

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 董责险的公司治理效应：
基于控股股东股权质押的视角

研究生姓名： 崔雨晴

指导教师姓名、职称： 张鲜华 副教授

学科、专业名称： 会计学

研究方向： 财务会计理论与方法

提交日期： 2023年6月19日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 崔雨晴 签字日期： 2023.6.11

导师签名： 张红军 签字日期： 2023.6.13

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 崔雨晴 签字日期： 2023.6.11

导师签名： 张红军 签字日期： 2023.6.13

Corporate Governance Effect of D&O: from Perspective of Equity Pledge of Controlling Shareholders

Candidate: CUI Yu-qing

Supervisor: ZHANG Xian-hua

摘要

董责险，全称“董监事及高级管理人员责任险”（Directors' and Officers' Liability Insurance），于 2002 年起在我国面向上市公司推出，发展至今，在 A 股市场仍属不被瞩目的小险种。除了为投保的上市公司及其董监高分散和转移风险，董责险还被赋予了促进上市公司提升治理水平的意义。与此同时，作为相对便捷融资手段的控股股东股权质押行为，虽有助于缓解上市公司的融资约束，但一旦约束不当，会因控制权转移而引出质人策略性私利行为，损害中小股东的利益，进而给上市公司及资本市场带来负面影响及风险。那么，已被其他主流资本市场所广泛接受和认可的董责险，能否对控股股东股权质押行为形成有效的治理效应，尚待来自我国资本市场经验数据的验证。

本文选取 A 股上市公司在 2003—2020 年间的 25171 个观察样本，针对董责险对控股股东股权质押行为能否发挥治理效应展开大样本分析。结果表明：董责险对控股股东的股权质押行为产生了约束作用。同时，机制分析结果表明，董责险对控股股东股权质押行为的约束主要通过降低大股东与中小股东间的冲突（第二类代理成本）达成。该结果通过了内生性、指标敏感性及其他稳健性检验。进一步分析发现：董责险在约束了控股股东股权质押行为的同时，抑制了控股股东的利益侵占行为，提升了上市公司的治理水平；不过，董责险治理效应会因上市公司自身董事会治理状况不同（董事会规模、独董比例和股权制衡度）而存在差异；而且，对于不存在私利动机的中小股东股权质押行为并不会形成显著的约束作用，表明董责险作为一种外部治理机制的有效性。

针对上市公司利益相关各方对董责险的外部治理效应认知有限的现状，本文最后提出：政策制定者及监管部门需引导上市公司合理利用保险工具，逐步提升治理水准。同时，上市公司亟待转变观念，正确看待董责险；不断完善和提升自己的内部治理机制，使内外部治理效应共同发力；还应加强自身对董监高群体的监督，防止少数股东出于私利动机侵占广大中小股东的权益，损害公司及资本市场的稳定发展。

关键词：董责险 治理效应 控股股东股权质押 第二类代理成本

Abstract

D&O, full name of "Directors' and Officers' Liability Insurance", was launched for listed companies in China in 2002. Until now, it is still a small insurance that attracts little attention in the A-share market. In addition to the high dispersion and transfer risk for insured listed companies and their directors, D&O is also endowed with the significance of promoting listed companies to improve their governance level. At the same time, equity pledge, as a relatively convenient financing means, is helpful to alleviate the financing constraints of listed companies, but once the constraints are improper, the transfer of control rights will lead to the pledgor's strategic selfish behavior, damage the interests of minority shareholders, and thus bring negative impacts and risks to listed companies and the capital market. Therefore, whether D&O, which has been widely accepted and recognized by other mainstream capital markets, can form an effective governance effect on the controlling shareholder's equity pledge behavior, still needs to be verified by the empirical data of our capital market.

This paper selects 25,171 observation samples of A-share listed companies from 2003-2020, and conducts a large sample analysis on whether D&O can exert governance effect on controlling shareholders' equity pledge behavior. The results show that the D&O has a restrictive effect on the controlling shareholders' equity pledge behavior. At the same time, the mechanism analysis results show that the restriction of D&O on

the controlling shareholders' equity pledge behavior is mainly achieved by reducing the conflicts between major shareholders and minority shareholders (agency cost II). The results passed the endogeneity, index sensitivity and other robustness tests. Further analysis shows that: while restricting the controlling shareholder's equity pledge behavior, D&O also inhibits the controlling shareholders' interest embezzlement behavior, and improves the governance level of listed companies. However, the governance effect of D&O will be different due to the different governance conditions of the board of directors of listed companies (board size, proportion of independent directors and equity checks and balances). Moreover, it does not have a significant restraint effect on the equity pledge behavior of minority shareholders without selfish motives, indicating the effectiveness of D&O as an external governance mechanism.

In view of the limited cognition of stakeholders of listed companies on the external governance effects of D&O, this paper finally proposes that policy makers and regulatory authorities should guide listed companies to make reasonable use of insurance tools and gradually improve the governance level. At the same time, listed companies urgently need to change the concept of D&O; Constantly improve and enhance their own internal governance mechanism, so that internal and external governance effects work together; It should also strengthen its own supervision over the group of directors, supervisors and executives to prevent minority

shareholders from encroaching on the rights and interests of the majority of minority shareholders out of selfish motives and damaging the stable development of the company and the capital market.

Key words: D & O; Governance effect; Controlling shareholders' equity pledge; Agency cost II

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的和意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意义	3
1.3 研究内容、框架和方法	4
1.3.1 研究内容	4
1.3.2 研究框架	5
1.3.3 研究方法	8
1.4 文章创新点	8
2 文献综述	10
2.1 董责险的相关研究	10
2.1.1 制度背景	10
2.1.2 需求动因	12
2.1.3 治理效应	13
2.2 股权质押的相关研究	15
2.2.1 质押动机	15
2.2.2 经济后果	16
2.3 文献述评	17
3 理论分析与假设提出	19
3.1 董责险对控股股东股权质押的影响	19
3.2 董责险对控股股东股权质押的影响路径	21
4 研究设计	22
4.1 样本选择与数据来源	22
4.2 变量选取	22
4.2.1 解释变量	22

4.2.2 被解释变量	22
4.2.3 中介变量	22
4.2.4 控制变量	22
4.3 模型构建	24
5 实证结果与分析	26
5.1 描述性统计与相关性分析	26
5.2 多元回归分析	30
5.3 稳健性检验	32
5.3.1 内生性检验	32
5.3.2 指标敏感性检验	37
5.3.3 其他稳健性检验	38
6 进一步分析	40
6.1 董责险对控股股东股权质押的治理效应分析	40
6.2 董事会治理对董责险治理效应的影响分析	47
6.3 董责险治理效应的有效性分析	47
7 结语	47
7.1 研究结论	47
7.2 管理启示	48
7.3 局限与展望	49
参考文献	50
后记	56

1 绪论

1.1 研究背景

董责险，全称“董监事及高级管理人员责任险”（Directors' and Officers' Liability Insurance），并非一项新险种。它诞生于 1933 年的美国，且在 2002 年就已在我国面向上市公司推出。然而，虽然董责险在发达资本市场中的投保率已超八成，但在我国 A 股市场仍属于不被瞩目的小险种。2020 年，瑞幸咖啡财务造假案发，宣称已购买董责险，且中国平安也接受了理赔申请，董责险开始进入公众视线。随后，2021 年，康美药业因财务造假受罚，五位独立董事被判承担上亿元民事赔偿连带责任，引发 A 股上市公司独董离职潮。自此，董责险开始受到上市公司的关注，投保率快速增长：截至 2021 年 10 月，有 650 家上市公司在其公告中宣称投保了董责险。

作为可对上市公司董事、监事及高级管理人员（简称“董监高”）在行使其职责时所犯错误或疏忽进行赔偿的保险，设立董责险的初衷是在越来越严格的法律监管环境下，对冲上市公司董监高的执业风险。不过，除了可为投保的上市公司及其董监高分散和转移风险，董责险的重要意义还在于促进上市公司治理水平的提升。董责险的责任保险条款中规定，投保人、被保险公司和被保险个人因未履行义务而使保险标的危险程度显著增加，进而发生的保险事故，保险人不承担赔偿保险金的责任。而且，保险人就保险标的或被保险公司及个人的有关情况提出询问的，投保人应如实告知。若投保人故意或因重大过失未履行条款所规定的如实告知义务，保险人有权解除保险合同。因此，董责险并非上市公司董监高违法违规的“护身符”和“挡箭牌”，但运用得当会对上市公司发挥出外部治理的作用。

不过，对于董责险能否发挥外部治理作用，相关研究结论并不一致。部分学者认为，上市公司一旦购买了董责险，保险公司即成为严苛的外部监督方。为避免赔付大额保金，保险公司会发起持续性的监督，防止董责险覆盖的公司及个人发生不当行为（Holderness, 1990）。相关研究已验证，董责险能够有效抑制董监高的超额薪酬、过度投资（朱建廷和胡国柳，2017），及其他机会主义行为（胡

国柳和宛晴，2015)。在此治理机制的保障下，董监高会认为自身的部分职业风险已转至保险公司，没有了后顾之忧的他们会充分施展个人才能，进行创新经营（Jensen, 1993；施卫忠，2004）。与上述观点相反，另一部分学者则认为，上市公司在购买董责险后，一方面，董监高认为已将自身面临的诉讼风险转嫁给了保险公司，由此会增加发生不当行为的几率（Gillan & Panasian, 2014）；另一方面，董责险会挫伤独立董事和监事等履行监督职责的积极性，进而造成上市公司提升其盈余管理程度、激发管理层机会主义行为等不良后果（贾宁和梁楚楚，2013）。

基于此，本文选取控股股东股权质押作为研究视角，检验董责险能否发挥公司治理的作用。以控股股东股权质押作为研究视角，主要基于两方面的考量：一方面，“无股不押”的现状，已成为我国资本市场公司治理领域内备受关注的议题。股权质押虽是股东个人行为，但其潜在的风险会给上市公司甚至资本市场带来负面影响（郝项超和梁琪，2009；郑国坚等，2014；Dou 等，2019；Pang 和 Wang, 2020）。为约束股权质押行为，防止相关风险进一步扩大，我国已于 2018 年 3 月 12 日起正式实施《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，但据国泰安的统计：截至 2022 年底，沪深两市有 4816 家公司涉及股权质押，占两市个股总数的 98.23%。其中，控股股东股权质押的占比也高达 62.35%。董责险能否有助于防范股权质押带来的负面效应，尚需得到大样本经验数据的验证。另一方面，我国证券交易监管部门要求 A 股上市公司强制披露控股股东股权质押行为的相关信息，为本文的研究提供了可行性。

综上所述，本文选取控股股东股权质押为视角，针对购买了董责险的上市公司，检验董责险是否能够发挥公司治理作用，能否与监管部门形成合力，对控股股东股权质押形成良好的监督与约束，进而减少以恶意动机出发的股权质押行为，有效抑制股权质押后的负面效应，以期助力资本市场平稳运行。

1.2 研究目的和意义

1.2.1 研究目的

选取 A 股上市公司 2003-2020 年间的 25171 个数据样本，通过大样本实证检验，重点探寻以下四个问题的答案：（1）董责险对控股股东股权质押行为的影

响，及该影响的作用机理是怎样的？（2）董责险对控股股东股权质押行为的影响能否形成治理效应？（3）董责险的治理效应是否会受到上市公司董事会治理状况异质性的影响？（4）董责险的治理效应是否会受到股权质押行为动机的影响？

通过对以上问题答案的探寻，加深对董责险的认识，验证董责险是否具有治理效应，同时探寻董责险发挥治理效应的作用机理，并为该领域的深入研究提供来自新兴资本市场的经验证据，为下一步更为深入的研究奠定基础。

1.2.2 研究意义

（1）理论意义

选取控股股东股权质押为视角，针对购买了董责险的上市公司，检验董责险是否具有治理效应，具有两方面的理论意义：

首先，丰富了董责险领域的研究。学界对于董责险治理效应的相关争论，一直未能形成共识。本文选择了在我国资本市场环境下几乎“无股不押”的控股股东股权质押作为视角，检验董责险对控股股东股权质押行为的影响及其作用机理。由此，将上市公司购买董责险的经济后果，延伸至更为精细化的公司治理领域，为后续相关研究提供了宝贵的经验证据。

其次，有利于拓宽股权质押相关领域的研究。现有相关理论研究，多集中于股权质押的动机和经济后果。聚焦于有效约束股权质押行为，特别是抑制私利动机质押行为的研究，还尚待丰富。由此，本文以董责险的治理效应为主题，探讨其对股权质押行为的约束和治理效应，为股权质押领域的研究提供了崭新的视角与内涵的补充。

（2）实践意义

本文的研究结论将对上市公司、监管部门以及更广泛的利益相关各方，产生以下两方面的实践意义：

一方面，有利于加深对董责险可能发挥的作用及效应的认知。董责险在我国的普及率仅为 7% 左右，对于该险种能够在资本场所发挥的正面和积极效应，相关各方尚持保留和观望态度，也尚待来自我国资本市场大样本数据的验证。由

此,本文的研究结论将有助于上市公司及相关各方重新审视董责险可能发挥的公司治理效应。

另一方面,有利于探索对股权质押行为的有效约束。在我国资本市场,A股上市公司运用股权质押进行融资已经成为极为普遍的现象。根据国泰安的统计数据:截至2022年底,沪深两市已有4816家公司涉及股权质押,占两市个股总数的98.23%。其中,控股股东股权质押的占比达到62.35%。“无股不押”的现状所潜藏的风险不容小觑:一旦股票价格下跌至平仓线,质权方会抛售手中的股权,导致的直接结果是控股股东失去企业的控制权(Johnson等,2000)。由此,本文为各方提供了约束股权质押行为、防范质押所带来的负面效应提供了新思路。

1.3 研究内容、框架和方法

1.3.1 研究内容

回顾国内外学者对董责险与股权质押的相关研究成果后发现,对于董责险的治理效应,理论界存在着两种截然相反的观点,且理由充分。本文以沪深A股上市公司为研究对象,尝试将董责险置于我国资本市场情境之下,将其视为一种公司治理方式,对其有效性展开分析。为更具说服力和针对性,选择了亟待治理和约束的股权质押作为研究视角,分析董责险对控股股东股权质押行为的影响,探究是否对其具有治理效应。首先,检验董责险对于控股股东股权质押行为的影响,并进行机制分析以厘清产生影响的渠道。其次,在进一步分析中,考察购买董责险的行为是否带来了上市公司治理效应的提升。此外,考虑到董责险外部监督作用的对象是董事,是董事会行为和决策的核心,而董事会又是公司治理的核心,决定着上市公司的资源配置,由此,对董责险的治理效应针对董事会异质性做出检验。最后,考察董责险的治理效应是否会受到股权质押行为动机的影响。具体研究内容的章节安排如下:

