

# 董事高管责任保险的公司治理作用

——基于双重代理成本的视角\*

凌士显 白锐锋

**内容提要:**董事高管责任险是公司金融与公司治理领域研究的热点问题,但是其治理职能并未得到一致的认可。本文以 2009—2015 年沪深上市公司为研究样本,运用混合截面最小二乘法、Heckman 两阶段分析法及倾向得分样本匹配等多种方法实证检验了董事高管责任险的多个变量与上市公司第一类和第二类代理成本之间的关系。研究表明:董事高管责任险的引入、引入时间长度、保险金额及相对保险金额等变量能够有效地降低上市公司第一类和第二类代理成本,表明董事高管责任险具有激励效应和监督效应,是一个有效的公司治理机制;同时,根据产权性质分组研究发现,董事高管责任险对非国有控股上市公司的治理作用比对国有控股上市公司的治理作用更强。研究建议深化对董事高管责任险治理机制的研究,并加强促进其治理职能发挥的制度与环境建设。

**关键词:**董事高管责任保险 公司治理 代理成本 激励效应 监督效应

**作者简介:**凌士显,山东大学商学院讲师、博士,264209;

白锐锋,山东大学商学院副院长、教授、博士,264209。

**中图分类号:**F840.32 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2017)12-0095-16

## 一、引言

《2016 年中国上市公司法律风险指数报告》显示,2015 年我国上市公司披露的诉讼案件高达 32571 次,涉案金额为 6018 万元,分别较 2014 年增长了 1 倍和 2 倍,其中追究高管责任的案件为 493 次,是 2011 年的近 5 倍(余瀛波,2016)。随着法制建设的不断完善,上市公司股东、债权人等利益相关者的维权意识日益增强,董事和高管群体所面临的职业责任风险不断加大,这在一定程度上抑制了董事高管施展个人才能、大胆创新的工作积极性,甚至使得部分董事高管畏手畏脚、瞻前顾后。如何转移董事高管可能面临的职业风险、充分调动其工作积极性,董事高管责任险应运而生。董事高管责任险是一种将董事高管在工作过程中因疏忽或过失而引起的对他人依法应承担的经济赔偿责任转移给保险公司的职业责任保险。

\* 基金项目:山东省社科规划项目“金融结构优化与经济增长方式转变关系研究”(15CJJ16)。作者感谢匿名审稿专家提出的建设性修改意见。当然,文责自负。

美国股市在 20 世纪 30 年代大崩溃后,证券监管法律陡然增大了董事高管的责任风险,董事高管责任险在此背景下产生,但直到 20 世纪 60 年代开始才逐步受到市场关注,2002 年《萨班斯—奥克斯利法案》的出台再次加重了董事高管的职业责任,推动了对董事高管责任险的强烈需求。目前,美国、加拿大等国 90% 以上的上市公司都购买了此险种,德国、日本、韩国等国也都高度关注这一险种。也正是在 2002 年,董事高管责任险首次引入我国,但至今并未受到上市公司的普遍重视。

董事高管责任险是一个新兴的外部治理机制。关于这一治理机制,学术界存在势均力敌的两种观点:外部监督说和机会主义说。外部监督说认为,董事高管责任险的引入不但能够免除董事高管群体的后顾之忧,激发其工作积极性和创造性,而且能够吸引优秀人才加盟公司,为公司发展注入新的活力(Jensen,1993;施卫忠,2004;Priest,1987;胡国柳、李少华,2014);同时,能够将风险管理经验丰富的保险人引入到公司治理中来,完善了公司治理机制建设。因此,董事高管责任险被认为是一个良好的外部治理机制(潘晓影、张长海,2016)。机会主义说则认为,董事高管责任险使得保险人充当了最后赔款人的角色,将减轻董事高管的职业责任,弱化法律的警示和惩戒作用,将使董事高管放松履职时的谨慎注意之义务,并可能激发董事高管的机会主义行为(Gillan 和 Panasian,2015)。但我国关于董事高管责任险治理职能的研究文献屈指可数,且观点并不一致,对这一机制的认识仍处于“管中窥豹”阶段,深入分析其治理职能对完善我国现代企业制度建设具有重要的理论意义和现实意义。

本文基于沪深上市公司 2009—2015 年的数据,运用混合截面最小二乘法、Heckman 两阶段分析法和倾向得分样本匹配(PSM)等方法实证检验了董事高管责任险与上市公司第一类和第二类代理成本的关系。研究发现董事高管责任险能够显著降低上市公司第一类和第二类代理成本,表明董事高管责任险具有激励效应和监督效应;同时,根据产权性质分组研究发现,董事高管责任险对非国有控股公司的治理职能要明显高于对国有控股公司的影响,表明董事高管责任险治理职能的发挥需要一定的治理环境。本文可能的创新之处在于:(1)本文的研究丰富了我国关于董事高管责任险的研究视角,并得出了有益的结论;(2)通过董事高管责任险的多维变量研究了其对上市公司双重代理成本的影响,发现董事高管责任险能够显著减低第一类和第二类代理成本;(3)研究结果证实了董事高管责任险的治理职能,并且发现其对非国有控股公司的治理效果要优于对国有控股公司的治理效果。这些新的研究结论加深了对董事高管责任险治理职能的认识。

## 二、文献综述与研究假设

发达的市场经济必须有完善的保险业做支撑。保险是一种专业的风险管理工具,借助保险,投保人能够以确定的小额成本将可能面临的不确定的大额损失转移给风险管理专业机构——保险公司。为了鼓励公司借助保险实现市场化的风险管理,各国通常允许董事高管责任险保费在税前列支,使得其具有财务效应;同时,保险人因承担着未来不确定的大额赔付的可能性,理论上会通过各种途径对投保人和被保险人进行事前风险评估、事中持续监督和事后的积极减损,能够较好地发挥外部治理职能。董事高管责任险作为一种方兴未艾的职业责任保险,具有财务效应和公司治理效应,但是其治理职能并未取得一致认可。目前主要存在外部监督说和机会主义说两种观点,且这两种观点的影响力不分上下。

外部监督说认为,董事高管责任险是一个积极有效的外部治理机制,能够激发董事高管的工作激情,降低公司代理成本,提升公司经营绩效和价值。董事高管责任险将董事高管可能面临的

职业风险转移给了保险公司,既免除了董事高管的后顾之忧,也为其施展个人才能、创新经营提供了制度保证(Jensen,1993;施卫忠,2004),从而对优秀人才如高级经理和独立董事具有吸引力(Priest,1987;胡国柳、李少华,2014)。同时,保险人作为专业的风险管理机构,承保前会对董事高管逐一进行风险识别和风险评估,这一过程不但能对董事和高管可能存在的机会主义行为进行事前预警(胡国柳、胡珺,2014),也为上市公司进行人才识别和甄选提供了决策依据。Boyer 和 Stern (2014)研究发现,保险人在承保董事高管责任险时所收取的费率与上市公司面临的风险正相关,表明保险人收取的费率具备信号传递职能,说明保险人能够对上市公司进行有效的风险评估,是一个积极的外部治理者。在承保后,保险人将通过专业的技术传导职能进行持续的事中和事后监督,发挥其专业的外部治理职能。Holderness(1990)、O'Sullivan(1997)、潘晓影和张长海(2016)发现此险种的引入提升了保险人对投保公司的外部监督职能。保险人积极持续的监督,不但增加了上市公司的风险承担能力(文雯,2017),而且能够抑制高管层的超额薪酬现象、过度投资行为(朱建廷、胡国柳,2017)和机会主义行为(胡国柳、宛晴,2015),有效降低了上市公司的经营管理费用率和代理成本(郑志刚等,2011;许荣、王杰,2012),实现公司绩效的显著提升(胡国柳、胡珺,2014;赵杨和 John Hu,2014)。

