

耐心资本的风险：产业数字化转型中的演化机制、仿真检验与治理框架

蒯 颖, 夏佳杰, 董雨凡, 刘 悦

江苏大学财经学院, 江苏 镇江

收稿日期: 2026年7月21日; 录用日期: 2026年8月4日; 发布日期: 2026年9月21日

摘 要

耐心资本是支撑产业高质量发展的关键要素, 但若缺乏绩效约束与退出压力, 可能在数字化转型中异化为懒散资本, 以长期投资之名行消极监督之实。本文基于2003~2024年A股上市公司稳定型机构投资者持股数据, 刻画耐心资本的演变特征, 构建绩效衰退-资本反应仿真模型, 通过蒙特卡洛模拟量化其蜕变为懒散资本的概率。研究发现, 耐心资本在绩效恶化时惰性锁定现象显著; 管理层战略漂移超临界阈值后长期回报大幅低于基准; 约23.7%的样本呈现懒散化特征, 在数字化转型滞后的传统产业中更突出。据此提出耐心而不懒散的动态绩效监督框架与分阶段容错退出机制。

关键词

耐心资本, 懒散资本, 数字化转型, 产业经济, 绩效监督, 仿真模拟

The Risk of Patient Capital: Evolutionary Mechanisms, Simulation Testing, and Governance Frameworks in Industrial Digital Transformation

Ying Kuai, Jiajie Xia, Yufan Dong, Yue Liu

School of Finance and Economics, Jiangsu University, Zhenjiang Jiangsu

Received: July 21, 2026; accepted: August 4, 2026; published: September 21, 2026

Abstract

Patient capital is a key factor supporting high-quality industrial development. However, in the absence

文章引用: 蒯颖, 夏佳杰, 董雨凡, 刘悦. 耐心资本的风险: 产业数字化转型中的演化机制、仿真检验与治理框架[J]. 电子商务评论, 2026, 15(9): 750-759. DOI: 10.12677/ec.2026.1591054

of performance constraints and exit pressure, it may degenerate into lazy capital during digital transformation, engaging in passive monitoring in the name of long-term investment. Using holdings data on stable institutional investors in A-share listed companies from 2003 to 2024, this paper characterizes the evolution of patient capital, constructs a performance decline-capital response simulation model, and quantifies the probability of its degeneration into lazy capital via Monte Carlo simulation. The results show that patient capital exhibits significant inertia lock-in when performance deteriorates; once managerial strategic drift exceeds a critical threshold, long-term returns are substantially lower than the benchmark; and approximately 23.7% of the samples exhibit lazy traits, a phenomenon more pronounced in traditional industries lagging in digital transformation. Accordingly, this paper proposes a dynamic performance monitoring framework that keeps patient capital patient but not lazy, and a phased fault-tolerant exit mechanism.

Keywords

Patient Capital, Lazy Capital, Digital Transformation, Industrial Economy, Performance Monitoring, Simulation

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

2024 年以来,“壮大耐心资本”成为中国资本市场改革的高频词。耐心资本是支撑科技创新与产业深度转型升级、培育新质生产力的重要长期资本力量[1]。耐心资本以长期持有、容忍短期波动为特征,被视为破解企业短视主义、推动产业升级的金融基础设施[2]。然而,当耐心失去绩效约束,它是否会蜕变为懒散资本?

本文将懒散资本界定为:名义上秉持长期投资理念,实则因缺乏绩效监督与退出压力,导致管理层软约束与战略漂移的资本形态。这一概念并非否定耐心资本的价值,而是揭示其在治理不健全下的异化路径。从理论逻辑看,耐心资本的优势在于为企业抵御短期市场波动[3]。但在数字化转型中,技术路线不确定、投入周期长,耐心若缺乏阶段性绩效校准,极易诱发数字化投入的盲目扩张。传统绩效评估体系被弱化,长期潜力等模糊指标为管理层的战略懈怠提供了缓冲,导致研发投入分散[4]。从现实观察看,已有研究表明,耐心资本的积极效应依赖有效的治理机制[5],在数字化转型滞后的企业中其正向作用明显削弱[6],信息不对称更可能使其退化为懈怠。

