引用格式:孙英杰, 赵涵, 潘巍. 制造强国战略下企业价值链升级的长期资本培育——基于耐心资本视角[J]. 技术经济, 2026, 45(5): 30-43.
Sun Yingjie, Zhao Han, Pan Wei. Long-term capital cultivation for enterprise value chain upgrading under the manufacturing power strategy: A perspective from patient capital[J]. Journal of Technology Economics, 2026, 45(5): 30-43.

企业技术经济

制造强国战略下企业价值链升级的长期资本培育
——基于耐心资本视角

孙英杰, 赵 涵, 潘 巍
(辽宁大学金融与贸易学院, 沈阳 110036)

摘 要: 引导资本要素向企业长期价值创造领域集聚,是着力推动产业链供应链优化升级与加快建设制造强国的关键支撑。基于2008—2024年A股制造业企业数据,实证考察耐心资本对制造业企业价值链升级的影响及其作用机制。研究发现,耐心资本能够显著促进制造业企业价值链升级,并通过抑制企业金融化和缓解融资约束两条独立路径,以及两者链式中介效应实现机制赋能。同时,充裕的可调用资源可以强化耐心资本对制造业企业价值链升级的正向影响。异质性分析发现,耐心资本对制造业企业价值链升级的促进作用在非省会、低市场化水平城市,以及劳动密集型、低管理层激励的企业中更为显著,说明在外部制度环境较弱或内部治理不足的情境下,耐心资本发挥了更强的作用。进一步分析发现,耐心资本能够通过促进制造业企业价值链升级进而推动制造业企业市场地位的提升。本文研究从资本要素配置视角揭示了耐心资本驱动制造业企业向价值链高附加值环节攀升的内在逻辑,为优化耐心资本结构、完善长期投资引导政策、助力制造强国建设提供了重要的经验证据与政策启示。

关键词: 耐心资本; 制造业; 价值链升级; 企业金融化; 融资约束
中图分类号: F832.1 **文献标志码**: A **文章编号**: 1002-980X(2026)05-0030-14
DOI: 10.12404/j.issn.1002-980X.J26040809

一、引言

制造业作为实体经济主体,其向全球价值链中高端攀升是突破低端锁定、增强核心竞争力的重要路径,直接关乎国民经济韧性与综合国力提升[1]。2026年政府工作报告中强调,“十五五”时期要着眼巩固壮大实体经济根基,构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。工业和信息化部等八部门发布的《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》中进一步指出,要坚持创新驱动发展,加快迈向价值链中高端。在中国制造业产业体系下,制造业企业价值链升级既依赖企业自身技术积累与模式创新,更需要外部长期资金赋能与引导来破解其核心技术受制于人、品牌溢价能力有限等难题。然而,传统金融体系偏好短周期、高流动性项目,对制造业技术攻关支持有限,导致期限错配制约了企业价值链转型升级[2]。在此背景下,工业和信息化部提出,要吸引耐心资本、风险资本等更多要素向制造业集聚。可见,作为能够提供长期稳定资金、容忍短期波动并深度参与企业战略发展的耐心资本,正成为制造业企业迈向价值链中高端的关键金融力量。

区别于追求快速回报的短期投机型资本,耐心资本更注重企业的长期发展潜力和价值创造能力[3-4],其投资逻辑与制造业技术攻关、产能建设及市场培育的长期需求高度契合。耐心资本可以通过缓解信息不对称、降低委托代理成本等方式提升企业绩效、创新效率及全要素生产率[5-7],并为企业引入先进经营管理理

收稿日期: 2026-04-08
基金项目: 国家社会科学基金后期资助项目“商业银行数字化转型的赋能效应及驱动因素研究”(25FJLB013)
作者简介: 孙英杰(1987—),博士,辽宁大学金融与贸易学院副教授,硕士研究生导师,研究方向:金融发展理论与政策;赵涵(2001—),辽宁大学金融与贸易学院硕士研究生,研究方向:金融发展理论与政策;(通信作者)潘巍(1988—),辽宁大学金融与贸易学院博士研究生,研究方向:金融发展理论与政策。

念和社会关系资源，有效提升企业 ESG（environmental、social、governance）表现[8]、创新质量和抵御外部冲击的韧性[9]，为制造业企业价值链从低端加工环节向中高端研发创新和品牌服务攀升铸牢根基。同时，耐心资本通过与产业发展深度融合，形成“科技-产业-金融”的循环生态，进而推动新质生产力发展和科技创新进步[10-11]。在这一过程中，耐心资本对新能源、新材料和低空经济等战略性新兴产业链和未来产业的长期布局[12-13]，不仅强化了产业链韧性，更使企业在全球供应链主导权的竞争中掌握战略主动，为制造业企业深耕核心技术、提升价值链地位提供资源保障和战略引导[14-15]。

现有研究从微笑曲线理论出发对制造业企业价值链升级展开了深入的研究。基于外部支持视角，政府补贴作为企业外部资金的重要来源，能够直接缓解企业进行技术创新活动的融资约束，为企业研发投入提供必要的资金保障。不仅如此，政府补贴具有信号传递和创新激励效应，能够引导企业加大研发力度以推动价值链升级[16]。数字经济背景下数字基础设施建设的完善和金融服务水平的提升使企业突破传统资源约束，为其向高附加值环节攀升提供核心动能[17-18]。基于企业内部视角，数字化转型对企业人力资本结构的调整，增加了企业内部对技术研发和市场销售等高学历员工的需求，最终以创新能力的提升实现制造业企业价值链升级[19-20]。人工智能作为推动经济转型升级的重要力量，将人工智能应用与企业生产环节相结合，能够从研发、生产和营销等多环节破解价值链低端锁定困局[21]。此外，企业 ESG 表现、供应链金融及制造业服务化等对制造业企业价值链升级均有明显的推动作用[22]。

综上所述，当前关于耐心资本对企业发展的研究多集中于企业内部经营效率改善等方面，鲜有对制造业企业价值链升级的探讨。鉴于此，本文尝试探讨耐心资本对制造业企业价值链升级的影响，为企业借助长期资金构建核心竞争力提供参考。可能的边际贡献有以下三个方面：一是以耐心资本为切入点，深入地探讨耐心资本对制造业企业价值链升级的影响，并剖析其在助推制造业企业价值链升级方面的调节效应和经济效果；二是运用链式多重中介效应模型实证检验耐心资本对制造业企业价值链升级的作用机理；三是在区域层面和企业层面探究耐心资本对制造业企业价值链升级影响的异质性。