机会主义说则认为,董事高管责任险引入后,因保险人承担了最后赔款人的角色,这将大大降低董事高管面临的职业责任、弱化法律机制的威慑和惩戒职能,从而可能激发董事高管或大股东的机会主义行为和道德风险。一方面,董事高管责任险将董事高管可能面临的诉讼风险转嫁给了保险人,这将可能减弱其本应该秉持的信托义务(Gillan 和 Panasian,2015),导致董事高管怠慢,甚至侵权行为出现。另一方面,因董事高管责任险降低了董事尤其是独立董事和监事可能面临的风险,这在一定程度上将减弱其履行监督职责的积极性,从而为大股东侵占中小股东的利益提供了可乘之机。又因为保险人与投保公司往往不在同一区域以及保险人之间激烈的市场竞争,这些因素可能会制约保险人监督职能的顺利开展(赵杨和 John Hu,2014)。学者研究发现,此险种的引入将可能提升上市公司的盈余管理程度、激发管理层的机会主义行为,甚至会增加管理层采取激进财务报告的可能性(贾宁、梁楚楚,2013)、降低上市公司的再融资能力、提升权益资本成本(陈险峰等,2014)、增加公司的诉讼风险(胡国柳、秦帅,2016)。所以机会主义说认为购买董事高管责任险意味着向市场传递了机会主义信号,将导致管理层私有收益(郝照辉、胡国柳,2014;郝照辉等,2016)和公司代理成本的增加(Zou 等,2008),并降低了公司绩效(Lin 等,2013;Li 和 Liao,2014;李俊成、唐国梅,2016)。

虽然理论界一直认为董事高管责任险的外部监督说和机会主义说始终存在,但本文认为保险公司作为理性人,在承保董事高管责任险之前将发挥专业的风险识别和风险评估职能,在事中和事后将发挥专业的技术传导职能,开展积极、理性的外部监督,尽量避免或减小上市公司董事高管职业风险发生的可能性,在实现董事高管责任险良好承保收益的同时,也能有效地降低上市公司的代理成本。基于上述分析,提出假设 1。

假设 1:董事高管责任险有利于降低上市公司第一类和第二类代理成本。

董事高管责任险是一个新兴的外部治理机制。作为一个新兴的治理机制,需要通过“干中学”不断总结其治理职能发挥作用的途径、方法及环境等经验,所以本文认为随着董事高管责任险承保时间的增长,保险人利用董事高管责任险开展公司治理的经验会不断积累。同时,保险人和投保公司之间的信息不对称问题也会随着投保时间的延长而减弱,这为保险人积极参与公司治理提供了条件,故随着董事高管责任险引入时间的延长,其治理职能将得以更好地发挥,能够更有效地降低上市公司代理成本。但也有学者认为随着董事高管责任险引入时间的增长,其治理技能的弊

端将会展现出来,从而减弱其治理职能,如胡国柳、胡珺(2014)发现董事责任险的治理效果随着引入时间的增长而降低。基于此,提出假设 2。

假设 2:董事高管责任险引入时间的增长有利于降低上市公司第一类和第二类代理成本

董事高管责任险保险金额的高低,意味着董事高管面临的职业风险转移程度的充分与否,也意味着保险公司可能承担的赔付责任的大小,所以保险金额的高低将对董事高管的行为和保险人参与治理的积极性产生直接影响。关于董事高管责任险保险金额的治理效果,目前主要存在三种观点。第一种观点认为,保险金额越高越有利于公司价值的提升。如赵杨和 John Hu(2014)的研究表明董事高管责任险的相对保险金额与公司价值之间显著正相关。第二种观点认为,保险金额越高,公司的机会主义行为就会越普遍。Chalmers 等(2002)发现董事高管责任险保险金额越高,公司内部控制人的机会主义行为越普遍;Gillan 和 Panasian(2015)则发现保险金额越高公司被诉讼的可能性越大;Chen 等(2016)指出董事高管责任险保险金额越高则公司的权益资本成本也越高。第三种观点则认为,董事高管的机会主义行为与保险的保护程度密切相关。当董事高管责任险的保护程度不足以规避董事高管机会主义行为的成本时,董事高管责任险表现为监督行为;而当董事高管责任险的保护程度高于其机会主义行为的成本时,则其会鼓励机会主义行为的出现(Chung 和 Wynn,2008;Lin 等,2011;Adams 等,2011)。基于此,本文认为,董事责任险的保障程度越高,保险人对上市公司的风险评估也越充分,在保险期限内保险人进行持续监督的意愿会越强,即保险金额或相对保险金额越高,为了避免可能的大额赔付,保险人参与公司治理的积极性就会越强,公司的代理成本也会越低。基于此,提出本文假设 3。

假设 3:董事高管责任险保险金额或相对保险金额越高,上市公司的代理成本则越低。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择

本文研究样本选取自沪深证券交易所的上市公司,样本期间为 2009—2015 年。本文使用的财务数据来源于 CSMAR 数据库,行业分类采用的是中国证监会 2012 年公布的分类标准。鉴于金融保险业资本结构的特殊性,样本选择时剔除了金融保险类公司,并剔除了研究数据缺失、净资产为负及处于 ST、PT 状态的公司;同时,在样本选择时剔除了首年上市的公司以保证回归结果具有稳健性。通过上述数据处理,最终得到 2542 家上市公司共计 13905 组观测值,其中 681 组观测值引入了董事高管责任险。

本文研究时使用的董事高管责任险有关数据均是通过关键词搜索法从中国资讯行数据库中的“中国上市公司文献库”手工整理而成,手工整理的数据库包括每一家样本公司是否引入董事高管责任险、董事高管责任险的引入时间及保险金额等有关信息。为了保证董事高管责任险数据的准确性,同时以巨潮资讯网披露的各上市公司购买董事高管责任险的公告信息进行辅助确认。

#### (二)变量选择

##### 1. 被解释变量

本文选择总资产周转率( $Cost1$ )作为第一代理成本的代理变量。Jensen 和 Meckling(1976)指出代理成本由三个组成部分,即委托人监督成本、代理人保证成本和剩余损失。测度代理成本的指标通常使用销售管理费用率和总资产周转率。借鉴 Ang 等(2000)、罗进辉(2012)及王明琳等(2014)等文献的做法,本文使用度量剩余损失的替代变量即总资产周转率作为上市公司第一代理

