**学校编码：10384**

**学 号：15620221152711**

xmu-zi-jiageng

**硕 士 学 位 论 文**

组织资本与董监高责任险

Organizational Capital and Directors' and Officers’ Liability Insurance

**杨君茹**

指导教师姓名：顾明副教授

专 业 名 称：金 融

论文提交日期：2025 年 4月

论文答辩日期：2025 年 4 月

学位授予日期：2025 年 6 月

**2025 年 6 月**

**厦门大学学位论文原创性声明**

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

本人声明该学位论文不存在剽窃、抄袭等学术不端行为，并愿意承担因学术不端行为所带来的一切后果和法律责任。

声明人 （签名）：

指导教师（签名）：

年 月 日

**厦门大学学位论文著作权使用声明**

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ）1.经厦门大学保密委员会审查核定的涉密学位论文，于　　 年　 月 　日解密，解密后适用上述授权。

（ ）2.不涉密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。涉密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

**摘 要**

中国资本市场投资功能的发展、中小股东权益保护的增强和董监高责任范围的扩大使得公司及董监高面临较高的诉讼风险。董监高责任险作为风险管理的重要工具，是证券行业发展的重要配套措施。截至2024年，仅有23.7%的A股上市公司购买董监高责任险，对比美国高达99%的投保率，有很大差距。究竟是什么因素会影响企业对董监高责任险的投保意愿呢？

组织资本，是企业通过组织能力整合各类生产要素，将其转化为竞争力和市场价值的无形资产组合。相关研究表明其对企业绩效、市场表现和投资决策产生深远影响，但尚未涉及风险管理领域。探讨企业微观行为不可忽视组织资本这一关键变量。

基于此，本文使用A股上市公司数据，首次从组织资本的视角探讨其对董监高责任险投保意向的影响及内在机制。研究表明，组织资本的提高能够提升上市公司对董监高责任险的投保意向，结果经内生性问题处理、稳健性检验后依旧可靠。在机制检验中，发现组织资本通过加剧双重委托代理冲突放大公司的诉讼风险，进而增加公司对责任险的需求；组织资本通过加大投资者的关注程度，倒逼公司考虑配置责任险以回应外部监督压力。异质性分析进一步表明，所处行业特定才能要求越高、增长不确定性越高的企业，这一促进作用更明显。

本研究的理论贡献在于首次拓展组织资本在风险管理领域的研究，同时填补了保险投保动机的框架，研究保险的投保动机有助于优化保险设计，促进其发挥理想治理效能。从实践意义来看，本研究指导企业积累高质量组织资本、积极购买董监高责任险并持续风险监督，指引保险公司基于组织资本、行业特征等设计合同明细，鼓励监管部门重视组织资本和董监高责任险的高质量建设。

**关键词**：组织资本；董监高责任险；双重委托代理；投资者关注

**Abstract**

The development of investment functions in China’s capital market, the strengthening of minority shareholder protection, and the expansion of directors', supervisors', and senior executives' responsibilities have increased litigation risks for both companies and their executives. As an important risk management tool, directors’ and officers’ liability insurance (D&O) serves as an essential safeguard within the securities industry. However, in 2024, only 23.7% of A-share listed companies disclosed resolutions on purchasing D&O insurance, a stark contrast to the nearly 99% adoption rate in the United States. What factors influence a company's intention to purchase D&O insurance?

Organizational capital is an intangible asset portfolio in which enterprises integrate various production factors through organizational capabilities, transforming them into competitiveness and market value. It plays a fundamental role in shaping corporate performance, market outcomes, and investment decisions. However, its influence on risk management has remained largely unexplored. Given its critical importance in shaping corporate behavior, this study examines the impact of organizational capital on the decision to purchase D&O insurance, using data from A-share listed companies.

The findings indicate that firms with higher organizational capital are more likely to purchase D&O insurance, and this relationship remains robust after addressing endogeneity concerns and conducting robustness checks. Further analysis reveals two underlying mechanisms: (1) Stronger dual agency conflict—organizational capital intensifies agency conflicts, thereby raising litigation risks and strengthening the need for liability coverage; and (2) Higher investor attention—higher organizational capital attracts more investor attention, pressuring firms to adopt D&O insurance as a risk management measure. Additionally, this effect is more pronounced in industries requiring highly specialized talent and those facing greater growth uncertainty.

This study contributes to the literature by extending research on organizational capital to the field of risk management and providing new insights into corporate insurance purchasing behavior. From a practical perspective, the findings offer guidance for firms seeking to strengthen their high-quality organizational capital and risk management strategies, for insurance companies in designing tailored policies, and for regulators in fostering a more developed D&O insurance market.

**Keywords**: Organizational Capital; Directors’ and Officers’ Liability Insurance (D&O Insurance); Dual Agency; Investor Attention

**目 录**

[第一章 引言 1](#_Toc198286962)

[1.1 研究背景 1](#_Toc198286963)

[1.2 研究目的及框架 3](#_Toc198286964)

[1.3 研究意义 3](#_Toc198286965)

[1.3.1 理论意义 3](#_Toc198286966)

[1.3.2 实践意义 4](#_Toc198286967)

[1.4 可能的创新点 4](#_Toc198286968)

[1.4.1 研究视角的创新 4](#_Toc198286969)

[1.4.2 理论机制的创新 4](#_Toc198286970)

[1.4.3 行业差异的创新 5](#_Toc198286971)

[第二章 文献综述与研究假设 6](#_Toc198286972)

[2.1 组织资本 6](#_Toc198286973)

[2.1.1 组织资本的定义和理解 6](#_Toc198286974)

[2.1.2 组织资本的测量 8](#_Toc198286975)

[2.1.3 组织资本对企业的影响 9](#_Toc198286976)

[2.2 董监高责任险 11](#_Toc198286977)

[2.2.1 董监高责任险的投保效益 11](#_Toc198286978)

[2.2.2 董监高责任险的投保动机 12](#_Toc198286979)

[2.3 理论基础与研究假设 13](#_Toc198286980)

[2.3.1 理论基础 13](#_Toc198286981)

[2.3.2 理论分析与研究假设 14](#_Toc198286982)

[第三章 研究设计 18](#_Toc198286983)

[3.1 样本选取与变量设定 18](#_Toc198286984)

[3.1.1 样本选取 18](#_Toc198286985)

[3.1.2 组织资本变量设定 18](#_Toc198286986)

[3.1.3 董监高责任险的投保意向变量设定 19](#_Toc198286987)

[3.1.4 控制变量设定 20](#_Toc198286988)

[3.2 模型构建 21](#_Toc198286989)

[3.3 描述性统计 22](#_Toc198286990)

[第四章 实证分析 23](#_Toc198286991)

[4.1 基准结果 23](#_Toc198286992)

[4.2 内生性问题的处理 25](#_Toc198286993)

[4.2.1 工具变量法 25](#_Toc198286994)

[4.2.2 Heckman二阶段和PSM法 27](#_Toc198286995)

[4.3 机制检验 30](#_Toc198286996)

[4.3.1 双重委托代理机制 30](#_Toc198286997)

[4.3.2 投资者关注度机制 33](#_Toc198286998)

[第五章 进一步分析 35](#_Toc198286999)

[5.1 异质性分析 35](#_Toc198287000)

[5.1.1 按公司特征分析 35](#_Toc198287001)

[5.1.2 按行业特征分析 37](#_Toc198287002)

[5.2 稳健性检验 39](#_Toc198287003)

[5.2.1 替换组织资本 39](#_Toc198287004)

[5.2.2 替换董监高责任险 41](#_Toc198287005)

[第六章 结论与展望 43](#_Toc198287006)

[6.1 研究结论 43](#_Toc198287007)

[6.2 启示与展望 43](#_Toc198287008)

[参考文献 46](#_Toc198287009)

[致谢 51](#_Toc198287010)

**Table of Contents**

[Chapter 1 Introduction 1](#_Toc198286962)

[1.1 Research Background 1](#_Toc198286963)

[1.2 Research Objectives and Framework 3](#_Toc198286964)

[1.3 Research Significance 3](#_Toc198286965)

[1.3.1 Theoretical Significance 3](#_Toc198286966)

[1.3.2 Practical Significance 4](#_Toc198286967)

[1.4 Research Innovations 4](#_Toc198286968)

[1.4.1 Innovation in Research Perspective 4](#_Toc198286969)

[1.4.2 Innovation in Theoretical Mechanism 4](#_Toc198286970)

[1.4.3 Innovation in Industry Differences 5](#_Toc198286971)

[Chapter 2 Literature Review and Research Hypotheses 6](#_Toc191574100)

[2.1 Organizational Capital 6](#_Toc198286973)

[2.1.1 Definition and Understanding of Organizational Capital 6](#_Toc198286974)

[2.1.2 Measurement of Organizational Capital 8](#_Toc198286975)

[2.1.3 The Impact of Organizational Capital on Firms 9](#_Toc198286976)

[2.2 Directors’ and Officers’ Liability Insurance (D&O Insurance) 11](#_Toc198286977)

[2.2.1 Benefits of Configuring D&O Insurance 11](#_Toc198286978)

[2.2.2 Motives for Configuring D&O Insurance 12](#_Toc198286979)

[2.3 Theoretical Foundations and Research Hypotheses 13](#_Toc198286980)

[2.3.1 Theoretical Foundation 13](#_Toc198286981)

[2.3.2 Research Hypotheses 14](#_Toc198286982)

C[hapter 3 Research Design 18](#_Toc198286983)

[3.1 Sample Selection and Variable Definition 18](#_Toc198286984)

[3.1.1 Sample Selection 18](#_Toc198286985)

[3.1.2 Organizational Capital Definitions 18](#_Toc198286986)

[3.1.3 D&O Liability Insurance Definitions 19](#_Toc198286987)

[3.1.4 Control Variables Definitions 20](#_Toc198286988)

[3.2 Model Construction 21](#_Toc198286989)

[3.3 Descriptive Statistics 22](#_Toc198286990)

C[hapter 4 Empirical Analysis 23](#_Toc198286991)

[4.1 Baseline Results 23](#_Toc198286992)

[4.2 Addressing Endogeneity Issues 25](#_Toc198286993)

[4.2.1 Instrumental Variables Approach 25](#_Toc198286994)

[4.2.2 Heckman Two-Stage Model and PSM 27](#_Toc198286995)

[4.3 Mechanism Testing 30](#_Toc198286996)

[4.3.1 Dual Agency Mechanism 30](#_Toc198286997)

[4.3.2 Investor Attention Mechanism 33](#_Toc198286998)

Chapter 5 Further Analysis [35](#_Toc198286999)

[5.1 Heterogeneity Analysis 35](#_Toc198287000)

[5.1.1 Firm-Level Analysis 35](#_Toc198287001)

[5.1.2 Industry-Level Analysis 37](#_Toc198287002)

[5.2 Robustness Checks 39](#_Toc198287003)

[5.2.1 Replacement of Organizational Capital 39](#_Toc198287004)

[5.2.2 Replacement of D&O Insurance 41](#_Toc198287005)

[Chapter 6 Conclusions and Future Outlook 43](#_Toc198287006)

[6.1 Research Conclusions 43](#_Toc198287007)

[6.2 Future Outlook 43](#_Toc198287008)

R[eferences 46](#_Toc198287009)

[Acknowledgements 51](#_Toc198287010)

# 引言

## 研究背景

近年来，监管部门愈发强调资本市场的投资功能，投资者的热情得以提升。2024年4月国务院发布的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》强调推动中长期资金入市、提高上市标准、加大退市监管力度，优化投资质量。2024年9月24日，国新办举办的新闻发布会提出股票回购增持专项再贷款和证券基金保险互换便利等新工具，进一步推动长期资金入市，提升市场信心。

我国资本市场中小股东占比极高，投资者保护机制的完善成为重点。上交所数据显示，2024年我国散户占比高达99.7%。为保护投资者权益，新《公司法》扩大了中小股东查阅公司文件的权限，并引入双重股东代表诉讼制度。新《证券法》明确引入中国特色的集体诉讼制度，该制度框架下，投资者保护机构可作为代表发起诉讼，降低投资者的维权成本；董监高违法行为的处罚力度大幅提升，例如欺诈发行的行政罚款金额高达1000万元。

在资本市场快速发展、投资者权益保护增强、董监高责任加重的背景下，公司及董监高面临前所未有的诉讼风险。因此，董监高责任险，作为证券行业发展的关键配套措施，受到广泛关注。

董监高责任险是企业进行风险转移的新型保险手段。公司可为董事、监事、高管和公司本身投保，当公司面临民事诉讼时，保险公司会根据被保险人的依法表现进行理赔。以财务造假为例，若被保险人参与造假过程，则保司不理赔；若被保险人毫不知情，且依法证明自己已尽勤勉业务，则保司可向被保险人赔偿抗辩费用。由此可见，董监高责任险能够减少已尽勤勉业务的董监高因疏忽或不知情被投资者诉讼而带来的损失，缓解个人和公司现金流的压力。在中国，购买董监高责任险需要股东大会批准。

董监高责任险最早由英国伦敦劳合社于1934年推出，旨在应对后金融危机时代下金融从业者骤升的执业风险。董监高责任险于2001年进入中国大陆市场，但近几年才迎来增长。瑞幸咖啡造假案让董监高责任险走入大众视野、成为行业焦点。2020 年，瑞幸咖啡承认虚假交易22亿元，而内部调查也显示公司交易编造始于2019年4月，当年年收入被夸大21.2亿元。前首席执行官钱治亚女士、前首席运营官刘剑先生和向其汇报的某些员工参与这些伪造交易。此财务造假引发大量投资者索赔。公司与SEC协商后，同意支付1.8亿美元罚金。不过，值得注意的是，其他未直接参与财务造假的高管无需支付罚金，这是因为瑞幸咖啡在上市前投保了总保额为2500万美元（基础层保单保额为1000万美元）的董监高责任险，2024 年裁决书宣布共保体负责赔付 700 万美元，这能避免其他未直接参与财务造假的高管的个人财产被连带追偿。这种精准切割风险的形式能够保护道德人才、缓冲危机、减少公司的损失。同时，投保该险种的公司会定期受到保险公司的审查监督，这也让更多公司重新审视董监高责任险价值。不过根据金融时报，截至2024年，仅有23.7%的A股上市公司投保董监高责任险，而截至2021年10月，美国和加拿大投保渗透率分别高达99%和90%（Kong等，2023），这表明我国市场仍有较大进步空间。

当前，我国董监高责任险的投保率仍然较低，那么究竟什么原因会影响公司对董监高责任险的投保意向？最新研究更多关注于董监高责任险的配置效益，且治理作用引来争议（彭韶兵等，2018；Li等，2022；Nguyen等，2024），较少的研究从代理冲突、政治关联、社会关系等视角研究投保动机（Zou等，2008；Jia等，2019； Hu和Fang，2022）。研究投保动机能优化保险设计，促进其发挥效能。因此，本文从组织资本视角切入，补充新研究方向。

组织资本是企业通过组织能力合理配置和转化生产要素，在未来持续创造现金流的无形资产的组合（金碚，2020）。传统经济学将经济增长简化为劳动力、物质资本、技术资本、金融资本等要素的生产函数组合。但在现实中，生产要素的简单堆砌无法形成经济主体的核心竞争力，唯有组织资本的参与才能形成差异化的产出。这也解释了为何要素禀赋相似的企业会做出差异化的决策或创造不同的经济价值。因此，探讨企业行为时，组织资本是不可忽视的关键变量。

组织资本的建设与优化也与国家经济发展战略高度契合。例如，《“十四五”规划纲要》强调推动科技成果转化，促进知识产权、数据等无形资产入股，优化新型生产要素配置，激活人才创新活力、深入推进人才分配制度改革等，这均与组织资本的知识管理体系和关键人才价值密切相关。

