

耐心资本何以助力企业新质生产力发展?

杨芳,张和平,孙晴晴,刘禹轩

(云南民族大学 经济与管理学院,云南 昆明 650504)

摘要:培育和发展新质生产力需要持续投入金融资源,壮大耐心资本成为加快发展新质生产力的重要引擎之一。企业的耐心资本增加能够提高劳动者素质、改善劳动资料、拓展劳动对象,从而直接提升新质生产力水平,还可以通过改善企业的内外部环境来助力新质生产力发展。采用沪深 A 股上市公司 2011—2022 年的数据,以稳定型股权占比和关系型债权占比衡量企业拥有的耐心资本,分析发现:稳定型股权占比和关系型债权占比的提高都能够显著提升企业新质生产力水平(其中稳定型股权占比的提升作用更大),且该影响趋于增强(2017—2022 年比 2011—2016 年更强);耐心资本增加可以通过提高内部控制质量和降低信息不对称程度两条路径来促进企业新质生产力发展;耐心资本对新质生产力的提升作用在规模较大、股权集中度较高、市场竞争程度较低的企业中更强。因此,应加强政策支持和引导,不断壮大耐心资本,积极引导耐心资本前瞻布局新兴产业,并加强资本市场监管,有效助力企业新质生产力发展。

关键词:耐心资本;新质生产力;内部控制;信息不对称;稳定型股权;关系型债权

中图分类号:F273.4;F270.7 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2024)06-0031-17

引用格式: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.

YANG Fang, ZHANG He-ping, SUN Qing-qing, et al. How can patient capital promote new quality productive forces in enterprises[J]. West Forum, 2024, 34(6): 31-47.

一、引言

2024 年 4 月 30 日,中共中央政治局召开会议,决定 2024 年 7 月在北京召开中国共产党第二十届中

* 收稿日期:2024-06-04;修回日期:2024-09-04

基金项目:云南省社会科学规划社会智库项目(SHZK2023204)

作者简介:杨芳(1979),女,云南个旧人;副教授,硕士生导师,主要从事内部控制等研究。张和平(1996),通信作者,男,江西赣州人;硕士研究生,主要从事内部控制等研究。孙晴晴(1997),女,安徽合肥人;硕士研究生,主要从事数字化转型等研究。刘禹轩(1999),男,江苏淮安人;硕士研究生,主要从事内部控制等研究。

央委员会第三次全体会议。中共中央总书记习近平主持会议。会议强调,要因地制宜发展新质生产力。要加强国家战略科技力量布局,培育壮大新兴产业,超前布局建设未来产业,运用先进技术赋能传统产业转型升级。要积极发展风险投资,壮大耐心资本。2024年7月15日至18日党的二十届三中全会如期在北京举行,全会审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》,提出要健全因地制宜发展新质生产力体制机制,并强调“健全相关规则和政策,加快形成同新质生产力更相适应的生产关系,促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚,大幅提升全要素生产率。鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资,更好发挥政府投资基金作用,发展耐心资本”。可见,耐心资本是培育和发展新质生产力的先进生产要素之一。

科技创新是发展新质生产力的核心要素,但原创性、颠覆性的科技创新既需要资金的持续性投入,又需要经历漫长的创新周期,资金投入的短缺及非持续性会严重约束科学技术的革命性突破,进而阻碍新质生产力发展。相较于短视的投机性资本,致力于追求长期投资回报、愿意承受短期市场波动的耐心资本,更加注重长期价值挖掘,更能有效地支撑实体经济的稳健发展(郭楚晗等,2024)^[1],也是科技创新和产业发展不可或缺的支撑力量,其发展壮大对推动经济高质量发展、培育新质生产力动能具有重大战略意义(李三希等,2024)^[2]。企业是市场经济发展的微观主体,也是新质生产力发展的重要载体,还是耐心资本投资的对象,因此,从理论上讲,企业拥有的耐心资本越多,越有利于其新质生产力发展。但在经济实践中,由于耐心资本影响企业新质生产力的机制较为复杂,加上市场环境的多变性、企业特征的多样化以及耐心资本的多元化等因素的影响,可能导致耐心资本对企业新质生产力的具体影响具有不确定性和异质性表现。鉴于此,有必要通过基于企业微观数据的实证分析进一步明确耐心资本与新质生产力之间的关系及其影响机制和异质性表现,从而更好地壮大耐心资本和发展新质生产力,并更充分地发挥耐心资本对新质生产力发展的促进作用。

自提出以来,新质生产力迅速成为学界的研究热点,在大量理论探讨的基础上,关于新质生产力的实证研究也不断涌现。目前,对于企业新质生产力影响因素的经验分析主要从外部环境和内部因素两个方面展开。比如,在外部环境方面,考察了营商环境(刘德宇等,2024)^[3]、数字金融(孙献贞等,2024)^[4]、数字基础设施(姚树洁等,2024)^[5]、大数据发展和数智化创新政策(史丹等,2024;刘家民等,2024)^[6-7]、政府数字化治理和债务治理(赵斌等,2024;周阔等,2024)^[8-9]以及信贷专业化(张雪兰等,2024)^[10]等对企业新质生产力的影响;在内部因素方面,探讨了企业ESG发展(宋佳等,2024)^[11]、数字化(智)化转型(赵国庆等,2024;张秀娥等,2024)^[12-13]、数字技术和战略性技术创新(段钢等,2024;王伟光等,2024)^[14-15]、人工智能(张轩铭等,2024)^[16]以及机构投资者持股(谭红阳等,2024)^[17]等对其新质生产力的影响。然而,对于耐心资本对企业新质生产力的影响还鲜有文献进行深入探究,尤其缺乏相关经验证据。

耐心资本是指那些愿意承担较高风险并期待长期回报的投资资本。这类资本通常具有长期性、高风险性和低流动性等特点,它们不局限于眼前短期的经济收益,而是追求长期的资本回报,能够抵抗企业创新过程中面临的重大不确定风险,进而为企业的新质生产力发展提供持续的资金和技术支持。基于此,本文在已有研究的基础上,基于生产力三要素探讨耐心资本对企业新质生产力的影响及其机制,并采用沪深A股上市公司2011—2022年的数据进行实证检验。相比已有文献,本文的边际贡献主要在于:一是从耐心资本角度拓展了企业新质生产力的影响因素研究,基于生产力进步视角深化了耐心资本的积极效应研究,有助于深入认识耐心资本的经济社会功能和促进新质生产力发展的有效路径;二是基于耐心资本对企业新质生产力发展的内外部环境改善,探讨并验证了耐心资本通过提高内部控制质量

和降低信息不对称程度来提升企业新质生产力的机制,并从稳定型股权和关系型债权两个维度来对企业的耐心资本进行测算,为相关研究提供了思路参考和方法借鉴;三是从企业规模、股权集中度、市场竞争程度等方面分析了耐心资本影响企业的新质生产力的异质性,对相关异质性研究提供了增量贡献,有助于加深对耐心资本与新质生产力二者关系的理解,为进一步壮大耐心资本和推动新质生产力发展提供了经验借鉴和路径启示。