成本( $Cost1$ )的衡量指标, $Cost1 = \text{主营业务收入} / \text{总资产}$ 。总资产周转率体现了管理层的努力程度和管理效率,通过“反映管理层对以闲暇享受代替努力工作所带来的代理成本的控制效率”反映经理人低效率使用公司资产引致的代理成本(罗进辉,2012),所以,此指标能够刻画股东和管理层之间利益冲突的程度,即总资产周转率越高说明管理层越努力工作,股东和管理者之间的代理成本也越低,而总资产周转率越低说明管理层更倾向于享受闲暇时光而非努力工作,意味着股东和管理层之间的代理成本就越高。鉴于这一指标选择的目的在于研究董事高管责任险对董事和高管的激励效应,而总资产周转率能够较好地反映管理层的努力程度和管理效率,所以本文选择总资产周转率作为第一代理成本的代理变量。

本文以大股东资金占用率( $Cost2$ )作为第二代理成本的代理变量。第二代理成本用来刻画大股东对中小股东利益的侵占程度,但由于大股东利益侵占行为较为隐蔽,所以难以采用直接的财务指标进行测度。在大股东侵犯中小股东利益的多种渠道中,占用上市公司资金是最为常见的形式,大股东通过占用上市公司资金增加了其私有收益却侵占了中小股东的利益,所以大股东资金占用率往往作为测度大股东对中小股东利益侵占即第二代理成本的代理变量。资金占用率低说明大股东对中小股东利益侵占程度较低,而资金占用率越高则意味着大股东对中小股东利益侵占的程度越高。李增泉等(2004)和石水平(2010)认为大股东的“经营性资金占用”和“非经营性资金占用”均是对中小股东利益侵占的途径,具体体现于财务报表的应收账款、长期应收款和其他应收账款三项。基于此,本文借鉴陈红等(2014)的方法,以资金占用率作为衡量上市公司第二代理成本的变量,即  $Cost2 = (\text{应收账款} + \text{长期应收账款} + \text{其他应收账款}) / \text{总资产}$ 。

## 2. 解释变量

因我国引入董事高管责任险时间较短,上市公司风险意识缺失及对这一险种的认识存在不足,所以董事高管责任险的引入率不高。另外,证券监管部门并未强制要求上市公司披露是否购买了董事高管责任险的信息。鉴于信息获取的现实困难,以往学者在开展这一问题研究时通常仅选择是否购买董事高管责任险这一虚拟变量,随着引入此险种公司的数量增加及信息透明度的提升,我们可以获取较多公司此险种的保险金额等信息,所以本文在选择是否引入董事高管责任险这一虚拟变量的同时,还选择董事高管责任险引入的时间长度、保险金额及相对保险金额等变量作为解释变量,以期通过多维变量研究董事高管责任险对代理成本的影响,保证研究结果的科学性和稳健性。

董事高管责任险( $Doi$ )。鉴于目前我国监管部门并没有要求上市公司披露其董事高管责任险的购买情况,但是董事高管责任险的购买需要董事会提议并经股东大会表决通过才能付诸实施,而董事会决议和股东大会决议等可以通过上市公司的信息披露而获取,所以我们能够获得各家上市公司是否购买了董事高管责任险的信息。本文借鉴胡国柳和胡珺(2014)、潘晓影和张长海(2016)、朱建廷和胡国柳(2017)的研究方法,以是否购买董事高管责任险作为虚拟变量进行研究。当董事会决议通过购买董事高管责任险且被股东大会决议通过我们就设定  $Doi$  为 1,否则为 0,且认为一家上市公司决议购买之后如未经明确决议终止购买,则视为持续购买董事高管责任险。

引入董事高管责任险的时间长度( $\ln doit$ )。董事高管责任险作为一个外部治理机制,引入时间的长短将影响其治理职能的发挥,为了全面检验董事高管责任险的公司治理职能,本文将董事高管责任险引入的时间长度( $\ln doit$ )作为一个解释变量,并以“1+上市公司董事高管责任险购买年数”的自然对数表示引入的时间长度。

董事高管责任险保险金额( $\ln bae$ )和相对保险金额( $Xdbae$ )。因为保险金额这一连续变量能

够更好地反映保险人承担责任的大小,也能够较好地反映保险人参与公司治理积极性的高低,所以国外学者如 Chung 和 Wynn(2008)、Lin 等(2013)在研究董事责任险时使用董事高管责任险的相对保险金额作为解释变量。虽然我国上市公司董事高管责任险的信息不在强制性披露范围内,但截至 2015 年已有 42 家上市公司共计 223 组观测值披露了其购买的保险金额。所以,本文在实证检验时引入了董事高管责任险保险金额(*lnbaoe*)和相对保险金额(*Xdbaoe*)这两个解释变量,其中,保险金额(*lnbaoe*)以“1+保险金额”的自然对数表示,相对保险金额(*Xdbaoe*)以保险金额占公司总资产的比值表示。

3. 控制变量

借鉴已有文献,本文回归时控制了如下变量。(1)控制了董事会和监事会特征变量,包括董事会规模(*lnbd*)和领导权结构(*Dual*)、独立董事比例(*Indep*)及监事会规模(*lnjs*);(2)控制了上市公司股权结构特征变量,包括第一大股东持股比例(*Share1*)、管理层持股比例(*Mshare*)、国有股持股比例(*SOE*);(3)控制了公司特征变量,包括资产负债率(*Debt*)、资产规模(*lnta*)和上市时间长度(*lntime*);(4)控制了上市公司所在省份的市场化指数变量(*Shichang*),这一变量取自王小鲁等(2017)编制的《中国分省份市场化指数报告(2016)》的市场化总指数,因这一报告中的市场化指数年份为 2008—2014 年,而本文的样本期间为 2009—2015 年,所以本文使用的市场化指数均为滞后一期的数据;最后,控制了行业(*Ind*)和年份(*Year*)变量。各变量信息见表 1。

表 1 变量选择及其说明

变量名称	变量符号	变量说明
总资产周转率	<i>Cost1</i>	主营业务收入/总资产
资金占用率	<i>Cost2</i>	(应收账款+长期应收账款+其他应收账款)/总资产
董事高管责任险	<i>Doi</i>	虚拟变量:购买了董事高管责任险为 1,否则为 0
引入时间长度	<i>lndoit</i>	(1+购入董事高管责任险的年数)的自然对数
保险金额	<i>lnbaoe</i>	(1+董事高管责任险保险金额)的自然对数
相对保险金额	<i>Xdbaoe</i>	董事高管责任险保险金额/总资产
董事会规模	<i>lnbd</i>	董事会规模的自然对数
董事会领导权结构	<i>Dual</i>	虚拟变量:董事长、总经理由两人担任取 1,否则取 0
独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事会总人数
监事会规模	<i>lnjs</i>	监事会规模的自然对数
第一大股东持股比例	<i>Share1</i>	第一大股东持股比例
管理层持股比例	<i>Mshare</i>	董事持股、高管持股和监事持股比例之和
国有股持股比例	<i>SOE</i>	国有股持股比例之和
资产负债率	<i>Debt</i>	年末总负债/年末总资产
资产规模	<i>lnta</i>	年末总资产的自然对数
上市时间长度	<i>lntime</i>	公司上市时间长度的自然对数
市场化程度	<i>Shichang</i>	市场化程度指数
年份	<i>Year</i>	年度虚拟变量
行业	<i>Ind</i>	行业虚拟变量:根据 2012 年证监会行业分类标准设置

