

董事责任保险、机构投资者与多元化经营

王梦迪

(湖南大学工商管理学院, 湖南长沙, 410082)

摘要: 董事责任保险自推出以来, 作为一个外部监督的治理因素, 受到了许多学者关注。国外学者从其需求影响因素、经济后果等多个方面进行了一系列的研究。而国内学者因为受限于董事责任保险在我国属于非强制性披露信息, 所以相关研究较少。本文将董事责任保险这一因素作为核心, 以 2002-2016 年沪深两市的 A 股上市公司为对象进行实证研究, 探究其对企业多元化经营决策的影响作用。同时, 机构投资者作为另一重要的外部监督角色, 也会对企业的多元化经营发挥作用; 因此, 本文进一步探讨考虑到机构投资者的作用, 董事责任保险与多元化经营的关系会产生何种影响。

关键词: 董事责任保险; 多元化; 机构投资者

中图分类号: F230 **文献标识码:** A

一、引言

随着资本市场的不断完善以及企业公司治理的进一步发展, 企业的董事、监事以及高级管理人员在承担更多责任的同时也面临着更多的风险。资本市场法制体系日趋完善, 法律上明确规定了企业管理层应该负担的责任义务。《公司法》第一百四十七条明确规定了董事、监事以及高级管理人员的忠实义务和勤勉义务。同时也赋予了投资者当其权益因为企业管理层未尽到忠实义务与勤勉义务而受到侵害时依法提起法律诉讼的权利。《公司法》中明文规定, 董事、监事以及高级管理人员在履行职务时, 因为违反法律法规、公司章程的规定, 而给企业造成损失的, 应当承担赔偿责任; 若因此损害股东利益, 股东可以向人民法院提起诉讼。另外, 现行《证券法》第六十九条明确规定: 发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料, 有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏, 致使投资者在证券交易中遭受损失的, 上市公司的董事、监事、高级管理人员应当承担连带赔偿责任, 但是能够证明自己没有过错的除外。

董事责任保险正是承保上述由于董事、监事以及高级管理人员的重大过失因而承担民事责任。董事责任保险是指由企业单独, 或者企业连同董事、高级管理人员共同支付保费, 被保险人为保险合同项下的董事、监事以及高级管理人员; 在被保险人在其履行职责过程中因为发生重大非故意的疏忽或者其他违反其作为企业管理层的所应尽的责任与义务的行为, 并且造成了投资者的重大损失因此被诉诸民事诉讼时, 由保险人负责赔偿该董事、监事或高级管理人员进行责任抗辩所支出的有关法律费用, 以及在败诉情况下所应支付的民事赔偿责任的保险。

目前在西方发达国家, 董事责任保险的覆盖率几乎都超过了半数。美国上市公司董事责任保险的投保率超过了 95%, 而非上市公司的董事责任保险投保率也超过了 80%。加拿大上市公司的投保率也接近 90%。在我国台湾地区, 企业董事责任保险的投保比例在 60% 左右; 而在香港地区董事责任保险也几乎全覆盖了高风险行业的上市公司。在这些发达国家与地区, 投保董事责任保险是该家企业公司治理制度健全的体现, 强化了董事、监事以及高级管理人员的责任意识。成为投资者进行投资决策时的重要参考条件。

二、理论分析与假设提出

(一) 利益相关者理论

利益相关者是指在企业的生产经营过程中, 与之直接或间接存在利益关系的组织或个人。从企业的角度来看, 在市场存在三类利益相关者: 第一种是资本市场中的利益相关者, 主要包括公司的股东以及其他资本供应者; 第二种是产品市场中的利益相关者, 包括企业的供应商、客户以及工会等社会团体; 第三种则是企业内部的利益相关者, 主要是指企业的员工。不同的利益相关者的利益诉求不同, 甚至彼此之间的诉求对立; 企业在进行生产经营过程中无法完全满足所有利益相关者的需求, 因此企业在做决策时势必根据利益相关者对企业的重要程度来进行权衡取舍。而根据以往的研究以及商业实际表明, 股东通常是企业最重要也是优先进行考虑的利益相关者

