

# The Impact of ESG Performance on Patient Capital in China

Piao Jishi, Ou Wenlong, Ding Zigeng

Yanbian University, Hunan Normal University, Yanbian University

## Abstract

Patient capital—long-term, failure-tolerant finance oriented—is vital for radical innovation and the incubation of future industries. China’s top policies (the Third Plenum of the 20th CPC Central Committee and the 2024 Politburo meeting) repeatedly call for “expanding patient capital”, which also attracted the attention of some studies. However, mostly studies focus on the impacts, cultivation, and supply of patient capital, little focused on the key practical issue of how enterprises proactively attract patient capital from the demand side.

We examine the driving effect of ESG on patient capital, the heterogeneous impacts of three ESG dimensions on two components of patient capital, using 2009–2023 A-share listed non-financial companies.

The findings reveal that ESG performance significantly enlarges firm’s patient capital, with a stronger driving effect on relational debt than on stable equity. This indicates that creditors are more sensitive to information regarding ESG improvements. Furthermore, each ESG dimension demonstrates a significant driving effect on both types of patient capital, but the intensity varies: the governance (G) dimension has a far greater impact than the social (S) and environmental (E) dimensions, and the heterogeneous effect on relational debt is more prominent than stable equity. Our contributions are as follows. To the best of our knowledge, this study provides the first micro-evidence that ESG and its pillars drive not only the quantity but also the composition of patient capital from the demand side. The findings offer a theoretical bridge between supply-side policy and firm-level practice, and furnish managers with a roadmap to target specific ESG improvements that effectively attracts the desired capital mix. Our results also help policy makers to align ESG standard-setting with the national goal of expanding patient capital.

Analyses & Alternatives Vol. 10 No. 1. February 2026.

DOI: 10.22931/aanda.2026.10.1.011

**Keywords**

ESG, Patient Capital, Dimensional Preference, Relational Debt, Stable Equity,  
Demand Side

# 중국 기업의 ESG 성과가 인내자본에 미치는 영향 연구

## 中国企业ESG表现对耐心资本的影响研究

Piao Jishi \*, Ou Wenlong\*\*, Ding Zigeng\*\*\*

### 摘要

耐心资本以长期价值与社会效益为导向、包容创新失败，是支持企业科技创新与未来产业培育的关键性要素。中国共产党的二十届三中全会、2024年中央政治局会议等多次部署“壮大耐心资本”工作，引发学术界的广泛关注。现有研究多聚焦于耐心资本的影响、培育与供给，却忽视了企业如何从需求侧主动吸引耐心资本这一关键现实问题。基于此，本文选取2009-2023年中国A股非金融上市公司数据，检验ESG对耐心资本的拉动作用，并解构ESG三大维度与耐心资本两类构成之间差异性影响特征。研究发现，企业ESG综合表现对耐心资本具有显著的正向促进作用，其中对关系型债权的拉动效应高于稳定型股权，表明债权人ESG改善信息更为敏感；此外，ESG各维度对两类耐心资本均存在显著的拉动作用，但强度存在分化，公司治理（G）维度作用远大于社会（S）与环境（E）维度，且对关系型债权的分化效应最为突出。本文研究为ESG及其细分维度驱动耐心资本与其结构优化提供了微观经验证据，弥补了现有研究偏重耐心资本供给端的局限，为供给-需求双侧协同壮大耐心提供了理论基础。本文研究发现为企业差异化改进ESG增加耐心资本投入、精准吸引耐心资本与调节耐心资本结构提供可操作的实践方案，同时为政策制定者统筹推进ESG体系建设与耐心资本培育提供决策参考。

### 关键词

ESG, 耐心资本, 维度偏好, 关系型债权, 稳定型股权, 需求侧

\* 제1저자, 연변대학 경제관리학원, 교수, piaojis@ybu.edu.cn

\*\* 교신저자, 호남사범대학 수학과통계학원, 박사 연구생, owi20001016@163.com

\*\*\* 공동저자, 연변대학 경제관리학원, 석사 연구생, 553772568@qq.com

## 1. 引言

耐心资本通过承担风险、包容失败并追求长期价值，契合企业科技创新与高质量发展的资本需求 (Hu, 2024 ; Gao, 2024)。党的二十届三中全会和2024年4月中央政治局会议连续多次提出“壮大耐心资本”，着重强调优化投资环境、培育壮大更具风险包容的长期资本。现有文献主要从如何扩大耐心资本的供给，如加强资本的耐心、优化资本的退出机制等 (Li et al., 2024 ; Zhang & Lu, 2024 ; Hong & Jiang, 2024 ; Qi & Luan, 2024)，及耐心资本对企业的创新、ESG表现等方面的影响 (Qiu et al., 2024 ; Wang et al., 2025 ; Li & Wen, 2024 ; Tang & Yang, 2024) 展开研究。梳理现有文献可知，研究视角仍相对集中于两条主线：一是侧重供给端举措，讨论如何培育耐心、完善退出机制等增加耐心资本的供给，对企业如何主动吸引耐心资本的讨论严重不足；二是重视耐心资本对企业的影响，如ESG，而对“企业ESG能否成为吸引耐心资本的信号” (Yang, 2025)，仍缺乏系统性验证。

信息传递理论表明，提升ESG表现可降低信息不对称，向投资方发送持续经营信号 (Fan et al., 2023 ; Hong & Jiang, 2024)。利益相关者与委托代理理论进一步指出，社会与公司治理维度改进对企业经营的影响容易验证，更易被关系型债权人识别并定价，从而对耐心资本形成差异化拉力 (Si & Cao, 2022 ; Jiang & Lan, 2022)。此外，由于债权人享有固定利息与优先受偿权，其风险偏好较低，更关注ESG信号中的违约风险缓释信息；而股权拥有剩余索取权，对长期成长信号反应更强 (Liao, 2024)。因此，ESG对稳定型股权与关系型债权会形成差异化拉力。

据此，本文提出三个待检验问题：企业改善ESG能否显著拉动耐心资本？ESG的哪一个维度的作用更强？ESG对稳定型股权与关系型债权两类资本的拉力是否存在明显差异？为回答上述问题，基于2009—2023年A股上市公司数据，本文采用两阶段最小二乘回归、GMM估计及构建长期耐心指标等策略，缓解耐心资本与ESG双向因果问题，系统考察ESG对耐心资本的即期和长期影响、维度差异及资本类型的异质性。