不过，组织资本的提升并非单向利好，其带来的复杂性值得关注。一方面，组织资本提升后，股东现金流减少，可能加剧委托代理冲突（Eisfeldt 和Papanikolaou，2013），股东可能采取法律手段维权；另一方面，组织资本可能吸引更多投资者的关注（Hasan和Uddin，2022），使公司面临更严格的市场监督和更高的信息披露要求。在此背景下，公司可能将董监高责任险作为降低诉讼风险、回应外部监管压力的有效策略。研究组织资本与董监高责任险的关系，对于理解企业决策、完善资本市场风险防控体系具有重要的理论与实践意义。

## 研究目的及框架

基于董监高责任险的配置现状及组织资本的重要价值，本文的研究目的具体包括以下几点：1）探讨组织资本对董监高责任险投保意向的影响；2）挖掘两者之间的形成机制，分析影响该关系的变量，以丰富相关机制研究；3）分行业特质、企业特性考察该关系的影响因素；4）在上述研究基础上，提出具有针对性的政策建议和实践指导。

本文的研究框架如下：1）第二章为文献综述与研究假设，结合国内外主流文献观点，开展理论分析并提出研究假设；2）第三章为研究设计，详细说明样本选取、变量设定与模型构建的方法；3）第四章为实证分析，包括基准回归、内生性问题的处理、机制检验；4）第五章为进一步分析，涉及异质性分析、稳健性检验等；5）第六章为结论及展望，总结发现，提出针对性的建议，并阐述启示和未来展望。

## 研究意义

### 理论意义

（一）深化了组织资本的复杂性研究

传统研究主要围绕企业绩效（刘海建和陈传明，2007；杨俊仙和周洁，2016；Boubaker等，2022）、投资决策（Cui等，2021；Francis等，2021；蒋艺翅和姚树洁，2023）和资本市场（Eisfeldt 和Papanikolaou，2013；Hasan和Uddin，2022）等方向，较少涉及风险管理领域。而风险管理是公司保障内控质量的基本功。本研究引入董监高责任险这一风险管理领域的公司变量，揭示组织资本通过加剧双重委托代理冲突和提升投资者关注来塑造企业的风险管理需求。这一发现深化了对组织资本复杂性的理解，能够启发组织资本“有效性”和“无效性”的讨论，为后续研究提供新的思考方向。

（二）拓展了保险经济学中的保险动机理论

传统保险经济学主要关注风险规避（Core等，1997；Hu和Fang，2022）等直接投保动机，较少涉及组织层面研究。而组织资本是整合并转化各类生产要素的关键变量。本研究引入组织资本，从公司更深层次的内部特征挖掘风险管理需求的动机。研究发现组织资本的提升能够增强企业购买董监高责任险的意愿，从而拓宽了保险动机框架，提升组织资本在金融和保险领域的研究价值。

### 实践意义

1. 指导企业优化组织资本，提高风险管理能力

研究结论指导企业优化组织资本建设，通过削减低质量的组织资本、完善内外治理减少双重委托代理冲突，降低投保成本，提升企业整体风险应对能力。

1. 推动保司优化产品设计，提高卖方市场质量

研究结论启发保险公司优化产品结构，在设计保险时更关注企业的组织资本等内部特征，充分发挥保险公司的外部监督效能和公司投保带来的激励作用。

1. 引导监管部门完善董监高责任险的引导政策，同时重视组织资本

异质性分析等研究结论启示监管机构可根据企业的组织资本和行业特点制定针对性的董监高责任险规范；同时启示监管机构重视组织资本的复杂性，可考虑进一步量化组织资本、构建评价体系，保证这一关键生产要素的健康发展。

## 可能的创新点

### 研究视角的创新

首次引入组织资本这一体现企业内在竞争力的组织变量，探讨其对董监高责任险投保意向的影响，突破传统风险管理研究的局限。首次引入董监高责任险这一风险管理领域的变量，探讨组织资本对公司风控的潜在影响，弥补组织资本在风险管理领域的研究空白。

### 理论机制的创新

从公司内外部治理两个角度揭示组织资本与董监高责任险投保意向的内在联系及机制。内部治理角度，引入双重委托代理机制，区分第一类和第二类委托代理成本，研究发现组织资本可能加剧两类代理成本的冲突，从而增加公司对外部保险的依赖。外部治理角度，引入投资者关注度机制，研究发现组织资本可能增加投资者关注度，强化公司对外部保险的需求。

### 行业差异的创新

传统相关研究主要聚焦企业层面特征，本研究从行业维度切入，揭示组织资本的行业依赖性：在特定才能依赖较高或增长不确定性高的行业中，组织资本对董监高责任险需求的增强效应更显著。这一行业视角的引入深化了对组织资本行业匹配性的理解，为不同行业背景下制定差异化风险管理策略提供参考。

# 

# 文献综述与研究假设

## 组织资本

### 组织资本的定义和理解

传统经济增长理论将人力资本、物质资本、技术资本等可量化变量，纳入生产函数模型并解释价值创造（Mankiw等，1992）。但需强调的是，孤立的生产要素无法实现生产的目的，唯有通过组织的动态整合，才能在不断变化的环境中体现竞争优势、实现价值创造，呈现研发创新、生产制造和商业化的完整闭环（Teece，1997），同时寻求风险与收益平衡。

市场经济将价格机制作为市场资源配置的核心，但真实世界中，价格机制和组织能力难以区分第一性和第二性：一方面，价格体系的有效运转离不开组织维护秩序并实现效率；另一方面，组织的考核规则和规范指引也需要价格体系作为标准和反馈。正如Kenneth Arrow（1974）指出，价格机制失灵时，组织资本能够帮助实现集体目标。组织凭借其素质和能力合理配置生产要素，并将其转化为未来可持续的现金流，本质是组织资本的价值创造过程（金碚，2020）。

相比于实物资产，组织资本展现出独特特征，进而能形成公司持续稳定的竞争优势。根据Prescott 和 Visscher （1980）与Eisfeldt 和Papanikolaou（2013）的研究，组织资本具备以下显著特点：1）公司异质性：由于不同公司的关键人才、商业模式等存在差异，组织资本在公司层面上呈现出显著的异质性；组织资本效率也具备该特征，效率可被理解为公司和关键人才等匹配程度；2）难以转移性：基于第一条特性，其具有难以模仿的特点；3）持久耐用性：不同于实物资产，组织资本不会随时间推移而快速耗竭，甚至可能会进行更高质量的迭代，能够在公司运营过程中发挥稳定的作用。

组织资本的生成需要组织实体的参与，因此要以人力资本为起点，学术界最初也是从人力资本的角度来理解组织资本。人力资本是指通过投资个体的体力、知识与技能等人力资源，产生增值效应的资本形式（张钢，2000）。Prescott 和 Visscher （1980）首次突破个体主义分析框架，结合人力资本和组织特性提出组织资本的内核，具体涵盖员工与岗位的匹配程度、与团队的互补程度以及企业提供的职业培训等人力资本要素。后续研究在此基础上持续拓展：翁君奕（1999）强调群体协作关系对组织资本贡献的力量，包括资源共享机制、分享控制权力等。Black 和 Lynch (2005) 认为组织资本源于员工培训、员工声音的表达和工作流程安排。向显湖和李永焱（2009）、Eisfeldt 和Papanikolaou（2013）和Leung等（2018）均强调关键人才的重要性。

尽管组织资本起源于人力资本，但两者在本质上存在差异。这些差异主要体现在三个方面：1）投资主体不同，组织资本的投资者为企业，而人力资本的投资可能来源于个人、家庭、企业等多元主体，这也强调了企业组织具有资源编排者的角色；2）产权归属有所区别：组织资本的产权归属于企业，而人力资本的产权归属于个人；3）从效率的角度出发，产权性质的不同天然决定了人力资本需要激励来实现效率并发挥潜力，而组织资本需要通过资源整合来提高效率。尽管两者不同，但其能够互相影响，形成正向反馈，高质量的人力资本有助于构建更高效的组织，而高效的组织有助于培养出更出色的人才。

组织资本的形成离不开组织素质，其主要涵盖企业文化与价值观、组织规章制度与流程，以及成员对这些要素的认可程度或受影响程度。Tomer（1998）提出组织资本是员工与企业价值和规范的适配性，以及其承诺和遵守企业价值和规范的程度。企业文化能够影响雇员的风格、行动和企业决策，例如，华秀萍等（2023）的研究表明，企业文化越强，企业获得商业信用的可能性越高，这一过程充分展现了组织效能，也从侧面说明企业文化可被归为组织资本的重要组成部分。另外，当前企业数字化转型的浪潮使得更多企业开始重塑规章制度和流程，更是推动了无形资本的积累（戚聿东和肖旭，2020），让这部分组织资本更加显性化和差异化。

随着知识经济时代的深化，学界也开始将企业专属的知识体系纳入组织资本的理论框架中。Atkeson 和 Kehoe（2005）将组织资本定义为组织运行所需要的特定知识的集合。刘海建和陈传明（2007）提出知识管理资本这一细分概念，强调其能够实现知识生产、共享与交流的机制。企业特有的知识体系，本质上是为满足组织实现目标而构建的结构性知识网络。这种知识体系既包括显性化的组织成果（专利、数据、业务流程和实践等），更涵盖隐形的组织能力（如协作沟通、决策模式）。例如，创新药企的技术研发平台，能通过多学科的知识管理协同、数据库搭建、内部交流会等将单纯的知识、技能整合并进一步强化创新能力，以适应变化的市场需求。与人力资本中的知识、技能不同，组织资本的知识体系是通过组织“干中学”而形成的，能够实际契合业务需求、创造业绩或达成目标，它超越了个体知识和技能储备，可以被视为“公司的集体智慧”。

组织资本也被现有研究拓展至企业高效整合资源并转化为核心竞争力和最终价值的能力。Lev和Radhakrishnan（2005）将组织资本视为技术和管理实践的集合。金碚（2020）也强调组织资本是一个综合概念，为组织实体、组织关系、组织素质等多维度的结合。Cui等（2021）、Hasan等（2021）将组织资本描述为将各种要素转化为最终价值的能力。具体而言，Zara将实时的客户需求传递给全球供应商的流程，Netflix帮助用户选择感兴趣的电影和电视节目的精准算法，美团为顾客提供高效推荐的大众点评系统等，这些实践均体现了组织资本通过集体智慧沉淀、价值规范引导与人力协作等过程创造出难以复制的核心竞争力与可持续现金流。

综上所述，学术界对组织资本的理论内涵已从最初的人力资本视角拓展至资源整合与价值创造能力。本文据此提出组织资本的内涵：是企业通过组织能力整合人力、物质、技术及金融等各类生产要素，将其转化为核心竞争力和市场价值的无形资产组合，是传统生产函数中未被显性量化但驱动要素有机融合与价值创造的组织变量。组织资本属于无形资产的一部分，相比于后者有更多的组织属性。组织资本可以被拆分成三个层次：1）制度化人力资本：包括雇员能力培养体系、岗位匹配与团队协作的程度，使企业充分发挥人力资源的潜力； 2）企业文化、价值和规范：为企业提供长期导向和内在凝聚力；3）企业的集体智慧：涵盖丰富的业务流程与实践，专利、商标、版权等知识产权，知识的生成、积累和共享机制。

### 组织资本的测量

会计报表未纳入组织资本核算科目，且表外无形资产也无法被量化披露，因此组织资本存在计量困难。现有研究主要采用永续盘存法、问卷调查法和模型构建来度量。

永续盘存法领域， Eisfeldt和Papanikolaou（2013）基于SG&A费用和参数设定来测量组织资本。其理论依据在于SG&A费用中包括对关键人才的雇佣和培训、公司业务流程咨询和改进等投入，因此费用支出体现组织资本的积累过程。后续研究主要沿用这种计量方式，Li等（2018）、Cui等（2021）、Hasan等（2021）和蔡雪玲（2024）等学者均通过调整参数来拓展计量场景。

问卷法则依赖定性调研来衡量公司的组织特征和管理实践（Caroli and Van Reenen (2001), Bloom and Van Reenen (2007)，刘海建和陈传明（2007））。以刘海建和陈传明（2007）为例，通过量表方式询问高管和员工关于权力、规则和知识管理等相关组织问题并进行打分。

模型构建法通过函数残差等方式估计组织资本。Lev和Radhakrishnan（2005）将企业产出对物质资本等要素回归后的残差视为组织资本存量。该方法虽然能够规避直接衡量无形资产的难题，但结果对模型设定和变量选取非常敏感。Peters等（2025）利用公开交易的股权价格和退出事件价格反推出无形资本参数并带入累计模型计算。

文献研究表明：永续年金法计算简便，且参数敏感性低，但基于SG&A费用算出的组织资本难以区隔有效组织资本积累和无效资源消耗。问卷法设计复杂且耗时，但能收集定性内容，适合做补充。模型构建法对变量设定敏感，同样适合作为补充计算方式。

### 组织资本对企业的影响

组织资本贯穿于企业价值创造各个环节，影响着方方面面的决策与表现。

组织资本与公司经营业绩之间存在显著的正相关关系。这体现在组织资本通过权力架构的合理设置、规则体系的有效执行和知识网络的高效管理，优化公司研发、生产与销售流程，进而显著提升全要素生产率（刘海建和陈传明，2007；杨俊仙和周洁，2016）。同时，组织资本高的公司设计更强的锦标赛激励，进而提升了企业托宾Q值和ROE，改善业绩表现（Boubaker等，2022）。

高组织资本的公司通常更容易做出优质的投资决策，包括研发创新、运营投入和收购。组织资本越高的公司，相较于行业竞争对手，获得的专利及其引用次数更多（Cui等，2021；Francis等，2021；蒋艺翅和姚树洁，2023），这主要是由于此类公司在创新过程中解决问题的能力更强，且面临的职业问题威胁更小，因此员工更乐于参与创新项目。此外，这些公司也倾向于在IT领域投入更多资源，以提高运营效率，其投入比例往往是低组织资本公司的两倍（Eisfeldt 和Papanikolaou，2013），这也顺应了企业数字化的时代潮流。在进行收购等投资决策时，高组织资本的公司往往取得更好的交易表现，如宣告期内异常股票收益率的提高和收购后ROA和股票收益率的改善。在此过程中，组织资本能够减少更多的销售成本，且提升总资产周转率和创新效率。不过，程冕等（2019）研究发现，高组织资本的公司更不乐于产生并购行为，这与以往核准制的制度、国内并购对象缺乏等原因有关。

组织资本也影响着公司治理质量。一方面，组织资本的积累可能带来委托代理冲突。这些公司往往对关键人才领袖的雇佣和培训进行大量的投入，从而构建更强大的团队和核心竞争力；然而，当面临前沿技术冲击时，竞争对手的组织资本效率也可能同步提升；为了留住关键人才，股东需要支付更高的薪酬，这将导致现金流总额的减少。在此情景下，股东从组织资本获得的剩余现金流也随之下降，天然地导致委托代理冲突（Eisfeldt 和Papanikolaou，2013；Hasan和Uddin，2022）。另外，这些公司的高管薪酬占比总资产的比例相对较高，反映其对人才的吸引力。高组织资本公司的员工离职率也相对较低（Carlin等，2012），一定程度上维护了稳定运营。

在资本市场中，高组织资本的公司往往表现出更高的平均回报率。从风险补偿角度分析，组织资本较高时，股东获得的现金流减少，股东会要求更高的风险溢价来补偿潜在损失（Eisfeldt 和Papanikolaou，2013）。然而，值得注意的是，组织资本的增加可能会引入信息的复杂性，影响分析师判断和估值的准确性，使他们可能对公司产生偏见（Kim等，2021）。组织资本也会影响公司的股利政策，或通过信号通路增加股息支付比例（Hasan和Uddin，2022）。

在信贷市场中，由于组织资本难以作为抵押品，因此组织资本高的企业理应会具有更高的融资成本，会增加这一融资挑战。不过，Cheng等（2022）研究发现组织资本能在一定程度上缓解融资约束，其中信息不对称和运营效率被认为是两个潜在的中介变量。

综上所述，学界对组织资本的作用的研究领域集中在企业绩效、资本市场和信贷市场中，从投入产出视角出发，组织资本不仅与业绩的提升紧密相连，还驱动企业科技创新、绿色创新，提升技术竞争力。资本市场中，组织资本能提升风险溢价和回报率、影响分析师的判断和股利政策；信贷市场中，组织资本的特性可能给企业带来挑战，也可能缓解财务约束。然而，鲜有学者研究组织资本对企业内部控制质量或风险控制的影响。