董事责任保险的重要作用就是保护股东, 换言之机构投资者, 合法的权益免受或减少受到企业管理层错误决策的侵害。董事责任保险之所以能够起到这样一个作用是因为保险公司拥有足够的资金为被保险人兜底, 因而投资者的诉讼更加有效率, 特别是当作为被告的企业董事、监事或者高级管理人员无法支付足额赔偿时。保险公司在承担了为被保险人兜底的责任后为了保护自身利益, 便会对投保企业的相关风险进行衡量与约束, 从而起到了外部监督的作用。提供董事责任保险的保险公司同样也成了企业的利益相关者。在董事责任保险的作用下, 投资者作为企业最重要的利益相关者, 其利益可获得一定保障: 保险公司作为理性的第三方经济主体存在直接利益动机去权衡并约束投保公司的潜在风险, 为了降低被保险人的诉讼风险, 控制可能发生的理赔成本, 能够在一定程度上促使企业的董事、监事以及高级管理人员在做决策时更多地考虑到投资者的利益。

不同于其他常见的利益相关者, 保险公司不仅有监督企业的直接利益动机, 还具备有效监督的专业能力。保险公司通过董事责任保险合同中的限制性条款、免责条款等约束方式, 对被保险人企业董事、监事以及高级管理人员的行为进行监督, 减少其出现重大过错的可能性, 从而减小投资者对其提起诉讼的风险以降低保险公司的诉讼理赔成本。当企业的投资经营决策致使投资者的利益受损时, 投资者考虑到诉讼所要花费的精力与费用以及所能获得赔偿的可能性, 投资者即使在具备民事诉讼权利时可能不会选择诉讼。董事责任保险的存在使得投资者更加有动力对企业管理层的侵权行为诉诸法律, 同时也增加了投资者获得合法赔偿的可能性, 从侧面促使企业的董事、监事以及高级管理人员在进行经营决策时更加注重股东的利益相关。

(二) 董事责任保险

关于董事责任保险的理论基础, 学术界从多个角度对其进行了探讨, 也因此衍生出来多种假说。

其一是股东利益保护假说。该假说认为, 保障股东权益是董事责任保险存在并不断发展的一个重要意义。尤其是对于企业的中小股东而言, 当其权益受到损害且成因属于该责任保险的承保范围之内时, 董事责任保险能够有效保证股东提起民事诉讼后能够获得足额的赔偿, 董事责任保险能够为企业董事、监事、高级管理人员的非故意重大过错所造成的损失兜底。

而外部监督假说认为, 董事责任保险就是一种外部监督机制, 作为承包人的保险公司具有为被保险人兜底的义务。从保险公司出发的另一个视角是利益的非对称性。企业的投资行为具有风险性, 当企业的投资取得预期收益时, 保险公司并不能够从中获益; 而当企业的投资失败, 其董事、监事或高级管理人员面临被诉讼的风险时, 保险公司则有可能为此承担其诉讼费用以及败诉赔偿。换言之, 保险公司在此项交易的参与中的收益是确定的, 然而损失却是不定的; 当然, 保险公司与企业会约定一个保险金额来控制其赔偿损失的上限。因此, 无论是企业投保前亦或是投保后, 保险公司都会运用一系列举措来监督投保企业的商业行为, 确保董事、监事以及高级管理人员的管理决定是从保障股东利益的角度出发, 从而减小其被

股东诉讼的风险。保险公司作为理性经纪人有直接利益动机来监控购买董事责任保险的企业的治理风险，企业的公司治理水平以及风险防控意识直接影响到保险公司的理赔成本。而另一方面，作为具有董事责任保险这类产品的保险公司，其具有专业且富有经验的团队来评估投保企业的治理水平以及风险水平。是以，具备了关注动机与专业能力的保险公司是有效的企业公司治理的外部监督者。