在可得文献范围内，本研究首次从需求侧验证企业ESG表现及其维度对耐心资本的即期和长期拉动作用，将壮大耐心资本的研究视角由“供给端”扩展到“需求端”；揭示耐心资本对ESG的维度偏好，为企业差异化地改善ESG表现，有效吸引耐心资本提供实践依据。此外，本文发现ESG对耐心资本具有稳健的影响，也为进一步理清耐心资本与ESG的关系提

供新的研究证据。

## 2. 理论分析与核心观点

### 2.1 ESG表现对耐心资本的影响机理分析

现有研究认为耐心资本能够促进企业改善其ESG表现 (Wen & Li, 2024 ; Tang & Yang, 2025), 但二者的作用关系并非单向作用 (Yang, 2025)。企业改善ESG表现契合耐心资本追求的目标 (Wang et al., 2025), ESG表现良好的企业是耐心资本实现其长期价值和社会效益的优质载体, 因此会对耐心资本形正向驱动效应。

改善ESG表现本质上是企业实践可持续发展理念 (Wang et al., 2022), 而这一理念与耐心资本的社会责任投资和长期价值投资属性高度一致 (Hong & Jiang, 2024)。ESG表现优良有助于企业的可持续发展 (Li, 2021), 能够更好地实现其兼顾经济收益与社会效益的投资目标, 是耐心资本而优质的长期投资载体 (Wang, 2025)。

从信息传递理论来看, 企业ESG表现是重要的信号传递载体, 能够降低与资本供给方之间的信息不对称性。通过公开ESG相关信息, 企业向市场传递自身长期发展战略、合规运营能力及风险管控水平, 为与耐心资本建立长期合作关系奠定基础, 同时提升投资者信心、降低财务风险, 形成资本良性循环 (Fan et al., 2023)。

从利益相关者理论出发, 良好的ESG表现意味着企业能够有效协调与员工、客户、社会及环境等多方利益相关者的关系, 通过共创共享价值赢得各方配合与支持, 这一稳定的内外部环境正是耐心资本所看重的长期投资前提 (Li et al., 2019; Li et al., 2021; Su & Chen, 2022; Fang & H, 2023; Song et al., 2024)。

委托代理理论则进一步说明, 优质的ESG表现往往伴随完善的公司治理水平, 能够有效抑制高管机会主义行为、降低交易成本与经营不确定性, 为耐心资本的长期投入提供制度保障。

### 2.2 ESG不同维度对耐心资本的影响差异分析

ESG各维度的投入成本、收益稳定性及感知难度存在显著差异, 这使其对耐心资本的影响力呈现分化特征。已有研究表明ESG不同维度上的表现对收益、风险承担等的影

存在显著的差异 (Wang et al., 2022; Li et al., 2021), 导致上述差异的核心根源在于ESG各维度投入成本与收益的平衡关系 (Qiu et al., 2016; Bond & Levit, 2025)。

环境维度的改善常需要高额前期投入, 然而效果评估一般周期较长且需要专业技术支撑, 其经济收益还易受环境保护等政策及媒体报道的影响, 具有较大的不确定性 (Wang & Wang, 2021; Si & Cao, 2022)。正因为如此, 部分企业采用“漂绿”等策略性ESG改进进行 (Li et al., 2022; Zhang et al., 2024)。

相较于环境维度, 企业的社会和治理方面的改进, 体现在积极参与社会服务、与利益相关方共同价值创造、改善企业与员工和客户的关系等方面。因此, 其改进更容易被利益相关方感知和回应, 对竞争优势等方面产生更为直接的影响 (Jiang & Lan, 2022; Fan et al., 2023)。

## 2.3 ESG表现对耐心资本类型的影响差异

耐心资本可划分为稳定型股权与关系型债权两类, 二者在公司利益索取顺序、风险偏好与信息获取能力上的差异, 使得企业ESG表现对这两类耐心资本的影响存在分化。从风险偏好与利益诉求来看, 稳定型股权拥有非固定的剩余索取权, 收益与企业市场价值深度绑定, 风险偏好程度较高。与之相反, 关系型债权享有固定利息收入及破产清算优先受偿权。所以, 关系型债权的核心诉求是企业长期偿债能力稳定与违约风险可控, 风险偏好程度较低。

因此, 企业ESG的优化更有利于关系型债权。企业提升ESG表现的核心价值之一, 在于通过改善内外部环境、兼顾利益相关者、完善内外部治理, 降低经营不确定性与违约风险 (Wang & Li, 2022; Zhang & Zhang, 2022; Liao, 2024), 与关系型债权的核心诉求高度契合, 更满足其风险保障需求。

此外, 关系型债权比稳定型股权更具信息优势。从信息获取能力来看, 关系型债权通过贷后监控、条款审查等方式深度介入企业经营活动, 能够获取更多、更全面的企业内部信息, 能够更准确地评估ESG表现对企业风险管控、长期盈利能力的实际影响。相比之下, 稳定型股权主要依赖公开披露的ESG评级数据、合成的经营与财务信息, 信息的深度与及时性相对有限, 对ESG改善的反应相对迟钝。综合来看, ESG表现对关系型债权的驱动效应会大于稳定性股权。

### 3. 模型与变量

#### 3.1 变量定义

本研究的被解释变量是耐心资本 (PC)。参照Jian & Wu (2024) 及Wu et al. (2022), 本文将耐心资本界定为稳定型股权 (Equity) 与关系型债权 (Debt) 之和。其中, 稳定型股权指长期机构投资者为实现长期收益而稳定持有的股权。参考Liu & Xu (2012)、Wen & Li (2024) 等的测度方法, 界定长期投资者为两年内平均换手率低于行业中位数的机构。具体测算步骤如下: 首先, 计算每家上市公司过去两年全部机构投资者的平均换手率, 由此得到机构层面的平均换手率; 其次, 以机构平均换手率为划分基准, 将机构投资者划分为长期、中期、短期三类; 最后, 通过计算长期机构投资者持股比例, 得到稳定型股权数据。

