

耐心资本对制造业企业运营韧性的影响效用研究

盛德丰

重庆工商大学金融学院, 重庆 400067

摘要: 本文以2010-2024年中国A股制造业上市公司为样本实证检验了耐心资本对制造业运营韧性的影响。研究发现, 耐心资本通过缓解企业融资约束、降低委托代理成本、提升内部控制水平三大机制提升制造业运营韧性, 在胡焕庸线南侧、高科技行业以及人力资本质量较高的企业中, 赋能效用更为显著。

关键词: 耐心资本; 运营韧性; 机制

DOI: 10.64649/yh.shygl.issn3105-0085.202607017

0 引言

近年来, 全球企业的有序经营频繁受到地缘政治、极端气候和公共卫生事件等多种类型外部风险的冲击, 造成严重经济损失^[4]。无论是企业内部突发事件还是波及范围较广的区域和全球性事件, 在当前企业关系错综复杂的场景下, 均会对关联者产生不同程度的负面影响。党中央经济工作会议多次强调市场主体的稳定运营, 并坚持稳中求进的工作总基调。在此背景下, 从单纯利润追求转向韧性建设成为越来越多企业有效应对内外部突发事件的必经之路。

既有研究已围绕韧性作出丰富深刻的探讨, 多数学者主要立足于供应链系统与企业整体层面对该构念进行剖析^[1], 但是运营作为企业一个独特关键的子系统, 承担着为自身及其合作伙伴创造收益的重要职能, 因此该领域对企业运营体系层面的韧性特征需要继续深入研究。现有关于运营韧性的研究主要探讨了企业内外部资源匹配^[5]、ESG评级分歧^[3]以及金融科技等的影响, 鲜有研究探讨耐心资本如何影响制造业企业的运营韧性, 这一研究缺口为本文提供了探索空间。

基于此, 本文采用双向固定效应模型实证检验耐心资本对制造业企业运营韧性的影响及其作用机制。本文的边际贡献主要体现在三方面: 第一, 现有关于耐心资本效用的研究鲜有针对制造业运营体系韧性。第二, 本文通过搭建理论框架, 拓展深化对作用路径的理解。第三, 研究成果有助于政府针对不同地区及不同特质企业协同运用相关配套政策精准高效促进其运营稳定。

1 理论分析与研究假说

1.1 耐心资本与制造业企业运营韧性

从资源基础理论来看, 耐心资本作为一种战略性的财务资源, 直接拓展了企业管理层的决策期限及视野。当企业拥有稳定的长期资金

来源时, 管理层则无需过度关注并维持短期绩效指标的稳定与增长, 从而能够将战略部署转向未来长期发展。这种治理结构的变化直接强化了企业的前瞻性投资。同时, 耐心资本使得企业在遭遇外部环境的偶然性负面冲击时, 不必因资金链紧张而采取过度收缩的短视行为, 保证营业收入的持续稳定, 进而增强运营韧性。因此, 耐心资本不仅是资金来源, 更是企业构建稳固组织结构战略能力之源, 直接决定了企业在动荡环境中战略决策执行的连贯性与稳定性。基于以上分析, 本文提出以下假说:

假说H1: 耐心资本可以显著提升制造业企业运营韧性。

1.2 耐心资本影响制造业企业运营韧性的机理分析

第一, 制造业企业通常具有投资周期长以及现金流波动大的特点, 在面临外部冲击时, 传统信贷机构往往因下调风险评级进而收缩信贷。耐心资本则缓冲了这一负面冲击。首先, 耐心资本为企业提供了稳定的长期资金供给, 降低了企业对短期银行贷款和投机性资本的依赖程度, 减少了因融资环境突变引发的资金链断裂风险。其次, 耐心资本的背书效应能够显著改善企业的信用评级, 从而撬动更多的社会资本流入, 形成融资的良性循环。

第二, 在现代企业制度中, 由于所有权与经营权分离, 管理层往往出于职业发展与薪酬绩效的考量, 倾向于追求短期利润最大化和低风险项目, 从而产生短视投资行为, 规避那些投资周期长但有利于企业长期发展的投资。耐心资本通常以积极的机构投资者身份进入董事会, 其长期持有的特性与企业长远发展的利益高度一致。同时, 耐心资本的存在降低了信息不对称程度, 其持续的监督与介入使得管理层难以通过盈余管理或机会主义行为掩盖运营风险。

