耐心资本、企业社会责任与非效率投资

靳 萍，刘胜英

（沈阳理工大学经济管理学院，沈阳 110159）

摘要：以 2019—2023 年中国 A 股上市公司为研究样本，基于信息不对称理论与代理理论，探讨耐心资本对非效率投资的影响，并引入企业社会责任作为中介变量。研究表明：耐心资本能抑制非效率投资；机制检验表明，耐心资本通过企业社会责任来抑制非效率投资；异质性检验发现，在东部地区耐心资本对非效率投资更为显著。研究成果丰富了耐心资本与企业投资效率体系，也为后续深入探索耐心资本奠定了基础。

关键词：耐心资本；非效率投资；企业社会责任

中图分类号：F275；F832.51 **文献标志码**：A **文章编号**：1671－1807(2026)13－0242－06

中国经济发展已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，企业作为市场经济的主体，其投资效率直接决定自身发展质量与市场核心竞争力。投资是扩大企业规模、提升核心竞争优势的关键路径。在实际经营过程中，企业非效率投资问题普遍存在，主要表现为过度投资与投资不足。过度投资造成资金、人力等稀缺资源低效浪费，投资不足则使企业错失优质发展机遇，抑制长期价值创造。非效率投资行为均会削弱企业盈利能力与抗风险能力。因此寻找约束非效率投资、引导企业理性投资具有重要的理论与现实意义。

在众多影响企业投资行为的因素中，耐心资本日益受到关注。区别于追求短期收益的资本，耐心资本作为一种以长期价值创造为目标的长期资本形态，通过长期持股、稳定持股并深度参与公司治理，能够有效约束管理层短期逐利行为，并为企业提供稳定资金支持、缓解融资约束，为提高企业投资效率提供了新的思路与路径。

“双碳”目标推动经济进入绿色发展阶段，企业社会责任的重要性日益凸显。张顺才和姚维玲[1]研究表明耐心资本能够促进企业的绿色创新。企业积极履行社会责任，既可以向资本市场传递可持续发展信号，降低信息不对称程度，吸引资本流向绿色低碳领域，也有助于提升品牌形象与社会认同，为企业理性投资、长期发展奠定坚实基础。

现有研究多单独探讨耐心资本、企业社会责任与投资效率之间的两两关系，较少将三者纳入统一分析框架，难以系统揭示其内在作用机制与交互影响。基于此，本文的创新点主要体现在两方面：①构建耐心资本、企业社会责任与企业投资效率三者统一的研究框架，系统剖析三者间的作用路径与内在机理；②以 A 股上市公司为研究对象，打破现有研究的行业局限，进一步增强研究结论的普遍性与适用性。研究旨在为企业改善非效率投资行为、引导资本市场长期资本合理流向提供理论参考与实践支撑，进而助力国家经济高质量发展与“双碳”目标的实现。

1 理论分析和研究假设

1.1 耐心资本与非效率投资

耐心资本作为长期资本的核心形态，其核心特征区别于短期投机资本的短期逐利性。Deeg 和 Hardie[2]将其明确定义为以长期价值创造为目标，注重企业长期发展潜力、愿意承担短期收益波动，且通过长期持股、深度参与企业治理实现资本增值的资本形态。在耐心资本的经济效应研究中，企业绩效与投资行为是核心研究方向。吴旻佳等[3]研究表明，耐心资本对企业绩效具有显著的促进作用，且不同类型耐心资本的作用效果存在差异，其中关系型债务的促进作用大于稳定型股权，而内部研发投入在关系型债务影响企业绩效的过程中发挥着中介作用，即关系型债务通过推动企业内部研发投入，提升企业核心竞争力，进而促进绩效提升。这一研究结论表明了耐心资本不仅能为企业提供资

收稿日期：2026-02-27

作者简介：靳萍(2000—)，女，江苏南京人，硕士研究生，研究方向为会计学；通信作者刘胜英(1975—)，女，辽宁鞍山人，博士，副教授，研究方向为财务管理理论与实务。

