

流水不争先：耐心资本的稳就业效应

吕康银¹ 唐志东¹ 赵旭东²

(1.东北师范大学 经济与管理学院,吉林 长春 130117;2.中国人民大学 财政金融学院,北京 100872)

摘要:就业是最大的民生工程。耐心资本作为推动经济转型升级和实现高质量发展的重要引擎,能否发挥稳就业效应值得研究。本文基于2011—2022年中国A股上市企业数据,考察了耐心资本对企业劳动雇佣规模的影响。研究发现,耐心资本显著扩大了企业劳动雇佣规模,充分发挥了稳就业效应。机制检验表明,耐心资本可以通过缓解融资约束、降低经营风险和扩展经营范围来实现稳就业效应。异质性检验表明,耐心资本的稳就业效应在非成熟期企业、非劳动密集型企业、高竞争行业、地区金融化程度较低的企业和新《证券法》实施后信息披露质量较低的企业中更为突出。扩展性分析表明,耐心资本提高了企业研究生学历员工和本科学历员工占比,降低了高中及以下学历员工占比,促进了企业人力资本结构升级。此外,耐心资本还提高了企业的劳动收入份额。研究结论不仅丰富了耐心资本的研究范畴,更为如何实现稳就业目标提供了有益参考。

关键词:耐心资本;劳动雇佣规模;融资约束;人力资本结构;劳动收入份额

中图分类号:F832.51;F249.2 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2026)01-0045-16

一、引言与文献综述

就业是民生之本,如何扩大就业不仅关乎个体与家庭的生计与福祉,更是维持社会稳定和促进共同富裕的关键基石。《“十四五”就业促进规划》中明确指出“落实就业优先战略,强化就业优先政策,推动形成高质量发展与就业扩容提质互促共进的良性循环”。然而,在当今繁杂多变的经济环境下,我国的就业形势较为复杂。一方面,全球经济复苏进程放缓,贸易保护主义抬头,中国外向型企业正面临订单减少以及出口受挫等问题,这对企业吸纳就业的能力带来了极大的考验。另一方面,国内经济正处于转型升级的关键时期,产业结构的深度调整以及新技术和新业态的涌现都使得部分岗位被智能化技术所替代,结构性就业矛盾日益凸显。国家统计局相关数据显示,2019—2024年全国城镇调查失业率(1—12月均值)分别为5.2%、5.6%、5.1%、5.6%、5.2%和5.1%,且城镇登记失业人员自

收稿日期:2025-06-02

基金项目:教育部人文社会科学规划基金项目“数据要素促进共同富裕的理论机制与实践路径”(24YJAZH103);吉林省社会科学基金重大项目“‘一主六双’高质量发展战略的产业支持与协同路径研究”(2023ZD3);吉林省教育厅科学研究项目“基于劳动力市场新变化的大学生就业价值观研究”(JJKH20250243BS)

作者简介:吕康银(1969—),女,黑龙江牡丹江人,东北师范大学经济与管理学院教授,博士生导师;
唐志东(1996—),男,湖南郴州人,东北师范大学经济与管理学院博士生,本文通讯作者;
赵旭东(1998—),男,内蒙古呼伦贝尔人,中国人民大学财政金融学院博士生。

2020 年来已突破千万人大关,就业市场正承受着巨大压力。稳定的劳动力市场是促进经济高质量发展的基础,而企业作为吸纳就业的主力军,则在稳定劳动力市场中扮演着至关重要的角色。因此,如何激发企业活力、促进企业劳动雇佣规模提升,是当下亟待解决的问题。

现阶段,学者们对影响企业劳动雇佣规模的因素进行了大量探索,从已有文献来看,大致可分为两类。第一类文献聚焦企业内部因素对劳动雇佣规模的影响。首先,资金因素是影响企业劳动雇佣规模的关键因素。已有研究表明,融资约束的加剧会对企业劳动雇佣规模带来显著的负面影响^[1],且融资约束的加剧会使企业更倾向于解雇任职时长偏短的员工,导致劳动力资源的错配^[2]。其次,企业行为同样也会对其劳动雇佣规模产生重要影响。具体来看,Huang 认为企业数字化转型能够通过提高劳动生产率等途径加大对劳动力的需求^[3];而沈宏亮等则进一步认为企业数字化转型会引致“就业创造”和“就业破坏”两种效应,且“就业创造”效应高于“就业破坏”效应,因此带来了劳动雇佣规模的扩张^[4]。从人工智能应用视角来看,现阶段学术界对人工智能应用会如何影响企业劳动力需求还未达成一致。王永钦和董雯认为企业人工智能的应用会对就业带来挤出效应,降低对劳动力的需求^[5];但部分学者认为人工智能应用所带来的新技术和新业态不仅会创造更多的新兴就业岗位,还会通过扩大企业生产规模的途径促进企业劳动雇佣规模扩大^{[6][7]}。最后,部分研究从企业特征入手,认为企业的 ESG 表现^[8]和供应链稳定性^[9]等都会对企业劳动雇佣规模产生影响。第二类文献从外部环境入手,考察了可能影响企业劳动需求的因素。具体来看,科技金融发展^[10]、行业竞争压力^[11]和宏观经济不确定性^[12]等因素都会对企业劳动雇佣规模产生影响。综上所述,现阶段关于企业劳动雇佣规模的影响因素研究已较为丰富,但聚焦资本视角,尤其是对不同资本类型与企业劳动雇佣规模之间存在何种关联的挖掘和阐释,目前还不够充分。从已有学术成果来看,部分研究关注了不同产权性质资本对企业劳动雇佣规模的影响^[13],然而从资本的“耐心程度”这一关键属性出发的相关研究还存在一定学术空白。

企业劳动雇佣规模的扩张依赖充足的资金支持,且劳动力存在调整成本高以及现金流匹配难度大的特征,仅依靠企业自有资金往往难以满足扩张需求,需要外部市场的融资补充^[9]。然而,中国资本市场存在显著的短期化倾向,这可能对企业劳动雇佣规模的扩张形成制约。从投资者视角来看,大多数投资者更青睐短期投资,以期通过频繁的交易来快速获取收益,对长期投资缺乏足够耐心。横向对比来看,在 2023 年 6 月至 2024 年 6 月期间,我国股票市场的年化换手率高达 273%,而美国同期仅为 102%,且我国投资者的平均持股时长为 4.4 个月,也远低于美国投资者的 11.8 个月^[14]。此外,在以商业银行为典型代表的间接融资市场中,各类主体也普遍遵循短期收益最大化的逻辑,更愿意为企业提供短期贷款,表现出明显的短期化倾向^[15]。这导致企业难以获得稳定的资金支持,无法进行生产规模扩张,进而对企业的就业吸纳能力产生负面影响,不利于稳就业目标的实现。在此背景下,耐心资本的引入显得尤为迫切。耐心资本是一种立足于长期投资的资本形式,将企业的长期收益和长远发展前景作为考量与关注的重点,更注重长期的价值创造和稳定回报。与传统的短期资本不同,耐心资本对市场短期波动的敏感度较低,是具备较强风险承受能力的资本,能够为企业提供持续的资金支持。耐心资本的核心目的是获取长期价值,具体表现为能够抵抗短期市场压力的股权或者债权^[16]。其中,以直接融资渠道注入的耐心资本将融入企业决策体系,演变为能够共享企业长期价值增值的稳定型股权;相较而言,由间接融资渠道注入的耐心资本更侧重与企业构建长期稳定的合作关系,从而形成关系型债权^[17]。