二、理论分析与研究假设

（一）直接影响

价值链升级是制造业企业突破低端锁定、融入全球价值创造体系的关键途径[23]，无论企业向价值链左端的研发设计环节攀升，还是向价值链右端的品牌服务环节拓展，均依赖耐心资本所特有的长期、持续且具有战略导向性的投入与引导。相较于短期资本，耐心资本更契合制造业企业转型的周期特征与风险属性，构成价值链位势跃升的重要外部驱动力量。一方面，耐心资本能够有效化解制造业企业长期战略投入与短期运营压力间的结构性矛盾，为企业构筑抵御市场周期波动的缓冲空间。当出现市场波动与行业低谷时，耐心资本的支持能够帮助企业快速匹配长期需求、增强企业抗风险韧性，避免其为短期生存而损害长期发展，使企业敢于在技术研发和品牌建设等长期领域持续深耕，为真正突破低端锁定创造前提条件。另一方面，耐心资本能够根据制造业企业向价值链不同方向攀升的差异化需求提供与之相匹配的战略路径与能力支撑。在价值链左端，企业往往面临较长的技术沉默期与较高的试错成本，耐心资本能够接受短期收益延迟和缺失，重构以长期价值为导向的收益评估标准[24]，从而帮助企业跨越核心技术壁垒，赋能企业突破与创新。在价值链右端，企业耐心资本培育向市场传递出企业具备良好发展潜力与治理水平的积极信号[25]，为其品牌建设与市场开拓提供有效的信用背书，直接提升企业的市场信誉与行业地位。可见，耐心资本通过缓解制造业企业在时间维度上的战略焦虑，并针对不同攀升方向提供差异化支持，进而引导企业逐步突破高端环节的进入壁垒，最终实现价值链位势的根本性提升。

基于此，本文提出假设：

耐心资本能够促进制造业企业价值链升级（H1）。

（二）机制分析

1. 企业金融化中介效应

理论界将企业金融化动机分为投资套利动机和预防储蓄动机两大维度。前者是以企业利润最大化为

目标,当金融资产投资回报率高于实体生产时,企业将压缩实体投资、转向金融领域,形成“脱实向虚”倾向;后者是企业为规避现金流波动、防范资金链断裂,提前配置金融资产作为流动性补充[26]。根据资源基础理论,实业投资与金融投资之间存在“替代效应”[27],此时耐心资本能够有效抑制制造业企业金融化的投资套利动机和预防储蓄动机以推动其价值链升级。一方面,耐心资本能够重塑制造业企业投资偏好,抑制投资套利动机主导的金融化倾向。耐心资本的投资偏好与科技创新的长周期特征深度耦合[28],为制造业企业提供了稳定的资金支持和发展预期,使其无需通过短期金融投资套利来满足盈利预期,促使资金从金融领域回流,进而有效避免资源错配。另一方面,耐心资本能够降低企业不确定性感知,抑制预防储蓄动机主导的金融化倾向。经济政策不确定性会抑制实体投资[29],而耐心资本的长期稳定持股能帮助企业保持战略定力,降低经营与融资风险感知,进而减少企业金融资产持有需求,推动资金、人力向主业倾斜以提升企业决策质量和生产效率[28]。可见,耐心资本可有效抑制制造业企业金融化,促使资源重新流向主业发展。在价值链左端,资金回流使企业有充足的投入用于创新活动和智能化改造,实现技术突破和生产效率提升,推动制造业企业从价值链低端的加工制造向高端的研发设计攀升。在价值链右端,耐心资本能够引导管理层摒弃短期逐利思维并聚焦主业发展,在质量管控、售后服务和品牌培育上加大投入,逐步积累品牌声誉与用户信任,最终形成差异化竞争优势,推动制造业企业从单纯的产品生产向高端品牌建设延伸。

基于此,本文提出假设:

耐心资本能够通过抑制企业金融化进而促进价值链升级(H2)。

2. 融资约束中介效应

与追求短期收益的传统资本相比,耐心资本在缓解企业融资约束方面有着更为契合产业升级规律的内在逻辑。在期限匹配方面,耐心资本无需企业短期内偿还本金与收益,消除了企业流动性焦虑,使企业能够按照技术研发和品牌服务的客观规律合理安排资金使用,直接保障价值链升级的稳定性。在信号传递方面,耐心资本投资者具备专业的评估能力,在注资前会对企业的治理水平、技术实力及发展潜力进行深度调研和全面核查[30]。这种积极信号降低了其他潜在外部投资者的信息搜寻成本,降低了其风险感知,打破了投融资双方的信任壁垒,有效拓宽了企业融资渠道。在资金供给方面,制造业企业价值链升级的核心资产多为专利技术和品牌价值等无形资产,难以满足传统金融机构抵押要求,耐心资本的注入直接填补了企业因抵押品不足而面临的融资缺口,使企业能够保持研发投入和品牌建设的连续性。可见,耐心资本能够通过期限匹配、信号传递和资金供给三方面缓解企业融资约束。在价值链左端,融资约束缓解使企业可以将更多可支配资金持续投入技术研发、设备更新及工艺改进等环节来推动技术成果转化,实现产品品质提升与核心竞争优势构建,帮助企业摆脱价值链低端加工制造的被动局面。在价值链右端,企业有充足的资金用于品牌宣传、售后服务及市场渠道拓展,能够更好地优化售后服务体系和客户反馈机制,以提升客户的满意度和忠诚度,提高品牌的知名度和影响力,实现价值链右端的升级突破[31]。

基于此,本文提出假设:

耐心资本能够通过缓解企业融资约束进而促进价值链升级(H3)。

3. 企业金融化与融资约束的链式中介效应

随着金融市场快速扩张和短期逐利资本盛行,制造业企业越来越多地将资源配置于金融资产,逐渐偏离了发展实体主业的本源[32],导致其价值链升级面临融资约束困境。在此背景下,抑制制造业企业金融化成为缓解融资约束以推动价值链升级的关键路径。从投资套利动机来看,耐心资本投资者通过治理机制和股东监督向企业管理层传达出重视长期技术竞争力的价值取向,有效抑制其投资套利动机,促使资源回归主营业务与实体投资[33]。充足的资源支持能提升企业主业竞争力,改善外部融资环境,缓解企业融资约束,使其有更多的资金投入价值链升级的相关环节。从预防储蓄动机来看,耐心资本为企业提供了可靠长期资金支持与稳定预期,降低企业对未来融资不确定性的担忧,进而抑制了企业基于预防储蓄动机而进行的金融资产投资。企业将沉淀在货币基金或短期理财中的资金用于实体生产活动,既缓解了企业生产活动的融资约束,又向外部传递了企业未来积极的发展前景即增强了外部投资者的投资信心,拓宽企业外部融资渠道,为其研发创新和品牌建设提供稳定的现金流支持,进而促进制造业企业价值链升级。因此,抑制制造业

企业金融化能够缓解企业融资约束困境，使其不必因资金短缺而停留在低附加值环节，从而促进制造业企业价值链升级。

基于此，本文提出假设：

企业金融化和融资约束在耐心资本促进制造业企业价值链升级中起到链式中介效应（H4）。

基于上述理论分析，构建如图 1 所示的研究模型。在该模型中，企业金融化和融资约束呈现出非平行且非独立的链式传导特征。具体而言，链式传导路径将企业金融化和融资约束先后串联，以此分析不同作用机制之间的链式关系，从而深入剖析耐心资本、企业金融化和融资约束对制造业企业价值链升级的综合作用机制。