## 董监高责任险

### 董监高责任险的投保效益

学术界对董监高责任险的治理评价褒贬不一。一方面，董监高责任险能够有效保护董监高和投资者的权益，完善外部监督和内部治理机制；另一方面，董监高责任险可能放大道德风险，刺激管理层和控股股东的委托代理行为。

董监高责任险的支持声音认为，董监高责任险能充分利用保险公司的外部监督功能和保险的内部激励功能（Core，1997；O'Sullivan，1997；Baker 和Griffith，2007），降低公司费用粘性并缓解代理冲突（凌士显和白锐锋，2018），也促进独立董事更敢于质疑、表达不同声音（Li等，2022）。同时，配置了董监高责任险的公司的ESG披露信息质量更高（Deshui等，2024），这也是公司内控质量提升的有利表现。更进一步地，当投保合同中保险公司的除外责任范围越小、公司需要履行的告知义务条款越多时，外部监督力量更强，更有利于发挥董监高责任险的监督功效（彭韶兵等，2018）。

公司治理能力提升后，保险的配置有助于企业做出更加优质的投资决策。李筱乐等（2023）研究发现保险的配置有利于增加企业的声誉，能够吸引更多合作伙伴，进而加大企业绿色创新的力度。Wang和Sun（2023）实证了董监高责任险的监督作用，能够抑制过度投资。Nguyen等（2024）研究表明公司配置了保险之后，体现更好的股东收益和未来的并购业绩。

董监高责任险的反对声音认为，董监高责任险弥补了董监高在面对诉讼风险时的现金流损失，这将引发被保险人的道德风险，致使保险成为了一种免责声明。Jia和Tang（2016）基于中国数据，认为董监高责任险降低了独立董事的出席率和在工作报告中的努力程度，甚至催生其担任多个要职的现象，凭着手中的“免死金牌”走遍天下。

公司治理能力下降，也拖累市场表现和公司业绩，例如，该保险的配置导致EPS下降（凌士显和白锐锋，2017）。从收购投资出发，董监高责任险可能降低收购宣告期间的异常股票收益率，这主要是因为管理层为构建商业帝国过度支付收购定价或选择不合适的标的，造成较低的协同效应（Lin等，2011）。

基于文献研究，董监高责任险对被保险人的内部激励作用和风险转移功能值得肯定。部分实证董监高责任险不利于公司治理和表现的证据并非单纯否定该险种的存在意义。相反，董监高责任险应该存在，这是逐步完善证券市场的必经之路，是维护合法董监高利益和中小股东的重要保险途径。细究背后原因，不同国家对法律条款的不同规定、不同保司设定的不同投保明细，均会影响董监高责任险的配置效益。因此，学术界可在实证研究中关注更多董监高责任险合同设计的细节，例如保费、保额、条款性质、数量和细节等，以帮助董监高责任险找到适合本国制度和经济特色的健康发展方向。

### 董监高责任险的投保动机

诉讼风险是配置董监高责任险的首要动机。随着诉讼风险的增加，公司出于风险规避，往往需要采取措施来保护自己免受法律风险和经济损失，此时购买董监高责任险成为一种有效的风险管理手段（Core，1997）。当企业所处的法律环境越薄弱，法律风险越高，公司也越倾向于购买董监高责任险（Hu和Fang，2022）。以独董险为例，由于保险公司和独立董事分别持有风险中性、独风险规避的态度，当风险溢价的增长速度高于保费的增长速度时，公司会倾向于购买保险以转移风险。

控股股东和中小股东的利益冲突促提升董监高责任险的购买需求。此类公司的控股股东通常通过披露虚假信息和滥用关联交易两种方式来侵占少数股东的财产或资源，这也是私人投资者常常进行诉讼的案件。董监高参与到此类冲突较为严重的公司经营中，会不可避免地主动或被动参与到侵占少数股东利益的过程中，因此面临着诉讼的风险。在没有保险的情况下，董事和高管可能不愿意与控股股东合作。因此，控股股东更倾向于购买董事和高管责任保险，以减轻董事和高管的诉讼风险，从而留住人才且侵占更多的私人利益（Core，1997；Zou等，2008；Baker和Griffith, 2019）。

管理层出于机会主义的动机也会考虑购买董监高责任险。以即将IPO的公司为例，该保险的配置需求与公司IPO后股市表现呈现显著的负相关关系（Chalmers等，2002）。这主要是出于管理层的机会主义行为：由于管理层拥有更多信息优势，其出于理性思考会偏好在外界高估公司实际价值时将公司股票卖出。而估值泡沫会在随后几年被股东识破，股东有可能会对管理层提起诉讼。而管理层害怕被讨伐高估值，因此更倾向购买董监高责任险。

董监高的社会关系也是影响保险投保意向的重要动机。Hu和Fang（2022）研究发现，若两家企业的高管是校友，则共同配置董监高责任险的概率更高，即彼此参照和效仿对方的保险配置。特别是在市场化程度越高的环境中，信息交流和迭代更快，这种正向作用会更加明显。

政治关联显著抑制董监高责任险的投保意向。Jia等（2019）研究发现当CEO曾担任或正在担任政府部门高级职位时，公司被起诉的概率和起诉后败诉的概率更低，进而降低诉讼风险，削弱其配置保险的动机。而在市场和法律环境好的地区，这种负向作用被削减。

综上所述，学界对董监高责任险购买动机的研究，主要关注诉讼风险和双重委托代理冲突，近几年也引入了政治关联、社会关系等新视角。目前，大多研究围绕公司是否购买董监高责任险这一变量设定，尚未深入拓展至保额设定、条款细则等相关维度，这也与数据的可得性和信息的透明度有关。并且，专门讨论董监高责任险购买动机的文献数量较少。然而，研究保险购买动机的意义重大，因为这能让企业和监管部门关注配置的差异化、让保司关注合同设计的差异化，进而设计和使用更优质的保险合同。

## 理论基础与研究假设

### 理论基础

（一）双重委托代理理论

双重委托代理理论源于两类异质性冲突，第一类为股东与管理层之间的效用函数背离，第二类为控股股东对少数股东的控制权私利侵占。

传统委托代理问题源于股权高度分散下经营权与所有权的分离，股东逆向选择和管理层道德风险造成股东和管理层之间的利益冲突（Meckling和Jensen，1976）。能力不足或动机不纯的低质量管理者，可能通过夸大自身能力、作出短期承诺来吸引股东；而真正有能力的候选人或许因要求更高的薪酬、更长期的激励，或不愿意参与短期业绩粉饰而遭忽视。股东因难以全面了解管理层的能力、努力程度和动机，最终可能选择低质量管理者，致使高质量管理者退出市场。管理者属于理性经济人范畴，有着追求自身利益最大化的内在驱动力。在有限的任期内，他们可能凭借管理权利，从事超出必要范围的职务消费、非效率投资、追求个人商业扩张等自利行为，最终损害了股东利益。例如， 高管通过调整业绩预测发布的信息含量和披露窗口人为影响股价，进而形成有利于自己买卖交易的股价水平（李欢和罗婷，2016）。

除美国和英国以外的国家，大股东通常拥有较高的投票权，股权集中容易引发第二类委托代理问题，即大股东对少数股东的利益侵占（La Porta等，1999）。控股股东通过交叉持股、金字塔股权结构等设计，形成控制权与现金流权的分离，而这种权力错配激励其自身或与管理层合谋进行关联交易、违规担保、内幕交易等（Johnson等，2000；白重恩等，2005），形成经典的隧道效应（Tunneling）。例如，在金字塔式股权结构中，终极控制人通过多层股权嵌套掌握对末端上市公司的控制权；而控制权与现金流权的分离会使其进行利己倾向的并购、重组等关联资本运作，例如将其用于市场炒作（郑志刚等，2021）。

随着我国融资环境的改善，数字经济与资本社会化浪潮推进股权分散的趋势，公司控制权加速向创始团队集中。创始人及其团队虽具备天然的长期主义思维和责任感，但其权力强化仍会诱发传统代理成本新的显性化表达，引发新的治理风险（陈德球和胡晴，2022）。例如，管理层或控股股东通过价值观叙事掩盖私利行为，或控股股东的技术理想主义与股东的财务回报诉求冲突。

（二）信息不对称理论

传统的信息不对称理论源于George A. Akerlof （1970）的柠檬市场模型，其揭示了交易双方的信息偏差引发的市场失灵。在金融二级市场中，信息不对称有两种重要体现。首先体现于上市公司与投资者之间，投资者往往无法掌握上市公司所有信息，也难以保证及时消化各种公开信息，且管理层还可以通过语调管理市场预期，例如异常积极语调将会降低债券信用利差（林晚发等，2022），语调偏离可能引发股价下跌（王勇等，2023）。其次存在于机构投资者与散户之间。国内机构投资者与散户进行信息交流的主要途径仍是卖方分析师发布的研报，而研报存在系统性乐观偏差，且关键的投资逻辑不会轻易公开传播，导致信息不对称的加剧。为缓解信息劣势，机构投资者和散户会花更多时间调研公司及行业。

### 理论分析与研究假设

（一）基准假设

组织资本的提升可能加剧企业面临的诉讼风险。一方面，组织资本可能引发利益冲突。组织资本效率的实现依赖于关键人才，这些关键人才和股东都对组织资本产生的现金流拥有索取权。当关键人才的外部选择有所改善，即外部环境提供的工作机会和收益高出现状时，股东为留下这类关键人才，倾向于提升报酬或股权激励等方式，这将使得股东所获取的现金流减少，进而引发利益冲突（Eisfeldt 和Papanikolaou，2013；Hasan和Uddin，2022）。另一方面，作为信息不透明的无形资产，组织资本难以被准确衡量和追踪，合规风险、治理隐患和外部风险可能引起利益相关者更多的关注，从而增加法律诉讼风险。

公司为缓解这种诉讼风险，会考虑购买董监高责任险。当诉讼风险很低时，购买保险需要付出的投保费用和时间成本相比于董事要求的小额风险溢价更高，因此公司不倾向于购买保险；随着诉讼风险增加，董事要求的风险溢价预计比保险费率的增幅更为显著，这是因为，董事面对风险时往往表现出规避的态度，而保险公司是风险中性的。当诉讼风险足够大时，比如披露的未决或过往诉讼案件越多，公司所承担的费用越高，且会负面影响公司声誉，更容易让公司成为未来诉讼的目标，因此购买该保险可以将该部分损失转移给保险公司。因此，公司涉及的未决或过往诉讼案件越多、过去违约记录越多、公司越容易购买保险且有更高的限额（Core，1997；Zou等，2008）。

基于此，本文提出如下假设：

H1：组织资本水平能够正向提升公司对董监高责任险的投保意向。

（二）双重委托代理机制

为进一步探讨组织资本如何影响委托代理的问题，本文参考刘海建和陈传明（2007），将组织资本细化为权力资本、规则资本和知识管理资本。

权力资本可体现为管理层人力、信息、资源和商业活动的决定权。如果权力资本过度集中，那么所有者对管理层、少数股东对控股股东的有效监督会被削弱。权力资本优势容易诱发管理层的私有化薪酬或超额在职消费等腐败行为倾向（周美华等，2016）；且更有动机进行非效率投资，例如此类管理者会加重成长型企业过度投资、成熟型企业投资不足的问题（谢佩洪和汪春霞，2017），进而侵害公司股东的利益。而控股股东可以将同一战线的管理层安排至关键位置，打通利益输送路径；或通过关联交易、金字塔股权结构、交叉持股等满足自利动机，且会提升股价崩盘风险（沈华玉等，2017），进一步恶化利益冲突。

规则资本体现为企业文化、组织相关规章制度和流程。企业文化具有刚性特征，企业文化浓厚的同时，可能会让企业在动态竞争环境中难以或不想快速调整战略，只能线性外推地发展下去（陈传明和张敏，2005）。例如，始终偏爱外向型人才的企业文化可能导致组织内缺乏内省的人，进而容易引发战略决策的偏差。同时，规则资本过高的企业容易形成组织冗余（金碚，2020），资源刚性致使其重复投资熟悉的领域，惯例刚性使其难以改变其投资逻辑和实践（余义勇和杨忠，2022）。例如，宝丽来、柯达等企业过于依赖过往的组织模式，未能顺应环境变化。由此可见，难以量化的规则资本容易引致更加严重的两类委托代理问题。

知识管理资本的范畴，从刘海建和陈传明（2007）界定的狭义知识管理体系，延伸至企业独有的复合型知识资产，可涵盖制度化的管理机制、研发投入和专利储备、业务实践和专业经验、数据库搭建等多个方面（Cui等，2021）。在知识管理资本的积累过程中，由于其难以被量化和定期高频追踪，这为管理层或大股东提供了操作空间：涉及到相关项目预算审批时，管理层可通过调整预测假设来提高预算标准；管理层或控股股东也可以控制研发和技术信息的披露内容和节点来利己。而委托人难以精准衡量管理层的努力程度、也难以对研发失败追责（Aboody和Lev，2000；陈钦源等，2017）。因此，知识管理资本积累的同时，也给代理人创造了利己的操作空间。

委托代理问题越严重，公司越容易暴露在诉讼风险中。管理层和控股股东的自利或共谋行为容易引发利益相关方诉讼，给公司造成较高诉讼费和赔偿金，尤其是在治理不透明的情况下，诉讼风险会显著增加（王文姣等，2017）。因此，公司会开始考虑购买董监高责任险。

除了直接控制诉讼风险，该保险还可以提供两个功能，进一步增加公司购买动力：1）保司在公司投保前的各项调查和信息披露、事前预警和投保后的定期管理和监督，均可以缓解委托代理问题（许荣和王杰，2012；凌士显和白锐锋，2018；李从刚和许荣，2020）；2）大股东通过该保险减轻管理层的诉讼风险，以留住人才、达成合作，也为自己谋取私利提供机会（Zou等，2008）。

基于此，本文做出如下假设：

H2：组织资本通过加剧委托代理问题（管理层机会主义、大股东利益输送），正向提升公司对董监高责任险的投保意向。

（三）投资者关注度机制

市场投资者，尤其是中小投资者，本身和公司及大股东之间有较大的信息鸿沟。而组织资本作为一种难以标准化的无形资产，加剧了投资者面临的信息不对称问题。传统托宾Q理论认为，企业的投资决策应该与市场价值和资产重置成本的比例呈现正相关关系。然而，实证研究发现，Q值对企业实际投资的解释力度持续下降；而将无形资产纳入托宾Q值计算会显著提升模型解释力度，降低投资预测偏差（Peters和Tylor，2017）。从投资缺口角度分析（实物资本平均Q值和边际Q值差距），无形资产价值及其租金部分组成了部分投资缺口（Crouzet和Eberly，2023）。由此可见，对无形资产的漠视会影响企业投资绩效的评估，进而影响股票投资者的盈利预测与估值。因此，投资者在面对组织资本较多的企业时，会更加主动调研，深入挖掘企业投资价值，缩小信息偏差。

另外，组织资本的基本面价值创造和派息的可能性也会吸引更多投资者关注。组织资本较高的企业实施并购时，会实现更高的投资收益率和更出色的并购后经营业绩（Li等，2022）。这是因为，组织资本一定程度上依附于关键人才，当关键人才参与并购整合时，部分高价值组织资本也随之转移，从而有效提升被收购方的业绩表现。因此，投资者更会关注此类基本面更好的高组织资本企业。同时，高组织资本企业为约束管理层自利行为，倾向于提高现金股利支付率（Hasan和Uddin，2022），这一举措会吸引更多偏好红利策略的投资者。

面临投资者对信息透明度的更高期待，企业会选择购买董监高责任险以控制潜在的诉讼风险。同时，购买保险能够维护外部声誉，释放外部监督介入这一良好信号，进而提升投资者对企业的信任。