本文的贡献在于:提出懒散资本概念,拓展耐心资本研究的理论边界;利用 2003~2024 年 A 股数据与仿真模型,首次量化评估其蜕变概率;构建耐心而不懒散的治理框架[7]。

2. 文献综述与概念界定

2.1. 耐心资本的内涵与研究进展

李三希等[1]系统梳理了以耐心资本推动新质生产力发展的特征意义、现状问题与培育路径,将耐心资本界定为“以长期价值创造为导向、能够容忍短期波动和不确定性的资本形态”。戚聿东和宋菁[3]从内在逻辑与实现路径两个维度阐释了耐心资本赋能新质生产力发展的机制。在数字经济快速发展的背景下,耐心资本对产业数字化转型的支撑作用日益凸显。既有实证研究表明,耐心资本对创新效率、全要素生产率、ESG 表现及战略性新兴产业发展均有正向促进效应[8]-[10]。

2.2. 耐心资本的度量方法

参照胡海峰等[4]的方法，本文将九类机构投资者按平均换手率排序分为三组，换手率最低组界定为耐心资本代理变量，换手率最高组为交易型机构投资者。

2.3. “懒散资本”概念的提出

尽管现有文献对耐心资本的积极效应给予了充分关注，但对其潜在风险的讨论相对不足，尤其是在数字化转型加速的产业背景下。吴秋生和王思童[11]从耐心资本壮大与企业战略激进度控制的角度，间接触及了资本约束弱化的问题。本文在此基础上，正式提出“懒散资本”概念(见表 1)，将其定义为：在耐心资本框架下，因绩效监督弱化、退出机制缺失而导致的资本治理功能退化现象，具体表现为对被投企业管理层缺乏有效约束，容忍战略漂移和低效运营的资本形态。

Table 1. A comparison of patient capital, lazy capital, and transactional capital

表 1. 耐心资本、懒散资本与交易型资本的比较

维度	耐心资本	懒散资本	交易型资本
投资期限	长期(>3 年)	长期但缺乏节点考核	短期(<1 年)
绩效约束	动态容错，阶段性考核	弱约束，模糊评价	强约束，短期导向
退出机制	条件触发式退出	退出惰性显著	快速止损退出
治理功能	积极参与，战略引导	消极放任，形式参与	退出威胁式治理
对创新影响	正向促进	初期正向，后期抑制	可能抑制长期创新
对数字化转型影响	有序引导数字化投入	放任数字化战略漂移	忽视长期数字化布局
典型表现	容忍研发期亏损	容忍战略漂移	绩效下滑即撤资

3. 数据描述与耐心资本特征刻画

3.1. 数据来源与样本选择

本文使用数据来源于 A 股上市公司机构投资者持股数据库，时间跨度为 2000~2024 年，包含股票代码、年份、稳定型机构投资者持股比例(相对总股本和相对流通 A 股)以及交易型机构投资者持股比例。筛选后，本文聚焦 2003~2024 年有效数据，共涉及超过 4800 家上市公司。下表报告了关键变量的描述性统计(见表 2)。

Table 2. Descriptive statistics of key variables

表 2. 关键变量描述性统计

变量	观测数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
稳定型持股(总股本)	86,452	3.47	10.82	0.00	0.00	86.36
稳定型持股(流通股)	86,452	5.93	22.16	0.00	0.00	853.78
交易型持股(总股本)	86,452	1.52	3.28	0.00	0.00	67.70
交易型持股(流通股)	86,452	2.41	5.84	0.00	0.00	301.02

3.2. 耐心资本的时序演变

下图展示了 2003~2024 年 A 股市场稳定型机构投资者(耐心资本)与交易型机构投资者平均持股比例

的演变趋势(见图 1)。可以观察到：第一，耐心资本持股比例经历了“上升-平台-波动”的三阶段演变；第二，2015 年后交易型资本持股比例显著上升，而耐心资本增速趋缓；第三，两类资本的比值(耐心/交易)呈下降趋势，反映出市场交易化倾向增强。值得注意的是，这一趋势与我国产业经济结构转型和数字经济崛起的节奏高度相关——在数字化转型加速的行业中，交易型资本的活跃度明显更高。