现有的文献研究大多是从外部监督假说的角度来研究董事责任保险的治理效应。Bhagat(1987)通过事件研究法来研究市场对于企业购买董事责任保险的行为所产生的反应，结果表明，企业从购买董事责任保险起的两个月内，股东的股票溢价最高达到了6.23%。保险公司能够通过保险条款中限制性条款以及免责条款的制定，以及真实地参与到企业生产经营决策中等方式来管控企业的投资风险，监督高管的机会主义行为。O'Sullivan(1997)通过比较董事责任保险与其他监督者的作用效果，发现董事责任保险更加富有成效同时目的明确。Lee和Liu(2014)则将因变量设定为企业管理层的超额薪酬，通过实证研究发现两者之间存在显著负相关。Boyer和Stern(2014)选取了在1995年到2005年的十年间进行IPO的272家加拿大公司，以董事责任保险的费率水平作为自变量，研究其对于公司治理风险的影响；结果表明，两者表现出显著正相关，保险公司能够作为有效的外部监督者减少企业与外部投资者之间的信息不对称，使其披露的关于公司治理、风险管控以及公司绩效方面的信息更加公允。董事责任保险表现为企业的外部监督机制，能够在一定程度上监督企业高管的行为，减少其发生重大过失的风险以及对投资者造成损失的可能性。胡国柳和胡珺(2014)研究董事责任保险与公司绩效之间的相关关系，发现两者呈现正相关。孙宏涛(2010)认为董事责任保险发挥着外部监督的作用，类似于独立董事，能够对企业的生产经营决策进行有效地监督。基于中国数据对董事责任保险的实证研究较少，其重要的原因在于企业购买董事责任保险的相关信息不属于上市公司强制信息披露范围。因此，此前的学者们都只能通过手工收集数据来进行研究，而即便这样也不能够保证企业购买董事责任保险的数据被100%的覆盖。更重要的是，根据目前我国企业披露购买董事责任保险的情况，并不能够收集足够的关于保险金额、费率水平以及关键条款等数据，因此对于董事责任保险的作用机制只能进行较为初步的研究。郑志刚(2011)另辟蹊径，将公司章程中设立的董事责任保险条款作为自变量，发现其与企业的代理成本呈现显著的负相关，表明将董事责任保险条款纳入公司章程能够提高代理效率。

持反对观点的学者们主要从机会主义假说的角度研究，认为企业购买董事责任保险的行为会对董事、监事以及高级管理人员履行其责任与义务会产生负面影响。机会主义假说认为董事责任保险的存在降低了高管们因为败诉而支付赔偿的损失，与此同时会引发高管的道德风险，法律对于企业高管的制约作用也因此被削弱，董事、监事，以及高级管理人员更容易做出机会主义的决策。持反对观点的学者们主要从机会主义假说的角度研究，认为企业购买董事责任保险的行为会对董事、监事以及高级管理人员履行其责任与义务会产生负面影响。机会主义假说认为董事责任保险的存在降低了高管们因为败诉而支付赔偿的损失，与此同时会引发高管的道德风险，法律对于企业高管的制约作用也因此被削弱，董事、监事，以及高级管理人员更容易做出机会主义的决策。Li和Liao(2014)通过研究发现，受道德风险的影响，董事责任保险与企业投资效率为负相关，购买董事责任保险的企业更倾向于过度投资过度。Gillan和Panasian(2014)从法律诉讼的角度展开实证研究，检验了董事责任保险的机会主义假说；研究发现，购买董事责任保险的行为与管理层的勤勉程度和审慎态度呈现负相关，企业因此更容易遭受投资者的法律诉讼，进一步地，董事责任保险的保额与企业被诉讼的风险呈正相关。

(三) 董事责任保险与多元化经营

此前学者在委托代理理论的基础上进行了诸多探讨，学者将委托代理理论作为内在作用机制，研究公司治理与企业多元化战略之间的关系，试图阐明多元化战略决策下的非科学

性命题。他们强调,企业管理者并非出于公司价值最大化的目的来制定实施多元化战略,相反的,这种考虑更多的是出于其自身利益,如对于短期业绩的需求、提高其作为管理层的威望等目的。

根据董事责任保险的定义,保险公司承保的是非故意的重大过失,如果是管理层因为自身利益而导致的民事诉讼不属于董事责任保险的承保范围。由于前述的保险公司的利益非对称性,存在保险公司的外部监督作用与企业高管们的机会主义行为之间的博弈。