近年来,国家高度重视耐心资本的发展,2024 年 4 月,中共中央政治局会议明确强调“要积极发展风险投资,壮大耐心资本”;党的二十届三中全会也明确指出“鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资,更好发挥政府投资基金作用,发展耐心资本”。根据中国人民银行发布的《2024 年金融统计数据报告》,2024 年 12 月末,人民币存款余额高达 302.25 万亿元,同比增长 6.3%;人民币贷款余额总量为 255.68 万亿元,同比增长 7.6%。整体来看,中国金融市场规模庞大,然而在耐心资本供给方面,仍存在明显缺口。一方面,耐心资本的重要来源为私募股权基金,其中,中国社保基金等稳定

型机构投资者占比仅为 0.5%，远低于美国 40% 的占比^[18]。另一方面，监管部门的调研数据显示，截至 2023 年，中国资本市场中的长期资金持股占比不足 6%，相比而言，国外成熟资本市场中的长期资金持股占比普遍高于 20%^①。这反映出中国耐心资本的发展依然有很长的路要走，需要各方共同努力以提升耐心资本在金融体系中的比重，从而更好地发挥耐心资本赋能实体经济的作用。从实际表现来看，耐心资本对企业 ESG 表现^[19]、创新质量^[20] 和新质生产力^[21] 等方面均有积极影响，但其能否发挥稳就业效应还有待深入探讨。尤其是在当前经济转型与就业压力并存的背景下，厘清耐心资本对企业劳动雇佣规模的影响，对于引导耐心资本更好地服务实体经济并实现经济高质量发展具有重要意义。

有鉴于此，本文以中国 2011—2022 年的沪深 A 股上市企业作为研究样本，深入分析耐心资本与企业劳动雇佣规模之间的关系，并试图探究其内在的经济机理。相较于已有研究，本文的边际贡献体现为三个方面。第一，在衡量企业所获得的耐心资本时，部分研究仅从直接融资的单一视角出发，着重关注企业通过股权融资渠道所获得的长期资金支持^{[19][22]}，忽视了间接融资在长期资金供给中的作用。从实际情况来看，企业所获得的耐心资本既包含来自股票市场的直接融资，也涵盖了银行贷款等间接融资。鉴于此，本文从直接和间接融资视角出发，采用熵值法综合测度了企业的耐心资本，有效弥补了过往研究在融资视角上的单一性缺陷，为精准衡量企业耐心资本提供了全新的量化思路和分析框架。第二，立足于耐心资本视角，拓展了企业劳动雇佣规模的影响因素研究，为实现稳就业目标提供了全新思路。现有文献基本认同资金是影响企业就业吸纳能力的核心因素^[23]，但未能从耐心资本的角度出发，探索不同类型资金对企业劳动雇佣规模的影响。短期资本以短期收益最大化为导向，具有较强的流动性以及不确定性。然而，劳动力成本支出是一个长期且持续的过程，更需要稳定的资金来源予以支持。纵观现有研究，与本文最为相近的研究是从政府引导基金视角考察如何实现稳就业^[24]。政府引导基金虽然也具有长期性，但在资金规模和覆盖范围等方面存在局限性，而耐心资本的概念更为广泛，不仅涵盖了政府引导基金，还囊括了社保基金和长期银行贷款等其他资金形式，更能够精准捕捉长期资金对企业劳动雇佣规模的综合影响。第三，本文不仅证实了耐心资本存在稳就业效应，更为重要的是，从融资约束、经营风险和经营范围三个方面揭示了耐心资本对企业劳动雇佣规模的内在作用机理，系统构建了二者之间的理论框架，打开了耐心资本与企业劳动雇佣规模之间的“黑箱”。这一发现不仅深化了企业资金特质与就业稳定性之间的内在联系，拓展了金融学领域和劳动经济学领域的交叉边界，为后续相关研究提供了理论基础和研究方向，也为企业管理者优化资金配置和有关部门制定更具针对性的就业政策提供了有益参考。

二、理论分析与研究假说

劳动雇佣作为企业人力资本投资的重要表现之一，其规模大小主要受企业雇佣能力和雇佣意愿的影响。从企业雇佣能力来看，劳动力区别于土地和机器等传统固定资产，具有专有性特点，且无法作为抵押物，这使得企业在劳动力方面的投入难以在短期内快速变现^[25]。此外，企业劳动雇佣除了前期招聘等支出外，还需负担入职培训、社保缴纳和员工福利等支出，而劳动力的经济价值则需要通过一系列的生产经营活动来实现，二者之间存在较大的时滞性。因此，企业需要持续的资金流来维系劳动力的雇佣。从企业雇佣意愿来看，劳动雇佣决策反映了企业在既定约束条件下对劳动雇佣成本和收益的权衡结果。当企业经营风险过高时，为了规避劳动力负担所带来的潜在风险，企业往往会选择减少劳动雇佣；相反，若企业经营发展良好，其业务范围扩展至多个领域，劳动雇佣的预期收益高于成本，企业则会选择主动扩大劳动雇佣规模，以满足自身的业务需要。因此，本文拟从融资约束、经营风险和经营范围三个维度展开理论分析。

（一）缓解融资约束

融资约束始终制约着企业劳动雇佣规模的扩张。当融资约束加剧时，企业往往会面临资金获取难度增大以及使用成本提高的困境。这迫使企业在劳动力资源投入上趋于保守，更倾向于缩减其劳

动雇佣规模。相反,若企业融资约束得到缓解,其资金流趋于充裕时,企业更有可能增加对劳动力的投入。耐心资本作为一种具有长期性和稳定性的资金来源,对缓解企业融资约束具有重要作用。首先,耐心资本持有者不以企业短期收益为考量标准,更关注企业长期的价值创造,这种资本特性使其在企业面临困境时也不会轻易退出,能够为企业带来稳定的资金流。鉴于劳动力投入转化为收益存在时间滞后性,企业更需要持续且稳定的资金支持,而短期资本以短期收益为导向,追求短期收益的最大化,当企业出现亏损或危机时,短期资本往往会撤出,加大了企业对劳动力资源投入的顾虑。其次,耐心资本可以发挥信号作用。耐心资本依托其团队和信息优势,能够精准筛选具有发展潜力的优质企业并进行投资。此类投资行为体现了耐心资本对企业的高度认同,能够发挥信号引导作用,增强潜在投资者的信心,进而吸引更多社会资本流入企业,拓宽了企业融资渠道。最后,中国金融体系以银行等国有金融机构为主导,受制于信息不对称,银行更倾向于为有政府隐性担保的企业提供信贷资金^[26],而耐心资本中的重要组成部分,如政府引导基金和社保基金等均依托国家信用背书,能够为企业提供隐性担保,降低了银行等金融机构的信贷风险,从而提高企业获得信贷资金的可能性。综上所述,耐心资本能够有效缓解融资约束,进而帮助企业扩大劳动雇佣规模。

(二)降低经营风险

耐心资本能够降低企业经营风险,进而促进企业劳动雇佣规模扩大。耐心资本以获取长期收益为核心目标,其投资者为了保障投资的有效性,通常会深度嵌入企业的内部治理与投资决策中,且与短期资本追求短期收益最大化不同,耐心资本不会催生管理层短视行为。短期资本参与企业决策往往会诱导企业采取高风险的投机策略,忽视了企业的长期发展,容易引发潜在的风险和危机。耐心资本凭借其风险共担和利益共享机制,能够有效发挥监督与治理功能,矫正管理层的短视倾向,引导企业聚焦于长期可持续发展^[27]。这有助于企业构建稳健的经营架构和风险控制体系,提升企业经营的稳定性。此外,耐心资本的注入能够提高企业市场信誉和增强企业合作伙伴的信任。这是因为耐心资本具有长期属性,能够给企业带来长期的价值创造,供应商、合作伙伴和客户更愿意与此类企业建立长期的合作伙伴关系。这种稳定的商业生态能够帮助企业在市场波动中保持经营的可持续性与稳定性,从而有效降低企业风险。同时,由于耐心资本能够提供稳定的资金支持,也能够有效避免企业资金链断裂所带来的经营风险。企业经营风险对其就业吸纳能力具有重要影响。实物期权理论指出,当经营风险提升时,企业会基于利润最大化或者成本最小化原则选择暂缓投资^[28]。企业劳动雇佣决策本质上属于投资行为,因此经营风险上升可能会导致企业劳动雇佣规模下降。与此同时,员工作为企业的利益相关者会与企业共担风险,企业经营风险的提高会导致员工提出加薪诉求以弥补自身的失业风险,这也迫使企业选择缩小劳动雇佣规模^[29]。因此,当耐心资本降低企业经营风险时,会扩大其劳动雇佣规模。