金支持,更能通过引导资源配置,推动企业长期价值提升,为进一步分析其对企业投资效率的影响提供了重要借鉴。杨雪[4]研究发现耐心资本能够通过提升绿色研发投入、增强风险承担水平等途径改善企业环境、社会和治理(environmental,social,and governance,ESG)表现。唐亮和刘慧芳[5]研究表明,耐心资本还能降低债务融资成本。现有研究证实,耐心资本能够有效抑制企业的非效率投资行为。安灵和童亚丹[6]研究表明,耐心资本的抑制效应还存在异质性特征,在高科技行业企业、成长期与成熟期的企业中,这种抑制效果表现得更为突出。郑秀杰等[7]研究表明耐心资本还能通过提高会计信息可比性来缓解信息不对称,从而强化对非效率投资的约束。

代理理论认为,企业所有权与经营权分离产生的委托代理问题,会导致管理层为追求自身利益出现过度投资或投资不足等非效率投资行为,损害企业长期价值。耐心资本作为长期战略持有者,其核心特征长期持有、主动治理、稳定资金支持显著区别于短期投机资本,短期资本以短期套利为目标,缺乏治理动力且无法提供长期资金支持,甚至可能加剧非效率投资。这种特征差异,使得耐心资本能够有效抑制非效率投资。①耐心资本能够通过行使股东权利,参与企业重大投资决策的制定与监督,对管理层提出的非理性投资方案进行否决,约束管理层为追逐短期高额收益而盲目开展过度投资的行为;②耐心资本注重企业长期价值创造,会通过与管理层的长期沟通,引导管理层树立长期投资理念,鼓励管理层将目光转向具有长期价值的核心项目,避免因短期利益导向而放弃优质投资机会,从而缓解企业投资不足的问题;③耐心资本的稳定资金支持能够减少企业对短期融资的依赖,降低管理层因担心短期资金链断裂而产生的短视行为,为企业开展长期投资提供保障,进一步优化企业投资决策的合理性;④耐心资本深度参与企业治理,能够推动企业完善内部控制体系,从制度层面抑制非效率投资的发生。基于此,提出如下假设。

H1:在其他条件不变的情况下,耐心资本能有效抑制非效率投资。

1.2　耐心资本、企业社会责任与非效率投资

唐亮和杨国玉[8]研究表明,耐心资本提高增强企业的ESG表现对企业非效率投资行为也具有较强的抑制作用,二者之间存在紧密的内在关联,且耐心资本对企业ESG表现的正向促进效应已得到相关研究的证实。王海芳等[9]研究证实,企业的投资项目往往具有周期长、风险高、回报见效慢的特点,更需要耐心资本的长期支持与引导。

张征华等[10]研究发现,企业社会责任能有效抑制非效率投资和缓解融资不足问题。夏鹏佳[11]研究表明,企业履行社会责任能够有效抑制非效率投资问题,企业履行社会责任受到外部的监督,能够减少企业管理者作出有损企业利益的投资行为。

从信息不对称理论的视角出发,耐心资本作为企业的长期战略持有者,优势在于能够深度参与企业的经营决策过程,而非关注短期投资回报,深度参与使得耐心资本能够更全面地了解企业的内部经营状况,有效缓解了企业与投资者之间的信息不对称问题。

而企业社会责任的履行与提升,向社会传递出企业注重长期发展的积极信号,这种信号能够吸引更多投资者的关注,尤其是像耐心资本这样的长期投资者,进一步降低企业与市场之间的信息不对称程度,提升企业信息披露的透明度。信息透明度的提升能够为企业投资决策提供良好的支撑。耐心资本凭借对企业内部情况的充分掌握,能够精准识别投资计划中潜在的风险点,对投资项目的可行性进行科学研判,从源头规避企业因盲目投资、跟风投资而陷入过度投资的困境。由此可见,企业社会责任的履行在耐心资本抑制企业非效率投资的过程中扮演着重要的中介角色。基于上述分析,提出如下假设。

