

董事责任保险对公司违规行为的影响 ——基于中国 A 股上市国有企业的实证分析

学生姓名： 刘舒淇

学 号： 2017310726

学 院： 保险学院

专 业： 保险学（精算）

指导教师： 廖朴

论文成绩：

内 容 摘 要

随着政府对投资者保护制度的逐步完善及监管和法律环境的变化,董事责任保险制度已逐渐被广泛引入我国的资本市场,并受到各方的一定关注。目前,虽然董事责任保险已呈现逐渐成为现代企业风险管理常见部分的趋势,但其对国有企业违规行为的影响作用尚未探讨。为研究这一问题,本文选取了 2012-2019 年我国沪深 A 股上市国有企业的相关面板数据。首先,从理论层面上提出了董事责任保险对上市国有企业违规行为的影响作用及相关研究假设;其次,在进行一系列相关检验后,选用以极大似然估计法为基本原理的固定效应面板 Logit 模型对整理的面板数据进行实证分析。经研究发现:董事责任保险对于上市国有企业违规行为的发生概率存在抑制作用,符合董事责任保险的监督效应假说。

关键词: 董事责任保险 国有企业 违规行为

ABSTRACT

With the gradual improvement of the government's investor protection system and the changes of domestic supervision and legal environment, the directors' and officers' liability insurance system has been gradually widely introduced into China's market, and attracted attention from all sides of the market. Now, although directors' and officers' liability insurance has gradually become a common part of modern enterprise risk management, its influence on the violations of listed state-owned enterprises has not yet been discussed. To study this issue, this paper extracts panel data of China's A-share listed state-owned enterprises in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2012 to 2019. Firstly, from the theoretical level, the influence of directors' and officers' liability insurance on the violations of listed state-owned enterprises and relevant research hypotheses are put forward. Secondly, after a series of related tests, this paper selects the fixed-effect panel Logit model based on the maximum likelihood estimation method to conduct an empirical analysis on the collated panel data. It is found that directors' and officers' liability insurance has a restraining effect on the probability of the occurrence of the violations in China's listed state-owned enterprises, which is in line with the supervision effect hypothesis of the director liability insurance.

KEY WORDS: D&O insurance state-owned enterprise illegal behavior

目 录

一、研究意义	1
二、文献综述及研究假设	2
(一) 文献综述	2
(二) 研究假设	3
三、研究设计	3
(一) 数据及来源	3
(二) 变量选取	4
(三) 模型选取	5
四、固定效应 Logit 模型分析	6
(一) 描述性统计结果	6
(二) 相关性分析	8
(三) 回归结果	8
(四) 稳健性检验	9
(五) 监督效应的进一步分析	11
五、结论与启示	12
参考文献	13

董事责任保险对公司违规行为的影响 ——基于中国 A 股上市国有企业的实证分析

一、研究意义

随着时代发展，现代公司治理结构也逐步完善，强化公司董监事和高级管理人员的责任与义务已成为市场经济国家的一种必然趋势。在西方的发达国家，大多通过建立比较完善的公司补偿制度来激励公司董监事和高级管理人员认真履行岗位职责。但仍然有一部分履职风险是单个公司所无法承担的，于是董事责任保险便诞生了，并与各公司补偿制度一同构成了董监事和高管人员的保护机制。董事责任保险（以下简称董责险）是指投保公司的董监事和高管人员在履行岗位职责的过程中，因为工作中的不当行为而被第三方追究相关责任时，由承保公司代为偿付相应民事赔偿责任和赔偿相关法律诉讼费用的一种特殊职业保险。其中，被保险对象可分为个人和公司，责任也可扩展到收购子公司的高级管理层。

在世界发达国家，董责险诞生较早，其市场已趋于成熟。据现有公开数据，该险种在某些发达国家的覆盖率高达 90%以上^①。而中国的第一份董责险保单产生于 2002 年 1 月，虽然董责险在我国已有十多年的发展历程，但因有关法律法规不够完善、董责险保险合同条款不适、董事信托责任建立不全，以及上市公司风险意识不高等原因，我国上市公司购买董责险的比例一直远低于国外董责险的高覆盖率，整个董责险市场发展缓慢。

