

# 耐心资本对企业投资效率的影响研究

## ——基于商业信用的中介效应

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15日；录用日期：2026年3月25日；发布日期：2026年4月30日

### 摘要

培育和壮大耐心资本是提高国内市场制度包容性、适应性，优化金融机构体系，推动企业新质生产力加速发展的重要途径。本文基于2007~2024年沪深A股上市公司数据，实证检验了耐心资本对企业投资效率的影响。研究结论表明，培育耐心资本能够显著提升企业投资效率，这主要是通过改善商业信用环境的路径实现的。上述发现为完善资本市场长期制度安排、引导中长期资金服务实体经济提供了经验证据，也为企业通过优化股东结构和治理机制提升资源配置效率提供了现实启示。

### 关键词

耐心资本，企业投资效率，商业信用

# Research on the Impact of Patient Capital on Corporate Investment Efficiency

## —Based on the Mediating Effect of Commercial Credit

Xiaoya Zhang

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

Received: March 15, 2026; accepted: March 25, 2026; published: April 30, 2026

### Abstract

Cultivating and expanding patient capital is an important approach to enhancing the inclusiveness and adaptability of the capital market's institutional system, improving the financial institutional architecture, and supporting as well as accelerating the development of firms' new quality productive forces. Using a sample of A-share listed firms from 2007 to 2024, this study empirically examines

**the impact of patient capital on corporate investment efficiency. The results show that patient capital significantly improves investment efficiency, primarily by improving the commercial credit environment. These findings provide empirical evidence for strengthening the long-term institutional arrangements of the capital market and guiding medium- and long-term funds to better serve the real economy, and they also offer practical implications for firms seeking to enhance resource allocation efficiency by optimizing ownership structure and corporate governance mechanisms.**

## Keywords

Patient Capital, Corporate Investment Efficiency, Commercial Credit

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. 引言与文献综述

在全球经济进入深度调整期、新一轮科技革命与产业变革加速演进的时代背景下，资本的短期化与投机化倾向已成为制约实体经济可持续发展的关键瓶颈[1]。

耐心资本(Patient Capital)被定义为秉持长期主义、能够跨越经济周期并专注于企业内生价值成长的资本形态。与短期投机资本不同，耐心资本具有持股期限长、换手率低及深度参与治理等特征。既有研究表明，耐心资本兼具“资源供给”与“治理监督”的双重功能：一方面，其长期稳定的资金属性有效缓解了企业融资约束，支持了研发创新与 ESG 实践；另一方面，其积极的股东角色能有效抑制盈余管理与机会主义行为，促进企业高质量发展[2] [3]。

投资效率是衡量资本配置质量的核心指标，主要体现为企业能否避免“投资不足”与“过度投资”的双重扭曲[4]。信息不对称导致的融资约束是引发投资不足的主要原因，而委托代理冲突则是导致过度投资的根源。在行业层面的研究中，已有文献开始关注耐心资本在流通与零售企业中的作用，发现其可通过缓解融资约束、提升动态能力等方式改善企业创新绩效与资源配置效率[5]。

基于此，本文围绕耐心资本与企业投资效率之间的关系，从商业信用维度构建分析框架，有助于弥补相关研究的不足，并为理解长期资本如何通过改善融资环境与治理结构服务实体经济提供更为系统的分析基础。

## 2. 理论分析与研究假设

### 2.1. 耐心资本对企业投资效率的直接影响

企业投资效率主要受融资约束导致的“投资不足”与代理冲突引发的“过度投资”所影响[4]。一方面，耐心资本带来的长期资金供给能够有效支撑企业开展研发等长周期战略项目，改善投资不足[2]；另一方面，其积极的监督治理功能能够有效约束管理者自利动机，遏制盲目扩张与过度投资。本文据此提出研究假设 1。