由于企业管理层的多元化行为,投资者利益受到侵犯时,考虑到高额的诉讼成本和管理层有限的赔偿能力,投资者很可能不起诉管理层。而引入了董事责任保险后,保险公司是一个具有强大的经济实力、并且负最终责任的业主,因此增加了权益受损的投资者获得补偿的可能性,并增加了投资者合法维权的动力(Gutiérrez, 2003)。股东的诉讼维权行为能够有效抑制管理层和大股东的机会主义行为。此外,董事责任保险的保险单没有标准格式,这意味着保险公司将根据不同的业务需求,风险特点等制定政策条款(Mahan 和 McCorquodale, 2003)。制定保险条款之前,保险公司将开展深入的调查来了解被保险人的相关信息,包括信息的其他外部使用者难以获得的信息。董事责任保险具有信号传递作用。对于外部投资者而言,企业购买董事责任保险被视为是公司的重大风险信号。如果公司为董事、监事以及高级管理人员购买责任保险,外部投资者将减少投资或增加投资成本。企业的多元化经营要求企业拥有足够的自由现金流,这种信号反过来会阻碍企业的多元化进程。Chi et al (2012)研究表明,多元化战略是一种典型的公司高层管理人员用来建立自己的企业帝国的方法。如果董事责任保险可以减少来自投资者的诉讼风险,他们会更偏好多元化投资。

根据前文所述,管理层不恰当的多元化决策会导致股东利益受到损害,但并非所有利益受损失的股东会对管理层进行法律诉讼,考虑之一是诉讼成本,考虑之二是诉讼成效,考虑之三是赔偿的可获得性。当企业购买董事责任保险,承保的保险公司就充当着一个外部监督者的角色,当承保范围越广、保额越高的时候,外部监督的效力就可以较好地发挥出来,公司的治理水平往往会越高。因此,企业是否购买董事责任保险会对其公司治理效果产生影响。基于此,本文提出第一个研究假设:

假设 1: 董事责任保险与企业多元化程度呈负相关。

(四) 机构投资者

企业购买董事责任保险的行为相当于为企业公司治理引入了外部监督机制,而作为公司治理外部监督机制的重要参与者,机构投资者的存在同样会对董事责任保险的作用效果产生影响。

首先,董事责任保险可以作为机构投资者的补充,使得机构投资者降低了自己的精力投入以及监督成本。李维安(2008)通过研究发现,机构投资者通参与企业公司治理的路径是董事会监督管理层的代理行为,机构投资者的持股集中度与其股份的流动性呈反比。董事责任保险的作用之一是解决董事、监事、高级管理人员的“后顾之忧”。因此,企业购买董事责任保险的行为能够使得董事的独立性更强,当机构投资者的监督成本降低后,其监督行为理应由“被动参与”逐渐转变为“积极治理”。然而,由于保险公司同样作为具备监督责任的第三方,其拥有专业科学的风险监控措施与标准,使得机构投资者的监督动机降低。吴晓晖(2006)研究董事会中独立董事比例与公司绩效之间的相关关系时发现,机构投资者的介入,使得两者之间表现出显著正相关。根据前述理论分析,董事责任保险的引入有助于监督管理层,机构投资者监督成本降低的同时监督动机也降低,没有积极的意愿去参与企业的生产经营决策。

与此同时,机构投资者作为长久以来在资本市场中扮演重要角色的外部监督者,能够在监督能力上对董事责任保险进行补充。机构投资者是通过董事会上的表决决议来参与到企业的公司治理。随着机构投资者持股集中度上升,其所持股份的流动性则下降,其会有更加强烈的动机通过董事会来监督管理层的代理行为。董事责任保险的引入,被投资者视作降低

治理成本的信号，因而机构投资者会减少参与监督和治理活动的精力与花费。董事责任保险降低了机构投资者的监督动机，机构投资者的存在使得董事责任保险的治理作用只能在有限的范围内发挥效果，监督管理层的代理行为。基于此，本文提出第二个研究假设：

