DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2018.10.007

董事高管责任保险与企业资本结构动态调整

赵玲娇，胡国柳（教授），陈险峰（教授），李佳宾

【摘要】以2009~2015年我国A股上市公司为样本，研究董事高管责任保险的引入对企业资本结构动态调整的影响。结果发现，董事高管责任保险可以加快企业资本结构向目标资本结构调整。在区分不同的调整方向后发现，虽然资本结构向下调整速度始终比向上调整更快，但是董事高管责任保险可以缩小这种差距。进一步研究发现，董事高管责任保险可以缓解国有产权对企业资本结构调整速度的负面影响；在高管过度自信的企业，董事高管责任保险的引入反而会使资本结构调整速度下降。

【关键词】董事高管责任保险；资本结构；动态调整；向下调整；向上调整

【中图分类号】F840　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2018)10-0050-7

一、引言

近年来随着供给侧改革的不断深入，“去杠杆”走进人们视野，盲目崇尚高杠杆高收益的生产经营方式受到质疑。企业要在体制不断改革、市场日新月异的现代社会保持稳定发展，就必须具备战略的前瞻性和应对的灵活性，以保持资本结构的有效动态调整。资本结构的调整速度是衡量企业资本运作效率的有效方法，已被广泛地运用于公司治理研究中。目前，资本结构的相关研究通常围绕宏观经济环境、制度背景以及企业特征等因素展开（甘丽凝，2015），但由于企业资本结构的维持或改变均由高管决定，因此高管的个人特征、高管与股东之间的利益关系等都成为影响企业资本结构的重要因素。周业安（2012）研究发现，高管性别、年龄、任期、教育程度、政治身份、两职兼任情况等都会对公司资本结构调整产生显著影响。盛明泉等（2016）通过研究高管股权激励对资本结构动态调整的影响发现，加强高管股权激励可以提高高管工作积极性，进而对资本结构静态水平和动态调整产生积极影响。

董事高管责任保险（以下简称“董责险”）是指对被保险董事及高级管理人员在履行公司管理职责过程中，因被指控工作疏忽或行为不当而被追究责任时，由保险公司负责承担该董事或高级管理人员行为所导致结果的保险（Mahan M.、Mc Corquodale J.，2003）。董责险作为一种执业责任保险，旨在降低高管从业风险，其购买将会影响企业高管的决策方式，是影响高管决策的重要因素之一。

由于保险的风险转移作用，董责险的购买可以提升高管的风险承受能力（胡国柳、胡珺，2017），使偏好风险规避的高管在资本结构调整问题上做出更合理的决策。另外，董责险的购买可以作为一种激励机制，增强高管对企业的归属感，从而使高管的决策以企业利益最大化为目标（Gutiérrez，2003）。根据董责险的机会主义假说，董责险对董事及高级管理人员的保护效果可能会诱发管理层的道德风险和逆向选择问题（Lin等，2010），当个人利益与企业利益发生冲突时，管理层会选择追求个人利益而放弃对企业而言最优的资本结构调整方式。

目前关于董责险对企业资本影响的研究多从投资方面展开，且并未得出一致结论。国外部分学者认为董责险的引入会降低企业的投资效率（Lin等，2010），但也有部分学者研究发现董责险可以促进企

【基金项目】国家自然科学基金项目“中国上市公司D&O保险需求动因及其治理效应研究”（项目编号：71562010）

业的多元化投资（Chi等，2013）。在国内，胡国柳、李少华（2014）研究发现董责险虽然可以显著抑制企业过度投资，但不能缓解企业投资不足。然而我国台湾地区学者Li、Liao（2014）通过研究发现，董责险的普及会使企业过度投资现象更严重。资本结构的动态调整速度是研究资本结构问题的有效手段，但是几乎没有研究从资本结构动态调整的角度去验证董责险对企业资本结构的影响。因此，本文将利用实证方法研究董责险与资本结构动态调整速度之间的关系，对董责险的治理效果进行验证。

二、文献回顾与理论分析

MM理论认为，在没有交易成本的市场，企业投资可以达到最优标准，企业价值与资本结构以及股利政策无关。但这种完美的资本市场在现实生活中是不存在的。权衡理论综合考虑了现实市场中存在的各种成本，放宽了MM理论完全信息以外的各种假设，考虑了节税收益、财务困境成本与代理成本的存在以及负债的持有比例对企业价值的影响（邹萍，2014）。根据权衡理论，在债务利息的抵税收益与财务困境成本达到平衡时，企业存在最优资本结构，即企业的目标资本结构（姜付秀、黄继承，2013）。