第1章为绪论。该部分内容是对全文的总体概述,包括研究背景、研究目的、研究意义、研究方法、框架和研究内容等基本情况介绍。

第2章为文献综述。在本部分内容中,先对国内外董责险和股权质押两个研究领域的相关文献进行梳理,然后,对既有研究进行归纳总结,并指出存在的“空

白地带”，进而突出本文的研究价值所在。

第3章为理论分析与假设提出。由于有关董责险是否存在治理效应，学界目前存在两种对立的观点，因此，本文针对董责险可能对控股股东股权质押的影响提出竞争性假设。随后，对董责险影响控股股东股权质押的作用机制进行了分析。

第4章为研究设计。首先，介绍了数据的选择依据和来源，即选择2003-2020年间的沪深A股上市公司为研究对象，并对数据进行筛选。其次，对分析中出现的变量进行定义，并以表格方式展现出变量定义及其计算方法。最后，参考先行学者在董责险和控股股东股权质押领域的研究，构建出分析模型。

第5章为实证结果及分析。本部分的研究内容，首先采用描述性统计和回归分析等统计分析方法，对前文提出的假设进行检验，并对结果展开分析；随后，采用PSM倾向得分匹配、工具变量法、指标敏感性检验和其他稳健性检验等步骤，验证实证分析结果的可靠性。

第6章为进一步分析。在前一部分的分析检验基础上，进一步分析董责险对控股股东股权质押的影响是否提升了公司治理水平，同时，董责险治理效应是否因董事会治理状况存在异质性而有所不同，而且，董责险的治理效应是否会受到股权质押行为动机的影响。

第7章为结语。根据前文中的理论和实证分析结果，归纳总结全文的研究结论，并总结出了相应的管理启示，最后对局限性做出简要的说明。

1.3.2 研究框架

首先，对国内外董责险和股权质押相关研究领域内的文献进行系统梳理，对既有研究进行总结，并指出可能存在的“空白地带”，突出本文的研究价值所在。其次，进行理论分析和逻辑论证，基于董责险公司治理效应的两种对立观点提出竞争性假设，分析董责险对控股股东股权质押行为的影响，以及第二类代理成本在二者关系中所发挥的作用。再次，一方面采用描述性统计和多元回归分析等方法检验前文提出的研究假设，并对检验结果进行分析；另一方面进行一系列稳健性检验，以验证分析结果的可靠性。此外，在前文分析结果的基础上，做出进一步的深入分析。最后，根据文献梳理和实证分析的结果，归纳和总结研究结论，并针对结论所反映出的主要问题，针对相关方提出管理启示，并对本文的研究局

限做出简要说明。具体研究路线图，详见图 1.1。

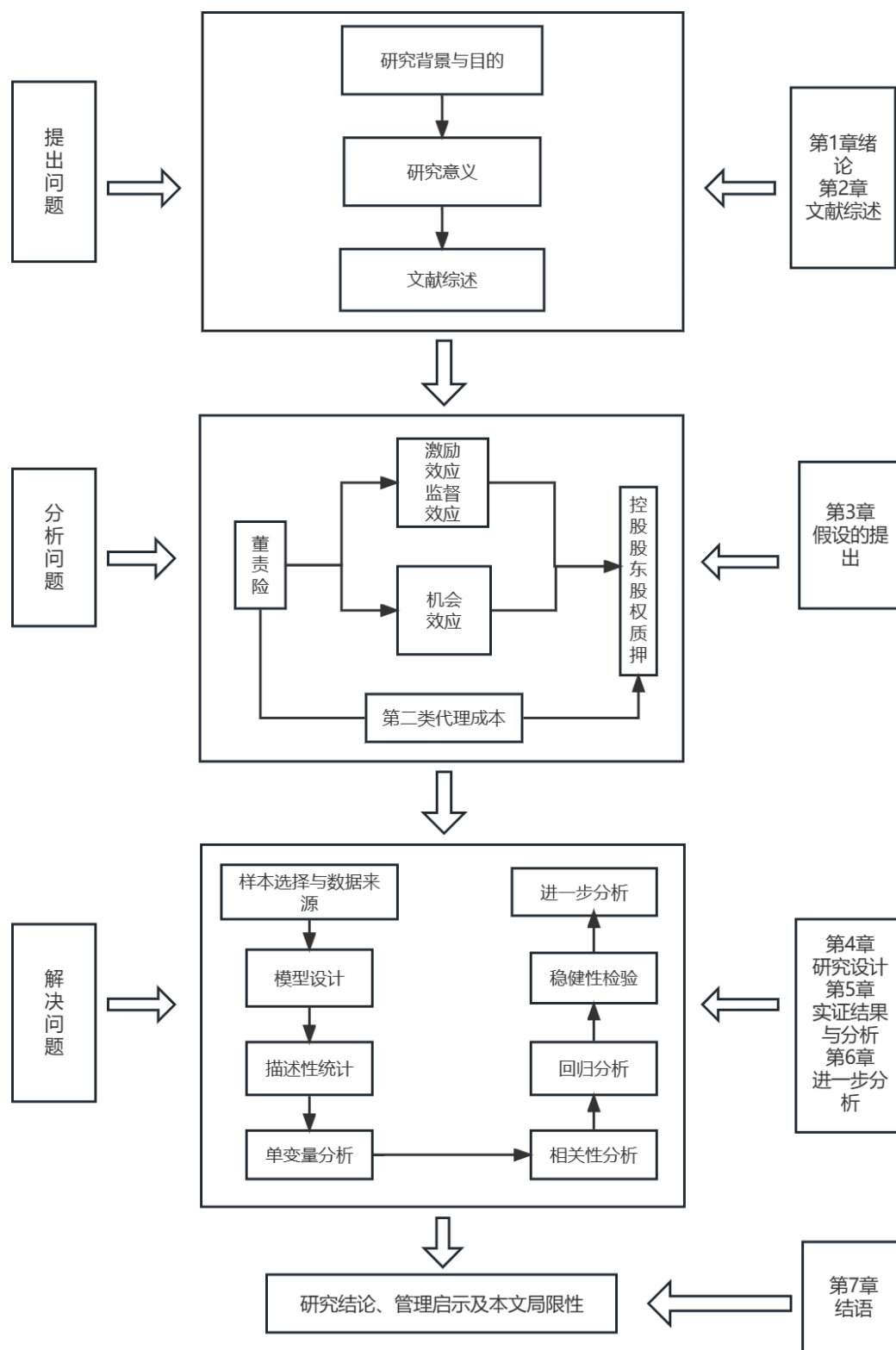


图 1.1 研究路线图

1.3.3 研究方法

本文采用了规范研究和实证分析相结合、定性分析与定量分析相结合的研究方法，力求保证研究结论的科学性、合理性。

(1) 规范研究法：规范研究是在特定研究假设的前提下，根据事物的内在联系和逻辑关系推导出结论。通过梳理和总结关于董责险和控股股东股权质押的既有文献基础上，逻辑推理并归纳了董责险对控股股东股权质押的影响及其作用机理，并据此提出本文的研究假设。

(2) 实证研究法：实证研究是从调查、观察或实验获得的样本数据和材料中发现事物的起源，总结出从个别到一般的规律性结论。针对研究主题，选取沪深 A 股上市公司 2003-2020 年间的的数据为样本，构建统计模型对研究假说进行实证检验。具体来说，首先，开展描述性统计和单变量分析，对董责险与股权质押行为以及其他企业特征之间的关系做出较为直观的显示。其次，进行 Pearson 相关性检验，考察董责险、控股股东股权质押行为、第二类代理成本和其他主要控制变量之间的相关性。最后，针对提出的竞争性假设，在控制其他影响变量的前提下构建多元回归模型进行计量检验，比较不同测度方法下的结果一致性，并进行稳健性检验，确保分析结果与研究结论的可靠性。

1.4 文章创新点

本文的创新点，主要体现在以下三个方面：

首先，视角选择独特。如何合理地约束控股股东股权质押行为，在我国资本市场语境下备受关注，而运用何种治理机制能够对其进行约束和引导，相关研究尚待丰富。将董责险视为一种外部公司治理机制，对其约束控股股东股权质押的有效性展开探讨，为约束控股股东股权质押行为探索出更为广阔的可能。

其次，强调制度背景。随着经济活动日益复杂，法律监管环境愈加严厉，董监高面临的执业风险与日俱增，但我国资本市场中的相关各方对董责险的接受程度有限。通过针对董责险及其治理效应展开大样本精细化的实证检验与分析，有助于加深各方对董责险的认知，才可能充分运用董责险能够发挥的外部治理效应。

第三，厘清作用机理。在验证董责险是否会对控股股东股权质押行为形成约

束的过程中发现，董责险需要通过降低第二类代理成本才能发挥治理效应。由于降低代理成本也是公司治理议题中的难点，因此，厘清代理成本在董责险约束控股股东股权质押行为中的作用，为解开降低代理成本的难题提供了更多的选择。

2. 文献综述

2.1 董责险的相关研究

董责险领域的相关研究，在早期，往往围绕着制度变迁对其产生和发展的影响而展开，后期则多聚焦于其需求动因和经济后果等方面。若从前期的研究内容来看，相关制度背景是上市公司的董事、监事及高级管理人员（简称“董监高”）所需要面对的越来越严苛的监管环境，而董责险的出现可以对冲董监高们的执业风险。如果从后期董责险的需求动因来看，主要观点包括但不限于管理者风险厌恶说、股东权利保护说和外部监督说，等等，而有关经济后果的研究成果可归纳为有关董责险是否具有治理效应的截然相反的两种观点。

2.1.1 制度背景

20 世纪 30 年代，美国股市大崩盘，证券监管法案的出台急剧增加了上市公司高级管理人员的责任风险。在此种背景下，董责险应运而生。基本原理是，由于上市公司董监高的个人疏忽或决策失误而被追究责任时，保险公司将作为最终的付款人代为偿付。2002 年，《萨班斯-奥克斯利法案》出台，再次强化了董事的职务责任，而对董事责任投保的需求也随之高涨。发展至今，董责险在西方发达国家已发展成熟，也早已成为保险公司的一项重要业务。进入 21 世纪以来，集团诉讼制度开始成为世界各国法制建设潮流，不仅被英美法系及判例法国家采用，而且被大陆法系及成文法国家仿效，使发达资本市场在反欺诈行为等方面收获颇丰。集团诉讼制度与董责险合力改善了上市公司治理，用民间和民事方式打击了资本市场的违法违规行为，因此，投资者权益的维护离不开董责险的支撑。

董责险进入我国时间不长，公认为是在 2002 年，以证监会和国家经贸委在 2002 年 1 月 7 日共同发布的《上市公司治理准则》为标志。该准则明确指出：“经股东大会批准，上市公司可以为董事购责任保险”。随后，相关法律和法规开始不断完善。也是在 2002 年，最高人民法院首次明确在证券市场虚假陈述引起的民事侵权纠纷案件中的各方责任（陈朝阳，2003），表明投资者保护进程逐步深入，投资者民事诉讼制度也逐步完善起来。在 2005 年修改的公司法，进一

步明确了追究经营者责任的股东代表诉讼制度，降低了投资者起诉经营者的成本。董责险随之发展起来：各大保险公司纷纷推出董责险业务，一些上市公司也开始购买。然而，与成熟的资本市场相比，我国董责险投保率仍较低，仅有 7%~8% 的投保率也主要涉及 B 股、H 股或 A+H 股，与港台地区的 85% 和 60% 的水平尚存在着较大的差距。究其原因，此种状况与我国资本市场有待完善，以及投资者及上市公司董监高风险意识不高密切相关。2002 年 1 月 24 日，中国平安保险股份有限公司与美国丘博保险集团合作推出国内第一份董责险，万科创始人王石成为董责险的首位被保险人，双方签订的保单累计赔偿限额 500 万元。并且，此份保单是在美籍独立董事的要求下所投保，证实了董责险在我国被接受程度较低的现实。

然而，与欧美国家不同，董责险的出现并未在我国引发股东诉讼浪潮。第一例董责险理赔事件是广汽长丰虚假陈述民事赔偿案。2009 年 1 月 7 日，广汽长丰所披露的公告称，财政部驻湖南省财政监察专员办事处于 2008 年 5 月 28 日至 8 月 22 日，对其 2007 年度会计信息质量进行了检查，对有关子、分公司进行例行检查并延伸检查了以前相关年度及有关单位。其后，向其送达了《行政处罚决定书》，认定其在会计基础工作方面、会计核算方面和执行国家财税政策方面存在违法行为，并依法对其进行行政处罚并要求其补交税款。根据《中华人民共和国证券法》和最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》的规定，因虚假陈述受到证监会、财政部等行政处罚且权益受损的投资者可以向法院提起民事赔偿诉讼。2011 年 11 月中旬，原告 17 人以证券虚假陈述赔偿纠纷为案由，要求公司赔偿其投资差额损失、投资差额部分的佣金和印花税损失及利息损失，并承担全部诉讼费用。经长沙市中级人民法院主持调解，广汽长丰与原告达成协议，给予一次性补偿，并承担诉讼费用，合计 98 万元。随后由承保公司美亚保险理赔其中的 80 万元，开启了我国董责险理赔的第一例。不过，此案例发生后，有观点认为，美亚财险的承保导致上市公司董监高在董责险的“庇护”下疏于履责（赖黎等，2019）。

近年来，A 股上市公司的风险意识正迅速提高，但董责险在我国资本市场的发展仍“任重而道远”。作为舶来品的董责险在我国资本市场中尚属新生事物，虽极具发展潜力（有不少于 20 万人的适保对象），但深化上市公司对认购董责险必

要性的认知，仍显得迫切且重要（胡国柳和赵阳，2019）。

2.1.2 需求动因

关于购买董责险的动机，相关观点包括但不限于管理者风险厌恶假说、股东保护假说、外部监督假说以及财务效应假说，等等，不一而足。最被学界推崇的动因有以下四种：

第一，管理者风险厌恶假说。根据 Jensen & William（1976）的观点，在雇佣关系中，委托代理问题不可避免。具体来说，作为企业所有者的委托方，委托管理者对企业进行管理，希望付出尽可能得少的管理成本，但获得尽可能多的财富；与此同时，作为管理者的受托方，则希望自身的收益随经营成果的增加而不断提高。因此，所有者与管理者在利益分配上天然存在着冲突。若管理者一旦决策错误，除面临自身财产受损之外，还需面对诉讼索赔以及职业生涯受损的风险（Agrawal & Mandelker，1987），难免抱有厌恶风险的倾向，而管理者的此种风险厌恶倾向会为了回避潜在诉讼风险而畏缩不前，从而错失利于企业成长的机会（赵扬和 John Hu，2014）。考虑到管理者的风险厌恶倾向，上市公司购入董责险，使保险公司承担过失之举所带来的损失，能够激励管理者免除后顾之忧，充分发挥才能管理企业（Core，1997）。此种假说已得到众多大样本研究结果的验证，即购买了董责险的上市公司更容易招募到优秀且具有风险厌恶特质的管理人才（Mayer & Smith，1982；Core，2000）。

第二，股东利益保护假说。持有此种观点的学者从股东利益出发，认为董责险的意义更在于向股东提供保障（Gutierrez，2003）。当投保了董责险的上市公司面临诉讼时，责任个体的私有财产不足以补偿股东损失时，实力雄厚的保险公司会成为最后的兜底付款人，使股东利益得以受到保护。