随着近些年宏观政策环境的改变，特别是新证券法实施后，政府进一步加强了对广大投资者的保护力度，新增一系列民事损害赔偿诉讼的措施，使我国广大投资者有更多的渠道进行诉讼维权。显然，监管和法律环境的这一变化趋势对上市公司自身风险管理、董监事及高管的日常履职等方面提出了更高的要求，促使上市公司提前做好风险预防和控制，并随着政策环境的变化来及时调整和完善自身公司治理结构。加之 2020 年瑞幸咖啡事件的冲击，我国 A 股上市公司对董责险的关注度和投保意愿大幅度上升，据现有公开数据，在 2020 年约 170 家上市公司拟投保董责险^①。在我国未来市场中，董责险还将进一步普及化，并作为一种公司风险控制的基本配备。可见，未来我国董责险市场的发展潜力和空间都不容小觑。

另一方面，长期以来，国有企业都是我国市场经济的重要支撑点。改革开放后，国

^①数据来自中证网 2021.02.10。

企改革拉开序幕，国家不断完善相关的监管机制，并出台多条政策措施对其违规行为严肃追责。因此，研究董责险对我国上市国有企业违规行为的影响作用，无论是对党中央关于国企监管机制的多角度思考，还是对监管部门推动董责险市场发展的决策参考，以及国企自身转移部分风险的考量，都具有积极的理论与实践价值。

二、文献综述及研究假设

（一）文献综述

国内研究方面，因董责险保障内容和责任范围的特殊性，研究方向主要集中于该险种对公司治理效果和绩效影响这两个方面。胡国柳、胡珺（2014）选取我国 2007-2012 年 A 股上市公司作为研究对象，发现引入董责险能提高公司绩效，但其提升效用随着购买年份的增长而减小；凌士显、白锐锋（2017）进一步细化研究，实证发现投保董责险能提升公司的市场绩效，但同时会降低财务绩效，从而得出董责险激励效应和机会主义并存的结论；凌士显、于岳梅（2018）切换视角，基于代理成本视角，认为董责险不仅能发挥出激励效应、降低代理成本，还对公司绩效产生了正向中介效应；郝照辉等（2016）以我国 2002-2014 年 A 股上市公司作为样本，研究发现高管很可能通过购买董责险来提升个人货币性私有收益，但其非货币性私有收益会随之减少，且公司治理水平的提高会增强董责险对高管私有收益的治理效应；李丛刚、许荣（2019）以我国沪深 A 股上市公司为研究样本，得到董责险对企业高管存在激励效应，并提高了整体风险承担水平和管理效率的结论；许荣、王杰（2012）经研究发现，拥有良好治理机制的公司会更倾向于投保董责险，同时董责险也可作为一种独立的外部治理机制；贾宁、梁楚楚（2013）基于我国 2002-2011 年 A 股上市公司相关数据，研究发现企业引入董责险能提高整体的盈余管理程度，且随着监管和法律制度的日益成熟，董责险更能发挥出正向激励作用；李丛刚、许荣（2020）得出董责险能显著抑制公司的违规行为，且其监督效应在内部信息透明度较高或外部监管较弱时更加显著的结论；雷啸、唐雪松等（2020）基于我国上市公司数据，研究发现董责险通过发挥监督效应来降低公司高管的就职风险，从而抑制公司的违规行为。

国外研究方面，因各国市场制度和诉讼环境的不同，学者们更多地基于法律风险和商业风险等角度对董责险的效用提出了思考。Boyer 和 Tennyson（2015）以 1996-2005 年加拿大公司的独特面板数据集为样本，得出的结论是董事会特征与董责险所有权或覆盖范围限制没有显著关联，以及保险所有权会导致道德风险；Gillan 和 Panasian（2015）

同样以加拿大公司为研究样本，实证发现董责险的覆盖范围和溢价水平有可能向市场传达有关诉讼可能性和公司治理质量的信息；Hwang 和 Kim（2018）对强制披露董责险信息时期的韩国上市公司数据进行了分析，研究发现购买董责险能更好地将成长机会转化为更高的公司价值。

