

# 英美耐心资本：发展脉络与借鉴价值

董 因

海口经济学院 海南 海口 571127

**摘要：**耐心资本是一种以长期视角为基础的投资策略，强调对创新型企业和高增长企业的长期支持，以推动可持续发展。在美国，耐心资本依托市场驱动，通过税收政策、养老金体系以及对短期主义和高频交易的监管，形成了成熟的支持体系。而英国则以政府主导，通过成立国家级基金、政策性银行及优化税收政策，引导资本流向创新型企业。文章还结合中国高质量发展与创新驱动的需求，提出通过完善政策机制、优化税收体系及构建创业创新生态，借鉴英美经验培育耐心资本的建议，为推动中国资本市场的长期发展提供了参考。

**关键词：**资本市场；耐心资本；科技创新

## 1 引言

耐心资本（Patient Capital）是一种基于长期视角的投资策略，强调对企业长期发展的支持，以期在较长的投资周期内获取合理且稳定的回报。它不同于短期资本更关注即时收益，而是耐心地承受短期波动，重视企业的长期潜力和社会价值。从工业革命时期美国铁路、钢铁等重工业的发展，到21世纪科技创新领域的崛起，耐心资本始终扮演着重要角色。在资本市场高度发达的英国和美国，耐心资本的发展脉络清晰而丰富，两国通过政策设计、市场引导和文化塑造，逐步形成了支持创新型企业和高增长企业的生态体系。中国正处于高质量发展与创新驱动战略的关键阶段，如何借鉴英美经验，完善耐心资本的政策机制和市场环境，值得深入探讨<sup>[1]</sup>。

## 2 耐心资本的起源与概念发展

耐心资本的理念可以追溯到20世纪初的美国工业革命时期。彼时，铁路、钢铁等基础设施建设对长期资本的需求推动了“工业资本”的蓬勃发展。这一时期的资本虽然更接近于稳健投资，但为耐心资本理念的萌芽奠定了基础。

进入20世纪后期，尤其是1980年代，公司治理的变革和短期主义的弊端逐渐显现，耐心资本的概念开始受到重视。大萧条和二战后的经济复苏，带来了企业重组和扩展的需求，但当时的资本市场更多关注短期投机活动，导致长期资金的供给不足。在这一背景下，耐心资本的理念逐渐形成，强调通过长期投资支持企业的可持续发展，最终在1980年代的金融市场中得到广泛应用。1983年，美国民主党议员斯坦·伦丁倡导设立国家工业

发展银行，首次明确提出“耐心资本”的投资模式，旨在为高风险行业提供稳定资金支持<sup>[2]</sup>。同年，美国在应对杠杆收购浪潮时进一步强化了耐心资本的理念，通过政策调整遏制短期投机行为，推动企业长期战略的实施。

与此同时，学者们提出了“创新驱动经济增长”的理论模型，如熊彼特模型强调创新带来的结构性变革，新古典经济模型则指出资本对技术扩展的长期支持是推动经济增长的关键。这些理论为耐心资本的实践提供了学术支持。

## 3 美国耐心资本的发展路径

美国在科技和金融创新方面领先，科技创新因研发周期长、风险高，需长期资本支持。美国发达的风险投资和私募市场提供了丰富渠道和标的，但耐心资本发展也面临短期主义和高频交易的挑战。政策调整和私人资本的持续注入，是其发展的重要驱动力。

### 3.1 科技创新与长期资本的协同

美国在科技和金融创新领域的领先地位与耐心资本的支持密不可分。科技研发周期长、投入大且风险高，离不开资本市场的长期稳定支持。通过引入401(k)计划和个人退休账户（IRA）等政策工具，美国有效将税收激励与长期投资文化结合，为资本市场注入了大量长期资金。此外，风险投资基金和私募股权市场也为科技企业的持续发展提供了关键支撑。然而，短期主义和高频量化交易的兴起对耐心资本构成严峻挑战。高频交易虽然提升了市场流动性，却加剧了波动性，削弱了企业和投资者的长期信心。对此，美国证券交易委员会（SEC）实施“熔断机制”等措施，规范高频交易行为，平衡市场流动性与长期投资需求。与此同时，美国的研发投资结构也在变化中面临挑战。尽管研发总投入占GDP的比例保持在较高水平（约2.8%），但公共研发投入从1964

**作者简介：**董因，女，汉族，内蒙古，硕士研究生，中级经济师，研究方向：财务会计、公司治理、资本市场

年的67%显著下降到2000年的25%。2008年金融危机后的政府刺激政策虽推动其回升至30%，但重点已逐渐转向应用领域，而非基础研究。工业部门的基础研究投入比例从1950年代的33%-35%下降至本世纪初的15%-20%，导致未来创新机会受限。此外，自1980年代以来，美国大公司在科学研究领域的投资持续减少。尽管企业依然从科学研究中获利，却不再愿意承担高风险的科研项目，这一趋势在2000年代初互联网泡沫破裂后愈加明显。通过税收激励、政策工具和对市场行为的规范，美国在一定程度上平衡了短期主义与长期投资需求，为科技创新提供了基础。然而，基础研究的投入下降依然是制约创新能力的长期隐患，这对耐心资本的有效配置提出了更高的要求。