第三，外部监督者假说。Mayer & Smith 在 1982 年率先提出，董责险对上市公司的经营管理形成了有效的外部监督机制。管理者的任期相对较短，其薪酬大多与短期业绩挂钩，导致管理者更为重视的是企业的短期收益。为了使获利最大化，管理者有可能做出不符合企业远期发展目标的决策。为此，股东虽设立了董事会、大股东持股等机制来对管理层施加约束，但不可能完全杜绝公司治理方面存在着专业评估能力不足、股权结构过于分散，以及单个股东缺乏参与治理的积

极性等问题。对于承接董责险的保险公司来说，一方面，具备精准评估投保企业治理风险的能力（Core, 2000），可通过对保险合同条款、保费及赔偿额度等细节的设计，对董监高的行为形成约束；与此同时，投保企业的公司治理水平和诉讼风险将直接影响到保险公司的诉讼理赔成本，因此，也具备监测并控制投保企业治理风险的直接利益动机。

第四，财务效应假说。早期赞同财务效应假说的学者指出，由于上市公司一旦破产，其股票可能一文不值，而购买董责险的重要动因之一是防范潜在的破产成本。与此同时，有学者认为，保险费用的增加会带来节税效应（Mayer & Smith, 1982）。不过，也有学者认为，仅因破产成本的可能发生尚不足以说服上市公司购买董责险（MacMinn, 1987）。因为一旦破产，首先需要保全的是债权人的利益，将与股东利益发生冲突。事实上，投保董责险后，企业一旦发生诉讼，保险公司可凭借自身专业分工和规模效应的优势，提供效率更高的服务和更精准的风险评估（Kaltchev, 2004），由此既避免了破产成本，又保证了股东追加的投资能够获得额外收益。

2.1.3 治理效应

保险是一种专业的风险管理工具。投保人凭借这一风险管理工具，能够以确定的小额成本转移可能面临的大额不确定损失。董责险不仅具有一般保险产品的风险管理功能，还有降低税收负担、财务困境成本以及外部资本成本的额外功能更，给企业带来增值的财务效应。同时，由于保险标的的特殊性，董责险还具有独特的公司治理效应（赵扬和 John Hu, 2014；凌士显和白锐锋, 2017）。不过，对于此种治理效应的有效性，理论界尚存分歧。

支持董责险有效治理效应的学者们认为，董责险是有效的公司治理机制，有利于企业价值的提升。此种观点基于两个假说前提：首先是激励效应假说。欲获得更大收益且维护良好声誉，企业管理者往往倾向于短期投资以维持任期内的良好业绩；同时，顾及决策失误所导致的成本，会尽可能规避确定性差和风险高的投资项目，导致在经营和决策上表现保守，错失成长机会。然而，对于投保了董责险的企业，因其董监高执行职务时因过失导致的损失能够由保险公司承担，免除了后顾之忧，提高了风险容忍度，有利于企业价值的提升（胡国柳和赵阳, 2019）。

此外，因为董责险在一定程度上缓解了管理者与所有者面对利润分配时的代理冲突，使管理者受到激励，做决策时不再趋于保守，促进了企业的高质量发展（张曾莲和徐方圆，2021）。另一种支持董责险有效治理的前提是监督效应假说。该假说主张，保险公司要对整个保险期内提起的诉讼予以负责，为避免理赔成本，会对投保了董责险的企业保持严格监控，由此为投保企业形成了一种独特的外部监督机制。此种外部监督机制更为持久和有效（O'Sullivan, 1997）。具体来说，在承保之前，保险公司要慎重评估投保公司的风险，对董监高人员进行尽职调查，提升保险合同的针对性（胡国柳，2014）；在承保期间，保险公司需依据保险合同条款对投保企业进行监督和约束；若发生诉讼，保险公司需要进行彻底调查，排除恶意行为，为董监高在执行职务时所犯的可容忍过失支付赔偿金。

不过，认为董责险不具有有效治理效应的一方也提出了针锋相对的观点。基于机会主义假说的观点认为，若投保了董责险，保险公司作为最终的兜底付款人，会引发董监高的道德风险，助长机会主义行为，进而损害企业价值。一些大样本研究结果证实了董责险会给予管理者机会主义动机：对于购买了董责险的企业，股价在 IPO 后三年内显著下降（Chalmers & Dann, 2002），利润重述频率增加（Kim, 2006），企业绩效显著下降（Boubakri & Ghalleb, 2008），披露负面信息的概率和时效性均下滑（Wynn, 2008），等等。部分针对我国资本市场的相关大样本研究也得出了类似的结论，即投保董责险引发了上市公司的机会主义行为：盈余管理程度提高、高管的货币性私有收益增加、出现了更多的短贷长投行为，使企业经营风险增高（李从刚和许荣，2019；贾宁和梁楚楚，2013；郝照辉等，2016；赖黎等，2019）。此外，投保企业的自愿性披露水平下降，审计费用却有所增加，而审计费用是引发诉讼风险和代理成本的主要影响因素（曾春华和李源，2018；袁蓉丽等，2018；凌士显和刘澳，2020）。

综上，在董责险领域内的研究，主要聚焦于制度背景、需求动因和治理效应等三方面。对于我国资本市场来说，虽然经济活动愈加复杂，法律监管环境愈加严厉，且董监高面临的执业风险与日俱增，但董责险依然是被上市公司有限接受的新生事物，相关利益各方对其认知有待深入和加强。若从董责险的需求动因来看，管理者风险厌恶、股东权利保护、外部监督和财务效应等各类假说，各有侧重，均有相关研究加以证实，似乎还没有绝对占有优势的动因解释。此外，有关

董责险是否具有治理效应的讨论，也未有定论，两方的观点截然相反，但各执一词，各有主张，尚待更多的大样本实证研究加以验证，特别需要来自新兴资本市场经验数据的验证。

2.2 股权质押的相关研究

股权质押，可缓解控股股东的融资约束，毋庸置疑。由此，股权质押领域的相关研究，往往以质押动机和经济后果为重点。质押动机主要分为善意动机和恶意动机两种；经济后果则往往从两个方面展开：一个是控制权与现金流权的分离，另一个则是控制权转移的风险。

2.2.1 质押动机

在既有的相关研究中，股权质押动机分为善意和恶意两种，前者是为了维持或增加上市公司的控制权，以满足自身的融资需求，后者则为侵吞上市公司和中小股东的权益。

首先，从善意动机来看，相关研究主要围绕股权质押的融资功能及其质押物的特性展开。对于融资功能，是指股东将手中的股权作为质押物，从而激发其财务资源杠杆作用（艾大力和王斌，2012）。相较于其他融资方式，股权质押具有流程简单、审批简洁和放款迅速等特点，股东通过质押其所持股份，从金融机构获得资金，不仅能够拓展融资渠道，缓解融资约束，还能补充短缺的自由现金流（王斌和宋春霞，2015；李旒和郑国坚，2015；杜丽贞等，2019）。此外，“股权”与一般质押物不同，质押物股权所属现金流虽不属于股东，而被质押的股权控制权仍掌握在原股东手中，此种不改变自身控制权的融资方式正是股东高度青睐的原因所在。

其次，从恶意动机来看，相关研究同样是围绕着股权质押作为融资工具及质押物股权的特性而展开。选择质押作为融资工具从金融机构获得资金，已显示出上市公司面临着现金短缺的财务状况，而因流程少、放款快而选择股权质押来融资更是在一定程度上反应出上市公司在融资和财务方面的严峻形势。因此，股东有利用股权质押实施“掏空”的动机，且一旦质押融得的资金无法满足需求，“掏空”动机会愈发强烈（郑国坚等，2013；陈泽艺等，2018）。与此同时，由于质

押物股权的特殊性，使出质股东虽失去了该质押物的现金流权，但仍掌握着此部分股权的控制权，但现金流权与控制权已分离。当大股东做出相关经营决策，但仍无法带来直接利益流入时，其“掏空”动机也会愈加强烈，会利用权力采取侵害上市公司利益及侵占中小股东权益的行为（张陶勇和陈焰华，2014）。

2.2.2 经济后果

股权质押的经济后果，相关研究可分为两类：一类为控制权与现金流权的分离，另一类是控制权转移的风险（姜付秀等，2020）。

从第一类研究来看，即控制权与现金流权的分离。股权被质押后，出质的股份的现金流权归质权人，控制权和表决权仍属于控股股东，导致现金流权与控制权分离，带来一系列代理问题的出现：首当其冲的是增加了控股股东的“掏空”动机（郝项超和梁琪，2009；郑国坚等，2014），而“掏空”行为会对企业价值形成负面影响，因为控股股东的“掏空”行为，不仅占用上市公司的资源，使其经营效率受到损害，还会导致中小股东流失，引发股价下跌，进而导致企业价值的下降（滕晓梅等，2016）。不过，有学者指出，股权质押行为并不会必然引发“掏空”动机，也并不必然对上市公司的价值形成消极影响（王斌等，2013；夏婷等，2018）。此外，现金流权与控制权分离对其他利益相关者也会产生影响，因为控股股东股权质押行为会给上市公司带来较高的现金流和信息等方面的风险，“掏空”行为还会给外部利益相关方带来较高的信息不对称风险，这些风险均会使上市公司的股票风险溢价升高（翟胜宝等，2017；潘临等，2018；王亚茹等，2018）。

第二类研究聚焦于股权质押所引发的控制权转移风险。控制权是控股股东极为重视的权利，在进行股权质押时，控股股东不得不考虑股权质押爆仓所导致的控制权转移风险（刘骞文等，2021）。由于股价是决定质权人是否进行平仓抛售的直接因素，故为规避股权质押可能引发的控制权转移风险，围绕股价进行市值管理已成为控股股东的必然选择（张鲜华，2023）。其中，最为常见的是真实性盈余管理，该方式具有隐蔽性强和对公司业绩影响持续时间长等特点（李旻和郑国坚，2015；黄志忠和韩湘云，2014；谢德仁和廖珂，2018；王斌和宋春霞，2015）。同时，股权质押也会对研发活动产生影响。控股股东出于维护股价和规避控制权转移风险的考量，以及股权质押会导致控制权和现金流权的分离程度加大，代理

问题加重，加之控股股东厌恶风险，避免不确定性高且需要大量资金的投资，造成的后果是削弱了对创新活动的投入（李常青等，2018；文雯等，2018）。此外，为了规避股权质押所引发的控制权转移风险，一些行为会对上市公司的其他利益相关方形成不良的传导效应（欧阳才越等，2018），特别是通过“高送转”股利政策炒作消息等操纵行为（廖珂等，2018），或披露消息时报喜不报忧（钱爱民和张晨宇，2018），或披露与实际情况存在较大偏差的业绩预告（余怒涛等，2021）。这些行为皆会对外部利益相关方产生较大的负面影响（李秉祥和简冠群，2017；黄宏斌等，2018）。

综上，在股权质押研究领域，除了各方认同股权质押可缓解融资约束之外，相关研究在诸多方面均未能达成一致。对于质押动机来说，区别于目的在于融资的善意动机，恶意动机会激发控股股东强烈的“掏空”意愿，从而做出侵害上市公司利益及侵占中小股东权益的行为。同时，对于质押的经济后果，一方面会导致控制权与现金流权的分离，引发代理问题；另一方面也可能引发控制权转移的风险，引发围绕股价的市值管理，阻碍研发投入，也会通过特定的操纵行为对其他利益相关方形成不良的传导效应。

2.3 文献述评

通过以上对董责险和股权质押两个研究领域的文献回顾，可以得到三方面的结论：

其一，基于学界具有代表性的几类理论假说，可逻辑推断出董责险在公司治理方面可能形成激励效应、监督效应和机会主义行为，且已得到部分经验数据的支持。不过，由于尚无定论，董责险所能发挥的公司治理效应及其作用机理尚待进一步的验证与厘清。

其二，关乎股权质押的研究，已从初期对相关制度及法律法规的讨论，拓展至股权质押的动机及其引发的经济后果。从动机来看，恶意动机被认为会引发控股股东侵占上市公司及中小股东的利益，最终“掏空”上市公司的不良经济后果，对企业价值造成损害。不过，该如何引导控股股东股权质押行为，既有助于缓解融资约束，又对其进行有效约束，还有待进一步的探究。

其三，对于董责险能否成为有效治理机制，特别是能否有效约束控股股东股权质押行为，相关研究还尚待充实，尤其需要来自新兴资本市场大样本实证经验加以补充。基于此，本文基于既有研究成果，且考虑到制度环境因素，详尽考察董责险在我国资本市场中如何影响控股股东的股权质押行为，以期丰富和拓展相关领域的理论研究，并为 A 股上市公司及其利益相关各方凝练出现实启示。

3. 理论分析与假设提出

3.1 董责险对控股股东股权质押的影响

基于文献梳理，上市公司投保董责险的动机主要有基于管理者风险厌恶的激励动机和为股东提供利益保护的动机。动机不同，董责险对控股股东股权质押行为形成的影响也会不同。

1. 投保董责险是激励动机驱使下的结果

上市公司的董监高，可大致分为两类，一类为执行董事及高级管理人员，另一类为不参与公司日常经营管理的独立非执行董事。对于执行董事和管理高层来说，个人的资产回报往往以上市公司的绩效为基准。决策失误不仅会使自身的股权遭受损失，还可能招致股东诉讼索赔的风险，职业生涯也会因此蒙黑。此外，大多数此类别的董监高无法通过多元化投资来分散风险，在执业中往往表现出风险厌恶和职位固守。由此，可视为风险转移机制的董责险会引发此类别董监高的青睐，甚至已成为发达国家优秀职业经理人入职要求之一（Rosh, 1988）。

不过，对于另一类不参与公司经营管理的董监高来说，情况会有所不同。此类独立非执行董事常常身兼数职，不可能对公司了如指掌，因疏忽或决策失误而导致风险的可能性较高。在我国，独立董事所面临的风险更大，因为我国上市公司普遍存在一股独大和内部人控制的现象，且独立董事所占比例过小，很难真正有独立发表公正意见的机会。特别是，独立董事需要面对的是薪酬低但风险高的处境，其薪酬不足以抵补其任职期间所承担的风险，由此导致独立董事对董责险特别青睐有加。相关研究也证实，投保董责险的上市公司更容易招募到优秀的但具有风险厌恶特质的高级管理人员以及独立的外部董事（Mayers & Smith, 1982; Core, 2000）。在我国，随着投资者民事诉讼制度的完善和发展，董监高面临着与日俱增的执业风险，可以预见，为了吸引并留住优质的人力资本，投保董责险将成为上市公司不得不采取的风险补偿机制。

那么，通过投保董责险，如何能够约束控股股东股权质押行为？控股股东股权质押行为会向上市公司的利益相关各方传递出自利性动机信号。投保了董责险的上市公司，保险公司会成为其具有专业风险管理能力的外部监督力量，对控股