基于上述分析，本文提出如下假设：

H3：组织资本通过增强投资者关注度提升企业对董监高责任险的投保意向。

# 研究设计

## 样本选取与变量设定

### 样本选取

本文以2009-2021年中国沪深A股上市公司数据为研究对象，数据来源为WIND数据库和CSMAR数据库。本文对数据进行如下处理： 1）剔除所有ST和ST\*的A股；2）剔除所有金融行业公司；3）剔除财务等数据不完整的公司。

### 组织资本变量设定

核心解释变量组织资本（Organizational Capital, OC），是企业通过组织能力将各种要素转化为公司核心竞争力并创造商业和社会价值的无形资产组合。组织资本如何积累呢？从其涵盖的类目中不难发现，需要进行相关费用的投入。在企业的财务核算中，大部分销售、管理以及研发过程的支出通常会被记为一次性费用，而不会被计入公司的资产负债表。然而，从企业长期发展的角度来看，这些费用的投入对公司组织资本的积累产生不可忽视的重要作用（Lev等，2009；Eisfledt 和Papanikolaou，2013；Peter和Taylor，2017）。具体而言，销售费用的合理投入有助于企业在市场推广、客户服务等销售活动中积累丰富的实践经验、优化业务流程。管理费用有助于企业完善雇员的培训机制与激励制度、加快数字化赋能。研发费用的投入更是企业形成知识管理体系的关键。基于该思想，本文参考Eisfeldt和Papanikolaou（2013）、Cui等（2021）计算方式和Ewens等（2025）学者计量无形资本的思想，使用永续盘存制，基于SG&A费用计算组织资本。

计算组织资本时需要考虑折旧率，主要基于以下两点原因：首先，组织资本需要被逐步积累，积累过程类似人类的短期记忆和长期学习过程，干中学的过程具有衰减特性；其次，由于外部环境变化较快，企业需要频繁调整组织相关的战略、架构等，以保持其竞争力和适应性，这进一步导致原有组织资本的衰减。目前，针对折旧率的取值，大部分海外研究参考2006年BEA发布的研究资本折旧率，选取15%；国内学者杨俊仙和周洁（2016）取值12%。基于海内外实践经验，本文优先参考中国市场生产者的整体研发折旧率，设定折旧率为26.37%（许永洪等，2023）。同时，为保证研究结果的稳健性，本文将折旧率的取值范围设定为11%-27%，以进行稳健检验。

以下为计算组织资本的详细过程：

第一步计算研究期内初始组织资本：

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | （3.1） |

为研究期第一年的销售和管理费用的总和，由于2018年开始研发费用单列，因此后续计算S&A费用时会加入研发费用。为企业前五年（若不满五年则按已有年份计算）S&A费用的几何平均增长率。，参考（许永洪等，2023）

第二步计算研究期内每年期末的组织资本：

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | （3.2） |

为年末价格指数。本文将组织资本对数化，得到OC变量。

### 董监高责任险的投保意向变量设定

本文选择董监高责任险的投保意向（DO）作为研究对象。DO设定为虚拟变量，若公司拟购买董监高责任险，则DO=1，反之则为0；这一判断依据公司发布的相关议案、股东大会会议材料等临时公告和年度报告等财报对董监高责任险的提及和投保表述（Zou等，2008；凌士显和白锐锋，2018；Li等，2022）。在实际的数据收集时发现，公开数据基本体现公司的投保意向，合同签订细节如保额、保费、具体条款等并未全面和详细披露。而能够获得的保额和保费等数据也仅体现公司的投保设想，样本期内仅可获得1033条数据（占比4%）。其中公司拟投保的最高保额超六成集中在5000万元和10000万元两个数值，尚未形成明显的公司间分化，这也进一步说明当前国内董监高责任险市场仍属于卖方市场，公司定制化需求难以被满足，更多是保险公司基于主流合同进行微调。因此，基于公司拟投保的保额这一定量指标的研究价值有限。并且，投保意向能够如实反应公司主动风险管理态度，体现公司对潜在风险的认知与重视，足以彰显前瞻性和主动型思维。尤其是在卖方市场特征的保险环境下，这一变量的设定也能排除公司外部难以衡量的保险市场因素。

基于数据的可得性和投保意向具备的研究价值，本文认为该指标可精准反映公司对董监高责任险的主观态度和偏好，同时也能规避保费或保额可能引发的内生性问题。为进一步降低可能的内生性影响，本文对解释变量采用滞后一期设定，以确保组织资本的变动先于企业的投保意向决策。

### 控制变量设定

参考Core等（1997）、Zou等（2008）、Boyer和Tennyson（2015）、Li等（2022）的变量设定和选取依据，本文纳入显著影响因变量的三类控制变量。

第一类控制变量与诉讼风险直接相关，因为董监高责任险的核心功能是规避履职过程中可能面临的诉讼风险：1）监管层面：股东数量（ShareNum）越多、公司交叉上市（BH）、接受四大会计师事务所审计（Big4），股东诉求差异越大，合规挑战越高，监督更严格，诉讼风险增加。违约次数（Penalty）越多，表明公司合规风险较高，潜在诉讼风险也更大。2）投资者和债权人层面：，资产负债率（Lev）较高、财务灵活性（Cash）较低、固定资产占比（FTA）较低时，偿债压力增大，债权人诉讼风险上升；股价波动率（Volatility）越大、PB（市净率）越低时，流通股东投资受损，公司更易面临诉讼挑战。此外，业务成长性（GrowthRev）越高，市场不确定性增加，诉讼风险上升，而盈利能力（ROA）越高，则诉讼可能性降低。

第二类控制变量涉及公司治理结构。独立董事（IndepR）占比越高，因其风险厌恶，更支持公司购买董监高责任险，这也是公司吸引独立董事的工具之一。董事会规模（DSize）越大，投资更审慎，也会增强对保险的需求。

董监高持股比例（DOSR）较高时，股权激励可能部分替代保险功能，降低投保意愿。两职合一（Duality）状态时，强化管理层权力，增加法律责任和舆论压力，通常提升保险需求。然而，在我国实践中，两职合一也可能因提升管理者的积极性和投资效率而降低风险，从而抑制保险需求。

第三类控制变量与公司特征相关。公司规模（Size）越大，业务更复杂，诉讼风险可能上升。产权性质（SOE）对董监高责任险的需求具有复杂的影响。国企可能由于其政治角色而顺应国家政策、拥抱董监高责任险，起到示范作用。不过，国有身份往往意味着有更强的法律资源支持，起诉或败诉风险可能更低，可能抑制保险需求。相对而言，非国有企业的决策不太受行政干预，但其面临较为激烈的市场竞争和行业增长不确定性，这种压力促使其配置董监高责任险。另外，非国有企业的委托代理问题，尤其是大股东与中小股东的利益冲突，可能与国有企业不相上下。当然，非国有企业可能也具备一定的政治关联，使得其配置保险上与国企有所重合。产权性质对保险配置的影响较为复杂，仍需要进一步实证。

表 1：变量定义及说明

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量类别 | 变量名称 | 变量符号 | 变量计算说明 |
| 被解释变量 | 董监高责任险的投保意向 | DO | 若公司发布拟购买董监高责任险公告，则取值为1，否则为0 |
| 核心解释变量 | 组织资本 | OC | 基于永续盘存法计算 |
| 控制变量 | 交叉上市 | BH | 若公司是否同时发行B或H股，则取值为1，否则为0 |
| 四大审计 | Big4 | 若当年被四大审计，则取值为1，否则为0 |
| 资产负债率 | Lev | 总负债/总资产 |
| 固定资产占比 | FTA | 固定资产/总资产 |
| 现金充足性 | Cash | 现金及现金等价物 |
| 股价波动率 | Volatility | 基于月收益率的标准差计算 |
| 市净率 | PB | 每股股价/每股净资产 |
| 成长性 | GrowthRev | 营业收入同比增长率 |
| 总资产收益率 | ROA | 归母净利润/总资产 |
| 被处罚情况 | Penalty | 公司近两年类是否受过处罚 |
| 独立董事占比 | IndepR | 独立董事数量/董事总数量 |
| 董事会规模 | DSize | 董事人数之和 |
| 两职合一 | Duality | 董事长和总经理为一人，则Duality =1，否则为0 |
| 股权激励程度 | DOSR | 董监高持股比例 |
| 产权性质 | SOE | 若为国有企业，则SOE=1，否则为0 |
| 公司规模 | Size | 公司总资产的对数化处理 |

## 模型构建

为研究组织资本对董监高责任险投保意向的影响，本文构建如下模型：

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | （3.3） |

其中、为经过处理后的边际效应，代表变量每提升一单位，公司拟购买董监高责任险的概率的提升值。 代表公司控制变量，代表行业和年份的固定效应，回归时设定聚类稳健标准误。在模型（3.3）的回归过程中，主要关注经处理计算后的边际效应及其显著性，若显著为正，这说明当组织资本每提升一个单位，公司拟购买董监高责任险的概率增加。

## 描述性统计

研究期内，董监高责任险的投保意向均值仅为0.10，说明大部分企业尚未准备购买董监高责任险。组织资本最小值为4.484，最大值为10.29，中位数为6.607，分布接近对称，波动较小，但不同企业间组织资本差异显著。

表 2：描述性统计

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 主要变量 | 样本量 | 均值 | 中位数 | 方差 | 最小值 | 最大值 |
| DO | 24133 | 0.102 | 0.000 | 0.275 | 0.000 | 1.000 |
| OC | 24133 | 6.765 | 6.607 | 1.202 | 4.484 | 10.29 |
| BH | 24133 | 0.043 | 0.000 | 0.203 | 0.000 | 1.000 |
| Big4 | 24133 | 0.062 | 0.000 | 0.241 | 0.000 | 1.000 |
| Lev | 24133 | 0.400 | 0.393 | 0.193 | 0.054 | 0.836 |
| FTA | 24133 | 0.208 | 0.180 | 0.151 | 0.003 | 0.708 |
| Cash | 24133 | 0.168 | 0.132 | 0.126 | 0.013 | 0.607 |
| Volatility | 24133 | 0.293 | 0.279 | 0.091 | 0.133 | 0.591 |
| PB | 24133 | 3.460 | 2.722 | 2.542 | 0.609 | 14.29 |
| GrowthRev | 24133 | 0.178 | 0.125 | 0.334 | -0.479 | 1.860 |
| ROA | 24133 | 0.044 | 0.042 | 0.053 | -0.172 | 0.195 |
| Penalty | 24133 | 0.053 | 0.000 | 0.225 | 0.000 | 1.000 |
| IndepR | 24133 | 0.380 | 0.364 | 0.064 | 0.250 | 0.571 |
| DSize | 24133 | 9.282 | 9.000 | 2.312 | 4.000 | 26.00 |
| Duality | 24133 | 0.294 | 0.000 | 0.455 | 0.000 | 1.000 |
| DOSR | 24133 | 0.153 | 0.019 | 0.204 | 0.000 | 0.677 |
| Size | 24133 | 8.354 | 8.153 | 1.259 | 6.248 | 12.29 |
| SOE | 24133 | 0.329 | 0.000 | 0.470 | 0.000 | 1.000 |

# 实证分析

## 基准结果

表 3呈现组织资本对董监高责任险投保意向的影响的回归结果。在未控制年份和行业固定效应的基准回归中（列（2）），组织资本对董监高责任险投保意向的提升作用在5%水平下显著。纳入所有控制变量且控制年份和行业固定效应后（列（3）），回归系数在1%显著性水平下为正，组织资本越高，公司投保董监高责任险的意愿更强烈。边际效应为0.102，即组织资本每提升一个单位，公司拟购买董监高责任险的概率显著提升10%。

诉讼风险相关控制变量分析表明：交叉上市（BH）或由四大（Big4）审计的公司因业务广泛、投资者关注度高，诉讼风险更大，投保意愿更强。边际效应显示，交叉上市企业拟投保概率显著提升12%，与香港联交所的强制披露要求一致。资产负债率正向、固定资产占比负向作用符合资产抵押能力理论：有形资产占比下降，偿债风险上升，债权人诉讼压力加大，促使企业投保。尽管股票波动率、PB、成长性、ROA及违约次数系数不显著，但符号符合预期。

公司治理相关控制变量分析显示：董事会规模越大，决策分散，风险敏感度提高，保险需求增强。独董占比虽不显著，但正向关系符合预期，表明保险有助于留住独董。两职合一的公司反而不偏好投保，说明其治理效应已超越传统“削弱监督”认知，在现代体系下可能增强管理层责任感，降低风险（Peng 等, 2007；陈守明等, 2012），进而减少对保险的需求。此外，董监高持股比例每提高1个百分点，拟投保概率下降8.5%，表明股权激励对董责险有替代效应，管理层与企业利益绑定越深，外部监督需求越低。

公司特征相关控制变量分析显示：企业规模越大，诉讼风险越高，投保需求越强。国有企业投保意愿更高，符合国资委完善治理体系的导向，其作为行业“领头羊”，更注重合规与管理层权益保护。

表 3：组织资本对董监高责任险投保意向的回归结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| DOt+1 | (1) | (2) | (3) |
| OC | 0.423\*\*\* | 0.149\*\* | 0.102\*\*\* |
|  | (0.011) | (0.062) | (0.027) |
| BH |  | 0.111\*\*\* | 0.118\*\*\* |
|  |  | (0.011) | (0.006) |
| Big4 |  | 0.063\*\*\* | 0.056\*\*\* |
|  |  | (0.005) | (0.005) |
| Lev |  | 0.023\*\* | 0.046\*\*\* |
|  |  | (0.010) | (0.016) |
| FTA |  | -0.067\*\*\* | -0.032\*\*\* |
|  |  | (0.016) | (0.007) |
| Cash |  | -0.020 | 0.031 |
|  |  | (0.022) | (0.025) |
| Volatility |  | 0.042 | 0.080 |
|  |  | (0.089) | (0.051) |
| PB |  | -0.001 | -0.000 |
|  |  | (0.001) | (0.001) |
| GrowthRev |  | 0.003 | 0.007 |
|  |  | (0.004) | (0.006) |
| ROA |  | -0.112\*\*\* | -0.051 |
|  |  | (0.035) | (0.039) |
| Penalty |  | 0.014\*\* | 0.006 |
|  |  | (0.007) | (0.008) |
| IndepR |  | 0.008 | 0.012 |
|  |  | (0.022) | (0.015) |
| DSize |  | 0.002\*\* | 0.002\*\* |
|  |  | (0.001) | (0.001) |
| Duality |  | -0.022\*\*\* | -0.024\*\*\* |
|  |  | (0.006) | (0.005) |
| DOSR |  | -0.099\*\*\* | -0.085\*\*\* |
|  |  | (0.012) | (0.011) |
| Size |  | 0.013\*\*\* | 0.021\*\*\* |
|  |  | (0.002) | (0.001) |
| SOE |  | 0.011\*\*\* | 0.020\*\*\* |
|  |  | (0.004) | (0.003) |
| 行业FE | 控制 | 不控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 不控制 | 控制 |
| N | 20815 | 20815 | 20815 |
| Pseudo R² | 0.15 | 0.16 | 0.23 |

注：表内报告的是估计结果的边际效应；括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平上显著。

## 内生性问题的处理

### 工具变量法

在研究设计中，组织资本与董监高责任险投保意向之间可能存在反向因果关系。例如，投保意向可能会向董监高释放信号，使其基于激励效应或机会主义动机增加组织资本的积累。不过，由于保险尚未真正落地，董监高责任险的实际配置效益也众说纷纭，企业也在动态调整以适应新的诉讼环境和保险机制。因此，投保意向对组织资本的实际影响有待考究。

由于无法确证或避免此类问题，本文使用工具变量法解决潜在的内生性，选择失业补助和排除掉公司本身的行业组织资本中位数作为2个工具变量。两个工具变量均通过初始工具变量检验和弱工具变量检，分别说明内生变量为内生、内生变量与工具变量高度相关。

参考Hasan等（2021），本文使用组织资本的行业中位数（不计入本公司）作为工具变量（OC\_median）。行业的组织资本水平提升时，企业迫于行业惯例和保持竞争优势会加大组织资本的投资力度（Carlin等，2012），而这一行业特性难以直接影响到企业对保险的需求，只有行业层面的保险或诉讼相关规定这类行业特性才是直接影响保险需求的关键行业因素。