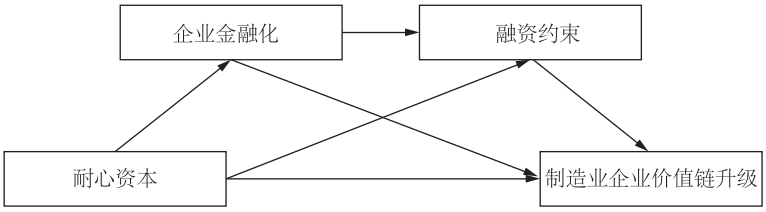

图 1　研究模型

4. 调节效应分析

根据资源依赖理论，资源是维系企业运营的根本，企业掌握的资源越丰富，其对战略选择的保障能力越强，企业战略选择的灵活性也越大[34]。可调用资源是企业在满足日常经营所需之外、暂时处于闲置状态，但仍具备潜在战略价值的各类资源[35]，其与耐心资本相结合，能够突破单一资源局限，有效转化为对制造业企业价值链升级的实际推动力。一方面，可调用资源能缓冲外部环境冲击，增强企业抗风险能力，并为企业各项经营活动提供支持，帮助其及时抓住外部机遇[36]。充足的可调用资源使企业无需担心短期经营压力对价值链升级项目的挤压，并积极布局长期投资，耐心资本与可调用资源精准对接，进一步降低企业长期投资的决策风险，助力资金落地于高风险价值链升级项目，逐步推动企业向价值链高附加值环节攀升。另一方面，可调用资源能够缓解管理层的短期业绩压力和对失败的顾虑，增强其风险承担意愿，促使企业敢于尝试更具挑战性的战略选择[37]。充足的可调用资源能为管理层提供更大的试错空间和决策自主权，即便价值链升级项目短期内无法产生收益，但其业绩压力也相对较小，此时耐心资本与可调用资源相结合，可实现资源高效利用并放大投资回报。这种协同机制使企业能够兼顾短期稳健经营与长期战略布局，从资金保障和资源支撑两方面为企业价值链升级提供支持。

基于此，本文提出假设：

可调用资源对耐心资本促进制造业企业价值链升级具有正向调节作用（H5）。

三、研究设计

（一）模型设定

1. 基准模型

通过上述理论分析，本文基于 2008—2024 年 A 股制造业企业数据，实证检验耐心资本对制造业企业价值链升级的影响，模型构建如式（1）所示。

$$Value_rate_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1 PC_{i,t}+\alpha_2 Controls_{i,t}+\mu_i+\gamma_t+\varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

其中：i、t 分别为企业、年份；$Value_rate$ 为制造业企业价值链升级；PC 为核心解释变量耐心资本；$Controls$ 为一系列控制变量；μ_i 和 γ_t 分别为企业固定效应和年份固定效应；$\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项；α 为待估系数。在具体回归过程中，本文对标准误进行企业层面的聚类处理。

2. 机制模型

为检验耐心资本对制造业企业价值链升级的内在机制，本文借鉴柳士顺和凌文辁[38]及谢卫红等[39]的做法，构建链式多重中介效应模型如式（2）~式（4）所示。

$$Fin_{i,t}=\beta_0+\beta_1 PC_{i,t}+\beta_2 Controls_{i,t}+\mu_i+\gamma_t+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$KZ_{i,t}=\eta_0+\eta_1 PC_{i,t}+\eta_2 Fin_{i,t}+\eta_3 Controls_{i,t}+\mu_i+\gamma_t+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Value_rate_{i,t}=\delta_0+\delta_1 PC_{i,t}+\delta_2 Fin_{i,t}+\delta_3 KZ_{i,t}+\delta_4 Controls_{i,t}+\mu_i+\gamma_t+\varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中：*Fin* 为企业金融化；*KZ* 为融资约束；β、η、δ 为待估系数。模型(2)检验耐心资本对企业金融化的影响；模型(3)在控制耐心资本的情况下检验企业金融化对融资约束的影响；模型(4)在控制耐心资本和企业金融化的情况下检验融资约束对制造业企业价值链升级的影响。此外，为保证研究结果的稳健性，本文采用Bootstrap方法来检验链式多重中介效应成立与否。

为检验可调用资源对耐心资本促进制造业企业价值链升级的调节作用，本文设定如式(5)所示的调节效应模型。

$$Value_rate_{i,t}=\varphi_0+\varphi_1 PC_{i,t}+\varphi_2 Slack_{i,t}+\varphi_3 PC_{i,t}\times Slack_{i,t}+\varphi_4 Controls_{i,t}+\mu_i+\gamma_t+\varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中：调节变量 *Slack* 为企业的可调用资源；φ 为待估系数。为避免多重共线性，构建交互项前已对相关变量进行中心化处理。

(二)变量说明

1. 被解释变量

制造业企业价值链升级(*Value_rate*)。价值链升级不仅是制造环节附加值的提高，还是研发、品牌营销等高附加值环节的拓展[23]。因此，借鉴朱炜等[37]及刘浩华和余忠发[23]的做法，以增加值率作为附加值的代理指标来衡量企业价值链升级。具体而言，企业增加值=薪酬总额+企业利润+企业税收+企业利息。其中，薪酬总额=支付给职工及为职工支付的现金+应付职工薪酬；企业利润=净利润−营业外收入−投资收益−公允价值变动损益−汇兑损益+营业外支出+资产减值损失；企业税收=营业税金及附加+所得税费用−收到的税费返还；企业利息以财务费用替代，企业总产出以营业收入替代。最后计算企业增加值与总产出的比值得到企业价值链升级，该比值越高，企业附加值及盈利水平越高[40]。

2. 核心解释变量

耐心资本(*PC*)。耐心资本收益锚定企业长期价值增值，不局限于短期固定收益，能够包容企业短期业绩波动、共担长期经营风险，同时可输出治理优化、战略规划等增值资源，全方位支撑制造业企业研发创新和品牌建设。本文借鉴刘京军和徐浩萍[41]及周绍妮等[42]的做法，以长期机构投资者持股比例作为耐心资本的衡量指标。具体而言，根据机构投资者的资产组合情况计算每期(4个半年度)的平均换手率，再对机构投资者的换手率按顺序分为三组，换手率越低，机构投资者越偏向于长期投资，最后计算长期投资者持股数量与上市企业已流通股份的比值得到长期机构投资者持股比例。

3. 中介变量

企业金融化(*Fin*)。借鉴于连超等[43]的做法，使用结果层面的企业金融化内涵来衡量企业金融化，即以投资收益、公允价值变动损益、其他综合收益之和与利润总额的比值作为企业金融化的衡量指标。

融资约束(*KZ*)。选取Kaplan和Zingales[44]构建的 *KZ* 指数衡量企业融资约束程度，其数值越大表明企业面临的融资约束越严重。

4. 调节变量

可调用资源(*Slack*)。借鉴熊熊等[35]的做法，以流动比率、资产负债率和管理费用率的均值作为可调用资源的代理指标，其数值越大，说明企业拥有的可调用资源越多。

5. 控制变量

借鉴吴莹[19]及刘浩华和余忠发[23]的研究，选取以下控制变量：企业规模(*Size*)，以年末总资产的自然对数衡量；企业年龄(*Age*)，以当年年份与企业成立年份的差值加1取自然对数衡量；股权集中度(*First*)，以第一大股东持股数与总股数的比值衡量；独立董事率(*Board*)，以独立董事与董事会人数的比值衡量；经营现金流(*Cash*)，以经营活动产生的现金流量净额与总资产的比值衡量；净资产收益率(*Roe*)，以净利润与股东权益余额的比值衡量；存货周转率(*Inventory*)，以营业成本与存货期末余额的比值衡量；经营能力(*Growth*)，以固定资产与营业收入的比值衡量。主要变量描述性统计见表1。

