

独立董事责任险、机构投资者与公司治理

○ 韩晴 王华

摘要 独立董事责任险(独董险)强化了独立董事的独立性和信息监督动机。董事会独立性的提高有助于机构投资者提高治理效率。实证分析认为,独董险和机构投资者形成显著的共同治理效果。一方面,对于管理层代理问题,独董险与机构投资者的共同机制对管理费用率有显著的控制作用,形成对显性代理行为的有效监督;机构投资者对ROA有显著的提升能力,一定程度弥补了独立董事对隐性代理行为监督上的不足。另一方面,独董险和机构投资者对国有公司信息披露质量有提高作用。独董险可以强化对披露信息的监督动机,机构投资者有助导入国有公司缺失的独立董事外部声誉约束。在信息监督过程需要较多时间和专业知识投入的情况下,两者对独立董事的激励作用形成互补。

关键词 独立董事责任险;机构投资者;管理层代理问题;信息披露质量

引言

作为董事责任保障机制,董事责任保险的重要性逐步得到认可。按保障范围进行分类,董事责任保险分为独立董事责任险(简称独董险)和全体董事责任险。其中,《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》指出上市公司可以建立独立董事责任保险制度;《上市公司章程指引》规范了董事义务和责任范畴,独董险条款属于公司章程的自治空间。

从公司治理角度看,公司委托人通过独董险的购买对独立董事独立性和相关职能进行约束,属于对监督行为的选择。通过对独立董事职能履行风险的审查,第三方保险公司会明确尽责前提、保障范围和除外责任,^①相当于对独立董事职责和独立性进行具体的明确。在尽责前提得到满足后,由保险公司承担独立董事(或有)法

律抗辩费用和赔偿损失,避免庞大的费用和赔偿负担导致独立董事与管理层形成利益捆绑,造成公司价值的进一步损失。根据郭强等^[1]的研究,独立董事的主要作用包括:(1)割断管理层与绝对控制权相联系的可能性,独立董事是不完全契约在履行过程中的监护人;(2)解决外部治理的信号滞后问题,缓解信息不对称。在独董险被采用后,独立董事的独立性获得保障,上述两项治理功能应得到加强。

相比于独董险,机构投资者一直以来都受到学术研究的关注。李维安等^[2]认为,董事会是机构投资者参与上市公司治理重要的途径,对应了机构投资者和董事会独立性互动机制的研究。其中,Bhojraj等^[3]以债务融资成本为指标,研究机构投资者和独立董事对公司治理的积极影响。Ertimur等^[4]发现,机构投资者强化了董事会对股东权益的代表性,缓和了股东与管理层之间的冲突,相关独立董事也获得声誉上的回报和更多任职独立董事的机会。

综上所述,独董险强化独立董事独立性,有可能与机构投资者在公司治理中发挥积极作用。本文的研究意义在于:(1)吴晓晖等^[5]发现,机构投资者能提高独立董事制度的治理效率,对公司绩效产生积极的影响。公司绩效是衡量管理层代理成本的标准之一,^②那么在独董险介入、独立性提高的情况下,机构投资者是否仍对独立董事治理起互补作用、共同控制代理成本?(2)独董险设定了应尽的勤勉责任,促使独立董事投入专业知识对披露信息进行监督。公司委托人也会对此关注和施压,以期充分利用独董险在信息监督上的效果。同时,Ramalingegowda等^[6]发现,持股比例较高的机构投资者形成对管理层的有效监督,当公司成长机会较多和信息不对称情况较严重时,监督和谨慎性之间的关系更显

著。因此,责任险保障下的独立董事和机构投资者都具有信息监督的动机,两者能否对披露信息质量产生共同促进作用?