参考Li等（2018）和Hasan等（2021），选择省级层面的失业补助作为工具变量（UIbenefit）。关键人才流失不易于积累组织资本，这可能导致企业投资组织资本的动机减弱（Eisfeldt和Papanikolaou，2013）。而失业补助金越高时，员工因失业得到更高保障而减少了为应对裁员压力去换工作的动力，导致劳动流动性下降（Light和Omori，2004），人力资本的积累也会提升（Brown和Kaufold，1998）。考虑到组织资本效率的实现在很大程度上依赖于人才，当失业保障越高时，行业流动性越低，企业更愿意积累更多组织资本，同时也能够防止关键人才流失。而失业保障的高低并不影响公司对董监高责任险的投保意向，因为失业保障影响个人利益而非公司利益。考虑到我国国情，参考赵凯（2016），用公司所在省份或地区的城镇居民的最低生活保障衡量失业补贴标准。

表 4列（1）-（2）采用行业中位数作为工具变量，列（3）-（4）采用失业补助作为工具变量。结果显示，行业中位数和失业补助与组织资本显著正相关，且控制内生性后，组织资本能显著提升投保意向，边际效应分别为8%和9%。

表 4：工具变量法处理内生性问题

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | OC | DOt+1 | OC | DOt+1 |
| OC\_median | 0.294\*\*\*  (0.053) |  |  |  |
| Urban\_min |  |  | 0.205\*\*\* |  |
|  |  |  | (0.014) |  |
| OC |  | 0.082\*\* |  | 0.090\*\*\* |
|  |  | (0.006) |  | (0.005) |
| BH | 0.046\*\*\* | 0.087\*\*\* | 0.434\*\*\* | 0.081\*\*\* |
|  | (0.001) | (0.014) | (0.012) | (0.013) |
| Big4 | 0.076\*\*\* | -0.009 | 0.743\*\*\* | -0.014\*\* |
|  | (0.002) | (0.006) | (0.021) | (0.005) |
| Lev | 0.171\*\*\* | -0.084\*\*\* | 1.736\*\*\* | -0.097\*\*\* |
|  | (0.004) | (0.013) | (0.038) | (0.013) |
| FTA | -0.020\*\*\* | -0.012 | -0.180\*\*\* | -0.008 |
|  | (0.004) | (0.012) | (0.031) | (0.012) |
| Cash | 0.068\*\*\* | -0.002 | 0.661\*\*\* | -0.002 |
|  | (0.005) | (0.014) | (0.055) | (0.014) |
| Volatility | -0.146\*\*\* | 0.078\*\*\* | -1.460\*\*\* | 0.081\*\*\* |
|  | (0.017) | (0.019) | (0.167) | (0.019) |
| PB | -0.002\*\* | 0.002\*\* | -0.026\*\* | 0.002\*\*\* |
|  | (0.001) | (0.001) | (0.009) | (0.001) |
| GrowthRev | -0.025\*\*\* | 0.021\*\*\* | -0.251\*\*\* | 0.023\*\*\* |
|  | (0.002) | (0.005) | (0.026) | (0.005) |
| ROA | 0.288\*\*\* | -0.292\*\*\* | 2.919\*\*\* | -0.312\*\*\* |
|  | (0.039) | (0.037) | (0.387) | (0.036) |
| Penalty | -0.001 | 0.004 | 0.001 | 0.004 |
|  | (0.002) | (0.007) | (0.019) | (0.007) |
| IndepR | 0.066\*\*\* | -0.045\* | 0.667\*\*\* | -0.047\*\* |
|  | (0.011) | (0.023) | (0.118) | (0.023) |
| DSize | 0.002\*\*\* | -0.001 | 0.024\*\*\* | -0.001 |
|  | (0.000) | (0.001) | (0.002) | (0.001) |
| Duality | -0.002\*\* | -0.016\*\*\* | -0.021\*\* | -0.015\*\*\* |
|  | (0.001) | (0.003) | (0.008) | (0.003) |
| DOSR | -0.033\*\*\* | -0.055\*\*\* | -0.339\*\*\* | -0.052\*\*\* |
|  | (0.003) | (0.011) | (0.033) | (0.011) |
| Size | 0.099\*\*\* | -0.059\*\*\* | 0.971\*\*\* | -0.067\*\*\* |
|  | (0.005) | (0.007) | (0.046) | (0.007) |
| SOE | 0.013\*\*\* | 0.006 | 0.130\*\*\* | 0.005 |
|  | (0.001) | (0.004) | (0.014) | (0.004) |
| 行业FE | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 24133 | 20620 | 24133 | 20620 |
| Adj/Pseudo R² | 0.62 | 0.24 | 0.62 | 0.25 |
| Wald test of exogeneity | 26.65\*\*\* |  | 31.4\*\*\* |  |
| 弱工具变量检验Wald值 | 225.25\*\*\* |  | 282.67\*\*\* |  |

注：表内列（2）、列（4）报告的是估计结果的边际效应；括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平上显著。

### Heckman二阶段和PSM法

研究可能存在自选择偏误的问题，例如，只有高组织资本的公司才会考虑购买保险，使得样本不是随机的。这可能是因为公司出于自身风险状况的考虑而配置保险：在同行业、同年份、同盈利能力等条件下，高组织资本的公司往往需要更加丰富的实践、更大力地投入研发和营销，与更广泛的利益相关者建立更深度的联结，面临的不确定性大，公司主动选择购买董监高责任险来转移潜在的经济赔偿责任。

先使用Heckman二阶段方法。Heckman的估计需要额外的外生变量，即变量与组织资本有关，但与保险覆盖的可能性无关。结合上文分析，本文选择排除掉公司本身的行业组织资本中位数（OC\_median）作为工具变量。

按照不同年份将公司分为组织资本高低两组，定义组织资本高（OCgroup = 1）和组织资本低（OCgroup = 0）的两组公司，这相当于对样本选择过程的一种模拟。在第一阶段回归时，将OCgroup对工具变量（排除公司的行业OC中位数）、所有控制变量回归，并纳入固定效应，以估计公司属于高组织资本组的概率，进而计算出逆米尔斯比率（imr），以涵盖样本选择过程的信息。

第二阶段将逆米尔斯比率纳入主回归中，同样控制固定效应。如表 5列（2）所示，在高组织资本组中回归并纳入逆米尔斯比率，发现逆米尔斯比率显著，说明样本存在自选则偏误问题。在Heckman二阶段处理后，组织资本对董监高责任险投保意向的影响仍显著为正，边际效应为12.9%，即组织资本每提升一个单位，公司拟购买董监高责任险的概率提升约13%。

再使用PSM方法解决样本选择偏差导致的内生性问题。分年份和行业求得组织资本中位数并进行分组，组织资本高于中位数的企业被设为“处理组”，将剩余样本与处理组中的公司匹配，以1：1的最近邻比例作为对照组。根据Cui等（2021）的研究，本文选取是否交叉上市、四大审计、杠杆率、PB、ROA、企业规模、产权性质等作为第一阶段的协变量；然后在组织资本高和组织资本低的公司之间进行匹配，使得处理组和对照组尽可能相似，进而减少样本选择偏差。据表 6列（2）显示，使用PSM方法后，组织资本仍显著提升董监高责任险的拟购买概率，边际效应为0.13。

表 5：Heckman二阶段处理内生性问题

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) |
|  | OCgroup | DOt+1 |
| OC\_median | 0.723\*\*\* |  |
|  | (0.158) |  |
| imr |  | 0.077\*\*\* |
|  |  | (0.024) |
| OC |  | 0.129\*\*\* |
|  |  | (0.048) |
| BH | 0.028\* | 0.156\*\*\* |
|  | (0.015) | (0.010) |
| Big4 | 0.154\*\*\* | 0.089\*\*\* |
|  | (0.012) | (0.007) |
| Lev | 0.468\*\*\* | 0.141\*\*\* |
|  | (0.017) | (0.042) |
| FTA | -0.053\*\* | -0.065\*\*\* |
|  | (0.021) | (0.009) |
| Cash | 0.202\*\*\* | 0.071\*\* |
|  | (0.023) | (0.035) |
| Volatility | -0.360\*\*\* | 0.053 |
|  | (0.039) | (0.092) |
| PB | -0.007\*\*\* | 0.001 |
|  | (0.001) | (0.001) |
| GrowthRev | -0.100\*\*\* | -0.004 |
|  | (0.008) | (0.014) |
| ROA | 0.854\*\*\* | 0.041 |
|  | (0.057) | (0.068) |
| Penalty | 0.001 | 0.003 |
|  | (0.011) | (0.013) |
| IndepR | 0.041 | 0.145\*\*\* |
|  | (0.038) | (0.030) |
| DSize | 0.006\*\*\* | 0.002 |
|  | (0.001) | (0.001) |
| Duality | -0.022\*\*\* | -0.025\*\*\* |
|  | (0.005) | (0.008) |
| DOSR | -0.106\*\*\* | -0.092\*\*\* |
|  | (0.014) | (0.012) |
| Size | 0.350\*\*\* | 0.081\*\*\* |
|  | (0.004) | (0.014) |
| SOE | 0.022\*\*\* | 0.051\*\*\* |
|  | (0.006) | (0.004) |
| 行业FE | 控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 控制 |
| N | 24133 | 10405 |
| Pseudo R² | 0.41 | 0.23 |

注：表内报告的是估计结果的边际效应；括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平上显著。

表 6：PSM方法处理内生性问题

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| DOt+1 | (1) | (2) |
| OC | 0.283\*\*\* | 0.132\*\* |
|  | (0.063) | (0.054) |
| BH |  | 0.094\*\*\* |
|  |  | (0.027) |
| Big4 |  | 0.064\*\*\* |
|  |  | (0.010) |
| Lev |  | 0.068\*\*\* |
|  |  | (0.017) |
| FTA |  | -0.047\*\* |
|  |  | (0.021) |
| Cash |  | 0.049\*\* |
|  |  | (0.025) |
| Volatility |  | 0.050 |
|  |  | (0.089) |
| PB |  | -0.002\* |
|  |  | (0.001) |
| GrowthRev |  | -0.016 |
|  |  | (0.011) |
| ROA |  | -0.038 |
|  |  | (0.047) |
| Penalty |  | 0.013 |
|  |  | (0.009) |
| IndepR |  | -0.029 |
|  |  | (0.038) |
| DSize |  | 0.003\*\* |
|  |  | (0.001) |
| Duality |  | -0.011 |
|  |  | (0.009) |
| DOSR |  | -0.041\*\*\* |
|  |  | (0.015) |
| Size |  | 0.015\*\* |
|  |  | (0.006) |
| SOE |  | 0.035\*\*\* |
|  |  | (0.008) |
| 行业FE | 控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 控制 |
| N | 6206 | 6206 |
| Pseudo R² | 0.14 | 0.21 |

注：表内报告的是估计结果的边际效应；括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平上显著。

## 机制检验

本文将机制代理变量对组织资本进行回归，构建如下模型：

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | （4.1） |

### 双重委托代理机制

（一）第一类委托代理成本

借鉴王垒等（2020），先使用高管货币型私有收益（Executive Private Monetary Compensation，EPMC）衡量第一类代理成本。高管货币型私有收益=实际薪酬-预期正常薪酬，该变量即以下模型的残差：

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | （4.2） |

实际薪酬 EAMC为前三名高管的货币报酬总额的对数；为企业市场表现，基于t年5月至次年4月期间的月个股回报率计算，考虑现金红利再投资；为无形资产在总资产的占比，为上市公司所处地区经济发展程度，用当地人均GDP的自然对数衡量，为区域虚拟变量，上市公司所在地沿海为1，内陆为0。

鉴于本文更关注整体的代理问题程度，参考Hasan和Uddin（2022）、Aggarwal等 (2012)，构建综合指标衡量第一类委托代理问题。将下述变量按年份、行业维度划分并排名，依据与代理问题的正负关系调整顺序符号，把所有变量排名加总得到综合指标AgencyI，评分越高，第一类委托代理问题越严重：

1）股东数量（SHR\_BASE）：数量越多，股权更为分散，被分离的管理权有更大的操作空间，股东基数越大，引致更严重的第一类委托代理问题（Rozeff, 1982; Bodnaruk和Östberg, 2013）；2）自由现金流（FCF）：当投资机会不需要很多资金时，管理层往往会因为自身利益机会而浪费现金（Jensen，1986）；3）资本开支增长率：过度进行资本支出有损害公司长期利益的嫌疑（Giroud and Mueller, 2010）；4）并购（ACQ）：包含管理层通过扩张公司规模打造商业帝国的代理问题（Jensen，1986）。

表 7表明，无论是使用高管货币型私有收益还是第一类代理问题总评分，组织资本均显著提升第一类代理问题。

当公司第一类委托代理问题越严重时，出于利用外部监管减少委托代理问题和降低诉讼损失的两个动机，企业会更倾向于配置董监高责任险。结合前文理论和本章实证结果，本文认为假设H2成立，即组织资本通过增加股东与管理层利益冲突等委托代理成本提升公司对董监高责任险的投保意向。

表 7：第一类委托代理成本的机制检验

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) |
|  | EPMCt+1 | AgencyIt+1 |
| OC | 0.092\*\*\* | 0.121\*\*\* |
|  | (0.008) | (0.009) |
| BH | -0.011 | 0.045\*\* |
|  | (0.016) | (0.020) |
| Big4 | 0.089\*\*\* | -0.017 |
|  | (0.019) | (0.012) |
| Lev | -0.125\*\*\* | -0.243\*\*\* |
|  | (0.022) | (0.043) |
| FTA | -0.098\*\*\* | -0.065 |
|  | (0.018) | (0.036) |
| Cash | 0.090\*\*\* | -0.199\*\*\* |
|  | (0.015) | (0.040) |
| Volatility | 0.365\*\*\* | 0.364\*\*\* |
|  | (0.074) | (0.103) |
| PB | 0.013\*\*\* | 0.006\*\* |
|  | (0.002) | (0.003) |
| GrowthRev | 0.040\*\* | 0.027\*\* |
|  | (0.014) | (0.011) |
| ROA | 0.000 | 0.486\*\*\* |
|  | (0.120) | (0.109) |
| Penalty | 0.017 | -0.005 |
|  | (0.012) | (0.010) |
| IndepR | -0.176\*\*\* | -0.086 |
|  | (0.030) | (0.052) |
| DSize | 0.003\*\* | 0.001 |
|  | (0.001) | (0.002) |
| Duality | -0.020\*\*\* | -0.034\*\*\* |
|  | (0.004) | (0.010) |
| DOSR | -0.161\*\*\* | -0.262\*\*\* |
|  | (0.022) | (0.023) |
| Size | -0.088\*\*\* | 0.157\*\*\* |
|  | (0.007) | (0.011) |
| SOE | -0.143\*\*\* | 0.029\* |
|  | (0.015) | (0.015) |
| 行业FE | 控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 控制 |
| N | 20815 | 20771 |
| Adj R² | 0.07 | 0.18 |

注：括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平上显著。

（二）第二类委托代理成本

借鉴王垒等（2020）和李从刚和许荣（2020）等学者常用的定量做法，本文先使用资金占用率（ORTA）衡量第二类代理成本，为其他应收账款除以总资产。其他应收账款当中包含上市公司与控股股东及其母公司或子公司之间的关联交易，这些交易极易可能被用来侵占小股东的利益。

同样，类似第一类委托代理问题，同样构建综合指标AgencyII，用于衡量第二类委托代理问题程度。计算过程包含以下变量和逻辑：

从股东权力视角出发，第一大股东持股比例（LHR）越高、第二到第十股东持股比例平方和（SHARE2\_10）越低（说明非控股股东的制衡作用越弱）、实际控制人拥有上市公司控制权比例（CPC）越高、两权分离率（Sep，实际控制人控制权与所有权之间的差值）越大、股权质押（Pledge）占比越高，大股东实际操控空间越大，中小股东的权益更容易被侵占。