(三)扩展经营范围

耐心资本有助于企业扩展经营范围,进而促进企业劳动雇佣规模扩大。一方面,创新是推动企业经营范围拓展的关键因素,而耐心资本的独特属性使其成为推动企业创新能力提升的重要力量。创新活动具有周期长和不确定性高等特点,且需要持续的资金投入,传统的短期资本因追求短期回报,通常难以满足企业的创新活动需要。与之对应的是,耐心资本因其具有长期投资属性,能够与企业的创新活动完美适配,确保了企业的创新活动不因短期的业绩压力而中断,维持了创新活动的连贯性与持续性^[20]。通过耐心资本的长期支持,企业能够持续探索新技术以及开发新产品,进而扩展产品线和经营范围。此外,创新能力的提升能够增加企业的产品附加值,进而满足不同市场和不同类型客户的需求,实现了业务范围的自然扩展。另一方面,经营范围扩展对企业劳动雇佣规模扩大具有显著的促进作用。企业扩展经营范围时,需要更多的劳动力资源以支持新增的业务活动与生产任务。此时劳动力需求的提高不仅体现在生产员工的数量上,更体现在与新业务相关的管理、技术、销售和售后等多方面的岗位需求上。随着企业市场领域的开拓,其组织架构和运营流程也可能会进行相应的调

整与优化,这将进一步加大企业对各类人才的需求。

基于上述理论分析,本文提出研究假说。

假说 1:耐心资本促进了企业劳动雇佣规模提升。

假说 2:融资约束缓解、经营风险降低和经营范围扩展是耐心资本提升企业劳动雇佣规模的作用机制。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以 2011—2022 年的中国沪深 A 股上市企业为研究样本,并进行相应的数据处理。(1)删除金融、房地产和保险行业样本;(2)删除状态为 ST 和 *ST 的样本;(3)删除变量缺失的样本;(4)对文中涉及的所有连续变量进行前后 1% 的缩尾处理。经过如上处理,本文共保留 21846 个有效观测样本。本文所涉及的机构投资者数据以及企业层面相关数据来自希施玛(CSMAR)数据库和万得(WIND)数据库,信息披露质量评级数据来自深交所和上交所官网,地区层面数据来自《中国城市统计年鉴》。

(二)变量说明

1.被解释变量

本文的被解释变量为企业的劳动雇佣规模(*Labor*),参考毛其淋和王玥清的方法^[8],采用企业当年员工人数的自然对数表示。

2.解释变量

本文的解释变量为企业的耐心资本(*PC*)。基于上文对耐心资本的表述,本文从稳定型股权和关系型债权两个方面来测度企业的耐心资本。长期机构投资者因其投资周期长、关注长期回报和风险承受能力高等特点,与耐心资本的内涵高度契合,因此本文用长期机构投资者在各上市企业中的持股占比作为稳定型股权的代理变量。参考黎文靖和路晓燕的思路^[30],基于机构投资者的资产组合特征计算每期(共 4 个半年度)的平均换手率,并以此为标准划分为高中低三个组别。换手率越低,越倾向于长期投资。本文将换手率最低的组别定义为长期机构投资者,然后计算长期机构投资者在各上市企业中的持股占比。此外,本文参考姜中裕和吴福象的研究^[31],将企业长期负债与负债总额的比值作为关系型债权的代理变量。在此基础上,本文采用熵值法测度企业的耐心资本。

3.控制变量

企业劳动雇佣规模不仅受企业财务状况以及治理特征等内部因素影响,也可能与其所处地区的宏观经济环境密切相关。因此,本文从企业和地区维度选取控制变量以缓解遗漏变量所带来的偏误。在企业维度,选取如下控制变量:企业规模(*Size*),用营业收入的自然对数表示;企业年龄(*Age*),用当年与企业成立年份的差额加 1 取自然对数表示;总资产收益率(*Roa*),用净利润与总资产之比表示;资产负债率(*Lev*),用总负债与总资产之比表示;现金流(*Cash*),用经营活动产生的现金流净额与总资产之比表示;营业收入增长率(*Grow*),用本年度营业收入与上年度营业收入的差额除以上年度营业收入表示;固定资产占比(*Fix*),用固定资产与总资产之比表示;股权集中度(*Top1*),用第一大股东持股比例表示。在地区维度,本文选取如下控制变量:经济发展水平(*GDP*),用地区人均生产总值的自然对数表示;财政支出水平(*Exp*),用地区财政支出占地区生产总值之比表示;产业结构(*Ind*),用地区第三产业增加值与地区第二产业增加值之比表示。

4.机制变量

基于本文的假说 2,本文从融资约束、经营风险和经营范围三个维度选取机制变量。首先,参考毛其淋和王玥清的方法^[8],采用 WW 指数和 KZ 指数来测度企业的融资约束,其值越小,表明企业面临的融资约束越宽松。其次,本文拟从企业整体和主营业务两个方面考察企业的经营风险。一方面,

采用经行业和年份均值调整后的资产收益率三年滚动标准差(*Risk1*)作为企业整体经营风险的代理变量^[32],这是因为企业经营风险与盈利波动率高度相关^[33]。另一方面,使用主营业务亏损率(*Risk2*)来衡量企业的经营风险^②,企业的主营业务亏损率越高,其经营风险越大^[34]。最后,本文使用赫芬达尔指数(*D1*)和收入熵指数(*D2*)来测度企业的经营范围^[35]。赫芬达尔指数(*D1*)的计算公式为 $D1 = \sum Income_i^2$, $Income_i$ 表示企业第 i 个经营领域中的主营业务收入占企业业务收入总额的比重, $D1$ 越大,企业收入来源越单一,因此该指标为企业经营范围的负向指标。收入熵指数(*D2*)的表达式为: $D2 = \sum Income_i \times \ln(1/Income_i)$ 。 $D2$ 越大,企业业务的分散程度越大,因此该指标是企业经营范围的正向指标。

(三) 计量模型构建

为了检验耐心资本对企业劳动雇佣规模的影响,本文构建如下双向固定效应模型:

$$Labor_{i,c,t} = \alpha_1 + \alpha_2 PC_{i,c,t} + \alpha_3 Fcontrol_{i,c,t} + \alpha_4 Econtrol_{c,t} + \gamma_i + \delta_t + \epsilon_{i,c,t} \quad (1)$$

式(1)中,下标 i 、下标 c 和下标 t 分别表示企业、地区和年份, $Labor$ 表示企业劳动雇佣规模, PC 表示企业耐心资本, $Fcontrol$ 和 $Econtrol$ 分别为企业层面控制变量和地区层面控制变量, γ 和 δ 分别为企业固定效应以及年份固定效应, ϵ 为随机扰动项。 α_2 为本文重点考察的估计系数,若 α_2 显著为正,则可以推断耐心资本提高了企业劳动雇佣规模,发挥了稳就业效应;相反,若 α_2 不显著或者 α_2 显著为负,则说明耐心资本没有发挥稳就业效应。