二、理论分析与研究假说

1. 耐心资本对企业新质生产力的影响

耐心资本是指那些愿意进行长期投资的资金,其不追求短期回报,而是期待未来更大的收益(Ivashina et al., 2019)^[18]。作为一种长期愿景资本,耐心资本的投资方希望看到被投资方能够目光长远,让企业始终保持长期稳定的发展,以获得长期可观的投资回报(林毅夫等, 2017)^[19]。因此,耐心资本不仅能够为投资者带来较高的投资回报,还能够引导企业可持续发展,尤其是在系统性风险较高的时期,耐心资本更能体现出风险防范优势和长期有效策略(Cremers et al., 2016)^[20]。此外,耐心资本还能够跨越经济周期性波动,为企业长期发展提供持续稳定的资金来源,具备风险承担能力强和投资周期长的特点(Kaplan, 2021)^[21]。

新质生产力的培育与发展需要经历长时间、多层次、多领域、多方面的合力作用,才能呈现出“新”与“质”蓬勃发展的局势。尤其是作为发展新质生产力的核心要素,科技创新的投入大、周期长、风险高,更需要有持续的资金支持。而追求稳定投资、战略投资、长期投资的耐心资本(吴旻佳等, 2022)^[22],可以更好地满足科技创新和新质生产力发展的需要。本文将耐心资本界定为那些愿意承担较高风险并期待长期回报的投资资本,并主要基于生产力三要素来进一步探讨耐心资本对企业劳动者、劳动资料、劳动对象的影响。

第一,耐心资本能够促进企业劳动者知识和技能提升。一方面,耐心资本具有明确指向性、长周期成长性、风险规避性和总体收益性,耐心资本的增加能够促使企业的生产效能持续提升,这不仅可以在企业的长期发展中通过“干中学”提高员工的生产技能和业务素养,培育能够适应新的劳动资料和劳动对象的新型劳动者,还能够以企业的长期稳定高效发展来吸引高素质人才进入,从而提升人力资本结构。另一方面,耐心资本的投资方往往具备战略性思维,更加重视对企业持续发展能力和长期竞争优势的培育,而人力资本正是企业提升发展能力和竞争优势的关键要素。因此,耐心资本的增加会促使企业加大对员工培训和人才引进的投资,建立人才培养、引进、使用、合理流动的机制,打造新型劳动者队伍,从而促进企业全要素生产率提升。

第二,耐心资本能够推动企业技术创新,进而改善提升劳动资料。一方面,耐心资本注重规避风险,强调稳定、长期的投资导向,能够更好地发挥监督治理作用,促使企业增加创新投入、提高创新效率(姜中裕等, 2024)^[23]。尤其是对于新兴科技企业的发展和关键核心技术的研发,耐心资本通过长期投资为技术研发和转化提供持续的资金支持,这种投资有助于推动生产技术和设备的改进和升级,进而通过劳动资料的改善提高企业的全要素生产率。另一方面,与追求短期利润的资本不同,耐心资本注重长期的价值创造,能够有效抑制企业为追求短期利润而忽视技术创新的行为,有利于生产技术的持续发展和劳动资料的不断升级,进而有效提升企业全要素生产率。

第三,耐心资本能够促进企业劳动对象的拓展和升级。一方面,技术进步不仅会改善劳动资料,还

会产生新的劳动对象,并提高劳动对象的质量。耐心资本具备稳定性、安全性、战略性的特征,耐心资本增加会促使企业增加技术研发投入,并加速创新成果的转化和应用,进而有效推动企业劳动对象的质量提高和种类丰富。另一方面,耐心资本的投资者关注资本带来的长期价值,倾向于采取具有战略性的价值投资策略,其会通过投资引导企业使用更高质量、更环保的原材料以及新能源和可再生能源,并激励企业积极开发新的劳动对象,从而通过劳动对象的拓展和升级来开拓新的市场和提升产品质量,最终实现企业的可持续发展和全要素生产率提升。

基于上述分析,本文提出假说 H1:耐心资本的增加有助于企业新质生产力水平提升。

2. 耐心资本影响企业新质生产力的机制

耐心资本具有稳定性和关系性的双重特性:一是耐心资本投资者通过与企业建立长期伙伴关系,积极参与企业的经营与治理,加强企业内部监管,提高企业内部控制质量。二是耐心资本投资者之所以愿意并且能够长期持有、容忍风险,是因为投资者与企业建立了互信水平高、利益联结紧密的长期伙伴关系,能够有效化解“柠檬市场”矛盾,并缓解信息不对称问题,进而避免短期投机行为对企业长期价值的损害。因此,耐心资本兼具外部治理和内部治理的效能,能够为企业发展创造良好的内外部环境。而新质生产力的培育与发展需要良好的内外部环境。一方面,从企业的内部环境来看,内部控制广泛作用于企业的决策流程、运营活动及监督体系等多个层面,内部控制的改善会推动企业的技术进步和效能提升,从而促进新质生产力发展。另一方面,从企业的外部环境来看,新质生产力的发展依赖于技术创新和产品升级,而在技术创新和产品升级过程中,信息不对称导致的融资难和融资贵问题普遍存在,改善信息环境能够使企业与投资者之间信息互通,有助于解决企业发展的资金难题,也有利于避免投资者的利益受到损害,并加快企业新质生产力发展。基于上述考虑,本文选择从内部控制和信息不对称两个维度来探讨耐心资本影响企业新质生产力的机制。

(1) 耐心资本、内部控制与企业新质生产力

耐心资本的投资者目光长远,具备战略性思维,会更加关注所投资企业的长期经营业绩,并愿意付出更多精力投入到公司治理中(李向前,2002;苏振华,2002)^[24-25],这会对企业的内部控制产生以下两方面的影响:第一,通过促使企业实施更加积极的可持续发展战略来形成注重长期效益的内部控制体系。企业的耐心资本占比越高、期限越长,耐心资本投资者对企业的关注度就越高,参与企业战略规划的能力也越强;耐心资本的投资者注重长期价值,会积极引导企业实施可持续发展战略以确保其长期价值的实现,而企业实施可持续发展战略必须构建相应内部控制体系以确保战略目标的实现,即形成一种高效稳定的以长期效益为导向的决策和管理机制。第二,通过强化企业的外部监督治理来降低代理成本。一方面,耐心资本的投资者有很强的动机对企业管理层进行有效监管(Schnatterly et al., 2014)^[26],甚至直接参与企业的公司治理,以约束管理者的短期自利行为,进而可以显著提高企业的风险管控能力和内部控制水平(Yan et al., 2009;牛建波等,2013;韦施威等,2022)^[27-29];另一方面,耐心资本的投资者本身具有较强的监督治理能力,且股权相对集中,加上通过订立契约合同与企业建立了长期合作关系,能够对企业的资金流向和使用情况进行有效监管,从而可以抑制企业管理层的盈余管理等短视行为,显著降低委托代理成本(吴旻佳等,2022;杨芳等,2024)^{[22][30]}。

综上所述,耐心资本的增加能够促使企业更积极地实施可持续发展战略,并强化企业的外部监督治理,这将改善公司治理结构、降低代理成本,进而通过提升内部控制质量来促进企业的长期价值实现。企业的可持续发展战略与新质生产力发展内涵相契合,支撑企业可持续发展的内部控制体系必然有利

于新质生产力的培育和发展。同时,一个健全有效的内部控制体系,不仅能够优化企业的内部环境,还能有效遏制企业管理层的机会主义倾向,防范管理层利用职权进行舞弊等短视行为,降低企业的财务风险和经营风险,提高企业的资源配置效率和全要素生产率,并为企业的高科技、高效能、高质量转型升级提供制度保障,从而加速新质生产力的孕育与蓬勃发展(杨芳等,2024)^[30]。此外,内部控制质量的改善,还有助于企业加大对技术创新和转化的投入力度,促进颠覆性技术的突破和应用,为新质生产力的发展提供持续的动力来源(姜中裕等,2024)^[23]。