表 1　描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Value_rate	23810	0.1943	0.1882	-0.9803	0.1961	0.6561
PC	23810	0.0129	0.0230	0.0000	0.0022	0.1303
Fin	16967	0.1989	0.7949	-1.7805	0.0198	5.4196
KZ	23531	1.1952	2.5731	-18.1220	1.4143	12.9669
Slack	23810	0.9865	0.8003	0.3736	0.7209	5.5092
Size	23810	22.1734	1.2429	18.9232	22.0465	25.5225
Age	23810	2.9261	0.3547	1.9459	2.9957	3.6109
First	23810	32.7634	14.2979	8.7100	30.3600	73.7000
Board	23810	0.3743	0.0550	0.2500	0.3333	0.5714
Cash	23810	0.0474	0.0671	-0.1487	0.0451	0.2552
Roe	23810	0.0429	0.1540	-0.7866	0.0606	0.3421
Inventory	23810	0.0456	0.0400	0.0035	0.0343	0.2366
Growth	23810	0.4569	0.3752	0.0231	0.3525	2.1416

（三）样本选择与数据来源

本文以 2008—2024 年 A 股制造业企业为研究样本，并对样本数据进行以下处理：①为了减少样本损失，部分缺失数据采取插值法补齐；②剔除上市状态为 ST（special treatment）、*ST、PT（particular transfer）及已经退市的企业样本；③剔除资不抵债的企业样本；④为避免异常值对结果产生干扰，对相关连续型变量进行了双侧 1%缩尾。本文数据主要来自国泰安（CSMAR）数据库和历年上市公司年报。

四、实证结果与分析

（一）基准回归分析

表 2 为基准回归结果。为系统性揭示耐心资本对制造业企业价值链升级的影响关系，（1）列为未加入控制变量的回归结果，（2）列为未控制年份固定效应的回归结果，（3）列为未控制企业固定效应的回归结果，（4）列为控制企业和年份固定效应的回归结果。从表 2 中结果可以看出，耐心资本的回归系数均在 1%水平上显著为正，即假设 H1 得证。

表 2　基准回归结果

变量	*Value_rate*			
	（1）	（2）	（3）	（4）
PC	0.4741***	0.1299***	0.6483***	0.1965***
	（6.8861）	（2.5920）	（9.9263）	（3.7944）
Constant	0.1882***	0.0453	0.6284***	0.1535
	（212.5483）	（0.6435）	（14.3307）	（1.6235）
控制变量	No	Yes	Yes	Yes
企业固定	Yes	Yes	No	Yes
年份固定	Yes	No	Yes	Yes
N	23810	23810	23810	23810
R^2	0.4521	0.6296	0.4177	0.6451

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的统计水平上显著；括号内为 t 值，标准误均聚类到企业层面。

（二）稳健性检验

1. 更换被解释变量的测度方式

为保证基准回归结果的严谨性，借鉴吴莹[19]的做法，将总产出替换为企业增加值与购买商品接受劳务支付的现金之和，即企业价值链升级=增加值/（增加值+购买商品接受劳务支付的现金），与耐心资本再次进行回归，结果见表 3 的（1）列。耐心资本的系数仍显著为正，强化了基准回归结果的稳健性。

2. 剔除特殊样本

为避免2008年国际金融危机和2020年全球公共卫生事件爆发对基准回归结果产生的影响,剔除2008年和2020年的样本重新回归。从表3的(2)列可以看出,耐心资本的系数仍显著为正。

考虑到直辖市可能因行政地位和经济规模与其他城市不同,从而对当地企业的生产经营活动产生影响,剔除四大直辖市的样本重新回归。从表3的(3)列可以看出,耐心资本的系数仍显著为正,强化了基准回归结果的稳健性。

3. 使用城市-年份交互固定效应

各城市在不同年份实施的区域经济政策及监管环境变化等不可观测因素可能对本文结果产生影响。故在基准回归模型的基础上加入城市与年份交互固定效应,以进一步排除城市层面随时间变化的遗漏变量对估计结果产生的干扰。从表3的(4)列可以看出,耐心资本的系数仍显著为正,强化了基准回归结果的稳健性。

表3 稳健性检验结果

变量	替换被解释变量	剔除特殊时期样本	剔除直辖市样本	城市-年份交互固定效应
	(1)	(2)	(3)	(4)
PC	0.2863***	0.1905***	0.1737***	0.1545***
	(4.6764)	(3.5733)	(2.9901)	(2.7759)
Constant	0.4834***	0.1610	0.0168	0.2344**
	(4.1755)	(1.6179)	(0.1620)	(2.2694)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定	Yes	Yes	Yes	Yes
城市×年份	No	No	No	Yes
N	23810	21571	20310	21603
R^2	0.5421	0.6472	0.6476	0.6849

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著;括号内为*t*值,标准误均聚类到企业层面。

(三)内生性处理

尽管上述实证分析发现耐心资本可以促进制造业企业价值链升级,但回归结果可能受到内生性问题的干扰。一方面,价值链升级可能会吸引长期投资,从而促进制造业企业耐心资本培育,二者之间可能存在反向因果;另一方面,虽然本文已经控制了企业和年份固定效应及一系列控制变量,但仍可能存在一系列不可观测因素对制造业企业耐心资本培育和价值链升级同时产生影响。故采用Heckman两步法和工具变量法对可能存在的内生性问题进行缓解。

1. Heckman两步法

为缓解由样本选择偏误导致的内生性问题,本文采用Heckman两步法。具体而言,在第一阶段Probit模型中,定义了根据价值链升级中位数划分的虚拟变量(*Value_dummy*),并生成了逆米尔斯比率(*IMR*)。接着将逆米尔斯比率(*IMR*)代入第二阶段模型进行回归,结果见表4的(1)列。耐心资本与制造业企业价值链升级仍呈正向关系,支持了基准回归结果。

2. 工具变量法

第一,借鉴姚磊等[9]的做法,将同城市制造业企业耐心资本持股比例的平均值作为耐心资本的工具变量(IV_1)。这是因为同城市制造业企业之间具有一定的相似性,但其他企业长期投资者持股比例与本企业价值链升级没有直接联系,满足相关性和外生性要求。第二,借鉴孙英杰等[14]的做法,将制造业企业所在城市1990年的金融机构网点数量与耐心资本滞后一期的乘积作为工具变量(IV_2)。这是因为城市历史金融机构数量与当地金融发展水平相关,滞后一期耐心资本与本期密切相关,但城市历史金融机构数量和滞后一期耐心资本与当期该制造业企业价值链升级没有直接的联系,满足相关性和外生性要求。IV_1检验结果见表4的(2)列和(3)列,IV_2检验结果见表4的(4)列和(5)列。在考虑内生性问题后,耐心资本对制造业企业价值链升级仍有显著促进作用,基准结果较为稳健。

表 4　内生性检验结果

变量	*Value_rate*	*PC*	*Value_rate*	*PC*	*Value_rate*
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
PC	0.3205*** (4.2596)		0.3572*** (3.3983)		0.3174* (1.7862)
IMR	0.0384*** (2.9979)				
IV_1		0.9680*** (45.3444)			
IV_2				0.0008*** (17.6745)	
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	15861	23810	23810	18739	18739
R^2	0.5504	0.5142	0.3544	0.4521	0.3651
Kleibergen-Paap rk Wald *F*		2056.199 [16.38]		312.404 [16.38]	
Kleibergen-Paap rk LM		188.647***		118.810***	