H1：耐心资本能够显著提升企业投资效率。

### 2.2. 商业信用的中介效应

商业信用是企业在供应链交易中利用延期付款形成的短期融资，实质上是一种重要的非正规金融资

源。对于普遍面临“融资难、融资贵”的实体企业而言，商业信用不仅能替代正规信贷，还能有效平滑经营性现金流。耐心资本有望通过“声誉认证”机制增强企业在供应链中的融资能力。一方面，耐心资本作为长期战略投资者，向外界传递了企业经营稳健、违约风险较低的积极信号。这种基于长期主义的声誉背书，显著增强了上游供应商的信任度，使其愿意提供更高的赊销额度或更长的付款账期，从而增加企业可占用的商业信用资源。另一方面，充裕的商业信用相当于为企业提供了低成本的“资金蓄水池”，能够有效缓解因信贷配给导致的资金缺口。当企业拥有更强的供应链融资能力时，便无需因短期资金压力而放弃净现值为正的长期项目，从而抑制“投资不足”，优化资本配置效率。本文据此提出研究假设 2。

H2：耐心资本通过提升商业信用(增强供应链融资能力)，进而提升企业投资效率。

### 3. 研究设计

#### 3.1. 变量设定

##### 3.1.1. 被解释变量

本文借鉴 Biddle 等的研究方法[4]，通过衡量企业实际投资水平相对于其预期正常投资水平的偏离程度来测度投资效率。具体而言，基于销售增长率等反映企业投资机会的指标构建投资预测模型，模型拟合值表示企业在既定经济基本面下的预期投资水平，回归残差刻画实际投资对该基准的偏离。本文以残差的绝对值作为投资非效率程度的衡量指标，该数值越大，表明企业投资行为偏离其正常投资水平的程度越高，投资效率越低。

##### 3.1.2. 解释变量

解释变量是耐心资本，借鉴温磊和李思飞的研究[3]，采用长期机构投资者持股比例来衡量。具体而言，基于机构投资者过去两年的加权平均换手率进行排序，将换手率最低的一组定义为耐心资本，并计算其持股数量占流通股的比例。该比例越高，代表企业获得的耐心资本支持力度越大。

##### 3.1.3. 中介变量

商业信用(TC)：作为外部资源获取路径的代理变量。参考陆正飞和杨德明的研究[6]，采用供应链融资能力指标衡量，计算公式为：(应付账款 + 应付票据)/总资产。该指标反映了企业凭借自身信誉占用上游资金的能力。本文选取的样本已剔除 ST/\*ST 及财务异常公司。在正常经营状态下，应付账款的增加更多体现了企业在供应链中的话语权和商业信用融资能力，而非被动拖欠。

##### 3.1.4. 控制变量

参考陈东等等的研究[7]，本文在回归模型中控制了一系列可能影响企业投资效率的公司特征变量。具体包括：企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、总资产收益率(ROA)和现金流比率(Cashflow)，以控制企业经营状况和财务约束对投资行为的影响；同时控制独立董事比例(Indep)、第一大股东持股比例(Top1)及两职合一(Dual)，以刻画公司治理结构差异对投资决策的影响。

#### 3.2. 模型构建

为检验前文假设 H1 中耐心资本能够显著提升企业投资效率，本文构建如下基准模型：

$$\text{InEff}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PC}_{i,t} + \sum_j \beta_j \text{Control}_{j,i,t} + \delta_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，InEff 表示企业在  $t$  年的投资非效率水平，采用 Biddle 模型残差的绝对值进行度量，数值越大代表投资偏离最优水平越严重、投资效率越低[4]。PC 表示耐心资本，本文以长期机构投资者持股比例衡量。

$\mu_i$  与  $\lambda_t$  分别表示企业固定效应与年份固定效应，用以控制企业层面不随时间变化的异质性以及年度宏观冲击。 $\varepsilon_{it}$  为随机扰动项，标准误在企业层面进行聚类。

为进一步揭示耐心资本影响企业投资效率的内在渠道，本文参考江艇的方法[8]，以商业信用获取能力作为机制变量，检验耐心资本是否会改变上述机制变量：

$$Mech_{k,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PC_{i,t} + \alpha' Z_{i,t} + \delta_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t}, \quad k \in \{\text{Credit, Myopia}\}. \quad (2)$$