基于上述分析,本文提出假说 H2:耐心资本的增加能够通过提高内部控制质量来促进企业新质生产力水平提升。

(2) 耐心资本、信息不对称与新质生产力

耐心资本的投资者在一定期间内持有相对稳定的企业股份,不仅能够利用信息优势、资金优势等降低交易成本(Edmans et al., 2011)^[31],而且有助于形成更加透明和可预测的市场环境,提高信息披露的透明度和及时性,从而缓解信息不对称问题。第一,从企业的信息获取来看,耐心资本的投资者具有外部信息优势(姜中裕等,2024)^[23],往往比企业更了解创新前沿和市场竞争势态,并掌握更精准的外部股价信息(连立帅等,2019)^[32],因而耐心资本的增加有利于企业获取更多更精准的外部信息,进而提高决策效率和投资效益。第二,从企业与投资者的信息交流来看,一方面,耐心资本的投资者与企业频繁交易必然会加强双方的信息交流,而且其可以依照法律、政策或行业惯例给出明确的承诺,通过签订刚性合同来保障双方利益,并在交易中引入信誉良好的会计师事务所和信用评级机构来进一步评估和验证信息,这将有效降低二者的信息不对称程度,进而有助于双方投资效率的提高;另一方面,耐心资本的投资者能够利用其长期积累的声誉与地位(如行业协会的认证或者市场上的良好评价等),通过声誉机制来降低企业与其他外部投资者之间的信息不对称程度,促进企业与更多的投资者形成相互信任的关系,从而更好地解决企业融资难和融资贵问题。第三,从市场信息环境来看,一方面,耐心资本的投资者致力于提高企业长期价值,在资金与业务方面与企业有着密切的往来,有助于深度挖掘股价信息含量和提高股票定价效率(陆蓉等,2021)^[33],并会通过明确展示其资产证明和信用证明等信息来向外界传递其信誉和实力信号,从而提高市场的股价信息含量;另一方面,耐心资本的投资者还会积极建设高质量的信息获取和处理系统,并借助数据共享平台来提升市场信息透明度,以减少逆向选择和道德风险,而这将显著缓解整个市场的信息不对称程度。

综上所述,耐心资本的增加能够使企业获取更多更高质量的外部信息,显著增强企业与投资者之间的信息交流,并改善市场信息环境,从而有效缓解企业的信息不对称问题。根据信息不对称理论,信息不对称的缓解,不仅有助于解决企业的融资难和融资贵问题,而且有利于企业投资决策的改善,从而为企业发展新质生产力提供更多的资金支持,并提高投资效率。尤其是对于企业的技术创新而言,信息不对称的缓解能够帮助外部投资者深入了解企业的资金流动、经营管理等情况,进而为企业开展研发活动提供持续稳定的资金支持,提高企业的技术创新效率(王满四等,2020)^[34];同时,信息不对称的缓解也能帮助企业科学评估创新风险并进行有效的创新决策,降低企业创新的不确定性和投资风险,加快创新成果的产出和转化,助力新质生产力的稳步提升。此外,耐心资本增加带来的信息改善还可以通过示范效应和信号传递效应来促进金融体系的稳定和债权关系的完善,缓解简单债权融资导致的投资不足以及资本成本上升等问题(李仲泽,2020)^[35],从而更好地为企业新质生产力发展提供长期稳定的资金支持。

基于上述分析,本文提出假说 H3:耐心资本的增加能够通过降低信息不对称程度来促进企业新质生产力水平提升。

三、研究设计

1. 基准模型构建

为检验企业的耐心资本增加是否有助于其新质生产力发展,构建如下基准模型:

$$Npro_{i,t}=\beta_0+\beta_1Pa_{i,t-1}+\beta Controls_{i,t-1}+Year_{i,t-1}+Ind_{i,t-1}+\varepsilon_{i,t-1}$$

其中, i 和 t 分别代表企业和年份,考虑到耐心资本对企业新质生产力的影响存在滞后性,核心解释变量和控制变量均进行滞后一期处理。被解释变量($Npro_{i,t}$)“新质生产力”为 i 企业 t 年的新质生产力发展水平,核心解释变量($Pa_{i,t-1}$)“耐心资本”为 i 企业 $t-1$ 年的耐心资本占比(分解为“稳定型股权”和“关系型债权”两个变量), $Controls_{i,t-1}$ 为控制变量集, $Year_{i,t-1}$ 表示年份固定效应, $Ind_{i,t-1}$ 表示行业固定效应, $\varepsilon_{i,t-1}$ 为随机扰动项。

2. 企业新质生产力发展水平测算方法

本文借鉴张雪兰等(2024)^[10]的方法,构建企业新质生产力指数评价指标体系。新质生产力本质是先进生产力,依然是由生产力三要素(劳动者、劳动资料、劳动对象)构成,其“新质”体现在三要素的先进性及其优化组合上,故将新质劳动者、新质劳动资料、新质劳动对象、优化组合作为一级指标;在每个一级指标下,设置科技创新、未来产业发展、产业链布局3个二级指标;在每个二级指标下,分别选取相应的三级指标。基于数据的可得性,本文共选取27个三级指标,详见表1。为避免二级指标下三级指标数量不均导致权重偏移的问题,采用熵值法进行分层赋权,最终合成得到各样本企业各年度的新质生产力发展水平指数。

表1 企业新质生产力发展水平评价指标体系(括号内为指标权重)

目标层	一级指标	二级指标	三级指标	衡量方式	属性
企业新质生产力	新质劳动者 (0.276)	科技创新 (0.113)	高学历员工占比(0.007)	本科及以上学历人数/员工数量	+
			研发人员占比(0.015)	研发人员数量/员工数量	+
			研发薪酬占比(0.029)	研发费用-职工薪酬/营业收入	+
			培训费用占比(0.062)	员工培训费用/营业收入	+
		未来产业发展 (0.154)	数字化背景高管占比(0.084)	数字化背景高管数量/高管数量	+
			研发背景高管占比(0.016)	研发背景高管数量/高管数量	+
	新质劳动资料 (0.314)	产业链布局 (0.010)	环保背景高管占比(0.054)	环保背景高管数量/高管数量	+
			高管产业链关注度(0.0100)	ln(1+产业链供应链词频)	+
		科技创新 (0.154)	研发费用占比(0.075)	研发费用(剔除研发薪酬)/营业收入	+
			数字无形资产占比(0.079)	数字无形资产/无形资产	+
		未来产业发展 (0.154)	人工智能采纳程度(0.084)	机器设备账面价值/员工数量	+
			工业机器人渗透度(0.016)	机器人安装密度	+
		产业链布局 (0.006)	环境投资占比(0.054)	环境投资/总资产	+
			供应链集中度(0.004)	前五大客户供应商销售采购比例均值	-
			供应链稳定性(0.002)	供需波动偏离度	-