H2:在其他条件不变的情况下,企业社会责任在耐心资本对非效率投资中起到中介作用。

2　实证设计

2.1　样本选择与数据来源

研究选取2019—2023年中国A股全体上市公司作为研究对象,依照下述标准对初始数据展开筛选:排除金融行业企业;剔除被实施ST及*ST特别处理的公司,剔除数据存在缺失的样本,经上述处理后共得到13 960个有效观测值。为规避异常值对回归分析结果产生干扰,对相关数据进行了1%水平的缩尾处理。研究所涉及的公司财务指标与公司治理层面的数据,均取自国泰安(CSMAR)数据库。

2.2　变量定义

2.2.1　被解释变量:非效率投资(Inveff)

采用Richardson[12]的模型测度企业投资效率。具体模型如下:

$$Inv_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 Cash_{t-1} + \alpha_4 Age_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 Ret_{t-1} + \alpha_7 Lnv_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

式中：Inv_t 为企业在 t 年度的实际新增投资规模；Lnv_{t-1} 为第 $t-1$ 年度新增资本投资额，模型回归残差即表示预期投资水平与实际投资水平之间的偏离程度；$Growth_{t-1}$、Lev_{t-1}、$Cash_{t-1}$、Age_{t-1}、$Size_{t-1}$、Ret_{t-1} 分别为第 $t-1$ 年度营业收入增长率、资产负债率、现金持有量、上市年限、总资产规模和考虑现金红利再投资的年度股票收益率；α_0 为常数项；$\alpha_1 \sim \alpha_7$ 为系数；ε 为随机误差项。模型(1)还控制了行业(Industry)和年度(Year)对新增投资水平的影响。对模型(1)分年度进行普通最小二乘法(ordinary least squares，OLS)回归进行估计，将回归残差的绝对值作为企业非效率投资程度的衡量指标，该绝对值越大，意味着企业非效率投资问题越显著，相应的投资效率水平也越低。

2.2.2　解释变量：耐心资本(PC)

现有研究主要从战略型股权与关系型债券两个维度对该变量展开测度。选取长期机构投资者持股比例，将其作为耐心资本的衡量指标，具体测算方式参考姜中裕与吴福象[13]的研究成果。战略型股权投资采用战略型机构投资者持股比例：计算机构投资者持股比例与其过去 3 年持股比例标准差的比值，若公司该指标数值在当年不低于行业年度中位数，则将对应的机构投资者界定为战略型机构投资者。

2.2.3　中介变量：企业社会责任(CSR)

参考邹萍[14]的研究，根据 CSMAR 社会责任数据库中社会责任信息披露的相关指标打分，并标准化处理后获得。

2.2.4　控制变量

控制变量包括资产负债率(Lev)、公司成长性(Growth)、前 10 大股东比例之和(Top10)、股权性质(Soe)、盈利能力(Roa)，同时还控制了行业和年份虚拟变量。具体变量定义见表 1。

2.3　模型设计

构建模型(2)检验耐心资本对非效率投资的影响。

$$Inveff_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Pc_{i,t} + \sum \alpha_j Controls_{i,t} + \gamma_i + \delta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式中：i 为公司；t 为年份；Controls 为控制变量组；j 为控制变量数；$Inveff_{i,t}$ 为 i 企业 t 年份的非效率投资程度；$Pc_{i,t}$ 为 i 企业 t 年份的耐心资本；α_0 为常数项；α_1 为耐心资本对企业非效率投资的直接效应；γ_i 为固定时间；δ_i 为固定行业；$\varepsilon_{i,t}$ 为扰动项；α_j 为控制变量系数。

为了检验企业社会责任在耐心资本与非效率投资之间的中介关系，构建模型(3)：

$$CSR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pc_{i,t} + \sum \beta_j Controls_{i,t} + \gamma_i + \delta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