关于关系型债权的衡量, David et al. (2008)认为贷款与债券不同, 通常是长期合作的一部分, 需要提供额外服务以及更高的履职要求, 必须考虑多重潜在汇报来源和借贷市场的不确定性。因此, 关系型债权在面对企业违约时必须利用更复杂 (因此成本较高) 的管理和监控机制, 也使关系型债权倾向于采取宽容而非强制清算。在国内, 企业长期借贷融资则更加依赖于社会资本, 也较于国外具有更强的包容性和长远性。参考Wen et al. (2011)、Wu et al. (2022)、Jiang & Wu (2024) 等研究, 本文采用上市公司长期负债 (长期借款、应付债券、长期应付款等) 占负债总额的比例来衡量。需要说明的是, 耐心资本、稳定型股权和关系型债权均以百分数形式表示。

本研究的核心解释变量是企业的ESG表现。本文采用华证ESG综合评级及各分项评级衡量企业的ESG表现, 以便与Wen & Li (2024) 等前述研究进行比较。

在实证分析中, 借鉴Wang et al. (2022) 等已有研究, 本文选取市净率、换手率、流通股股数等9个公司特征变量作为控制变量, 以剔除其他因素对研究结论的干扰。公司收益方面, 采用市净率 (股票的市场价格与每股净资产之比) 衡量市场对公司的估值水平, 以换手率 (股票年成交量与流通股本之比) 度量股票流动性; 并用年末流通股的对数表示公司规模。产权结构方面, 引用企业的国有属性 (国有企业直接控股时取1, 否则取0) 及公司第一大股东持股比例衡量产权性质与股权集中程度。资本结构方面, 使用有形资产占总资产的比例、财务杠杆率 (总负债与总资产之比)、营业收入增长率及基于过去一年内股

票流通市值加权计算的贝塔值，分别控制资产结构、资本结构、成长性与系统性风险。

表1 变量定义和计算方法

类型	名称	符号	定义
被解释变量	耐心资本	PC	稳定型股权占比+关系型债权占比
	稳定型股权	Equity	稳定型股权占比
	关系型债权	Debt	关系型债权占比
解释变量	ESG表现	ESG	华证ESG综合评级
	环境表现	E	华证E评级
	社会表现	S	华证S评级
	治理表现	G	华证G评级
控制变量	贝塔	Beta	一年流通市值加权 Beta
	市净率	PBR	股价/每股净资产
	企业年限	Aget	ln(1+ 公司年龄)
	有形资产比率	TanAsset	(固定资产净额 + 存货净额) / 资产总计
	净资产收益率	ROA	息税前利润 (EBIT) / 资产总计
	营业收入增长率	Growth	(营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	换手率	TurnRate	年换手率流通股数/100
	公司规模	Size	ln(已流通股数)
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比例/100
	企业属性	State	国企直接控制时为1，其他为0
财务杠杆率(资产负债率)	Lev	负债合计/ 资产总计	

### 3.2 模型设定

为了实证分析ESG对耐心资本的驱动作用，同时兼顾研究设计的科学性与可比性，本文参考Li & Wen (2024) 等的研究框架，构建双向固定效应面板数据模型，以系统分析ESG表现对耐心资本的影响。具体实证模型如下：

$$PC_{it} = \alpha + \beta \cdot ESG_{it} + \sum_{j=1}^J \gamma_j \cdot Z_{jit} + u_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

上式中， $PC_{it}$ 表示t年i企业的耐心资本，或其构成部分（稳定型股权或关系型债权）用于细分维度检验；核心解释变量 $ESG_{it}$ 代表t年i企业的ESG综合评级数，后亦将替换为ESG

各分项（环境、社会、治理）评级数据，以分析不同ESG维度的差异性影响。 $Z_{jit}$ 为前文界定的一系列公司特征控制变量； $U_i$ 为公司的个体固定效应，以控制公司层面不随时间变化的固定特征； $V_t$ 为时间固定效应，以吸收宏观经济、政策等时间层面的共同冲击； $E_{it}$ 为随机误差项，假定其服从独立同分布。

### 3.3 数据来源与描述性统计

本文选取2009–2023年中国A股上市公司数据作为研究样本。为确保样本有效性成研究结论可靠性，对原始数据进行如下筛选。（1）剔除金融保险类上市公司、ST、\*ST类存在财务风险的公司样本；（2）剔除财务数据严重缺失样本、上市时间不足3年的公司样本，以规避数据残缺与上市初期经济不稳定对结果的干扰。经过上述筛选，最终得到29,693个公司年度观测值。此外，为缓解极端值对实证结果的影响，本文对所有连续变量在1%和99%分位进行缩尾处理。数据来源方面，ESG评级数据取自华证ESG数据库，其余公司财务指标及治理数据均来源于CSMAR数据库。

表2报告了主要变量的描述性统计，核心变量分布特征如下。首先，耐心资本、稳定型股权和关系型债权的均值分别为0.174、0.015、0.158，标准差依次为0.174、0.025、0.175，这一分布特征与唐亮和杨国玉（2025）等的报告值基本一致，说明本文所用样本具有可比性。其次，ESG综合评级的均值为4.199，且环境（E）、社会（S）、治理（G）三个分项评级依次递增，表明样本企业在ESG不同维度表现上存在差异，整体在环境方面的表现较弱、公司治理方面表现最好。最后，各控制变量的均值和标准差均处于合理区间，无差异分布情况。综上，样本数据整体质量良好，满足实证分析要求。

表2 描述性统计

分类	变量名	样本	均值	标准差	极小值	极大值
被解释变量	PC	25488	0.174	0.178	0.000	0.730
	Equity	25488	0.015	0.025	0.000	0.133
	Debt	25488	0.158	0.175	0.000	0.714
解释变量	ESG	25488	4.199	1.001	1.000	8.000
	E	25488	1.944	1.151	1.000	8.000