续表 1

目标层	一级指标	二级指标	三级指标	衡量方式	属性
企业新质生产力	新质劳动对象 (0.193)	科技创新	数字技术创新(0.055)	$\ln(1+\text{数字专利申请数})$	+
		(0.128)	绿色技术创新(0.072)	$\ln(1+\text{绿色专利申请数})$	+
		未来产业发展	数据资产占比(0.059)	数据资产/资产市值	+
		(0.064)	数据要素应用(0.005)	$\ln(1+\text{数据要素利用词频})$	+
		产业链布局	污染排放强度(0.001)	二氧化硫排放量/营业收入	-
		(0.002)	碳排放强度(0.001)	化学需氧量/营业收入	-
	优化组合 (0.217)	科技创新	创新效率(0.011)	$\ln(1+\text{专利申请数})/\ln(1+\text{研发投入})$	+
		(0.170)	数实产业技术融合(0.069)	$\ln(1+\text{数实产业技术融合数})$	+
		产学研合作(0.091)		$\ln(1+\text{产学研合作专利数})$	+
		未来产业发展	企业数字化转型(0.030)	企业数字化转型指数	+
		(0.033)	企业 ESG 表现(0.003)	企业 ESG 得分	+
		产业链布局	供应链效率(0.014)	$\ln(365/\text{库存周转率})$	-
		(0.014)			

3. 企业拥有的耐心资本测算方法

耐心资本投资的最终目的是获得长期价值,表现为能够抵抗市场短期压力的债权或股权(Deeg et al.,2016)^[36],具体来讲,主要包括以机构投资者为主的稳定型股权和以银行贷款为主的关系型债权两类(吴旻佳等,2022)^[22]。稳定型股权是指稳定型机构投资者持有的股权^①。稳定型股权的投资者大多具备战略发展眼光,能够对企业进行全面深入地分析,更愿意采取积极的方式对企业进行有效的监督与治理(梁上坤,2018)^[37]。因此,稳定型股权能够更好地发挥公司治理的效能,具备长期性、稳定性的特征(Appel et al.,2016;吴旻佳等,2022)^{[38][22]},是耐心资本的重要组成部分。关系型债权的投资主体具有多元化的特征,包括政策性银行、商业银行以及非银行业金融部门等(Boot,2000)^[39],其除了为企业提供长期稳定的资金保障外,还会积极发挥利益相关者的治理作用(王满四等,2020)^[34],进而通过与企业的长期合作实现创造长期价值的愿景。因此,关系型债权也是耐心资本的重要组成部分。

基于上述分析,本文将“耐心资本”分解为“稳定型股权”和“关系型债权”两个变量。“稳定型股权”为稳定型机构投资者在样本企业的持股比例,借鉴周绍妮等(2017)^[40]的方法,基于换手率对机构投资者进行分类,即按照平均换手率将机构投资者分为高、中、低3组,其中的换手率低组为稳定型机构投资者^②,进而计算出每只股票中稳定型股权的占比。对“关系型债权”的测度,参考吴旻佳等(2022)^[22]、姜中裕和吴福象(2024)^[23]的方法,使用上市公司长期负债(长期借款、应付债券、长期应付款等)占负债总

① 根据持股的目的和持股稳定程度,可将机构投资者分为稳定型股权投资者和交易型股权投资者两类。交易型股权投资者也称为短线投资者,是短期持股、股票交易频繁的机构投资者;稳定型股权投资者又称为长线投资者,是长期持有上市公司股份、股票交易不频繁的机构投资者。

② 机构投资者的平均换手率计算方法参见参考文献[40]。考虑到新设立的基金往往表现出只有买入股票而没有卖出股票的特征,为避免异常值对计算结果造成影响,本文只选取了2011-2022年持股期为两期及以上的机构投资者。

额的比例来衡量^①。“稳定型股权”和“关系型债权”越大,则企业耐心资本的占比就越高。

4. 控制变量的选取与测算

借鉴张雪兰等(2024)^[10]、杨芳等(2024)^[41]的研究,选取企业层面的10个变量作为控制变量:一是“资产收益率”,采用净利润与总资产之比来衡量;二是“现金流比率”,采用年末经营性现金流量与主营业务收入之比来衡量;三是“成长性”,采用营业收入增长率来衡量;四是“董事会规模”,采用董事会人数的自然对数值来衡量;五是“独立董事比例”,采用独立董事人数与董事会人数之比来衡量;六是“两职合一”,董事长和总经理兼任取值为1,反之取值为0;七是“第一大股东持股比例”,采用第一大股东持股数和企业总股数之比来衡量;八是“企业年龄”,采用企业成立年限的自然对数值来衡量,九是“管理层持股比例”,采用管理层持股数与企业总股数之比来衡量;十是“审计意见”,标准审计意见取值为1,否则取值为0。

5. 样本选择与数据处理

本文以2011—2022年沪深A股上市公司为研究样本,剔除数据严重缺失的样本、缺乏重要财务指标的样本、ST或*ST等经营异常的样本,最终获得21430个观测值,并对所有变量进行前后1%的缩尾处理。其中,机构投资者的相关数据来自国泰安数据库(CSMAR),企业研发的相关数据来自万得数据库(Wind),企业财务数据来自国泰安数据库。主要变量的描述性统计分析结果见表2。

表2 主要变量描述性统计结果

变 量		观测值	平均值	中位数	标准差	最大值	最小值
被解释变量	新质生产力	21 430	13. 113 8	11. 172 9	8. 473 2	72. 012 7	1. 432 3
核心解释变量	稳定型股权	21 430	0. 012 2	0. 002 5	0. 024 7	0. 436 0	0. 000 0
	关系型债权	21 430	0. 166 4	0. 103 8	0. 181 7	0. 627 3	0. 000 0
控制变量	资产收益率	21 430	0. 040 6	0. 036 9	0. 060 3	0. 247 3	-0. 373 0
	现金流比率	21 430	0. 049 3	0. 048 1	0. 068 1	0. 266 9	-0. 199 4
	成长性	21 430	0. 153 0	0. 096 3	0. 398 5	4. 024 2	-0. 657 6
	董事会规模	21 430	2. 141 8	2. 197 2	0. 195 2	2. 708 1	1. 609 4
	独立董事比例	21 430	0. 373 5	0. 333 3	0. 052 8	0. 600 0	0. 285 7
	两职合一	21 430	0. 237 3	0	0. 425 4	1	0
	第一大股东持股比例	21 430	0. 353 5	0. 332 2	0. 151 8	0. 757 8	0. 080 2
	企业年龄	21 430	2. 955 2	2. 99 6	0. 330 7	3. 610 9	1. 386 3
	管理层持股比例	21 430	0. 098 7	0. 092 4	0. 176 0	70. 382 0	0. 000 0
	审计意见	21 430	0. 976 8	1	0. 150 5	1	0

四、实证检验结果分析

1. 基准回归

基准模型检验结果见表3。无论是否加入控制变量,“稳定型股权”和“关系型债权”对“新质生产

① 关系型债权的投资主体较为多元化,涵盖了为企业提供资金的各类实体,既包括商业银行、政策性银行等长期资金提供者,也包括债券市场、融资租赁公司等非银行业金融部门,在企业的资产负债表中主要表现为长期借款、应付债券、长期应付款等。

力”的回归系数均在 1%的水平上显著为正,表明企业的稳定型股权占比和关系型债权占比提高均会对其新质生产力发展水平产生显著的正向影响,即耐心资本增加能够有效促进企业新质生产力发展,假说 H1 得到验证。进一步从回归系数的大小来看,“稳定型股权”的系数明显大于“关系型债权”的系数,表明相对于关系型债权增加,稳定型股权增加对企业新质生产力发展水平的提升作用更大。