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著；括号内为 *t* 值，标准误均聚类到企业层面；方括号内为在10%显著性水平上 Stock-Yogo 检验的临界值。

五、作用机制分析

(一) 中介效应分析

表 5 为中介效应逐步回归分析结果。(1)列验证了耐心资本对制造业企业价值链升级的正向影响，与前文研究相符。表 5 的(2)列为模型(2)的检验结果，展示了耐心资本对企业金融化的回归结果。可以看出，耐心资本的系数显著为负，表明耐心资本能够削弱制造业企业投资套利动机和预防储蓄动机，显著抑制企业金融化，即假设 H2 得证。在制造业企业价值链升级过程中，耐心资本的长远投资视野和治理能力能够抑制制造业企业将内部现金流大量配置于金融资产以替代实体投资的行为，促使资源配置从金融市场回归实体经济。表 5 的(3)列为模型(3)的检验结果，展示了耐心资本和企业金融化对融资约束的回归结果。可以看出，耐心资本的系数显著为负，表明耐心资本能够缓解企业融资约束；企业金融化的系数显著为正，表明企业金融化能够加剧企业融资约束。事实上，耐心资本投入制造业企业能够提升企业的风险承受能力并稳定其战略方向，约束股东和管理层的短视行为，降低其通过短期金融操作粉饰业绩的动机，进而优化资源配置以缓解制造业企业在主业发展中面临的融资约束困境，即假设 H3 得证。表 5 的(4)列为模型(4)的检验结果，展示了耐心资本、企业金融化、融资约束对制造业企业价值链升级的回归结果。可以看出，耐心资本的系数显著为正，企业金融化和融资约束的系数显著为负，表明耐心资本的确能够促进制造业企业价值链升级，而金融化和融资约束在这一过程中会产生阻碍。已有研究表明，金融化会造成制造业企业资源错配和生产效率的下降，进而对制造业企业价值链升级产生不利影响[32]，同时融资约束不仅是企业短期资金周转的瓶颈，更是影响企业长期价值可持续性的根源问题[45]。因此，耐心资本抑制制造业企业金融化不仅是降低融资成本、拓宽融资渠道、稳定资金供给的必要手段，更是重塑竞争优势、推动制造业企业价值链升级的战略基石。

表 6 为利用 Bootstrap 方法进行中介效应检验的结果，以进一步验证上述中介效应是否显著存在。可以看出，所有中介效应值对应的置信区间均不包括 0，表明独立中介效应 1、独立中介效应 2、链式中介效应及总体中介效应均显著存在。这一结果表明，耐心资本不仅可以通过抑制企业金融化和缓解融资约束两条独立中介路径促进制造业企业价值链升级，还可以通过“抑制企业金融化→缓解融资约束”的链式中介路径来促进制造业企业价值链升级，即企业金融化同时发挥独立中介效应和链式中介效应，融资约束发挥独立中介效应，即假设 H4 得证。此外，从中介效应的大小来看，首先是融资约束路径的独立中介效应最为突出，系数为 0.0818；其次是企业金融化的独立中介效应，系数为 0.0230；最后是企业金融化的链式中介效应，系数为 0.0022。

(二)调节效应分析

可调用资源作为企业重要的潜在战略资源,不仅能够降低耐心资本持有者的投资风险,还能缓解管理层决策顾虑并增强其风险承担意愿,这种资源的互补能够加强耐心资本对制造业企业价值链升级的正向影响。表 5 的(5)列展示了耐心资本、可调用资源及二者交乘项对制造业企业价值链升级的回归结果,可以看出,耐心资本与可调用资源交乘项的系数显著为正,说明企业的可调用资源越多,耐心资本对企业价值链升级的正向影响越强,即假设 H5 得证。

表 5　作用机制检验结果

变量	*Value_rate*	*Fin*	*KZ*	*Value_rate*	*Value_rate*
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
PC	0.1965***	−0.6705***	−2.0321**	0.1748***	0.1536***
	(3.7944)	(−2.8969)	(−2.3596)	(3.3002)	(3.0503)
Fin			0.0331**	−0.0059***	
			(2.2359)	(−3.8899)	
KZ				−0.0083***	
				(−10.2595)	
Slack					0.0212***
					(7.3326)
PC×*Slack*					0.1758***
					(3.2855)
Constant	0.1535	−0.7858*	−4.7767***	0.0898	0.0134
	(1.6235)	(−1.6747)	(−2.7817)	(0.8432)	(0.1445)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	23810	16954	16819	16819	23810
R^2	0.6451	0.1965	0.6993	0.6837	0.6489

注:***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的统计水平上显著;括号内为 *t* 值,标准误均聚类到企业层面。

表 6　Bootstrap 中介效应检验结果

中介效应类型		中介效应值	95%置信区间	抽样次数
独立中介效应 1	*PC*→*Fin*→*Value_rate*	0.0230***	[0.0160,0.0306]	5000
		(6.2162)		
独立中介效应 2	*PC*→*KZ*→*Value_rate*	0.0818***	[0.0631,0.1021]	5000
		(8.0990)		
链式中介效应	*PC*→*Fin*→*KZ*→*Value_rate*	0.0022***	[0.0013,0.0032]	5000
		(4.4000)		
总体中介效应		0.1070***	[0.0859,0.1289]	5000
		(10.0000)		

注:***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的统计水平上显著;中介效应值下方括号内为 *z* 值。

六、异质性分析

本文基准回归结果表明,耐心资本能够促进制造业企业价值链升级,但在不同外部环境和企业特征的影响下,耐心资本对制造业企业价值链升级的推动作用可能存在差别。接下来分别从城市等级、市场化水平、企业资本密集度及管理层激励等多个角度分析耐心资本对企业价值链升级的异质性。

(一)区域层面

1. 基于城市等级的异质性分析

中国不同区域在政治、经济、教育、资源等方面均存在显著差异,故耐心资本对制造业企业价值链升级的促进作用可能受到城市等级的影响。将样本划分为省会城市和非省会城市,分组回归结果见表 7 的(1)列和(2)列。省会城市中耐心资本的系数并不显著,非省会城市中耐心资本的系数显著为正,组间系数差异

检验显示两组样本间存在显著差异。这可能是因为省会城市的制造业企业融资渠道多元、资本和人才相对充裕，其在价值链升级过程中面临的难题更多是市场激烈竞争带来的经营压力，耐心资本的边际贡献相对较小。而非省会城市的制造业企业融资渠道较为单一，融资压力导致企业多处于价值链中低端，耐心资本不仅缓解了企业长期资金压力，而且通过稳定持股、优化治理和引导资源配置等方式推动制造业企业价值链升级。

