

企业特征与董事责任保险需求

——来自中国上市公司的经验证据

唐洋(教授) 王丹丹

(天津商业大学商学院 天津 300134)

【摘要】 本文以 2008~2010 年我国沪深两市 A 股公司的数据为样本,从企业规模、最终控制人类型、是否海外上市等方面研究企业特征对董事责任保险需求的影响。研究发现企业的规模及股权结构的国际化对董事责任保险需求呈显著的正相关关系,而企业的盈利能力、是否国有控股等特征对董事责任保险需求没有显著的影响。

【关键词】 企业规模 盈利能力 最终控制人类型 董事责任保险需求

一、引言

董事责任保险(Director and Officer Liability Insurance,简称“D&O 保险”),又称董事与高级职员保险,是指如果董事及高级管理人员因被指控于任职期间工作疏忽或行为不当(不包括恶意、违背忠诚原则、信息披露中故意的虚假或误导性陈述、违反法律的行为)而应向第三方承担赔偿责任义务时,由保险人在保险合同约定限额内支付保险金的保险形式。

近年来,随着投资者维权意识的提升及我国证券市场的不断规范完善,上市公司遭受诉讼的风险不断加大,上市公司董事及高级管理人员所面临的执业风险也不断加大,如何规避这一风险已成为业界不断探讨的重要问题。董事责任保险作为一种专门的董事风险分散与权益保障机制,于 20 世纪 30 年代发端于美国,经过几十年的发展,如今在欧美等西方国家得到了广泛的应用。美国 2000 年的一份调查报告显示,在接受调查的 2 059 家美国和加拿大公司中,96%的美国公司和 88%的加拿大公司都购买了董事责任保险,其中,科技、生化科技类和银行类公司的 D&O 购买率更是高达 100%。

董事责任保险在我国起步较晚,发展历史较短。2001 年 8 月中国证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中指出,上市公司可以建立必要的独立董事责任保险制度,以降低独立董事正常履行职责可能引致的风险,这是我国首次立法提及董事责任保险。2002 年 1 月 7 日发布的《上市公司治理准则》第 39 条规定:中国境内的上市公司经股东大会批准,可以为董事购买责任保险。这些政策指引为董事责任保险在我国的发展提供了基础和保障。保险公司对这一规定反应非常敏锐,短短 16 天后,中国平安保险股份有限公司与美国丘博保险集团就合作推出了国内第一笔公司董事及高级职员责任险保单。然而截至目前,国内 1 000 多家上市公司中,公司为董事监事和高级管理人员购买董事责任保险的不超过 5%,其中境外上市企业及 A+H 股企业占了一半以上,本地上市企业则是屈指可数。

董事责任保险作为一种新型的特殊的责任保险,对一国

的社会制度及法律体系成熟程度的依赖性较强,各个国家由于社会制度和法律成熟度的差异,董事责任保险的发展程度各异。当前,我国《公司法》、《证券法》虽然对上市公司董事及高级管理人员所能行使的职责和权利做出了规定,但对其应承担的义务和给股东造成的损失应承担的法律后果并未做出详细界定。我国资本市场很少出现上市公司董事及高级管理人员因决策失误而被判赔偿的案例。因此,公司董事、高管们的法律责任风险并不大,其受到潜在的责任威胁的危机感并不强,并且保险不是免费的商品,在这种情况下,我国上市公司购买董事责任保险的行为就显得不可理解。然而可以看到,仍然有一些企业购买了董事责任保险,那么什么样的企业会购买董事责任保险呢?企业特征对董事责任保险的需求有没有影响呢?本文将结合我国特殊制度背景及资本市场数据,探讨具有什么特征的企业更倾向于购买董事责任保险。

本文通过研究发现,企业特征对董事责任保险需求有一定的影响。通过对数据的初步搜集我们发现,国内只有不足 5%的上市企业购买了董事责任保险,并且这些公司一般都是资金非常雄厚的、具有国有控股或海外上市背景的大公司。具体而言,企业的规模及海外背景对企业的董事责任保险需求的影响显著正相关;企业的盈利能力、国有控股和管理层持股等特征与董事责任保险的需求负相关,实证的结果和我们预期的符号一致,但囿于样本数量的有限性,影响并不显著。

本文的贡献主要在于:在我国企业股权相对集中,存在国有股权一股独大、董事会中心主义等特殊社会背景下,运用资本市场的数据库,研究企业的哪些特征会对董事责任保险的购买产生影响,同时,我国现阶段的法律制度体系是否束缚了它的发展。这对我们解释董事责任保险在我国市场缺失的原因具有重要意义,也有助于我们从政策方面考察董事责任保险的相关法律规定是否流于形式,以便从政策层面建言献策,推动董事责任保险在我国的健康发展。