表 3 基准回归结果

变 量	新质生产力	新质生产力	新质生产力	新质生产力
稳定型股权	25.352 5 ^{***} (13.847 3)		22.399 7 ^{***} (12.005 2)	
关系型债权		1.235 6 ^{***} (3.926 6)		1.103 4 ^{***} (3.410 2)
资产收益率			3.792 1 ^{***} (4.057 0)	6.365 1 ^{***} (6.166 7)
现金流比率			-1.137 6 (-1.419 7)	-1.532 5 [*] (-1.768 7)
成长性			0.171 7 (1.393 8)	0.172 8 (1.338 8)
董事会规模			4.312 1 ^{***} (14.694 4)	4.430 3 ^{***} (14.190 4)
独立董事比例			0.102 5 ^{***} (9.834 2)	0.115 1 ^{***} (10.405 7)
两职合一			0.256 4 ^{**} (2.251 1)	0.429 7 ^{***} (3.434 2)
第一大股东持股比例			0.0000 (0.013 9)	0.002 9 (0.825 5)
企业年龄			-1.069 9 ^{***} (-6.085 0)	-1.052 0 ^{***} (-5.557 7)
管理层持股比例			-0.008 9 ^{***} (-3.029 6)	-0.006 6 [*] (-1.939 6)
审计意见			1.553 9 ^{***} (4.866 7)	1.278 2 ^{***} (3.649 5)
常数项	4.138 9 ^{***} (9.215 1)	9.789 5 ^{***} (20.808 3)	-7.975 9 ^{***} (-6.939 1)	-8.692 9 ^{***} (-7.109 4)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	17 182	17 182	17 182	17 182
调整的 R ²	0.427	0.427	0.439	0.441

注:括号内为 t 值,***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,下表同。

2. 稳健性检验

(1)PSM 检验。某些企业特征既会影响新质生产力,又会影响耐心资本,可能产生样本选择偏误,进而导致模型估计出现偏差。对此,本文采用倾向得分匹配法进行样本匹配,以减小由于样本差异对回归结果造成的影响。根据“稳定型股权”的均值将样本划分为实验组(高于均值)和对照组(低于均值),以基准模型的控制变量为协变量,通过 1:1 有放回匹配方法进行样本匹配,匹配结果见图 1;根据“关系型债权”的均值将样本划分为实验组(高于均值)和对照组(低于均值),以基准模型的控制变量为协变量,通过最近邻匹配方法进行样本匹配,匹配结果见图 2。匹配成功的样本集中在 0 附近,表明匹配效果较好。使用匹配成功的新样本进行回归分析,结果见表 4 的 Panel A,“稳定型股权”和“关系型债权”对“新质生产力”的回归系数依然均在 1%的水平上显著为正,表明本文的分析结果具有稳健性。

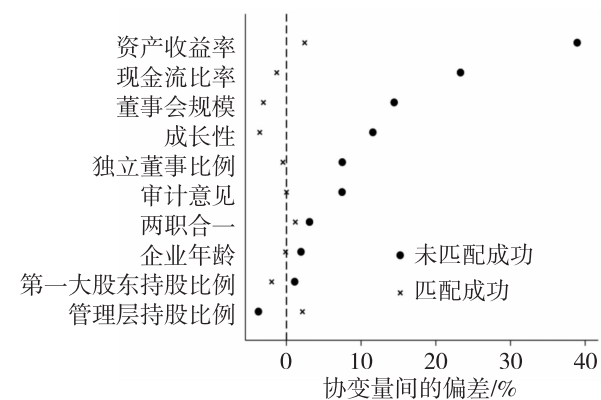


图 1 基于“稳定型股权”的倾向得分匹配结果

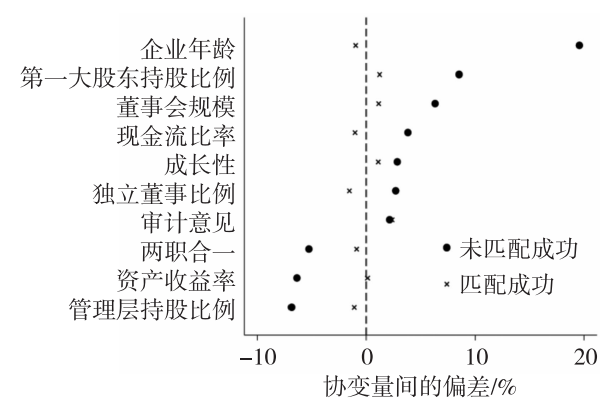


图 2 基于“关系型债权”的倾向得分匹配结果

表 4 稳健性检验结果

变 量	Panel A:PSM 检验		Panel B:分段检验			
			2011—2016 年		2017—2022 年	
	新质生产力	新质生产力	新质生产力	新质生产力	新质生产力	新质生产力
稳定型股权	2.384 6***		5.599 3**		26.173 3***	
	(14.972 0)		(1.948 7)		(10.173 3)	
关系型债权		1.132 2***		0.138 2*		1.162 0***
		(8.067 6)		(1.948 7)		(4.088 6)
观测值	7 836	10 358	5 468	5 467	11 746	9 210
调整的 R ²	0.457	0.347	0.239	0.233	0.391	0.390

注:所有模型均控制了控制变量和行业、年份固定效应,限于篇幅,控制变量和常数项估计结果略,下表同。

(2)分段检验。将样本划分为 2011—2016 年和 2017—2022 年两个子样本分别进行回归,检验结果见表 4 的 Panel B。无论是在 2011—2016 年,还是在 2017—2022 年,“稳定型股权”和“关系型债权”对“新质生产力”的回归系数均显著为正,再次表明本文的分析结果稳健。同时发现,2017—2022 年子样本系数的显著性和绝对值均大于 2011—2016 年子样本,表明随着时间的推移,耐心资本增加对企业新质

生产力发展的促进作用趋于增强。

(3)安慰剂检验。考虑到企业的稳定型股权占比和关系型债权占比可能是其发展战略选择的结果,并可能受到其他遗漏变量的影响,进一步采用安慰剂检验进行验证。通过将“稳定型股权”和“关系型债权”变量随机分配给样本企业的方法构造反事实样本,采用反事实样本进行模型检验,重复 500 次,得到的系数及其 p 值分布如图 3 和图 4 所示。p 值大多大于 0.1,表明回归系数大多都不显著,由此可知,基准模型得到的“稳定型股权”和“关系型债权”与“新质生产力”的正相关关系并非是由其他未被观测到的因素引起的。