	S	25488	4.473	1.797	1.000	9.000
	G	25488	5.451	1.267	1.000	9.000
控制变量	Beta	25488	1.141	0.303	0.365	1.920
	PBR	25488	3.383	2.643	0.528	15.356
	AssetTurn	25488	0.638	0.498	-0.050	11.416
	Asset	25488	22.475	1.356	18.266	28.636
	Q	25488	0.002	0.002	0.000	0.086
	Aget	25488	2.188	0.751	0.693	3.332
	TanAsset	25488	0.370	0.175	0.025	0.790
	ROA	25488	0.056	0.059	-0.180	0.235
	Growth	25488	0.178	0.369	-0.493	2.177
	TurnRate	25488	5.831	4.424	0.526	22.430
	Size	25488	19.960	1.243	17.266	23.399
	Top1	25488	0.349	0.151	0.088	0.750
	Lev	25488	0.448	0.197	0.060	0.871
	State	25488	0.041	0.199	0.000	1.000

## 4. 实证结果与分析

### 4.1 ESG与耐心资本的影响

本节基于动态交叉相关性分析，初步检验ESG和耐心资本的关系，为后续因果识别提供基础。

#### 4.1.1 动态交叉相关性

动态交叉相关系数能够在不依赖模型假设的前提下，揭示变量间的跨期相关性特征，规避模型设定错误干扰下获得初步判断。因此，本节首先计算并分析企业ESG表现与耐心资本的动态交叉相关系数，具体结果如表3所示。表3第1列报告了耐心资本与滞后0-5期ESG的相关系数，第2列展示了ESG与滞后0-5期耐心资本的相关系数。结果显示，耐心资本与滞后0-5期的ESG均呈显著正向相关关系；同时，ESG与滞后0-5期的耐心资本也存在显著的正相关性，初步印证二者存在双向的关联性。

表3 ESG与耐心资本的交叉相关性

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	无控制变量				控制变量			
	耐心资本(t)	ESG(t)	耐心资本(t)	ESG(t)	耐心资本(t)	ESG(t)	耐心资本(t)	ESG(t)
ESG(t)	0.0759***				0.0556***			
ESG(t-1)	0.0763***				0.0443***			
ESG(t-2)	0.0776***				0.0306***			
ESG(t-3)	0.0698***				0.0099			
ESG(t-4)	0.0679***				0.0041			
ESG(t-5)	0.0703***				0.0009			
耐心资本(t-1)			0.0702***				0.0303***	
耐心资本(t-2)			0.0610***				0.0048	
耐心资本(t-3)			0.0583***				-0.0017	
耐心资本(t-4)			0.0572***				-0.024***	
耐心资本(t-5)			0.0516***				-0.0358***	

需要注意的是，若存在其他变量同对ESG和耐心资本产生影响，二者也可能表现出伪相关性。为排除这一潜在干扰，本文进一步剔除了公司个体特征（控制变量）对二者的共同影响后，重新计算的动态交叉相关系数，结果如表2的第3列和第4列。剔除共同影响后，相关系数及其显著性虽略有下降，但仍表明二者之间存在双向关联性，尤其是滞后0-3期的ESG与耐心资本表现出稳健的正相关性。综合来看，ESG与耐心资本之间存在双向的领先-滞后关系，且ESG与未来耐心资本的正向关联更为稳健。基于此，后文将进一步采用GMM等方法在缓解内生性问题的前提下检验ESG对耐心资本的因果影响。

#### 4.1.2 ESG表现对耐心资本的促进作用

前文动态交叉相关性分析初步验证ESG与耐心资本之间的正向关联。本节一步聚焦于ESG对耐心资本的影响效应。考虑到二者之间的双向因果引发的内生性问题，本文采用两阶段最小二乘回归法（2SLS）和广义矩估计法（GMM）估计模型（1），并对比两种方法下的估计结果，确保研究结论稳健。其中，参考Ma et al. (2025)，本文使用解释变量的滞后一期变量作为工具变量。ESG评分具有连续性，该指标与核心解释变量具有正相关

性，滞后一期的ESG评分不会对当期耐心资本造成直接影响，符合外生性。

表4报告了上述两种方法的系数估计结果。研究发现ESG对耐心资本的促进作用显著为正。尽管2SLS和GMM的估计系数存在小幅差异，但二者均通过显著性检验，表明ESG表现对耐心资本具有稳健的正向驱动效应。这一结果与前文理论分析逻辑一致，即企业提升ESG表现契合耐心资本追求长期价值与社会效益的核心诉求，从而能够吸引耐心资本投入。该结论不仅为ESG与耐心资本之间的关系提供了新的经验证据，也为企业通过优化ESG吸引耐心资本提供了实证支持。

表4 ESG综合表现对耐心资本的影响

	(1)	(2)	(3)
	2SLS : 1st-Stage	2SLS : 2nd-Stage PC(t)	GMM
ESG		0.023*** (0.004)	0.004*** (0.001)
L.ESG	0.294*** (0.007)		
L.PC			0.880*** (0.262)
L2.PC			-0.150 (0.179)
控制变量	YES	YES	YES
时间固定	YES	YES	YES
个体固定	YES	YES	YES
N	19584	19584	15922
R <sup>2</sup>	0.106	0.087	
F	83.157	75.265	
CD Wald F	1533.914		
SW Stat.	38.581		
KP LMS	1408.265		
KP P-val.	0.000		
AR(1)			0.006
AR(2)			0.177
Sargan P-val.			0.753
Hansen P-val.			0.520

注：(1) 表中括号内数值为t统计量，\*\*、\*和分别表示1%、5%和10%的显著性水平。(2) 上表未列出控制变量的估计结果，完整的估计结果来文备取。

## 4.2 ESG维度表现对耐心资本的影响差异

上文实证结果表明，良好的ESG综合表现能够显著吸引耐心资本投入。本节进一步拆解ESG的三个维度（环境、社会和公司治理），深入考察ESG各维度对耐心资本的影响差异，