后文的结构安排如下:第二部分是文献回顾及假设提出;第三部分是研究设计;第四部分是实证结果;第五部分为结论

和政策建议。

二、文献回顾及假设提出

(一)文献回顾

在董事责任保险的研究中,已有文献大多从公司治理的角度诠释了其功能机制。Holderness(1990)认为购买董事责任保险可以发挥外部监督者的功能,公司购买保险就相当于引入一个外部监督机构,企业购买董事责任保险就是为了实现对管理层的监督,优化公司治理结构。Romano(1990)则认为公司购买董事责任保险的目的在于避免董事决策失误给股东造成的损失。O'Sullivan(1997)发现在监管机制方面,管理层持股和董事责任保险具有替代关系,这进一步论证了董事责任保险的监督作用。而Kaltchev(2004)使用美国公司的数据对董事责任保险功能机制进行了实证检验,而其得出的结论与O'Sullivan(1997)并不一致。Chalmers、Dann与Harford(2002)将董事责任保险的需求动机解释为“管理层的机会主义”。

在国内,大部分学者仅从制度层面对董事责任保险的作用机制进行了分析,或者从法学角度探讨了董事责任保险在我国缺失的现象、原因及面临的法律困境:马宁(2008)认为在一个运行良好的保险市场上,董事责任险保费的高低体现着保险公司对公司治理水平的评估,这将促使公司自觉提高自身的企业治理水平,优化公司治理结构。黄华均、刘玉屏(2004)指出董事责任保险制度可以降低董事的决策风险,而董事经营决策风险的减少则意味着公司经营风险的减少,这对于提升企业价值有重要作用。邓晓辉、李好好(2008)提出董事责任保险的建立促使更多的优秀人才充实到公司董事和高级管理人员的队伍中来,充分发挥他们的经营潜力,鼓励他们大胆经营,开拓创新。孙宏涛(2011)指出在我国董事责任保险市场的发展过程中主要存在着法律依据不足、董事民事赔偿责任法律体系不健全、董事责任保险合同在条款上存在诸多问题等方面的障碍,因而难以适应我国的现实需要。

可见,现有文献主要集中在董事责任保险对公司治理的作用、董事责任保险的市场缺位等方面,而鲜有文献专门研究企业特征与董事责任保险的关系。

(二)假设提出

企业为董事及高级管理人员购买责任保险是一种自愿而非强制的行为,企业本身的特征将会对董事责任保险需求产生影响。本文将主要从企业规模、最终控制人类型、是否海外上市以及管理层持股比例等几个方面分析企业特征对董事责任保险需求的影响。

1. 企业规模不同,选择的监督机制也有所不同。由于保费成本的存在,规模小的企业多使用大股东和管理层持股作为监督机制,而规模大、成长性高的企业则更多地使用董事责任和独立董事作为监督机制(O'Sullivan, 1997)。同时,风险厌恶理论及股东保护理论也显示,企业的规模越大,公司的雇员、客户和供应商就越多,企业面临发生责任诉讼的可能性就越大,股东潜在的损失就越大。这样,公司规模越大,对董事责任保险的需求也越大(王有茹, 2007)。除了规模与成长性外,企业的盈利能力也是影响董事责任保险需求的重要因素。企

业的盈利能力越强,说明董事及高级管理人员的决策越有利于股东的利益,企业面临的股东诉讼的风险就越低。因此,盈利能力越强的企业,董事面临的诉讼风险越低,对董事责任保险的需求也越低。

根据以上分析,我们可以提出如下假设:

假设1:企业规模与董事责任保险需求正相关。

假设2:企业盈利能力与董事责任保险需求负相关。

2. 不同于英美等成熟资本市场上的上市公司,我国绝大多数上市公司都是由国有企业改制而来,股权非常集中,并且国有股“一股独大”现象比较严重,到目前为止,大部分上市公司仍由国有产权控制着。当企业的最终控制人为国有产权时,其对董事责任保险的需求应较弱。一方面,一些国企的董事、高管对董事责任保险很排斥,认为对自己的监管主要还是政治、行政方面的,不会出现什么重大风险;另一方面,在我国目前这种政治体制背景下,法律制度对政府行为尚难以进行有效约束。因此,尽管随着法治化水平的提高,在最终控制人为国有产权的公司中,董事及高级管理人员面临的责任风险虽较之以往有所增加,但由于行政保护及市场监管局限性的存在,国有产权的企业对董事责任保险的需求动机,可能不如非国有控制的公司明显。