现实中，金融市场利率、政府的货币政策不断变化，同时由于企业自身规模和财务状况一直处于动态发展之中，企业的资本结构必然会不停地偏离最优值。保持自身资本结构接近目标资本结构是企业实现经济利益最大化的有效手段，企业会权衡资本结构调整行为的收益、成本以及风险等各个要素，通过投资、融资等手段使资本结构尽可能地接近自身的目标资本结构，以追求更大的经济利益。董事和高管作为公司的管理者与决策者，在资本结构是否调整、如何调整的问题上起到了至关重要的作用（姜付秀、黄继承，2011）。资本结构调整中不论是静态上对目标资本结构的估计还是动态上的调整，都要求高管具有丰富的专业知识、对准确把握时局的能力和快速应变的决策能力。

资本结构的调整需要权衡相应的收益与成本，更重要的是考验企业和管理层对风险的承受能力。董责险作为上市公司的一项激励机制，旨在鼓励董事和高管积极做出有利于公司管理与绩效的决策，而无须担心决策行动失败后来自于股东的控诉（Core，1997、2000；Zou等，2008）。董责险的存在可以减少高管对资本结构调整风险的顾虑，从而使管理层在决策时更加果断，在市场和企业的动态发展过程中对投资、融资等资本结构调整方式的节点能更好地把握。通过提高可承受的风险程度，拓展了企业改变资本结构方式的广度和深度，从而加快了资本结构的调整速度。

企业运营过程中通常会选择保持稳健的资本负债率，这不仅是因为企业的发展需要，同时也是管理者做出的更能满足自我需求的选择。当自身利益与企业利益发生冲突时，高管可能会做出更有利于自身利益而非企业利益的决定，导致企业资本结构调整偏离最优值。董责险的引入，使得保险公司成为监督企业高管的独立外部机制（Core，2000），促使企业提高公司的内部控制水平（Priest，1987），从而提高公司治理水平、抑制高管的机会主义行为。另外，董责险作为激励企业高管的一种治理机制，可以增强高管对企业的信任感和归属感，促使其调整个人目标，使其与企业目标相一致（Gutiérrez，2000），进而减弱高管追求个人利益的动机，使董事及高管做出更有利于企业发展的资本结构调整决策。

除此之外，董责险在一定程度上有助于上市公司吸收与引进高素质的管理人员（Macminn、Garven，2000），这对企业在静态上把握目标资本结构有着非常重要的意义。把目标指向一个错误的资本结构，必然会导致资本结构调整速度的下降。已有研究证明，高管的专业能力对资本结构决策有显著影响，高管的专业能力越强，资本结构动态调整速度越快（姜付秀，2013）。由此本文提出以下假设：

假设1：购买董事高管责任保险与资本结构调整速度正相关。

资本结构的调整可以分为两种情况，在资本结构高于和低于目标资本结构时，分别对应的是向下调整和向上调整。研究发现，在资本结构低于和高于目标时，企业调整资本结构的成本和收益会有一定差异，而且调整的速度也存在差异（Byoun，2008；Faulkender等，2012）。黄继承等（2015）利用我国上市公司数据实证发现，资本结构高于目标水平时的向下调整速度比低于目标时的向上调整速度快约50%~89%。

资本结构向下调整的困难主要来源于高管对企业战略和长远利益的考虑，实质性操作障碍较小，当调整收益大于调整成本时即可实现资本结构的调整。在这种情况下，董责险对调整速度的促进作用主要是因为董责险对代理问题的改善，但这种促进作用在另一种调整方向下一样存在。资本结构向上调

整的困难来自于资本市场中的融资约束、融资风险等问题，不仅操作难度大，而且增加负债意味着企业财务风险和诉讼风险的增加。有关研究表明，高管对高债务成本的感知会比提高债务的潜在收益更敏感（盛明泉等，2016）。然而购买董责险可以提高管理层承担风险的能力（胡国柳、胡珺，2017），减少风险承担对高管决策的负面影响。另外，由于董责险的治理作用改善了公司的治理水平，可以向资本市场传递积极信号，缓解企业的融资约束问题，这使得董责险在资本结构向上调整时能够发挥更大的作用。