2. 基于市场化水平的异质性分析

市场化水平作为地区制度环境的集中体现，决定了当地金融资源的配置效率和制造业企业价值链升级的外部制度成本，故耐心资本对制造业企业价值链升级的促进作用可能受到市场化水平的影响。借鉴杨佩卿和王静[46]的做法，将地方政府预算支出与地区生产总值的比值作为当地市场化水平的衡量指标，该比值越低表明政府干预程度越少，市场化水平越高。本文以该指标均值为分界点，将样本划分为低市场化水平城市和高市场化水平城市，分组回归结果见表7的(3)列和(4)列。低市场化水平的城市中耐心资本的系数显著为正，高市场化水平的城市中耐心资本的系数并不显著，组间系数差异检验显示两组样本间存在显著差异。这可能是因为低市场化水平的城市存在信息不对称、知识产权保护体系不健全等问题，耐心资本不仅为制造业企业价值链升级提供资金支持，还附带监督治理、战略引导等增值服务，其优势被进一步放大。而位于高市场化水平城市的企业，其内部治理更加规范、外部监督更为充分，耐心资本的独特优势不再突出，边际贡献相对较小。

表7　城市等级和市场化水平异质性检验结果

变量	省会城市	非省会城市	低市场化水平	高市场化水平
	(1)	(2)	(3)	(4)
PC	0.1179 (0.8593)	0.2158*** (4.0362)	0.2751*** (3.2487)	0.1207 (1.6402)
Constant	−0.2905 (−1.3433)	0.2928*** (2.8714)	0.3623** (2.0593)	−0.0480 (−0.3639)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5426	18384	8297	11778
R^2	0.6185	0.6556	0.6608	0.6465
组间系数差异 *P* 值	0.000		0.000	

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著；括号内为 *t* 值，标准误均聚类到企业层面；基于 Bootstrap 的费舍尔组合检验并将抽样次数设定为500次，得到组间系数差异 *P* 值。

(二)企业层面

1. 基于资本密集度的异质性分析

持续且高强度的资金投入能够帮助企业积淀深厚技术底蕴，优化结构、提升质量，并巩固发展的长效性与连续性，是推动制造业企业实现价值链升级的关键资源，故耐心资本对制造业企业价值链升级的促进作用可能受到企业资本密集度的影响。本文借鉴周闯等[47]的做法，采用固定资产净额与员工人数的比值作为资本密集度的衡量指标，并以该指标均值为分界点，将样本划分为资本密集型企业和劳动密集型企业，分组回归结果见表8的(1)列和(2)列。在资本密集型企业中耐心资本的系数并不显著，在劳动密集型企业中耐心资本的系数显著为正，组间系数差异检验显示两组样本间存在显著差异。这可能是因为资本密集型企业已经拥有雄厚的资金实力和多元融资渠道，对外部长期资本的依赖度较低，耐心资本发挥的作用较弱，而劳动密集型企业通常面临更高的融资壁垒，资金流入能有效缓解企业融资约束，耐心资本对价值链升级的影响较大。

2. 基于管理层激励的异质性分析

基于委托代理理论，企业管理层与股东在风险偏好和投资方向上存在委托代理矛盾，管理者出于自身职业前景和短期利益诉求，通常呈现出短视主义和利益规避倾向，故耐心资本对制造业企业价值链升

级的促进作用可能受到管理层激励的影响。本文借鉴宋婷婷和熊爱华[48]的做法,采用当年前3名高管薪酬总额作为管理层激励的衡量指标,并以该指标均值为分界点,将样本划分为高管理层激励企业和低管理层激励企业,分组回归结果见表8的(3)列和(4)列。在高管理层激励的企业中耐心资本的系数并不显著,在低管理层激励的企业中耐心资本的系数显著为正,组间系数差异检验显示两组样本间存在显著差异。这可能是因为在高管理层激励的作用下,高管将个人利益与企业的长期生存发展紧密绑定,会主动制定科学合理的经营决策,并将资源配置到研发创新等长期发展领域,以降低企业生产成本并提高生产效率,此时耐心资本发挥的引导作用较弱,其边际贡献难以体现。在低管理层激励的企业中,由于缺乏足够的薪酬激励,高管的个人利益与企业长期发展绑定较弱,更容易产生短视行为和风险规避倾向,此时耐心资本通过有效引导和监督弥补了内部激励不足带来的代理问题,其对制造业企业价值链升级的驱动作用较强。

表8 资本密集度和管理层激励异质性检验结果

变量	资本密集型	劳动密集型	高管理层激励	低管理层激励
	(1)	(2)	(3)	(4)
PC	0.0704 (0.6823)	0.2046*** (3.6583)	0.0325 (0.3483)	0.2170*** (4.1044)
Constant	-0.0235 (-0.1064)	0.2098** (2.0121)	0.3250 (1.3686)	0.0740 (0.6488)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定	Yes	Yes	Yes	Yes
N	6979	16657	7192	16394
R^2	0.6959	0.6585	0.7713	0.6423
组间系数差异*P*值	0.000		0.000	

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著;括号内为*t*值,标准误均聚类到企业层面;基于Bootstrap的费舍尔组合检验并将抽样次数设定为500次,得到组间系数差异*P*值。

七、进一步分析

前文已经证明,耐心资本能够促进制造业企业价值链升级。价值链升级所积累的技术能力、生产效率和品牌价值,能否最终转化为企业市场地位的实质性提升?本文进一步展开分析,以期更深入地揭示耐心资本赋能制造业企业价值链升级的现实效果。

市场地位是企业竞争力的重要体现,直接决定其战略选择与议价谈判能力。制造业企业价值链升级作为连接耐心资本投入与市场地位提升的关键纽带,从定价能力、生产效率及产业链影响力三个维度推动企业市场地位稳步提升。在定价能力方面,耐心资本投入与价值链升级均能提升企业技术能力,使产品在性能、质量上与竞争企业形成短期内难以模仿超越的差异化优势,最终获得更强的定价与议价能力。同时,耐心资本推动价值链向品牌服务等高附加值环节延伸,积累的品牌价值不仅增强消费者认可度和忠诚度,更赋予企业品牌溢价能力,进一步巩固市场地位。在生产效率方面,耐心资本为制造环节高级化提供长期支撑与容错空间,价值链升级带来的技术进步与工艺改进既提升生产效率,又通过优化资源配置降低成本,形成可持续的成本竞争优势,使企业在保持盈利的同时实施灵活的价格策略,进一步扩大市场份额。在产业链影响力方面,随着企业向高附加值环节攀升,其与上下游企业的关系也随之重构。耐心资本的长期投入帮助企业积累核心技术和产能优势,通过支持上下游并购,推动企业从被动接单的加工商转变为定义技术标准、主导供应链协同的核心企业,实现从价格接受者到制定者的转变。可见,耐心资本促进制造业企业价值链升级后,价值链升级将进一步驱动企业市场地位提升。

基于此,本文借鉴徐晟和李耀雄[49]的做法,以勒纳指数衡量制造业企业市场地位(*PCM*)。具体而言,勒纳指数=(营业收入-营业成本-销售费用-管理费用)/营业收入,该数值越大,说明企业在行业内的定价能力越强,企业市场地位越高。表9的(1)列展示了耐心资本对企业市场地位的回归结果,耐心资本的系数显著为正,表明耐心资本能够推动制造业企业市场地位的提升。表9的(2)列展示了价值链升级对企业市场地

位的回归结果，价值链升级的系数显著为正，表明价值链升级能够推动制造业企业市场地位的提升。表 9 的(3)列将耐心资本与价值链升级同时纳入回归模型，结果显示二者对企业市场地位的影响均显著为正。结果表明，耐心资本能够通过促进价值链升级间接推动制造业企业市场地位的提升，也就是说，价值链升级在其中起到了中介作用。这是因为，耐心资本跨越经济周期为企业提供持续资金支持和战略引导，使企业在技术研发、工艺改进和品牌建设等方面持续突破，推动其向价值链高附加值环节攀升。价值链升级通过提升效率和质量赋予企业核心定价优势与品牌增值空间，使企业形成可持续的竞争力，最终实现市场地位的跃升。