(三)模型设计

为了检验本文的研究假设,本文设计的主要研究模型如下:

$$\begin{aligned} Cost_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Explanation_{it} + \alpha_2 lnbd_{it} + \alpha_3 Indep_{it} + \alpha_4 Dual_{it} + \alpha_5 lnjs_{it} \\ & + \alpha_6 Share1_{it} + \alpha_7 Mshare_{it} + \alpha_8 SOE_{it} + \alpha_9 lnta_{it} + \alpha_{10} ln time_{it} \\ & + \alpha_{11} Debt_{it} + \alpha_{12} Shichang_{it-1} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

其中 *Cost* 分别为第一类代理成本 *Cost1* 和第二类代理成本 *Cost2*, *Explanation* 为董事高管责任险各变量,分别包括是否引入董事责任险变量 *Doi*、董事高管责任险引入的时间长度 *ln doit*、董事高管责任险保险金额 *lnbaoe* 和相对保险金额 *Xdbaoe*。为了避免极端值对回归结果的影响,我们对连续变量进行了上下 1%的缩尾处理(Winsorize)。本文使用的分析工具为 Stata12.0。

## 四、实证检验

### (一)主要变量描述性统计分析

表 2 显示了主要变量的描述性统计分析结果。结果显示,样本公司总资产周转率的均值为 0.6769,最小值为 0.0573,最大值为 2.6915,最大值和最小值之间差异明显;资金占用率的均值为 0.1048,同样最大值与最小值之间存在明显的差异。关于董事高管责任险的统计结果显示,仅有 4.90%的样本公司引入了董事高管责任保险,这一数值与美国、加拿大等 90%以上的拥有率存在明显的差距,说明董事高管责任险并未引起我国上市公司的重视;董事高管责任险引入的时间长度、保险金额和相对保险金额的标准差均较大,说明了不同公司间差异明显。市场化程度的统计结果显示,我国市场化程度最低地区的值为-0.30,而最高值为 9.95,不同区域之间市场化程度的均值为 7.5308,表明不同省份市场化程度不均衡且整体程度偏低。此外,表 2 还提供了样本公司董事会特征、公司股权结构等变量的描述性统计结果。

表 2 主要变量描述性统计分析

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>Cost1</i>	13905	0.6769	0.4767	0.0573	2.6915
<i>Cost2</i>	13905	0.1048	0.0981	0	0.4370
<i>Doi</i>	13905	0.0490	0.2158	0	1
<i>ln doit</i>	13905	0.0981	0.4513	0	2.7081
<i>lnbaoe</i>	13905	0.2770	2.1758	0	19.5930
<i>Xdbaoe</i>	13905	0.0001	0.0019	0	0.1600
<i>lnbd</i>	13905	2.1592	0.1990	1.6094	2.7081
<i>Indep</i>	13905	0.3709	0.0526	0.3077	0.5714
<i>Dual</i>	13905	0.7691	0.4214	0	1
<i>Share1</i>	13905	0.3580	0.1533	0.0877	0.7546
<i>Mshare</i>	13905	0.1067	0.1916	0	0.6859
<i>SOE</i>	13905	0.0555	0.1472	0	0.9219
<i>Shichang</i>	13905	7.5308	1.7492	-0.3000	9.9500

### (二)主要变量间相关关系分析

表 3 显示了主要变量的 Pearson 相关系数,结果显示除了董事高管责任险与董事高管责任险

引入时间长度两个变量间存在高度相关外,其余变量间的相关系数均低于 0.50。因董事高管责任险与董事高管责任险引入时间长度两个变量不会同时出现在同一方程之中,所以变量间不存在严重的多重共线性问题。同时,统计结果显示,是否引入董事高管责任险、董事高管责任险引入时间长度、保险金额与相对保险金额均与第一代理成本显著正相关,均与第二代理成本显著负相关。这一统计结果初步验证了本文的研究假设。

表 3 主要研究变量间的 Pearson 相关系数分析

变量	<i>Cost1</i>	<i>Cost2</i>	<i>Indoit</i>	<i>Doi</i>	<i>lnbaoe</i>	<i>Xdbaoe</i>	<i>lnbd</i>	<i>Indep</i>	<i>Dual</i>	<i>Share1</i>	<i>Mshare</i>	<i>SOE</i>
<i>Cost2</i>	0.15***											
<i>Indoit</i>	0.05***	−0.08***										
<i>Doi</i>	0.05***	−0.08***	0.99***									
<i>lnbaoe</i>	0.02***	−0.03***	0.50***	0.50***								
<i>Xdbaoe</i>	0.03***	−0.01**	0.20***	0.21***	0.48***							
<i>lnbd</i>	0.05***	−0.09***	0.07***	0.07***	0.05**	−0.02**						
<i>Indep</i>	−0.04*	0.02*	0	0.01	0	0.01	−0.47*					
<i>Dual</i>	0.04**	−0.12***	0.06***	0.06***	0.03***	0.01*	0.18***	−0.09***				
<i>Share1</i>	0.08***	−0.08***	0.04***	0.05***	0.04***	−0.02***	0.02**	0.05***	0.06***			
<i>Mshare</i>	−0.07***	0.24***	−0.12***	−0.12***	−0.06***	−0.03***	−0.19***	0.08***	−0.25***	−0.10***		
<i>SOE</i>	0.01	−0.08*	0.04*	0.04*	0	0	0.14*	−0.02**	0.11***	−0.24***	−0.10***	
<i>Shichang</i>	0.03***	0.17***	0	0	0.02***	0	−0.10***	0.01	−0.12***	0.03***	0.19***	−0.15***