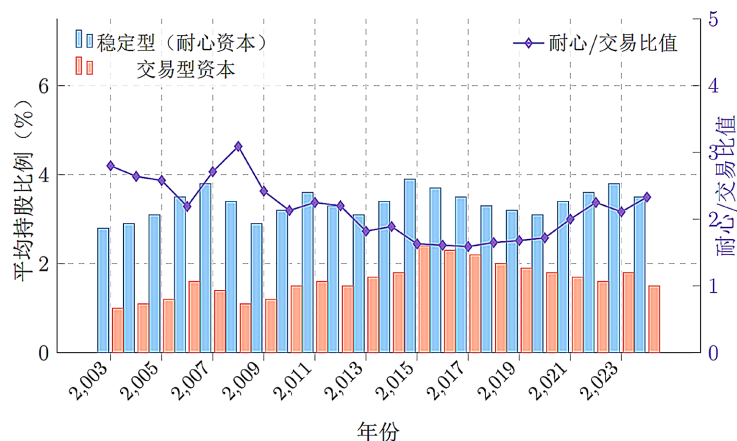


Figure 1. Evolution of patient capital and transactional capital ownership in China's A-share market (2003~2024)
图 1. 2003~2024 年 A 股耐心资本与交易型资本持股比例演变

3.3. 耐心资本的持股集中度与行业分布

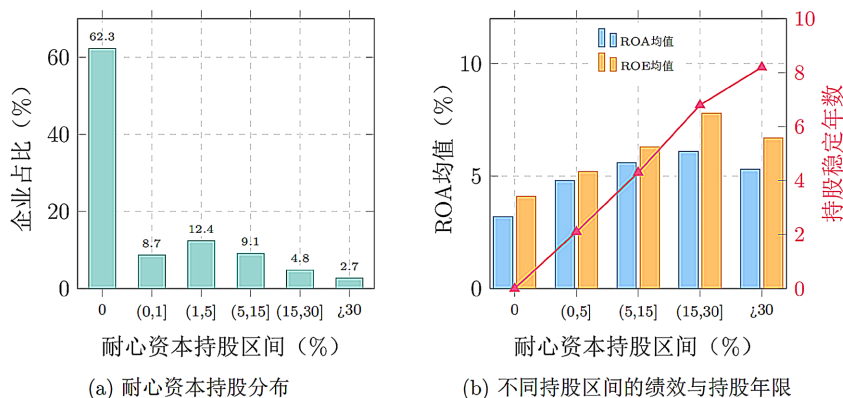


Figure 2. Characteristics of patient capital ownership structure
图 2. 耐心资本持股结构特征

上图通过分位数分布与行业对比，进一步揭示耐心资本的结构特征(见图 2)。左图显示耐心资本持股高度集中于少数企业，超过 60%的企业-年份观测值耐心资本持股比例为零；右图对比了不同持股区间内企业的平均绩效表现。

4. 理论分析：“耐心”到“懒散”的蜕变机制

4.1. 理论框架

本文构建了“耐心资本懒散化”的理论框架(见图 3)，从委托代理理论和行为金融学两个视角阐释耐心资本向懒散资本蜕变的内在逻辑。在产业数字化转型的背景下，这一蜕变风险尤为突出——数字经济领域的投资周期长、技术迭代快，更容易出现战略漂移。

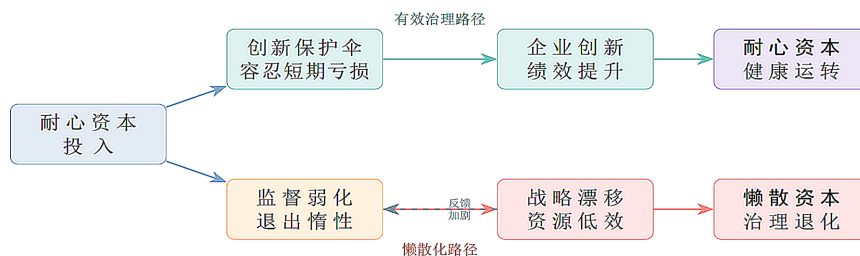


Figure 3. A theoretical framework for the “lazy transformation” of patient capital
图 3. 耐心资本“懒散化”理论框架