表 9　企业市场地位检验结果

变量	*PCM*		
	(1)	(2)	(3)
PC	0.1551***		0.1044***
	(4.6953)		(3.8218)
Value_rate		0.2536***	0.2530***
		(23.1836)	(23.1132)
Constant	−0.1792***	−0.2293***	−0.2173***
	(−3.1796)	(−4.8590)	(−4.6101)
控制变量	Yes	Yes	Yes
企业固定	Yes	Yes	Yes
年份固定	Yes	Yes	Yes
N	23547	23547	23547
R^2	0.7314	0.7931	0.7934

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的统计水平上显著；括号内为 t 值，标准误均聚类到企业层面。

八、结论与政策启示

本文聚焦耐心资本对制造业企业价值链升级的影响，并深入探讨其中的作用机制和经济后果，得出如下结论：

第一，耐心资本对制造业企业价值链升级具有显著的促进作用，这一结果经过稳健性检验和内生性处理后仍然成立，丰富了金融支持实体经济的相关研究。

第二，耐心资本不仅可以通过抑制企业金融化和缓解融资约束两条独立中介路径促进制造业企业价值链升级，还可以通过两者链式中介效应促进制造业企业价值链升级。充裕的可调用资源能够为制造业企业价值链升级提供资源支撑，其与耐心资本相结合将对价值链升级产生更强的正向影响。

第三，耐心资本对制造业企业价值链升级的促进作用在非省会、低市场化水平城市，以及劳动密集型企业、低管理层激励企业中更为显著。

第四，价值链升级能够从定价能力、生产效率和产业链影响力三个方面增强企业的成本竞争力和溢价能力，最终提升制造业企业市场地位。

基于上述研究结论，提出以下政策启示，以期提升耐心资本投资的精准性和有效性，推动制造业企业向高附加值环节攀升：

第一，建立耐心资本与企业需求的信息对接平台，铸牢制造业实体发展根基。地方政府应联合金融监管部门和制造业企业搭建耐心资本与科技项目对接平台，筛选符合价值链升级方向的潜力企业项目库，并重点纳入专精特新“小巨人”、制造业单项冠军及具备核心技术潜力的企业，使耐心资本能够有效匹配企业智能制造、高端品牌建设等长周期、高风险项目的融资需求，强化资本对实体主业的定向支撑。

第二，引导企业优化内部治理结构，放大耐心资本的赋能效应。金融监管部门应积极引导耐心资本持有者将制造业企业实体资产占比作为信贷评级的重要参考，以防止过度金融化行为，倒逼制造业企业回归主业，为价值链升级腾出资源空间。同时，企业应积极利用互联网、人工智能等数字工具，向投资者清晰展示企业的研发进展和发展路径，实现创新过程的可视化，以增强耐心资本对企业长期价值的认同感和持股信心。政府部门应特别关注企业可调用资源的储备情况，将具备充足可调用资源的企业作为重点扶持对象，以更大程度地发挥耐心资本在制造业企业价值链升级中的关键作用。不仅如此，企业应注重构建适度的可调用资源储备，资金与资源形成协同合力使得耐心资本的长期属性得以充分释放，可调用资源的战略价值也得到有效激活，二者相互配合，共同促进制造业企业价值链升级和市场地位的提升。

第三，实施差异化投资策略，引导耐心资本精准布局。上级政府应在产业基金培育、资源分配等方面对非省会城市和低市场化水平城市给予适度倾斜，鼓励长期资本投资于这些城市的制造业单项冠军和专精特新企业，缓解省会城市“资源虹吸效应”带来的资本错配，同时应简化制造业企业与耐心资本的对接审批流

程,提高资本配置效率,以发挥耐心资本的最大作用。在劳动密集型、低管理层激励的企业中,股东应充分认识到耐心资本对企业长期发展的资源支持和引导作用,支持耐心资本投资者积极参与到企业的战略决策中,以弥补企业内部短板,确保长期资金能够真正转化为推动制造业企业价值链升级的治理效能。

参考文献

[1] 黄赜琳, 秦淑悦, 张雨朦. 数字经济如何驱动制造业升级[J]. 经济管理, 2022, 44(4): 80-97.

[2] 唐松, 伍旭川, 祝佳. 数字金融与企业技术创新——结构特征、机制识别与金融监管下的效应差异[J]. 管理世界, 2020, 36(5): 52-66, 9.

[3] RICHARD F. "Book-review" globalizing patient capital: The political economy of Chinese finance in the Americans[J]. Foreign Affairs, 2022, 101(6): 201-201.

[4] DEEG R, HARDIE I, MAXFIELD S. What is patient capital, and where does it exist?[J]. Socio-Economic Review, 2016, 14(4): 615-625.

[5] 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.

[6] 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.

[7] 杨国玉, 唐亮. 耐心资本对企业韧性的影响[J]. 财经科学, 2025(3): 15-29.

[8] 李思飞, 温磊. 耐心资本对企业ESG表现的影响研究[J]. 经济问题, 2025(1): 48-56.

[9] 姚磊, 吴冰, 张志杰, 等. 耐心资本与企业创新质量: 基于中国微观专利大数据的经验证据[J]. 上海经济研究, 2025(4): 103-116.

[10] 陆岷峰. 耐心资本与产业金融的耦合机制及赋能新质生产力金融策略[J]. 中州学刊, 2025(2): 30-38.

[11] 王曙光, 梁爽. 新质生产力、科技金融发展与投融资体制变革[J]. 新疆师范大学学报(哲学社会科学版), 2025, 46(2): 30-38, 2.

[12] 林春, 王睿. 耐心资本赋能低空经济的理论逻辑、现实困境及实现路径[J]. 深圳大学学报(人文社会科学版), 2025, 42(6): 78-88.

[13] 沈梓鑫. 耐心资本引领未来产业的投入增长机制——一个企业家型国家理论的分析[J]. 新疆师范大学学报(哲学社会科学版), 2026, 47(3): 80-87.

[14] 孙英杰, 吴丽敏, 李美颐. 以耐心资本引领制造强国的现代化产业体系建设: 基于供应链韧性提升视角[J]. 财经理论与实践, 2026, 47(2): 19-26.

[15] HARRISON T R, BOTELHO T, MASON M C. Patient capital in entrepreneurial finance: A reassessment of the role of business angel investors[J]. Socio-Economic Review, 2016, 14(4): 669-689.

[16] 杜江, 吴瑞兵. 融资约束、政府补贴与企业全球价值链升级——基于出口技术复杂度的实证分析[J]. 河南师范大学学报(哲学社会科学版), 2020, 47(1): 64-70.

[17] 张天顶, 魏丽霞. 金融服务发展与制造业全球价值链升级[J]. 金融研究, 2023(3): 20-37.

[18] SASIDARAN G, KETAN R, SUBASH S. Does digitalization spur global value chain participation? Firm-level evidence from emerging markets[J]. Information Economics and Policy, 2022, 59: 100972.