一、理论基础和假设推导

1. 独董险和机构投资者对代理问题的治理

从采用动机上分析,公司委托人通过独董险对独立董事独立性和职能履行进行约束。独董险购买需经过股东大会的批准,并且由公司法人承担投保费用。保险公司在制订保险合同前会对独立董事进行详细调查的程序,谈萧^[7]认为这个过程给予公司委托同人识别、解聘不及格独立董事的机会。当索赔发生时,只要满足合同规定的尽责前提,保险公司承担独立董事的法律应诉费用和赔偿损失,避免由于费用负担而与管理层形成利益捆绑,造成公司委托人对管理层进行责任追溯的难度增加。因此,采用独董险保证了独立董事监督机制的有效性,并一定程度降低了独立董事被管理层俘获的机会,属于公司委托人加强监督效果的治理选择。

从实施效果上分析,采用独董险的公司预期可以加强对管理层代理行为的监督。通过对深、沪A股上市公司2008-2010年董事非股东单位兼职数据Averagepart^③的差异检验,采用独董险的公司独立董事Averagepart显著小于未设置责任险的公司,其“繁忙”程度较低;内部董事Avergepart的对比差异不显著。^④现有文献倾向认为“繁忙”独立董事的治理表现不理想:Fich等^[8]发现,聘任较“繁忙”独立董事的公司显示出较差的ROA和较差的资产周转率。Beasley^[9]发现公司涉及会计舞弊的可能性与其独立董事兼任的董事会职位正相关。因此,“不繁忙”的独立董事有效履行监督职能的可能性相对较大。在此前提下,独董险对尽职前提的明确和对责任履行后果的保障,既为独立董事提供了一个提高现有职位吸引力,又能保障市场声誉的途径,^⑤激励其对管理层在职消费、消极懈怠等机会主义行为的有效监督。因此,本文提出:

假设1:购买独董险的公司可以有效控制管理层代理成本

如果独董险的采用有助于监督管理层,机构投资者参与治理的积极性将得到提升,其在监督能力上的优势与独董险形成互补:一方面,独董险可以降低机构投资者的监督成本,提高其治理效率。李维安等^[2]认为,机构投资者通过董事会参与上市公司治理。随着机构持股集中度的上升,所持股份的流动性下降,其通过董事会对管理层代理行为监督的动机随之增强。在公司采

纳独董险后,独立性增强的独立董事与管理层在董事会上出现分歧的机会增加,有助机构投资者依照重要性原则进行例外管理并降低治理成本,实现从“搭便车”到积极治理的转变。另一方面,在治理成本降低的信号释放后,更多机构投资者愿意参与监督和治理活动,弥补了独立董事在日常信息分析能力和董事会话语权上的不足。吴晓晖等^[5]发现,如果机构投资者存在,独立董事比例和绩效显著正相关。独董险强化独立董事的监督动机,机构投资者的介入有助将独董险的治理作用进行成果转化,形成对管理层代理行为的有效监督。因此本文提出:

假设2:独董险和机构投资者对代理问题的治理作用形成互补,治理效率得到提高

2. 独董险和机构投资者对信息披露质量的治理

独董险具有提高独立董事信息监督效果的作用。郭强等^[1]认为,在有价值的信息中,正在产生的信息相对较难获取。在保险公司风险审查和合同签订过程中,独立董事拓宽了该类信息的来源,有助于在决策过程中分清主次、过滤繁冗的信息。同时,独董险设定的尽责前提有助于加强独立董事的信息监督动机。需要注意的是,Duchin等^[10]认为,独立董事制度的有效性由从公司获取信息的成本来决定,当信息成本较低时,董事会独立性(独立董事比例)的增加能改善公司经营表现。公司委托人购买独董险借以增强董事会独立性,但独立董事发挥作用需要以较低的信息成本为保障。缓解信息不对称原本是独立董事主要任务之一,独董险的购买促使公司委托人进一步对此关注和施压,以期充分发挥独董险的作用,避免事倍功半。在国内,管理层不愿意披露更多的信息,或者披露不真实的信息是导致信息不对称的重要原因,因此信息披露质量可作为信息成本的衡量。因此,本文提出:

假设3:购买独董险的公司具有更高的信息披露质量

信息披露质量与机构投资者治理成本直接相关。许绍双等^[11]认为,降低机构投资者的监督治理成本是提高其治理效率有效的措施。在治理现状上,当机构投资者对董事会表现或者公司业绩不满意时,面临三种选择:(1)出售股份;(2)保留股份并参与公司治理;(3)保留股份但不作为。一般来说,第三种是非理性的选择。相比于第一个选项,在机构投资者持股不断增加、流动性降低,而治理成本可以控制的情况下,第二个选项应该较优。因此,在信息不对称情况下,机构投资者会寻求管理层披露更多高质量的会计信息。Velury等^[12]发现,机构投资者持股比例的增加有助于会计盈余质量的