识别耐心资本对ESG各维度的偏好特征。

表5报告了耐心资本对ESG的环境 (E)、社会 (S) 及公司治理 (G) 三个维度的回归结果，核心差异总结如下。社会 (S) 和公司治理 (G) 表现对耐心资本的影响系数显著为正；与之相反，环境 (E) 的影响不显著，且系数估计值也远小于社会和公司治理的估计值。上述发现与理论分析一致，原因在于：改善环境表现通常需要较多的资金投入，且成效难以短期量化评价；而社会表现（优化与上下游企业及员工的关系等）和公司治理改进（优化内部管控、企业员工关系等），不仅投入成本较低，其对提升企业经营的影响更直接、明显，因此更契合耐心资本的诉求。同时，中国市场属于新兴转型经济，信息不对称和代理问题尤为突出。对于环境治理信息披露质量、审计独立性和分析师覆盖深度仍与成熟市场有差距，可验证性更低，更容易被“美化”或操纵。耐心资本在进行长期配置决策时，其核心焦虑更关心其资本本身的安全性能否得到基本保障，更加权重于更易解读、更标准、更易追溯的公司治理。

表5 ESG各维度对耐心资本的影响

	(1)	(2)	(3)
	2nd-Stage	PC(t) 2nd-Stage	2nd-Stage
E	0.001 (0.002)		
S		0.012*** (0.003)	
G			0.015*** (0.003)
控制变量	YES	YES	YES
时间固定	YES	YES	YES
个体固定	YES	YES	YES
N	19584	19584	19584
R <sup>2</sup>	0.096	0.085	0.093
F	74.370	74.371	75.349

注：(1) 2SLS只列出第二阶段的结果；(2) 笔者也估计了E、S、G同时作为解释变量时的回归方程，核心解释变量的系数估计值变化较小。(3) 因为E的系数估计值无法拒绝“显著不为零的假设”，因此没有对其系数与S、G系数估计值的大小进行统计比较。

### 4.3 ESG对耐心资本类型的影响差异

前文系统分析了ESG综合表现及各维度对耐心资本的整体影响，本节进一步聚焦于耐心资本的内部结构，探讨ESG对不同类型耐心资本，即稳定型股权和关系型债权的影响差异，回应“ESG表现更容易吸引何种类型的耐心资本”这一科学问题。

表6 ESG综合表现对稳定型股权和关系型债权的影响

	(1)	(2)
	Equity(t)	Debt(t)
	2nd-Stage	2nd-Stage
ESG	0.004*** (0.001)	0.020*** (0.004)
控制变量	YES	YES
时间固定	YES	YES
个体固定	YES	YES
N	19584	19584
R <sup>2</sup>	0.062	0.094
F	54.053	79.149
Equ vs Debt	X <sup>2</sup> =96.83***, P-Value = 0.000	
FE		

注：表中“Equ vs Debt”表示的是SUR回归下稳定型股权和关系型债权系数估计值的比较结果。原假设为两个系数估值相同。在原假设下Wald统计量应服从X<sup>2</sup>分布。

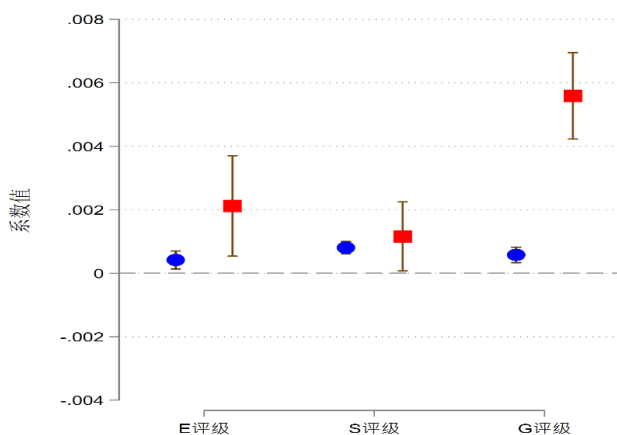
表6报告了稳定型股权和关系型债权对ESG综合表现的回归结果。表6结果显示，ESG表现对两类耐心资本的影响系数均显著为正，表明ESG改善对稳定型股权和关系型债权均具有显著吸引效应，但影响强度存在明显差异。关系型债权的系数估计值（系数估计值为0.020）显著大于稳定型股权的系数（系数估计值为0.004），系数差异通过Wald检验，具有统计显著性。ESG综合表现对关系型债权展现出更强的吸引力，表明ESG表现与关系型债权的诉求更为契合。

#### 4.4 ESG维度对耐心资本类型的差异化影响

前文验证了ESG综合表现对不同类型耐心资本的影响存在显著差异，本节进一步细化分析视角，聚焦ESG三个维度（E/S/G）与两类耐心资本（稳定型股权/关系型债权）的差异化对应关系，深度揭示“ESG维度-资本类型”的微观匹配规律，为企业定向优化ESG、精准吸引目标耐心资本提供更具针对性的实证依据。

图1通过森林图展示ESG三个维度对两类耐心资本影响系数，其中蓝色圆形标记和红色方形分别表示对稳定型股权和关系型债权的影响（完整回归结果见附录表7）。由图1可知，ESG三个维度均显著提升两类资本（10%显著性水平），但ESG维度间与耐心资本类型间的差异特征明显。一方面，关系型债权对ESG各维度的敏感性整体高于稳定型股权，再次印证债权人对ESG信息反映更强烈。另一方面，ESG各维度对稳定型股权的影响强度较为平衡，而对关系型债权的影响则呈现明显分化：公司治理（G）对债权的影响最为突出，其系数约为环境（E）的3倍、社会（S）的6倍；其次是环境（E），其影响约为社会（S）的2倍。

图1 ESG各维度对两类耐心资本的影响



注：（1）图中横轴的林、S、G代表解释变量；（2）蓝色圆形表示稳定型股权的回归系数，红色方形表示关系型债权的回归系数；（3）圆形或方形两侧的线表示90%的置信区间。

## 5. 结论与建议

### 5.1 结论

耐心资本作为支撑科技创新、未来产业培育等的重要资本供给形式，受到中国国家战略层及学术界高度关注。中国政府从疏通长期资本的供给、优化投资环境等方面，持续出台系列增量政策；与之呼应，中国国内学术界也围绕着耐心资本的创新效应、对ESG表现的提升及新质生产力赋能等议题展开研究。然而，现有研究普遍忽视“企业如何吸引、拉动耐心资本”这一关键且现实问题。

基于此，本文选取我国2009–2023年中国A股非金融上市公司数据，构建多维度实证分析框架检验ESG表现对耐心资本的拉动作用，同时辨析ESG维度表现对耐心资本影响的差异化特征，探究ESG表现对不同类耐心资本的分化作用，全面回应需求端如何吸引耐心资本投入的理论与现实关切。