假设 2：当机构投资者持股比例越低时，董事责任保险对企业风险投资行为的影响作用越显著。

三、研究设计

（一）变量选取与模型设计

1、被解释变量：多元化经营

多元化（HHI）：此次研究使用赫芬达尔指数（Herfindahl）来对企业的多元化经营进行衡量。该指数的值越接近于 1 表示企业的总体多元化程度越高；该指数越接近于 0 表示企业的总体多元化程度越低，当该企业为专业化经营时，HHI 值为 0。

具体操作时，按照《上市公司行业分类指引》中的规定，对上市公司经营所涉及的行业进行分类，结合上市公司年报中对控股子公司披露的信息，按照行业门类将公司业务收入进行归类汇总，得到最初的经营业务单元数。计算各经营业务单元收入与总收入的比例，该比例达到 1% 以上的业务单元数为最终的企业经营业务单元数。

2、解释变量：董事责任保险、机构投资者持股比例

由于我国目前企业投保董事责任保险的相关信息不属于强制披露信息，无法获得更多的关于保费、保额以及针对投保企业具体条款的信息；因此，本文采用虚拟变量来衡量企业是否在当年投保了董事责任保险（DOI）。此外，机构投资者（Ins）采用上一年末机构投资者的持股比例来进行衡量。

3、控制变量

为了确保研究的科学性与解释力，本文参考国内外相关文献，选取了代表公司特征因素以及公司治理因素等变量来控制模型的回归。具体控制变量定义见下表。

表 1 变量定义与说明

变量名称	变量符号	变量说明
公司规模	Size	公司总资产的自然对数
盈利能力	ROA	公司净利润 / 总资产
资产负债率	Lev	公司年末总负债 / 年末总资产
公司年龄	Age	公司上市年数的自然对数
公司经营现金流量	CF0	公司年度经营活动的现金流量
第一大股东持股比例	First	第一大股东所持有股份占公司总股份的比重。
流通股比例	Float	公司发行流通股股数占公司总股数的百分比。
高管持股比例	ManHold	公司管理层所持有的股份数占公司总股数的百分比。
董事会人数	Dir	董事会中董事人数
独董比例	InDir	独立董事在董事会中所占的比重。
两职兼任	And	虚拟变量。存在两职兼任取 1；否则取 0。
监事会人数	Sup	监事会中监事人数
所属年份	Year	年份虚拟变量
所属行业	Industry	行业虚拟变量

（二）模型构建

为了检验假设 1，构建如下模型：

$$HHI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DOI_{i,t} + \beta_2 control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

为了检验假设 2，构建如下模型：

$$HHI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DOI_{i,t} + \beta_2 Ins_{i,t} + \beta_3 Ins_{i,t} \cdot DOI_{i,t} + \beta_4 control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

（三）样本选取与数据来源

本文选取的样本为在我国沪深两市主板的 A 股公司 2002-2016 年的面板数据。样本选取原因如下：一是我国从 2002 年开始引入董事责任保险，运用 2002 年直到 2016 年的数据进行研究比只取中间几年的数据进行研究更加完整而且更加有说服力；二是主板相对中小板的上市条件更为严格，数据更有代表性，而且主板数据更为齐全；三是相对于时间序列数据和混合横截面数据而言，运用面板数据进行实证检验能够对样本公司进行连贯而持续的观察，能够控制个体的异质性、为实证研究提供更多的样本信息和变化，减少模型的共线性、能提供更多的自由度、能更好的研究数据的动态调整过程、能识别和度量其他数据形式无法发现的个体效应和时间效应。