（二）研究假设

目前，董责险已成为西方发达国家企业风险管理的常见组成部分，在世界各国的经济市场上也越来越受关注和欢迎。但各方关于董责险的价值争论仍未统一，主要分为以下两种观点：

1. 监督效应假说

该假说认为因董责险涉及的保费和保险金额都不低，保险公司在承保前会对拟投保公司进行风险测评与深入调查，并根据公司的实际经营状况和风险等级来调整相关费率，在承保后也会继续监督公司的日常经营行为，即董责险会对公司治理发挥出外部监督作用。

2. 机会主义假说

该假说认为董责险作为一种有效的保护措施和吸引优秀人才的机制，将董监事及公司高管的职业风险转移给了保险公司。但在公司投保董责险后，很可能会诱发道德风险，致使董监事及公司高管为达到个人利益最大化而做出不恰当的经营决策，损害公司和其他股东的利益。

基于上述分析，本文提出以下对立假设：

原假设 H0：董责险对上市国有企业违规行为存在抑制作用，符合监督效应假说。

备择假设 H1：董责险对上市国有企业违规行为存在促进作用，符合机会主义假说。

综上，虽然董责险对于公司治理的影响作用存在不同观点，但结合已有研究文献来看，该险种对于治理公司违规行为具有十分重要的作用。因此，本文将结合已有研究，基于违规行为这一视角，实证研究董责险对我国沪深 A 股上市国有企业违规行为的影响作用。旨在为监管部门推动董责险市场发展的政策实施、党中央关于国企监管机制的多角度思考、以及国有企业自身转移风险的考量提供一定参考。

三、研究设计

（一）数据及来源

本文以我国 2012-2019 年沪深 A 股上市国有企业为研究对象，并剔除以下样本：（1）

S、ST、*ST、S*ST、PT 公司；（2）金融保险类公司；（3）相关数据缺失的公司。

在数据来源方面，结合我国证监会规定，上市国有企业是否投保董责险及购买时长是通过在 CSMAR 数据库、Wind 数据库的董事会公告和股东会决议中检索关键词，再手工整理得到。其余数据来自 RESSET 和 CSMAR 数据库，共获得 62400 个有效数据。为避免极端值影响，本文对连续性变量进行了双边缩尾处理。

（二）变量选取

1. 被解释变量

借鉴雷啸等（2020）研究，本文选用哑变量公司违规行为（VOR）作为被解释变量。如果该公司在当年受到沪深证交所、证监会或其他相关机构的处罚，则该变量取值为 1，否则为 0。

2. 解释变量

从以往部分研究文献来看，公司每年是否投保董责险与其投保时长之间存在较强的相关性。但结合此次获得的数据样本，所有投保了董责险的上市国有企业的购买时长均为 1 年。故本文最终选择虚拟变量是否购买董责险（DO）作为解释变量，若当年购买了董责险，则取值为 1，否则为 0。

3. 控制变量

参考以往研究文献，本文分为 3 类控制变量：（1）选择公司规模（SI）、资产负债率（LEV）、成长能力（GA）、现金持有量（CH）、盈利能力（ROA）这 5 个变量描述上市国企的财务特征和诉讼风险；（2）选择董事会规模（BS）、领导权结构（CG）、独董比例（PS）、所有权差异（WED）这 4 个变量描述内部治理结构；（3）选择行业和年份作为其他控制变量。

变量的名称及具体说明见表 1。

表 1 变量表

变量符号	变量名称	变量类型	具体说明
VOR	违规行为	被解释变量	哑变量，若在当年发生了违规行为，则取值为 1，否则为 0
DO	是否购买董责险	解释变量	虚拟变量，若当年购买了董责险，则取值为 1，否则为 0
SI	公司规模	控制变量	年末总资产的自然对数
LEV	资产负债率		负债总额/资产总额
GA	成长能力		总资产增长率
CH	现金持有量		现金及等价物及短期证券/净资产(总资产减去现金及等价物及短期证券)

ROA	盈利能力	总资产收益率
BS	董事会规模	董事会人数
CG	领导权结构	哑变量，若董事长和总经理二职合一，取值为 1，否则为 0
PS	独董比例	独董比例
WED	所有权差异	两权分离度
IND	行业	以证监会行业分类设置虚拟变量
YEAR	年份	以年度设置虚拟变量