因此本文认为，虽然董责险对不同调整方向的资本结构均有正向的调节作用，但是在资本结构向上调整时，董责险可以有效提高管理者的风险承担能力、降低调整成本，其促进作用会更显著。基于以上分析，本文提出以下假设：

假设2：董责险对资本结构动态调整的正向作用在资本结构向上调整时更显著。

三、研究设计

1. *样本与数据来源*。本文的初始研究样本为2009～2015年沪深A股上市公司，董责险数据根据上市公司公告手工整理得到，其他数据来自国泰安金融数据库。为了保证研究的准确性，对数据进行以下处理：①剔除金融类、保险类上市公司样本；②剔除财务数据缺失或不完整的公司；③由于本文将采用动态面板数据的固定效应回归模型分析董责险对资本结构动态调整的影响，因此剔除上市时间只有一年的公司；④剔除资产负债率大于1的公司；⑤剔除ST、PT类上市公司。此外，为了控制极端值对回归结果的影响，对所有变量进行数据双侧1%的Winsorize处理。经过筛选，获得2396家上市公司共13329个观测值。

2. *模型和变量设计*。目前对于资本结构动态调整的研究主要偏重于动态调整速度，即企业资本结构向目标资本结构调整的速度。企业的目标资本结构并不能被直接观测到，但是根据Heshmati等（2001）和Hovakimian等（2001）的研究，只要能充分选取影响目标资本结构正负方向的相关变量，就可以将目标资本结构合理地拟合出来。

本文参考黄继承等（2014）的做法，把目标资本结构设定为其影响因素的线性函数的形式，如式（1）所示：

$$lev^{*}_{i,t}=\alpha_0+\Sigma\alpha_j X_{j,i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中：α_j是第j个公司特征变量的系数；$X_{j,i,t}$是影响目标资本结构的公司特征变量。虽然目标资本结构会随宏观经济因素的变化而变化，但是最终还是会通过公司特征的变化表现出来。雒敏（2012）指出该模型并非线性模型，为了避免此类问题，应采用最小二乘虚拟变量法来估计模型（1），以得到目标资本结构的拟合值。根据已有研究成果，本文选用企业规模、资产流动性、现金比率、固定资产比率、折旧率、非负债类税盾、盈利能力、成长性以及行业资本结构均值等指标，采用最小二乘虚拟变量法计算企业的目标资本结构lev^{*}。

在模型计算出的lev^{*}基础上，借鉴姜付秀和黄继承（2011）、盛明泉等（2012）等的研究，利用模型（2）计算资本结构的动态调整速度。

$$lev_{i,t}-lev_{i,t-1}=\lambda(lev^{*}_{i,t}-lev_{i,t-1})+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型（2）中$lev_{i,t}$和$lev_{i,t-1}$分别表示企业在t期和t−1期实际的资本结构；λ为本文考察的核心，反映了企业在t−1期到t期的资本结构调整速度，λ值越大表示调整速度越快。λ=0，表示调整成本大于调整收益，企业的资本结构维持在上一年的水平；λ<0，表示资本结构的调整背离了目标资本结构的方向；0<λ<1，表示企业在向目标资本结构调整的方向上进行了部分调整；λ>1，表示企业在向目标资本结构调整的方向上进行了超额调整；λ=1，表示企业恰好处在目标资本结构。

本文考察董责险的购买对资本结构动态调整的影响，参照黄继承（2014）和盛明泉（2016）的做法，以模型（1）为基准，通过添加董责险变量及其与资本结构偏离程度交乘项的方式来检验董责险对资本结构调整速度的影响：

$$lev_{i,t}-lev_{i,t-1}=(\lambda_0+\lambda_1 dio_{i,t})(lev^{*}_{i,t}-lev_{i,t-1})+dio_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中，λ_1是资本结构偏离程度与董责险交互项的回归系数，它衡量了董责险对资本结构调整速度的影响。如果λ_1显著为正，则说明购入董责险会使资本结构调整速度变快；如果λ_1显著为负，则说明董责险会使调整速度变慢。

变量设计及其定义如表1所示。

2. *描述性统计*。对主要变量进行描述性统计，得到表2。由lev_t、lev_{t-1}、$lev^{*}_{i,t}$、dev等变量与其他资本结构相关研究的数据基本一致可知，数据具有可比性。在总样本中，我们看到董责险的购买率在样本期间并不是很高，13329个样本中只有1416个样本购买董责险。纵观表2，是否购买董责险在企业的资本