董事责任保险数据由年度报告、年度股东大会决议以及董事会决议中手工收集；其他数据来自 Wind 数据库、瑞思数据库以及国泰安数据库。具体的数据剔除过程如下：

（1）剔除金融保险类行业，因为此类行业的会计核算方法有别于企业会计的核算；

（2）剔除任何一年交易状态为 ST、*ST、S*ST、SST 公司，因为这些公司的财务状况出现了异常，如果与其他正常公司一起进行研究可能会影响研究结果；

（3）剔除财务数据缺失或异常的公司，这些公司是样本的极端值，出于谨慎的考虑，剔除这些公司以消除可能产生的不利影响。

经过以上的筛选过程，共计 23087 个观测值。数据处理工具主要是 Stata 14.0 软件。

四、实证结果与分析

（一）描述性统计

表 2 是对模型中所涉及的主要变量的描述性统计结果。从表中我们可以得出以下初步结论：多元化程度均值为 0.581，样本标准差为 0.174，说明企业个体差异不大。董事责任保险的覆盖率低，在此次研究中不足 4%。从年份来看（下表未列出），董事责任保险自引入我国起十余年，经历了由减少到增加的过程。探究其原因，不难发现以下几点。其一，投资者将企业购买董事责任保险视为“重大风险信号”，继而会减少投资或要求更高的投资回报，因此上市公司会考虑其带来的信号作用。其二，我国的法律、司法强制执行等投资者保护机制仍旧有待进一步完善；在商业实际中也很少出现投资者起诉公司管理层的例子。所以上市公司购买董事责任保险的需求动机不足。其三，董事责任保险的宣传推广仍旧不够，其作用效果尚未受到市场的足够认可。

表 2 主要变量描述性统计表

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
HHI	23,087	0.582	0.174	0.000	1.000
DOI	23,087	0.033	0.112	0.000	1.000
Ins	23,087	0.126	0.197	0.000	1.989
Size	23,087	21.769	1.348	11.348	30.732
ROA	23,087	-0.064	14.141	-2,146.161	36.091
Lev	23,087	1.659	24.744	-507.515	2,402.774
Age	23,087	1.990	0.866	0.000	3.296

CFO	23,087	8.480e+08	1.330e+10	-1.360e+11	1.130e+12
First	23,087	37.366	15.429	0.164	89.990
Float	23,087	0.671	0.279	0.025	1.000
ManHold	23,087	17700000.000	64900000.000	0.000	1.990e+09
Dir	23,087	8.908	1.833	3.000	19.000
InDir	23,087	0.367	0.054	0.000	0.800
And	23,087	1.773	0.419	1.000	2.000
Sup	23,087	3.748	1.232	0.000	14.000

(二) 回归结果分析

由表3模型(1)可知:企业购买董事责任保险能够在一定程度上抑制企业的投机行为。回归结果都在1%的水平上显著,其系数为-0.030,说明企业购买董事责任保险确实在一定程度上能够减缓企业的多元化进程,验证了假设1。

保险公司作为理性经济人,因其对保险标的具有托底的义务,因此在企业投保前会对企业进行衡量,投保后会在一定程度上对企业进行约束。而这种约束主要体现在:在保险合同中列明限制性条款,对企业进行直接约束;在保险合同中列明免责条款;针对风险较高的项目提高保费。

同时,企业的每一种行为,投资者都将作为信号解读。投资者将企业购买董事责任保险视为风险信号,进而减少投资或寻求更高的投资收益;而企业进行多元化投资需要足够自由现金流,购买董事责任保险在一定程度上降低了企业的自由现金流水平,同时提高了企业的资金使用成本。

在模型(2)中,机构投资者的估计系数为-0.247,并且在1%的水平上显著,表明机构投资者同样具有机制企业多元化发展的影响。DOI*Ins的估计系数为0.170,同样在1%的水平上显著,表明当企业同时存在董事责任保险和机构投资者时,其对于企业多元化经营的作用会被削弱,模型结果支持假设2。

董事责任保险与机构投资者的同时存在没有产生理论上的协同效应,反而降低了两者的治理作用。保险公司与机构投资者都作为第三方理性经济人,同样具有相应的专业能力来进行外部监督;然而,出于成本效益原则的考虑,由于对方的存在,双方都会选择降低自己的精力与成本投入,试图在对方作用的基础上“锦上添花”,但结果确实使得总体的治理效果减弱。

表3 模型的回归检验结果

VARIABLES	HHI	Ins
	(1)	(2)
DOI	-0.030***	-0.061***
Ins	/	-0.247***
DOIIns	/	0.170***
Size	-0.012***	-0.004***
ROA	0	0
Lev	0	0
Age	-0.113***	-0.098***
CFO	0.000**	0.000***
First	-0.000***	-0.000***
Float	0.039***	0.023***