4.2. 蜕变的三重路径

路径一：绩效评价模糊化。耐心资本的引入使得短期财务指标(如季度 ROE、月度股价波动)在投资评价体系中的权重被系统性降低[11]。这主要是为了保护长周期创新投入，但当“长期潜力”“技术储备”等替代指标缺乏清晰的量化标准和阶段性里程碑时，管理层便获得了“以长期之名行低效之实”的操作空间。

路径二：退出威慑消解。交易型资本的“用脚投票”机制虽然可能导致短期主义，但其快速退出能力对管理层构成了强有力的外部约束[12]。耐心资本的长期持有承诺在客观上削弱了这一市场纪律。缺乏退出机制的耐心资本容易导致数字化项目推进停滞或延缓必要的战略调整[13]。

路径三：治理参与形式化。封秋硕等[14]的研究表明，耐心资本在重塑企业创新轨迹时需要深度参与治理。但当耐心资本的“耐心”被理解为“不干预”时，其股东治理功能将退化为形式上的参与——投票权的行使流于程式化[15]。

需要指出的是，上述机制并非排斥替代性解释。投资者层面的代理摩擦可能使基金经理减少监督活动，产生形似懒散的被动持股。机构投资者的多重目标(如关系维护和政策指令)也可能导致有意的不干预，在功能上与懒散资本难以区分。此外，增长前景较弱的企业可能事前更易吸引稳定持股，反映了部分选择效应。然而，这些替代性解释并不削弱本文的核心发现，反而会复合放大这一风险。本文的仿真框架明确刻画了资本约束减弱推高战略漂移概率、进而压制绩效并固化资本惰性的反馈循环，表明存在超出内生性关切的自我放大动态。

5. 模型构建与仿真设计

5.1. 基准模型设定

为量化评估耐心资本向懒散资本蜕变的条件与后果，本文构建“绩效衰退 - 资本反应”双主体仿真模型。核心逻辑是：模拟企业在经历绩效下滑时，不同类型资本(交易型 vs. 耐心型 vs. 懒散型)的持股行为差异及其对企业后续绩效的反馈效应。在产业经济和数字经济背景下，该模型特别关注数字化转型投入对企业长期绩效的影响。

设企业 i 在 t 期的绩效为 $\pi_{i,t}$ ，其动态方程为：

$$\pi_{i,t} = \pi_{i,t-1} + \alpha \cdot I_{i,t} + \beta \cdot G_{i,t} - \gamma \cdot D_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $I_{i,t}$ 为创新投入强度(包含数字化转型投入)， $G_{i,t}$ 为治理有效性指数， $D_{i,t}$ 为战略漂移程度， $\epsilon_{i,t} \sim N(0, \sigma^2)$ 为随机扰动项。参数 $\alpha > 0$ 反映创新对绩效的正向贡献， $\beta > 0$ 反映有效治理的增值效应， $\gamma > 0$ 反映战略漂移的绩效损耗。

5.2. 资本行为规则

三类资本的持股调整规则如下：

交易型资本：当绩效连续 2 期下降时减持 50%，绩效恢复时快速加仓。

$$\Delta H_{trade,t} = \begin{cases} -0.5 \cdot H_{trade,t-1}, & \text{若 } \pi_{t-1} < \pi_{t-2} \text{ 且 } \pi_t < \pi_{t-1} \\ +0.3 \cdot H_{trade,0}, & \text{若 } \pi_t > \pi_{t-1} \end{cases} \quad (2)$$

耐心资本(健康型)：容忍 3 期绩效下滑，但第 4 期触发评估，若绩效低于基准 80%则启动退出。

$$\Delta H_{patient,t} = \begin{cases} 0, & \text{若 } t - t_{decline} \leq 3 \\ -0.3 \cdot H_{patient,t-1}, & \text{若 } \pi_t < 0.8 \cdot \bar{\pi} \text{ 且 } t - t_{decline} > 3 \end{cases} \quad (3)$$

懒散资本：无论绩效如何变化，均维持持股不变，且不行使治理权。

$$\Delta H_{lazy,t} = 0, \quad G_{lazy,t} = 0 \quad (4)$$

5.3. 战略漂移与管理层行为

管理层的战略漂移概率受资本约束程度影响，特别是在数字化转型决策中，战略漂移风险更为突出：

$$P(D_{i,t} > 0) = \frac{\lambda}{1 + \exp(\delta \cdot \text{Constraint}_{i,t})} \quad (5)$$