表 1　　变量设计与定义

变量名称		变量符号	变量定义
当年资产负债率		lev_t	当年末负债总额/当年末资产总额
上一年资产负债率		lev_{t-1}	上一年年末负债总额/上一年年末总资产总额
资本结构年度差额		△lev	lev_t-lev_{t-1}
目标资本结构		$lev^*_{i,t}$	目标资本结构
资本结构偏离程度		dev	$lev^*_{i,t}-lev_{i,t-1}$
董责险		dio	若购买 d&o 保险，其值取 1，否则取 0
行业		ind	行业固定效应，按照中国证监会行业分类，分为十三个行业，共 12 个行业虚拟变量
年份		year	年度固定效应，选取 2010～2015 年份，共 6 个年度虚拟变量
lev^* 计算指标	企业规模	size	总资产的自然对数
	非负债税盾	depreciation	累计折旧/总资产
	有形资产比率	fix	（固定资产+存货）/总资产
	成长能力	growth	主营业务收入增加值/期初主营业务收入
	成长机会/企业价值	tobinq	（年末流通市值+非流通股份占净资产的金额+长期负债合计+短期负债合计）/总资产
	公司声誉	age	公司年龄
	资产流动性	current	流动资产/总资产
	总资产报酬率/盈利能力	roa	息税前利润/总资产
	行业资产负债率中位数	industry	行业根据证监会公布的行业分类标准统计
拓展性研究变量	产权性质	state	若为国企取值为 1，否则为 0
	高管过度自信	oc	根据高管薪酬比例、高管持股比例、现金红利再投资的年股票收益率、股权集中度这四个变量组成一个评分机制得到的哑变量

结构、目标资本结构和资本结构变动上都体现出一定差异。我们可以大致看出未购买董责险企业资产负债率普遍小于已购买董责险企业。同时我们可以看到，未购买董责险企业的 dev 平均值大于零，而购买董责险组的 dev 平均值小于零，这说明未购买董责险企业的资产负债率普遍小于其目标资产负债率，而购买董责险企业的资产负债率略大于其目标资产负债率。

表 2　　描述性统计

变量		n	mean	p50	sd	min	max
lev	全样本	13329	0.441	0.441	0.213	0.0467	0.880
	未购董责险	11913	0.438	0.438	0.213	0.0467	0.880
	购买董责险	1416	0.466	0.468	0.208	0.0467	0.880
lev_{t-1}	全样本	13329	0.435	0.436	0.216	0.0398	0.876
	未购董责险	11913	0.431	0.431	0.216	0.0398	0.876
	购买董责险	1416	0.465	0.479	0.212	0.0398	0.876
$lev^*_{i,t}$	全样本	13329	0.435	0.415	0.126	0.188	0.806
	未购董责险	11913	0.432	0.411	0.124	0.188	0.806
	购买董责险	1416	0.461	0.440	0.135	0.188	0.806
dev	全样本	13329	0.000271	0.00728	0.167	−0.446	0.348
	未购董责险	11913	0.000590	0.00784	0.168	−0.446	0.348
	购买董责险	1416	−0.00242	0.00294	0.162	−0.446	0.348
△lev	全样本	13329	0.00617	0.00758	0.0798	−0.279	0.238
	未购董责险	11913	0.00676	0.00801	0.0797	−0.279	0.238
	购买董责险	1416	0.00120	0.00331	0.0804	−0.279	0.238
over_lev	全样本	6449	−0.0163	−0.00366	0.0828	−0.279	0.238
	未购董责险	5751	−0.0155	−0.00299	0.0829	−0.279	0.238
	购买董责险	698	−0.0223	−0.00844	0.0818	−0.279	0.238
under_lev	全样本	6880	0.0272	0.0169	0.0707	−0.279	0.238
	未购董责险	6162	0.0276	0.0174	0.0705	−0.279	0.238
	购买董责险	718	0.0240	0.0139	0.0721	−0.245	0.238

四、实证结果分析

1. 回归分析。本文先对模型进行 Hausman 检验，分别用固定效应模型和随机效应模型进行回归，结果显示固定效应的 Hausman 检验的 p 值为 0，因此本文采用固定效应模型进行回归分析。表 3 的 Panel A 和 Panel B 分别考察了全样本和不同的调整方向情况下董责险对资本结构动态调整速度的影响。