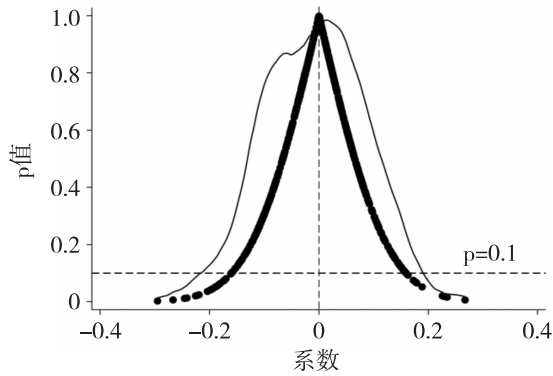


图3 “稳定型股权”的安慰剂检验结果

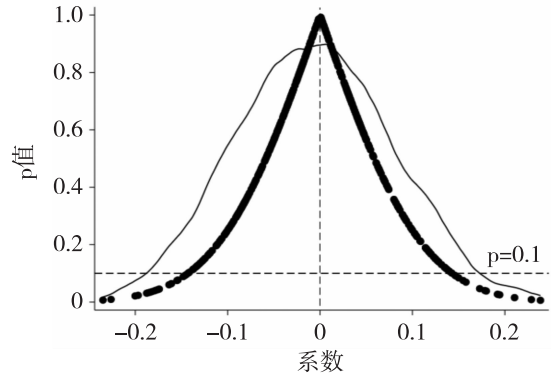


图4 “关系型债权”的安慰剂检验结果

3. 机制检验

为检验内部控制质量和信息不对称程度在耐心资本影响企业新质生产力中是否发挥了中介作用,借鉴江艇(2022)^[42]的研究方法,构建如下计量模型:

$$Medium_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pa_{i,t-1} + Controls_{i,t-1} + Year_{i,t-1} + Ind_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

其中, $Medium$ 表示中介变量,其他变量与基准模型一致。根据前文理论分析,选取以下两个中介变量:一是“内部控制”,采用迪博内部控制指数来测度样本企业的内部控制质量,其数值越大,则企业的内部控制质量越高。二是“信息不对称”,一般来讲,企业的股票流动性越差则信息不对称程度越高,因而参照于蔚等(2012)^[43]、宋敏等(2021)^[44]的方法,采用流动性比率、非流动性比率、收益率反转 3 个指标,通过主成分分析得到股票流动性指数,以其作为衡量企业信息不对称程度的代理变量,数值越大,则企业的信息不对称程度越高。

机制检验结果见表 5。从提高内部控制质量路径来看,“稳定型股权”和“关系型债权”对“内部控制”的回归系数均在 1% 的水平上显著为正,表明耐心资本增加能够显著提高企业的内部控制质量;而内部控制质量的提高能够为企业新质生产力发展提供良好的内部环境,并推动企业的技术创新和市场拓展,提高企业的全要素生产率(杨芳等,2024)^[30]。同时,Sobel 检验结果显示,“内部控制”在“稳定型股权”和“关系型债权”影响“新质生产力”中的中介效应显著(p 值小于 0.05)。由此,假说 H2 得到验证,耐心资本的增加能够通过提高内部控制质量的路径来促进企业新质生产力发展。

从降低信息不对称程度路径来看,“稳定型股权”和“关系型债权”对“信息不对称”的回归系数均在 1% 的水平上显著为负,表明耐心资本增加能够显著降低企业的信息不对称程度;而信息不对称的缓解能够改善企业新质生产力发展的外部环境,降低外部融资成本和代理成本,并强化外部治理效应,提高投

资效率,促进全要素生产率提升(张雪兰 等,2024)^[10]。同时,Sobel 检验结果显示,“信息不对称”在“稳定型股权”和“关系型债权”影响“新质生产力”中的中介效应显著(p 值小于 0.05)。由此,假说 H3 得到验证,耐心资本的增加能够通过降低信息不对称程度的路径来促进企业新质生产力发展。

表 5 机制检验结果

变 量	Panel A:内部控制机制		Panel B:信息不对称机制	
	内部控制	内部控制	信息不对称	信息不对称
稳定型股权	7.983 7*** (5.233 6)		-3.519 6*** (-29.234 6)	
关系型债权		0.804 1*** (2.952 9)		-0.280 4*** (-13.1094)
观测值	17 182	17 182	17 182	17 182
调整的 R ²	0.283	0.288	0.322	0.308
Sobel 检验	p=0.009 3	p=0.000 0	p=0.000 0	p=0.000 0

五、进一步的讨论:异质性分析

1. 企业规模异质性

由于企业的生产力发展水平和潜力以及资本结构等与其规模具有一定相关性,耐心资本增加对企业新质生产力的影响可能因企业规模的不同而表现出异质性。对此,本文采用总资产的自然对数值来衡量“企业规模”,将其作为调节变量加入基准模型进行检验,回归结果见表 6 的 Panel A。“稳定型股权”和“关系型债权”的回归系数依然在 1%的水平上显著为正,同时,“企业规模”“稳定型股权×企业规模”“关系型债权×企业规模”的回归系数也在 1%的水平上显著为正。上述结果表明,企业的规模与新质生产力发展水平显著正相关,且耐心资本增加对新质生产力发展的促进作用在规模较大的企业中更强。其原因可能在于:规模较大的企业发展新质生产力的条件和基础较好,耐心资本增加带来的内外部环境改善,如内部控制质量提高和信息优势增强等,能够更快速更有效地作用于新质生产力的提升,从而产生更强的新质生产力促进作用。

2. 股权集中度异质性

股权集中度是决定企业内部治理结构和机制的重要因素,会对企业的发展战略和投资决策等产生重要影响,因而耐心资本对企业新质生产力的影响也可能因股权集中度的不同而有所差异。对此,本文采用第一大股东持股数与公司总股数之比来衡量“股权集中度”,将其作为调节变量加入基准模型进行检验,回归结果见表 6 的 Panel B。“稳定型股权”和“关系型债权”的回归系数依然在 1%的水平上显著为正,同时,“股权集中度”的回归系数在 10%的水平上显著为正,“稳定型股权×股权集中度”和“关系型债权×股权集中度”的回归系数在 1%的水平上显著为正。上述结果表明,企业的股权集中度与新质生产力发展水平显著正相关,且耐心资本增加对新质生产力发展的促进作用在股权集中度较高的企业中更强。其原因可能在于:在股权集中度较高的企业中,大股东持有较多的股份,可以提高决策效率;同时,在股权集中的情况下,大股东更有动机维护企业的长期利益,因而会更加积极地利用耐心资本的积极效应来推动人力资本提升和技术创新等,以获取长期竞争优势,同时也更有效地促进了新质生产力发展。

3. 市场竞争程度异质性

在不同的市场竞争环境下,企业的发展战略和行为选择存在差异,这也可能导致耐心资本对企业新质生产力的影响有所不同。对此,本文采用赫芬达尔指数来衡量“市场竞争程度”(即企业所在行业的市场竞争程度,其值越大,则行业竞争程度越低),将其作为调节变量加入基准模型进行检验,回归结果见表6的Panel C。“稳定型股权”和“关系型债权”的回归系数依然在1%的水平上显著为正,同时,“市场竞争程度”“稳定型股权×市场竞争程度”和“关系型债权×市场竞争程度”的回归系数均显著为正。上述结果表明,企业所在行业的市场竞争程度与其新质生产力发展水平显著负相关,且耐心资本增加对新质生产力发展的促进作用在行业市场竞争程度较低的企业中更强。其原因可能在于:激烈的市场竞争会压缩企业的利润空间,并加剧资源争夺和市场风险,这会在一定程度上影响耐心资本的积极效应发挥;而当市场竞争程度较低时,企业面临的短期压力较小,耐心资本的增加可以促其将更多的资源用于支持长期项目,如数字化和绿色化转型、技术研发创新等,从而对新质生产力发展产生更强的促进效应。