注：\*、\*\*和\*\*\*分别代表在 10%、5%和 1%的水平上显著。

(三)实证检验

1. 董事高管责任险与上市公司双重代理成本关系检验

表 4 显示了董事高管责任险各变量与第一类、第二类代理成本关系的实证检验结果。表 4 中列(1)~(4)显示了董事高管责任险与上市公司总资产周转率的回归结果,列(5)~(8)显示了董事高管责任险与上市公司资金占用率的回归结果。列(1)的回归结果显示,董事高管责任险的引入与上市公司总资产周转率呈 1%水平上的显著正相关关系,说明董事高管责任险的引入能够显著提升上市公司的总资产周转率,其原因在于董事高管责任险能够免去董事高管履职的后顾之忧、激发董事高管大胆创新,能够吸引优秀人才加盟,也引入了保险人这一外部监督机制,完善了公司治理,从而显著提升了上市公司总资产周转率。列(2)显示,董事高管责任险引入时间长度与总资产周转率呈 1%水平上的显著正相关关系,说明随着董事高管责任险引入时间的延长,保险人的治理职能将得以更好地发挥。产生这一结果的原因可能在于:首先,随着引入时间的延长,保险公司积累了参与公司治理的丰富经验;其次,保险人与投保公司之间的信息不对称问题也会随着引入时间的延长而在一定程度上得以减弱,这均能促进保险人进一步发挥其外部治理职能。列(3)和列(4)显示,董事高管责任险保险金额及相对保险金额与总资产周转率均呈 1%水平上的显著正相关关系,之所以出现这一结果可能有两个方面的原因:首先,董事高管责任险的保险金额越高,意味着董事高管可能面临的职业责任风险越小,这将充分激励董事高管积极创新、大胆经营;其次,上市公司购买的保险金额及相对保险金额越高,意味着保险人预期承担的赔偿责任越大,这将激发保险人参与上市公司治理的积极性。上述结果均表明董事高管责任险能够显著提升上市公司的

表 4 董事高管责任险与上市公司双重代理成本关系检验

变量	总资产周转率				资金占用率			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Doi</i>	0.0714*** (4.21)				-0.0063* (-1.79)			
<i>Indoit</i>		0.0091*** (4.07)				-0.0009* (-1.90)		
<i>lnbaoe</i>			0.0043*** (2.62)				-0.0001 (-0.32)	
<i>Xdbaoe</i>				95.11*** (4.21)				-0.7220 (-0.15)
<i>lnbd</i>	0.0250 (1.13)	0.0250 (1.12)	0.0243 (1.09)	0.0251 (1.13)	-0.0012 (-0.25)	-0.0011 (-0.25)	-0.0012 (-0.25)	-0.0011 (-0.25)
<i>Indep</i>	-0.1470* (-1.90)	-0.1450* (-1.87)	-0.1463* (-1.89)	-0.1440* (-1.86)	0.0153 (0.96)	0.0152 (0.95)	0.0148 (0.92)	0.0149 (0.93)
<i>Dual</i>	0.0278*** (3.15)	0.0278*** (3.15)	0.0279*** (3.16)	0.0280*** (3.18)	-0.0015 (-0.82)	-0.0015 (-0.82)	-0.0015 (-0.82)	-0.0015 (-0.82)
<i>Lnjs</i>	0.0577*** (3.82)	0.0578*** (3.82)	0.0582*** (3.85)	0.0580*** (3.83)	-0.0069** (-2.21)	-0.0069** (-2.21)	-0.0069** (-2.20)	-0.0069** (-2.21)
<i>Sharel</i>	0.0032*** (12.53)	0.0032*** (12.52)	0.0032*** (12.52)	0.0032*** (12.52)	-0.0002*** (-4.08)	-0.0002*** (-4.07)	-0.0002*** (-4.05)	-0.0002*** (-4.06)
<i>Mshare</i>	-0.0603** (-2.44)	-0.0605** (-2.45)	-0.0598** (-2.42)	-0.0587** (-2.37)	0.0284*** (5.53)	0.0284*** (5.53)	0.0283*** (5.53)	0.0284*** (5.52)
<i>SOE</i>	-0.0164 (-0.62)	-0.0166 (-0.63)	-0.0179 (-0.68)	-0.0164 (-0.62)	0.0180*** (3.31)	0.0180*** (3.31)	0.0182*** (3.33)	0.0181*** (3.33)
<i>lna</i>	0.0110*** (3.01)	0.0111*** (3.05)	0.0124*** (3.44)	0.0123*** (3.43)	-0.0109*** (-14.39)	-0.0108*** (-14.39)	-0.0111*** (-14.84)	-0.0111*** (-14.84)
<i>lntime</i>	0.0115* (1.79)	0.0115* (1.79)	0.0131** (2.04)	0.0128** (1.99)	-0.0191*** (-14.34)	-0.0191*** (-14.33)	-0.0115*** (-14.52)	-0.0193*** (-14.51)
<i>Debt</i>	0.3200*** (15.93)	0.3200*** (15.93)	0.3197*** (15.88)	0.3200*** (15.92)	0.0824*** (19.73)	0.0824*** (19.73)	0.0824*** (19.73)	0.0824*** (19.73)
<i>Shichang</i>	0.0278*** (12.27)	0.0278*** (12.27)	0.0279*** (12.32)	0.0278*** (12.31)	0.0066*** (14.01)	0.0066*** (14.01)	0.0065*** (13.94)	0.0066*** (13.96)
<i>cons</i>	-0.2300*** (-2.59)	-0.2330*** (-2.63)	-0.2622*** (-2.97)	-0.2610*** (-2.97)	0.2350*** (12.76)	0.2350*** (12.76)	0.2411*** (13.15)	0.2400*** (13.15)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F	129.37	129.33	128.96	129.37	120.95	120.97	120.84	120.84
Adj-R <sup>2</sup>	0.2442	0.2442	0.2436	0.2442	0.2339	0.2319	0.2318	0.2317
N	13905	13905	13905	13905	13905	13905	13905	13905

注：\*、\*\*和\*\*\*分别代表在 10%、5%和 1%的水平上显著,括号内为 *t* 值。下同。

总资产周转率,即意味着其能够有效降低上市公司的第一类代理成本,验证了董事高管责任险具有良好的激励效应。

表4列(5)~(8)显示了董事高管责任险各变量与资金占用率的回归结果。列(5)显示,董事高管责任险的引入与资金占用率呈10%水平上的显著负相关,说明董事高管责任险的引入能够抑制大股东对中小股东利益的侵占行为,从而能够显著降低上市公司第二类代理成本。其原因在于引入了保险人这一治理机制,加强了对大股东利益侵占行为的监督。列(6)显示,董事高管责任险引入时间长度与资金占用率之间亦呈10%水平上的显著负相关关系,说明了随着董事高管责任险引入时间的增长,保险人参与上市公司治理的效果会越显著。列(7)和列(8)结果显示,董事高管责任险保险金额、相对保险金额与资金占用率均呈负相关关系,虽然这一关系并不显著,但也在一定程度上表明其对大股东的资金占用行为具有抑制作用。这一结果整体显示,董事高管责任险各变量有利于抑制上市公司第二类代理成本,在一定程度上保护了中小投资者的利益,证明了董事高管责任险具有监督效应。

上述回归结果表明,董事高管责任险能够显著降低上市公司第一类和第二类代理成本。这一回归结果证明了董事高管责任险既具有激励效应,能够激励董事和高管努力工作、提升管理效率,从而显著提升总资产周转率;又具有监督效应,能够抑制大股东对上市公司的资金占用行为,降低大股东的资金占用率,实现了对中小股东利益的保护。