公司治理

提高。Ramalingegowda 等^[6]发现,持股比例较高的机构投资者形成对管理层的有效监督,从而提高了会计报表的稳健性;当公司增长机会较多和信息不对称的情况较严重时,监督和谨慎性之间的关系更显著,显示机构投资者对信息监督的针对性。

值得注意的是,在机构投资者主要通过董事会参与公司治理、独董激励独立董事监督披露信息的模式下,机构投资者可能通过与独立董事合作来实现对信息不对称的治理目标。同时,Ertimeur 等^[4]发现,机构投资者有助经理人市场辨别、给予尽职独立董事声誉上的回报。机构投资者导入的客观声誉约束与独董险的主观激励形成互补,在信息披露数量日益增加、监督难度提升的情况下,独董险和机构投资者的共同治理效果更值得期待。因此,本文提出:

假设4:独董险和机构投资者对信息不对称的治理作用形成互补,有助提高信息披露质量

二、实证分析

1. 变量说明及样本选择

在管理层代理成本计量上,本文关注代理行为造成的剩余价值损失。其中,显性损失主要指在职消费、职位津贴等额外收益;隐性损失指由于管理层懈怠,技术创新停滞或营销失效,导致公司竞争力下降所造成的价值损失^[13]。与此对应,Ang 等^[14]提出两种方法:(1)营业费用率法,以公司产生的营业费用(从投入的角度)来计量代理成本,并以零代理成本公司(管理者与股东合一的公司)作为参照公司,得出样本公司的代理成本。(2)资产使用效率法,用资产周转率(年销售额/资产总额)来测定公司资产使用的效率,并将其与零代理成本相比较,从而间接计量代理成本。然而,管理者与股东合一的情况在上市公司中非常少见,因此在研究中会以管理费用率和资产使用效率来计量代理成本。^⑥李明辉^[15]和郑志刚等^[16]沿用管理费用率和资产周转率作为代理成本的变量。此外,李世辉等^[17]认为,隐性代理成本只能观测却无法证实,因此一个合适的处理方式是通过其可观测的财务绩效来加以判断;而公司绩效 ROA 作为可观测的财务绩效变量,能检验治理机制对隐性代理成本的抑制作用。总结以上,本文应用管理费用率 Fare_m,从费用角度计量代理成本的显性损失;同时,相比于资产周转率,ROA 更全面反映代理人运用管理技能带来的经营效益影响,比较适宜计量代理成本中的隐

性损失,反映代理效率。

对于信息披露质量,深交所跟踪上市公司全年的信息披露行为,对其信息披露质量(包括披露数量和会计信息质量特征等)做出评价。考核结果分为优秀、良好、及格、不及格四个等级,本文通过变量 Discl_rate 表示。

在解释变量方面,由于国内尚未有董事责任险应用情况的数据库,部分国内研究通过翻查上市公司公告来收集数据。也有研究,比如郑志刚等^[16]对照修改后的《公司法》、《证券法》和《上市公司章程指引》,从公司章程角度分析董事责任保险条款设置的差异化特征。本文借鉴后者,基于公司章程中董事责任保险条款的设置差异来分析对公司代理问题的影响,其原因是:董事责任险条款属于《上市公司章程指引》列明的自治空间,本文判断为公司章程中的相对必要记载事项。法律理论将必要记载事项划分为绝对必要记载事项和相对必要记载事项^[18]。绝对必要记载事项是必须记载的事项,如公司名称和资本数额等,其缺失会导致章程无效;而董事责任保险条款等相对必要记载事项,其载入与否由公司针对自身情况作出选择,一旦载入将产生约束力,而欠缺该条款也不会导致公司章程无效。对于机构投资者持股变量,由于涉及内生性,本文用机构投资者滞后一期的持股比例配对其他变量,比如,2008 年底的机构总持股比例配对 2009 年底的其他变量,组成一个观察样本。