(三) 模型选择

$$\begin{aligned}
 VOR_{i,t} = \ln\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = & \beta_0 + \beta_1 DO_{i,t} + \beta_2 SI_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GA_{i,t} + \beta_5 CH_{i,t} \\
 & + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 BS_{i,t} + \beta_8 CG_{i,t} + \beta_9 PS_{i,t} + \beta_{10} WED_{i,t} \\
 & + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (1)$$

在模型方面，本文运用相关软件对样本数据进行初步分析并选择了 Logit 模型。进一步对（混合）Logit 模型、固定效应面板 Logit 模型和随机效应面板 Logit 模型进行了筛选，结果见表 2。考虑到随机效应模型会涉及数值积分的使用，本文在运行前对其不同数值积分点的稳健性进行了分析，经比较选定 16 作为数值积分点。在之后的 LR 检验和 Hausman 检验中，p 值均小于 5%，拒绝原假设。因此，本文最终选择固定效应面板 Logit 模型进行实证研究，如（1）式所示。其中，p 表示上市国企违规行为的发生概率。

表 2 模型结果比较^①

变量	(1) Pooled	(2) FE	(3) RE (16)
DO	-0.2640757** ^② (-2.4)	-0.7622547** (-1.99)	-0.5037111** (-2.59)
SI	-0.1713906*** (-5.57)	-0.3115552** (-2.93)	-0.140775** (-2.58)
LEV	0.0135371*** (6.8)	0.0026226** (3.92)	0.0126507*** (-3.91)
GA	-0.0017424 (-0.81)	-0.0044622* (-1.65)	-0.0026061 (-1.01)

^① 数据来源于软件 Stata15.0 的模型分析。

^② *、**、***分别表示 10%、5%、1%的显著性水平。

CH	0.2989753 (1.51)	0.0993949* (1.57)	0.2185157 (0.75)
ROA	-3.458425** (-2.1)	1.349466** (2.2)	-0.4984341 (-0.25)
BS	0.0397353* (1.88)	0.0583778* (1.89)	0.0499773 (1.43)
CG	0.258738*** (2.35)	0.1512294** (2.37)	0.2163917 (1.41)
PS	-0.873527 (-1.28)	-2.144244 (-1.56)	-0.0056762 (-0.01)
WED	-0.0090565* (-1.9)	-0.0103691* (-1.9)	-0.0065484 (-0.8)
_cons	0.7815889 (1)		-0.8220924 (-0.59)
IND/YEAR		control	

四、固定效应 Logit 模型分析

（一）描述性统计结果

表 3 是模型（1）中主要变量的描述性统计结果，由表可得：本文共有 600 家沪深 A 股上市国有企业样本，共 4800 个观测值，并设置了 3 个虚拟变量。违规行为（VOR）的均值约为 0.24，是否购买董责险（DO）的均值约为 0.14，董事长与总经理二职合一的均值约为 0.098。该结果说明在此次研究中，发生违规行为的上市国有企业占比约 24%，投保董责险的占比约 14%，而董事长与总经理是同一人的占比仅约 9.8%。同时，独立董事比例（PS）的均值约为 0.37，说明我国上市国企的独董比例在整体上已达到证监会的要求。

直观地，不管是基于样本的描述性统计结果，还是从我国所有上市公司数据来看，我国董责险的覆盖率都远低于发达国家水平。对此，本文认为虽然制度和政策的改变提升了上市国企投保意愿，但该险种在中国市场并没有得到进一步普及，导致上市国企对其总体需求较低。同时，我国董责险的供给端也存在一定问题。产品同质化现象较为严重，保费、保额和除外责任等因素导致国企无法选出适合自己的产品。