式中：β_0 为常数项；β_1、β_j 为系数。

3　实证分析

3.1　描述性统计

表 2 呈现了主要研究变量的描述性统计结果。其中耐心资本(PC)的均值为 0.419，最大值达 0.986，最小值为 0.000，标准差为 0.246，这一结果表明，样本企业中长期机构投资者的持股状况相对稳定。非效率投资(Inveff)的最大值为 0.356，最小值为 0.000，均值为 0.032，反映出不同企业间的非效率投资程度存在较大差异。其余变量的描述性统计结果均与现有文献研究结论基本一致。

表 1　变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	非效率投资	Inveff	Richardson 模型回归残差绝对值
解释变量	耐心资本	PC	长期机构投资者的持股比例
中介变量	企业社会责任	CSR	根据 CSMAR 社会责任数据库中社会责任信息披露的相关指标打分，并标准化处理后获得
控制变量	资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
	公司成长性	Growth	营业收入增长率
	前十大股东比例之和	Top10	前 10 大股东持股总数占总股数比重
	股权性质	Soe	非国有企业=0，国有企业=1
	盈利能力	Roa	总资产收益率

表 2　变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
PC	13 960	0.419	0.246	0.000	0.986
CSR	13 960	0.542	0.214	0.000	0.917
Inveff	13 960	0.032	0.038	0.000	0.356
Lev	13 960	0.435	0.191	0.013	0.990
Growth	13 960	0.436	5.667	−3.756	423.000
Top10	13 960	0.555	0.151	0.088	0.972
Roa	13 960	0.032	0.073	−0.965	0.786
Soe	13 960	0.352	0.478	0.000	1.000

3.2　回归分析

表 3 呈现了耐心资本影响企业非效率投资的回归结果。列(1)没有控制企业个体和行业以及一系列控制变量,耐心资本对非效率投资在 1%的显著水平上显著,回归结果为−0.003。为确保估计结果的可靠性,控制了年份固定效应与企业个体固定效应。列(2)为引入控制变量后的核心回归结果,显示耐心资本与非效率投资的估计系数为−0.006,且在 1%的水平上显著,这一实证结果表明,耐心资本对企业非效率投资具有显著的抑制作用,原因是长期持股让投资者能够深度参与企业决策,遏制管理层为追求短期经营业绩的过度投资或因规避风险而导致的投资不足问题,假说 H1 成立。

表 3　回归分析结果

变量	(1)	(2)
	Inveff	Inveff
PC	−0.003**	−0.006***
	(−2.46)	(−3.17)
Lev		0.008***
		(3.85)
Growth		0.001***
		(12.50)
Top10		0.019***
		(6.55)
Roa		0.030***
		(6.91)
Soe		−0.006***
		(−8.51)
常数项	0.033***	0.023***
	(51.82)	(6.75)
样本数	13 960	13 960
R^2	0.000	0.078
Year	No	Yes
Industry	No	Yes

注:*、**、***分别表示 $P<0.1$、$P<0.05$、$P<0.01$;括号内为 t 值。

3.3　稳健性检验

(1)替换被解释变量。利用 Richardson[12] 的模型衡量非效率投资。考虑到在现有相关领域的学术研究中,Biddle 等[15] 的模型同样是衡量企业非效率投资的方法,为了进一步验证研究结论的可靠性,进一步采用 Biddle 等[15] 的模型对企业非效率投资这一核心被解释变量进行重新界定与测度,并基于新的测度结果再次开展回归检验。从最终的回归结果来看(表 4)。列(1)表明,耐心资本与企业非效率投资之间依然保持着显著的负相关关系。

(2)被解释变量滞后一期。为进一步检验实证分析过程中可能存在的内生性问题,规避因反向因果关系对回归结果造成的干扰,从而提升研究结论的可靠性与严谨性,对被解释变量采取了滞后 1 期的处理方式,从表 4 列(2)的回归结果可以清晰地看到,耐心资本与非效率投资之间呈现出显著的负相关关系,这一结果再次验证了前文研究结论的稳健性。

(3)为确保研究结论的可靠性与稳健性,剔除 2020—2022 年的样本进行稳健性检验,重新回归验证研究假设,以排除特殊时期因素的干扰,进一步验证研究结论的稳健性。