研究结果总结如下。首先，企业ESG综合表现对耐心资本具有显著的正向促进作用，且效应稳健，说明ESG表现作为企业持续发展的信号载体，能够有效吸引耐心资本投入；其次，ESG对两类耐心资本的拉动作用存在显著差异，对关系型债权的作用强于稳定型股权，反映出债权人更关注ESG改善所释放的信号。最后，ESG细分维度对不同类耐心资本的影响存在异质性，公司治理表现的影响远大于社会和环境表现。

本文对壮大耐心资本研究的边际贡献主要体现在两个方面。理论方面，验证企业ESG表现对耐心资本的促进作用，拓展现有文献对耐心资本与ESG关系的认知；此外，揭示ESG细分维度与耐心资本结构之间的作用关系。实践方面，本研究为企业通过改善ESG表现拉动、增加耐心资本投入、改善资本结构提供了可操作的经验证据，同时为政策当局统筹推进耐心资本培育与企业ESG体系建设提供了决策参考。据此，本文提出以下政策建议。

### 5.2 政策建议

首先，引导企业加强ESG建设，培育耐心资本有效需求。制定差异化激励政策，鼓励企业立足自身特点，切实提升ESG表现，增强增加对耐心资本的吸引力。企业也可根据自身融资特征进行治理方向调整，如针对相对缺少稳定型股权的企业可以偏向社会治理；相对

缺乏关系型债权的企业则应该将重心置于公司治理之上。而对于稳定型股权和关系型债权都缺乏的新兴企业也可更倾向于公司治理。

其次，激励稳定型股权资本积极回应企业ESG改善，拓宽直接融资支持机制。要给予长期机构投资者税收优惠，引导其将企业ESG表现纳入投资决策核心参考指标体系。与此同时，规范企业IPO、再融资等股权融资时的ESG信息披露要求，增强ESG与长期价值的关联性，提升稳定型股权对企业ESG建议的认可度。

最后，加快完善环境效益核算标准与ESG信息披露体系，提升ESG环境维度的信息价值。一方面，完善环境效益核算与披露标准，推动绿色技术认证等，使企业环境投入能够转化为可识别、可置信的长期价值信号，破解环境投入收益不确定的痛点。另一方面，税收激励风险投资与环境绩效挂钩，降低环境投资风险。

## 참고문헌

- Bond, P., & Levit, D. (2025). ESG: A panacea for market power? *Journal of Financial Economics* 165, 103991.
- David, P., O'Brien, J. P., & Yoshikawa, T. (2008). The implications of debt heterogeneity for R&D investment and firm performance. *Academy of Management Journal* 51(1), 165-181.
- Fan, Y. P., Meng, Y. J., & Hu, B. (2023). Corporate ESG Performance and Cost of Debt: Theoretical Mechanism and Empirical Evidence. *Business and Management Journal* 45(8), 123-144.
- Fang, X., & Hu, D. (2023). Corporate ESG Performance and Innovation: Empirical Evidence from A-share Listed Companies. *Economic Research Journal* 58(2), 91-106.
- Hong, Y. X., & Jiang, J. C. (2024). Cultivating and Strengthening Patient Capital to Promote the Development of New Quality Productivity. *Economist* (12), 5-14.
- Hu, H. (2025). Cultivating and Strengthening Patient Capital: Connotation, Significance and Measures. *People's Tribune: Academic(Frontiers)* (2), 96-107.
- Jiang, D. Q., & Lan, M. (2022). Corporate Social Responsibility and Product Market Performance. *Journal of Finance and Economics* 48(2), 109-122.
- Jiang, Z. Y., & Wu, F. X. (2024). Patient Capital, Digital Economy and Innovation Efficiency: Empirical Evidence Based on A-Share Listed Companies in Manufacturing Industry. *Journal of Hohai University(Philosophy and Social Sciences)* 26(2), 121-133.
- Li, J., Yang, Z., Chen, J., & Cui, W. (2021). Study on the Mechanism of ESG Promoting Corporate Performance: Based on the Perspective of Corporate Innovation. *Science of Science and Management of S. & T.* 42(09) 71-89.
- Li, S., Liu, X., and Sun, H. (2024). Fostering the Development of New Quality Productive Forces With Patient Capital : Characteristics, Significance, Development States, and Cultivation Paths. *Research on Financial and Economic Issues* (10) 14-28.
- Li, S. F., & Wen, L. (2025). Research on the Influence of Patience Capital on ESG Performance of Enterprises. *On Economic Problems* (1), 48-56.
- Li, W. A., Zhang, Y. W., & Zheng, M. N. (2019). Research on Green Governance of Chinese Listed Companies and Its Evaluation. *Journal of Management World* 35(5), 126-133+160.
- Li, Z., Wang, W., & Wang, Y. (2022). Firm' Environmental Responsibility Performance and Government Subsidies: Empirical Evidence Based on Text Analysis. *Journal of Finance and Economics* 48(2), 78-92+108.
- Liao, X. (2024). ESG Performance, Market Power and Upgrading of Value Chain: Empirical Evidence from Chinese A-share Listed Companies. *Journal of Shanghai University of International Business and Economics* 31(1), 51-67.
- Liu, J., & Xu, H. (2012). Institutional Investor: Are they Long-term or Short-term investor? *Journal of Financial Research*, (9): 141-154.
- Ma, Z., Wang, Y., & Jiang X. (2025). The Impact of Listed Companies' ESG Ratings on Future