就实际操作层面而言，其他应收账款占总资产比例（ORTA）越高时，企业越可能发生与母公司、控股公司或子公司的关联交易，加之交易的不透明性，都增加中小股东权益的风险；盈余管理（EM）越高，说明代理人可能应控股股东要求通过会计处理实现盈余管理，“蒙骗”处于信息劣势的中小股东，盈余管理的计算参考杜勇等（2021），运用修正的Jones模型测量。

表 8表明，无论是使用资金占用率还是综合指标，组织资本均显著提升第二类代理问题。上市公司出于两个动机配置董监高责任险：一是将其作为激励手段，打消董监高履职顾虑，稳固利益关联；二是从风险管理出发，考虑到少数股东对利益冲突较敏感，更容易引发诉讼风险，购买保险可降低损失。

结合前文理论分析和本章实证结果，本文认为假设H2成立，即组织资本通过增加控股股东与中小股东利益冲突等委托代理成本提升公司对董监高责任险的投保意向。

表 8：第二类委托代理成本的机制检验

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) |
|  | ORTAt+1 | AgencyII t+1 |
| OC | 0.002\*\*\* | 0.012\*\*\* |
|  | (0.000) | (0.002) |
| BH | -0.003\*\*\* | -0.131\*\*\* |
|  | (0.000) | (0.008) |
| Big4 | 0.000 | 0.093\*\*\* |
|  | (0.001) | (0.010) |
| Lev | 0.014\*\*\* | 0.107\*\*\* |
|  | (0.001) | (0.022) |
| FTA | -0.023\*\*\* | -0.120\*\*\* |
|  | (0.001) | (0.018) |
| Cash | -0.006\*\*\* | 0.006 |
|  | (0.001) | (0.013) |
| Volatility | 0.003 | 0.225\*\*\* |
|  | (0.003) | (0.057) |
| PB | 0.000\* | 0.001 |
|  | (0.000) | (0.003) |
| GrowthRev | -0.000 | 0.020\*\* |
|  | (0.000) | (0.007) |
| ROA | -0.052\*\*\* | 0.274\*\*\* |
|  | (0.003) | (0.053) |
| Penalty | 0.003\*\* | -0.006 |
|  | (0.001) | (0.007) |
| IndepR | 0.001 | 0.101\*\*\* |
|  | (0.003) | (0.024) |
| DSize | -0.000 | -0.005\*\*\* |
|  | (0.000) | (0.001) |
| Duality | -0.001\*\*\* | 0.011\* |
|  | (0.000) | (0.006) |
| DOSR | -0.001\*\* | -0.068\*\*\* |
|  | (0.001) | (0.012) |
| Size | -0.002\*\*\* | -0.010 |
|  | (0.000) | (0.007) |
| SOE | -0.002\*\*\* | -0.044\*\*\* |
|  | (0.000) | (0.009) |
| 行业FE | 控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 控制 |
| N | 20815 | 20771 |
| Adj R² | 0.16 | 0.04 |

注：括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平上显著。

### 投资者关注度机制

借鉴Kim和Zhang（2014）、司登奎等（2020），本文分别采用公司被分析师关注程度（analyst）和被研报关注程度（research）作为外部监督指标。被分析师关注程度和被研报关注程度分别为一年内跟踪分析公司的分析师（团队）数量和研报数量。数量越高表明公司被外部监督的程度越高。

表 9表明，无论是使用分析师数量还是研报数量，组织资本均显著提升外部监督程度。组织资本高的公司会激发投资者深入调研的兴趣，这主要是因为含有较高比例的不透明信息成分。面对投资者关注度的提升，公司会考虑购买董监高责任险以回应外部监督压力。一方面，减轻因投资者广泛关注而引发的潜在诉讼风险；二是传递重视风险管理的信号，增强投资者对公司的信心。

结合前文理论分析和本章实证结果，本文认为假设H3成立，即组织资本通过增加投资者关注度提升公司对董监高责任险的投保意向。

表 9：投资者关注度的机制检验

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) |
|  | Analystt+1 | Researcht+1 |
| OC | 0.299\*\*\* | 0.373\*\*\* |
|  | (0.019) | (0.024) |
| BH | -0.019 | 0.004 |
|  | (0.027) | (0.039) |
| Big4 | 0.065\*\*\* | 0.094\*\*\* |
|  | (0.018) | (0.025) |
| Lev | -0.124 | -0.115 |
|  | (0.085) | (0.111) |
| FTA | 0.334\*\*\* | 0.441\*\*\* |
|  | (0.058) | (0.071) |
| Cash | 0.218 | 0.315\* |
|  | (0.136) | (0.173) |
| Volatility | -0.100 | -0.137 |
|  | (0.224) | (0.300) |
| PB | 0.087\*\*\* | 0.108\*\*\* |
|  | (0.018) | (0.021) |
| GrowthRev | 0.231\*\*\* | 0.309\*\*\* |
|  | (0.027) | (0.031) |
| ROA | 5.220\*\*\* | 6.424\*\*\* |
|  | (0.535) | (0.655) |
| Penalty | -0.128\*\*\* | -0.140\*\* |
|  | (0.031) | (0.048) |
| IndepR | -0.018 | -0.004 |
|  | (0.085) | (0.108) |
| DSize | 0.003 | 0.004 |
|  | (0.005) | (0.007) |
| Duality | 0.046\*\* | 0.066\*\* |
|  | (0.015) | (0.021) |
| DOSR | 0.206\*\*\* | 0.272\*\*\* |
|  | (0.058) | (0.079) |
| Size | 0.280\*\*\* | 0.343\*\*\* |
|  | (0.030) | (0.032) |
| SOE | -0.197\*\*\* | -0.276\*\*\* |
|  | (0.019) | (0.030) |
| 行业FE | 控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 控制 |
| N | 15324 | 15383 |
| Adj R² | 0.36 | 0.35 |

注：括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平上显著。

# 进一步分析

## 异质性分析

### 按公司特征分析

表 10列（1）-（2）为基于公司产权性质的异质性分析。国有企业和非国有企业的组织资本均起到促进作用，但民营企业边际效应也更高，组间系数差异显著。这可能是因为，对于国有企业来说，其高管兼具“政治人”属性，其风险决策可能更受行政干预的影响，其示范作用、改善公司治理能力的需求削弱组织资本的边际作用。而民营企业中创始人、管理层与股东身份重叠现象普遍，决策权高度集中，导致委托代理问题更加复杂。组织资本的提升可能加剧管理层对风险暴露的担忧，而购买董责险能够通过风险转移显著降低履职顾虑。

表 10列（3）-（4）为基于公司规模的异质性分析。将公司规模分组后，规模低的组别系数显著为正，且边际效应高达17.4%，规模高的组别并不显著，组间系数差异显著。这可能是因为小规模公司抗风险能力相对较弱，在组织资本提升后，因缺乏足够的法律资源，因此更倾向于通过配置保险来转移风险。而大企业无论组织资本高低，其风险应对手段已多元化，因此保险配置需求呈现“刚性化”特征。

表 10：异质性分析基于公司特征分组

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
| DOt+1 | 国有 | 非国有 | 规模高 | 规模低 |
| OC | 0.070\* | 0.123\*\*\* | 0.047 | 0.174\*\*\* |
|  | (0.042) | (0.025) | (0.033) | (0.030) |
| SOE |  |  | 0.044\*\*\* | -0.004 |
|  |  |  | (0.007) | (0.005) |
| Size | 0.074\*\*\* | -0.003 |  |  |
|  | (0.011) | (0.005) |  |  |
| DOSR | 0.026 | -0.076\*\*\* | -0.122\*\*\* | -0.064\*\*\* |
|  | (0.124) | (0.011) | (0.028) | (0.011) |
| BH | 0.176\*\*\* | 0.090\*\*\* | 0.157\*\*\* | 0.005 |
|  | (0.011) | (0.011) | (0.009) | (0.022) |
| Big4 | 0.071\*\*\* | 0.044\*\*\* | 0.085\*\*\* | 0.006 |
|  | (0.011) | (0.007) | (0.009) | (0.011) |
| Lev | 0.091\*\*\* | 0.031\*\* | 0.099\*\*\* | 0.002 |
|  | (0.029) | (0.013) | (0.022) | (0.014) |
| FTA | -0.107\*\*\* | -0.009 | -0.043\* | -0.033\* |
|  | (0.027) | (0.017) | (0.022) | (0.018) |
| Cash | -0.066 | 0.056\*\*\* | 0.027 | 0.012 |
|  | (0.042) | (0.017) | (0.033) | (0.017) |
| Volatility | -0.041 | 0.112\*\*\* | 0.068 | 0.085\*\*\* |
|  | (0.073) | (0.030) | (0.055) | (0.031) |
| PB | 0.001 | -0.001 | -0.001 | -0.001 |
|  | (0.003) | (0.001) | (0.002) | (0.001) |
| GrowthRev | 0.017 | 0.004 | -0.003 | 0.014\*\*\* |
|  | (0.012) | (0.005) | (0.009) | (0.005) |
| ROA | -0.163 | -0.016 | 0.077 | -0.084\*\* |
|  | (0.105) | (0.037) | (0.077) | (0.036) |
| Penalty | 0.013 | 0.004 | 0.012 | 0.002 |
|  | (0.020) | (0.007) | (0.013) | (0.008) |
| IndepR | -0.027 | 0.017 | 0.088\* | -0.056\* |
|  | (0.060) | (0.029) | (0.045) | (0.032) |
| DSize | -0.000 | 0.002\*\*\* | 0.001 | 0.002\*\*\* |
|  | (0.001) | (0.001) | (0.001) | (0.001) |
| Duality | -0.033\*\*\* | -0.022\*\*\* | -0.029\*\*\* | -0.018\*\*\* |
|  | (0.013) | (0.004) | (0.008) | (0.005) |
| 行业FE | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 7119 | 13678 | 10328 | 10487 |
| Pseudo R² | 0.24 | 0.19 | 0.24 | 0.16 |
| 组间系数差异P值 | 0.0094\*\*\* | | 0.0000\*\*\* | |

注：表内报告的是估计结果的边际效应；括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平上显著。

### 按行业特征分析

考虑到不同行业的组织资本特征不同，本文通过行业特定才能和行业增长不确定性探讨行业层面的异质性分析。

借鉴Cremers和Grinstein s (2011)，本文使用行业内部CEO比例衡量行业特定才能水平。当行业特定才能要求越高，公司更倾向于从公司内部任职CEO，因此内部CEO比例一般越高。

借鉴Carlin等（2012）、Francis等（2015）等，通过下述公式回归计算残差，残差即行业增长不确定性。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | （5.1） |

为企业层面的资产增长率标准差的行业中位数，需要先计算每家公司的季度资产增长率和每年四个季度的资产增长率标准差。

为减轻行业特定的创新噪声，参考Francis等（2015）的方法，对同一年份、同一行业的所有企业的调整后专利引用次数进行汇总，记为。引用数据从CNRDS数据库的CITE数据集获取。考虑到专利发表的延迟性质，本文使用专利自获批以来3年内被引用数量。

表 11列（1）-（4）显示，行业特定才能要求高、行业增长不确定性的组别中，组织资本的边际效应更大且更显著，组间系数差异显著。这是因为，特定才能要求高、增长不确定性的行业中，企业的竞争力往往与关键人才的经验和专业知识高度相关，这些企业难以快速找到替代者，因此，组织资本较高的公司更愿意保护管理层；且此类行业的组织资本的积累过程中包含更多风险成分，例如生物医药、人工智能领域的高频创新等，组织资本的提升会加剧风险敞口，倒逼企业配置董监高责任险。

表 11：异质性分析基于行业特征分组

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |
|  | 行业特定才能 | | 行业增长不确定性 | |
| DOt+1 | 高 | 低 | 高 | 低 |
| OC | 0.146\*\*\* | 0.051 | 0.186\*\*\* | 0.034 |
|  | (0.030) | (0.031) | (0.032) | (0.029) |
| BH | 0.120\*\*\* | 0.117\*\*\* | 0.100\*\*\* | 0.134\*\*\* |
|  | (0.009) | (0.010) | (0.011) | (0.008) |
| Big4 | 0.058\*\*\* | 0.052\*\*\* | 0.052\*\*\* | 0.058\*\*\* |
|  | (0.008) | (0.009) | (0.009) | (0.008) |
| Lev | 0.039\*\* | 0.056\*\*\* | 0.022 | 0.067\*\*\* |
|  | (0.018) | (0.019) | (0.019) | (0.018) |
| FTA | -0.039\*\* | -0.027 | -0.026 | -0.036\*\* |
|  | (0.019) | (0.021) | (0.022) | (0.018) |
| Cash | 0.038 | 0.028 | -0.000 | 0.073\*\*\* |
|  | (0.025) | (0.025) | (0.025) | (0.026) |
| Volatility | 0.040 | 0.125\*\*\* | 0.093\*\* | 0.073 |
|  | (0.045) | (0.043) | (0.043) | (0.046) |
| PB | -0.000 | -0.000 | -0.001 | 0.001 |
|  | (0.001) | (0.001) | (0.001) | (0.001) |
| GrowthRev | 0.013\* | -0.000 | 0.001 | 0.018\*\* |
|  | (0.007) | (0.008) | (0.008) | (0.008) |
| ROA | -0.013 | -0.083 | -0.063 | -0.036 |
|  | (0.058) | (0.056) | (0.055) | (0.060) |
| Penalty | 0.021\*\* | -0.009 | 0.012 | 0.001 |
|  | (0.011) | (0.011) | (0.010) | (0.012) |
| IndepR | 0.008 | 0.020 | 0.088\*\* | -0.073\* |
|  | (0.039) | (0.040) | (0.039) | (0.041) |
| DSize | 0.001 | 0.002\* | 0.000 | 0.003\*\*\* |
|  | (0.001) | (0.001) | (0.001) | (0.001) |
| Duality | -0.025\*\*\* | -0.023\*\*\* | -0.019\*\*\* | -0.032\*\*\* |
|  | (0.007) | (0.006) | (0.006) | (0.007) |
| DOSR | -0.086\*\*\* | -0.087\*\*\* | -0.100\*\*\* | -0.069\*\*\* |
|  | (0.020) | (0.018) | (0.018) | (0.020) |
| SOE | 0.027\*\*\* | 0.013\*\* | 0.022\*\*\* | 0.021\*\*\* |
|  | (0.006) | (0.006) | (0.006) | (0.006) |
| Size | 0.018\*\*\* | 0.025\*\*\* | 0.006 | 0.034\*\*\* |
|  | (0.007) | (0.007) | (0.007) | (0.007) |
| 行业FE | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 11016 | 9799 | 10482 | 10333 |
| Pseudo R² | 0.25 | 0.21 | 0.20 | 0.25 |
| 组间系数差异P值 | 0.0407\*\* | | 0.0004\*\*\* | |

注：表内报告的是估计结果的边际效应；括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平上显著。

## 稳健性检验

### 替换组织资本

考虑到组织资本的测算依赖折旧率σ、SG&A费用增长率g两大重要参数，本文选取多个σ和g测量组织资本，得到OC1-OC5个替代变量。

g为SG&A费用增长率：1）g1 ：公司前五年（若少于五年用全部年份）SG&A算术平均增长率；2）g2=19.84%，参考程冕（2019）；3）g3=18.00%，参考Cheng（2022）。替换的变量OC1和OC2使用g1计算，OC3和OC4使用g2计算，OC5使用g3计算。

σ为组织资本的折旧率：1）：σ1=26.37%，参考许永洪等（2023）计算的中国市场生产者的整体研发折旧率；2）σ2=12%，参考杨俊仙和周洁（2016）。替换的变量OC1、OC3和OC5使用σ1计算，OC2和OC4使用σ2计算。