表 3 描述性统计结果^①

变量	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
VOR	4,800	0.2414583	0.4280121	0	1
DO	4,800	0.1402083	0.3472392	0	1
SI	4,800	22.97341	1.424107	18.74186	29.57778
LEV	4,800	52.77456	21.47294	1.6418	439.5018
GA	4,800	10.20615	59.69605	-71.2284	3306.006
CH	4,800	0.1908093	0.2666114	0.0007945	10.35849
ROA	4,800	0.0059967	0.0304812	-0.630692	0.322097
BS	4,800	9.105	1.905841	0	20
CG	4,800	0.0983333	0.2977958	0	1
PS	4,799	0.3746929	0.0597898	0.2307692	0.8
WED	4,800	4.375102	7.660768	0	40.1745

进一步, 本文将所有样本分为投保董责险和不投保董责险, 分别统计两组主要变量的均值, 并检验其差值是否存在显著性差异, 结果如表 4 所示。由该表可知: 从被解释变量公司违规行为 (VOR) 来看, 没有投保董责险的公司发生违规行为的平均概率高于投保了董责险的公司, 且两组均值差在 1% 的水平上存在显著差异。从其他主要控制变量来看, 投保董责险样本组的公司规模和董事会规模更大、资产负债率更高、独董比例更高, 而在公司盈利能力和所有权差异方面两组样本没有显著性差异。

表 4 单变量统计结果^①

变量	DO=0		DO=1		均值差
	均值	观测数	均值	观测数	
VOR	0.2503	4127	0.1872	673	0.0631*** ^②
SI	22.8256	4127	23.8799	673	-1.0543***
LEV	52.1439	4127	56.6419	673	-4.4981***
GA	10.4494	4127	8.7143	673	1.7351
CH	0.1965	4127	0.1558	673	0.0408***
ROA	0.0060	4127	0.0061	673	-0.0001
BS	9.0618	4127	9.3700	673	-0.3082***
CG	0.1018	4127	0.0773	673	0.0245**
PS	0.3735	4127	0.3821	673	-0.0087***
WED	4.3045	4127	4.8079	673	-0.5034

^① 数据来源于软件 Stata15.0 的模型分析。

^② *, **, *** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平。

（二）相关性分析

表 5 是模型（1）中主要变量的相关性分析，由该结果可知：公司发生违规行为（VOR）与投保董责险（DO）（在 1%显著水平上）呈负相关关系，说明国有企业投保董责险能降低自身违规行为的发生概率，初步支持了原假设 H0。较明显地是，变量间相关系数绝大部分小于 0.3。基于严谨性原则，本文还进行了方差膨胀因子（VIF）分析。最大值为 1.48，均值为 1.187。上述分析皆表明模型（1）几乎不存在多重共线性问题。

表 5 相关系数矩阵^①

	VOR	DO	SI	LEV	GA	CH	ROA	BS	CG	PS	WED
VOR	1										
DO	-0.0512	1									
SI	-0.0455	0.2571	1								
LEV	0.0617	0.0727	0.3497	1							
GA	0.0103	-0.0101	0.0327	-0.0006	1						
CH	-0.0114	-0.0531	-0.1392	-0.2042	0.0531	1					
ROA	-0.0391	0.0009	0.0127	-0.2205	0.0669	0.1053	1				
BS	0.0088	0.0562	0.2662	0.0854	0.005	-0.0686	0.0373	1			
CG	0.0393	-0.0286	-0.055	0.0085	0.0189	0.0236	0.0021	-0.0876	1		
PS	-0.0231	0.0502	0.0999	0.0479	-0.0167	0.0228	-0.0385	-0.3549	0.0557	1	
WED	-0.0321	0.0228	0.036	0.0105	0.0026	-0.0306	0.0169	0.0417	0.0146	-0.0743	1

（三）结果分析

表 6 展示了运用固定效应面板 Logit 模型时投保董责险对上市国有企业违规行为的影响作用。在列（1）中，本文只控制了行业和年度固定效应，由其结果可知，在 5%的显著性水平上，公司投保董责险能降低其违规行为的发生概率。列（2）在列（1）基础上加入了一些控制变量，可以看出投保董责险（DO）与公司违规行为（VOR）仍在 5%的显著性水平上呈负相关关系。该结果说明投保董责险对于中国沪深 A 股上市国有企业违规行为的发生存在抑制作用，这进一步支持了原假设 H0。此结论与学者基于我国上市公司的大部分研究结果一致，但基于发达国家所得的研究结果却多数支持了机会主义假说。对此，本文认为这很可能是与我国市场环境、法律法规和董责险市场不成熟等有关。特别是对于不同制度环境的国家，其股东诉讼风险有较为显著的区别。在西方发达国家，其经济市场发展较为成熟健全，信托责任制度也更加完善。董责险将诉讼风险等转移给了保险公司，从而减轻对管理者的惩罚力度，诱发事前道德风险。