四、实证结果

(一) 描述性统计

表1的描述性统计结果显示,企业劳动雇佣规模($Labor$)的均值为7.862,标准差为1.240,与现有相关文献基本相同;其最大值和最小值分别为11.355和5.063,说明企业间的劳动雇佣规模存在较大差异。耐心资本(PC)的最小值为0.000,最大值为0.677,体现出不同企业能够获得的耐心资本也存在明显差异,其均值为0.139,标准差为0.144。其余控制变量以及机制变量的特征也与现有相关文献基本一致。

表1 描述性统计

变量类型	变量	变量符号	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	劳动雇佣规模	<i>Labor</i>	21846	7.862	1.240	5.063	11.355
解释变量	耐心资本	<i>PC</i>	21846	0.139	0.144	0.000	0.677
企业层面 控制变量	企业规模	<i>Size</i>	21846	21.714	1.503	18.679	25.969
	企业年龄	<i>Age</i>	21846	2.904	0.337	1.792	3.526
	总资产收益率	<i>Roa</i>	21846	0.034	0.059	-0.230	0.188
	资产负债率	<i>Lev</i>	21846	0.448	0.197	0.059	0.900
	现金流	<i>Cash</i>	21846	0.045	0.065	-0.145	0.232
	营业收入增长率	<i>Grow</i>	21846	0.170	0.391	-0.505	2.445
	固定资产占比	<i>Fix</i>	21846	0.222	0.160	0.004	0.697
	股权集中度	<i>Top1</i>	21846	0.340	0.151	0.086	0.746
地区层面 控制变量	经济发展水平	<i>GDP</i>	21846	11.440	0.512	10.006	12.223
	财政支出水平	<i>Exp</i>	21846	0.157	0.054	0.077	0.360
	产业结构	<i>Ind</i>	21846	1.641	1.070	0.440	5.284
机制变量	WW 指数	<i>WW</i>	21846	-1.022	0.074	-1.235	-0.854
	KZ 指数	<i>KZ</i>	21846	1.526	2.152	-5.605	6.356
	资产收益率的滚动标准差	<i>Risk1</i>	21846	0.029	0.034	0.001	0.199
	主营业务亏损率	<i>Risk2</i>	21846	-0.261	0.166	-0.792	0.034
	赫芬达尔指数	<i>D1</i>	21846	0.780	0.248	0.241	1.000
	收入熵指数	<i>D2</i>	21846	0.393	0.449	0.000	1.577

(二) 基准回归

表 2 展示了耐心资本对企业劳动雇佣规模的回归结果。其中,列(1)是不考虑控制变量以及固定效应的回归结果,列(2)在不考虑控制变量的基础上,添加了企业和年份两类固定效应,列(3)和列(4)在考虑固定效应的基础上,分别添加了企业层面的控制变量以及企业和地区层面的全部控制变量。回归结果显示,无论哪种情况,耐心资本的估计系数都在 1% 的水平上显著为正。这初步证实了本文的假说 1,即耐心资本提高了企业的劳动雇佣规模,发挥了稳就业效应。

表 2 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Labor</i>	<i>Labor</i>	<i>Labor</i>	<i>Labor</i>
PC	2.215*** (0.125)	0.606*** (0.052)	0.165*** (0.036)	0.166*** (0.036)
企业层面控制变量	否	否	是	是
地区层面控制变量	否	否	否	是
企业固定效应	否	是	是	是
年份固定效应	否	是	是	是
常数项	7.555*** (0.025)	7.778*** (0.007)	-5.234*** (0.455)	-4.705*** (0.630)
观测值	21846	21846	21846	21846

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,括号内为聚类到企业层面的稳健标准误,下表同。

(三) 内生性检验

虽然上文已经初步证实了耐心资本能够促进企业劳动雇佣规模扩大,发挥了稳就业效应,但是二者也可能存在互为因果的问题。企业劳动雇佣规模扩大意味着企业需要更多的场地和设备等实体资产以适配劳动力,而实体资产的增加反映了企业对长期发展的规划和布局,这种长期属性与耐心资本的特性不谋而合,增强了企业对耐心资本的吸引力。此外,企业劳动雇佣规模扩大,尤其是对高技能劳动力需求的增加,能够汇聚多元化的知识、技能和经验,有助于提高企业的创新能力。企业创新成果的涌现不仅直接带来市场竞争力的提升,还进一步增加了企业的无形资产,例如专利技术和品牌价值等。此类无形资产同样具有长期收益的特性,与耐心资本追求长期稳定回报的投资目标相符,也可能带来更多耐心资本的注入。因此,为了减少互为因果以及遗漏变量等问题带来的影响,本文采取工具变量法进行检验。

一方面,本文选取企业的分析师关注度作为第一个工具变量(IV1),分析师关注度用当年对企业发布盈余预测报告的分析师人数加 1 取自然对数表示。根据信息揭示假说,分析师关注度提高了企业信息透明度,使得信息不对称程度大幅降低,这使得投资者能够准确评估企业的长期发展潜力,与耐心资本的注入具有显著关联。此外,分析师的主要职责是缓解外部信息不对称以及促进信息共享等,亦无法对企业的劳动雇佣规模带来直接影响。因此,该工具变量具有一定的合理性。表 3 的列(1)和列(2)给出了两阶段最小二乘法的回归结果,列(1)的回归结果表明,工具变量(IV1)与耐心资本具有显著的相关性;列(2)的回归结果表明,耐心资本与企业劳动雇佣规模的估计系数依然在 1% 的水平上显著为正。此外,Kleibergen-Paap rk LM 统计量在 1% 的水平上拒绝了识别不足的原假设,Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量也远高于弱工具变量检验 10% 偏误水平的临界值 16.38,证实了该工具变量的有效性与合理性。

另一方面,选取当年除自身以外同行业企业的耐心资本均值作为第二个工具变量(IV2)。这是因为同行业公司往往面临相似的技术、市场和政策环境,这使得投资者对该行业内部企业的长期价值判断具有一定的相似性,因此同行业企业的耐心资本均值与企业自身的耐心资本具有高度相关性。

此外,该均值反映的是行业层面的共性特征,对于企业自身而言,其劳动雇佣规模主要取决于本身的经营战略、生产率水平和财务状况等,理论上不会受到除自身以外的同行业企业耐心资本均值的影响。表3的列(3)和列(4)给出了具体回归结果,不难看出,耐心资本依然促进了企业劳动雇佣规模扩大。除此之外,本文将IV1和IV2同时作为耐心资本的工具变量并纳入检验,此举能够进一步验证工具变量是否满足外生性。过度识别检验结果表明,Hansen J统计量为1.729,所对应的P值为0.189,高于0.1。这说明了IV1和IV2能够满足外生性条件,是有效的工具变量,且回归结果不发生改变。

表3 工具变量回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	PC	Labor	PC	Labor	PC	Labor
PC		1.156*** (0.334)		2.418** (0.965)		1.358*** (0.321)
IV1	0.018*** (0.002)				0.018*** (0.002)	
IV2			0.393*** (0.085)		0.395*** (0.084)	
控制变量	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	21846		21844		21844	
Kleibergen-Paap rk LM 统计量	122.796 [0.000]		19.219 [0.000]		137.538 [0.000]	
Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量	138.063 {16.38}		21.221 {16.38}		79.293 {19.93}	
Hansen J 统计量						1.729 [0.189]