在控制变量方面,本文在相关文献^[19]的基础上增加了董事会独立董事比例 Indir_rate 和董事会会议次数 Num_meet,两者分别从董事会独立程度和职能履行强度对独立董事的功能进行控制。其中,薛有志等^[20]基于委托代理理论考察董事会会议次数对经理层代理成本的影响,其研究表明,董事会会议次数与代理成本正相关,因此 Num_meet 的加入控制了独立董事被动担当“灭火器”对治理效果造成的影响。

变量设置如表 1 所示。本文的财务数据和相关分析指标来自 CSMAR 数据库,并对数据的离群值进行了双侧 1% 的缩尾处理。机构投资者总体持股数据来自锐思数据库。

在假设 1 和假设 2 的检验中,受《公司法》在 2005 年、《上市公司章程指引》在 2006 年进行修改的影响,上市公司启动公司章程修改程序。本文选择深、沪市 A 股上市公司 2008–2010 年的数据。在删除 ST 公司、金融行业以及变量数据缺失的样本后,样本数为 4051 个。在假设 3 和假设 4 的检验中,由于信息披露质量数据仅

来自深市上市公司，样本量下降为 2172 个。

表1 变量定义表

变量说明	
被解释变量	
Fare_m	管理费用/营业收入
ROA	净利润/总资产平均余额
Discl_rate	深交所公布的上市公司信息披露考核结果。具体赋值方法是：优秀为4,良好3,及格为2,不及格为1
解释变量	
Insur	公司章程是否设立独立董事责任险条款，是为“1”，否为“0”
Totinshold _{t-1}	上一年末的机构投资者持股数量合计/上一年末总股本
Insurtotal	交乘项，insur* totinshold-1
控制变量	
Indir_rate	独立董事人数/董事会总人数
Num_meet	年度董事会会议次数
Top1hold	第一大股东持股比例
Top1nature	股权控制链显示的实际控制人性质，国有则赋值为“1”，否则为“0”
Dmboth	董事长与总经理兼任情况，同一人为“1”，否则为“0”
Lnasset	资产总值取对数
R_asseinc	(期末总资产-期初总资产)/期初总资产
R_fixed_asset	固定资产净额/资产总值
Leverage	负债总额/资产总额
Industry	CSRC行业分类，不包含金融、保险业
Year	年份虚拟变量，代表样本期间2008年、2009年和2010年

2. 描述统计及实证回归模型建立

以样本中是否设置独董险条款为标准，^①表 2 列示了分组均值差异检验的结果。独董险组的特征可归纳为：(1) 独董险组具有较好的代理问题治理特征，与假设 1 相符。其中，相比于对代理效率 ROA 的提高作用，独董险对代理成本 Fare_m 的控制作用更显著。(2) 独董险公司对应较高的机构持股比例，与独立董事具备共同发挥监督作用的基础，与假设 2 和假设 4 相符。值得注意的是，薄仙慧等^[21]发现，机构投资者的积极治理作用在国有控股公司中受到限制，而且机构投资者可能偏好国有、低负债、大规模、高盈利能力的公司。李志文等^[22]认为，中国资本市场的机构投资者羊群行为比个人投资者的羊群行为更加明显。而在表 2 中，在独董险组与未设置组在国有公司比例和资产规模相近的情况下，其机构总持股比例 Totinshold_{t-1} 仍然显著较高，表明独董险组的高机构持股不一定完全来自羊群行为，而是经过信息分析后的选择，符合假设推导中对独董险降低治理成本并吸引机构投资者参与治理的说明。因此，高机构持股和独董险的共同机制有条件对公司治理发挥显著作用。(3) 在信息监督过程需要较多时间和专业知识投入的情况下，仅独董险的激励并不足够，两组信息披露质量的差异不显著。机构投资者对信息披露的监督应能发挥互补的作用，需要在回归分析中进一步检验。