- Stock Excess Returns—An analysis based on the relationship among ESG ratings, heterogeneous investor beliefs and stock excess returns. *Price: Theory & Practice* (3), 184–189.
- Mao, Q., & Wang, Y. (2023). Employment Effects of ESG: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Research Journal* 58(7): 86–103.
- Qi, Y., & Luan, J. (2024). Patient Capital Empowers the Development of New Quality Productivity: Intrinsic Logic and Realization Path. *Journal of Beijing Normal University(Social Sciences)* (06), 16–28.
- Qiu, R., Tian, Z., Mai, J., & Ding, R. (2024). Patient Capital and Improvement of Total Factor Productivity in Enterprises. *Securities Market Herald* (12): 3–12.
- Qiu, Y., Shaikat, A., & Tharyan, R. (2016). Environmental and Social Disclosures: Link with Corporate Financial Performance. *British Accounting Review* 48: 102–116.
- Song, J., Zhang, J., & Pan, Y. (2024). Research on the Impact of ESG Development on New Quality Productive Forces of Enterprises— Empirical Evidence from Chinese A-share Listed Companies. *Contemporary Economic Management* 46(6), 1–11.
- Si, L. J., & Cao, H. Y. (2022). Does Green Credit Policies Improve Corporate Environmental Social Responsibility? The Perspective of External Constraints and Internal Concerns. *China Industrial Economics* (4), 137–155.
- Su, C., & Chen, C. (2022). Research on ESG evaluation system of listed companies under the new development concept: Taking heavily polluting manufacturing listed companies as an example. *Finance and Accounting Monthly* (6), 155–160.
- Tang, L., & Yang, G. (2025). A Study of the Impact of Patient Capital Investment on Corporate ESG Performance. *China Business and Market*, 39(2), 86–99.
- Wang, B., & Yang, M. (2022). A Study on the Mechanism of ESG Performance on Corporate Value: Empirical Evidence from Chinese A-share Listed Companies in China. *Soft Science* 36(6), 78–84.
- Wang, H., Wei, Z., Kang, L., & Liu, Y. (2025). The impact of patient capital on corporate ESG performance and its mechanism. *Friends of Accounting* (8), 9–17.
- Wang, L., & Li, Y. (2022). Can Strengthening Social Responsibility Information Disclosure Enhance Corporate Value? Empirical Research Based on Default risk and Peer Effect. *Review of Investment Studies* 41(5), 105–119.
- Wang, L., Lian, Y., & Dong, J. (2022). Study on the Impact Mechanism of ESG Performance on Corporate Value. *Securities Market Herald* (5), 23–34.
- Wang, X., & Wang, Y. (2021). The Impact of Environmental Governance Policy on Green Innovation: Evidence from China's Quasi-Natural Experiment. *Journal of Financial Research* (10), 134–152.
- Wang, Y., & Xie, M. (2022). The Impact of ESG Information Disclosure on Corporate Financing Costs: Based on the Empirical Evidence of Listed Companies in China. *Nankai Economic Studies* (11), 75–94.

- Wen, J., Feng, G., & Liu, Z. (2011). Heterogeneous Debt, Company Size, and R&D Investment. *Journal of Financial Research* (1), 167–181.
- Wen, L., & Li, S. F. (2024). Research on the Influence of Patient Capital on the New Quality Productive Forces of Enterprises. *China Business and Market* 38(10), 86–97.
- Wu, M. J., Zhang, P., & Zhao, Z. Y. (2022). The Impact of Patient Capital and Innovation Investment on Corporate Performance: Based on the Data of Small and Medium-sized Board Listed Companies. *Scientific Decision Making* (9), 55–72.
- Yang, F., Liu, Y., Geng, L., & Zhang, H. (2025). How does corporate ESG performance affect patient capital? *Finance and Accounting Monthly* 46(7), 41–49.
- Zhang, H. L., & Zhang, N. (2022). Can ESG Performance Affect Debt Contracts? Empirical Evidence from Chinese A-share Listed Companies. *Finance Research* (6), 91–103.
- Zhang, Y., Lu, X., & Han, Y. (2024). Institutional Investors Drive Corporate Green Governance: Monitoring Effect and Internal Mechanisms. *Management World* 40(4), 197–221.
- Zhang, Y., & Lu, M. (2025). Cultivating "Patience" in Government guidance Funds from the Perspective of New Quality Productive Forces: Evaluation System and Balance of Interests. *Securities Market Herald* (1), 53–64.

Manuscript: January 15, 2026; Review completed: January 28,  
2026; Accepted: January 30, 2026

## 附录

表7 ESG综合表现对耐心资本的影响

	(1)	(2)	(3)
	IV: 1st-Stage	IV: 2nd-Stage	GMM
ESG		0.023*** (0.004)	0.004*** (0.001)
L.ESG	0.294*** (0.007)		
L.PC			0.880*** (0.262)
L2.PC			-0.150 (0.179)
Beta	-0.020 (0.026)	0.011*** (0.004)	-0.002 (0.005)
PBR	-0.012*** (0.004)	-0.003*** (0.001)	-0.001 (0.001)
Aget	-0.002 (0.043)	0.004 (0.006)	-0.002 (0.002)
TanAsset	-0.187*** (0.068)	-0.046*** (0.010)	0.017 (0.011)
ROA	0.762*** (0.137)	0.052** (0.021)	0.047*** (0.017)
Growth	-0.029* (0.018)	-0.003 (0.003)	0.003 (0.004)
TurnRate	-0.011*** (0.002)	-0.001*** (0.000)	-0.002*** (0.000)
Size	-0.009 (0.016)	0.014*** (0.002)	0.006** (0.003)
Top1	0.167* (0.099)	0.032** (0.015)	-0.006 (0.007)
Lev	-0.383*** (0.068)	0.331*** (0.010)	0.060*** (0.018)
State	-0.025 (0.038)	0.022*** (0.006)	0.008 (0.007)
Cont.			-0.103** (0.051)
Obs	19584	19584	15922
R <sup>2</sup>	0.106	0.087	
F	83.157	75.265	

CD Wald F.	1533.914	
SW Stat.	38.581	
KP LMS	1408.265	
KP P-val.	0.000	
AR(1)		0.006
AR(2)		0.177
Sargan P-val.		0.753
Hansen P-val.		0.520