第三, 内部控制涵盖了企业从生产流程、财务报告到合规管理的全链条制度安排。由于

耐心资本追求长期价值增值，其对企业的风险管理体系有着比短期资本更为严苛的要求。为了保障长期投资的安全，耐心资本通常会推动企业建立更为健全的风险识别、评估与应对机制，尤其是在制造业这一高固定资产投入、高风险暴露的行业中。基于以上分析，本文提出以下假说：

假说 H2：耐心资本可以通过缓解企业融资约束、降低委托代理成本、提升内部控制水平提升制造业企业运营韧性。

2 研究设计

2.1 样本选择及数据来源

本文以 2010–2024 年中国沪深 A 股制造业上市公司为初始样本，剔除 ST、*ST 或 PT 等特殊处理以及相关指标缺失的样本，最终得到 20635 个企业－年度观测值，本文对连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。相关数据来源于中国研究数据服务平台 (CNRDS)、国泰安数据库 (CSMAR)、万得数据库 (Wind) 和政府相关公告。

2.2 计量模型设定

为了检验耐心资本对制造业企业运营韧性的影响，本文参考丁志国 (2026) 和江艇 (2022) 的研究，构建如下实证模型：

$$OR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Pat_{it} + \sum \alpha_j CV_{it} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Med_{it} = \beta_0 + \beta_1 Pat_{it} + \sum \beta_j CV_{it} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中，模型 (1) 是基准回归模型， OR_{it} 是被解释变量； Pat_{it} 是核心解释变量。模型 (2) 是中介机制检验模型， Med_{it} 是中介变量； CV_{it} 是一系列的控制变量，本文还控制了个体固定效应 Firm 和时间固定效应 Year， ε 是随机扰动项，下标 i 和 t 分别表示企业和年份。

2.3 变量选取与指标定义

(1) 被解释变量。参考 Li et al.(2023)、Liu et al.(2023) 的做法，将需求端的销售额与供应端的运营成本结合，以单位生产成本营业收入 (ORPPC) 的变化衡量，如式 (3) 所示：

$$OR_{i,t} = \frac{ORPPC_{i,t}}{\sum_{t=3}^{t-1} ORPPC_{i,t}/3} \quad (3)$$

该方法综合考虑供应方与销售方，能够较为全面了解企业财务绩效变化，以此对企业韧性作出整体评估。

(2) 解释变量。本文参考邱蓉 (2024) 的做法，结合耐心资本以长期导向为主、风险承受能力强以及战略性和关系性三个特征，利用客观熵权法得到综合指数。

(3) 控制变量。参考 Li et al.(2023)、Liu et al.(2023) 的研究，选取如下控制变量：企业年龄 (Age)、企业规模 (Size)、资产利润率 (ROA)、资产负债率 (Lev)、经营性现金流 (Cash)、企业成长性 (Growth)、独立董事比例 (Indep)、董事会规模 (Board)。此外，本文通过哑变量的形式控制企业个体固定效应和年度时间固定效应。

3 实证分析

3.1 基准回归

为考察耐心资本对制造业企业运营韧性的影响，本文基于计量模型 (1) 对样本数据进行基准回归，表 1 列示了回归结果，列 (1) (2) 中仅加入核心解释变量，列 (3) 为加入企业财务和公司治理控制变量的回归结果，列 (4) 则进一步控制个体与时间双向固定效应，发现其回归系数为 0.1082，且通过了 1% 的显著性检验。这些结果一致表明，耐心资本提升了制造业企业的运营韧性，验证了假说 H1。

表 1 基准回归

	(1)	(2)	(3)	(4)
	OR	OR	OR	OR
Pat	0.2142*** (12.3162)	0.1023*** (2.6391)	0.1742*** (10.4669)	0.1082*** (3.0030)
_cons	0.9806*** (974.6948)	0.9857*** (601.2077)	1.1160*** (73.2936)	1.2847*** (14.1126)
Firm/Year	不控制	控制	不控制	控制
N	20635	20264	20635	20264
adj. R2	0.007	0.088	0.114	0.224