注:控制变量涵盖了企业和地区层面的全部控制变量,下表同;中括号内为相应统计量所对应的P值;大括号内为Stock-Yogo检验在10%水平上的临界值。

(四)稳健性检验

为了进一步验证假说1,本文拟从七个方面进行稳健性检验。第一,替换被解释变量。参考张雪兰和吴蓉蓉的方法^[36],将被解释变量替换为企业劳动雇佣规模增长率,用企业当年劳动雇佣规模的变化额与企业上年劳动雇佣规模之比表示。表4的列(1)给出了回归结果,耐心资本能够显著提高企业劳动雇佣规模增长率,发挥了稳就业的功能。第二,替换解释变量。将稳定型股权(*Stab*)和关系型债权(*Relat*)分别对企业劳动雇佣规模进行回归,以检验耐心资本的各组成部分是否都能够促进企业劳动雇佣规模提升。表4的列(2)和列(3)分别给出了稳定型股权和关系型债权的回归结果,可以看出,无论是稳定型股权还是关系型债权,都能够显著提升企业劳动雇佣规模,进一步证实了耐心资本的稳就业效应。第三,倾向得分匹配检验。为了防止样本选择偏误对基准回归结果的影响,本文使用倾向得分匹配法进行分析。参考王瑶等的方法^[37],将每年的耐心资本中位数作为划分标准来构造处理变量,将企业耐心资本高于中位数的样本赋值为1,将耐心资本低于中位数的样本赋值为0。将式(1)中所涉及的企业规模、企业年龄、总资产收益率等所有控制变量作为协变量,采用1:1近邻匹配以寻找对照组。表4的列(4)给出了用匹配后的样本进行回归的估计结果,不难看出,耐心资本的估计系数依然在1%的水平上显著为正。第四,添加高维固定效应。为了防止地区或行业随时间变化的遗漏变量对基准回归结果产生影响,本文添加了地区一年份和行业一年份两个高维固定效应,表4的列(5)为添加高维固定效应后的回归结果,耐心资本的估计系数大小和显著性未发生明显变化。第

五,滞后处理。考虑到耐心资本对企业劳动雇佣规模的影响可能存在时滞性,本文将解释变量滞后一期并进行回归,具体结果见表4的列(6),原有结论不发生改变。第六,删除特殊年份样本。考虑到2020年突发的全球性公共卫生事件可能会对企业的融资约束和经营生态等方面带来影响,本文剔除了2020—2022年的子样本重新进行回归。表4的列(7)汇报了相应结果,在排除特殊年份样本后,耐心资本依然显著提高了企业劳动雇佣规模。第七,改变聚类层级。表4的列(8)和列(9)分别为将稳健标准误聚类到行业层面和城市层面的回归结果,可以看出,无论是聚类到行业层面还是城市层面,耐心资本都显著提高了企业劳动雇佣规模,结论具有稳健性。

表4 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
PC	0.004** (0.002)			0.216*** (0.043)	0.148*** (0.033)		0.090** (0.043)	0.166*** (0.030)	0.166*** (0.038)
Stab		0.600*** (0.206)							
Relat			0.165*** (0.039)						
L.PC						0.121*** (0.038)			
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是
高维固定效应	否	否	否	否	是	否	否	否	否
常数项	-0.004 (0.031)	-4.755*** (0.630)	-4.750*** (0.630)	-4.602*** (0.772)	-4.773*** (0.730)	-4.901*** (0.691)	-5.009*** (0.708)	-4.705*** (0.986)	-4.705*** (0.672)
观测值	20968	21846	21846	10710	21846	17328	15087	21846	21846

综上所述,在经过替换核心变量、倾向得分匹配检验和添加高维固定效应等各类稳健性检验后,耐心资本都显著扩大了企业劳动雇佣规模,发挥了稳就业效应。假说1得到验证。

(五)机制检验

基于本文的研究假说,耐心资本可能通过缓解企业融资约束、降低企业经营风险和扩展企业经营范围等途径提高企业劳动雇佣规模,进而发挥稳就业效应。因此,本文参考江艇^[38]的方法,构建如下计量模型进行机制检验:

$$M_{i,c,t} = \beta_1 + \beta_2 PC_{i,c,t} + \beta_3 Fcontrol_{i,c,t} + \beta_4 Econtrol_{c,t} + \gamma_i + \delta_t + \epsilon_{i,c,t} \quad (2)$$

式(2)中, M 为机制变量,即上文变量说明当中的WW指数、KZ指数、 $Risk1$ 、 $Risk2$ 、 $D1$ 和 $D2$,其余变量定义与式(1)相同。

表5汇报了机制检验的回归结果。其中,列(1)和列(2)为融资约束机制的检验结果,可以看出,耐心资本有效缓解了企业所面临的融资约束。融资约束本质上反映的是企业获取资金的难易程度,企业融资约束缓解意味着企业获取资金的难度降低,有助于企业进行生产规模扩张等活动。在企业扩张的过程中,为了满足业务增长带来的任务需求,企业必然需要加大对劳动力的投入,进而促进了劳动雇佣规模扩大。列(3)和列(4)汇报了经营风险机制的检验结果,耐心资本不仅降低了企业的盈利波动幅度($Risk1$),还降低了企业主营业务的亏损率($Risk2$)。因此,耐心资本显著降低了企业的经营风险。企业整体经营风险的降低使得企业对未来发展前景充满信心,更敢于承担一定的劳动力成本以提升生产能力和服务水平;主营业务亏损率的降低意味着企业核心业务的盈利能力提升,有助于企业将更多资金用于人力资源的开发与培育。观察列(5)和列(6)可知,耐心资本显著拓宽了企业经

营范围。企业经营范围扩张带来了产品线的丰富和市场活动的增加,为了运营新业务、开发新产品和开拓新市场,企业必然需要增加对生产、销售和研发等环节的人力资源投入,能够带来新就业岗位的增加。此外,业务的多元化也可能带来协同效应,能够提高企业的整体经营效率和盈利能力,进而增强企业持续进行劳动力资源投资的动力。综上所述,假说 2 得到验证。

表 5 机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	WW 指数	KZ 指数	Risk1	Risk2	D1	D2
PC	-0.025*** (0.003)	-0.249*** (0.090)	-0.007*** (0.002)	-0.061*** (0.008)	-0.031** (0.013)	0.061*** (0.022)
控制变量	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
常数项	-0.286*** (0.036)	-5.231*** (1.222)	0.252*** (0.041)	-0.684*** (0.113)	1.188*** (0.213)	-0.288 (0.372)
观测值	21846	21846	21846	21846	21846	21846

(六)异质性检验

上文基于整体视角考察了耐心资本对企业劳动雇佣规模的影响及其内在的经济机理,但由于不同企业、行业和地区间的差异化特征,耐心资本的稳就业效应可能呈现显著的非对称性。此外,相关政策的实施也可能对耐心资本的稳就业效应带来影响。因此,本文拟从企业生命周期、企业劳动要素密集程度、行业竞争程度、地区金融化程度和相关政策实施五个维度进行异质性检验,以揭示如何最大限度地发挥耐心资本的稳就业效应。

1.企业生命周期

当企业处于不同生命周期时,其内部资源状况和发展战略存在较大差异,耐心资本对不同阶段企业劳动雇佣规模的影响可能会存在差异。对于成长期企业而言,其核心任务是业务范围的扩展和市场份额的提升,此类企业对劳动力资源的需求较大,但成长期企业往往存在较大的融资约束,资金压力使得企业难以快速扩大其劳动雇佣规模。与此同时,耐心资本的注入能够极大程度上缓解企业的融资约束,为企业提供充足的资金支持,能够有效帮助成长期企业扩大劳动雇佣规模。对于成熟期企业而言,其生产经营已处于相对稳定状态,劳动力资源的调整以优化员工结构为主,而非进行规模扩张。此时,耐心资本虽然会对成熟期企业带来积极作用,但很难对劳动雇佣规模产生影响。对于衰退期企业而言,耐心资本更体现为“缓冲垫”作用,能够维持企业日常的生产经营活动。这不仅有效避免了大规模裁员,还可能使企业有额外资金进行生产规模的扩张和多元化经营探索,进而促进劳动雇佣规模扩大。为了验证上述推断,本文参考鄢朝辉等的方法^[39],将研究样本划分为成长期企业、成熟期企业和衰退期企业,并在此基础上进行分组回归。表 6 的列(1)、列(2)和列(3)分别为成长期企业、成熟期企业和衰退期企业的回归结果,不难看出,耐心资本仅对成长期企业和衰退期企业的劳动雇佣规模带来积极影响,对成熟期企业的劳动雇佣规模不存在显著影响。此外,成长期企业和衰退期企业的组间系数差异性检验结果表明,耐心资本对两类企业的影响不存在显著差异。