关于控制变量的回归结果表明,董事会规模对代理成本不存在显著影响,独立董事比例则与总资产周转率显著负相关,而二职分离的领导权结构能够显著提升上市公司总资产周转率,监事会规模、第一大股东持股比例、总资产规模及上市时间长度等变量能够显著降低第一和第二类代理成本,而管理层持股比例越高将会显著增加上市公司两类代理成本。上述回归结果与上市公司现实基本一致。但资产负债率和市场化程度这两个变量与总资产周转率和资金占用率均呈显著的正相关关系,出现这一结果的原因在于:首先,因为市场化程度越高,上市公司经营管理效率也越高,从而会提升上市公司的总资产周转率,而总资产周转率高意味着公司经营管理良好,能够获取较多的外部融资来进一步支持公司的发展,所以其资产负债率也会相应提升;其次,因处于市场化程度较高地区的上市公司的总资产周转率也高,而总资产周转率的增加会带来其应收账款、长期应收账款及其他应收账款净额等指标的相应增加。综合上述分析,市场化程度、资产负债率与第一类和第二类代理成本显著正相关的结果符合上市公司经营管理实际。

## 2. 董事高管责任险与不同控股产权性质上市公司双重代理成本关系检验

在我国,国有控股公司与非国有控股公司在人事任免、资源配置、经营管理及风险控制等方面存在明显的差异,各治理机制对不同控股产权性质上市公司治理作用的大小也存在不同。为了考察董事高管责任险对国有控股和非国有控股上市公司的治理效果是否存在差异,本文按照是否国有控股将样本公司分为两组并进行了回归分析,回归结果见表5。表5中Panel A显示,董事高管责任险的引入及引入时间长度与国有控股公司总资产周转率呈1%水平上的显著正相关关系,董事高管责任险保险金额及相对保险金额与总资产周转率则呈不显著的正相关关系;而董事高管责任险各变量与国有控股公司资金占用率的关系均不显著。表5中Panel B显示,董事高管责任险各变量与非国有控股公司的总资产周转率均呈1%水平上的显著正相关关系,而对大股东的资金占用行为均有不显著的抑制作用。对比表5中的Panel A和Panel B可以发现,董事高管责任险各变量对非国有控股公司总资产周转率的影响水平明显高于对国有控股公司的影响,意味着董事高管责任险对非国有公司的激励作用明显大于对国有控股公司的激励作用。出现这一结果的原

因可能在于,与非国有控股公司相比较,国有控股公司的治理环境不利于董事高管责任险治理职能的发挥。

表 5 董事高管责任险与不同控股产权性质上市公司双重代理成本关系检验

Panel A:董事高管责任险与国有控股上市公司代理成本关系检验								
变量	总资产周转率				资金占用率			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Doi</i>	0.0662*** (3.19)				-0.0034 (-0.88)			
<i>Indoit</i>		0.0083*** (3.03)				-0.0006 (-1.20)		
<i>lnbaoe</i>			0.0004 (0.18)				0.0005 (1.31)	
<i>Xdbaoe</i>				22.7300 (0.83)				4.584 (0.90)
cons	-0.0453 (-0.35)	-0.0510 (-0.39)	0.1390 (0.21)	-0.1110 (-0.86)	0.2950*** (12.10)	0.2940*** (12.07)	0.3024*** (12.52)	0.3000*** (12.48)
F	74.14	74.13	73.75	73.78	48.37	48.39	48.40	48.37
Adj-R <sup>2</sup>	0.2866	0.2864	0.2854	0.2855	0.2064	0.2064	0.2065	0.2064
N	6195	6195	6195	6195	6195	6195	6195	6195
Panel B:董事高管责任险与非国有控股上市公司代理成本关系检验								
变量	总资产周转率				资金占用率			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Doi</i>	0.1050*** (3.27)				-0.0024 (-0.33)			
<i>Indoit</i>		0.0136*** (3.15)				-0.0002 (-0.23)		
<i>lnbaoe</i>			0.0241*** (6.97)				-0.0006 (-0.74)	
<i>Xdbaoe</i>				327.10*** (7.52)				-13.97 (-1.42)
cons	-0.3630*** (-2.74)	-0.3620*** (-2.74)	-8.8390** (-2.27)	-0.3510*** (-2.67)	0.1380*** (4.63)	0.1380*** (4.63)	0.1373** (4.61)	0.1370*** (4.60)
F	58.98	58.96	60.39	60.68	63.55	63.54	63.56	63.62
Adj-R <sup>2</sup>	0.2037	0.2036	0.2076	0.2084	0.2162	0.2162	0.2163	0.2164
N	7710	7710	7710	7710	7710	7710	7710	7710

注:因与表 4 中的控制变量相同,受篇幅限制,未列示控制变量的回归结果。下表同。

(四)稳健性检验

1. 敏感性检验

本文借鉴郑志刚等(2011)的研究方法,以上市公司章程中是否明确设置董事高管责任险条款为依据选择董事高管责任险变量的替代变量(*Do*),即如果公司章程中有董事高管责任险条款则*Do*取值为1,否则取值为0。之后对模型(1)进行回归,结果见表6。表6的结果显示,董事高管责任险变量(*Do*)与总体样本和分组样本的总资产周转率均呈显著的正相关关系,与总体样本和国有控股公司的资金占用率均呈显著的负相关关系,表明董事高管责任险能够显著降低上市公司的双重代理成本。这一结果表明,董事高管责任险能够发挥良好的治理职能,能够显著降低上市公司第一类和第二类代理成本。

表 6 董事高管责任险条款设置与公司代理成本关系的实证检验

变量	总样本		非国有控股公司		国有控股公司	
	总资产周转率	资金占用率	总资产周转率	资金占用率	总资产周转率	资金占用率
<i>Do</i>	0.0295** (2.51)	-0.0050** (-2.05)	0.0354* (1.78)	0.0003 (0.07)	0.0312** (2.07)	-0.0053* (-1.88)
cons	-0.2640*** (-2.99)	0.2360*** (12.90)	-0.3810** (-2.88)	0.1390*** (4.66)	-0.0857 (-0.66)	0.2930*** (12.13)
F	128.94	120.99	58.71	63.54	73.93	48.47
Adj-R <sup>2</sup>	0.2436	0.232	0.2029	0.2162	0.2859	0.2067
N	13905	13905	7710	7710	6195	6195

2. 内生性检验

(1)Heckman 两阶段法

虽然上述回归结果表明董事高管责任险能够显著降低上市公司的双重代理成本,但二者之间也可能存在反向的因果关系,即因为上市公司本身就具有能够抑制代理成本的较高的公司治理水平,而治理水平较高的公司更倾向于通过引入董事高管责任险来进一步完善公司治理,因此董事高管责任险的购买可能会存在内生性问题。为了避免内生性对回归结果的影响,我们使用了Heckman 两阶段分析法来处理内生性问题,第一阶段使用 Probit 模型估计上市公司选择董事高管责任险的逆米尔斯比(*IMR*),模型设计见模型(2):

$$\begin{aligned} Doi_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 BH_{it} + \alpha_2 Control_{it} + \alpha_3 Q_{it} + \alpha_4 Growth_{it} + \alpha_5 Feiyonglv_{it} + \alpha_6 lnbd_{it} \\ & + \alpha_7 Indep_{it} + \alpha_8 Dual_{it} + \alpha_9 lnjs_{it} + \alpha_{10} Share1_{it} + \alpha_{11} Mshare_{it} + \alpha_{12} SOE_{it} \\ & + \alpha_{13} lnta_{it} + \alpha_{14} lntime_{it} + \alpha_{15} Debt_{it} + \alpha_{16} Shichang_{it-1} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