表2 独董险分组均值差异检验

	insur=0 均值	insur=1 均值	差值	T值	P值
Fare_m	0.0895	0.0830	0.0064	1.9405	Pr(T > t) = 0.0263
Roa	0.0483	0.0505	-0.0022	-0.7472	Pr(T < t) = 0.2276
Discl_rate [®]	2.9164	2.8939	0.0225	0.5015	Pr(T > t) = 0.3080
Indir_rate	0.3643	0.3659	-0.0017	-0.5673	Pr(T < t) = 0.2854
Num_meet	8.9745	9.0448	-0.0704	-0.3702	Pr(T < t) = 0.3557
Totinshold _{t-1}	0.1951	0.2139	-0.0188	-1.7627	Pr(T < t) = 0.0393
Dmboth	0.1886	0.1883	0.0002	0.0119	Pr(T > t) = 0.4953
Top1nature	0.5238	0.5269	-0.0031	-0.1218	Pr(T < t) = 0.4515
Lnasset	21.6500	21.6747	-0.0247	-0.4323	Pr(T < t) = 0.3329
样本个数	3605	446			

为检验假设 1 和假设 2，本文提出回归方程 1：

$$AgentCost = \alpha_0 + \beta_1 insur + \beta_2 totinshold_{t-1} + \beta_3 insurtotal + \sum \beta_n Control_n + \varepsilon$$

其中，AgentCost 代表 Fare_m 和 ROA。每一组 Pool 回归都进行聚类分析 Cluster(公司代码)，以减少年份重复信息的影响。同时，回归对行业和年份进行了控制。

在独董险和机构投资者对代理问题的治理得到检验后，本文将分析共同机制对信息披露质量的影响，由于该被解释变量是多元属性变量，且各属性顺序存在优劣关系，因此有序 Logit 模型适用于分析，如回归方程 2 所示：

$$Discl_rate = \alpha_0 + \beta_1 insur + \beta_2 totinshold_{t-1} + \beta_3 insurtotal + \sum \beta_n Control_n + \varepsilon$$

3. 代理问题治理回归分析

表 3 回归 1-3 对应显性代理成本的治理，回归 1 中，Insur 负系数在 10% 的水平显著，^②显示独董险对管理费用率稳定的控制作用，符合假设 1。在截距项和控制变量系数基本相同的前提下，回归 3 交乘项 Insurtotal 显著负系数的绝对值比回归 1 中 Insur 负系数的绝对值更大，显示独董险和机构投资者对管理层监督作用的互补性，符合假设 2。一方面，在独董险介入后，独立性增强的独立董事与机构投资者更容易在监督和治理活动上找到共同目标，两者之间的信息分享和行动协调是该互补性的基础。另一方面，独董险降低了治理成本，令机构投资者“例外管理”成为可能，对吸引更多机构投资

公司治理

者参与治理起到鼓励作用,弥补了独立董事在信息分析能力和董事会话语权上的不足。独董险强化独立董事的监督动机,机构投资者的介入则有助将独董险的治理作用进行成果转化,形成对代理行为有效的监督。

表3 独董险与机构投资者代理问题治理分析

Variables	(1) Fare_m	(2) Fare_m	(3) Fare_m	(4) ROA	(5) ROA	(6) ROA
Insur	-0.0084*		-0.0020	0.0022		0.0006
	(-1.87)		(-0.38)	(0.65)		(0.15)
Totinthold _{it}		-0.0012	0.0028		0.0219***	0.0211***
		(-0.16)	(0.32)		(4.14)	(3.99)
Insurtotal			-0.0305*			0.0057
			(-1.82)			(0.30)
Indir_rate	0.0212	0.0205	0.0211	-0.0826***	-0.0818***	-0.0819***
	(0.68)	(0.66)	(0.68)	(-3.88)	(-3.87)	(-3.88)
Num_meet	0.0009	0.0009	0.0009	-0.0003	-0.0003	-0.0003
	(1.17)	(1.17)	(1.17)	(-1.06)	(-1.14)	(-1.14)
Top1hold	-0.0737***	-0.0731***	-0.0737***	0.0316***	0.0313***	0.0314***
	(-5.62)	(-5.61)	(-5.62)	(3.80)	(3.78)	(3.81)
Top1nature	0.0058	0.0059	0.0058	-0.0157***	-0.0164***	-0.0164***
	(1.15)	(1.15)	(1.13)	(-5.88)	(-6.17)	(-6.15)
Dmboth	0.0045	0.0044	0.0043	0.0019	0.0019	0.0019
	(0.74)	(0.74)	(0.72)	(0.65)	(0.68)	(0.69)
Lnasset	-0.0200***	-0.0200***	-0.0199***	0.0145***	0.0146***	0.0146***
	(-6.80)	(-6.81)	(-6.79)	(9.94)	(10.02)	(10.01)
R_fixed_asset	-0.0148	-0.0151	-0.0148	-0.0352***	-0.0355***	-0.0356***
	(-0.73)	(-0.74)	(-0.73)	(-4.14)	(-4.21)	(-4.22)
R_asseinc	-0.0081**	-0.0079**	-0.0081**	0.0123***	0.0126***	0.0127***
	(-2.23)	(-2.19)	(-2.23)	(7.73)	(8.05)	(8.04)
Leverage	-0.0321*	-0.0318*	-0.0324*	-0.129***	-0.130***	-0.130***
	(-1.72)	(-1.70)	(-1.73)	(-13.83)	(-13.97)	(-13.97)
Industry	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Constant	0.536***	0.536***	0.535***	-0.185***	-0.191***	-0.190***
	(9.37)	(9.33)	(9.31)	(-6.46)	(-6.65)	(-6.64)
Observations	4,051	4,051	4,051	4,051	4,051	4,051
R-squared	0.125	0.124	0.125	0.341	0.345	0.345
Adj. R ²	0.118	0.117	0.118	0.335	0.340	0.340