其中， $Mech_{k,i,t}$  分别表示企业  $i$  在  $t$  年的商业信用； $PC_{i,t}$  为耐心资本； $Z_{i,t}$  为控制变量； $\delta_i$  与  $\tau_t$  分别为企业固定效应与年份固定效应。

### 3.3. 样本选取与数据来源

本文选取 2007~2024 年沪深 A 股上市公司作为研究样本。数据主要来源于 CSMAR 和 WIND 数据库。为保证数据质量与样本可比性，按以下标准筛选：(1) 剔除金融类及 ST、\*ST 公司。其中，金融类企业因资产负债结构、监管约束与经营模式显著不同于一般实体企业，其投资决策与财务指标具有较强特殊性，纳入样本可能影响投资效率度量的可比性；ST、\*ST 公司通常存在持续经营风险或财务异常，其投资行为更易受到监管限制、债务重组等非正常因素干扰，可能导致样本出现系统性偏差；(2) 剔除关键变量缺失的样本；(3) 对所有连续变量在 1%和 99%分位上进行缩尾处理。最终获得 30,989 个有效观测值。

## 4. 实证结果与分析

### 4.1. 描述性分析

表 1 报告了主要变量的描述性统计结果。总体来看，投资非效率(InEff)的均值为 0.037，中位数为 0.022，标准差为 0.043，表明样本企业整体上存在一定程度的投资偏离，但不同企业之间差异较为明显。进一步分解可见，过度投资和投资不足的均值分别为 0.042 和 0.032，说明两类非效率投资在样本中均普遍存在，且过度投资程度略高于投资不足。

Table 1. Descriptive statistics

表 1. 描述性统计

Variables	N	Mean	P50	SD	Min	Max
InEff	30,989	0.037	0.022	0.043	0.000	0.355
OverInv	13,157	0.042	0.024	0.052	0.000	0.355
UnderInv	17,832	0.032	0.021	0.035	0.000	0.329
PC	30,989	0.195	0.057	0.228	0.000	0.836
Size	30,989	22.670	22.644	1.357	19.630	26.584
Lev	30,989	0.459	0.455	0.207	0.029	0.931
ROA	30,989	0.034	0.033	0.062	-0.260	0.247
Cashflow	30,989	0.047	0.047	0.064	-0.187	0.256
Board	30,989	2.128	2.129	0.186	1.609	2.708
Indep	30,989	0.379	0.379	0.054	0.250	0.591
Dual	30,989	0.260	0.000	0.439	0.000	1.000
Top1	30,989	0.340	0.323	0.154	0.076	0.750
TobinQ	30,989	1.966	1.561	1.460	0.611	26.262
Mshare	30,989	0.119	0.000	0.170	0.000	0.698

核心解释变量耐心资本的均值为 0.195，中位数为 0.057，标准差为 0.228，说明不同企业获得长期机构投资者支持的程度存在较大差异。控制变量方面，公司规模均值为 22.670，资产负债率均值为 0.459，总资产净利润率均值为 0.034；两职合一的均值为 0.260，表明约 26.0% 的样本企业存在董事长与总经理由同一人兼任的情形。总体而言，各变量的取值区间与离散程度均处于合理范围，为后续回归分析提供了较好的数据基础，见表 1。

## 4.2. 相关性分析

表 2 报告了主要变量的 Pearson 相关系数。核心解释变量耐心资本(PC)与投资非效率(InEff)的相关系数为-0.044，且在 1%水平上显著，初步表明耐心资本有助于降低企业非效率投资程度、提升投资效率，该结果与本文研究预期一致。

从控制变量看，资产负债率与投资非效率显著正相关，董事会规模和第一大股东持股比例与投资非效率显著负相关，独立董事比例与投资非效率显著正相关，说明企业财务结构与治理特征均可能影响投资行为。与此同时，各解释变量之间的相关系数绝对值总体不高，未出现接近 0.8 以上的高度相关情形，初步表明模型不存在严重多重共线性问题，见表 2。