^① 数据来源于软件 Stata15.0 的相关性分析。

在控制变量的回归结果中,资产负债率(LEV)、盈利能力(ROA)、现金持有量(CH)、董事会规模(BS)、领导权结构(CG)与违规行为(VOR)均在一定显著性水平上呈正相关关系,表明上市国有企业的负债率越高、盈利能力越强、现金持有量越多、董事会人员越多、董事长和总经理为同一人,其发生违规行为的可能性越高。公司规模(SI)、成长能力(GA)、所有权差异(WED)与违规行为(VOR)在一定显著性水平上呈负相关关系,说明上市国有企业的公司规模越大、两权分离度越高、成长能力越好,其发生违规行为的可能性就越低。而在此次实证研究中,独董比例(PS)与违规行为(VOR)的负相关关系并不显著,结合描述性统计结果,本文认为这很可能是因为我国上市国有企业独董比例基本都在证监会规定数值的浮动范围内,因此该比例的微小变化与发生违规行为概率的大小变化无明显关系。

表 6 回归结果^①

变量	(1)		(2)	
	系数	z 值	系数	z 值
DO	-0.7702118**	-2.04	-0.7622547**	-1.99
SI			-0.3115552**	-2.93
LEV			0.0026226**	3.92
GA			-0.0044622*	-1.65
CH			0.0993949*	1.57
ROA			1.349466**	2.2
BS			0.0583778*	1.89
CG			0.1512294**	2.37
PS			-2.144244	-1.56
WED			-0.0103691*	-1.9
IND/YEAR	control		control	
N	4167		4167	

(四) 稳健性检验

考虑到模型(1)很可能因研究样本选择偏差而存在内生性问题,本文结合以往文献,将采用 Heckman 两阶段法做进一步的稳健性检验。在该方法的第一阶段中,借鉴李丛刚、许荣(2019)的研究,本文选择同行业投保了董责险的上市国有企业比例(RATIO)作为 Heckman 第一阶段的工具变量。一个行业在某年投保董责险的企业数量越多,同业内上市国有企业就越可能在该年投保董责险,但它和单个公司的违规行为并没有直接关

^① 数据来源于软件 Stata15.0 的模型分析。

系。接着,保持模型(1)中的其他控制变量不变,同样控制年度和行业固定效应,并根据各变量系数值计算出逆米尔斯比率(IMR)。具体的回归结果如表7所示,可以看到公司是否投保董责险(DO)与同行业投保比例(RATIO)在10%的显著水平上呈正相关关系。这说明同行业投保董责险的上市国有企业比例越高,其业内购买董责险的可能性就越大,从而也表明第一阶段工具变量的选择是合理的。

表7 第一阶段回归结果^{①②}

变量	系数	z 值
RATIO	3.169395*	1.53
SI	0.2729757***	13.75
LEV	-0.0016628**	-2.07
GA	0.0020769*	1.58
CH	-0.3693389**	-2.43
ROA	0.5106615*	1.76
BS	-0.0041692*	-1.85
CG	-0.0918702*	-1.79
PS	0.8521562*	1.91
WED	0.0022078*	1.78
_cons	-7.894494***	-3.98
IND/YEAR	control	
N	4799	

在第二阶段中,将上一步得到的IMR代入模型(1)中再次进行回归分析,结果如表8所示。由该表可知,在修正了因自选择产生的内生性问题后,是否投保董责险(DO)与公司违规行为(VOR)仍在5%的显著水平上呈负相关关系。即通过Hckman两阶段法,本文更为稳健地验证了投保董责险能降低我国上市国有企业违规行为的发生概率。

表8 第二阶段回归结果^{①②}

变量	系数	z 值
DO	-0.1533285**	-2.42
IMR	0.0571875*	1.89
SI	-0.0911038*	-1.71
LEV	0.0079398***	4.16
GA	-0.0010939**	-2.14