Robust t-statistics in parentheses

注:*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

在表3-4到回归6中,隐性代理成本由代理效率ROA所替代。根据回归结果,独董险变量的系数不显著,但机构投资者持股变量对ROA的提高作用非常显著。该机制形成的原因包括:(1)独董险为独立董事履行职能提供保障,强化了在代理成本监督或“节流”上的功能,但仍不具备改变独立董事参与范围受限的功效。对于经理人懒惰、不积极“开源”所造成的公司价值损失,独董险作用有限。(2)独立董事对公司绩效的提高作用,需要以其他治理机制的配合为前提。郑志刚等^[23]的研究表明对于中国资本市场而言,董事会独立性对ROA的治理不是以直接,而是通过与其他治理机制的交互影响而间接发挥公司治理作用。吴晓晖等^[5]发现,如果存在机构投资者,独立董事比例和ROA显著正相关;他们认为董事会中最可能成为机构投资者代言人的是独立董事,其职能履行效率也可能因此而产生一定的变化。综上所述,机构投资者对于ROA有较大的促进作用并积极影响独立董事的工作效率,而独董险对“开源”有限的影响暂时无法进行替代,因此仅机构投资者变量的系数在回归中显著。需要注意的是,在独董险降低治理成本、吸引更多机构投资者参与治理的前提下,机构投资者能弥补独董险治理功能上的不足。

4. 信息披露质量治理回归分析

由于信息披露评级数据仅来自深交所,因此回归样本量调整为2172个。国有公司样本和非国有公司样本将分别进行检验,原因包括:(1)对于国有公司,剩余索取权与最终控制权分离程度大,管理层代理问题相对严重。陈冬华等^[24]发现,国有公司存在薪酬管制,在职消费成为管理人员的替代性选择。在此背景下,信息披露容易成为代理行为的掩饰工具。但问题的暴露也令独立董事和机构投资者在责任险保障下治理更有针对性,重视信息披露质量的提高,通过积极监督弥补国有公司面临的“所有者监督缺位”,其改善效果较明显。(2)有专门的法律法规对国有公司披露进行规管,比如《中央企业财务决算报告管理办法》要求中央企业将年度财务决算报告报送国资委。企业财务决算报告包括年度财务决算报表、年度报表附注和年度财务情况说明书,以及国资委规定上报的其他相关生产经营及管理资料。一定程度上,国有上市公司公开的信息加上上报信息应比非国有上市公司披露的合规信息更加丰富。在独立董事监督性得到独董险强化和机构投资者话语权不断增加的情况下,两者可以与国有资产监管机构商讨在许可范围内披露更多信息,国有公司信息披露质量提高的潜力相对较大。