如表 12所示，不同计算方式下组织资本均能显著提升董监高责任险的投保意向，且边际效应基本在10%左右，与原结果保持一致。

考虑到不同行业SG&A费用投入到组织资本的比重有差异，且不同行业SG&A费用的会计处理方法不同，参考Francis等（2021）、Li等（2018）、Eisfeldt 和Papanikolaou（2013），本文使用以下两种方法减轻这种顾虑：1）本文先分年份和行业将组织资本排序，计算的排名用于重新衡量组织资本（OC\_Indusrank）；2）使用不同年份各行业中位数调整组织资本比例，即求各行业中位数，并将其从组织资本比例中减去（OC\_adjust）。表 13列（1）-（2）显示组织资本显著正向提升投保意向。

考虑到不同企业的组织资本投入习惯或规律等不同，参考Eisfeldt和Papanikolaou（2013）、程冕等（2019），本文按不同年份将企业组织资本排序后分为五组，分别赋分5-1分，作为组织资本的另一定量测量（OC\_idrank）；表 13列（3）显示，组织资本仍显著提升促进投保意向。

表 12：调整计算组织资本的参数进行稳健性检验

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| DOt+1 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| OC1 | 0.101\*\*\* |  |  |  |  |
|  | (0.026) |  |  |  |  |
| OC2 |  | 0.094\*\*\* |  |  |  |
|  |  | (0.018) |  |  |  |
| OC3 |  |  | 0.102\*\*\* |  |  |
|  |  |  | (0.027) |  |  |
| OC4 |  |  |  | 0.101\*\*\* |  |
|  |  |  |  | (0.025) |  |
| OC5 |  |  |  |  | 0.102\*\*\* |
|  |  |  |  |  | (0.027) |
| BH | 0.118\*\*\* | 0.118\*\*\* | 0.118\*\*\* | 0.118\*\*\* | 0.118\*\*\* |
|  | (0.006) | (0.006) | (0.006) | (0.006) | (0.006) |
| Big4 | 0.056\*\*\* | 0.056\*\*\* | 0.056\*\*\* | 0.056\*\*\* | 0.056\*\*\* |
|  | (0.005) | (0.004) | (0.005) | (0.005) | (0.005) |
| Lev | 0.046\*\*\* | 0.048\*\*\* | 0.045\*\*\* | 0.046\*\*\* | 0.046\*\*\* |
|  | (0.016) | (0.014) | (0.016) | (0.015) | (0.016) |
| FTA | -0.032\*\*\* | -0.032\*\*\* | -0.032\*\*\* | -0.033\*\*\* | -0.032\*\*\* |
|  | (0.007) | (0.007) | (0.006) | (0.007) | (0.006) |
| Cash | 0.031 | 0.032 | 0.031 | 0.031 | 0.031 |
|  | (0.025) | (0.025) | (0.025) | (0.025) | (0.025) |
| Volatility | 0.080 | 0.080 | 0.081 | 0.081 | 0.081 |
|  | (0.051) | (0.050) | (0.051) | (0.051) | (0.051) |
| PB | -0.000 | -0.000 | -0.000 | -0.000 | -0.000 |
|  | (0.001) | (0.001) | (0.001) | (0.001) | (0.001) |
| GrowthRev | 0.007 | 0.008 | 0.007 | 0.007 | 0.007 |
|  | (0.006) | (0.006) | (0.006) | (0.006) | (0.006) |
| ROA | -0.050 | -0.047 | -0.051 | -0.049 | -0.051 |
|  | (0.039) | (0.039) | (0.039) | (0.039) | (0.039) |
| Penalty | 0.006 | 0.007 | 0.006 | 0.006 | 0.006 |
|  | (0.008) | (0.008) | (0.008) | (0.008) | (0.008) |
| IndepR | 0.012 | 0.012 | 0.012 | 0.012 | 0.012 |
|  | (0.015) | (0.016) | (0.015) | (0.015) | (0.015) |
| DSize | 0.002\*\* | 0.002\*\* | 0.002\*\* | 0.002\*\* | 0.002\*\* |
|  | (0.001) | (0.001) | (0.001) | (0.001) | (0.001) |
| Duality | -0.024\*\*\* | -0.024\*\*\* | -0.024\*\*\* | -0.024\*\*\* | -0.024\*\*\* |
|  | (0.005) | (0.005) | (0.005) | (0.005) | (0.005) |
| DOSR | -0.085\*\*\* | -0.084\*\*\* | -0.085\*\*\* | -0.084\*\*\* | -0.085\*\*\* |
|  | (0.011) | (0.011) | (0.011) | (0.011) | (0.011) |
| SOE | 0.021\*\*\* | 0.020\*\*\* | 0.021\*\*\* | 0.020\*\*\* | 0.021\*\*\* |
|  | (0.003) | (0.003) | (0.003) | (0.003) | (0.003) |
| Size | 0.021\*\*\* | 0.022\*\*\* | 0.020\*\*\* | 0.021\*\*\* | 0.020\*\*\* |
|  | (0.001) | (0.002) | (0.001) | (0.001) | (0.001) |
| 行业FE | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 20815 | 20815 | 20815 | 20815 | 20815 |
| Pseudo R² | 0.23 | 0.23 | 0.23 | 0.23 | 0.23 |

注：表内报告的是估计结果的边际效应；括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平显著。

表 13：替换组织资本的计算方式进行稳健性检验

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| DOt+1 | (1) | (2) | (3) |
| OC\_Indusrank | 0.014\*\*\* |  |  |
|  | (0.003) |  |  |
| OC\_adjust |  | 0.107\*\*\* |  |
|  |  | (0.027) |  |
| OC\_idrank |  |  | 0.003\* |
|  |  |  | (0.002) |
| BH | 0.122\*\*\* | 0.118\*\*\* | 0.122\*\*\* |
|  | (0.006) | (0.006) | (0.006) |
| Big4 | 0.062\*\*\* | 0.055\*\*\* | 0.061\*\*\* |
|  | (0.004) | (0.005) | (0.006) |
| Lev | 0.060\*\*\* | 0.045\*\*\* | 0.059\*\*\* |
|  | (0.014) | (0.016) | (0.012) |
| FTA | -0.032\*\*\* | -0.033\*\*\* | -0.033\*\* |
|  | (0.007) | (0.007) | (0.014) |
| Cash | 0.039 | 0.030 | 0.038\*\* |
|  | (0.024) | (0.025) | (0.018) |
| Volatility | 0.067 | 0.081 | 0.067\*\* |
|  | (0.047) | (0.051) | (0.031) |
| PB | -0.001 | -0.000 | -0.001 |
|  | (0.001) | (0.001) | (0.001) |
| GrowthRev | 0.006 | 0.007 | 0.006 |
|  | (0.005) | (0.006) | (0.006) |
| ROA | -0.028 | -0.052 | -0.029 |
|  | (0.039) | (0.039) | (0.042) |
| Penalty | 0.006 | 0.007 | 0.006 |
|  | (0.008) | (0.008) | (0.007) |
| IndepR | 0.023 | 0.012 | 0.021 |
|  | (0.015) | (0.015) | (0.028) |
| DSize | 0.002\*\*\* | 0.002\*\* | 0.002\*\* |
|  | (0.001) | (0.001) | (0.001) |
| Duality | -0.023\*\*\* | -0.024\*\*\* | -0.024\*\*\* |
|  | (0.005) | (0.005) | (0.004) |
| DOSR | -0.086\*\*\* | -0.085\*\*\* | -0.087\*\*\* |
|  | (0.011) | (0.011) | (0.013) |
| SOE | 0.022\*\*\* | 0.021\*\*\* | 0.021\*\*\* |
|  | (0.003) | (0.003) | (0.004) |
| Size | 0.026\*\*\* | 0.020\*\*\* | 0.026\*\*\* |
|  | (0.002) | (0.002) | (0.005) |
| 行业FE | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 20815 | 20815 | 20815 |
| Pseudo R² | 0.23 | 0.23 | 0.23 |

注：表内报告的是估计结果的边际效应；括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平上显著。

### 替换董监高责任险

本文参考Cao等（2014），使用诉讼风险替代董监高责任险的投保意向，认为公司诉讼风险较高时，董监高责任险的购买需求较强烈。本文选取公司涉诉金额（LitiAmount）、公司涉诉次数（LitiNum）、公司收到的监管函和问询函数量（TLNum）来量化诉讼风险，三者越高，诉讼风险越大。表 14列（1）-（3）表明，当组织资本越高时，公司涉诉金额、涉诉次数、被监管机构关注程度越高，隐含的董监高责任险购买概率越高。

表 14：替换董监高责任险进行稳健性检验

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) |
|  | LitiAmount t+1 | LitiNum t+1 | TLNum t+1 |
| OC | 2.507\*\*\* | 0.366\*\*\* | 2.921\*\*\* |
|  | (0.951) | (0.081) | (0.191) |
| BH | -1.122 | -0.118 | -0.208\*\* |
|  | (0.776) | (0.079) | (0.103) |
| Big4 | -0.346 | -0.061 | -0.174\*\*\* |
|  | (0.520) | (0.039) | (0.064) |
| Lev | -3.142\*\*\* | -0.255\*\*\* | 0.193\* |
|  | (0.548) | (0.051) | (0.105) |
| FTA | -0.792 | -0.118\* | -0.581\*\*\* |
|  | (0.682) | (0.061) | (0.120) |
| Cash | -2.213\*\*\* | -0.161\*\*\* | -0.186\*\* |
|  | (0.532) | (0.049) | (0.091) |
| Volatility | -0.711 | -0.033 | -0.491\*\*\* |
|  | (0.523) | (0.053) | (0.086) |
| PB | 0.302\*\*\* | 0.025\*\*\* | 0.019\*\*\* |
|  | (0.030) | (0.003) | (0.005) |
| GrowthRev | 0.805\*\*\* | 0.073\*\*\* | -0.026 |
|  | (0.131) | (0.013) | (0.024) |
| ROA | -5.043\*\*\* | -0.404\*\*\* | -3.859\*\*\* |
|  | (1.151) | (0.116) | (0.288) |
| Penalty | 0.223 | 0.032\* | 0.277\*\*\* |
|  | (0.192) | (0.019) | (0.049) |
| IndepR | 1.582\* | 0.112 | -0.005 |
|  | (0.809) | (0.079) | (0.144) |
| DSize | 0.082\*\*\* | 0.009\*\*\* | -0.001 |
|  | (0.024) | (0.003) | (0.004) |
| Duality | -0.037 | -0.000 | -0.030 |
|  | (0.149) | (0.014) | (0.028) |
| DOSR | -0.234 | -0.032 | -1.289\*\*\* |
|  | (0.592) | (0.057) | (0.142) |
| SOE | -1.209\*\*\* | -0.131\*\*\* | -0.055 |
|  | (0.370) | (0.039) | (0.068) |
| Size | 0.347\*\* | 0.035\*\* | -0.039 |
|  | (0.169) | (0.017) | (0.027) |
| 行业FE | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份FE | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 20612 | 20612 | 20612 |
| Adj R² | 0.18 | 0.17 | 0.29 |

注：括号内代表聚类稳健标准误；\*，\*\*，\*\*\*分别表示变量在10%、5%、1%水平上显著。

# 结论与展望

## 研究结论

本文结合理论分析与实证结果，围绕组织资本对董监高责任险投保意向的影响展开研究。通过多模型回归分析，本文发现组织资本的提升显著增加公司拟购买董监高责任险的概率。控制关键变量与固定效应后，组织资本每提升一个单位，拟购买董监高责任险的概率提高10.2%。同时，资产规模大、跨境上市或由四大审计机构审计的公司因面临更高诉讼风险，更倾向于配置责任险；杠杆率高的公司也更依赖责任险保障。

为缓解内生性问题，本文使用省级层面的失业补助和排除公司自身的组织资本行业中位数作为工具变量，并用倾向得分匹配（PSM）方法及Heckman选择模型修正内生性偏误，结果依旧稳健。同时更换了组织资本和董监高责任险投保意向的变量计算方式，通过稳健性检验验证了研究的可靠性。

进一步深入探究其内在机制，组织资本主要通过双重委托代理和投资者关注度影响董监高责任险投保意向。从双重委托代理机制分析，组织资本涵盖的权力资本、规则资本和知识管理资本放大了第一类和第二类代理成本，促使公司为规避诉讼追责或与管理层达成风险共谋而主动配置保险。从投资者关注度视角来看，高组织资本企业更易引发投资者深度调研，股价和估值也有更大的炒作空间；为应对股价敏感性和监管压力，企业需通过保险购买降低诉讼风险、传递风险管控承诺以稳定市场预期。由此可见，董监高责任险被视为平衡内外部治理需求的工具，具备缓释内部代理风险、回应外部监督压力的预期功效。

从行业特性和公司特征分别进行异质性分析。研究结果显示，当公司所在行业的特定才能要求或行业增长不确定性越高时，组织资本产生的边际效应更加明显，反映出高风险技术迭代场景中企业风险对冲的审慎决策逻辑。此外，对于小规模企业、非国有企业群体，组织资本与保险需求的正向关联更强，这可能源于其治理机制薄弱导致的代理成本刚性。

## 启示与展望

组织资本与董监高责任险的互动关系，深刻呈现出现代企业的能力建构与风险制度化的共生逻辑。企业应该通过组织资本提升竞争优势，实现资源的优化配置和创新能力的提升；同时，借助董监高责任险将隐性风险显性化、市场化，有效应对潜在的诉讼风险和代理冲突。基于研究，本文贡献以下三点启示：

1. 企业应积极积累生产性组织资本，以防低质量组织资本的代理冲突隐患

组织资本作为企业核心竞争力的关键载体，应被视为长期投资。但企业需要警惕其通过委托代理机制放大两类治理成本。随着组织资本的积累，权力资本可能导致管理层权力过度集中，规则资本可能会成为利益勾兑的工具或导致组织惰性，知识资本的信息不对称特性藏匿着风险。

基于此，企业应着力积累高质量组织资本，提升生产性组织资本占比，例如通过数据分析与人才测评优化员工配置，数字化赋能业务流程和丰富经验，顺应新质生产力的建设，加大对技术研发与知识管理的投入。同时培养动态能力，避免传统组织资本带来的惰性。

1. 企业应积极配置董监高责任险，但仍需要持续的风险监督

投资者诉讼机制的完善和董监高违约成本的提升均要求企业拥抱董监高责任险，顺应证券市场的发展。从内部治理方面，董监高责任险能够对两类代理成本起到制度化约束作用，有效抑制管理层或控股股东的短视行为；从外部治理角度，能够向市场传递风险透明的承诺、同时缓解潜在的诉讼风险。然而，这仅是保险的预期功效，董监高责任险也可能带来道德风险，这就要求企业在配置合适的保险后，要持续监督董监高作为，确保风险管控满足合理需求。

1. 保司和监管部门应做好基础设施建设，设计具有中国特色的董监高责任险

社会文化、资本制度的不同导致我国公司面临的诉讼风险不同。保司和监管部门应因地制宜，基于中国公司的行业特点、市值特点和投资者特点制定投保与承保条款，例如，基于中国法律语境明确“故意”“疏忽”等相关字眼，避免引发较大争议；对高组织资本的企业可要求更透明的信息披露，对低组织资本的企业可提供保险激励政策，引导其优化治理结构。

未来的研究可以进一步优化相关主题，提出更加细致的研究方向。首先，可以将组织资本进行更为细化的拆分和量化，类似于智力资本的测算，将智力资本分为知识资本、关系资本和结构资本等类别。通过精细化的组织资本分析，可以更全面地评估不同类型的组织资本对公司治理、决策效率以及风险管理的具体影响。通过拆解这些细分领域，能够帮助企业在不同的情境下，针对性地优化资源配置和决策策略，从而提升公司整体的运营效率和竞争力。

其次，可以更积极地探索董监高责任险的配置效益，尤其是其对公司治理结构的改善作用。研究可以进一步检验董监高责任险条款性质或数量等能否有效减少公司内部的代理问题，优化公司的风险画像，而非单纯依赖是否配置董监高责任险这一二元变量。

