-bhwh-8hme-le0x>
- [11] 温磊, 李思飞. 耐心资本对企业新质生产力的影响[J]. 中国流通经济, 2024, 38(10): 86-97.
- [12] 吴旻佳, 张普, 赵增耀. 耐心资本、创新投入对企业绩效的影响——基于中小板上市企业的数据[J]. 科学决策, 2022(9): 55-72.
- [13] 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.
- [14] 王闻萱, 王丹. 耐心资本助推绿色低碳发展的内在关联及实践要求[J]. 技术经济与管理研究, 2024(9): 1-6.
- [15] 邱蓉, 田子豪, 买俊鹏, 等. 耐心资本与企业全要素生产率提升[J]. 证券市场导报, 2024(12): 3-12.
- [16] Cremers, M., Pareek, A. and Sautner, Z. (2020) Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value: Evidence from Russell 2000 Index Inclusions. *Management Science*, **66**, 4535-4551. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3361>
- [17] Wang, Z., Liao, K. and Wang, S. (2024) Institutional Investor Horizons, Ownership Structure and Investment Efficiency in China. *Accounting & Finance*, **64**, 739-782. <https://doi.org/10.1111/acfi.13164>
- [18] Xiao, H. (2023) Institutional Investors' Corporate Site Visits and Corporate Investment Efficiency. *International Review of Finance*, **23**, 359-392. <https://doi.org/10.1111/irfi.12401>
- [19] Bai, Y., He, L. and Zhang, T. (2023) Common Institutional Ownership and Investment Efficiency: Empirical Evidence from China. *Borsa Istanbul Review*, **23**, 1067-1077. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.05.006>
- [20] 陈运森, 黄健峒. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 金融研究, 2019(8): 151-170.
- [21] 于文超, 梁平汉, 高楠. 公开能带来效率吗?——政府信息公开影响企业投资效率的经验研究[J]. 经济学(季刊), 2020, 19(3): 1041-1058.
- [22] Chen, F., Hope, O., Li, Q. and Wang, X. (2011) Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *The Accounting Review*, **86**, 1255-1288. <https://doi.org/10.2308/accr-10040>
- [23] 闫伟宸, 肖星, 王一倩. 国企性质、高管特征和投资效率[J]. 科研管理, 2020, 41(8): 148-159.
- [24] 陈效东, 周嘉南, 黄登仕. 高管人员股权激励与公司非效率投资: 抑制或者加剧? [J]. 会计研究, 2016(7): 42-49+96.
- [25] Stein, J.C. (1989) Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, **104**, 655-669. <https://doi.org/10.2307/2937861>
- [26] 陈少凌, 周开国, 杨海生, 等. 分析师利空关注与公司投资效率: “萝卜”加“大棒” [J]. 金融研究, 2024(1): 150-168.
- [27] Xu, W., Luo, Z. and Li, D. (2024) Investor-Firm Interactions and Corporate Investment Efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, **84**, Article ID: 102539. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2024.102539>
- [28] Tang, Y., Xu, L., Guo, S. and Moro, A. (2023) Trade Credit and Firm Efficiency: Evidence from Chinese Manufacturing Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, **59**, 2204-2216. <https://doi.org/10.1080/1540496x.2023.2168477>
- [29] Wang, X. and Zhang, F. (2025) Impacts of China's Social Credit Reform on Firm Investment Efficiency: Evidence from a Quasi-Natural Experiment in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, **93**, Article ID: 102843. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2025.102843>