表4 独董险与机构投资者对信息披露质量的治理

	Discl_rate (国有公司)			Discl_rate (非国有公司)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
insur	0.3084 (1.10)		-0.200 (-0.60)	-0.2103 (-0.83)		-0.1117 (-0.36)
Totinshold _{it}		0.6712* (1.64)	0.4601 (1.06)		0.0399 (0.11)	0.1030 (0.27)
Insurtotal			1.8913* (1.65)			-0.6068 (-0.48)
Indir_rate	1.2957 (0.67)	1.1274 (0.59)	1.0842 (0.57)	-0.8657 (-0.57)	-0.9373 (-0.62)	-0.8417 (-0.55)
Num_meet	0.0330 (1.21)	0.0274 (1.15)	0.03462 (1.25)	0.05613*** (2.40)	-0.0567** (-2.44)	-0.0559** (-2.39)
Top1hold	2.0021*** (3.12)	1.9450*** (3.04)	1.9404*** (3.02)	1.8180*** (3.46)	1.8452*** (3.56)	1.8048*** (3.45)
Omboth	-0.3145 (-1.36)	-0.2632 (-1.12)	-0.2712 (-1.16)	0.0009 (0.01)	-0.0018 (-0.01)	-0.0037 (-0.02)
Lnasset	0.7158*** (6.79)	0.7308*** (6.74)	0.7252*** (6.75)	0.7473*** (6.54)	0.7464*** (6.57)	0.7465*** (6.56)
R_fixed_asset	-0.6662 (-0.97)	-0.6453 (-0.95)	-0.7012 (-1.02)	1.3756** (2.08)	-1.3944** (-2.09)	-1.3774** (-2.07)
R_asseinc	0.3952** (1.96)	0.3729** (1.89)	0.3795* (1.91)	-0.164* (-1.66)	-0.1597* (-1.63)	-0.1625* (-1.65)
Leverage	-2.5331*** (-4.72)	-2.5609*** (-4.71)	-2.5401*** (-4.71)	-1.5099*** (-3.36)	-1.4881*** (-3.32)	-1.5216*** (-3.37)
Industry	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Observations	880	880	880	1292	1292	1292
Pseudo R ²	0.125	0.1263	0.1287	0.0789	0.0785	0.079

注:***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

三、稳健性检验

1. 自选择问题的分析

在设置独董险后,独立董事的免责保障将来自保险公司,有效减少被追溯个人责任带来的损失。但独董险被采用的动机值得进一步探讨,如公司业绩好坏和代理问题严重程度的影响。因此,需要检验独立董事是否仅为逃避责任而接受独董险合同尽责条款的约束,从而导致样本的自选择性。

首先,根据表2均值差异检验的结果,独董险组与未设置组在ROA和资产规模上的差异并不显著。如果以独董险Insur为被解释变量,滞后一期的ROA_{t-1}和的资产规模Lnasset_{t-1}、财务杠杆Leverage_{t-1}等本文其他控制变量为解释变量进行Logit回归,结果显示上述变量系数都不显著,并且回归模型解释能力比较弱,Pseudo R²仅为0.034,显示公司业绩和规模等因素不会对独董险采用产生显著影响。

其次,进一步应用Heckman两阶段方程对影响独

董险采用的潜在因素进行检验:

$$Insur = \alpha_0 + \beta_1 Default + \beta_2 ROA + \sum \beta_n Control_n + \varepsilon \quad (1)$$

$$Agentcost = \alpha_0 + \beta_1 Totinshold_{t-1} + \sum \beta_n Control_n + \varepsilon \quad (2)$$

方程1检验独董险样本的自选择性;方程2是主模型,Agentcost代表管理费用率Fare_m。其他变量的定义与表1中相同。需要说明的是,工具变量Default(经营活动现金净流量/本期到期的债务)在方程1中可检验独立董事是否为逃避责任而接受责任险,在模型2中可以合理排除,以提供足够的外生性。^⑨根据方程(1)的回归结果,Default等的系数都不显著(检验的z值分别为-1.54和0.68),其替代的代理问题与独董险之间不存在显著的自选择效应。与此对应,描述方程(1)自选择性对方程(2)影响的Lambda值仅为0.0696,且不显著(z=0.81)。在此前提下,方程(2)中解释变量的回归结果与表3回归3相比变化较小,相关结论比较稳健。