股东股权质押的行为采取一系列的外在约束：在上市公司投保前，充分研判潜在的风险，对有控股股东股权质押行为的上市公司收取更高的保费，设置更为严苛的保险条款，以达成约束股权质押倾向的目的；在上市公司承保期限内，对投保的上市公司实行监督和约束。事实上，保险公司对控股股东股权质押所持有的谨慎态度，在一定程度上也是一种信号传递，迫使上市公司主动约束股权质押的行为。此外，董责险会激励独立董事有效履职，提升发表意见的勤勉度（史春玲，2020）。独立董事群体往往由高级管理人员、金融机构高管、咨询公司合伙人或知名学者构成，在保护中小股东利益方面发挥着重要的作用。投保了董责险的上市公司，独立董事们在进行审批和监督时，会对可能给上市公司及中小股东带来负面影响的控股股东股权质押行为发表更多的独立意见。

2. 投保董责险是机会主义动机驱使下的结果

若上市公司投保董责险是在机会主义动机驱使下的结果，则董责险会不能发挥公司治理的效应。考虑到代理问题，上市公司原始股东往往会设计出一系列激励机制，使董监高与其自身利益相捆绑。其目的并不在于长期的市场价值最大化，而是期望能够诱使管理者做出刺激股价大幅提升的短期目标决策，以便使股东能够从股票市场中获得较高的投机性资本利得（Bolton, 2006）。对于控股股东股权质押行为而言，其投机倾向会更为明显，即为了侵占上市公司与中小股东的利益。恶意动机之下，质押后又会有控股股东的“掏空”行为。股东与掌握决策权和管理权的董监高利益相捆绑，通过购买董责险为董监高的行为提供了一种类似于“金色降落伞”的保护机制（张曾莲和徐方圆，2021）。此种保护机制将投资者诉讼索赔与董监高个人财富受损风险相互隔离开来，激发管理层实施机会主义行为。由此，在一个纯粹由股东组成的董事会中，董责险会沦为原始股东操纵上市公司股价的工具，驱使董监高只做出有利于股东价值最大化的决策（Han, 2010; Rees, 2011）。

那么，在此动机下投保的董责险，会对控股股东股权质押行为形成约束吗？答案当然是否定的。在董监高看来，已将诉讼风险通过投保董责险转移至保险公司，即便接收到保险公司传递出的谨慎信号，也会选择“置若罔闻”，不会对控股股东股权质押行为加以有效约束。

根据以上分析，本文提出第一组竞争性假设：

H_{1a}: 投保董责险, 会对上市公司控股股东股权质押行为形成约束;

H_{1b}: 投保董责险, 会对上市公司控股股东股权质押行为形成激励。

3.2 董责险对控股股东股权质押的影响路径

高昂的代理成本会导致上市公司整体治理水平的下降, 从而严重损害自身发展, 由此, 如何降低代理成本也成为公司治理领域中的核心难题。控股股东股权质押与代理问题密不可分, 原因在于会激发大股东与中小股东之间的冲突, 即所谓的第二类代理问题。除了股东共享的现金流权之外, 控股股东还享有较大份额的控制权。对于控股股东而言, 现金流权与股权间的分离程度越大, 其侵占中小股东利益的动机越强 (王海芳等, 2020)。由此, 若要约束控股股东股权质押行为, 则需要从降低大股东与中小股东之间的冲突着手。

从董责险角度来看, 若依据监督假说, 引入保险公司作为外部监督机制, 会加大对大股东利益侵占行为的约束, 在一定程度上保护了中小投资者的利益, 降低了两类投资者之间的代理冲突。然而, 若依据道德风险假说, 上市公司投保董责险后, 会造成两方面的后果: 一方面, 保险公司成为了最后可兜底的赔款人, 有可能激发大股东的机会主义行为和道德风险, 加剧与中小股东之间的冲突; 另一方面, 因董责险降低了董事尤其是独立董事和监事可能面临的风险, 在一定程度上减弱了其履行监督职责的积极性, 为大股东侵占中小股东的利益提供了可乘之机, 使代理冲突加剧。

根据以上分析, 推断第二类代理成本, 即大股东与中小股东之间的冲突在董责险对控股股东股权质押的影响中发挥了中介作用, 提出第二组竞争性假设:

H_{2a}: 投保董责险会降低第二类代理成本, 进而约束控股股东股权质押行为;

H_{2b}: 投保董责险会增加第二类代理成本, 进而激励控股股东股权质押行为。

4. 研究设计

4.1 样本选择与数据来源

本文以 A 股上市公司作为研究对象，以 2003—2020 年作为研究期限，检验投保董责险是否会对控股股东股权质押行为形成影响。做出此种选择的原因在于，虽然董责险始于 2002 年引入我国，但可获得的控股股东股权质押数据始于 2003 年，最新数据截止至 2020 年。同时，为确保分析结果的可靠性，对样本数据进行了以下处理：首先，剔除缺失观察值的上市公司；其次，剔除金融企业及 ST、*ST 企业。此外，为了免除极端值的影响，对连续变量进行了 1% 和 99% 水平上的缩尾处理。最终获得非平衡面板数据 25171 个。

借鉴许荣和王杰(2012)等学者的先行研究，以“董责险”为关键词进行检索，并对检索到的样本公司年报及股东大会决议公告进行手工整理。若未发现样本公司发布停止购买董责险的公告，则假定该公司在以后年度里将持续投保。

本文在分析中采用的有关投保董责险、股权质押、财务及公司治理等相关信息和数据，均来源于国泰安(CSMAR)数据库；实证检验部分经由 Stata 16.0 软件分析完成。

4.2 变量选取

4.2.1 解释变量

在既有研究中，上市公司投保董责险(INS)的代理变量主要有 3 种表达方式：以是否购买董责险来设置虚拟变量、采用董责险的保费或保额，或者计算被董责险覆盖的董监高占董监高总人数的比例。鉴于我国证监会并没有强制要求上市公司详细披露与董责险相关的细节信息，难以全面获取上市公司购买董责险时所支付的保费和保险公司可能提供的保额等信息，本文采纳了第一种代理变量表达方式，即根据样本公司是否购买董责险设置虚拟变量：若当年购买了董责险，则赋值 1，否则为 0。

4.2.2 被解释变量

依据国泰安数据库对控股股东股权质押数据的整理过程及变量说明，并借鉴郑国坚等（2014）的研究，分别以控股股东股权质押数量（PLD）与控股股东股权质押比率（PLR）来衡量。具体来说，PLD为虚拟变量，表示控股股东在年末是否还有未解押股份，是则取1，否则为0；PLR为连续变量，表示剔除已解押部分后，控股股东在年末质押股份与所持股份之比。

4.2.3 中介变量

由于第二代理成本需要衡量的是大股东对中小股东利益的侵占程度，而侵占行为一般较为隐蔽且难以直接测度，但侵占行为最为常见的形式是大股东占用上市公司的资金，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。由此，综合借鉴陈红等（2014）、凌士显和白锐锋（2017）和张十根和王信平（2022）等学者的研究，以资金占用率作为衡量第二类代理成本的代理变量。同时，将资金占用率高于年度行业中位数的样本归类于第二类代理成本较低样本组，赋值0；反之，则归类于第二类代理成本较高样本组，赋值1。

4.2.4 控制变量

为排除其他变量对分析结果可能存在潜在影响，保证结论的有效性，借鉴国内外相关研究的做法，选取企业规模（Size）、资产负债率（Lev）、上市年限（Age）、盈利能力（ROA）、成长性（Growth）等指标，作为控制上市公司基本特征的变量。同时，还选取了产权性质（SOE）、第一大股东持股比例（Top1）、两职合一（Dual）、董事会规模（Boardsize）、独董比例（INDEP）、股权制衡度（SBA）等指标，作为控制上市公司股权和治理特征的变量（徐寿福等，2016；杜丽贞等，2019；李晓霞等，2020）。

实证检验部分所设定的解释变量、被解释变量、中介变量和控制变量等详细信息，见表4.1。

表 4.1 主要变量的定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	控股股东股权质押数量	PLD	若年末存在股权质押余额，则赋值为 1；否则为 0
	控股股东股权质押比率	PLR	控股股东质押股份与其所持股份之比
解释变量	董责险	INS	若样本公司当年投保了董责险，则赋值为 1；否则为 0
控制变量	企业规模	Size	员工总人数，取自然对数
	负债水平	Lev	资产负债率，年初总负债/年初总资产
	企业年龄	Age	企业上市年限，取自然对数
	盈利能力	ROA	息税前利润/总资产
	成长性	Growth	营业收入增长率
	产权性质	SOE	国有企业则赋值为 1；否则为 0
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比例
	两职合一	Dual	若董事长和总经理为同一人，则赋值为 1；否则为 0
	董事会规模	Boardsize	董事会人数，取自然对数
	独董比例	INDEP	独立董事人数/董事总人数
	股权制衡度	SBA	第二至十大股东持股总数/第一大股东持股数

4.3 模型构建

借鉴国内学者胡国柳和胡珺（2017）的研究，构建模型（1）和模型（2）来检验董责险对控股股东股权质押的影响。具体如下：

$$PLD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times INS_{i,t} + \alpha_2 \times control_{i,t} + Year + Ind + \varepsilon \quad (1)$$

$$PLR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times INS_{i,t} + \beta_2 \times control_{i,t} + Year + Ind + \varepsilon \quad (2)$$

需要说明的是，模型（1）和模型（2）中的 PLD 和 PLR 分别表示控股股东股权质押数量与比率，INS 表示 D & O 保险投保情况， α_0 和 β_0 为常数项， $control_{i,t}$ 为控制变量， i 和 t 表示第 i 家公司和第 t 年。此外，Year 和 Ind 分别是为年度虚拟变量和行业虚拟变量，用以控制经济周期和行业环境对回归结果的影响， ε 为随机扰动项。此外，由于模型（1）的被解释变量为虚拟变量，因此采用 PROBIT 模型进行回归分析；模型（2）则采用个体固定效应模型进行回归分析。依次对模型（1）、模型（2）进行回归，若系数 α_1 和 β_1 显著，则说明投保董责险确实

会控股股东股权质押行为产生影响，且影响显著。进一步观察 α_1 和 β_1 的符号方向，若为正则表明机会主义假说得以验证，即投保董责险会激励上市公司控股股东股权质押行为；若为负，则表明外部监督假说得以验证，即投保董责险会约束上市公司控股股东的股权质押行为。

随后，借鉴温忠麟和叶宝娟（2014）所提出的中介效应检验程序，构建模型（3）、（4）和（5），检验董责险对控股股东股权质押形成影响中的中介效应。具体如下：

$$PLD_{i,t}/PLR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times INS_{i,t} + \alpha_2 \times control_{i,t} + Year + Ind + \varepsilon \quad (3)$$

$$Cost2_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times INS_{i,t} + \alpha_2 \times control_{i,t} + Year + Ind + \varepsilon \quad (4)$$

$$PLD_{i,t}/PLR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times INS_{i,t} + \alpha_2 \times Cost2_{i,t} + \alpha_3 \times control_{i,t} + Year + Ind + \varepsilon \quad (5)$$

中介效应的检验需分三步进行：首先，对模型（3）进行回归。若系数 α_1 显著，则说明投保董责险会影响控股股东的股权质押行为，可进入下一步的检验；否则，停止检验；第二步，对模型（4）进行回归。若系数 α_1 显著，说明第二类代理成本会影响控股股东的股权质押行为，则可进入下一步检验；第三步，对模型（5）进行回归。若系数 α_1 和 α_2 均显著，且 α_1 的回归结果绝对值较模型（3）中的 α_1 小，则表明董责险对控股股东股权质押行为的影响，至少有一部分是通过降低第二类代理成本实现的，即存在部分中介效应。在模型（5）中，若 α_1 不显著，表明董责险在对控股股东股权质押行为产生的影响过程中，第二类代理成本发挥了完全的中介作用。

为防止异常值对回归结果产生影响，将所有连续变量进行 1% 和 99% 的缩尾处理；同时，为消除上市公司层面的聚集效应可能带来的偏误，对回归中的标准误差进行了公司层面的聚类（cluster）处理。

5 实证结果与分析

5.1 描述性统计与相关性分析

首先，对样本数据进行描述性统计（见表 5.2），可以发现：董责险的平均值为 0.07，表明董责险在我国的普及率还处于较低水平。股权质押数量的平均值为 0.398，表明占比达 39.8% 的样本公司存在控股股东股权质押的现象，也证明股权质押已成为我国上市公司普遍采取的融资手段。从股权质押比例来看，最大值为 1，最小值为 0，标准差为 0.337，说明控股股东之间的股权质押行为差异较大。此外，从股权和治理特征等控制变量来看，样本公司的企业规模（Size）和盈利能力（ROA）相差不大，标准差仅为 0.059 和 0.067；对股权集中度（Top1）、是否两职合一（Dual）和股权制衡度（SBA）等指标，标准差分别为 0.458、0.434 和 0.583，表明样本企业在股权和治理特征上存在着一定差距。由于我国在《公司法》中对于独立董事做出了明文规定，因此，独董比例平均达到了 37.2%，符合独立董事占董事会的比例不少于三分之一的要求。关于其他控制变量，未见值得需要特别关注的结果。

表 5.2 描述性统计

变量	样本量	平均值	最大值	最小值	标准差
INS	25171	0.07	1	0	0.256
PLD	25171	0.398	1	0	0.489
PLR	25171	0.226	1	0	0.337
Size	25171	3.096	3.266	2.964	0.059
Lev	25171	0.457	0.981	0.059	0.209
Age	25171	2.733	3.453	1.447	0.408
ROA	25171	0.036	0.205	-0.308	0.067
Growth	25171	0.201	3.547	-0.627	0.507
SOE	25171	0.395	1	0	0.489
Top1	25171	3.459	4.304	2.216	0.458
Dual	25171	0.252	1	0	0.434
Boardsize	25171	2.146	2.708	1.609	0.202
INDEP	25171	0.372	0.571	0.3	0.053
SBA	25171	0.691	2.666	0.021	0.583

注：*，**和***分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著，下同。

随后，为了检验董责险与控股股东股权质押行为及其上市公司特征之间的关联，以样本公司是否投保董责险为分组依据，对两组数据进行单变量比较分析（见表 5.3）。结果表明，未投保董责险的样本公司，其控股股东股权质押数量（PLD）和质押比率（PLR）均值分别为 0.411 和 0.234，远高于投保了董责险的样本公司组 0.229 和 0.120，且均值差异皆在 1%的水平上显著，假设 H_{1a} 初步得到验证，即投保董责险会对上市公司控股股东股权质押行为形成约束。至于其他的控制变量，两组样本公司比较下来，也存在着显著差异。以董事会治理结构为例：投保董责险的样本组，董事会规模更大，董事长和总经理两职合一情况更少，独立董事占比更高。这至少能够说明，上市公司内部治理情况越好，投保董责险的可能性越高。此外，结果还表明，投保董责险的上市公司组，企业资产规模更大，资产负债率更高。这是因为，规模大的上市公司面临诉讼风险的可能性更高，而负债率高的上市公司应对经济冲击的能力较弱，由此，投保董责险的可能性也就越高。