2.企业劳动要素密集程度

本文参考卢闯等的方法^[40],用企业员工人数与企业营业收入之比来反映企业的劳动要素密集程度,并以各年的中位数为划分标准,将高于各年中位数的企业定义为劳动密集型企业,反之则定义为非劳动密集型企业。表 6 的列(4)和列(5)给出了分组回归结果,耐心资本对企业劳动雇佣规模的积极影响仅在非劳动密集型企业中显著。对此可能的解释是,劳动密集型企业本身对低成本的普通劳动力的依赖程度较高,而此类劳动力具有雇佣成本低、流动性高和可替代性强的特点,这使得劳动密

集型企业的雇佣规模受资源限制的影响相对较小^[41]。此外,劳动密集型企业的生产经营活动与其劳动力资源紧密相关,导致企业对数据和资本等要素的敏感度偏低,耐心资本无法通过拓展企业经营范围提高劳动雇佣规模。相反,非劳动密集型企业有着更高的技术门槛,其生产经营活动更为复杂,对资金的缺口更大。耐心资本的注入不仅能够通过缓解融资约束扩大生产,还可能帮助企业提高其创新能力,促进企业多元化经营。因此,耐心资本仅对非劳动密集型企业的劳动雇佣规模有显著的正向影响。

表 6 企业异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	成长期	成熟期	衰退期	劳动密集型	非劳动密集型
PC	0.145*** (0.044)	0.066 (0.051)	0.192* (0.101)	0.047 (0.030)	0.207*** (0.047)
控制变量	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
常数项	-5.112*** (0.816)	-4.809*** (0.768)	-3.423** (1.655)	-7.531*** (0.555)	-6.929*** (0.809)
观测值	10548	7515	3783	10926	10920
组间系数差异		0.377			0.002***

注:组间系数差异性检验汇报的是经验 P 值,通过 bdiff 命令抽样 1000 次所得,表 7 同;0.377 对应的是成长期企业和衰退期企业的组间系数差异性检验。

3. 行业竞争程度

行业竞争程度差异可能会对企业的战略决策和资源分配格局产生影响,进而影响企业对耐心资本的利用效率和劳动雇佣决策。因此,本文以年度勒纳指数的中位数为划分标准,将低于中位数的样本定义为高竞争行业,反之则为低竞争行业。表 7 的列(1)和列(2)给出了分组回归结果,可以看出,耐心资本对高竞争行业和低竞争行业的劳动雇佣规模均有显著的促进作用,二者的组间系数差异性在 1%的水平上显著。观察系数可知,耐心资本对高竞争行业劳动雇佣规模的促进作用更强。究其原因在于,低竞争行业企业通常在市场上具有一定的垄断地位,产品的定价能力较强,更能够将成本转嫁给消费者。在此情形下,企业能够获得更多的超额利润,有足够的资金来进行劳动力资源的扩充,对耐心资本的依赖程度偏弱。相反,高竞争行业企业的市场占有率偏低,该类企业普遍面临激烈的市场竞争和严峻的生存风险,对于劳动雇佣方面的决策会更为保守。耐心资本作为长期导向的资本形式,能够为企业提供稳定的资金支持,使得企业更敢于在长期战略层面来调整生产规模,进而更有效地促进劳动雇佣规模扩大。

4. 地区金融化程度

不同地区的金融化程度存在显著差异,这会对企业的融资环境和资金获取能力产生直接影响。本文参考李增福等的方法^[42],用地区金融机构贷款与地区金融机构存款的比值作为金融化程度的代理变量,并以各年度的中位数为划分标准,将样本划分为高金融化程度地区和低金融化程度地区。表 7 的列(3)和列(4)给出了分组回归的检验结果,无论是在高金融化程度地区还是低金融化程度地区,耐心资本都发挥了显著的稳就业效应,二者的组间系数差异性在 5%的水平上显著。观察系数可知,耐心资本对低金融化程度地区的企业劳动雇佣规模的促进作用更强。这是因为在低金融化地区,企业的融资渠道相对有限,资金获取能力偏弱,难以进行大规模的生产扩张,而耐心资本的注入能够有效缓解此类企业的融资约束,从而促使企业扩大生产规模,对其劳动雇佣规模的影响更强。相反,高金融化地区的企业往往拥有更多的融资渠道,对耐心资本的依赖程度不高,因此耐心资本在高金融化地区所发挥的稳就业效应较弱。

表 7

行业、地区和政策异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	高竞争	低竞争	高金融化	低金融化	政策冲击
<i>PC</i>	0.232*** (0.047)	0.092** (0.044)	0.107** (0.051)	0.217*** (0.049)	0.170*** (0.031)
<i>PC</i> × <i>DID</i>					0.370** (0.169)
<i>DID</i>					-0.129*** (0.029)
控制变量	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
常数项	-4.870*** (0.866)	-4.614*** (0.827)	-5.094*** (0.933)	-3.494*** (0.917)	-3.802*** (0.755)
观测值	11426	10420	10745	11101	13405
组间系数差异		0.006***		0.028**	

5. 相关政策

鉴于耐心资本发展以及耐心资本对企业劳动雇佣规模的作用可能会受相关金融政策的影响,本部分从 2020 年施行的《中华人民共和国证券法》(以下简称“新《证券法》”)入手,考察耐心资本的稳就业效应是否会因新《证券法》的实施而发生变化。由于新《证券法》会对全体 A 股上市企业带来影响,若直接按政策实施年份划分组别并进行分组回归,则无法准确判断该结果是否是相关政策实施所带来的效果。因此本文采取如下方法进行检验:首先,构建虚拟变量 *Post*,在新《证券法》实施当年及以后赋值为 1,反之则赋值为 0;其次,根据受新《证券法》影响程度的大小来构建处理组和对照组。鉴于新《证券法》大幅提高了对虚假记载和误导性陈述等劣质信息披露行为的处罚力度,并强化了相关责任人员的赔偿责任,因此相较于信息披露质量高的企业来说,新《证券法》对信息披露质量低的企业的影响程度更大。本文以深交所和上交所发布的上市企业信息披露评级为参照,若企业在新《证券法》实施的前 4 年内,信息披露评级至少出现过一次 C 或者 D[®],则定义 *Treat* = 1,反之则定义 *Treat* = 0。最后,将 *Treat* 和 *Post* 的交乘项(*DID*)以及 *DID* 与耐心资本(*PC*)的交乘项(*PC*×*DID*)同时纳入基准回归。值得注意的是,由于 2011—2020 年(政策实施前)的时间跨度过长,其中可能包含了许多不可观测因素,所以本部分选择 2016—2022 年的窗口期进行检验。表 7 的列(5)给出了具体回归结果,*DID* 与耐心资本(*PC*)的交乘项系数在 5%的水平上显著为正,说明新《证券法》的实施强化了耐心资本对企业劳动雇佣规模的积极影响,更有助于耐心资本发挥稳就业效应。究其原因,新《证券法》显著提升了企业的信息透明度,大幅降低了长期投资者与企业之间的信息不对称,能够帮助耐心资本更好地识别具有可持续发展能力的企业,从而强化耐心资本的稳就业效应。此外,新《证券法》还加强了对短期投机行为的约束,能够引导资本市场更加关注企业的长期价值,企业管理层也更有动力将耐心资本用于人力资本等具有高潜力的领域。