(2)

在模型(2)中新引入了五个可能对购买董事高管保险产生影响的变量,分别是:虚拟变量是否交叉上市(*BH*),当公司发行了B股、H股时,取值为1,否则取值为0;虚拟变量终极控制人性性质(*Control*),当终极控制人为国有时取值为1,否则取值为0;以主营业务收入增长率表示的公司成长性变量(*Growth*);以托宾*Q*表示的上市公司的市场价值;以销售费用和管理费用占营业总收入的比值来衡量的费用率(*Feiyonglv*)变量。通过第一阶段回归,计算出每一家上市公司选择董事

高管责任险的逆米尔斯比(IMR),将 IMR 带入模型(1)中形成模型(3)并进行第二阶段的回归,以期控制内生性对回归结果的影响。

$$\begin{aligned} Cost_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Explanation_{it} + \alpha_2 IMR_{it} + \alpha_3 lnbd_{it} + \alpha_4 lndep_{it} + \alpha_5 Dual_{it} \\ & + \alpha_6 lnjs_{it} + \alpha_7 Share1_{it} + \alpha_8 Mshare_{it} + \alpha_9 SOE_{it} + \alpha_{10} lnta_{it} + \alpha_{11} lntime_{it} \\ & + \alpha_{12} Debt_{it} + \alpha_{13} Shichang_{it-1} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

(3)

Heckman 第一阶段回归结果见表 7。表 7 的结果显示,交叉上市、国有控股、资产规模大、上市时间长、资产负债率高、市场价值大及所处市场化程度高地区的上市公司引入 Doi 的概率大;而公司成长性好、第一大股东持股与管理层持股比例高的公司引入 Doi 的概率低。将第一阶段回归得到的 IMR 代入模型(3)中进行回归,回归结果(见表 8)显示 IMR 与总资产周转率在 1%的水平上显著,说明了有必要进行内生性修正。在修正了内生性之后,董事高管责任险各变量与总资产周转率仍均呈 5%水平以上的显著正相关,董事高管责任险的引入与引入时间长度与资金占用率呈 10%水平上的显著负相关,表明本文研究结论依然成立,也证明了本文的回归结果具有稳健性。

表 7 Heckman 第一阶段回归结果

变量	Doi	
	系数	Z 值
BH	0.3490***	(5.77)
Control	0.1390***	(2.61)
Q	0.0802***	(5.70)
Growth	-0.0954**	(-2.23)
Feiyonglv	-0.3430	(-1.59)
lnbd	-0.0950	(-0.78)
lndep	0.1900	(0.43)
Dual	0.0286	(0.45)
lnjs	-0.0907	(-1.14)
Share1	-0.0041***	(-2.75)
Mshare	-1.4190***	(-3.43)
SOE	-0.1570	(-1.13)
lnta	0.3200***	(14.62)
lntime	0.4890***	(9.33)
Debt	0.2110*	(1.77)
Shichang	0.0296**	(2.15)
cons	-9.6540***	(-17.01)
Year	控制	
Ind	控制	
N	13905	
Wald-chi2	664.63***	

表 8 Heckman 第二阶段回归结果

变量	总资产周转率				资金占用率			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Doi</i>	0.0593*** (3.49)				−0.0060* (−1.70)			
<i>Indoit</i>		0.0076*** (3.37)				−0.0009* (−1.81)		
<i>lnbaoe</i>			0.0016** (1.96)				0.0001 (0.42)	
<i>Xdbaoe</i>				83.64*** (3.71)				−0.394 (−0.08)
<i>IMR</i>	−0.2000*** (−8.12)	−0.2000*** (−8.15)	−0.2037*** (−8.28)	−0.2020*** (−8.22)	0.0050 (0.99)	0.0050 (0.98)	0.0060 (1.17)	0.0058 (1.13)
<i>cons</i>	1.4610*** (6.46)	1.4620*** (6.46)	1.4633*** (6.46)	1.4520*** (6.42)	0.1930*** (4.09)	0.1930*** (4.09)	0.1905** (4.05)	0.1910*** (4.06)
<i>F</i>	128.20	128.17	127.89	128.26	117.62	117.63	117.52	117.52
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.2478	0.2447	0.2473	0.2478	0.2319	0.2319	0.2318	0.2318
<i>N</i>	13905	13905	13905	13905	13905	13905	13905	13905

(2)倾向得分样本匹配法

由于引入董事高管责任险的样本公司数量较少,可能因样本选择偏差从而影响回归结果。为了避免这一问题,本文采用倾向得分样本匹配法进行进一步的分析,对 681 家引入了董事高管责任险的样本公司按照同一年份、同一行业、资产规模最为接近为标准进行 1 对 1 匹配,并保证配对样本未购买董事高管责任险,共计得到样本 1362 个。通过倾向得分匹配后,在保证董事高管责任险样本不变的前提下,缩小了总体样本量,能够克服内生性对回归结果的影响。在样本配对后再次对模型(1)进行回归,实证结果一致,表明回归结果具有稳健性。限于篇幅,这一回归结果未进行列示。

五、结论与启示

本文借助于沪深上市公司 2009—2015 年的数据,实证检验了董事高管责任险的公司治理职能。研究结果发现:(1)董事高管责任险的引入、引入时间长度、保险金额及相对保险金额等变量均与上市公司总资产周转率显著正相关,即董事高管责任险能够有效地降低上市公司第一类代理成本,表明董事高管责任险具有激励效应;(2)董事高管责任险各变量与上市公司资金占用率显著负相关,说明董事高管责任险能够抑制大股东的隧道效应,能够显著降低上市公司第二类代理成本,实现了对中小股东利益的保护,证实了董事高管责任险具有监督效应;(3)按照产权性质分组研究发现,董事高管责任险对非国有控股上市公司的治理效应无论影响程度还是显著性水平都高于对国有控股公司的影响,表明董事高管责任险治理职能的发挥需要相应的治理环境。本文证实了董事高管责任险是一个有效的外部治理机制。

根据本文研究结果及我国董事高管责任险的现状,我们提出以下看法:(1)学术界应该全面系

统地研究董事高管责任险的治理职能及其作用路径,为这一外部监督机制的引入与顺利实施提供理论依据和经验支持;(2)证券监管部门应该积极宣导董事高管责任险的风险管理及外部治理职能,鼓励和引导上市公司早日引入董事高管责任险,并为推动董事高管责任险在我国的发展提供政策支持;(3)证券监管部门和上市公司应该通过治理机制和制度建设,不断完善上市公司内外部治理机制,为董事高管责任险治理职能的良好发挥提供有利的制度环境,实现其治理职能的充分发挥,完善我国现代企业制度建设。