# 参考文献

1. 白重恩, 刘俏, 陆洲, 等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005(2): 81-91.
2. 陈传明, 张敏. 企业文化的刚性特征: 分析与测度[J]. 管理世界, 2005,06: 101-106+172.
3. 陈德球, 胡晴. 数字经济时代下的公司治理研究: 范式创新与实践前沿[J]. 管理世界, 2022, 38(6): 213-240.
4. 陈守明, 冉毅, 陶兴慧. R&D 强度与A企业价值 —— 股权性质和两职合一的调节作用[J]. 科学学研究, 2012, 30(03): 441-448.
5. 陈钦源, 马黎珺, 伊志宏. 分析师跟踪与企业创新绩效的逻辑[J]. 南开管理评论, 2017(3): 15-27.
6. 程冕, 许自坚, 史本山. 组织资本对企业并购与并购绩效的影响研究[J]. 财经问题研究, 2019,11: 137-145.
7. 蔡雪玲.组织资本、融资约束与管理层激励[J]. 投资研究,2024,43(09):119-133.
8. 杜勇, 孙帆, 邓旭. 共同机构所有权与企业盈余管理[J]. 中国工业经济, 2021,06: 155-173.
9. 华秀萍, 程思睿, 李婉宁, 等. 非正式融资中的文化力量——企业文化对商业信用的影响[J]. 金融研究, 2023, 521(10): 186-206.
10. 戚聿东, 肖旭. 数字经济时代的企业管理变革[J]. 管理世界, 2020, 36(06): 135-152+250.
11. 蒋艺翅, 姚树洁. 组织资本、利益相关者压力与企业绿色创新[J]. 科研管理, 2023, 44(12): 71-81.
12. 金碚. 论经济的组织资本与组织政策——兼议新冠肺炎疫情的启示[J]. 中国工业经济, 2020,04: 23-41.
13. 李从刚, 许荣. 保险治理与公司违规 —— 董事高管责任保险的治理效应研究[J]. 金融研究, 2020,06: 188-206.
14. 李欢, 罗婷. 管理层业绩预测的机会主义行为——来自高管股票交易的证据[J]. 南开管理评论, 2016, 19(04): 63-74.
15. 李筱乐, 张军, 李梦荷. 董监高责任险, 企业声誉与绿色创新[J]. 上海财经大学学报, 2023, 25(2).
16. 凌士显, 白锐锋. 董事高管责任保险与公司费用粘性——基于中国上市公司经验数据的实证检验[J]. 保险研究, 2018,5: 73-86.
17. 凌士显, 白锐锋. 董事高管责任保险与公司绩效——基于中国上市公司经验数据的实证检验[J]. 商业研究, 2017, 59(10): 78.
18. 林晚发, 赵仲匡, 宋敏. 管理层讨论与分析的语调操纵及其债券市场反应[J]. 管理世界, 2022, 38(01): 164-180.
19. 刘海建, 陈传明. 企业组织资本, 战略前瞻性与企业绩效：基于中国企业的实证研究[J]. 管理世界, 2007, 5: 83-93.
20. 彭韶兵, 王玉, 唐嘉尉. 董事高管责任保险与投资效率——基于合同条款的实证检验[J]. 保险研究, 2018,03: 76-90.
21. 沈华玉, 吴晓晖, 吴世农. 控股股东控制权与股价崩盘风险:“利益协同”还是“隧道”效应?[J]. 经济管理, 2017, 39(04): 65-83.
22. 司登奎, 李小林, 赵仲匡. 非金融企业影子银行化与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, 2021,06: 174-192.
23. 王垒, 曲晶, 赵忠超, 等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择：双重委托代理视角[J]. 管理世界, 2020, 36(07): 132-153.
24. 王文姣, 夏常源, 傅代国, 等. 独立董事网络、信息双向传递与公司被诉风险[J]. 管理科学, 2017, 30(04): 63-78+82+79-81.
25. 王笑. 2024年董责险购买量增长三成[N]. 金融时报, 2025-01-22(011).
26. 王勇, 窦斌, 宋培睿, 等. 管理层语调偏离会影响投资者决策吗?——基于我国上市公司文本与财务数据的经验研究[J]. 金融研究, 2023,03: 169-187.
27. 翁君奕. 企业组织资本理论: 组织激励与协调的博弈分析[M]. 北京: 经济科学出版社, 1999.
28. 向显湖, 李永焱. 试论企业组织资本与财务管理创新[J]. 金融研究, 2009,02: 199-206.
29. 谢佩洪, 汪春霞. 管理层权力、企业生命周期与投资效率——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017, 20(01): 57-66.
30. 许荣, 王杰. 董事责任保险与公司治理机制的互动影响研究——来自中国 A 股上市公司的证据[J]. 保险研究, 2012,03: 68-78.
31. 许永洪, 杜瑶, 王璐. 我国研发资本折旧率和存量测算[J]. 统计研究, 2023, 40(08): 3-17.
32. 余义勇, 杨忠. 动态情境下企业如何克服组织惰性以实现持续成长？——基于“情境—认知—行动”分析框架[J]. 管理世界, 2022, 38(12): 159-177.
33. 杨俊仙, 周洁. 组织资本, 横截面收益和全要素生产率 —— 来自中国上市公司的经验[J]. 中国管理科学, 2016, 24(S1): 418-423.
34. 赵凯, 高友笙, 黄志国.中国劳动力市场均衡及失业问题研究[J]. 统计研究,2016,33(05):69-76.
35. 张钢. 人力资本、组织资本与组织创新[J]. 科学学研究, 2000, 18(1): 67-74.
36. 郑志刚, 郇珍, 黄继承等. 金字塔式控股结构与上市公司资本运作的机会主义倾向[J]. 金融研究, 2021,11: 153-169.
37. 周美华, 林斌, 林东杰. 管理层权力、内部控制与腐败治理[J]. 会计研究, 2016,03: 56-63+96.
38. Aboody D, Lev B. Information asymmetry, R&D, and insider gains[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(6): 2747-2766.
39. Akerlof G A. 4. The market for ‘lemons’: quality uncertainty and the market mechanism[J]. Market Failure or Success, 1970, 66.
40. Aguir I, Aguir W. Director and Officer Liability Protection and Firm Value: Unintended Consequences[J]. Finance Research Letters, 2020, 32:101177.
41. Arrow K J. The limits of organization [M]. WW Norton & Company, 1974.
42. Atkeson A, Kehoe P J. Modeling and measuring organization capital[J]. Journal of Political Economy, 2005, 113(5):1026-1053.
43. Aggarwal R A J, Cao J, Chen F. Information environment, dividend changes, and signaling: evidence from ADR firms[J]. Contemporary Accounting Research, 2012, 29(2): 403-431.
44. Baker T, Griffith S J. Ensuring corporate misconduct: How liability insurance undermines shareholder litigation [M]. University of Chicago Press, 2019.
45. Black S E, Lynch L M. Measuring organizational capital in the new economy [M]. IZA, 2005.
46. Bloom N, Van Reenen J. Measuring and explaining management practices across firms and countries[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2007, 122(4):1351-1408.
47. Bodnaruk A, Östberg P. The shareholder base and payout policy[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2013, 48(3):729-760.
48. Boubaker S, Hasan M M, Habib A. Organization capital, tournament incentives and firm performance[J]. Finance Research Letters, 2022, 46:102468.
49. Boyer M M, Tennyson S. Directors' and Officers' Liability Insurance, Corporate Risk and Risk Taking: New Panel Data Evidence on The Role of Directors' and Officers' Liability Insurance[J]. Journal of Risk & Insurance, 2015, 82(4):753-791.
50. Bresnahan T F, Brynjolfsson E, Hitt L M. Information technology, workplace organization, and the demand for skilled labor: Firm-level evidence[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2002, 117(1): 339-376.
51. Brown E, Kaufold H. Human Capital Accumulation and the Optimal Level of Unemployment Insurance Provision[J]. Journal of Labor Economics, 1988, 6(4): 493–514.
52. Carlin B I, Chowdhry B, Garmaise M J. Investment in organization capital[J]. Journal of Financial Intermediation, 2012, 21(2):268-286.
53. Caroli E, Van R J. Skill-biased organizational change? Evidence from a panel of British and French establishments[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2001, 116(4):1449-1492.
54. Cao J X, Cumming D, Qian M, et al. Cross-border LBOs[J]. Journal of Banking & Finance, 2015, 50:69-80.
55. Chalmers J M R, Dann L Y, Harford J. Managerial opportunism? Evidence from directors' and officers' insurance purchases[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(2):609-636.
56. Cheng M, Ji L, Xu Z. How does organization capital alleviate SMEs’ financial constraints? Evidence from China[J]. Emerging Markets Finance and Trade, 2022, 58(12):3541-3553.
57. Core J. On the corporate demand of directors' insurance[J]. Journal of Risk and Insurance, 1997, 64:63-87.
58. Crouzet N, Eberly J. Rents and Intangible Capital: A Q+ Framework[J]. The Journal of Finance, 2023, 78(4):1873-1916.
59. Cremers K J M, Grinstein Y. Does the market for CEO talent explain controversial CEO pay practices?[J]. Review of Finance, 2014, 18(3):921-960.
60. Cui H, Dai L, Zhang Y. Organization capital and corporate innovation: Evidence from China[J]. Finance Research Letters, 2021, 43:101956.
61. Deshui M, Guohua W, Akbar A, Usman M. Balancing act: D&O liability insurance and ESG disclosure in the Chinese corporate landscape[J]. Applied Economics, 2024(11):1-16.
62. Eisfeldt A L, Papanikolaou D. Organization Capital and the Cross-Section of Expected Returns[J]. The Journal of Finance, 2013, 68(4):1365-1406.
63. Ewens M, Peters R H, Wang S. Measuring intangible capital with market prices[J]. Management Science, 2025, 71(1):407-427.
64. Francis B, Mani S B, Sharma Z, et al. The impact of organization capital on firm innovation[J]. Journal of Financial Stability, 2021, 53:100829.
65. Francis B, Hasan I, Wu Q. Professors in the boardroom and their impact on corporate governance and firm performance[J]. Financial management, 2015, 44(3):547-581.
66. Giroud X, Mueller H M. Does corporate governance matter in competitive industries?[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95(3):312-331.
67. Hasan M M. Organization capital and firm life cycle[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 48:556-578.
68. Hasan M M, Lobo G J, Qiu B. Organizational capital, corporate tax avoidance, and firm value[J]. Journal of Corporate Finance, 2021, 70:102050.
69. Hasan M M, Uddin M R. Do intangibles matter for corporate policies? Evidence from organization capital and corporate payout choices[J]. Journal of Banking & Finance, 2022, 135.
70. Hu Y, Fang J. Peer effects in directors’ and officers’ liability insurance: Evidence from China[J]. Finance Research Letters, 2022(47):102731.
71. Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 76(2):323-329.
72. Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[M]. Corporate governance. Gower, 1976, 3(4): 305-360.
73. Jia N, Tang X. Directors’ and officers’ liability insurance, independent director behavior, and governance effect[J]. Journal of Risk and Insurance, 2018, 85(4):1013-1054.
74. Jia N, Mao X, Yuan R. Political connections and directors' and officers' liability insurance – Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2019, 58.
75. Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling[J]. The American Economic Review, 2000, 90(2):22-27.
76. Kim J B, Zhang L. Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks[J]. Contemporary Accounting Research, 2014, 31(3):851-875.
77. Kim H D, Park K, Song K R. Organization capital and analysts’ forecasts[J]. International Review of Economics & Finance, 2021, 71: 762-778.
78. Kong X, Xu S, Liu M Y, Ho K C. Confucianism and D&O insurance demand of Chinese listed companies[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2023, 79.
79. La Porta R, Lopez‐de‐Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(2):471-517.
80. Leung W S, Mazouz K, O'Sullivan J, et al. Organization capital, labor market flexibility, and stock returns around the world[J]. Journal of Banking & Finance, 2018, 89(APR.):150-168.
81. Lev B, Radhakrishnan S. The Valuation of Organization Capital[M]. In Measuring Capital in the New Economy, University of Chicago Press, Chicago, 2005.
82. Li T S, Yang T, Zhu J G. Directors’ and officers’ liability insurance: Evidence from independent directors’ voting[J]. Journal of Banking & Finance, 2022, 138: 106425.
83. Li K, Qiu B, Shen R. Organization capital and mergers and acquisitions[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2018, 53(4): 1871-1909.
84. Lin C, Officer M S, Zou H. Directors' and officers' liability insurance and acquisition outcomes[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 102(3):507-525.
85. Light A, Omori Y. Unemployment insurance and job quits[J]. Journal of Labor Economics, 2004, 22(1):159-188.
86. Mankiw N G, Romer D, Weil D N. A contribution to the empirics of economic growth[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1992, 107(2):407-437.
87. Nguyen T B N, Lin L F, Chin L C, Hsieh M D. Directors and officers liability insurance and the wealth effect of M&A announcements[J]. Applied Economics, 2024(2):1-17.
88. O'Sullivan N. Insuring the agents: The role of directors' and officers' insurance in corporate governance[J]. Journal of Risk and Insurance, 1997:545-556.
89. Peters R H, Taylor L A. Intangible Capital and the Investment-q Relation[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 123(2):251-272.
90. Peng M W, Zhang S, Li X. CEO duality and firm performance during China's institutional transitions[J]. Management and Organization Review, 2007, 3(2): 205-225.
91. Prescott E C, Visscher M. Organization capital[J]. Journal of Political Economy, 1980, 88(3):446-461.
92. Rozeff M S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios[J]. Journal of Financial Research, 1982, 5(3):249-259.
93. Sun Q, Mindy Z. Financing Intangible Capital[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 133(3):564-588.
94. Teece D J, Pisano G, Shuen A. Dynamic capabilities and strategic management[J]. Strategic Management Journal, 1997, 18(7):509-533.
95. Tomer J F. Organizational capital and joining-up: Linking the individual to the organization and to society[J]. Human Relations, 1998, 51(6):825-846.
96. Wang M, Sun L. Does Directors' and Officers' Liability Insurance improve corporate governance of Chinese listed firms? The moderating role of insider ownership[J]. Finance Research Letters, 2022.
97. Zhang L, Guo Y, Sun G. How patent signals affect venture capital: The evidence of bio-pharmaceutical start-ups in China[J]. Technological Forecasting and Social Change, 2019, 145:93-104.
98. Zou H, Wong S, Shum C, et al. Controlling-Minority Shareholder Incentive Conflicts and Directors' and Officers' Liability Insurance: Evidence From China[J]. Journal of Banking & Finance, 2008, 32(12):2636-2645.

# 致谢

感谢我亲爱的导师，顾明副教授，他在论文写作、实证分析、表达汇报上均给予了我和我的同门非常多的指导和帮助，且一直积极鼓励我们、相信我们。有这样好的导师，我感觉到非常地荣幸且感激！

感谢我的父母，在研究生三年，给予我很多物质支持和精神陪伴，能帮助我不断探索新的职业路径，并鼓励我勇敢做自己，积极去挑战。

感谢我的好同学和好朋友，在研一艰难的八高旅程中、研二迷茫的实习阶段、研三五味杂陈的校招阶段，能够携手并进、互相支持与陪伴。

最后，最要感谢的人是自己。感谢自己一直抱有好奇心，努力探索新世界；感谢自己积极乐观，面对不确定的事情，仍能坚定信念，勇往直前，做自己想做的事情。三年前来到这里读书是从未想过的决定，三年后也因为工作来到了从未想过的城市。我很佩服也很欣赏自己的选择和勇气。神明把我指引到了我该去的地方，我在不同的地方、不同的人生阶段生长，让自己更完整、更多元，让自己更加感受到自己的存在和能量。我相信，新的选择一定会带来更多的机遇，离想成为的自己更进一步。坚信自己会一直做难而有价值的事情，成为时间的朋友，当一名世界的观察者、思考者、实践者。

投资这条路绝不是通往成功的坦途，但一定会让我在坚韧生长过程中，看到属于我的精彩人生！

学位论文答辩委员会名单

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 主 席： | 叶艳苹 | 副研究员 | 中国银行厦门分行 |
| 委 员： | 刘可清 | 助理教授 | 厦门大学经济学院金融系/王亚南经济研究院 |
|  | 徐宝林 | 助理教授 | 厦门大学经济学院金融系 |