ManHold	0.000***	0.000***
Dir	-0.005***	-0.004***
InDir	-0.096***	-0.081***
And	-0.011***	-0.011***
Sup	-0.006***	-0.005***
Observations	23,087	23,087
R-squared	0.525	0.584
Industry FE	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes
F	822.8	981.5

五、结论与启示

本文通过实证研究得出了以下结论：董事责任保险对于企业的多元化经营具有负向的影响作用，具体表现为董事责任保险的引入会带来企业多元化程度的下降；文章进一步区分样本中机构投资者持股比例后发现，机构投资者同样对于企业多元化经营同样具有抑制作用，但当两者同时存在时，这种抑制作用将会被降低。

董事责任保险引入我国十余年，其市场覆盖率一直处于极低的水平；相比于发达国家与地区该险种的发展状况，董事责任保险在我国的发展现状是与我国飞速增长的经济不匹配的。究其原因，阻碍董事责任保险在我国发展壮大的最大因素是投资者的维权意识不足，当投资者遭受重大损失时，由于进行此类诉讼需要花费投资者大量的时间精力与费用，而往往最后即便能获得赔偿也不足以覆盖之前的损失，基于成本效益原则，投资者通常选择“闷声吃大亏”；同时投资者缺乏足够完善的法律工具来维护自身权益。

因此，为了更好的保护投资者的合法权益，同时促进市场机制的健全与完善，本文提出以下建议：第一，应当提高投资者的维权意识。目前投资者对企业经济行为做出应对最常见的方式就是“用脚投票”，而这仅仅只能够做到“止损”而非“报损”。现在对投资者的教育得到了很大的重视，具体体现在对于合格投资者的标准和实际操作执行趋严，以及对投资者在进行投资活动前以及投资进行中的风险提醒；而当投资者真正遭受损失后，对于损失的溯源以及追责却很少受到重视，也未对投资者进行相关的教育。因此，投资者没有足够的维权意识与维权工具，使得企业的董事、监事以及高级管理人员受到的诉讼风险很小，于是投保董事责任保险的必要性显得不足。第二，保险公司作为“董事责任保险”这一产品的制定者，可以将产品设计得更加贴合我国的经济环境与商业实际，具体条款的制定应该紧跟我国相关政策以及法律法规的变动。同时，关于董事责任保险的宣传推广也应该持续跟进，不仅要让更多的企业了解到董事责任保险，而且要让更多的投资者知晓这一险种。

董事责任保险在西方发达国家已经存在了八十余年，所以有了如今的高覆盖率以及效用；关于董事责任保险这一话题，基于我国的市场环境还能够进行更加系统和深入的研究，进一步探讨其在我国的经济环境中所具有的现实意义，以及能够发挥的影响作用。