表 4　稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	替换被解释变量	滞后 1 期	剔除特殊年份
	Inveff_a	Inveff	Inveff
PC	−0.004**		−0.010***
	(−2.27)		(−3.53)
L. PC		−0.008***	
		(−3.71)	
Lev	0.013***	0.007***	0.009***
	(7.14)	(3.11)	(3.14)
Growth	−0.000	0.000**	0.001***
	(−1.44)	(2.42)	(11.87)
Top10	0.016***	0.015***	0.027***
	(6.14)	(4.73)	(6.45)
Roa	0.018***	0.034***	0.012
	(4.30)	(6.68)	(1.61)
Soe	−0.009***	−0.006***	−0.005***
	(−12.77)	(−6.96)	(−4.02)
常数项	0.021***	0.022***	0.025***
	(7.13)	(7.42)	(5.07)
样本数	13 960	11 168	5 594
R^2	0.095	0.073	0.094
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes

注:*、**、***分别表示 $P<0.1$、$P<0.05$、$P<0.01$;括号内为 t 值。

3.4　异质性检验

将样本划分为中部、东部和西部,分别探讨地域差异在耐心资本与非效率投资之间的关系。表 5 列示了东部、中部和西部回归结果。东部地区在 1%的水平上显著,回归结果为−0.007。而中部和

表 5　东部、中部、西部分组回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	东部	西部	中部
	Inveff_a	Inveff	Inveff
PC	−0.007***	0.001	−0.006
	(−2.92)	(0.09)	(−1.06)
Lev	0.006***	0.011*	0.010*
	(2.73)	(1.87)	(1.84)
Growth	0.001***	0.002***	0.001***
	(7.27)	(3.61)	(23.48)
Top10	0.019***	0.011	0.028***
	(5.70)	(1.11)	(3.39)
Roa	0.026***	0.049***	0.028**
	(5.06)	(4.03)	(2.46)
Soe	−0.006***	−0.007***	−0.006***
	(−7.18)	(−2.74)	(−2.75)
常数项	0.024***	0.029***	0.006
	(6.02)	(2.81)	(1.06)
样本数	10 158	1 683	2 119
R^2	0.086	0.126	0.109
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes

注：*、**、***分别表示 $P<0.1$、$P<0.05$、$P<0.01$；括号内为 t 值。

西部回归结果 −0.006、0.001，非效率投资的抑制效果不显著。原因是东部地区经济发展水平较高，区域内企业治理机制更为完善，信息披露制度执行更为规范，整体信息披露质量显著优于中西部地区，能够有效降低企业内外部之间的信息不对称程度，减少投资者与管理层之间的信息壁垒，为耐心资本发挥治理效应提供良好的信息环境，从而更高效地抑制企业因信息不对称引发的过度投资或投资不足行为，显著提升耐心资本对非效率投资的抑制作用。

3.5　机制检验

由表 6 的回归结果可知，企业社会责任在 1% 的水平上显著，回归结果为 0.113，说明耐心资本能正向促进企业的社会责任。社会责任在耐心资本与非效率投资回归结果中呈负相关，说明企业增加社会责任能有效抑制非效率投资，其原因是社会责任增加能给企业提供良好的信号，吸引外部资源投入企业，并且提高企业信息透明度，降低信息不对称，从而降低管理者操纵动机，缓解投资风险，抑制非效率投资，假说 H2 成立。

4　结论与建议

以 2019—2023 年 A 股上市公司为研究样本，重点探究耐心资本、企业非效率投资与企业社会责任三者间的内在关联。研究结果显示，耐心资本对企业非效率投资行为具有显著的抑制作用，其中在