Table 2. Correlation analysis

表 2. 相关性分析

Variables	(InEff)	(PC)	(Size)	(Lev)	(ROA)	(Cashflow)	(Board)	(Indep)	(Dual)	(Top1)	(TobinQ)	(Mshare)
InEff	1.000											
PC	-0.044***	1.000										
Size	-0.059***	0.047***	1.000									
Lev	0.095***	-0.047** *	-0.006	1.000								
ROA	-0.005	0.037***	0.001	-0.002	1.000							
Cashflow	0.044***	0.013**	0.001	-0.002	-0.004	1.000						
Board	-0.039***	0.013**	-0.004	-0.005	-0.010*	-0.006	1.000					
Indep	0.035***	0.008	-0.005	-0.002	0.006	-0.006	-0.004	1.000				
Dual	0.005	-0.010*	-0.007	-0.002	-0.005	0.006	0.017***	0.004	1.000			
Top1	-0.025***	-0.008	0.003	0.005	0.003	-0.003	-0.004	-0.003	-0.004	1.000		
TobinQ	0.028***	-0.009	-0.001	-0.013**	0.001	0.015***	-0.001	0.004	-0.001	-0.005	1.000	
Mshare	0.001	0.004	-0.007	0.002	-0.001	-0.005	0.004	-0.005	0.011**	-0.001	0.007	1.000

\*\*\*p < 0.01, \*\*p < 0.05, \*p < 0.1.

## 4.3. 基准回归分析

表 3 报告了耐心资本对企业投资效率影响的基准回归结果。列(1)仅纳入耐心资本(PC)进行回归，结果显示 PC 系数为负且在 1%水平显著，初步表明耐心资本与企业非效率投资呈显著负相关。列(2)在此基础上进一步加入企业规模等控制变量后，PC 的估计系数和显著性水平保持稳定。列(3)进一步控制企业固定效应与年份固定效应后，核心解释变量系数仍显著为负，说明在考虑企业个体异质性与时间冲击后，耐心资本依然能够显著降低投资非效率。总体来看，基准回归结果支持研究假设 H1，见表 3。

**Table 3.** Baseline regression results  
**表 3.** 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)
	Baseline	+ Controls	+ Controls & FE
PC	-0.0442*** (0.0119)	-0.0443*** (0.0119)	-0.0540*** (0.0127)
Size		0.0001 (0.0002)	-0.0017** (0.0007)
ROA		-0.0009 (0.0041)	0.0041 (0.0050)
Lev		0.0014 (0.0016)	0.0034 (0.0030)
Indep		-0.0010 (0.0054)	-0.0072 (0.0086)
Top1		0.0009 (0.0018)	0.0015 (0.0046)
Dual		-0.0012** (0.0006)	-0.0011 (0.0010)
Mshare		-0.0007 (0.0016)	0.0005 (0.0040)
TobinQ		0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
Board		-0.0023 (0.0016)	-0.0031 (0.0030)
Cashflow		0.0009 (0.0044)	0.0010 (0.0053)
Constant	0.0461*** (0.0003)	0.0482*** (0.0064)	0.0925*** (0.0168)
Firm FE	No	No	Yes
Year FE	No	No	Yes
N	30,989	30,989	30,989
R <sup>2</sup>	0.000	0.001	0.109

#### 4.4 稳健性检验

为避免核心变量度量口径选择导致的结论偏误，本文采用替换解释变量和被解释变量的方式进行稳健性检验。参考相关研究的做法[9]-[11]，在解释变量方面，构建基于机构投资者换手率的耐心资本替代指标；在被解释变量方面，采用 Chen 模型和 Richardson 模型对投资效率进行替代测度。在保持样本范围、控制变量、固定效应设定及聚类标准误处理方式一致的前提下重新估计，核心结论依然成立，说明