表 5.3 单变量分组对比分析

变量	未投保董责险组		投保董责险组		差异
	样本量	平均值	样本量	平均值	
PLD	23403	0.411	1768	0.229	0.182***
PLR	23403	0.234	1768	0.120	0.114***
Size	23403	3.092	1768	3.145	-0.053***
Lev	23403	0.451	1768	0.530	-0.079***
Age	23403	2.720	1768	2.909	-0.190***
ROA	23403	0.036	1768	0.031	0.005***
Growth	23403	0.203	1768	0.166	0.038***
SOE	23403	0.374	1768	0.669	-0.295***
Top1	23403	3.455	1768	3.501	-0.045***
Dual	23403	0.261	1768	0.133	0.128***
Boardsize	23403	2.142	1768	2.194	-0.052***
INDEP	23403	0.372	1768	0.378	-0.007***
SBA	23403	0.689	1768	0.727	-0.038***

最后，针对主要变量间的相关性展开分析。从结果得知（见表 5.4）：首先，被解释变量与解释变量系数为负，且在 1% 的水平上显著，说明投保董责险会对上市公司控股股东股权质押行为形成约束， H_{1a} 再次得到验证。同时，各控制变量与除股权质押数量和质押比率之间均具有显著的相关性，说明控制变量的选取是恰当的。此外，除股权质押数量和质押比率之外，主要变量之间的相关系数均小于 0.5，多重共线的 VIF 检验结果也小于 10，说明变量间不存在明显多重共线性，不会对模型的拟合优度产生影响。

表 5.4 主要变量间的相关性分析

	PLD	PLR	INS	Size	Lev	Age	ROA	Growth	SOE	VIF
PLR	0.827***	1								
INS	-0.095***	-0.087***	1							1.08
Size	-0.052***	-0.058***	0.227***	1						1.48
Lev	0.01	0.064***	0.096***	0.367***	1					1.49
Age	0.071***	0.089***	0.119***	0.222***	0.111***	1				1.15
ROA	-0.070***	-0.121***	-0.019***	0.054***	-0.362***	-0.078***	1			1.3
Growth	0.052***	0.042***	-0.019***	0.020***	0.038***	-0.05***	0.196***	1		1.07
SOE	-0.424***	-0.390***	0.154***	0.278***	0.264***	0.050***	-0.058***	-0.046***	1	1.33
Top1	-0.099***	-0.132***	0.025***	0.16***	0.024***	-0.153***	0.135***	0.021***	0.196***	2.34
Dual	0.137***	0.095***	-0.075***	-0.144***	-0.136***	-0.037***	0.031***	0.014**	-0.279***	1.11
Boardsize	-0.152***	-0.135***	0.065***	0.214***	0.134***	-0.054***	0.028***	-0.019***	0.287***	1.56
INDEP	0.052***	0.036***	0.032***	0.044***	-0.018***	0.032***	-0.019***	0.001	-0.081***	1.39
SBA	0.045***	0.049***	0.017***	-0.079***	-0.125***	0.024***	-0.001	0.042***	-0.244***	2.26

5.2 多元回归分析

在进行描述性统计分析、单变量分组对比分析和主要变量间的相关分析之后，基于前文所构建的模型进行多元回归分析（见表 5.5）。其中，列（1）和（2）是董责险与控股股东股权质押虚拟变量和连续变量加入控制变量后的回归结果；列（3）-（5）是对第二类代理成本作为中介变量加入控制变量后的回归结果。在所有模型设定下，回归检验均控制了年度和行业变量，并对公司截面进行了群聚调整。

首先，从（1）-（2）列的回归结果来看，股权质押数量和质押比率的估计系数都在 1% 的水平上显著为负，表明投保董责险的样本公司减少了控股股东股权质押的数量，也降低了质押比率。由此， H_{1a} 又一次得到验证，验证了董责险的监督假说。不过，此结论与大多数西方学者的研究结论相悖（Lin, 2011; Chalmers & Dann, 2002），与更多国内学者的研究结论保持了一致（袁蓉丽等，2018）。

探究董责险在我国资本市场中发挥着更为积极的治理效应，原因在于以下两个方面：第一，所在国的法制环境存在差异，导致上市公司投保董责险的需求存在差别。在法制环境较为健全的发达经济体中，上市公司投保董责险的机会主义动机更强。因为董监高需要面对较高的法律诉讼风险，其核心需求是利用董责险对冲和转嫁相关的责任风险，解决高概率被起诉的后顾之忧。与此不同的是，在我国，相关法律法规尚在完善健全中，因高管决策失误而引发的个人财产受损情形还不多见，以期通过投保董责险形成外部监督效应的诉求会占据主流。第二，保险公司的有条件赔偿，促使投保董责险的公司形成内在约束机制。一旦投保的上市公司发生诉讼案件，保险公司会展开深度调查，对于董监高履职中因过失行为而导致的赔偿责任进行赔付。然而，对于被监管机构认定的财务造假、内幕交易、操纵市场等故意违法行为，保险公司不予赔偿。对于控股股东股权质押，其动机容易被认定为侵占上市公司与中小股东利益而实施的关联交易（Jiang、Lee 和 Yue, 2010），在此情境下，即便诉讼发生，也不在保险公司承保范围之内。为了避免赔付高额的诉讼费用，保险公司对控股股东股权质押企业呈现出的谨慎态度，往往促使投保企业约束自身的股权质押行为。

其次，依照规范的中介效应检验方法，分三步进行回归。由于投保董责险会

约束控股股东股权质押行为已通过验证，因此可省略第一步回归，直接进入第二个检验步骤。由列（3）的第二步回归结果可知，由于 Cost2 即第二类代理成本的估计系数在 1% 水平上表现出显著性，说明会影响控股股东股权质押行为，可进入下一步检验。列（4）-（5）展示的第三步回归结果表明，Cost2 即第二类代理成本的估计系数依然显著，且在模型中加入 Cost2 后，股权质押数量和质押比率的系数仍为负，同时相较于基本回归结果，其系数分别由 0.256 和 0.039 下降至 0.254 和 0.038。此结果表明，董责险对控股股东股权质押行为的影响，至少有一部分是通过第二类代理成本实现的，即降低大股东与中小股东间的冲突可起到部分的中介效应。由此，H_{2a} 得到验证，即投保董责险会降低大股东与中小股东间的冲突，即减少第二类代理成本，进而约束上市公司控股股东的股权质押行为。

最后，需要对控制变量回归结果进行分析与观察。结果表明，控股股东股权质押与企业规模呈现出正相关，验证了治理相对完善的大公司，会遏制大股东采取占款等较为直接的“掏空”行为，转而采用股权质押进行融资（徐寿福等，2016）。与此同时，控股股东股权质押与总负债率正向相关，表明当上市公司财务状况越差，大股东越可能通过大规模的股权质押缓解自身的资金紧张。此外，产权性质系数显著为负，表明非国有企业因面临更严苛的融资约束更有可能进行股权质押。

表 5.5 董责险与控股股东股权质押回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	PLD	PLR	Cost2	PLD	PLR
INS	-0.256*** (-2.75)	-0.039*** (-2.91)	-0.137*** (-3.89)	-0.254*** (-2.72)	-0.038*** (-2.91)
Cost2	-	-	-	0.079** (2.17)	0.007* (1.72)
Size	0.11 (0.24)	0.947*** (6.07)	-5.209*** (-26.11)	0.243 (0.53)	0.944*** (6.06)
Lev	0.945*** (8.09)	0.034 (1.21)	1.226*** (22.51)	0.914*** (7.78)	0.035 (1.24)
Age	-0.003 (-0.05)	0.268*** (7.94)	-0.279*** (-10.29)	0.004 (0.06)	0.268*** (7.95)
ROA	-1.083*** (-4.78)	-0.061 (-1.36)	0.156 (1.05)	-1.091*** (-4.81)	-0.061 (-1.36)
Growth	0.122***	-0.003	0.056***	0.120***	-0.003

续表 5.5 董责险与控股股东股权质押回归结果

	(6.14)	(-0.73)	(3.19)	(6.07)	(-0.73)
SOE	-1.257***	-0.222**	-0.073***	-1.255***	-0.222***
	(-22.89)	(-10.01)	(-3.43)	(-22.85)	(-10.00)
Top1	-0.293***	-0.079***	-0.08***	-0.292***	-0.079***
	(-4.44)	(-3.90)	(-2.77)	(-4.42)	(-3.89)
Dual	0.061	-0.006	0.021	0.060	-0.006
	(1.62)	(-0.75)	(1.00)	(1.60)	(-0.75)
Boardsize	-0.123	-0.002	-0.045	-0.125	-0.002
	(-1.01)	(-0.08)	(-0.84)	(-1.02)	(-0.08)
INDEP	-0.2	-0.066	0.550***	-0.218	-0.065
	(-0.49)	(-0.90)	(2.87)	(-0.53)	(-0.90)
SBA	-0.321***	-0.066***	0.026	-0.321***	-0.066***
	(-6.88)	(-5.24)	(1.16)	(-6.89)	(-5.24)
Cons	0.671	-2.790***	15.94***	0.231	-2.782***
	(0.49)	(-6.05)	(26.70)	(0.17)	(-6.04)
Pseudo R ² /R ²	0.2034	0.1191	0.1607	0.2039	0.1186
Ind/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
FE	-	Yes	-	-	Yes
N	25171	25171	25171	25171	25171

注：括弧中为 z/t 统计量，是采用公司层面聚类标准差计算出的 P 值

5.3 稳健性检验

为保证分析结论的稳健性，本文从内生性检验、指标敏感性检验以及其他相关角度进行稳健性检验。

5.3.1 内生性检验

目前，我国资本市场监管方并非要求上市公司强制披露董责险投保情况，加之分析中所用的部分数据通过人工检索上市公司公告而得来，致使数据有存在样本选择性偏误的可能。换句话说，有可能出现某家上市公司虽投保了董责险，但因未发公告而被错误地归类为未投保的样本公司之中。此外，由于我国董责险的普及率还较低，投保董责险的上市公司往往发展质量较高，其内部治理机制也较为完善，投保公司也可能是已经保险公司筛选后的结果。也就是说，前文的分析

结果也许并非是董责险所起到的激励作用，而是保险公司的“筛选效应”所致。因此，为了验证分析结论的可靠性，进行以下内生性检验：

5.3.1.1 PSM 倾向得分匹配

首先采用 PSM 倾向得分匹配法，进行内生性检验。对于该检验方法，选择匹配变量是关键。为了使处理组和对照组的样本特征尽可能得相似，借鉴我国学者胡国柳（2018）和张曾莲和徐方圆（2021）在相关研究中的处理，以分析中的控制变量作为匹配变量进行 1：1 的无放回匹配。

具体步骤如下：首先，以是否投保董责险将 25171 个观察样本分为相应的实验组和控制组，分别以股权质押数量和质押比率作为结果变量，通过对匹配变量进行 Logist 回归得到每个观测值的倾向性得分。分值越接近，表明样本公司购买董责险的可能性越相似。其次，采用最近邻匹配法为每一个投保董责险的样本公司按照 1：1 的比例进行无放回地匹配，可以为已投保董责险的样本公司匹配到一个投保倾向性最接近的未投保样本公司，从而进行对比观察，PSM 匹配的有效性检验结果详见表 5.6。最后，在满足 PSM 的平行假设时可以发现，无论是以股权质押数量还是质押比率作为结果变量，匹配后的变量标准化偏差均小于 5%，说明匹配后的样本公司在其他特征上更为接近。同时，t 检验结果说明，处理组与控制组并无系统性差异，联合检验的结果也不能拒绝原假设（LR chi2 值为 6.03，p 值为 0.872），表明通过了平行假设的检验。

表 5.6 PSM 平行性假设检验

变量	未匹配 U/ 匹配 M	以 PLD/PLR 对应的变量进行匹配				
		实验组	控制组	标准化偏 差 (%)	T	t-test p> t
Size	U	3.145	3.092	81.7	37.01	0
	M	3.145	3.146	-1.4	-0.4	0.689
Lev	U	0.53	0.451	38.3	15.32	0
	M	0.53	0.534	-2.1	-0.63	0.532
Age	U	2.909	2.720	49.7	18.99	0
	M	2.909	2.907	0.5	0.15	0.884
ROA	U	0.311	0.036	-7.5	-3.04	0.002
	M	0.311	0.029	3.1	0.97	0.334
Growth	U	0.166	0.203	-7.6	-3.01	0.003

续表 5.6 PSM 平行性假设检验

	M	0.166	0.153	2.5	0.8	0.426
SOE	U	0.669	0.374	61.7	24.73	0
	M	0.669	0.650	4	1.21	0.228
Top1	U	3.501	3.455	10	3.99	0
	M	3.501	3.507	-1.4	-0.42	0.673
Dual	U	0.133	0.261	-32.6	-11.99	0
	M	0.133	0.124	2.3	0.8	0.421
Boardsize	U	2.194	2.142	25.3	10.37	0
	M	2.194	2.192	1.2	0.35	0.729
INDEP	U	0.378	0.372	12.2	5.01	0
	M	0.378	0.379	-1.5	-0.42	0.677
SBA	U	0.727	0.688	6.7	2.65	0.008
	M	0.727	0.723	0.6	0.16	0.869
LR chi2	U			1699.51 (0.000)		
(p) 值	M			6.03 (0.872)		

随后，对匹配后的样本数据进行回归分析（见表 5.7）可以发现，无论是以股权质押数量还是质押比率作为结果变量，控股股东股权质押的系数都显著为负，表明了结果的稳健性。在对企业特征进行控制之后，投保董责险对控股股东股权质押的约束效应依然显著。

表 5.7 基于 PSM 的董责险对控股股东股权质押约束效应检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	PLD	PLD	PLR	PLR
INS	-0.193** (-2.12)	-0.225** (-2.45)	-0.033* (-1.7)	-0.041** (-2.01)
Cons	-0.584 (-1.14)	13.662*** (5.72)	0.002 (0.03)	-0.374 (-0.60)
Control	No	Yes	No	Yes
Ind/Year	Yes	Yes	Yes	Yes
FE	-	-	Yes	Yes
Pseudo R ² /R ²	0.0595	0.1124	0.0004	0.0022
N	3131	3131	3131	3131

注：若 Control 标记为 Yes，则代表加入了一系列的控制变量。限于篇幅，未能对相关系数及其显著性做出详尽的展示。

5.3.1.2 工具变量法

应用第二种方法，即工具变量法对分析结果进行内生性检验。工具变量法的核心在于，找到能够满足相关性与外生性的工具变量，即与内生解释变量相关，但与扰动项不相关。类似研究常常选取的工具变量有独董的海外工作背景、是否为外资上市公司、上市公司所在省份金融机构数量，等等。选取独董海外工作背景的原因在于，发达经济体的上市公司，董责险投保率高达 90%以上（凌士显和白锐锋，2017），由此可以假定，具有海外工作背景的独立董事越多，投保董责险的概率越高；是否为外资上市公司常被选为工具变量的理由也类似。不过，针对本文的研究内容，此类工具变量并不适用。股权质押作为融资方式，是伴随着资本市场不断完善与发展而逐渐受到上市公司控股股东的青睐，与海外及外资背景关联度不高，不能满足工具变量外生性的要求。由此，本文选取上市公司所在省域的投保状况作为工具变量。该做法的合理性在于，上市公司所在地的投保情况越好，代表该省域保险行业发展环境越完善，董责险也越有可能被广泛认识和推广；此外，没有明显证据表明，上市公司所在地投保状况与股权质押行为之间存在着直接的联系。因此，该工具变量符合相关性和外生性的要求。