(七) 扩展性分析

1. 人力资本结构

上文的研究已经证实,耐心资本促进了企业劳动雇佣规模扩大,充分发挥了稳就业效应。那么耐心资本是否还能够推动企业进行人力资本结构升级,实现“人口红利”向“人才红利”的转变?这是本部分试图探讨的问题。员工学历结构是衡量企业人力资本结构的重要标准,高学历员工往往接受过系统化的专业知识教育和技能培训,更多集中于专业性强且技能要求高的岗位当中,其工作任务具有较高的创新性和不可替代性等特点。相反,低学历员工则集中于技能门槛相对较低的岗位,其工作任

务具有重复性和可替代性等特点。因此,高学历员工占比越高,企业的人力资本水平越高。本文按员工的最高学历进行划分,将被解释变量替换为企业的研究生学历员工占比(*Ratio1*)、本科学历员工占比(*Ratio2*)、专科学历员工占比(*Ratio3*)和高中及以下学历员工占比(*Ratio4*)。表8的列(1)至列(4)给出了回归结果,可以发现,耐心资本不仅显著提高了企业的研究生学历员工占比和本科学历员工占比,还显著降低了高中及以下学历员工占比,体现了耐心资本能够促进企业人力资本结构升级。

2. 劳动收入份额

耐心资本帮助企业实现劳动雇佣规模扩张以及人力资本结构升级后,会对企业的劳动收入份额带来何种影响仍需进一步探究。高学历员工具有稀缺性的特点,其雇佣成本相对较高。因此,当企业高学历员工占比提高后,企业的劳动收入份额理应提高。但是资本—技能互补理论表明,资本与高技能劳动力通常具有互补效应^[43],企业为了充分发挥高技能劳动力的价值,可能会选择增加资本投入以实现资本与劳动力的协同。因此,耐心资本对企业劳动收入份额的影响尚不明确,需要进行实证检验。参考肖土盛等的方法^[44],用企业当期为员工支付的现金与营业总收入之比来衡量企业的劳动收入份额(*LS*)。表8的列(5)说明,耐心资本提高了企业劳动收入份额。

表8 扩展性分析检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Ratio1</i>	<i>Ratio2</i>	<i>Ratio3</i>	<i>Ratio4</i>	<i>LS</i>
PC	0.006** (0.003)	0.014* (0.007)	-0.000 (0.006)	-0.023* (0.013)	0.018*** (0.004)
控制变量	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
常数项	-0.003 (0.047)	0.320*** (0.108)	0.237** (0.096)	0.678*** (0.226)	0.882*** (0.071)
观测值	16505	20144	18978	12103	21846

五、结论与建议

就业是民生之本,耐心资本能否发挥稳就业效应值得深入探讨。因此,本文从理论层面上分析了耐心资本对企业劳动雇佣规模的影响,并在此基础上采用中国2011—2022年的A股上市企业数据进行实证检验。本文得到四条研究结论。第一,耐心资本有效提高了企业劳动雇佣规模,发挥了稳就业效应。第二,融资约束缓解、经营风险降低和经营范围扩展是耐心资本提升企业劳动雇佣规模的作用机制。第三,耐心资本对企业劳动雇佣规模的影响因企业特征差异、行业特征差异、地域特征差异和相关政策实施而呈现出显著的非对称性。从企业层面来看,耐心资本显著提高了成长期企业和衰退期企业的劳动雇佣规模,且耐心资本对二者的效果不存在显著差异,耐心资本对成熟期企业的劳动雇佣规模没有显著影响;耐心资本仅对非劳动密集型企业的劳动雇佣规模有显著的积极影响,无法提高劳动密集型企业的劳动雇佣规模。从行业层面来看,相较于低竞争行业,耐心资本对企业劳动雇佣规模的积极影响在高竞争行业中更强。从地域层面来看,耐心资本对企业劳动雇佣规模的促进作用在低金融化地区的企业中更为显著。从政策视角来看,随着新《证券法》的实施,耐心资本对企业劳动雇佣规模的积极影响增强。第四,耐心资本提高了企业研究生学历和本科学历的员工占比,降低了高中及以下学历的员工占比,实现了人力资本结构升级。此外,耐心资本还有助于提高企业的劳动收入份额。

有鉴于此,本文提出三条政策建议。第一,政府应将提升耐心资本的就业创造效能作为重要目标,引导金融资源向就业带动效果较为明显的领域或主体集聚。本文研究已经证实,耐心资本对企业劳动雇佣规模有显著的扩张效应,因此有关部门需及时调整政策方向,从泛化的鼓励耐心资本发展转

向构建精准的考核和激励机制,将资本的长期属性转化为实际的就业增长。一方面,应优化稳定型机构投资者(例如社保基金和企业年金)的考核体系。除了将短期投资收益作为考量以外,更需要从保值增值、风险管理以及就业创造贡献等方面进行全面考核,并适度降低短期业绩波动在评价体系中的权重。通过培养长周期投资理念,促使耐心资本为企业提供稳定的资金支持,助力企业就业吸纳能力的增强。另一方面,对于投向就业创造能力强的制造业和服务业的耐心资本主体,政府应给予适当的税收减免和投资风险补贴,以推动耐心资本流向就业拉动力强的领域。

第二,鉴于耐心资本的稳就业效应主要依托于缓解融资约束、降低经营风险和扩展经营范围来实现,政府应着力促进此类机制的顺畅运作,以充分发挥耐心资本的稳就业效应。首先,应完善政策性融资担保体系,着力扩大担保机构的业务范围,并在此基础上降低对申请企业的资质要求,提高对创新型企业以及就业吸纳能力强的企业的融资支持。其次,政府应与银行机构形成合力,共同加强对市场风险的监测和预警,建立并完善信息共享平台,进而有效帮助企业提前规避经营风险。最后,有关部门应进一步加大“放管服”改革力度,降低企业制度性交易成本,为企业跨行业经营提供便利。与此同时,政府需依据产业结构调整指导目录,为进入鼓励类行业的企业提供相应的财政补贴和税收优惠,以助力企业经营范围拓展。

第三,有关部门应采取差异化政策以适配耐心资本对企业劳动雇佣规模的非对称效应。首先,对于成长期企业和衰退期企业来说,可适度考虑加强财政补贴和税收优惠的激励力度,进而与耐心资本发挥联动效应,共同促进生产规模扩张和劳动雇佣规模扩大;对于成熟期企业来说,应引导其进行产业多元化布局,通过并购和重组等方式进行转型和升级,从而创造新的劳动力需求;对于劳动密集型企业来说,应加强研发补贴等创新政策的实施,借助科技创新提升产品附加值,扩展经营领域,进而吸纳更多的就业。其次,应进一步放宽市场准入限制,加强反垄断监管,营造公平竞争的市场环境,使耐心资本充分发挥其稳就业效应。再次,应加强对高金融化地区的金融监管,强化地方金融监管职能,防止企业因过度配置金融资产而挤出实体资产投资,从而有效发挥耐心资本的稳就业效应。最后,鉴于新《证券法》在耐心资本与稳就业关系之间所发挥的积极作用,有关部门应进一步细化对企业长期价值和人才发展等非财务信息方面的披露要求,为耐心资本识别优质企业提供更为精准的指引。

注释:

①数据来源:<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7426770/content.shtml>。

②主营业务亏损率= $-(\text{主营业务利润}/\text{主营业务收入})$ 。

③信息披露评级共分为A、B、C和D四个等级,分别对应优秀、良好、合格和不合格。

参考文献:

[1] 张三峰,张伟.融资约束、金融发展与企业雇佣——来自中国企业调查数据的经验证据[J].金融研究,2016(10):111—126.