本文研究发现具有较强稳健性，见表 4。

**Table 4.** Robustness tests with alternative measures  
**表 4.** 替换解释变量与被解释变量

	(1)	(1)	(2)
	InvEff (Biddle)	InvEff2 (Chen)	InvEff3 (Richardson)
PC2	-0.0320*** (0.0121)		
PC1		-0.0254** (0.0122)	-0.0297** (0.0121)
Size	-0.0017** (0.0007)	0.0003 (0.0007)	0.0011 (0.0007)
ROA	0.0041 (0.0050)	0.0021 (0.0051)	0.0018 (0.0045)
Lev	0.0033 (0.0030)	-0.0028 (0.0030)	-0.0016 (0.0030)
Indep	-0.0071 (0.0085)	0.0009 (0.0089)	-0.0031 (0.0083)
Top1	0.0012 (0.0046)	0.0010 (0.0049)	0.0048 (0.0047)
Dual	-0.0011 (0.0010)	-0.0005 (0.0010)	-0.0010 (0.0010)
Mshare	0.0006 (0.0040)	-0.0001 (0.0041)	-0.0056 (0.0042)
TobinQ	0.0000 (0.0000)	-0.0000 (0.0000)	-0.0001*** (0.0000)
Board	-0.0030 (0.0030)	-0.0057* (0.0030)	0.0004 (0.0029)
Cashflow	0.0010 (0.0053)	0.0089* (0.0053)	-0.0009 (0.0050)
Constant	0.0924*** (0.0167)	0.0984*** (0.0173)	0.0674*** (0.0171)
Firm FE	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
N	30989	30989	30989
R <sup>2</sup>	0.109	0.113	0.111

具体来看，无论是替换耐心资本度量方式，还是采用不同模型重新刻画投资非效率，核心解释变量的估计系数方向均与基准回归一致，且主要结论在统计意义上保持显著。这表明本文关于“耐心资本能够提升企业投资效率”的结论并非由特定变量口径所驱动。

#### 4.5. 作用机制检验

基于商业信用的作用机制检验结果见表5。结果显示，耐心资本对商业信用的估计系数为0.0281，且在1%水平上显著为正，表明耐心资本持股比例越高，企业获得的商业信用融资越多。这意味着耐心资本通过发挥声誉认证作用，增强了供应链上下游对企业的信任程度，提高了企业在交易中占用上游资金的能力。商业信用作为一种低成本、可持续的外部融资渠道，有助于缓解企业的资金约束，进而改善投资决策质量。因此，作用机制检验结果支持假设H2。

**Table 5.** Mechanism test results

**表 5.** 作用机制检验结果

	M1: 商业信用
PC	0.0281*** (0.0027)
Size	0.0056 (0.0073)
ROA	0.0144 (0.0492)
Lev	-0.0123 (0.0293)
Indep	0.0020 (0.0834)
Top1	0.0254 (0.0471)
Dual	-0.0034 (0.0097)
Mshare	-0.0332 (0.0424)
TobinQ	-0.0012*** (0.0002)
Board	0.0092 (0.0292)
Cashflow	0.0922* (0.0494)
Constant	0.4767*** (0.1719)
Firm FE	Yes
Year FE	Yes
N	30,989
R <sup>2</sup>	0.119

#### 4.6. 异质性分析

产权性质异质性检验结果见表6。结果显示，耐心资本对非国有企业投资效率的提升作用显著强于国有企业。这可能是因为民营企业面临更硬的预算约束，对耐心资本带来的长期资金和治理赋能更为敏感；而国有企业受行政型治理结构影响，外部股东的话语权相对较弱，治理效应释放相对有限。由此可见，耐心资本改善企业投资效率的作用具有明显的情境差异，在非国有企业中表现得更为突出。