其中 $\text{Constraint}_{i,t}$ 为综合约束指数， λ 为基础漂移率， δ 为约束敏感性参数。在懒散资本主导的情景下， $\text{Constraint}_{i,t}$ 趋近于零， $P(D_{i,t} > 0)$ 趋近于 $\lambda/2$ 。这意味着在缺乏有效资本约束的情况下，管理层进行数字化转型战略漂移的概率显著上升。

5.4. 仿真参数设定

下表报告了仿真模拟的关键参数设定(见表 3)，参数值基于实际数据的统计特征与已有文献的估计结果校准[6] [16]。

Table 3. Simulation parameter settings
表 3. 仿真模拟参数设定

参数	含义	基准值	敏感性区间
α	创新 - 绩效弹性(含数字化投入)	0.15	[0.08, 0.25]
β	治理 - 绩效弹性	0.10	[0.05, 0.20]
γ	漂移 - 绩效损耗	0.12	[0.06, 0.20]
σ	绩效随机波动率	0.05	[0.02, 0.10]
λ	基础战略漂移率	0.30	[0.15, 0.50]
δ	约束敏感性	2.0	[1.0, 4.0]
T	模拟期数	20	—
N	模拟企业数	1000	—
—	蒙特卡洛轮数	5000	—

6. 仿真结果与分析

6.1. 绩效衰退情景下的资本行为对比

从图 4 可以清晰地看到：交易型资本在冲击发生后迅速减持(第 6 期降至 7.5%)，虽造成短期流动性压力，但其“用脚投票”迫使管理层快速调整，企业绩效在第 12 期恢复至冲击前水平。健康的耐心资本

保持 3 期容忍后逐步减持, 给予管理层调整窗口的同时施加了渐进式压力, 企业绩效恢复稍慢但最终达到更高水平(20 期末绩效指数 127)。而懒散资本始终保持 15% 的持股不变, 缺乏任何退出威慑, 导致管理层在冲击后未进行有效调整, 绩效持续下滑至 53, 展现出“慢性失血”的典型特征。

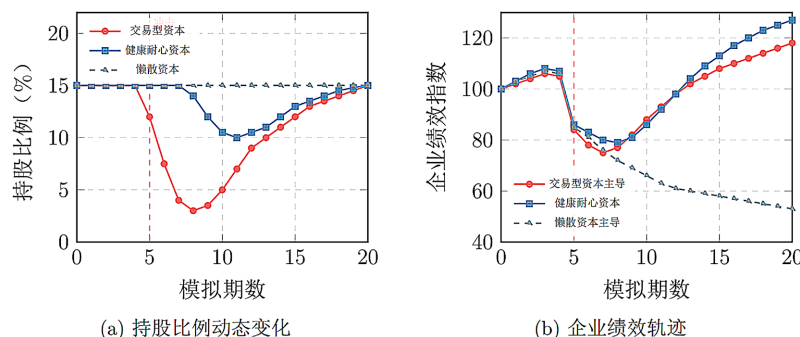


Figure 4. Comparison of three types of capital behavior and firm performance under performance shock scenarios
图 4. 绩效冲击情景下三类资本行为与企业绩效对比

