

耐心资本：基本特征、识别策略与实体效应

褚荣泰 向昊天

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，从追求数量和增速，转向以质量和效益为首要目标。发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，金融体系对于培育新质生产力、推动高质量发展具有重要意义。党的二十届三中全会审议通过《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》，明确提出发展耐心资本。在这一背景下，如何精准识别金融市场中的耐心资本，成为学术界与政策制定者共同面对的关键议题。厘清“谁是耐心资本”，有助于对症下药、有效放大其供给与治理效能，为新质生产力发展提供可持续的金融支撑。

耐心资本的基本特征是以长期增长为首要目标，对短期收益波动具有较强的承受能力。虽然各界在耐心资本的基本特征、对企业高质量发展的意义等一系列问题上已经达成基本共识，但相应的系统性实证评估仍较为匮乏。其原因主要有以下两方面。一是目前学术界缺乏一致且有效的耐心资本识别策略。现有研究大多基于机构投资者投资组合的换手率，或在此基础上结合机构类型等特征来识别长期资本。然而，耐心资本的核心特征表现为对短期负面收益波动较强的承受能力，而非交易层面较低的换手率。长期资本与耐心资本在概念上难以等同。“非耐心”资本同样可能长期持有资产，但其长期持有更多源于较强的风险厌恶偏好，而非对短期收益波动的容忍。因此，单独通过换手率无法有效识别出金融市场的耐心资本。二是由于信息披露法规的限制，私募股权等机构投资者的持仓变动与收益数据难以公开获取，数据可得性成为识别耐心资本的主要挑战。而公募基金定期披露投资组合的制度安排，为观察基金在企业短期业绩承压时的持股调整行为提供了基础，便于进一步研究

耐心基金持股对企业行为及其经济后果的影响。因此，本文选择公募基金为研究对象。

首先，本文基于 2010 年至 2023 年公募基金全部持仓和收益数据，构建基金“持仓—收益”敏感性指标，并将在所持股票出现短期负收益时仍保持相对稳定持仓的基金定义为耐心基金。本文进一步验证了该识别指标的有效性，发现所识别的耐心基金具有更长的持有期限、更低的组合周转率以及更平滑的仓位调整行为。其次，本文基于识别结果，考察耐心基金持股对被投公司的深层影响。耐心基金持股显著促进了企业投资与创新行为，核心结论在多种稳健性检验下仍然成立。

进一步分析发现，耐心基金持股降低企业所面临的资本市场外部压力，具有促进长期主义与削弱治理约束的双重效应。一方面，资本市场压力的缓解削弱了企业经营者迎合短期业绩目标的动机，抑制短期主义行为，从而促进企业投资与创新；另一方面，资本市场压力的下降也削弱了外部投资者施加的治理约束，可能导致经营者自利行为上升。良好的治理机制能够有效约束经营者自利行为，从而抑制资本市场压力下降所带来的负面效应，使企业能够将有限的资源更多配置于长期投资与创新活动而非个人自利行为。分组分析结果表明，耐心基金持股对企业投资与创新的促进作用，主要集中于外部监督机制较为完善的企业。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面。第一，从资产端投资行为出发，构建了识别耐心基金的方法。不同于既有文献主要依据资产周转率刻画长期资本，本文基于基金在所持股票短期收益下滑时的持仓稳定性来识别耐心资本，紧扣耐心资本“能够承受短期负面收益波动”的基本特征。本文还据此搭建了一般性分析框架，不仅适用于公募基金，还可拓展至其他类型机构投资者和个体投资者，丰富了研究投资者耐心的测度工具。第二，本文发现耐心基金持股能够显著促进企业投资与创新，揭示了耐心资本的实体经济效应，为大力发展耐心资本、提高资本市场服务实体经济质效提供了

经验支持。第三，在统一框架下重新审视了机构投资者的公司治理效应。不同于既有文献通常分别讨论机构投资者的正向治理作用或负向治理后果，本文将两类看似矛盾的结论纳入“资本市场压力”的统一分析框架之中，为理解机构投资者治理作用的边界条件提供了有益补充。耐心基金持股通过影响企业长期投资激励与管理层监督约束，从而产生双重效应，且公司治理环境决定了耐心资本净效应的方向。

基于上述结论，本文提出以下政策建议。

第一，科学甄别耐心资本，拓宽耐心资本来源，助力新质生产力培育 and 高质量发展。党的二十届三中全会在强调“要因地制宜发展新质生产力”时提出，“要积极发展风险投资，壮大耐心资本”。传统意义上的长期资本并不必然是耐心资本，单纯从投资期限长短判断机构投资者是否为耐心资本可能存在偏误。应考虑以对短期收益下滑有更强承受能力为基础，识别真正的耐心资本，针对性给予政策支持，强化资本市场长期价值导向。

第二，以耐心资本为重要支撑，构建科技型企业全生命周期金融支持体系。耐心资本的培育不仅应重视天使投资、风险投资和私募股权投资等对初创企业的早期支持，还要充分发挥多层次资本市场中各类长期资金对成熟企业持续发展的支撑作用，适配企业不同发展阶段的融资需求。

第三，多渠道强化企业外部治理体系，以更好发挥耐心资本促进长期价值创造的作用。建议进一步提升信息披露透明度，从制度层面完善资本市场监管体系，提高违规成本，以防范耐心资本持股过程中可能伴随的治理弱化风险。同时，完善投资者关系管理机制，鼓励通过互动平台、社交媒体及分析师跟踪等多元渠道加强市场监督，构建更加公开透明的信息环境，从而形成对企业持续有效的外部约束。