**Table 6.** Heterogeneity analysis by ownership type  
**表 6.** 产权性质异质性检验

	(1)	(2)
	国有企业	非国有企业
PC	-0.0301 (0.0203)	-0.0733*** (0.0165)
Size	-0.0019* (0.0011)	-0.0012 (0.0010)
ROA	-0.0045 (0.0100)	0.0042 (0.0060)
Lev	0.0071 (0.0052)	-0.0020 (0.0039)
Indep	-0.0080 (0.0122)	-0.0067 (0.0126)
Top1	-0.0019 (0.0071)	-0.0011 (0.0069)
Dual	0.0002 (0.0018)	-0.0018 (0.0012)
Mshare	-0.0272 (0.0314)	0.0027 (0.0043)
TobinQ	0.0006 (0.0004)	0.0000 (0.0000)
Board	-0.0048 (0.0044)	-0.0012 (0.0042)
Cashflow	-0.0020 (0.0081)	0.0035 (0.0072)
Constant	0.0992*** (0.0261)	0.0771*** (0.0249)
N	12691	18223
R <sup>2</sup>	0.093	0.137

#### 5. 研究启示

第一，从国家顶层设计层面看，有必要将培育耐心资本纳入资本市场长期制度建设框架。在推动金

融高质量发展和服务实体经济的背景下，应进一步强化“长钱长投”的制度导向，通过优化中长期资金的制度环境，改善资本市场投资者结构。一方面，可在制度层面逐步完善对社保基金、保险资金等长期资金的考核机制，降低短期收益波动对其投资决策的约束，使其更好发挥跨周期配置和稳定市场预期的功能；另一方面，应通过完善直接融资体系，引导长期资金更多参与企业长期发展过程，从而在宏观层面缓解资本市场的短期主义倾向，提升资本配置效率。

第二，从政策制定层面看，应注重通过制度激励引导耐心资本发挥治理与资源配置功能。相关监管政策在鼓励中长期资金入市的同时，应更加关注其持股稳定性与参与治理的实际效果。通过完善信息披露规则和差异化政策安排，提高长期持股行为的可识别性，引导机构投资者由以短期交易为主的投资模式，向以价值投资和长期持有为导向的模式转变。此外，政策层面可通过引导金融机构与实体企业建立更加稳定的长期合作关系，使耐心资本在改善企业融资环境的同时，间接提升企业在供应链中的信用水平和资源获取能力。

第三，从企业层面看，应主动利用耐心资本优化融资结构与内部治理机制。企业在引入耐心资本的过程中，不仅应关注其资金属性，更应重视其所蕴含的治理与声誉效应。一方面，稳定的长期股东结构有助于增强企业在供应链中的信用基础，提高商业信用融资能力，从而缓解外部融资约束对投资决策的影响；另一方面，耐心资本的长期持股取向有助于弱化资本市场短期压力，对管理层形成有效约束。企业应以此为契机，优化内部考核与激励机制，减少短期业绩指标对资源配置的干扰，引导管理层更加关注企业长期价值和投资效率。

## 参考文献

- [1] 毛捷, 管星华. 地方政府纾困政策的效应研究: 来自上市公司的证据[J]. 经济研究, 2022, 57(9): 82-98.
- [2] 邱蓉, 田子豪, 买俊鹏, 丁睿. 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.
- [3] 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.
- [4] 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>
- [5] 于佳宁. 耐心资本对流通企业创新绩效的影响研究——基于融资约束的中介效应[J]. 商业经济研究, 2025(24): 168-171.
- [6] 陆正飞, 杨德明. 商业信用: 替代性融资, 还是买方市场? [J]. 管理世界, 2011(4): 6-14, 45.
- [7] 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.
- [8] 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.
- [9] 黎文靖, 路晓燕. 机构投资者关注企业的环境绩效吗?——来自我国重污染行业上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2015(12): 97-112.
- [10] 陈运森, 黄健峤. 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.
- [11] 潘越, 汤旭东, 宁博, 杨玲玲. 连锁股东与企业投资效率: 治理协同还是竞争合谋[J]. 中国工业经济, 2020(2): 136-164.