根据以上分析,我们可以提出如下假设:

假设3:国有控股企业与董事责任保险需求负相关。

3. 近年来,为了适应经济全球化及海外融资的需要,一大批国内企业纷纷奔赴海外上市,企业的股权结构日趋国际化。但其中一部分企业在海外上市后不久就遭遇了索赔诉讼。原因在于,相对于国内而言,国外资本市场的法律法规更加完整、健全,对证券市场的监管也更加严格。而在国内则缺乏这种完备的法律制度和司法体系以及强烈的民众权利意识,这导致内地董事责任险参保率至今不到10%,远落后于港台,与欧美日发达国家上市公司相比更是差距悬殊。由于法律法规体系的不完整,国内上市公司董事和高管面临的诉讼风险较小,企业缺乏向保险公司转移风险的积极性。因而奔赴海外上市的企业可能比国内上市的企业转移执业风险的诉求要高,对董事责任保险的需求更强烈。

根据以上分析,我们可以提出如下假设:

假设4:股权结构国际化的企业与董事责任保险需求正相关。

企业在选择董事责任保险时,还要考虑公司治理结构的影响。在监管机制方面,管理层持股和董事责任保险具有替代关系(O'Sullivan, 1997)。在国外,股权结构较为分散,股东无法对管理层的行为进行有效监督,其选择其他外部监督方式的动机较为强烈,这样,董事责任保险有其发展的外部环境。而在国内,股权结构普遍比较集中,董事会能够对管理层进行有效的监督。管理层持有的企业股份越多,其与股东的利益就越趋于一致,遭受的股东诉讼风险就越小,则对董事责任保险的需求就越低。

同时,对于董事长和总经理两职分离的企业时,董事会对管理层的监督能更为独立、有效,其选择外部监督机制的动机

就更弱,在这种情况下,企业对董事责任保险的需求较低。而若董事长和总经理由一人兼任,由于利益主体之间缺乏相互监督制约从而使得管理层的权利过于膨胀,一方面,出于降低代理成本的角度,对董事责任保险的需求增加,另一方面,出于福利的目的,管理层可能有动机选择董事责任保险。

根据以上分析,我们可以提出如下假设:

假设 5: 管理层持股比例与董事责任保险需求负相关。

假设 6: 两职分离的企业与董事责任保险需求负相关。

三、研究设计

(一)数据和样本统计

在我国,法律没有强制要求企业公开披露董事责任保险的信息,但上市公司购买董事责任保险必须由董事会提议并经股东大会审议批准。本文以沪深 A 股上市公司为样本,研究期间为 2008~2010 年,我们剔除了有关变量缺失的观测,共得到 1 347 家公司三年间 4 041 个观测值。

在此期间,共有 28 家公司曾经在年报、董事会决议或年度股东大会决议中宣布购买董事责任保险,三年的观测值共 49 个,约占总样本的 1.2%,比值较小,这在一定程度上反映了我国董事责任保险需求不足的现状。从时间分布上来看,2008 年有 15 家,2009 年有 18 家,2010 年有 16 家,在时间分布上还是相对较为均衡的。在行业分布方面,制造企业居多,其次是金融企业,此外还有建筑业、信息产业等。

本文的数据来自 WIND、CCER 数据库,有关企业购买董事责任保险及是否海外上市等信息是查阅新浪财经、凤凰财经、巨潮资讯网等互联网资源补充所得,使用的统计软件为 SPSS16.0。

(二)模型和变量

本文将 A 股上市公司按是否购买董事责任保险分成两组,分别进行描述性统计,分析这两类公司存在哪些差异。Logit 回归模型如下:

$$OPTION = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 ROA + \beta_3 OWN + \beta_4 STRUC + \beta_5 MANDIR + \beta_6 STOWN + \beta_7 CR - 5 + \beta_8 YEAR + \varepsilon$$

模型中的变量定义见表 1。

四、实证结果

(一)描述性统计

表 2 是购买与未购买董事责任保险的企业在特征层面的变量描述性统计。表 2 最右列为独立样本的非参数检验结果。

从上述描述性统计中可以看出,购买董事责任保险的企业的规模无论均值还是中位数都大于未购买董事责任保险的企业,这说明企业规模越大,购买董事责任保险的动机越强烈,这与假设 1 相符。