表6 异质性分析结果

变 量	Panel A:企业规模异质性		Panel B:股权集中度异质性		Panel C:市场竞争异质性	
	新质生产力	新质生产力	新质生产力	新质生产力	新质生产力	新质生产力
稳定型股权	10.658 4*** (2.621 3)		56.292 8*** (7.610 4)		37.083 0*** (9.571 6)	
关系型债权		2.753 9*** (4.184 6)		1.900 2*** (2.601 7)		3.000 3*** (5.772 9)
企业规模	2.039 5*** (34.391 0)	2.255 3*** (35.130 2)				
股权集中度			0.0031* (1.793 3)	0.0004* (1.807 6)		
市场竞争程度					3.841 8*** (7.342 7)	4.832 0*** (7.391 8)
稳定型股权×企业规模	0.996 0*** (12.626 8)					
关系型债权×企业规模		0.056 7*** (4.410 8)				
稳定型股权×股权集中度			0.799 0*** (3.965 8)			
关系型债权×股权集中度				0.022 3*** (3.765 9)		
稳定型股权×市场竞争程度					36.537 9*** (4.199 9)	
关系型债权×市场竞争程度						2.303 9* (1.957 3)
观测值	17 182	17 182	17 182	17 182	17 182	17 182
调整的 R ²	0.445	0.451	0.317	0.325	0.347	0.346

六、结论与启示

新质生产力的发展离不开科技创新,而原创性和颠覆性的科技创新需要持续的大量的资金支持,并面临较大的不确定性风险。因此,培育和发展新质生产力需要引入更多的金融资源,尤其应引导长线资金不断加大供给。基于此,壮大耐心资本成为加快发展新质生产力的重要引擎之一。耐心资本是愿意承担较高风险并期待长期回报的投资资本。企业的耐心资本增加,不仅能够提高劳动者素质、改善劳动资料、拓展劳动对象,直接促进企业新质生产力发展;而且可以完善企业新质生产力发展的内外部环境,通过改善内部控制和信息环境等机制助力企业新质生产力发展。本文以2011—2022年沪深A股上市公司为研究样本,采用稳定型股权占比和关系型债权占比两个指标来刻画企业拥有的耐心资本,分析发现:(1)稳定型股权占比和关系型债权占比的提高对企业新质生产力发展水平具有显著的正向影响(其中稳定型股权占比的影响更大),该影响在2017—2022年比2011—2016年更强,表明耐心资本增加能够显著促进企业新质生产力发展,且随着时间的推移,耐心资本的新质生产力促进效应趋于增强。(2)内部控制和信息不对称在耐心资本影响企业新质生产力中发挥了显著的中介作用,即耐心资本增加可以通过提高内部控制质量和降低信息不对称程度两条路径来促进企业新质生产力发展。(3)相比规模较小、股权集中度较低、行业竞争程度较高的企业,耐心资本对规模较大、股权集中度较高、行业竞争程度较低的企业具有更强的新质生产力提升作用。

根据以上结论,本文得到以下启示:第一,加强国家政策支持和引导,不断壮大耐心资本。一方面,要完善相关法规,对于不同性质的私募投资基金,尤其是创业投资基金,应采取更加柔性和精细的差异化监管策略;要利用数字技术将私募股权以及创业投资基金等的各环节可视化,畅通募投管退渠道,引导中小企业发展基金和创业投资引导基金规范化发展。另一方面,要落实资本市场全面注册制改革,统一各市场板块,包括区域性股权市场与高层次资本市场的对接和债券市场的统一,完善股权投资和创业投资的退出通道。此外,还应鼓励长期资金(如企业保险、养老金以及企业年金等)积极参与高科技等新兴企业的股权和债权交易,促使投资理念长期化,企业创新活力化,进一步推动企业新质生产力发展。第二,引导耐心资本前瞻布局新兴产业,有效助力企业新质生产力发展。一方面,要鼓励投资者积极投资创业项目,激励其专注企业的长期价值和回报。壮大耐心资本要注重资金品质,做到路径可循,持续供给。另一方面,在一级市场上,作为耐心资本的私募股权基金要充分发挥其助力实体经济转型升级的作用;在二级市场上,应引导耐心资本加大长期资金权益资产配置的重量和规模。此外,政府、市场、投资机构等应协同发力,共同打造高水平服务国家战略的投资环境,为加快新质生产力发展提供持续的资金来源。第三,加强资本市场监管,有效保障金融健康稳定发展。目前,我国依然存在有资金缺资本、耐心资本少等问题,制约着企业的可持续发展。监管部门要针对银行不敢贷、资本不愿投等问题,引导银保等金融机构转变思路,推出更多适配不同企业的专业化多元化产品和服务,立足初创期、成长期和成熟期企业,精准构建全生命周期的金融服务体系。此外,要优化监管兜底机制,引导长线资金不断加大供给,深度激发企业的创新潜能,大力助推新质生产力发展。

参考文献:

- [1] 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/OL]. 当代经济管理,1-15 (2024-09-10). <http://kns.cnki.net/kcms/detail/13.1356.F.20240910.1109.002.html>.
- [2] 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/OL]. 财经问题研究,

- 1-15(2024-09-20). <http://kns.cnki.net/kcms/detail/21.1096.F.20240919.1517.002.html>.
- [3] 刘德宇,王珂凡.营商环境对企业新质生产力的影响机制研究[J].金融与经济,2024(8):85-94.
- [4] 孙献贞,李言,高雨晨.数字普惠金融发展与企业新质生产力[J].兰州学刊,2024(7):54-67.
- [5] 姚树洁,蒋艺翅.数字基础设施与企业新质生产力形成:理论与实证[J].东北师大学报(哲学社会科学版),2024(5):1-12.
- [6] 史丹,孙光林.数据要素与新质生产力:基于企业全要素生产率视角[J].经济理论与经济管理,2024,44(4):12-30.
- [7] 刘家民,马晓钰.数智化创新政策如何推动企业新质生产力发展[J].西部论坛,2024,34(4):17-34.
- [8] 赵斌,汪克亮,刘家民.政府数字化治理与企业新质生产力——基于信息惠民国家试点政策的证据[J].电子政务,2024(9):38-49.
- [9] 周阔,曲植,时运通,等.地方政府债务治理与民营企业新质生产力——基于关键数字技术突破的考察[J].经济评论,2024(4):20-37.
- [10] 张雪兰,王剑,徐子尧,等.惟精惟勤,玉汝于成:信贷专业化与企业新质生产力发展[J].金融经济研究,2024,39(3):3-21.
- [11] 宋佳,张金昌,潘艺.ESG发展对企业新质生产力影响的研究——来自中国A股上市企业的经验证据[J].当代经济管理,2024,46(6):1-11.
- [12] 赵国庆,李俊廷.企业数字化转型是否赋能企业新质生产力发展——基于中国上市企业的微观证据[J].产业经济评论,2024(4):23-34.
- [13] 张秀娥,王卫,于泳波.数智化转型对企业新质生产力的影响研究[J/OL].科学学研究,1-19(2024-05-21). <https://doi.org/10.16192/j.cnki.1003-2053.20240518.003>.
- [14] 段钢,刘贤铤,闫伟男.企业数字技术创新对其新质生产力发展的影响机制[J].科技管理研究,2024,44(15):38-50.
- [15] 王伟光,宋洪玲.战略性技术创新何以提升企业新质生产力[J].河南社会科学,2024,32(9):65-75.
- [16] 张轩铭,田甜.人工智能与战略性新兴产业新质生产力——基于劳动力结构调整和要素增益技术变迁的视角[J].山西财经大学学报,2024,46(9):89-99.
- [17] 谭红阳,刘金莲,李志军,等.机构投资者持股对企业新质生产力的影响[J].云南财经大学学报,2024,40(8):56-71.
- [18] IVASHINA V, LERNER J. Patient capital: the challenges and promises of long-term investing[M]. Princeton University Press, 2019.
- [19] 林毅夫,王燕.新结构经济学:将“耐心资本”作为一种比较优势[J].开发性金融研究,2017,11(1):3-15.
- [20] CREMERS M, PAREEK A. Patient capital outperformance: the investment skill of high active share managers who trade infrequently[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 122(2):288-306.
- [21] KAPLAN S B. Globalizing patient capital: the political economy of Chinese finance in the Americas[M]. Cambridge University Press, 2021.
- [22] 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.
- [23] 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.
- [24] 李向前.机构投资者、公司治理与资本市场稳定研究[J].南开经济研究,2002(2):69-73.
- [25] 苏振华.论机构投资者介入上市公司治理[J].浙江社会科学,2002(2):61-63.
- [26] SCHNATTERLY K, JOHNSON S G. Independent boards and the institutional investors that prefer them: drivers of institutional investor heterogeneity in governance preferences[J]. Strategic Management Journal, 2014, 35(10):1552-1563.
- [27] YAN X, ZHANG Z. Institutional investors and equity returns: are short-term institutions better informed? [J]. The Review