表 6　中介机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	Inveff	CSR	Inveff
PC	−0.006***	0.113***	−0.006***
	(−3.17)	(11.15)	(−2.84)
CSR			−0.006***
			(−3.71)
Lev	0.008***	0.084***	0.008***
	(3.85)	(7.49)	(4.07)
Growth	0.001***	−0.001*	0.001***
	(12.50)	(−1.73)	(12.48)
Top10	0.019***	−0.043***	0.019***
	(6.55)	(−2.91)	(6.47)
Roa	0.030***	0.205***	0.031***
	(6.91)	(7.54)	(7.14)
Soe	−0.006***	0.022***	−0.006***
	(−8.51)	(4.90)	(−8.34)
常数项	0.023***	0.332***	0.025***
	(6.75)	(17.78)	(7.31)
样本数	13 960	13 960	13 960
R^2	0.078	0.100	0.079
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes

注：*、**、***分别表示 $P<0.1$、$P<0.05$、$P<0.01$；括号内为 t 值。

东部地区企业中表现得最为突出。耐心资本通过增加社会责任进而抑制企业非效率投资。

基于上述研究结论，提出如下建议。

企业应将社会责任纳入企业长期发展战略框架。东部地区企业通过地区优势深化耐心资本与社会责任的协同机制，发挥示范引领效应。发展长期投资理念，加大对社会责任的关注力度，尤其是在东部地区可针对性优化投资策略，以耐心资本的长期赋能助力企业提升投资效率。中部、西部地区可借鉴东部经验，推动企业强化社会责任，深度参与被投企业治理决策，前瞻性识别并规避投资风险，助力企业提升投资效率。

参考文献

[1] 张顺才，姚维玲. 耐心资本企业数字化和绿色创新[J]. 开发性金融研究，2025(4)：49-62.

[2] DEEG R，HARDIE I. What is patient capital and who sup-plies it?[J]. Socio-economic Review，2016(4)：627-645.

[3] 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.

[4] 杨雪. 耐心资本对企业 ESG 表现的影响研究[D]. 南宁：广西大学，2025.

[5] 唐亮，刘慧芳. 耐心资本投资对债务融资成本的影响研究[J]. 金融理论与实践，2025(9)：23-33.

[6] 安灵，童亚丹. 耐心资本与企业非效率投资[J]. 现代管

理科学，2025(2)：132-145.
[7] 郑秀杰，曹配铭，李彤哲. 耐心资本对会计信息可比性的影响[J]. 财会月刊，2025，46(21)：46-51.
[8] 唐亮，杨国玉. 耐心资本投资对企业 ESG 表现的影响[J]. 中国流通经济，2025，39(2)：86-99.
[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] 张征华，邓小琴，刘依璇，等. 企业社会责任抑制非效率投资了吗：基于融资约束的中介效应[J]. 会计之友，2023(20)：86-94.
[11] 夏鹏佳. 企业社会责任与非效率投资的关系研究[J]. 产业创新研究，2022(11)：132-134，153.
[12] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies，2006，11(2/3)：159-189.
[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] 邹萍. “言行一致”还是“投桃报李”？企业社会责任信息披露与实际税负[J]. 经济管理，2018，40(3)：159-177.
[15] BIDDLE G C，HILARY G，VERDI R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? [J]. Journal of Accounting and Economics，2009，48(2/3)：112-131.

Patient Capital，Corporate Social Responsibility and Inefficient Investment

JIN Ping，LIU Shengying
(School of Economics and Management，Shenyang Ligong University，Shenyang 110159，China)

Abstract：Chinese A-share listed companies from 2019 to 2023 were selected as the research sample. Based on information asymmetry theory and agency theory，the impact of patient capital on inefficient investment was explored，and corporate social responsibility was introduced as a mediating variable. It is found that patient capital can inhibit inefficient investment. In the mechanism test，patient capital was confirmed to suppress inefficient investment through corporate social responsibility. In the heterogeneity test，the inhibitory effect of patient capital on inefficient investment is significantly stronger in eastern regions of China. Existing research on patient capital and corporate investment efficiency is enriched by these findings，and a foundation for further in-depth exploration of patient capital is laid by them.

Keywords：patient capital；inefficient investment；corporate social responsibility