### 3.2 短期主义与高频量化交易的挑战及应对

2000年初互联网泡沫破裂暴露了短期投机行为对资本市场的破坏性影响，美国投资人Bill Miller通过长期持有亚马逊等科技股，展示了耐心资本在市场波动中的韧性。他强调深度分析企业长期潜力，并在市场低估时逆向投资，实践了耐心资本理念。同时，高频量化交易（HFT）的兴起对耐心资本构成重大挑战。HFT利用复杂算法在极短时间内完成交易，虽提升流动性，但加剧了市场短期波动，削弱了企业和投资者的长期规划能力。这种短期行为与股东价值最大化理念相互作用，降低了企业在创新领域的投入意愿。数据显示，2003年至2012年间，标准普尔500公司将54%的利润用于股票回购，而非研发和长期投资，加剧了资本市场短期化倾向。短期主义并非市场运作的必然结果，而是特定治理结构和金融文化的产物。相比之下，日本和德国等经济体的市场结构更有助于长期投资。为应对这一问题，美国政府采取了多项措施，通过401(k)计划和个人退休账户（IRA）等税收激励工具，鼓励长期资金入市，并通过降低长期资本利得税率减少短期交易。此外，美国证券交易委员会（SEC）实施了“熔断机制”以缓解市场波动，并加强高频交易的监管；部分交易所通过“速度缓冲”机制限制高频交易对市场的冲击。与此同时，环境、社会与治理（ESG）投资的兴起，引导资本流向可持续发展领域，进一步推动企业关注长期战略，促进耐心资本的积累。

### 3.3 Patient Capital Management的创立与耐心资本的未来

2008年金融危机后，美国通过《Dodd-Frank法案》等政策加强金融市场监管，减少短期投机行为，为耐心资本的发展提供了环境支持。在这一背景下，Bill Miller

于2014年创立耐心基金（Miller Opportunity Trust），推动耐心资本理念实践。该基金坚持长期投资策略，专注于那些短期内被市场低估但具备长期增长潜力的公司，如亚马逊和Alphabet，体现了对新兴科技产业和创新企业的关注。耐心基金已成为Miller Value Partners的重要组成部分，在长期价值投资领域发挥着重要作用。2020年，Miller的团队成員Samantha McLemore创立了Patient Capital Management，继续推广耐心资本理念，聚焦支持创新型企业的可持续发展。这标志着耐心资本在美国的发展迈入新阶段，同时反映出对资本市场短期主义的深刻反思。

## 4 英国耐心资本的发展与政策演变

美国耐心资本通过市场驱动成型，英国则以政府主导发展耐心资本。2018年，英国成立British Patient Capital，用政府资金支持风险投资和成长基金，助力本土企业可持续发展<sup>[1]</sup>。

### 4.1 二战后经济复苏与资本市场改革

二战前的英国资本市场主要关注工业资本的稳定增长，缺乏对创新企业的长期支持。二战后，英国政府实施大规模国有化政策，通过《银行国有化法案》（1946年）将煤炭、电力、交通运输和钢铁等关键产业纳入国家控制。然而，这些政策逐渐暴露出资本效率低下、创新乏力以及对中小企业支持不足的问题。1950年至1970年间，英国工业生产率年均增长为2.7%，显著低于美国和德国的增长率。

为应对短期投机行为和资本市场效率低下的问题，英国自20世纪60年代起实施一系列改革。1965年通过的《金融法案》引入资本利得税，对长期持有资产实施较低税率，以减少短期交易动机，增强长期投资吸引力。研究表明，该政策有效促进了资本的长期配置，特别是在技术创新企业中。1970年代末至1980年代初，政府对养老金基金投资进行了关键性调整，放宽其投资范围，使资金更广泛流向股票、新兴产业及国际市场，并通过税收优惠鼓励长期投资。到1985年，养老金基金在股票市场的持股比例升至约50%，显著促进了资本市场多样化与活力，推动了耐心资本的积累和英国经济的可持续发展。

### 4.2 政策干预与税收改革

二战后，英国资本市场经历了从国有化到市场化的深刻变革，为耐心资本的发展奠定基础。1945年起，英国通过国有化政策将煤炭、电力、交通运输等行业纳入国家控制，但暴露出效率低下、创新不足及对中小企业支持不足等问题。1950年至1970年，英国工业生产率年均增长仅为2.7%，远低于美国和德国。自20世纪60年

代起,英国通过一系列改革提升资本市场效率。1965年《金融法案》引入资本利得税,为长期持有资产提供税收优惠,减少短期交易行为,增强长期投资吸引力。随后,政府调整养老金基金投资范围,扩大其在股票市场和新产业的配置比例,至1985年,养老金基金在股票市场的持股比例升至50%,显著增强了资本市场多样性与稳定性。