- of Financial Studies, 2009, 22(2): 893-924.
- [28] 牛建波,吴超,李胜楠. 机构投资者类型,股权特征和自愿性信息披露[J]. 管理评论, 2013, 25(3): 48-59.
- [29] 韦施威,杜金岷,吴文洋. 机构投资者如何影响企业创新——兼论机构投资者与企业异质性[J]. 科技进步与对策, 2022, 39(1): 30-38.
- [30] 杨芳,张和平,孙晴晴,等. 内部控制对企业新质生产力的影响[J]. 重庆理工大学学报(社会科学), 2024, 38(7): 57-73.
- [31] EDMANS A, MANSO G. Governance through trading and intervention: a theory of multiple blockholders[J]. The Review of Financial Studies, 2011, 24(7): 2395-2428.
- [32] 连立帅,朱松,陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用:基于沪港通交易制度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2019(3): 100-118.
- [33] 陆蓉,孙欣钰. 机构投资者概念股偏好与股市泡沫骑乘[J]. 中国工业经济, 2021(3): 174-192.
- [34] 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.
- [35] 李仲泽. 机构持股能否提升企业创新质量[J]. 山西财经大学学报, 2020, 42(11): 85-98.
- [36] DEEG R, HARDIE I. What is patient capital and who supplies it? [J]. Socio-economic Review, 2016, 14(4): 627-645.
- [37] 梁上坤. 机构投资者持股会影响公司费用粘性吗? [J]. 管理世界, 2018(12): 133.
- [38] APPEL I R, GPRMLEY T A, KEIM D B. Passive investors, not passive owners[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 121(1): 111-141.
- [39] BOOT A WA. Relationship banking: what do we know? [J]. Journal of Financial Intermediation, 2000, 9(1): 7-25.
- [40] 周绍妮,张秋生,胡立新. 机构投资者持股能提升国企并购绩效吗? ——兼论中国机构投资者的异质性[J]. 会计研究, 2017(6): 67-74+97.
- [41] 杨芳,张和平,孙晴晴,等. 企业数字化转型对新质生产力的影响[J]. 金融与经济, 2024(5): 35-48.
- [42] 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.
- [43] 于蔚,汪淼军,金祥荣. 政治关联和融资约束:信息效应与资源效应[J]. 经济研究, 2012(9): 125-139.
- [44] 宋敏,周鹏,司海涛. 金融科技与企业全要素生产率——“赋能”和信贷配给的视角[J]. 中国工业经济, 2021(4): 138-155.

How Can Patient Capital Promote New Quality Productive Forces in Enterprises

YANG Fang, ZHANG He-ping, SUN Qing-qing, LIU Yu-xuan

(School of Economics and Management, Yunnan Minzu University, Kunming 650504, Yunnan, China)

Abstract: Technological innovation is the core element of developing new quality productive forces. The advancement of new quality productive forces relies heavily on technological innovation. However, original and disruptive technological innovations require sustained financial investment and protracted innovation cycles, which dampen enterprises' motivation for technological breakthroughs, hindering the formation and development of new quality productive forces. Therefore, addressing the long-term financial needs faced during the formation and development of new quality productive forces is a critical issue for both government and enterprises.

This paper leverages the CSMAR Database and Wind Database to study listed companies on the Shanghai and Shenzhen A-share markets from 2011 to 2022. Drawing on the research methodology of Zhang Xuelan et

al. (2024) and incorporating President Xi Jinping's keynote speeches on new quality productive forces, a new quality productive forces indicator system at the enterprise level is constructed. Utilizing the entropy method to compute the data of new quality productive forces, this study empirically examines the impact of patient capital on new quality productive forces and its underlying mechanisms. Research finds that patient capital, as a capital that pursues stable investment, strategic investment, and long-term investment, is a catalyst for promoting qualitative changes in laborers, labor materials, labor objects, and their optimized combinations, and can provide a strong impetus for the formation and development of new quality productive forces. At the mechanism level, patient capital can be divided into stable equity and relational debt, both of which can significantly improve the productivity of new quality productive forces, and the main path of action is to improve the internal control quality of the enterprise internally and reduce the degree of information asymmetry between the enterprise and external stakeholders externally. The heterogeneity results indicate that the effect of patient capital on improving the new quality productive forces of enterprises is more significant in larger enterprises, enterprises with lower market competition, and enterprises with higher equity concentration.

Compared with existing research, this study makes two main contributions. Firstly, previous studies on patient capital have been limited, primarily focusing on its economic consequences, such as enterprise performance and innovation. There is a lack of exploration of the new quality productive forces that can more comprehensively measure the high-quality development of enterprises. This paper delves into the microscopic and comprehensive characteristics of patient capital, exploring how it creates conducive internal and external environments and provides continuous financial support for the formation and development of new quality productive forces. Secondly, current research on influencing factors of new quality productive forces in China can be categorized into technological innovation and institutional regulatory aspects, including data element innovation and government regulation. However, the focus on capital elements of business entities is insufficient. Moreover, these factors fail to explain why there are significant differences in new quality productive forces among Chinese enterprises under the same conditions of data element innovation and government regulation. To further investigate the formation and development of new quality productive forces in China, this paper attempts to unveil the "black box" of enterprise capital elements, exploring the impact of patient capital on new quality productive forces through stable equity and relational debt, and conducting more in-depth theoretical and empirical research to understand how patient capital influences the formation and development of new quality productive forces, thereby promoting high-quality economic and social development and highlighting the important role of patient capital. This helps strengthen government policy support for patient capital, guide capital to strategically invest in emerging industries, encourage regulatory authorities to work equally with local governments, enterprises, and banking and insurance institutions, guide the continuous increase of long-term capital supply, deeply stimulate the innovation potential of enterprises, and nurture stronger productivity.

Key words: patient capital; new quality productive forces; internal control; information asymmetry; stable equity; relational debt

CLC number: F273.4; F270.7

Document code: A

Article ID: 1674-8131(2024)06-0031-17

(编辑:刘仁芳;夏 冬)