参考文献

- [1] Chen Z H, Oliver Z L, Zou H. Directors' and officers' liability insurance and the cost of equity[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61:100-120.
- [2] Yuan R L, Sun J, Cao F. Directors' and officers' liability insurance and stock price crash risk[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 37:173-192.
- [3] Wang Y W, Chen C W. Directors' and officers' liability insurance and the sensitivity of directors' compensation to firm performance[J]. International Review of Economics and Finance, 2016, 45:286-297
- [4] Najess B, Lobna B. Directors' and officers' liability insurance and analyst forecast properties[J]. Finance Research Letters, 2016, 19:22-32.
- [5] Chen L Y, Chen Y F, Yang S Y. Managerial incentives and R&D investments: The moderating effect of the directors' and officers' liability insurance[J]. North American Journal of Economics and Finance, 2016, 39:210-222.
- [6] Hyeesoo H C, Stephen A H, Jinyoung P W. Directors' and officers' legal liability insurance and audit pricing[J]. J. Account. Public Policy, 2015, 34:551-577.
- [7] Li K F, Liao Y P. Directors' and officers' liability insurance and investment efficiency: Evidence from Taiwan[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2014, 29: 18-34.
- [8] Smith. Corporate Demand Insurance, Journal Business55: 281~296,1982.
- [9] Boyer M M, Stern L H. D&O insurance and IPO performance: What can we learn from insurers? [J]. Journal of Financial Intermediation, 2014,Forthcoming.
- [10] Lee S Y, LIU C L. D&O insurance, excess director compensation and firm value: evidence from Taiwan [R]. National Chiao Tung University, Working paper, 2014.
- [11] Gillan S L, Panasian C A. On lawsuits, corporate governance, and directors'and officers'liability insurance [J]. Journal of Risk and Insurance, 2014,forthcoming.
- [12] 潘晓影,张长海.产权性质、董事高管责任险与多元化投资[J].金融理论与实践,2016 (3) :89-95.
- [13] 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(7):57-67.
- [14] 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(3) :68- 78.
- [15] 郑志刚,许荣,徐向江,等.公司章程条款的设立、法律对投资者权力保护和公司治理——基于我国 A 股上市公司的证据[J].管理世界,2011(7):141.153.
- [16] 孙宏涛.董事责任保险对公司治理结构完善的功效分析[J].上海金融,2010(12):94-99.
- [17] 胡国柳,李少华. 董事会勤勉、管理者过度自信与企业过度投资[J]. 科学决策, 2013(1): 1-18.
- [18] 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[J].湖南大学学报,2014, 28(2):41-46.
- [19] Kim I. Directors' and officers' insurance and opportunism in accounting choice[R]. George Washington University, Working paper, 2006.
- [20] Ulrike M, Geoffiey T. CEO overconfidence and corporate investment [J]. Journal of Finance, 2005,12(6): 2661-2700.

- [21] 李华. 董事责任保险制度研究 [M]. 北京: 法律出版社, 2008: 79-80.
- [22] Core J E. The directors' and officers' insurance premium: An outside assessment of the quality of corporate governance [J]. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2000, 16: 449-477.
- [23] O'sullivan N. Insuring the agents: The role of directors' and officers' insurance in corporate governance [J]. *Journal of Risk and Insurance*, 1997, 64(3): 545-556.
- [24] Froot K A, Scharfstein D S, STEIN J C. Risk management: Coordinating investment and financing policies [J]. *Journal of Finance*, 1993, 68: 1629-1658.
- [25] Holderness C G. Liability insurers as corporate monitors [J]. *International Review of Law and Economics*, 1990, 10: 115-129.
- [26] Bhagat S, Brickley J A, Coles J L. Managerial indemnification and liability insurance: The effect on shareholder wealth [J]. *Journal of risk and insurance*, 1987, 54 (4) : 721- 736.
- [27] Mayers D, Smith Jr C W. Corporate insurance and underinvestment problem [J]. *Journal of Risk and Insurance*. 1987, 54(1): 281- 296.
- [28] Mayers D, Smith Jr C W. On the corporate demand for insurance [J]. *Journal of Business*, 1982, 55(2): 281- 296.
- [29] Kraus A, Litzenberger R H. A state preference model of optimal financial leverage [J]. *Journal of Finance*, 1973, 9: 911-922. (2): 609-636.
- [30] Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3: 305-360.

Directors' and officers' liability insurance, institutional investor and diversified operation

Wang Mengdi

(Hunan University, Changsha / Hunan, 410082)

Abstract: Since the launch of the directors' and officers' liability insurance, as a governance factor for external supervision, it has attracted the attention of many scholars. Foreign scholars have conducted a series of studies on various aspects such as their demand influencing factors and economic consequences. Domestic scholars are less concerned because they are subject to non-mandatory disclosure of information on directors' and officers' liability insurance in China. This article takes directors' and officers' liability insurance as the core factor, and conducts empirical research on A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2002-2016 to explore its influence on the diversification of business decisions. At the same time, institutional investors, as another important external supervisor, will also play a role in the diversification of the business; therefore, this article further explores how the relationship between directors' and officers' liability insurance and diversification will have a change bearing on the role of institutional investors.

Keywords: Accountancy; Directors' and officers' liability insurance; Institutional investor; Diversified operation