#### 参考文献:

1. 陈红、邓少华、尹树森:《“大数据”时代背景下媒体的公司治理机制研究——基于信息透明度的实证检验》,《财贸经济》2014 年第 7 期。
2. 陈险峰、胡珺、胡国柳:《董事高管责任保险、权益资本成本与上市公司再融资能力》,《财经理论与实践》2014 年第 1 期。
3. 郝照辉、胡国柳:《董事高管责任保险、私有收益与公司并购行为的研究》,《保险研究》2014 年第 12 期。
4. 郝照辉、胡国柳、胡珺:《董事高管责任保险、公司治理与高管私有收益的研究》,《保险研究》2016 年第 5 期。
5. 胡国柳、胡珺:《董事高管责任保险与公司绩效——基于中国 A 股上市公司的经验分析》,《经济评论》2014 年第 5 期。
6. 胡国柳、李少华:《董事责任保险能否改善企业投资效率?——基于中国 A 股上市公司的经验证据》,《湖南大学学报(社会科学版)》2014 年第 2 期。
7. 胡国柳、秦帅:《抑制还是助长? 董事高管责任保险与企业诉讼风险》,《商业经济与管理》2016 年第 11 期。
8. 胡国柳、宛晴:《董事高管责任保险能否抑制股价崩盘风险——基于中国 A 股上市公司的经验数据》,《财经理论与实践》2015 年第 6 期。
9. 贾宁、梁楚楚:《董事高管责任保险、制度环境与公司治理——基于中国上市公司盈余管理的视角》,《保险研究》2013 年第 7 期。
10. 李俊成、唐国梅:《独立董事责任保险:助力监督还是逃避责任?》,《投资研究》2016 年第 11 期。
11. 李增泉、孙铮、王志伟:《“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》,《会计研究》2004 年第 12 期。
12. 罗进辉:《媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角》,《金融研究》2012 年第 10 期。
13. 潘晓影、张长海:《产权性质、董事高管责任险与多元化投资》,《金融理论与实践》2016 年第 3 期。
14. 石水平:《控制权转移、超控制权与大股东利益侵占——来自上市公司高管变更的经验证据》,《金融研究》2010 年第 4 期。
15. 施卫忠:《董事责任保险若干法律问题研究》,《南京审计学院学报》2004 年第 3 期。
16. 王明琳、徐萌娜、王河森:《利他行为能够降低代理成本吗?——基于家族企业中亲缘利他行为的实证研究》,《经济研究》2014 年第 3 期。
17. 王小鲁、樊纲、余静文:《中国分省份市场化指数报告(2016)》,社会科学文献出版社 2017 年版。
18. 文雯:《董事高管责任保险与企业风险承担》,《山西财经大学学报》2017 年第 8 期。
19. 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》,《保险研究》2012 年第 3 期。
20. 余瀛波:《债务诉讼急剧增加 493 名高管被追责》,《法制日报》2016 年 10 月 24 日。
21. 赵杨、John Hu:《董事及高管责任保险:激励还是自利?——基于中国上市公司的实证检验》,《中国软科学》2014 年第 9 期。
22. 郑志刚、许荣、徐向江、赵锡军:《公司章程条款的设立、法律对投资者权力保护和公司治理》,《管理世界》2011 年第 7 期。
23. 朱建廷、胡国柳:《董事高管责任保险、自由现金流与企业过度投资》,《金融理论与实践》2017 年第 4 期。
24. Adams, M., Lin, C., & Zou, H., Chief Executive Officer Incentives, Monitoring, and Corporate Risk Management: Evidence from Insurance Use. *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 78, No. 3, 2011, pp. 551—582.
25. Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W., Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, 2000, pp. 81—106.
26. Boyer, M. M., & Stern, L. H., D&O Insurance and IPO Performance: What can We Learn from Insurers? *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 23, No. 4, 2014, pp. 504—540.
27. Chalmers, J. M. R., Dann, L. Y., & Harford, J., Managerial Opportunism? Evidence from Directors' and Officers' Insurance Purchases. *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 2, 2002, pp. 609—636.
28. Chen, Z., Li, O. Z., & Zou, H., Directors' and Officers' Liability Insurance and the Cost of Equity. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 61, No. 1, 2016, pp. 100—120.

29. Chung, H. H., & Wynn, J. P., Managerial Legal Liability Coverage and Earnings Conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 46, No. 1, 2008, pp. 135—153.
30. Gillan, S. L., & Panasian, C. A., On Lawsuits, Corporate Governance, and Directors' and Officers' Liability Insurance. *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 82, No. 4, 2015, pp. 793—822.
31. Holderness, C. G., Liability Insurers as Corporate Monitors. *International Review of Law and Economics*, Vol. 10, No. 2, 1990, pp. 115—129.
32. Jensen, M. C., The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, 1993, pp. 831—880.
33. Jensen, M. C., & Meckling, W. H., Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976, pp. 305—360.
34. Li, F. K., & Liao, Y. P., Directors' and Officers' Liability Insurance and Investment Efficiency: Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 29, 2014, pp. 18—34.
35. Lin, C., Officer, M. S., Wang, R., & Zou, H., Directors' and Officers' Liability Insurance and Loan Spreads. *Journal of Financial Economics*, Vol. 110, No. 1, 2013, pp. 37—60.
36. Lin, C., Officer, M. S., & Zou, H., Directors' and Officers' Liability Insurance and Acquisition Outcomes. *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, No. 3, 2011, pp. 507—525.
37. Priest, G. L., The Current Insurance Crisis and Modern Tort Law. *Yale Law Journal*, Vol. 67, No. 1, 1987, pp. 1521—1590.
38. O'Sullivan, N., Insuring the Agents: The Role of Directors' and Officers' Insurance in Corporate Governance. *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 64, No. 3, 1997, pp. 545—556.
39. Zou, H., Wong, S., Shum, C., Xiong, J., & Yan, J., Controlling Minority Shareholder Incentive Conflicts and Directors' and Officers' Liability Insurance: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, No. 12, 2008, pp. 2636—2645.

## The Corporate Governance Function of Directors and Officers Liability Insurance

——Based on the Aspect of the Two Kinds Agency Costs

LING Shixian, BAI Ruifeng (Business School of Shandong University, 264209)

**Abstract:** Directors and Officers Liability Insurance (DOI) is a hot issue in the field of corporate finance and corporate governance, but its governance function hasn't been unanimously recognized. Based on the data of the listed companies of China from 2009 to 2015, using the methods of OLS, Heckman two stages and PSM, the relationships among DOI variables and the two kinds agency costs were tested. The results showed that all the DOI variables played incentive effect and external supervision effect, which could effectively reduce the agency costs of the listed companies, and DOI was an effective governance mechanism. At the same time, the governance function of DOI was stronger to the non-state owned listed companies than to the state-owned listed companies. The research suggested strengthening the study of the governance mechanism of DOI, and strengthening the environment and system construction of the implementation of DOI.

**Keywords:** Directors and Officers Liability Insurance, Corporate Governance, Agency Cost, Incentive Effect, Supervision Effect

**JEL:** G22, G34, L25

责任编辑: 汀 兰