Panel A 中，model1 显示的是全样本下模型（2）的回归结果，资本结构偏离程度 dev 与实际资本结构调整程度△lev 显著正相关，说明企业的资本结构调节符合理论预期，会向目标资本结构方向积极调整，平均调整速度为 54.81%。章砚（2017）利用 2004～2014 年数据计算得到的调整速度为 65.2%；盛明泉（2016）采用 2003～2013 年数据计算得到调整速度约为 42.31%；黄继承等（2014）以 1998～2009 年 A 股上市公司为样本，计算得到调整速度为 24.6%。这说明本文计算得到的数据是较为合理的，而且我国上

市公司的资本结构调整速度近年来一直在快速增长，侧面反映了我国资本市场的快速发展和我国企业融资环境的优化。model2是董责险影响资本结构调整速度的回归结果。dio×dev的系数为0.0688，大于零且在1%的水平上显著，说明购买董责险会加快企业的资本结构调整速度，即董责险的治理效应在资本结构调整问题上得到体现，假设1成立。

Panel B反映了不同调整方向下资本结构调整速度的变化。model3和model5表示在不考虑其他因素的情况下，资本结构向上调整和向下调整的速度分别为55.18%和57.05%，说明资本结构确实在不同的调整方向上调整速度有所差异，在向下调整时速度更快，这与黄继承等（2014）的研究相一致。model4和model6表示考虑了董责险的购买后资本结构调整速度的变化，证据显示，在调整方向不同时，董责险与资本结构偏离度的交乘项dio×dev和资本结构调整程度△lev都显著正相关，且向下调整速度比向上调整速度更快。向上、向下调整时董责险与资本结构偏离度的交乘项dio×dev系数分别为6.77%和7.08%，但是由于董责险的购买，导致资本结构调整速度的提升比例分别为12.27%（0.0677/0.5518）和11.57%（0.0708/0.5705）。虽然在不同方向上董责险都会增加资本结构动态调整速度，但是董责险对资本结构向上调整方式的调节作用更强，这说明董责险会提升高管的决策敏感性，减少了资本结构向上调整时的阻碍，从而缩小了两种不同方向调整速度的差距。

表3　　董责险与资本结构调整速度

变量	Panel A		Panel B			
	全样本		under_lev向上调整		over_lev向下调整	
△lev	model1	model2	model3	model4	model5	model6
dev	0.5481*** (75.05)	0.5415*** (72.75)	0.5518*** (38.32)	0.5447*** (36.63)	0.5705*** (38.79)	0.5653*** (37.61)
dio		−0.0109*** (−4.06)		−0.0062 (−1.04)		−0.0182*** (−2.76)
dio×dev		0.0688*** (4.52)		0.0677** (1.98)		0.0708** (1.98)
_cons	0.0060*** (10.63)	0.0072*** (11.37)	−0.0456*** (−22.49)	−0.0449*** (−21.01)	0.0637*** (28.59)	0.0660*** (28.37)
n	13329	13329	6880	6880	6449	6449
r^2	0.34	0.343	0.224	0.225	0.237	0.245

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著；括号内数字为t值。下同。

2. 稳健性检验。为了验证研究结论的可靠性，本文参考黄继承等（2014）的方法，用GMM对目标资本结构重新进行估计，代入本文的主要模型中进行回归，结果如表4所示。可以看到，重新回归后资本结构动态调整速度有所变化，但是基本研究结论保持不变。

表4　　目标资本结构的其他衡量

变量	△lev
dev′	0.4948*** (71.11)
dio	−0.0163*** (−6.01)
dio×dev′	0.0575*** (3.82)
_cons	0.0049*** (7.66)
n	13329
r^2	0.334

五、进一步研究

董责险主要通过影响高管决策行为实现对资本结构调整的影响，其作用效果可能会因企业和高管特征的不同产生变化。因此，本文根据我国国情以及对主要变量与公司治理机制关系的考察，选取产权性质和高管过度自信来分别考察企业性质和高管特征对董责险和资本结构动态调整调节作用的影响。

1. 产权性质。我国的特殊制度背景决定了董责险对资本结构动态调整的促进作用会受到产权性质的影响。国有企业由于受到政府的扶持，资本成本更低，融资环境更好（方军雄，2007）。但是由于国有企业是归国家所有，政府作为其代理股东并不会像民营企业股东一样去尽力缓解股东与高管之间的代理问题。企业所有者的缺位问题可能会导致高管在企业经营和资本结构调整中选择更多的利己行为。在这样的情况下，即使拥有较低的融资成本，高管的决策目标也并不一定是让企业的资本结构向目标资本结构方向调整。