^①数据来源于软件Stata15.0的模型分析。

^② *、**、***分别表示10%、5%、1%的显著性水平。

CH	0.1707901**	2.03
ROA	-2.072965*	-1.93
BS	0.0232836*	1.79
CG	0.1482066*	1.82
PS	-0.4692354	-0.56
WED	-0.0050863	-1.46
_cons	0.1780834	0.03
IND/YEAR	control	
N	4799	

（五）监督效应的进一步分析

参考 RESSET 数据库对公司违规行为的分类标准，本文将其进一步分为经营违规、管理层违规（包括亲属）和信息披露违规这 3 类，并重设 3 个哑变量作为被解释变量。若样本在当年发生该类违规行为，则取值为 1，否则为 0。保持其他变量不变，将其重新代入模型（1），回归结果见表 9。由该表可知：在列（1）和列（3）中，是否投保董责险（DO）的回归系数分别在 5%和 10%的水平上显著为负。而在列（2）中，该回归系数为负值，但并不显著。

结合经济意义比较分析后，本文发现不论是从理论层面还是实证结果来看，董责险对上市国企经营违规的回归系数均是最为显著的，信息披露违规稍弱，管理层违规（包括亲属）最不显著。首先，上市国企经营违规会直接对其运营稳定性产生冲击。因此，保险机构会重点关注这一方面，使董责险的监督职能得到一定发挥。虽然管理层违规也会直接影响上市国企的日常运营，但自党的十七大以来，政府不断加强对国企领导及其特定关系人违规行为的审查力度，其违规现象在近年来有明显好转。其次，虽然上市国企信息披露面临不小的约束，受到各位股东和监管部门的较多关注，但受利益驱动，每年仍有不少上市国企伪造虚假财务信息来吸收更多的投入资金或是骗取政府部门和银行的信任，有些甚至联合会计事务所和审计机构谎报、瞒报。因此，投保董责险能在一定程度上显著降低信息披露违规的发生概率。

表 9 回归结果^{①②}

变量	(1)	(2)	(3)
	经营违规	管理层违规	信息披露违规
DO	-.3310355**	-.5400293	-.3626398*

^①*、**、***分别表示 10%、5%、1%的显著性水平。

^② 限于篇幅，其他控制变量的回归结果未报告。

	(-2.37)	(-0.9)	(-1.7)
IND/YEAR		control	

五、结论与启示

本文以我国 2012-2019 年沪深 A 股上市国有企业为研究样本，从违规行为这一角度切入，并选用固定效应面板 Logit 模型进行实证分析。研究发现国有企业投保董责险能降低自身违规行为的发生概率，符合董责险的监督效应假说，并采用 Heckman 两阶段法进行了稳健性检验。接着，本文对其监督效应做了进一步分析，发现董责险对国企经营违规和信息披露违规具有显著的治理效应，而对管理层违规（包括亲属）的外部监督作用并不显著。结论表明在中国市场中，董责险于国企而言是一种有效的外部治理机制，能显著降低经营违规和信息披露违规的发生概率。从国企层面来看，保险机构通过董责险来监督企业日常经营行为，发挥外部监督作用，从而优化企业内控。在发生承保范围内的事件时，保险机构也会承担相关赔偿责任。特别是遇到证券索赔时，董责险会大幅度减少企业的经济损失。因此，目前国内上市公司普遍偏好于该险种的风险转移能力，并不重视治理机制这一职能。同时，该险种也可作为一种保障机制，吸引更多优秀人才加入企业，有利于提升企业的创新能力。对管理层而言，企业投保董责险能有效转移他们的就职风险，提高整体风险承担水平，以便更高效地做出策略。在投资者层面，保险公司的外部监督作用能减少信息不对称的风险，增加国企实际经营状况的透明度。特别是因管理层决策失误而带来经济损失时，保险机构会对第三方的合理损失提供相应赔偿。同时，引入董责险会调动股东诉讼的积极性，更大程度地发挥出他们对国企治理的监督作用。因此，对于国企而言，引入董责险能有效转移部分风险，提高内部治理能力，优化管理结构。