为了衡量上市公司所在省域的投保状况，可供选取的代理变量有保费收入（Income）、保费密度（Density = 保费收入/总人口，反映该省域内的民众参保程度）、保费深度（Depth = 保费收入/国内生产总值，反映该省域保险业在整个国民经济中的地位，单位%）。考虑到被解释变量为 0-1 的变量，借鉴李从刚等（2020）的设计，运用工具变量（IV Probit）模型进行极大似然估计。作为参照，同时展示出广义矩估计（GMM）和有限信息极大似然法（LIML）回归的结果（详见表 5.8¹）。表 5.8 中的 Panel A 显示的是第一阶段的回归结果，工具变量的回归系数均在 1% 水平上显著，表明工具变量具有较好的解释力；Panel B 显示的是第二阶段的回归结果，控股股东股权质押的估计系数在 1% 水平上显著为负，说明在控制了内生性问题之后，董责险仍显著约束了控股股东股权质押行为，再次验证了 H_{1a}。

¹ 有限信息极大似然法（LIML）对于弱工具变量更加不敏感，是一种更为稳健的估计方法；如果扰动项存在异方差或自相关问题，更为有效的估计方法是广义矩估计（GMM）。

表 5.8 工具变量法回归结果

PanalA	INS	PanalB	PLD		
			(1) IV Probit	(2) GMM	(3) LIML
Income	-0.009*** (-5.87)				
Density	0.020*** (9.37)				
Depth	0.017** (2.11)	Predicted INS	-4.447*** (-6.22)	-1.215*** (-5.76)	-1.297*** (-5.88)
Size	0.701*** (21.04)	Size	4.508*** (7.82)	1.340*** (7.92)	1.402*** (7.90)
Lev	0.001 (0.12)	Lev	0.551*** (8.68)	0.170*** (8.72)	0.168*** (8.62)
Age	0.045*** (10.45)	Age	0.448*** (9.76)	0.132*** (9.89)	0.137*** (9.75)
ROA	-0.077*** (-2.87)	ROA	-1.760*** (-9.10)	-0.580*** (-9.20)	-0.590*** (-9.83)
Growth	-0.006** (-2.05)	Growth	0.109*** (4.86)	0.038*** (5.61)	0.038*** (5.49)
SOE	0.056*** (15.12)	SOE	-1.138*** (-24.15)	-0.392*** (-27.62)	-0.388*** (-26.77)
Top1	0.032*** (6.16)	Top1	-0.150*** (-3.43)	-0.053*** (-3.90)	-0.050*** (-3.65)
Dual	-0.015*** (-4.08)	Dual	0.039 (1.45)	0.015* (1.84)	0.014 (-2.43)
Boardsize	0.029*** (2.99)	Boardsize	-0.162** (-2.31)	-0.054*** (-2.68)	-0.052** (-2.43)
INDEP	0.19*** (5.49)	INDEP	0.660** (2.35)	0.163* (1.91)	0.181** (2.11)
SBA	0.042*** (10.46)	SBA	-0.109*** (-2.59)	-0.049*** (-3.75)	-0.045*** (-3.46)
Cons	-2.425*** (-25.62)	Cons	-14.276*** (-7.12)	-3.669*** (-6.21)	-3.893*** (-6.30)
Pseudo R ²	0.0756	Chi2 (1)	3.969 (0.1374)	5.21 (0.0739)	5.21 (0.0738)
N	25081	N	25081	25081	25081

注：Chi2（1）值是过度识别的检验结果。

应用工具变量法进行稳健性检验，还需通过弱工具变量检验内生变量和工具变量的相关性。特别是当模型中出现的工具变量个数大于内生解释变量个数时，

需进行过度识别检验。过度识别的检验结果见表 5.8 中的 Chi2 (1) 值，其对应的 p 值均大于 0.05，表明所选取的工具变量皆为外生变量。弱工具变量的检验结果（见表 5.9）表明，CLR、K-J、AR 和 Wald 的 p 值均在 1% 或 5% 水平上显著，证明所选择的工具变量均不是弱工具变量。

表 5.9 弱工具变量检验结果

Test	Statistic	Test	Statistic	Test	Statistic
CLR	60.84***	K-J	<n.a.>	J	6.62**
K	58.20***	AR	64.81***	Wald	38.66***

5.3.2 指标敏感性检验

考虑到指标设定也会影响到分析结果的稳健性，有必要进行指标敏感性检验：通过替换解释变量的代理变量，选择投保董责险时间长度（年数）的自然对数（Buytime）连续变量替代是否投保董责险的虚拟变量；同时，将被解释变量的代理变量股权质押数量和质押比率，替换为控股股东累计质押股数占公司总股本比例（PLR2）（刘骞文等，2021）。对模型（1）重新进行回归（见表 5.10），可以发现，结果与前文分析保持一致，表明在排除指标设定对结果的影响后，分析结果依然稳健。

表 5.10 替换变量后的回归结果

	替换解释变量				替换被解释变量	
	PLD	PLR	PLD	PLR	PLR2	PLR2
INS/	-0.229***	-0.113**	-0.035***	-0.020***	-0.018***	-0.016***
Buytime	(-5.07)	(-2.31)	(-4.55)	(-2.59)	(-3.89)	(-3.48)
Size		0.093		0.941***		0.273***
		(0.20)		(6.02)		(5.07)
Lev		0.948***		0.034		0.026***
		(8.10)		(1.23)		(2.85)
Age		-0.001		0.267***		0.088***
		(-0.01)		(7.91)		(7.35)
ROA		-1.080***		-0.061		-0.007
		(-4.77)		(-1.36)		(-0.45)
Growth		0.121***		-0.003		-0.005***

续表 5.10 替换变量后的回归结果

		(6.12)		(-0.73)		(-3.38)
SOE		-1.256***		-0.222***		-0.069***
		(-22.90)		(-10.03)		(-9.85)
Top1		-0.294***		-0.079***		0.054***
		(-4.45)		(-3.89)		(7.87)
Dual		0.061		-0.006		-0.005*
		(1.63)		(-0.76)		(-1.67)
Boardsize		-0.124		-0.002		0.001
		(-1.01)		(-0.08)		(0.14)
INDEP		-0.189		-0.065		0.001
		(-0.46)		(-0.90)		(0.05)
SBA		-0.321***		-0.066***		-0.013***
		(-6.89)		(-5.22)		(-3.62)
Cons	-0.955***	0.718	0.083	-2.768***	0.015	-1.135***
	(-4.37)	(0.53)	(0.82)	(-5.99)	(0.28)	(-6.92)
Pseudo R ² / R ²	0.0739	0.2034	0.0408	0.1205	0.0293	0.1118
Year/Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
FE	-	-	Yes	Yes	Yes	Yes
N	25171	25171	25171	25171	25171	25171

5.3.3 其他稳健性检验

本文选取样本的时间区间限定在 2003-2020 年间。2018 年 1 月 12 日，为防止股权质押比例进一步扩大，《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》（简称《股票质押新规》）正式颁布。此次修订主要聚焦于两个方面：其一，明确规定了股票质押比例的上限，即个体股权质押率应小于等于 60%，且不允许单只股票质押数占其总股数比例超过 50%；第二，对质押资金的流向进行了严格限制。在《股票质押新规》正式出台并实施后，资本市场的股权质押规模有所降低，相应的风险也有所下降。因此，为排除其他可能对分析结果形成影响的因素，剔除 2018 年及之后的数据进行稳健性检验。此外，如果样本公司在研究区间内只投保过一次董责险，对其股权质押行为的影响可能也很小（邢斐，2020）。因此，将只投保过一次董责险的样本公司也排除在外。此外，考虑到金融危机对上市公司财务决策的巨大冲击，也剔除 2008 年间的的历史数据（姜付秀等，2020）。对模型（1）进行再次回归（见表 5.11），可以发现：在分别剔除了《股

票质押新规》出台对股权质押影响的年度数据、只投保董责险一次的样本数据，以及金融危机对财务决策影响的年度数据后，结果均与前文保持一致，再次证明了分析结论的稳健。

表 5.11 其他稳健性检验回归结果

	剔除2018年及之后		剔除只投保一次董责险		剔除2008年数据	
	PLD	PLR	PLD	PLR	PLD	PLR
INS	-0.253*	-0.052***	-0.266***	-0.040***	-0.266***	-0.038***
	(-1.93)	(-3.06)	(-2.64)	(-2.59)	(-2.89)	(-2.82)
Size	-0.372	0.991***	0.105	0.962***	0.092	0.945***
	(-0.69)	(5.71)	(0.23)	(6.15)	(0.20)	(5.94)
Lev	0.949***	0.036	0.943***	0.034	0.972***	0.034
	(-6.91)	(1.18)	(8.05)	(1.22)	(8.41)	(1.20)
Age	0.093	0.202***	0.002	0.264***	-0.012	0.271***
	(1.45)	(5.46)	(0.03)	(7.80)	(-0.20)	(8.02)
ROA	-1.659***	-0.020	-1.071***	-0.053	-1.025***	-0.042
	(-4.89)	(-0.34)	(-4.68)	(-1.17)	(-4.48)	(-0.92)
Growth	0.127***	-0.005	0.124***	-0.003	0.121***	-0.003
	(6.16)	(-1.10)	(6.18)	(-0.63)	(5.94)	(-0.73)
SOE	-1.195***	-0.249***	-1.256***	-0.222***	-1.277***	-0.218***
	(-18.80)	(-9.21)	(-22.79)	(-9.95)	(-23.36)	(-9.75)
Top1	-0.252***	-0.095***	-0.293***	-0.083***	-0.294***	-0.073***
	(-3.28)	(-4.04)	(-4.43)	(-4.04)	(-4.46)	(-3.62)
Dual	0.020	-0.007	0.059	-0.006	0.066*	-0.005
	(0.44)	(-0.77)	(1.57)	(-0.72)	(1.76)	(-0.54)
Boardsize	-0.099	0.002	-0.124	-0.004	-0.116	-0.003
	(-0.72)	(0.09)	(-1.01)	(-0.16)	(-0.95)	(-0.10)
INDEP	0.031	-0.032	-0.183	-0.073	-0.182	-0.063
	(0.07)	(-0.42)	(-0.44)	(-1.00)	(-0.45)	(-0.86)
SBA	-0.336***	-0.069***	-0.319***	-0.067***	-0.315***	-0.064***
	(-6.09)	(-4.94)	(-6.82)	(-5.30)	(-6.78)	(-5.08)
Cons	1.633	-2.757***	0.672	-2.811***	0.710	-2.816***
	(1.03)	(-5.34)	(0.49)	(-6.08)	(0.52)	(-5.99)
Pseudo R ² / R ²	0.2044	0.1545	0.2033	0.1200	0.2045	0.1150
Year/Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
FE	-	Yes	-	Yes	-	Yes
N	18142	18142	25041	25041	24199	24199

6 进一步分析

本文以股权质押为视角，探讨了董责险对控股股东股权质押行为可能形成的影响。不过，因投保董责险而促成的控股股东股权质押行为变化是否提升了企业整体的治理水准、作为外部治理机制的董责险与企业内部的治理机制之间存在着怎样的关联，以及董责险的外部治理机制有效性如何，仍有待于得到进一步的分析。

6.1 董责险对控股股东股权质押的治理效应分析

控股股东股权质押，作为本文所选取的研究视角，近年来已成为备受关注的研究议题。然而，股权质押只是无数融资方式中的一种。基于善意动机的股权质押只是为了激活“静态”的股权，发挥财务资源的杠杆作用。因此，若将董责险视为一种外部监督机制，除了验证其对于控股股东股权质押行为具有约束之外，还应针对其是否能够提升投保公司整体治理状况做出进一步的分析。由此，选取利益侵占行为作为股权质押的动机及经济后果，在控制了董责险的直接效应后，需要检验董责险通过约束控股股东股权质押的行为是否实现了公司治理水平的提升和经济后果的改善。

对于经济后果而言，由于股权质押后的控制权与现金流权分离度加大，造成控股股东提高公司价值的动机弱化，却有可能强化其侵占公司资源的动机，进一步“掏空”行为会对公司价值产生负面影响(郝项超和梁琪, 2009; 郑国坚等, 2014)。在上市公司投保董责险之后，保险公司为避免大额诉讼和索赔，利用其先进的信息收集与处理能力，及时发现控股股东的私利行为，并依据严密的合同条款，对投保公司的董监高进行监督和约束，甚至采取必要的行动。此种情况下，为谋取私利的控股股东利用控制权实施利益侵占行为的风险与难度大大提升。在权衡风险与收益之后，控股股东会倾向于主动减少机会主义行为。由此，可以认为，通过对控股股东行为的约束与监督，董责险有助于减少股权质押后的利益侵占行为。为验证此推断，构建模型(6)：

$$RPT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times PLD_{i,t} + \alpha_2 \times INS_{i,t} \times PLD_{i,t} + \alpha_3 \times INS_{i,t} + \alpha_4 \times control_{i,t} + Year + Ind + \varepsilon \quad (6)$$

将利益侵占行为视为股权质押的经济后果,对其加以衡量的方法主要有两种:一种是控股股东对上市公司的资金占用(李增泉,2004;姜国华,2005);另一种是上市公司与控股股东之间的关联交易(余明桂,2004)。由于自2003年始,我国证监会加强了对控股股东占款行为的监管,使之不再能够利用此种方式实现侵占行为。因此,选择上市公司与控股股东间的关联交易来衡量控股股东利益侵占行为,以上市公司的关联交易总额作为代理变量(剔除合作项目、许可协议、研究与开发成果、关键管理人员报酬以及其他事项5种没有“掏空”倾向的关联交易事项)。同时,由于外部治理机制与上市公司内部治理机制存在着交互效应(郑志刚等,2011;凌士显和刘澳,2017;李从刚等,2020),因此将控股股东股权质押与董责险的交互项(PLD/PLR*INS)作为解释变量,当系数显著为负时,表明董责险显著抑制了控股股东股权质押后的利益侵占行为,发挥了积极的治理效应。

回归分析的结果表明(见表6.12):首先,控股股东股权质押和质押比率的系数均在1%水平下显著为正,表明控股股东股权质押或质押率上升的确会增加上市公司的关联交易,加大了利益侵占行为发生的机率(见表6.12中的列1和列3);其次,股东股权质押与董责险的交互项系数分别在5%和1%水平下显著为负,表明董责险能够有效约束控股股东在股权质押后的利益侵占行为,提升了公司治理的情况(见列2和列4)。由此,通过约束控股股东股权质押的行为,董责险能够提升公司治理水平和改善经济后果的治理效应得以验证。