为了检验产权性质对董责险和资本结构调整之间关系的影响，本文参考黄继承等（2014）的研究，

设计了以下模型：

$$lev_{i,t}-lev_{i,t-1}=(\lambda_0+\lambda_1 dio_{i,t}+\lambda_2 state_{i,t}+\lambda_3 state_{i,t}\times dio_{i,t})(lev^{*}_{i,t}-lev_{i,t-1})+dio_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

表5是将产权性质作为调节变量加入到模型中的计量结果。在model1中，state和dev交乘项系数为−0.1302，在1%的显著水平上负相关，说明国有产权确实会降低资本结构向目标资本结构调整的速度。在model2中，state×dio×dev的系数依旧显著负相关，但是较model1中state×dev的系数小了48.7%（0.0635÷0.1302），说明董责险的购买引入了保险公司作为第三方监督机构，可以在一定程度上缓解国有企业股东与管理层之间的代理问题，从而抑制国有产权性质对资本结构动态调整的负向作用。

表5　　产权性质、董责险与资本结构调整速度

变量	model1	model2
	△lev	△lev
dev	0.5989*** (65.53)	0.5895*** (63.17)
state	0.0005 (0.09)	0.0002 (0.04)
state×dev	−0.1302*** (−9.12)	−0.1249*** (−8.56)
dio		−0.0104*** (−2.73)
dio×dev		0.1030*** (4.83)
state×dio		−0.0014 (−0.27)
state×dio×dev		−0.0635** (−2.10)
_cons	0.0044 (1.64)	0.0057** (2.12)
n	13326	13326
r^2	0.346	0.348

2. 高管过度自信。高管在安排企业的生产经营和投融资活动时，需要对企业状况和市场变化进行预测。过度自信的管理者会高估所收集信息的准确性和低估未来随机事件的波动性，从而倾向于过度投资（郝颖，2005）。余明桂等（2006）发现高管过度自信与企业的负债水平以及债务的期限结构均显著正相关。以上证据表明，高管过度自信会使高管在决策时更激进，因此在资本结构调整问题上，高管过度自信很可能会对资本结构动态调整速度产生影响。董责险以影响高管行为决策的方式对公司治理产生影响，但是在高管过度自信的条件下，其激励作用和外部监督作用将有所改变。对于存在过度自信的高管而言，董责险的激励作用可能会转变成对于潜在风险的兜底作用，进一步扩大高管过度自信对资本结构调整的负向影响。但是，董责险的外部监督机制依旧存在，对高管过度自信于资本结构动态调整的负向影响有改善作用。因此，本文对高管过度自信、董责险和资本结构动态调整速度之间的关系进行实证研究，检验董责险在不同高管特征情况下对资本结构调整速度改善作用是否有效。

对于高管过度自信的度量，本文借鉴了梅世强等（2013）的做法，在影响高管过度自信的各因素中选取了高管薪酬比例、高管持股比例、现金红利再投资的年股票收益率、股权集中度等四个变量组成一个评分机制来判定高管是否过度自信。分别将这四个变量的值超过中位数的赋值为1，进行求和，若总和大于等于3，则判定为符合高管过度自信，赋值为1；否则，则记为0。实证结果如表6所示。

在model1、model3、model5中，oc×dev均显著且系数大于零，这说明高管过度自信会促进资本结构向目标资本结构调整。其中，向下调整模型的oc×dev的系数更大，说明在需要通过增加负债来调整资本结构时高管过度自信的促进效果会更加明显。在model2、model4、model6中，oc×dev和dio×dev的系数全部显著为正，并且dio×dev的系数均大于oc×dev的系数，这说明董责险对资本结构动态调整速度的促进作用更大。但值得注意的是，oc×dio×dev的系数均小于0，这说明当高管过度自信和董责险同时作用时，资本结构的动态调整速度反而会有所下降。两者的相互作用导致调整速度下降的原因可能是：对于过度自信的高管，董责险的激励作用效果较弱，而其“兜底”作用会促使原本就过度自信的高管行为更具投机性，进而可能诱发管理层的道德风险，使得高管在资本结构的调整过程中选择更符合个人利益而非企业利益的资本结构调整方式，使得资本结构调整速度不升反降。这说明董责险对资本结构动态调整速度具有促进作用的结论不是在任何条件下都成立的。