6.2. 懒散化概率的蒙特卡洛估计

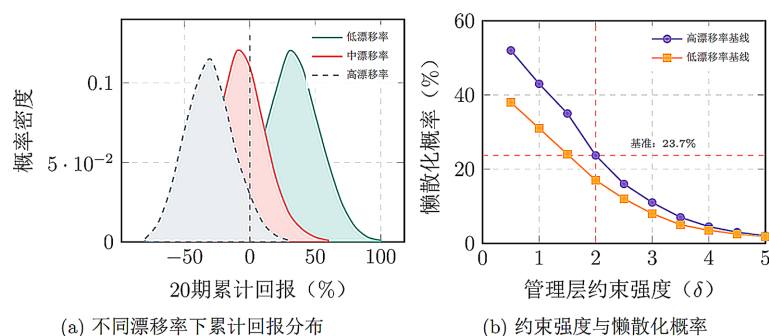


Figure 5. Results of monte Carlo simulations
图 5. 蒙特卡洛模拟结果

模拟结果表明(见图 5): 在基准参数设定($\lambda = 0.30$, $\delta = 2.0$)下, 约 23.7% 的耐心资本样本在 20 期模拟结束时呈现“懒散化”特征(定义为累计回报低于无风险基准 50% 以上且持股比例未作调整)。当管理层约束强度降低($\delta < 1.5$)时, 懒散化概率急剧上升至 35% 以上; 而当约束强度增强($\delta > 3.0$)时, 懒散化概率可控制在 10% 以内。

6.3. 关键阈值与临界条件

图 6 的关键发现包括: (1) 当战略漂移率 λ 超过 0.20 时, 零约束的懒散资本回报率转负; (2) 弱约束耐心资本的回报率在 $\lambda \approx 0.33$ 时转负, 而强约束耐心资本可容忍更高的漂移率(约 0.38); (3) 懒散化风险指数在 $\lambda = 0.30$ 时达到 0.50, 即超过一半的情景出现懒散化特征。这些结果表明, 约束机制的强度是决定耐心资本能否保持“耐心而非懒散”的关键变量[17]。在数字经济快速发展的背景下, 数字化转型战略的漂移风险更高, 对资本约束机制的要求也更为严格(见图 6)。

6.4. 基于实际数据的“惰性锁定”检验

上图显著体现了“惰性锁定”现象(见图 7): 交易型资本的持股调整与绩效变化高度正相关

($\rho = 0.89$), 而耐心资本的持股调整与绩效变化几乎不相关($\rho = 0.11$)。耐心资本的数据点高度集中在零线附近, 无论绩效大幅下滑还是上升, 其持股比例均保持基本不变。在数字化转型失败或滞后的企业中, 这种“惰性锁定”现象尤为突出——耐心资本未能及时纠偏, 导致企业在错误的数字化战略上持续投入。

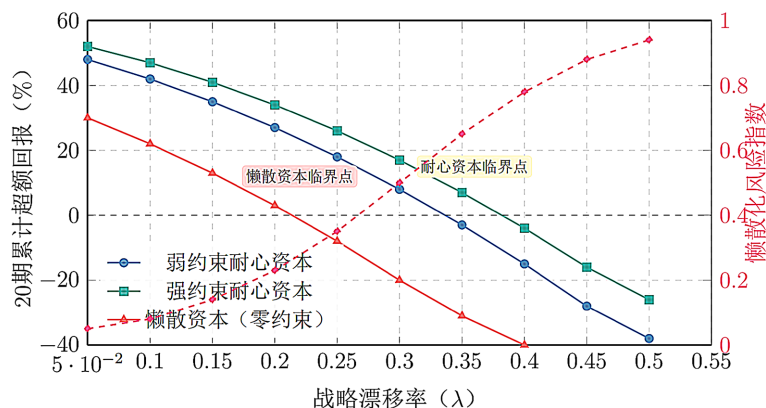


Figure 6. The relationship between strategic drift rate, patient capital returns, and slackening risk
图 6. 战略漂移率与耐心资本回报及懒散化风险的关系

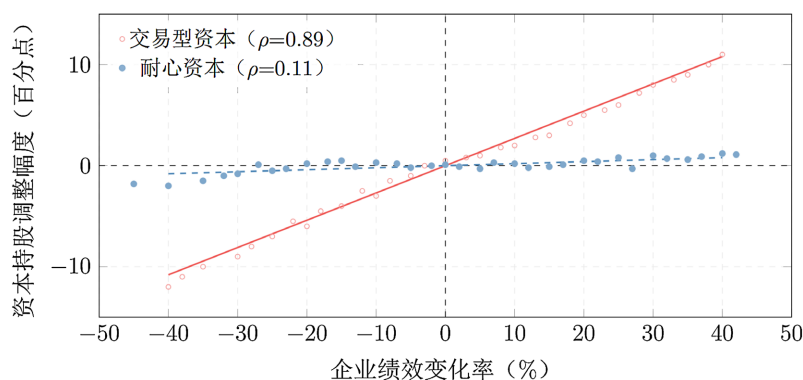


Figure 7. Scatter plot: performance change versus capital ownership adjustment
图 7. 绩效变化与资本持股调整的关系散点图