表 6.12 董责险治理效应的检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	RPT	RPT	RPT	RPT
PLD/PLR	0.233*** (7.89)	0.244*** (8.04)	0.494*** (11.87)	0.514*** (12.15)
PLD/ PLR *INS		-0.213** (-2.09)		-0.481*** (-2.86)
INS		0.027 (0.55)		0.043 (0.89)
Size	21.723*** (77.97)	21.713*** (77.04)	21.729*** (78.11)	21.698*** (77.04)
Lev	3.285*** (40.43)	3.286*** (40.43)	3.241*** (39.83)	3.245*** (39.85)
Age	0.249*** (6.13)	0.250*** (6.14)	0.229*** (5.64)	0.230*** (5.63)

续表 6.12 董责险治理效应的检验结果

ROA	-1.858*** (-8.39)	-1.859*** (-8.39)	-1.735*** (-7.83)	-1.738*** (-7.84)
Growth	0.050** (2.12)	0.050** (2.12)	0.049** (2.06)	0.049** (2.08)
SOE	0.275*** (8.60)	0.276*** (8.64)	0.322*** (10.07)	0.322*** (10.08)
Top1	0.231*** (5.40)	0.230*** (5.37)	0.256*** (5.99)	0.254*** (5.94)
Dual	-0.227*** (-7.04)	-0.228*** (-7.07)	-0.220*** (-6.87)	-0.221*** (-6.90)
Boardsize	-0.051 (-0.7)	-0.051 (-0.70)	-0.041 (-0.57)	-0.044 (-0.61)
INDEP	-0.966*** (-3.61)	-0.959*** (-3.58)	-0.946*** (-3.55)	-0.942*** (-3.53)
SBA	-0.170*** (-5.07)	-0.171*** (-5.06)	-0.157*** (-4.68)	-0.158*** (-4.69)
Cons	-50.259*** (-61.63)	-50.238*** (-60.57)	-50.405*** (-61.92)	-50.305*** (-60.70)
R ²	0.4681	0.4681	0.4698	0.470
N	23278	23278	23278	23278
Ind/Year	Yes	Yes	Yes	Yes

6.2 董事会治理对董责险治理效应的影响分析

董责险作为独立的治理机制，其治理效应的发挥是否会因上市公司董事会的治理状况不同而表现出差异呢？在进一步分析中，从董事会规模、独董比例以及股权制衡度三个方面来考察董事会治理对董责险治理效应的影响。

1. 董事会规模异质性分析

董事会规模可能对董责险治理效应形成影响的原因在于，一方面，董事会规模越大，其成员构成也越倾向于多样化和专业性，所提供的意见也会越全面，更有利于广开言路；另一方面，董事会规模越大，其成员数量和多样性会决定了少数成员的自利行为施行难度加大，所形成的制约更有利于董事会治理作用的发挥（袁春生和韩洪灵，2008；张瑞纲和张浩，2019；李从刚等，2020）。

为了验证董事会规模对董责险治理效应的影响，以中位数为界将样本公司分为大规模董事会和小规模董事会两个组，分别进行检验。结果表明（见表 6.13），

无论董事会规模是大是小，董责险的回归系数皆为负，但在显著性上差异较大。这表明董事会规模的大小对董责险治理效应的影响存在差异性：规模越大，对董责险治理效应的影响越显著（在 5% 水平上呈现出显著），对控股股东股权质押行为的约束作用也越强。

2. 独董比例异质性分析

独董比例对董责险治理效应会形成影响的原因在于，一般意义上的独立董事，往往并不持有上市公司的股份，也不参与企业日常经营实务，且往往顾及自身的声誉，从而形成制衡监督机制，有利于对中小股东利益的保护。而且，由于与上市公司并无利益联结，大股东出于私利动机的举动往往无法牵制独立董事，由此独董制度对于大股东“掏空”或其他损害公司的行为来说，可形成有效的掣肘（谢志华等，2016；梁权熙和曾海舰，2016）。

为了验证独董规模对董责险治理效应的影响，同样以中位数为界，将样本公司分为独董比例大和独董比例小的两组，分别进行检验。结果表明（见表 6.13），无论独董比例如何，董责险回归系数为负，但在显著性上存在着差异。这意味着，上市公司的独董比例越高，董责险所能发挥的治理效应越强（在 1% 水平上呈现出显著），对控股股东股权质押行为的约束作用也越强。

3. 股权制衡度异质性分析

股权制衡度会对董责险治理效应形成影响的原因在于，在股权制衡度较低的上市公司内容易形成“一言堂”，股东做出的决策更具个人倾向；而当股权制衡度较高时，多个大股东共享控制权，彼此之间形成制约，不易出现少数股东侵占中小股东利益而攫取私利的行为（柯艳蓉等，2020；姜付秀等，2020；党宏欣，2022）。

为了检验股权制衡度对董责险治理效应的影响，同样以中位数为界，将样本公司分为股权制衡度高和低的两组，分别进行检验。结果表明（见表 6.13），无论股权制衡度高低，董责险回归系数仍为负，但显著性会呈现差异。能够说明的是，上市公司的股权制衡度越高，董责险所能发挥的治理效应越强（在 1% 水平上呈现出显著），对股权质押的约束作用也越强。

表 6.13 董事会治理对董责险治理效应影响的异质性分析

	PLD		PLD		PLD	
	(1) Board 大	(2) Board 小	(3) INDEP 大	(4) INDEP 小	(5) SBA 高	(6) SBA 低
INS	-0.266** (-2.38)	-0.192 (-1.64)	-0.243*** (-2.61)	-0.578 (-1.50)	-0.380*** (-3.55)	-0.148 (-1.01)
Size	0.862 (1.54)	1.449*** (2.59)	1.158*** (2.80)	1.498 (0.71)	1.531*** (2.92)	0.850 (1.50)
Lev	0.207 (1.37)	-0.006 (-0.34)	0.028 (0.92)	0.041 (0.48)	0.107* (1.90)	-0.007 (-0.27)
Age	0.001 (0.02)	0.133* (1.67)	0.063 (1.12)	0.025 (0.06)	0.081 (1.14)	0.055 (0.69)
ROA	0.085 (1.38)	-0.152** (-1.99)	0.012 (0.97)	0.535 (1.59)	0.044* (1.92)	-0.446** (-2.45)
Growth	-0.000 (-1.21)	0.001 (1.40)	-0.000 (-1.63)	-0.020 (-0.50)	-0.000** (-2.46)	-0.000 (-0.37)
SOE	-1.134*** (-18.42)	-1.466*** (-17.41)	-1.218*** (-21.96)	-1.198*** (-5.20)	-0.921*** (-12.83)	-1.406*** (-19.21)
Top1	-0.399*** (-5.35)	-0.316*** (-3.45)	-0.383*** (-6.19)	-0.325 (-1.03)	-0.010 (-0.16)	-0.361*** (-4.35)
Dual	0.036 (0.75)	0.080 (1.50)	0.051 (1.34)	0.209 (0.83)	0.044 (0.94)	0.084 (1.44)
Boardsize	- -	- -	-0.125 (-1.26)	0.450 (0.81)	-0.372** (-2.44)	0.105 (0.61)
INDEP	0.014 (0.02)	-0.178 (-0.39)	- -	- -	-0.562 (-1.08)	0.068 (0.13)
SBA	-0.376*** (-0.07)	-0.358*** (-5.56)	-0.371*** (-8.52)	-0.503** (-2.04)	- -	- -
Cons	-1.294 (-0.77)	-3.347* (-1.88)	-2.039 (-1.62)	-4.211 (-0.72)	-4.29*** (-2.69)	-1.416 (-0.82)
Pseudo R ²	0.1878	0.1804	0.1871	0.1811	0.1474	0.2358
N	16445	8726	24767	360	12584	12587
Ind/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

6.3 董责险治理效应的有效性分析

董责险能够发挥治理效应的前提在于，保险公司出于避免大额赔付的考虑，会对投保公司的潜在风险进行密切而严苛的外部监督。与此同时，作为一种灵活、便捷和低门槛的融资方式，控股股东与中小股东进行股权质押时所需满足的融资需求有所不同：前者可能出于融资需求，但也可能基于利益侵占的恶意动机（黎来芳，2005；郝项超和梁琪，2012）；而后者多是为了满足个人的融资需求。若采取一刀切的股权质押限制政策，并不利于实体经济的健康发展。由此，本文建立模型（7），检验董责险在约束控股股东股权质押行为时所发挥的治理效应，是否对中小股东的股权质押行为也造成了影响。

$$PLD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times INS_{i,t} + \alpha_2 \times control_{i,t} + Year + Ind + \varepsilon \quad (7)$$

在模型（7）中， $PLD_{i,t}$ 为中小股东的股权质押比例。计算该比例所需的中小股东股权质押股份数，由样本公司股权质押总股份数减去控股股东（或大股东）的股权质押股份数计算得到。其他变量的设定及回归方法选取均与主模型保持一致。其中，被解释变量 $PLD_{i,t}$ 为中小股东股权质押的虚拟代理变量，解释变量 $INS_{i,t}$ 的系数为 α_1 ：若 α_1 显著为负，表明投保董责险会显著抑制中小股东股权质押行为；若 α_1 不显著，则表明董责险对于中小股东的股权质押行为并无明显的影响。对于中小股东的定义，根据既有研究的做法，可将非控股股东、持股比例不超过 10%（姜付秀，2018）或不超过 5% 的股东（朱冰，2018）确定为中小股东。

回归结果（见表 6.14）表明，董责险的系数均为负，表明董责险对股权质押行为同样具有约束作用，但显著性从列（1）-（3）呈现依次下降趋势，表明中小股东持股比例越低，董责险对其股权质押行为的约束作用越小。究其原因，与控股股东不同，中小股东在行动上缺乏一致性，难以对上市公司决策形成影响，股权质押也是往往出于单纯的融资需求。此结果也从某种程度验证了，董责险对可能存在道德风险的控股股东股权质押行为发挥着治理效应的同时，对不存在恶意动机的中小股东股权质押行为不会形成显著的约束作用，佐证了董责险作为外部治理机制的有效性。

表 6.14 董责险对中小股东股权质押行为的约束作用检验

	(1) 非控股股东	(2) 中小股东 持股 10%	(3) 中小股东 持股 5%
INS	-0.231*** (-3.00)	-0.132* (-1.78)	-0.086 (-1.16)
Size	0.645 (1.35)	2.147*** (4.86)	3.027*** (6.75)
Lev	0.218* (1.86)	0.078 (0.70)	0.088 (0.79)
Age	-0.217*** (-2.94)	-0.227*** (-3.33)	-0.205*** (-2.94)
ROA	-0.644*** (-2.83)	-0.772*** (-3.51)	-0.519** (-2.39)
Growth	0.167*** (6.43)	0.151*** (5.84)	0.114*** (4.46)
SOE	-0.741*** (-12.62)	-0.649*** (-12.77)	-0.570*** (-11.08)
Top1	-0.155** (-2.22)	-0.386*** (-5.97)	-0.363*** (-5.59)
Dual	-0.013 (-0.31)	0.001 (0.04)	0.023 (0.58)
Boardsize	-0.088 (-0.64)	-0.051 (-0.41)	-0.033 (-0.25)
INDEP	-0.098 (-0.21)	-0.344 (-0.84)	-0.389 (-0.92)
SBA	0.525*** (10.08)	0.216*** (4.46)	0.051 (1.08)
Cons	0.590 (1.01)	1.721*** (3.18)	1.506*** (2.72)
Pseudo R ²	0.1413	0.1206	0.0901
N	14451	14451	14451
Ind/Year	Yes	Yes	Yes

注：由于中国证券登记结算有限公司自 2014 年 3 月起才开始公开披露上市公司股权质押信息，因此，本部分的回归分析仅采用了 2014 年之后的数据。

7 结语

7.1 研究结论

采用理论分析与实证检验相结合的方法，本文选取 A 股上市公司在 2003—2020 年间的 25171 个观察样本，针对董责险对控股股东股权质押行为能否发挥治理效应及其作用机理展开大样本分析。得到以下研究结论：

第一，上市公司投保董责险，约束了控股股东股权质押行为。此结论支持了董责险可发挥外部监督作用的假说，验证了部分国内学者的研究结论。不过，此结论与大多数基于西方发达经济体的研究结论存在差异。其原因在于：上市公司所在国法制环境与上市公司购买董责险的需求存在差异。在我国当前的法制环境下，高管因决策失误引发诉讼甚至波及到个人财产的几率还不高；与此同时，保险公司因顾忌高额诉讼赔偿费用，对投保上市公司持高度谨慎态度，且对违法违规行为不予赔偿，促使投保的上市公司主动约束自身的控股股东股权质押行为。

第二，董责险主要是通过降低大股东与中小股东的冲突（第二类代理成本），对控股股东股权质押行为发挥约束作用。虽然股东同享现金流权，但控股股东还享有较大的控制权，因此，对于控股股东来说，两权分离程度越大，越有侵占中小股东利益的动机。当上市公司投保董责险，保险公司会加强对大股东利益侵占行为的监督，在一定程度上保护了中小投资者的利益，降低了两类股东之间的代理冲突。由此，发挥了对控股股东股权质押行为的约束作用。

第三，通过约束控股股东股权质押的行为，董责险能够提升公司治理水平和改善经济后果的治理效应得以验证。上市公司投保董责险之后，保险公司为避免大额诉讼和索赔，会依据合同条款，对投保公司的董监高进行监督和约束，甚至采取必要的行动，使为谋取私利的控股股东利用控制权实施利益侵占行为的风险与难度提升。在权衡风险与收益之后，控股股东会倾向于主动减少机会主义行为，实现了公司治理水平的提升和经济后果的改善。

第四，董责险治理效应的发挥会因上市公司自身董事会治理状况的不同而呈现出差异。具体而言，上市公司的董事会规模越大、独董比例越高，以及股权制衡度越高，董责险越能够有效发挥公司治理效应。原因在于，董事会规模越大，

其组成成员越倾向多样化和专业性；同时，独董比例越高越能够更好地形成制衡机制，股权制衡度越高也使得控股股东攫取控制权私利、侵犯中小股东利益等行为越难以实行。如此以来，皆会强化董责险的治理效应。

第五，董责险对于股权质押行为的约束作用存在明显的异质性。董责险对于可能存在道德风险的控股股东股权质押行为约束治理效应显著。与此同时，对于只为了满足个人的融资需求，并不存在私利动机的中小股东股权质押的约束效应并不显著；而且，中小股东所持股份越小，约束效应越不显著，佐证了董责险作为独立外部治理机制的有效性。

7.2 管理启示

发展至今，董责险在我国的投保率不算高，表明上市公司对其外部治理效应的认知有限，未能将其视为有效的治理工具。由此，结合现实背景以及研究结论，本文总结出以下管理启示：