表1 变量定义

| 变量符号 | 定义及说明 | 预期符号 |
|--------|-----------------------------------|------|
| OPTION | 因变量,是否购买董事责任保险,是=1,否=0 | |
| SIZE | 资产的自然对数,表示企业规模 | + |
| ROA | 资产收益率,表示企业经营业绩 | - |
| OWN | 最终控制人是否为国有企业,是=1,否=0 | - |
| STRUC | 股权结构国际化,股本结构中是否包含B股或是海外上市,是=1,否=0 | + |
| MANDIR | 董事长和总经理两职是否分离,是=1,否=0 | + |
| STOWN | 高管持股比例 | - |
| CR-5 | 公司前5大股东持股比例 | - |
| YEAR | 年度控制变量 | |

表2 变量描述性统计

| | 购买董事责任保险的公司 | | | 未购买董事责任保险的公司 | | | 均值T检验 |
|--------|-------------|----------|---------|--------------|----------|---------|------------|
| | 平均数 | 中位数 | 标准差 | 平均数 | 中位数 | 标准差 | |
| SIZE | 25.032 5 | 24.090 0 | 2.952 7 | 21.782 5 | 21.645 0 | 1.429 3 | 8.857 *** |
| ROA | 0.030 2 | 0.020 0 | 0.045 5 | 0.042 6 | 0.033 2 | 0.060 4 | -1.657 |
| OWN | 0.815 4 | 1 | 0.391 0 | 0.684 1 | 1 | 0.464 9 | 2.676 *** |
| STRUC | 0.492 3 | 0 | 0.503 8 | 0.084 8 | 0 | 0.278 6 | 6.505 *** |
| MANDIR | 0.738 5 | 1 | 0.442 9 | 0.859 7 | 1 | 0.347 4 | -2.195 *** |
| STOWN | 0.004 8 | 0 | 0.036 6 | 0.035 6 | 0 | 0.123 9 | -6.235 *** |
| CR-5 | 0.575 5 | 0.504 5 | 0.242 1 | 0.391 3 | 0.515 8 | 3.460 1 | 0.408 |

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(下同)。

在企业盈利能力方面,购买董事责任保险企业与未购买董事责任保险企业不存在显著差异。目前,我国的上市公司仍以国有控股为主,购买董事责任保险的企业中最终控制人为国有企业的占了相当大的比例。董事长和总经理两职分离的情况在未购买董事责任保险的企业中更为普遍,这说明两职合一的公司更有动机购买董事责任保险。股权集中的企业由于能更好地对管理层进行监督,因而购买董事责任保险的动机不强,购买董事责任保险的公司其管理层持股水平低于未购买董事责任保险的公司。我们没有发现企业的前五大股东持股比例对董事责任保险需求的影响,购买企业和未购买企业不存在显著的差异。

(二)回归结果

为了排除变量间可能存在的多重共线关系,本文首先对各个企业特征进行了相关性检验,表 3 给出了相关性检验的结果。

表3 变量的相关性检验

| | OPTION | SIZE | ROA | OWN | STRUC | MANDIR | STOWN | CR-5 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|------|
| OPTION | 1 | | | | | | | |
| SIZE | 0.269 ** | 1 | | | | | | |
| ROA | -0.026 | 0.006 | 1 | | | | | |
| OWN | 0.036 * | 0.180 ** | -0.075 ** | 1 | | | | |
| STRUC | 0.178 ** | 0.328 ** | -0.030 | 0.120 ** | 1 | | | |
| MANDIR | -0.044 ** | 0.072 ** | -0.050 ** | -0.242 * | 0.023 | 1 | | |
| STOWN | -0.032 ** | -0.174 ** | 0.100 ** | -0.211 ** | -0.085 ** | -0.143 ** | 1 | |
| CR-5 | 0.006 | 0.030 | 0.011 | 0.012 | 0.018 | -0.010 | 0.016 | 1 |

从上述相关系分析中可以看出,企业特征各个变量之间不存在严重的多重共线性。企业规模、股权结构国际化与企业对董事责任保险的需求在5%的水平上显著正相关;两职分离、高管持股比例与董事责任保险需求分别在5%、10%水平上显著负相关。这说明企业规模大、股权趋于国际化、董事长和总经理两职合一的企业更有动机选择董事责任保险。然而单变量之间的相关关系是没有考虑到其他影响因素的情况下得出的结果,因此,还需要进一步的回归分析。

多变量回归的结果如表4所示:

表4 企业特征与董事责任保险需求回归结果

| 变量 | Beta | t值 |
|----------|--------|----------|
| SIZE | 0.083 | 1.351 ** |
| ROA | -2.482 | -1.108 |
| OWN | -0.519 | -0.746 |
| STRUC | 0.339 | 2.137 * |
| MANDIR | -0.748 | -1.813 |
| STOWN | -2.901 | -0.192 |
| CR-5 | -0.020 | -0.342 |
| CONSTANT | 5.837 | -0.957 |