[2] Caggese, A., Cuñat, V., Metzger, D. Firing the Wrong Workers: Financing Constraints and Labor Misallocation[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 133(3): 589—607.

[3] Huang, Y. Digital Transformation of Enterprises: Job Creation or Job Destruction? [J]. Technological Forecasting and Social Change, 2024, 208: 123733.

[4] 沈宏亮,宋思萌,李杰.企业数字化转型与劳动力就业:创造和破坏[J].统计与信息论坛,2024(11):77—92.

[5] 王永钦,董雯.机器人的兴起如何影响中国劳动力市场?——来自制造业上市公司的证据[J].经济研究,2020(10):159—175.

[6] Acemoglu, D., Restrepo, P. The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment[J]. American Economic Review, 2018, 108(6): 1488—1542.

[7] Yang, C. H. How Artificial Intelligence Technology Affects Productivity and Employment: Firm-Level Evidence from Taiwan[J]. Research Policy, 2022, 51(6): 104536.

[8] 毛其淋,王玥清.ESG的就业效应研究:来自中国上市公司的证据[J].经济研究,2023(7):86—103.

[9] 董浩,闫晴.供应链稳定性能否实现稳就业? [J].财经研究,2025(2):123—137.

[10] 周立宏,祁晓凤,李孟霏.科技金融、供应链外溢与劳动力就业——基于促进科技与金融结合试点政策的证

据[J].经济学动态,2024(12):18—35.

[11] Boubaker, S., Dang, V. A., Sassi, S. Competitive Pressure and Firm Investment Efficiency: Evidence from Corporate Employment Decisions[J]. *European Financial Management*, 2022, 28(1): 113—161.

[12] Kumar, S., Gorodnichenko, Y., Coibion, O. The Effect of Macroeconomic Uncertainty on Firm Decisions[J]. *Econometrica*, 2023, 91(4): 1297—1332.

[13] 黄晓珊,马新啸.高质量发展背景下国有企业混合所有制改革的稳就业效应[J].财经科学,2023(1): 111—123.

[14] 李三希,刘希,孙海琳.以耐心资本推动新质生产力发展:特征意义、现状问题与培育路径[J].财经问题研究, 2024(10):14—28.

[15] 张杰,任元明.探寻以耐心资本为内核的中国特色现代金融体系发展路径与改革突破口[J].天津社会科学, 2025(2):116—122.

[16] Deeg, R., Hardie, I. What is Patient Capital and Who Supplies it? [J]. *Socio-Economic Review*, 2016, 14 (4): 627—645.

[17] 谭燕芝,肖舒雯,姜凌.科技金融、耐心资本与科技型中小企业创新[J].厦门大学学报(哲学社会科学版), 2025(2):70—84.

[18] 谭小芬,苏小涓.跨境资本流动新趋势下我国培育耐心资本的挑战与应对策略[J].南京社会科学,2025(4): 36—47.

[19] 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.

[20] 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.

[21] Wang, X., Cheng, Y., Li, B. To Inhibit or to Promote: How does Patient Capital Affect Firm New Quality Productivity in China? [J]. *Finance Research Letters*, 2025: 108787.

[22] 李洋,张龔,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.

[23] Liu, G., Liu, Y., Zhang, C. Tax Enforcement and Corporate Employment: Evidence from a Quasi-Natural Experiment in China[J]. *China Economic Review*, 2022, 73: 101771.

[24] 陈晓宇,锁凌燕,陈娟.政府引导基金的就业效应:基于融资约束和内外监督视角[J].现代金融研究,2025 (4):39—52.

[25] 余明桂,王俐璇,赵文婷,等.专利质押、融资约束与企业劳动雇佣[J].数量经济技术经济研究,2022(9): 70—93.

[26] 官义飞,张可欣,徐荣华,等.政府引导基金发挥了“融资造血”功能吗[J].会计研究,2021(4):89—102.

[27] 胡海峰,张焯.耐心资本赋能企业发展韧性提升:理论依据与经验事实[J].经济问题,2025(7):47—57.

[28] Bernanke, B. S. Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1983, 98(1): 85—106.

[29] 王达,吴子昂.高水平“走出去”的就业效应:基于对外投资效率视角的实证分析[J].经济纵横,2025(5): 74—87.

[30] 黎文靖,路晓燕.机构投资者关注企业的环境绩效吗?——来自我国重污染行业上市公司的经验证据[J].金融研究,2015(12):97—112.

[31] 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(2):121—133.

[32] 李建军,韩珣.非金融企业影子银行化与经营风险[J].经济研究,2019(8):21—35.

[33] Acharya, V. V., Amihud, Y., Litov, L. Creditor Rights and Corporate Risk-Taking[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(1): 150—166.

[34] 孙光国,陈思阳.董事在关联行业任职能够降低企业经营风险吗——基于产业链信息溢出的经验证据[J].会计研究,2022(11):87—101.

[35] 沈璐,向锐.联合授信制度对企业多元化经营的影响[J].管理学报,2023(11):1716—1726.

[36] 张雪兰,吴蓉蓉.结构性货币政策的稳就业效应研究[J].经济学家,2024(7):89—98.

[37] 王瑶,徐道胜,冯晓晴.ESG 评级分歧与企业劳动雇佣[J].中南财经政法大学学报,2024(4):135—147.

[38] 江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022(5):100—120.

[39] 鄢朝辉,王明利,赵承翔.政府补贴如何影响畜牧业企业研发投入强度——基于企业生命周期和高管股权激励的视角[J].中国农村观察,2024(3):80—103.

[40] 卢闯,唐斯圆,廖冠民.劳动保护、劳动密集度与企业投资效率[J].会计研究,2015(6):42—47.

[41] 黄一松,王玉龙.连锁股东与企业劳动雇佣[J].财经论丛(浙江财经大学学报),2025(3):76—86.

[42] 李增福,徐晓珠,甘月.地方政府债务治理的就业效应[J].财经研究,2024(7):50—64.

[43] Angelopoulos, K., Asimakopoulos, S., Malley, J. Tax Smoothing in a Business Cycle Model with Capital-Skill Complementarity[J]. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2015(51): 420—444.

[44] 肖土盛,董启琛,张明昂,等.竞争政策与企业劳动收入份额——基于《反垄断法》实施的准自然实验[J].中国工业经济,2023(4):117—135.

Water Flows without Vying for the Lead: The Role of Patient Capital in Stabilizing Employment

LV Kangyin¹ TANG Zhidong¹ ZHAO Xudong²

(1.School of Economics and Management, Northeast Normal University, Changchun 130117, China;

2.School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: Employment is the biggest livelihood project. Patient capital, as an important engine for promoting economic transformation and upgrading as well as achieving high-quality development, deserves study for its ability to stabilize employment. Based on the data of Chinese A-share listed companies from 2011 to 2022, this paper examines the impact of patient capital on the employment scale. The study finds that patient capital significantly expands the employment scale and gives full play to the effect of stabilizing employment. The mechanism test shows that patient capital can achieve stabilizing employment effect by alleviating financing constraints, reducing business risks and expanding business scope. Heterogeneity test shows that the stabilizing employment effect of patient capital is more prominent in enterprises in the non-mature stage, non-labor-intensive enterprises, highly competitive industries, enterprises with low degree of regional financialization and enterprises with lower information disclosure quality after the implementation of the new "Securities Law". The extension analysis shows that patient capital increases the proportion of employees with graduate and undergraduate degrees, reduces the proportion of employees with high school and below, and promotes the upgrading of human capital structure. In addition, patient capital also increases the labor income share in enterprises. The research conclusion not only enriches the research scope of patient capital, but also provides a useful reference for how to achieve the goal of stable employment.

Key words: Patient Capital; Employment Scale; Financing Constraints; Human Capital Structure; Share of Labor Income

(责任编辑:郭 策)