首先，对于政策制定者及监管部门来说，需充分认识到董责险在公司治理方面所能发挥的重要作用，成为政策制定和制度保障的驱动因素，推动我国上市公司的董责险投保率达到全球平均水准。由于现阶段我国上市公司并未被强制要求披露董责险相关信息，导致上市公司是否投保、投保及理赔金额等相关信息不甚明朗，使政策出台、监督措施完善，以及学术研究实施无据可依。由此，需政策制定者及监管部门尽快出台针对董责险信息披露方面的相关规定，引导上市公司合理利用保险工具，助力上市公司达成逐步整体提升治理水准的目标。

其次，本文的研究结论验证了董责险作为外部治理机制的有效性，为激发上市公司投保董责险的热情提供了实证依据。虽然此结论依然尚待得到更多大样本实证经验的验证，但上市公司亟待转变观念，正确看待董责险，扭转董责险只是为管理能力低下的董监高而购买的认识误区。同时，上市公司还需认识到，为了充分发挥董责险的外部治理效应，企业自身的内部治理机制也需不断完善和提升，只有内外部治理效应共同发力，才能真正有效完善上市公司整体的治理机制。

第三，董责险对上市公司控股股东股权质押行为具有约束作用的研究结论表明，投保董责险后，保险公司作为独立的外部监督主体，会对上市公司的组织机构行为发挥外部监督作用，有助于上市公司约束控股股东的自利行为，提升了公

司整体的治理水平。与此同时，上市公司也应加强自身对董监高群体的监督，厘清该群体所做决策的内部驱动因素和可能造成的经济后果，防止少数股东出于私利动机，侵占广大中小股东的权益，进而损害公司的长远发展，甚至给我国资本市场带来负面影响及不可预料的风险。

7.3 局限与展望

本文虽力求逻辑性与合理性，但鉴于作者有限的个人能力、缺失的相关数据等原因，导致文章存在很多的不足与局限。局限性主要体现在以下方面：

首先，在样本选取上，只考虑到尽量保证数据的完整，故选择了沪深 A 股上市公司在 2003-2020 年间的的数据为样本，没能从行业角度区分董责险治理效应可能存在的差异性。

其次，对于董责险治理效应的分析，与既有大多数文献一样，本文采用了大样本实证研究的方式。事实上，上市公司之间存在着个体特殊性和差异性，本文的研究结论并未能完整地揭示出董责险的公司治理效应，若能结合具体的案例分析会更具说服力。

针对本文存在的局限性，在未来的研究中可做出如下改进：

第一，针对董责险的治理效应，开展分行业的研究。根据不同行业的投保时间、投保金额等信息，针对不同行业所特有的风险呈现出董责险特定的治理效应，使分析更具行业针对性。

第二，在后续的研究中，可针对典型案例进行案例分析，可更为深入地了解特定上市公司投保董责险的动机、效果及经济后果等一系列问题，使成功案例更具推广和仿效的功能。

参考文献

- [1] Agrawal A and Mandelker G N. Managerial incentives and corporate investment and financing decisions[J]. *Journal of Finance*, 1987,42 (4) :823-837.
- [2] Boubakri, N., GHALLEB N. Does mandatory disclosure of directors' and officers' liability insurance curb managerial opportunism? Evidence from the Canadian secondary market[R]. HEC Montreal and King Fahad University, Working paper, 2008.
- [3] Core. On the corporate demand for directors' and officers' insurance[J]. *Journal of Risk & Insurance*, 1997,64 (1) :63-63.
- [4] Core. The directors' and officers' insurance premium: an outside assessment of the quality of corporate governance[J]. *Journal of Law Economics & Organization*, 2000,16 (2) :449 -47.
- [5] Chalmers, J. M. R., Dann, L. Y., J. Harford , Managerial opportunism? Evidence from directors' and officers' insurance purchases[J]. *Journal of Finance*, 2002,57 (2) :609-636.
- [6] Gillan S L, Panasian C A. On law suits corporate governance, and directors' and officers' liability insurance[J]. *Journal of Risk and Insurance*, 2014, forthcoming.
- [7] Gutiérrez, M. An economic analysis of corporate directors' fiduciary duties[J]. *Rand Journal of Economics* , 2003,34:516-535.
- [8] Holderness C G. Liability insurers as corporate monitors[J]. *International Review of Law and Economics*, 1990,10:115-129.
- [9] Jensen M and William M. Theory of the firm: Managerial behavior , agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976 (3) :305-360.
- [10] Jensen M. The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems[J]. *The Journal of Finance*, 1993,48 (3) :831-880.
- [11] Kalchev G. The demand for directors' and officers' liability insurance by US public companies[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2004 (12) :351-360.
- [12] Kim I. Directors' and officers' insurance and opportunism in accounting choice[R]. George Washington University, Working paper, 2006.

- [13] MacMinn R. Insurance and corporate risk management[J].The Journal of Risk and Insurance, 1987,54 (4) :658-677.
- [14] Mayers D, Smith Jr C. W. On the Corporate Demand for Insurance[J]. The Journal of Business, 1982,55 (2) :281-296.
- [15] O' Sullivan. Insuring The Agents: The Role Of Directors' and Officers' Insurance in Corporate Governance[J].Journal of Risk and Insurance, 1997,64 (3) :545-556.
- [16] Wynn J P. Legal liability coverage and voluntary disclosure[J]. Accounting Review, 2008,83 (6) :1639-1669.
- [17] Yeh Y. H., Lee T. S. Corporate governance and financial distress: Evidence from Taiwan [J]. Corporate Governance an International Review, 2010 (3) :378 ~ 388.
- [18] 艾大力, 王斌. 论大股东股权质押与上市公司财务:影响机理与市场反应[J].北京工商大学学报(社会科学版), 2012, 27 (4) :72-76.
- [19] 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[J].财贸经济, 2014 (7) :72-81.
- [20] 陈朝阳.证券民事诉讼机制的完善——兼评最高人民法院《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》[J].华东政法学院学报, 2003, (1) :84-92.
- [21] 陈泽艺, 李常青, 黄忠煌.股权质押、股权激励与大股东资金占用[J].南方金融, 2018 (3) :23-32.
- [22] 党宏欣.控股股东股权质押、掏空与公司财务困境[J].财会通讯, 2022 (3) :61-64+78.
- [23] 杜丽贞, 马越, 陆通.中国民营上市公司股权质押动因及纾解策略研究[J].宏观经济研究, 2019 (7) :148-160.
- [24] 郝项超, 梁琪.最终控制人股权质押损害公司价值么?[J].会计研究, 2009 (7) :57-63+96.
- [25] 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 (5) :94-108.

- [26] 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[J].财经理论与实践, 2015, 36 (6) :38-43.
- [27] 胡国柳, 赵阳.D&O 保险、风险容忍与企业自主创新[J].管理世界, 2019, 35 (8) :121-135.
- [28] 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) :40-46+96.
- [29] 黄宏斌, 肖志超, 刘晓丽.股权质押的时机选择及市场反应——基于投资者情绪视角的研究[J].金融论坛, 2018, 23 (2) :65-80.
- [30] 黄志忠, 韩湘云.大股东股权质押、资金侵占与盈余管理[J].当代会计评论, 2014, 7 (2) :19-34.
- [31] 姜付秀, 申艳艳, 蔡欣妮, 姜禄彦.多个大股东的公司治理效应:基于控股股东股权质押视角[J].世界经济, 2020, 43 (2) :74-98.
- [32] 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.
- [33] 柯艳蓉, 吴晓晖, 李玉敏.控股股东股权质押、股权结构与股票流动性[J].国际金融研究, 2020 (7) :87-96.
- [34] 赖黎, 唐芸茜, 夏晓兰, 马永强.董事高管责任保险降低了企业风险吗?——基于短贷长投和信贷获取的视角[J].管理世界, 2019, 35 (10) :160-171.
- [35] 李秉祥, 简冠群.控股股东股权质押、投资者情绪与定向增发股价长期表现[J].中央财经大学学报, 2017 (11) :75-84.
- [36] 李从刚, 许荣.董事高管责任保险、诉讼风险与自愿性信息披露——来自 A 股上市公司的经验证据[J].山西财经大学学报, 2019, 41 (11) :112-126.
- [37] 李从刚, 许荣, 路璐, 李跃然.董事高管责任保险与高管薪酬-业绩敏感性[J].中央财经大学学报, 2020 (11) :57-72.
- [38] 李常青, 李宇坤, 李茂良.控股股东股权质押与企业创新投入[J].金融研究, 2018 (7) :143-157.
- [39] 李旒, 郑国坚.市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J].会计研究, 2015 (5) :42-49+94.

[40] 李晓霞, 罗党论, 徐畅, 陈平. 融资约束与大股东股权质押——来自 A 股民营上市公司的实证证据[J]. 金融学季刊, 2020, 14 (1) :1-24.

[41] 廖珂, 崔宸瑜, 谢德仁. 控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J]. 金融研究, 2018 (4) :172-189.

[42] 梁权熙, 曾海舰. 独立董事制度改革、独立董事的独立性与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2016 (3) :144-159.

[43] 凌士显, 白锐锋. 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[J]. 财贸经济, 2017, 38 (12) :95-110.

[44] 凌士显, 刘澳. 董事高管责任保险、管理层激励与企业创新——基于 A 股上市公司的实证研究[J]. 金融监管研究, 2020 (9) :50-65.

[45] 刘骞文, 章恒, 吴问怀. 经济政策不确定性、产权性质与控股股东股权质押[J]. 上海金融, 2021 (5) :60-71.

[46] 欧阳才越, 谢妍, 熊家财. 控股股东股权质押与新发行公司债券定价[J]. 山西财经大学学报, 2018, 40 (1) :26-38.

[47] 潘临, 张龙平, 欧阳才越. 控股股东股权质押与商业信用融资——基于内部控制质量和审计质量的考量[J]. 财经理论与实践, 2018, 39 (4) :80-87.

[48] 钱爱民, 张晨宇. 股权质押与信息披露策略[J]. 会计研究, 2018 (12) :34-40.

[49] 施卫忠. 董事责任保险若干法律问题研究[J]. 南京审计学院学报, 2004 (3) :69-73.

[50] 夏婷, 闻岳春, 袁鹏. 大股东股权质押影响公司价值的路径分析[J]. 山西财经学报, 2018, 40 (8) :93-108.

[51] 滕晓梅, 祝婧然, 周倩倩. 房地产企业最终控制人股权质押对上市公司价值的侵占效应[J]. 财会月刊, 2016 (32) :21-24.

[52] 王斌, 蔡安辉, 冯洋. 大股东股权质押、控制权转移风险与公司业绩[J]. 系统工程理论与实践, 2013, 33 (7) :1762-1773.

[53] 王斌, 宋春霞. 大股东股权质押、股权性质与盈余管理方式[J]. 华东经济管理, 2015, 29 (8) :118-128.

[54] 王海芳, 张笑愚, 祖楠楠, 陈芮. 基于知识图谱的股权质押研究综述[J]. 财

会月刊, 2020 (5) :39-46.

[55] 王亚茹, 赵耀, 乔贵涛. 控股股东股权质押对权益资本成本的影响[J]. 财会月刊, 2018 (21) :59-68.

[56] 文雯, 陈胤默, 黄雨婷. 控股股东股权质押对企业创新的影响研究[J]. 管理学报, 2018, 15 (7) :998-1008.

[57] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, 22 (05) :731-745.

[58] 谢德仁, 廖珂. 控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J]. 会计研究, 2018 (8) :21-27.

[59] 谢志华, 粟立钟, 王建军. 独立董事的功能定位[J]. 会计研究, 2016 (6) :46-54+95.

[60] 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.

[61] 徐寿福, 贺学会, 陈晶萍. 股权质押与大股东双重择时动机[J]. 财经研究, 2016, 42 (6) :74-86.

[62] 袁蓉丽, 李瑞敬, 李百兴. 董事高管责任保险与审计费用[J]. 审计研究, 2018 (2) :55-63.

[63] 袁春生, 韩洪灵. 董事会规模影响财务舞弊的机理及其实证检验[J]. 商业经济与管理, 2008 (3) :44-49.

[64] 曾春华, 李源. 董事高管责任保险会增加公司的审计费用吗?[J]. 审计与经济研究, 2018, 33 (4) :46-54.

[65] 翟胜宝, 许浩然, 刘耀淞, 唐玮. 控股股东股权质押与审计师风险应对[J]. 管理世界, 2017 (10) :51-65.

[66] 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[J]. 中国软科学, 2014 (9) :147-164.

[67] 张瑞纲, 张浩. 董事责任保险、董事会规模与诉讼风险[J]. 武汉金融, 2019 (11) :60-65.

[68] 张十根, 王信平. 董事高管责任保险与会计信息质量——兼议经济政策不确定性的调节作用[J]. 保险研究, 2021 (05) :33-49.

[69] 张陶勇, 陈焰华.股权质押、资金投向与公司绩效——基于我国上市公司控股股东股权质押的经验数据[J].南京审计学院学报, 2014, 11(6):63-70.

[70] 张曾莲, 徐方圆.董事高管责任保险与企业高质量发展——基于代理成本和创新激励视角[J].华东经济管理, 2021, 35(2):78-86.

[71] 郑国坚, 林东杰, 张飞达.大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J].管理世界, 2013(5):157-168.

[72] 郑国坚, 林东杰, 林斌.大股东股权质押、占款与企业价值[J].管理科学学报, 2014, 17(9):72-87.

[73] 郑志刚, 许荣, 徐向江.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(07):141-153+187-188.

[74] 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[J].金融理论与实践, 2017(4):77-82.

后记

时间总是不肯放缓脚步，提醒我们要珍惜宝贵的当下，珍视身边的人。在研究生即将毕业之际，太多的不舍，大多想感谢的人，恐词不达意，只好“纸短情长”以表示感激。

感谢导师张鲜华老师，在学术上从选题方向，到写作内容，甚至是格式修改，您都无微不至的提供帮助、指导，我从一个刚入学的科研“小白”成长到现在完成了自己的毕业论文，是您一点一滴教导的结果。您教我的又何止学术，于人生路上，您更是我一生的老师。您乐观开朗，从不表露负面、悲观的情绪，总在积极的发现生活中的一点“甜”；您直言坦率，事无不可对人言，率直、真诚且富含幽默；您精神世界富足，常鼓励我们多看看专业课以外的“闲书”，优雅大抵就是您的模样。希望您像花儿，像太阳花，少年们永远向着太阳花。

感谢自开题一路以来的评审组老师们，你们给我提出了宝贵的意见，不仅仅帮助我，使论文更加顺畅、更加规范，更教会我在未来无论面对何种困难，都要有积极的心态和努力寻找解决办法的尝试。

感谢会计学的兄弟姐妹们，大家共同上课、学习、开题、答辩…太多的回忆填满了研究生精彩的三年。感谢“花儿与少年”的同门们，缘分让我们一同学习、一起玩耍，留下了许多美好的回忆。特别感谢我的舍友们，感谢你们来到我的生命中，你们在日常中包容我许多，也在生活中教会我许多，因为有你们，让离家求学的我不感到孤单，因为有你们，在面临困难时我亦不感到害怕。

感恩我的父母，他们给了我鼓励、支持、引导，也给了我尤为需要的最大限度自由空间。

最后，也感谢自己。你做的还是挺不错的，未来，要珍惜时间啊。