6.5. 耐心资本回报的情景分析

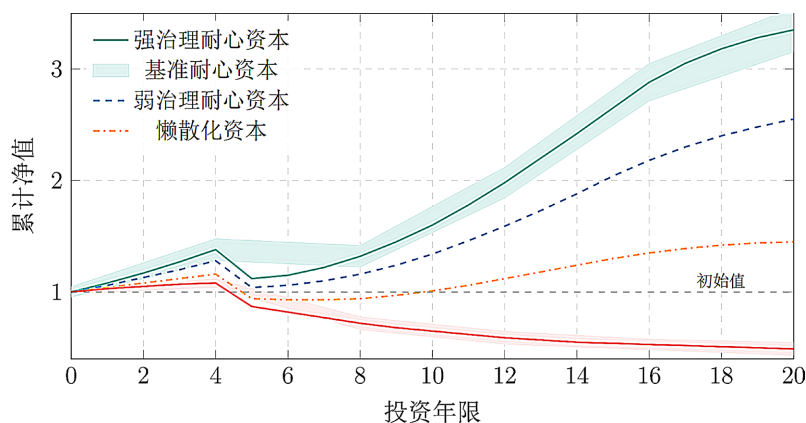


Figure 8. Cumulative return paths of patient capital across governance regimes
图 8. 不同治理情景下耐心资本累计净值曲线

上图的核心发现令人警醒(见图 8)：在懒散化情景下，耐心资本的 20 年累计净值仅为 0.49，即资本缩水超过一半。而强治理情景下的净值可达 3.35，两者之间的差距高达近 7 倍。这一巨大的回报差异凸显了治理机制对耐心资本效能的决定性影响。

7. “懒散化”的综合诊断

7.1. 懒散化指标体系

基于上述分析，本文构建了耐心资本“懒散化”诊断指标体系(见表 4)，从持股行为、治理参与、绩效反馈三个维度进行综合评估。

Table 4. Diagnostic metrics for “lazy transformation” of patient capital
表 4. 耐心资本“懒散化”诊断指标体系

维度	指标	阈值	诊断逻辑
持股行为	绩效下滑期持股变动率	$ \Delta H < 1\%$	绩效连降 3 年仍不减持
持股行为	持股期限/绩效恢复期	> 2.0	持股超绩效恢复期 2 倍
治理参与	股东大会参与率	$< 50\%$	形式化参与
治理参与	董事会提案/质询次数	$= 0$	零实质性治理行为
绩效反馈	被投企业 ROA 趋势	连降 3 年	持续价值毁损
绩效反馈	战略漂移次数	≥ 2 次/5 年	频繁变更主业方向

7.2. 实际样本中的懒散化占比

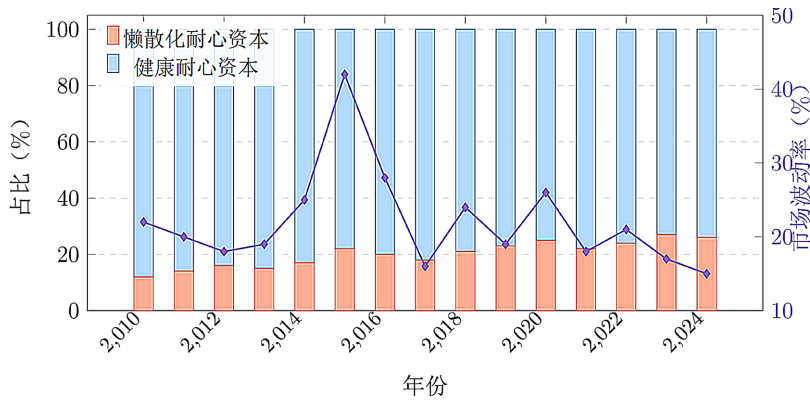


Figure 9. The evolution of patient capital “lazy transformation” ratio and market volatility
图 9. 耐心资本“懒散化”占比演变与市场波动率