---

注：括号内容的值为标准差；\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

表8 ESG各维度对耐心资本的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	1st	2nd	1st	2nd	1st	2nd
L.E	0.438*** (0.007)					
L.S			0.267*** (0.007)			
L.G					0.319*** (0.007)	
E		0.001 (0.002)				
S				0.012*** (0.003)		
G						0.015*** (0.003)
Beta	0.032 (0.027)	0.011*** (0.004)	0.041 (0.041)	0.011*** (0.004)	0.048 (0.033)	0.010*** (0.004)
PBR	-0.009** (0.004)	-0.004** (0.001)	-0.001 (0.006)	-0.004** (0.001)	0.001 (0.005)	-0.004** (0.001)
Aget	-0.023 (0.045)	0.002 (0.006)	0.056 (0.069)	0.001 (0.006)	-0.124** (0.054)	0.008 (0.006)
TanAsset	-0.084 (0.071)	-0.050** (0.010)	-0.314** (0.109)	-0.047** (0.010)	-0.092 (0.085)	-0.048** (0.010)
ROA	0.051 (0.144)	0.071*** (0.020)	1.101*** (0.221)	0.056*** (0.021)	0.930*** (0.174)	0.058*** (0.020)
Growth	-0.033* (0.018)	-0.004 (0.003)	0.029 (0.028)	-0.004 (0.003)	-0.061** (0.022)	-0.003 (0.003)
TurnRate	-0.005** (0.002)	-0.001** (0.000)	-0.009** (0.004)	-0.001** (0.000)	-0.017** (0.003)	-0.001** (0.000)
Size	0.047*** (0.016)	0.013*** (0.002)	0.014 (0.025)	0.013*** (0.002)	-0.048** (0.020)	0.014*** (0.002)
Top1	0.152 (0.104)	0.038*** (0.015)	-0.175 (0.160)	0.040*** (0.015)	0.278** (0.126)	0.032** (0.015)
Lev	0.027 (0.071)	0.321*** (0.010)	0.285*** (0.109)	0.315*** (0.010)	-1.089** (0.086)	0.341*** (0.011)
State	-0.056	0.021***	0.036	0.020***	0.027	0.022***

中国企业ESG表现对耐心资本的影响研究

	(0.040)	(0.006)	(0.061)	(0.006)	(0.048)	(0.006)
Cont.						
N	19584	19584	19584	19584	19584	19584
R <sup>2</sup>	0.234	0.096	0.164	0.085	0.199	0.093
F	215.524	74.370	138.119	74.371	175.200	75.349
CD Wald F.	3496.667		1300.768		1822.639	
SW S Stat.	0.214		22.021		29.266	
KP LMS	2901.307		1209.515		1647.533	
KP P-val.	0.000		0.000		0.000	

注：括号内容的值为标准差；\* p < 0.10, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

表9 ESG综合表现对稳定型股权和关系型债权的影响

	(1) ESG	(2) Equity	(3) Debt
L.ESG	0.294*** (0.007)		
ESG		0.004*** (0.001)	0.020*** (0.004)
Beta	-0.020 (0.026)	0.002*** (0.001)	0.010*** (0.004)
PBR	-0.012*** (0.004)	0.002*** (0.000)	-0.005*** (0.001)
Aget	-0.002 (0.043)	0.002* (0.001)	-0.000 (0.006)
TanAsset	-0.187*** (0.068)	-0.008*** (0.002)	-0.038*** (0.010)
ROA	0.762*** (0.137)	0.025*** (0.004)	0.027 (0.020)
Growth	-0.029* (0.018)	0.002*** (0.000)	-0.006** (0.003)
TurnRate	-0.011*** (0.002)	-0.000*** (0.000)	-0.000 (0.000)
Size	-0.009 (0.016)	-0.002*** (0.000)	0.016*** (0.002)
Top1	0.167* (0.099)	-0.009*** (0.003)	0.040*** (0.014)
Lev	-0.383*** (0.068)	-0.004** (0.002)	0.336*** (0.010)
State	-0.025 (0.038)	0.005*** (0.001)	0.017*** (0.005)
Cont.			
N	19584	19584	19584
R <sup>2</sup>	0.106	0.062	0.094
F	83.157	54.053	79.149
Equ vs Debt		=96.83***, P-value = 0.000	
CD Wald F	1533.914		
SW S Stat.	28.524		
KP LMS	1408.265		
KP P-Val.	0.000		

注：括号内容的值为标准差；\* p < 0.10, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

表10 ESG各维度对两类耐心资本的影响

	(1) Equity	(2) Equity	(3) Equity	(4) Debt	(5) Debt	(6) Debt
E	0.000** (0.000)			0.002** (0.001)		
S		0.001*** (0.000)			0.001* (0.001)	
G			0.001*** (0.000)			0.006*** (0.001)
Beta	0.002*** (0.001)	0.002*** (0.001)	0.002*** (0.001)	0.009** (0.004)	0.009** (0.004)	0.009** (0.004)
PBR	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	-0.005** (0.001)	-0.005** (0.001)	-0.005** (0.001)
Aget	0.002 (0.001)	0.002 (0.001)	0.002* (0.001)	-0.001 (0.006)	-0.001 (0.006)	0.001 (0.006)
TanAsset	-0.008** * (0.002)	-0.008** * (0.002)	-0.008** * (0.002)	-0.041** * (0.010)	-0.041** * (0.010)	-0.040** * (0.010)
ROA	0.027*** (0.004)	0.027*** (0.004)	0.027*** (0.004)	0.043** (0.020)	0.042** (0.020)	0.039* (0.020)
Growth	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	-0.006** (0.003)	-0.006** (0.003)	-0.006** (0.003)
TurnRate	-0.000** * (0.000)	-0.000** * (0.000)	-0.000** * (0.000)	-0.001** * (0.000)	-0.001** * (0.000)	-0.001** * (0.000)
Size	-0.002** * (0.000)	-0.002** * (0.000)	-0.002** * (0.000)	0.016*** (0.002)	0.016*** (0.002)	0.016*** (0.002)
Top1	-0.008** * (0.003)	-0.008** * (0.003)	-0.009** * (0.003)	0.045*** (0.014)	0.045*** (0.014)	0.042*** (0.014)
Lev	-0.006** * (0.002)	-0.006** * (0.002)	-0.005** * (0.002)	0.327*** (0.010)	0.327*** (0.010)	0.335*** (0.010)
State	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.016*** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.016*** (0.005)
Cont.						
N	19584	19584	19584	19584	19584	19584
R <sup>2</sup>	0.071	0.073	0.071	0.101	0.100	0.103
F	53.459	55.276	53.873	78.723	78.641	80.602