六、结论

本文以2009～2015年间我国A股上市公司为研究样本，考察了董责险的引入对资本结构动态调整的影响。进一步地，本文区分不同调整方向探讨了产权性质、高管特征对董责险与资本结构调整速度之

表 6　　高管过度自信、董责险与资本结构调整速度

变量	Panel A		Panel B			
	全样本		under_lev 向上调整		over_lev 向下调整	
△lev	model1	model2	model3	model4	model5	model6
dev	0.4854*** (54.79)	0.4773*** (52.57)	0.5205*** (29.77)	0.5101*** (28.59)	0.4814*** (25.74)	0.4695*** (24.36)
oc	−0.0011 (−0.51)	−0.0018 (−0.82)	0.0148*** (2.90)	0.0173*** (3.31)	−0.0113*** (−2.64)	−0.0125*** (−2.81)
oc×dev	0.0506*** (4.66)	0.0557*** (4.97)	0.0922*** (3.67)	0.1072*** (4.13)	0.0415* (1.73)	0.0489** (1.97)
dio		−0.0145*** (−4.40)		−0.0066 (−0.79)		−0.0165** (−2.29)
dio×dev		0.0814*** (4.26)		0.1318*** (2.99)		0.1126** (2.52)
oc×dio		0.0056 (1.17)		−0.0292** (−2.28)		0.0108 (1.03)
oc×dio×dev		−0.0473* (−1.69)		−0.1613** (−2.29)		−0.0645 (−1.02)
_cons	0.0037*** (3.12)	0.0054*** (4.28)	0.0549*** (17.93)	0.0562*** (17.81)	−0.0382*** (−13.07)	−0.0364*** (−12.02)
n	12972	12972	6366	6366	6606	6606
r^2	0.312	0.315	0.232	0.241	0.217	0.219

间关系的影响。研究发现：①董责险对资本结构总体调整速度具有显著的正向影响，该促进作用在资本结构向上调整时更明显。②国有产权会降低企业的资本结构调整速度，而董责险的购买可以缓解这种不利影响。③高管过度自信会制约董责险对资本结构调整速度的促进作用。

以上研究结果表明，董责险的购买可以促进资本结构向目标资本结构调整。本文从董责险对资本结构动态调整的影响角度检验了董责险对我国上市公司的治理作用，丰富了董责险相关文献，为其治理效用体系的构建提供了有力的研究证据。目前，董责险在我国的投保率还处于较低水平，与国外90%以上的投保率相差悬殊，本研究将对企业引入董责险的决策具有重要的参考价值。

主要参考文献：

甘丽凝，武洪熙，牛芙蓉等. 大型投资与资本结构动态调整——基于中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究，2015(9).

周业安，程栩，郭杰. 高管背景特征与资本结构动态调整——国际比较与中国经验[J]. 经济理论与经济管理，2012(11).

盛明泉，张春强，王烨. 高管股权激励与资本结构动态调整[J]. 会计研究，2016(2).

胡国柳，胡珺. 董事高管责任保险与企业风险承担：理论路径与经验证据[J]. 会计研究，2017(5).

胡国柳，李少华. 董责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[J]. 湖南大学学报(社会科学版)，2014(2).

邹萍. 会计盈余质量与资本结构动态调整[J]. 中南财经政法大学学报，2014(3).

姜付秀，黄继承. CEO财务经历与资本结构决策[J]. 会计研究，2013(5).

姜付秀，黄继承. 市场化进程与资本结构动态调整[J]. 管理世界，2011(3).

黄继承，朱冰，向东. 法律环境与资本结构动态调整[J]. 管理世界，2014(5).

雒敏，聂文忠. 财政政策、货币政策与企业资本结构动态调整——基于我国上市公司的经验证据[J]. 经济科学，2012(5).

盛明泉，张敏，马黎珺等. 国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J]. 管理世界，2012(3).

方军雄. 所有制、市场化进程与资本配置效率[J]. 管理世界，2007(11).

郝颖，刘星，林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究[J]. 中国管理科学，2005(5).

余明桂，夏新平，邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为[J]. 管理世界，2006(8).

梅世强，王雪怡. 管理者过度自信变量的选择和实证分析——来自中国上市公司的经验证据[J]. 河北工业科技，2013(5).

作者单位：海南大学经济与管理学院，海口 570228