上图揭示了两个重要趋势(见图 9)：第一，懒散化占比从 2010 年的 12% 上升至 2023 年的 27%，呈现持续上升态势，这与耐心资本规模的扩张在时间上高度一致[18]；第二，懒散化占比与市场波动率呈弱负相关，即市场越平静，懒散化倾向越明显——低波动市场环境削弱了资本的警觉性。从产业经济视角看，数字化转型进程较慢的传统产业中懒散化占比上升更为迅速，这警示我们需要在数字经济建设中加强对耐心资本的治理约束。

8. 结论与建议

本文主要结论如下。耐心资本在绩效持续恶化时惰性锁定现象显著，在数字化转型滞后的行业中尤

为突出。仿真模拟表明,约 23.7%的样本呈现懒散化特征,约束强度不足时该概率升至 35%以上。懒散资本的 20 年累计净值仅为初始值的 49%,与强治理耐心资本的 335%存在近 7 倍差距。实际数据显示懒散化占比从 2010 年的 12%升至 2023 年的 27%,与市场低波动环境正相关。耐心资本的价值在于有纪律的长期主义,壮大耐心资本必须同步构建防范懒散化的制度屏障。

本文提出以下治理路径。第一,建立阶段性里程碑考核机制,设定“3+2+N”评估框架,在数字化转型项目中具体化为数据中台搭建、业务线上化率等可量化指标。第二,引入条件触发式退出机制,当企业连续触发 ROA 连降两年、核心技术人员流失超 20%等预警指标,自动启动退出评估并保留 6 个月缓冲期。第三,强化信息透明与治理参与,要求企业定期披露长期战略执行与数字化转型进展。第四,构建耐心资本、引导基金与产业资本协同的监督架构,形成互补性约束。

基金项目

本文系国家社科基金后期资助项目(22FGLB030)和江苏大学大学生科研课题计划项目(25C024)的研究成果。

参考文献

- [1] 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.
- [2] 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.
- [3] 戚聿东,栾菁.耐心资本赋能新质生产力发展:内在逻辑与实现路径[J].北京师范大学学报(社会科学版),2024(6): 16-28.
- [4] 胡海峰,张烨,王爱萍.耐心资本问题研究进展[J].经济学动态,2025(7): 192-208.
- [5] 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.
- [6] 李洋,张龔,史晓洁,等.信息不对称与耐心资本培育[J].财经科学,2025(6): 1-16.
- [7] 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.
- [8] 胡海峰,赵加良,窦斌.耐心资本与战略性新兴产业高质量发展[J].山西财经大学学报,2025,47(7): 72-86.
- [9] 王海芳,魏志娜,康丽娟,等.耐心资本对企业 ESG 表现的影响及作用机制研究[J].会计之友,2025(8): 9-17.
- [10] 吴秋生,王思童.耐心资本壮大与企业战略激进度控制[J].统计与决策,2025,41(16): 172-177.
- [11] 桂荷发,李刚.ESG 责任履行能否助力股票市场稳定:耐心资本的视角[J].广东社会科学,2024(6): 47-58.
- [12] 何剑,周思文,许芳.耐心资本促进中小企业数字化转型了吗[J].金融与经济,2025(6): 37-47.
- [13] 孟维福,吴琦.耐心资本赋能企业绿色转型:理论分析与经验证据[J].江汉论坛,2025(5): 13-25.
- [14] 封秋硕,霍伟东,张天.耐心资本如何重塑企业创新轨迹——从渐进式改进到颠覆性变革[J].山西财经大学学报,2026,48(2): 114-126.
- [15] 郭楚晗,张燕.耐心资本、聪明资金与新质生产力的辩证关系及其协同发展路径研究[J].当代经济管理,2024,46(12): 14-23.
- [16] 张浩,张文凌.资本要素协同赋能企业新质生产力发展——基于耐心资本权益属性差异视角[J].学习与实践,2025(10): 48-61.
- [17] 齐昊,韩博鸿,李钟瑾.数字经济时代壮大耐心资本的理论基础与实现路径[J].中国经济问题,2024(6): 16-28.
- [18] 徐翔,李涛.耐心资本:数字经济高质量发展的驱动力[J].人民论坛,2025(5): 76-79.