3.2 稳健性与内生性检验

为了确保耐心资本对制造业运营韧性具有促进作用这一研究结论的稳健可靠，本文采取以下方式进行稳健性检验：1. 替换被解释变量采用生产函数框架来评估扰动条件下的企业韧性。2. 替换解释变量。采用战略型股权与关系型债权分别对样本进行重新回归。3. 样本自选择问题。采用半径匹配、核匹配和熵平衡匹配。4. 工具变量法。Pat 滞后一期结论依然成立。

4 中介机制检验与异质性分析

4.1 中介机制检验

根据模型 (2) 进行机制检验，结果见表 2，回归系数分别为 -1.1875、-0.0374、0.0721，并通过显著检验，说明耐心资本可以缓解企业融资约束、降低委托代理成本、提升内部控制水平提升，结合前文理论分析，耐心资本能够通过上述三大渠道实现有效传导，假说 H2 得到验证。

表 2 机制检验

	(1)	(2)	(3)
	KZ	MER	ICQ
Pat	-1.1875*** (-3.8128)	-0.0374** (-2.4717)	0.0721** (2.1600)
Firm/Year	控制	控制	控制
N	20000	20264	19322
adj. R2	0.856	0.705	0.285

4.2 异质性分析

首先本文按照地理位置划分为胡焕庸线北、沿线以及南侧探讨地区差异对耐心资本效用的影响；其次本文参考彭红星和毛新述 (2017) 的方法将企业划分为高科技行业与非高科技行业；最后按照本科员工占比中位数将样本划分为占比高和占比低的两组分别进行回归，发现耐心资本在胡焕庸线南侧、高科技行业以及人力资本质量较高的企业中，赋能效用更为显著。

表3 异质性分析

	OR			OR		OR	
	(1) 胡焕庸线北	(2) 胡焕庸沿线	(3) 胡焕庸线南	(4) 非高科技行业	(5) 高科技行业	(6) 劳动力结构优	(7) 劳动力结构差
Pat	0.0821 (0.3236)	-0.0428 (-0.5245)	0.1139*** (2.8335)	0.0190 (0.2671)	0.1230*** (2.9376)	0.0388 (0.8375)	0.1619*** (2.9918)
Firm/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	397	2534	17087	4382	15851	9900	10088
adj. R2	0.353	0.281	0.215	0.238	0.232	0.267	0.223

5 研究结论与启示

本文以 2010–2024 年中国制造业上市公司为研究样本，实证检验了耐心资本对制造业运营韧性的影响。结果发现耐心资本通过缓解企业融资约束、降低委托代理成本、提升内部控制水平提升制造业运营韧性，在胡焕庸线南侧、高科技行业以及人力资本质量较高的企业中，赋能效用更为显著。

本文政策启示在于：第一，加大耐心资本

培育力度，强化企业韧性内生动力。政策制定者应着力构建长期资本投资生态环境，通过税收优惠、引导基金等方式，鼓励风险投资、保险金等长期资本向制造业输送。第二，聚焦关键传导路径，搭建公共平台。建议在政策推广中强化对信贷供给与企业内控的支持与监管。第三，推动差异化政策布局，优化资源配置效率。应避免“一刀切”式推广，实施因地制宜的差异化战略。

参考文献：

[1] 李磊, 刘博聪, 盛斌, 等. 专利出海与企业跨国供应链韧性提升 [J/OL]. 中国工业经济, 2025, (10): 97–116

[2] 王康, 谢金娜, 肖琼琪. 企业数字化转型、价值共创与供应链韧性 [J]. 统计研究, 2025, 42(10): 34–48.

[3] 赵云辉, 孙源, 冯泰文, 等. 供应商 ESG 评级分歧何以影响企业运营韧性 [J]. 中国工业经济, 2024, (11): 174–192.

[4] Yiran Chen, Bo Li, Baofeng Huo, Building operational resilience through digitalization: The roles of supply chain network position [J] Technological Forecasting and Social Change, 2025(211)

[5] Li, Y., X. Wang, T. Gong, and H. Wang. Breaking Out of the Pandemic: How Can Firms Match Internal Competence with External Resources to Shape Operational Resilience [J]. Journal of Operations Management, 2023, 69(3): 384–403.

作者简介：盛德丰（1999—），男，汉族，辽宁人，硕士研究生，研究方向：金融学研究。

项目信息：重庆市研究生科研创新项目“银行业监管竞争对资本跨区域流动的影响：基于广延边际与集约边际的视角”（CYS260653）。