[19] 吴莹. 数字化转型对企业价值链升级的影响[J]. 湖南科技大学学报(社会科学版), 2022, 25(5): 97-103.

[20] 郭金花, 朱承亮. 数字化转型、人力资本结构调整与制造业企业价值链升级[J]. 经济管理, 2024, 46(1): 47-67.

[21] 付业辉, 僧建芬, 乐凯迪, 等. 人工智能应用与企业价值链升级:效应、机制与情境异质性——大语言模型的文本分析证据[J/OL]. 科技进步与对策, 2026, 43(8): 26-36.

[22] 李庆雪, 朱显宇, 綦良群. ESG表现对先进制造企业全球价值链升级的影响机制研究[J]. 研究与发展管理, 2026, 38(1): 105-118.

[23] 刘浩华, 余忠发. 供应链金融与制造业企业价值链升级[J/OL]. 当代财经, 1-14[2026-04-30]. https://doi.org/10.13676/j.cnki.cn36-1030/f.20251010.001.

[24] 杨明. 耐心资本驱动科技创新与产业创新深度融合: 理论逻辑、现实挑战和优化路径[J]. 现代经济探讨, 2025(11): 81-91.

[25] 贺志芳, 蔡锴潮, 王雪萍. 风险承担会抑制民营企业绩效吗? ——基于董事会团队特征视角[J]. 财经理论与实践, 2025, 46(3): 109-117.

[26] 李万利, 潘文东, 袁凯彬. 企业数字化转型与中国实体经济发展[J]. 数量经济技术经济研究, 2022, 39(9): 5-25.

[27] 阳旸, 刘姝雯, 徐照宜, 等. 企业金融化对企业业绩的影响研究——基于期限结构异质性视角[J]. 会计研究, 2021(9): 77-94.

[28] 邱蓉, 田子豪, 买俊鹏, 等. 耐心资本与企业全要素生产率提升[J]. 证券市场导报, 2024(12): 3-12.

[29] 雷新途, 姜君如. 经济政策不确定性、实体投资资产专用性与企业价值——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2024(1): 122-138.

[30] 贺城, 高鹤鹏, 林鹏. 以耐心资本发展新质生产力: 中西分野、二重属性与实践探索[J]. 中国经济问题, 2024(6): 29-42.

[31] 王益民, 赵志彬, 徐猛. 链内攀升与跨链嵌入: EMS企业动态能力协同演化——基于Sanmina公司的纵向案例研究[J]. 管理评论, 2019, 31(1): 279-292.

[32] 汤吉军, 宋文豪, 白羽洁. 企业金融化与制造业全球价值链攀升: "催化剂"还是"绊脚石"[J]. 技术经济, 2025, 44(12): 37-51.

[33] 湛泳, 胡嘉钰, 马从文. 超越短期主义: 耐心资本赋能企业数字技术创新[J]. 财经理论与实践, 2026, 47(1): 10-16.

[34] 余怒涛，陈柯瑾，杨张萌. 供应链共同股东与企业多元化经营[J/OL]. 当代财经，1-16[2026-04-30]. https://doi.org/10.13676/j.cnki.cn36-1030/f.20260113.001.
[35] 熊熊，黎俞宏，高雅. 退市风险与企业战略选择——基于中国渐进式退市制度的实证研究[J]. 中国工业经济，2026(1)：170-193.
[36] 王墨林，阎海峰，宋渊洋. 企业数字化程度对战略激进度的影响研究[J]. 管理学报，2023，20(5)：667-675.
[37] 朱炜，孙敬敬，汤倩，等. 国企混改能否推动制造企业价值链升级?[J]. 证券市场导报，2024(11)：25-36.
[38] 柳士顺，凌文辁. 多重中介模型及其应用[J]. 心理科学，2009，32(2)：433-435，407.
[39] 谢卫红，林漫，郑迪文，等. 人工智能技术如何促进制造企业转型升级？——基于数据要素与内部控制的链式中介作用[J]. 技术经济，2025，44(4)：72-88.
[40] YIN Y，ZENG X，ZHONG S，et al. How real estate shocks affect manufacturing value chain upgrading：Evidence from China[J]. Buildings，2022，12(5)：546-546.
[41] 刘京军，徐浩萍. 机构投资者：长期投资者还是短期机会主义者?[J]. 金融研究，2012(9)：141-154.
[42] 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.
[43] 于连超，张卫国，毕茜. 产业政策与企业"脱实向虚"：市场导向还是政策套利[J]. 南开管理评论，2021，24(4)：128-142.
[44] KAPLAN N S，ZINGALES L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?[J]. The Quarterly Journal of Economics，1997，112(1)：169-215.
[45] 李洋，张龑，史晓洁，等. 信息不对称与耐心资本培育[J]. 财经科学，2025(6)：1-16.
[46] 杨佩卿，王静. 数字经济与新质生产力耦合协调的时空演变及分异机理[J/OL]. 西北农林科技大学学报(社会科学版)，1-14[2026-04-30]. https://link.cnki.net/urlid/61.1376.c.20251106.1657.002.
[47] 周闯，汪洋，程俊杰. 企业数字化转型如何影响职工收入分配——来自制造业上市公司的证据[J]. 学习与实践，2025(10)：62-74.
[48] 宋婷婷，熊爱华. 国有资本参股对民营企业绿色创新的影响研究——环境规制与高管激励的调节作用[J]. 科学决策，2023(11)：89-105.
[49] 徐晟，李耀雄. 耐心资本如何推动企业创新[J]. 现代经济探讨，2026(2)：86-99.

Long-term Capital Cultivation for Enterprise Value Chain Upgrading under the Manufacturing Power Strategy: A Perspective from Patient Capital

Sun Yingjie, Zhao Han, Pan Wei

(School of Finance and Trade, Liaoning University, Shenyang 110036, China)

Abstract: Guiding capital factors to gather in the field of long-term value creation of enterprises is the key support for promoting the optimization and upgrading of the industrial chain supply chain and accelerating the construction of a powerful manufacturing country. Based on the data of A-share manufacturing enterprises from 2008 to 2024, the impact of patient capital on the upgrading of the value chain of manufacturing enterprises and its mechanism of action was empirically examined. The results found that patient capital can significantly promote the upgrading of the value chain of manufacturing enterprises, and realize the mechanism empowerment by suppressing the two independent paths of enterprise financialization and alleviating financing constraints and the two chain intermediary effects. At the same time, abundant callable resources can strengthen the positive impact of patient capital on the value chain upgrading of manufacturing enterprises. Sound. Heterogeneity analysis found that the role of patient capital in promoting the upgrading of the value chain of manufacturing enterprises is more prominent in non-provincial capitals, low-market cities, and enterprises with labor-intensive and low-management incentives, indicating that patient capital plays a stronger role in the context of weak external institutional environment or insufficient internal governance. Further analysis shows that patient capital can promote the improvement of the market position of manufacturing enterprises by promoting the upgrading of the value chain of manufacturing enterprises. From the perspective of capital factor allocation, this article reveals the inherent logic of patient capital-driven manufacturing enterprises to climb to high value-added links in the value chain. It provides important empirical evidence and policy inspiration for optimizing the patient capital structure, improving long-term investment guidance policies, and helping to build a powerful manufacturing country.

Keywords: patient capital; manufacturing; value chain upgrading; corporate financialization; financing constraints