进入21世纪,英国通过政策干预和税收改革进一步推动耐心资本形成。2014年,英国商业银行(British Business Bank)成立,为中小企业提供金融支持。2018年,英国耐心资本部(BPC)成立,专注为创新型企业提供长期资本支持,通过核心方案、生命科学投资计划和未来基金等项目,累计投资超14亿英镑,覆盖生命科学、清洁能源等领域。英国还通过企业投资计划(EIS)和风险资本信托计划(VCT),吸引私人资本流向高增长企业。2018年《金融法案》扩大了这些计划的适用范围,并引入风险评估机制,COVID-19疫情期间进一步优化税收政策,为高增长企业释放超过70亿英镑资金支持,显著激发了资本市场活力。

### 5 对中国耐心资本培育的借鉴意义

耐心资本在美国和英国的发展历史为中国资本市场的长期战略布局提供了宝贵的参考。英美两国通过一系列政策措施、税收机制和市场引导等,逐步建立了支持创新型企业和高增长企业的耐心资本体系。中国在借鉴英美耐心资本经验时,也需要多管齐下。

#### 5.1 政策机制与市场引导:强化长期资本的支持体系

促进耐心资本发展,需要完善政策机制并优化市场环境。首先,中国应借鉴英国的经验,强化政策性金融机构功能,通过设立国家级投资基金或创新平台,引导耐心资本投资方向,为创新型企业提供稳定的长期资本支持。同时,应完善高频量化交易的监管体系,借鉴美国熔断机制和英国“速度缓冲”机制,减少短期波动对市场的冲击,保护长期投资者的利益。此外,建立多元化的资本市场退出机制,通过多种渠道如上市、并购等,确保耐心资本的流动性和稳定性。监管层面,要对上市公司实施严格审查,确保其具备长期经营能力,并强化信息披露和违规行为的惩戒力度。通过清理短期投机行为、净化市场环境,进一步增强耐心资本的吸引力,为市场的长期健康发展创造良好条件<sup>[4]</sup>。

#### 5.2 税收政策与养老金体系:推动长期投资的激励措施

税收政策和养老金体系在耐心资本培育中扮演关键角色。目前,中国养老金在资本市场的配置仍显不足,

应借鉴美国“401(k)计划”及IRA账户的经验,通过税收递延或免税等政策,鼓励中长期资金入市。此外,应支持社保、年金等扩大投资范围,优化税收和会计制度,提升长期资金在权益资产中的配置比例。针对资本利得税,中国可逐步引入相关政策,对持有期较长的投资收益提供税收优惠,减少短期交易动机,促进重点产业的长期资本投入。同时,通过差异化税率缩小资本利得税与股息红利税的差距,为创新型和战略性领域吸引更多中长期资本,从而推动资本市场的长期健康发展。

#### 5.3 优化创业创新生态:构建可持续的创新支持环境

推动高质量发展需依赖科技创新,而耐心资本是实现这一目标的重要力量。中国应加强科技创新政策的引导,支持高增长潜力的创新型企业,通过建立容错机制和优化营商环境,构建协同创新生态<sup>[5]</sup>。此外,可借鉴英美经验,组建融资者教育局,强化上市公司及中介机构的责任意识,提升投资者对长期投资的理解,优化股市文化。完善创业投资生态体系是另一重要手段,借鉴英国风险资本信托计划(VCT)等,推动早期企业融资渠道的多元化。与此同时,强化信息披露和市场透明度,推动独立信用评级和投资者保护保险发展,降低投资者面临的金融风险。通过引导资本向表现卓越的企业流动,中国可实现社会责任与经济效益的双赢,推动耐心资本的积累与发展。

### 6 结论

耐心资本不仅是英美经济增长的重要支柱,也是创新驱动型经济的关键力量。通过对耐心资本在美国和英国的发展脉络的分析,可以发现,政策支持和市场引导是其成功的核心因素。中国在推动经济高质量发展的过程中,应充分借鉴这些经验,打造一个更稳定、高效和可持续的资本市场体系。

#### 参考文献

- [1]刘帅帅.发展壮大耐心资本:理论、现状与实践[J].大连干部学刊,2024,40(11):26-30.
- [2]Lundine, S. (1983) 'Now Is the Time for a National Industrial Strategy', *Challenge*, 26, 16-21.
- [3]British Patient Capital: Investing in tomorrow-Annual Report and Accounts 2023.<https://www.britishpatientcapital.co.uk/about/annual-reports-and-zccounts>.
- [4]李嘉,王励晴.基于全生命周期的耐心资本国际比较研究[J].价格理论与实践,2024(10):45-52+226.
- [5]余湄,边江泽.耐心资本培育硬科技企业创新[J].金融市场研究,2024(12):32-40.