从表4可以看出,企业规模的系数显著为正,支持假设1,说明企业规模越大的公司越有动机购买董事责任保险。这一点从样本数据中也可以体现出来,在28家购买董事责任保险的企业中,为各行业龙头企业的不少,如万科、工商银行等大型企业。企业盈利能力的系数为负,与预期相符,但不显著;企业的最终控制人为国有控股的企业对董事责任保险的需求负相关但没通过检验,很大一部分原因是我国上市公司普遍都是由国有控股,在购买与未购买董事责任保险的企业中未显示出较大差异。同时,反映公司治理的两个指标——管理层持股和两职分离对董事责任保险需求的关系与我们预期的符号一致,即管理层持股比例越高,董事长和总经理由一人兼任,企业对董事责任保险的购买动机越弱。

企业股权结构的国际化与董事责任保险需求在10%显著性水平上正相关,支持假设4,说明股权结构国际化是企业购买董事责任保险的影响因素,而且这种影响还存在被低估的可能性,因为样本中排除了许多在香港、新加坡和纽约上市而没有在国内上市的企业,只包括了发行A股的公司。

在样本的搜集过程中,有一些在多地上市的公司如中国移动、中国石化和云南铜业等,尽管有相关报道称其购买了董事责任保险,但在这些公司的相关资料中却找不到证据支持,还有些企业资料中相关的信息披露不完整,遗漏了部分年份的观测值,这些公司都被排除在样本之外,从而导致其影响可能被低估。

五、结论和政策建议

本文主要从企业规模、盈利能力、股权结构国际化等几个特征维度对什么样的公司会选择购买董事责任保险进行了研究。本文的研究结论表明,企业规模和股权结构国际化特征与企业的董事责任保险需求显著正相关,即企业规模越大,股权

结构趋于国际化的企业更倾向于购买董事责任保险。本文的结论在一定程度上给我们以警示:为什么在国外市场上发展普遍、不可或缺的董事责任保险在我国却大多由规模大、在海外及多地上市的企业购买,这与我国当前的制度背景及不够成熟完备的法律法规体系有关。

在我国现今的法律构架下,董事责任保险的发展面临着多重障碍。首先,我国关于董事责任保险的法律依据不足,可诉性不强,公司董事及高级管理人员受到惩戒的可能性较小;其次,我国补偿立法系统缺失,董事民事赔偿体系不健全,责任人承担的赔偿责任较轻,不足以弥补给股东造成的损失,利益受损股东维护自己权益的动机较弱;最后,董事责任险保单条款存在缺陷,保险公司对所承保的责任范围做了严格的限制,承保的范围非常狭窄。这些都严重制约了董事责任保险在我国的健康发展,以致其市场需求不足。

虽然董事责任保险在我国发展缓慢,但其市场潜力却不可低估。一方面,它的出现推动了我国相关法律法规的不断完善,另一方面,随着法律体系的逐渐健全,又为董事责任保险的发展奠定了基础。两者之间的相辅相成关系要求我们在持续推进上市公司治理水平的同时,积极引入董事责任保险,加快完善相关的法律法规及配套设施,充分发挥其应有的作用机制。

本文的研究也存在一定的局限性:首先,本文属于探索性研究,相关文献较为缺乏,导致本文的研究假设有待进一步扩展。其次,本文检验企业特征与董事责任保险需求的关系,选取的企业特征较为有限,还有其他特征本文没有涉及。因此,今后有待采用更大样本量和更多变量进行更加全面和深入的研究,以期对董事责任保险在我国的发展提供参考。

【注】本文受教育部人文社会科学研究项目“基于融资视角的企业恶性增资行为研究”(编号:10YJA630142)、教育部第六批高等学校特色专业建设项目(编号:TS11882)、天津市普通高等学院品牌专业建设项目(编号:2010年度第147号)资助。

主要参考文献

1. 孙宏涛.我国对董事责任保险的现实需求分析.云南财经大学学报,2009;6
2. 王有茹.董事责任保险需求研究及对中国上市公司的实证检验.对外经济贸易大学博士学位论文,2007
3. 邓晓辉,李好好.董事与高级职员责任保险制度述评.外国经济与管理,2002;8
4. 马宁.董事责任保险与公司治理.广西政法管理干部学院学报,2008;1
5. 黄华均,刘玉屏.创立我国董事责任保险制度应注意的若干问题.河南金融管理干部学院学报,2004;2
6. Holderness, C.. Liability insurers as corporate monitors. International Review of Law and Economics, 1997; 10
7. O'Sullivan. Insuring the Agents: the Role of Directors and Officers Insurance in Corporate Governance. Journal of Risk and Insurance, 1997; 64