鉴于以上分析，本文得出以下启示：

第一，从政府有关部门来看，因董责险是一种对法律制度和监管环境有强依附性的险种，相关部门应参考国外资本市场，结合国内的法律法规和文化背景，完善董责险所涉及的法律条例。并加大对市场违规行为的监管和处罚力度，真正体现出管理者责任需要保险的价值。同时，联合银保监和保险机构加快对董责险的研究，健全相关制度要求，按政策引导、政府推动、市场运行的方式促进该险种在国企的普及化，充分发挥其外部治理作用和激励效用。不仅能为推动整个董责险市场的发展提供政策支持，还能深化

国企改革发展提供新方向，为其长远发展提供更好的外部环境。

第二，从董责险的供给端来看，保险公司不要盲目照搬国外现有产品，应综合考虑我国国情和市场环境，严格规范承保边界，并根据拟投保国企的实际情况合理界定除外责任。比如，在条款设计方面，更加明确地界定公司管理层的不当行为，以及如何准确认定保险责任。同时，结合国企对危机处理和持股行权等中国特色风险敞口的保障需求，开发和设计适宜的董责险产品。既有利于发挥董责险的外部治理作用，又能在一定程度上调整国企的治理结构，提升其核心竞争力。在服务方面，事前协助国企做好风险识别和控制，事后帮助企业快速对接法律专家，确保后续问题的有效解决。

第三，从国企自身来看，监管部门对公司的处罚会愈加严厉，投保董责险既能降低企业发生违规行为的概率，还能对承保范围内的经济损失进行一定弥补。同时，企业内部管理层会更加明晰风险代价，增强自身责任意识。另一方面，投资者的维权积极性也会提高，从而促使企业加强内部管理，更有利于长期稳健发展。随着董责险在国企的进一步普及化，企业管理层更加规范自身经营行为，保险公司所面临的赔付风险逐渐降低，费率会随之下降，董责险条款也会在保险公司的竞争中得以优化。可见，在中国经济新常态的趋势下，董责险的推行将成为国企稳健发展和升级的催化剂。

当然，本文还存在一定的局限性。例如，董责险在我国沪深 A 股上市国有企业的普及率较低，引入时长短，样本容量较小，从而对研究结论的普适性会产生一定影响。同时，目前我国证监会虽然要求了上市公司投保董责险需经股东大会批准，并在其股东会决议或董事会公告中公示，但对其具体投保信息的披露并没有做出强制性要求，致使目前研究只能用虚拟变量来衡量上市国有企业是否投保董责险，不能更全面地考量相关信息。但随着我国董责险市场逐步规范化，这些问题可在日后的研究中得到进一步解决。

参考文献

- [1]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[J]. 经济评论, 2014(05):136-147.
- [2]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(10):78-86.
- [3]凌士显, 于岳梅. 董事高管责任保险与上市公司绩效——基于代理成本中介效应的实证检验[J]. 金融发展研究, 2018(04):25-33.

- [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[J].保险研究,2016(05):94-108.
- [5]李从刚,许荣.董事高管责任保险、公司治理与企业创新——基于 A 股上市公司的经验证据[J].金融监管研究,2019(06):85-102.
- [6]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.
- [7]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[J].保险研究,2013(07):57-67.
- [8]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.
- [9]雷啸,唐雪松,蒋心怡.董事高管责任保险能否抑制公司违规行为?[J].经济与管理研究,2020,41(02):127-144.
- [10]M. Martin Boyer, Sharon Tennyson. Directors' and Officers' Liability Insurance, Corporate Risk and Risk Taking: New Panel Data Evidence on The Role of Directors' and Officers' Liability Insurance[J].The Journal of Risk and Insurance,2015, 82(4):753-791.
- [11]Stuart L. Gillan, Christine A. Panasian.On Lawsuits, Corporate Governance, and Directors' and Officers' Liability Insurance[J].The Journal of Risk and Insurance,2015, 82(4):793-822
- [12]Joon Ho Hwang, Byungmo Kim. Directors' and Officers' Liability Insurance and Firm Value[J].The Journal of Risk and Insurance,2018, 85(2):447-482.