表5 独董险公司兼职数量趋势分析

	Year (Row Mean-Col Mean)	2008	2009	Between Group (P值)
Averagepart	2009	0.1434 (0.705)		0.2154
	2010	0.3009 (0.216)	0.1576 (0.656)	

最后,通过分析独立董事非股东单位兼职数据Averagepart,在声誉激励的变化上检验独董险的功能。在样本周期的三年内,共有124家公司连续采用独董险。这组公司2008年Averagepart的均值为1.64,2009年为1.78,2010年为1.94,独立董事兼职数量有轻微上升的趋势。根据单因素方差分析的结果(表5),3个年份的Averagepart之间差异并不显著,总体上不能拒绝平均数相等的原假设(p=0.2154);其中,2010年与2008年之间的组间差异最大,达到0.3左右,但P值为0.216,差异依然不显著。可以这样理解,独董险为独立董事提供了一个既能提高现有职位安全性,又能提升经理人市场声誉的途径,因此兼职数量没有减少并显示出轻微上升趋势。独董险不仅是责任规避工具,并带来双赢。在代理问题获得治理的同时,勤勉和尽责的独立董事也获得经理人市场的认可。

2. 代理问题治理检验

本节应用回归方程1,期间费用率Periodex=期间费用/营业收入和每股经营活动现金Cashtoshare=经营活动现金净流量/总股数替代AgentCost作为被解释变量,从代理成本和代理效率的角度对独董险和机构投资者共同治理效果作补充分析:(1)期间费用包括管理费用、销售费用和财务费用,其中管理费用作为显性代理

公司治理

成本变量,已在上文中得到检验。销售费用包括专设的销售机构的费用,包括职工工资、福利费、差旅费和办公费等,能计量公司销售部门的在职消费等代理行为。财务费用可以替代与债权人相关的管理层代理成本,考察管理层以公司价值和债权人损失为代价进行投机的行为,比如债务资金被管理层转移至高风险项目进行投机的行为。因此,Periodex在替代精确性上有欠缺,但从总体上计量显性代理成本和隐性代理成本,适合作为代理成本稳健检验的被解释变量。(2)相比基于权责发生制计量的ROA,每股经营活动现金(Cashtoshare)受盈余操纵的影响较少,更贴近管理层机会主义行为在经济后果上对公司和股东造成的影响,适合作为代理效率的稳健检验变量。

根据对Periodex回归结果,独董险Insur的系数显著为负,显示对代理成本稳定的控制作用;同时,交乘项Insurtotal系数显著为负,显示独董险和机构投资者两种机制在期间费用率的控制上有互补作用,与表3中对Fare_m的回归结果逻辑一致。在对Cashtoshare的回归结果中,机构投资者持股Totinshold_{i,t-1}的系数显著为正,机构投资者有助于提升经营资金充足率,对应了表3中机构投资者在代理效率ROA上的提升作用。另一方面,回归中Insur的系数都不显著。由于Cashtoshare涉及经营各个环节的资金,是公司经营绩效的现金成果,因此Insur系数不显著对应独董险在代理效率治理上的缺陷。

3. 信息披露质量治理检验

表4显示独董险和机构投资者共同提高国有公司的信息披露质量。对于非国有公司,本文尝试以两职合一的监督为切入点进行分析。虽然独董险治理功能存在不足,但其对独立董事独立性和职能履行动机的强化应能完善信息监督机制,其中避免两职合一的管理层结构应首当其冲。王斌等^[25]发现,两职合一的公司倾向于提供更低质量的信息,万鹏等^[26]认为,两职合一令股东对管理层监管变弱,从而降低公司自愿性信息披露。由于国有公司两职合一的比例与公司内部治理机制的相关性较低,^⑩因此本节仅列示非国有公司的样本。

根据表6Logit回归结果,独董险和机构投资者共同治理的互补性再次得到验证:在未强调共同机制的回归1和回归2中,Insur和Totinshold_{i,t-1}对两职合一变量没有发挥显著作用;而在回归3中,交乘项Insurtotal的系数显著为负,即独董险和机构投资者的共同机制降低了两职合一的比例。值得注意的是,回归3中Totinshold_{i,t-1}的系数虽然显著为正,但其绝对值小于Insurtoal显著负系数的绝对值,显示独董险介入的积极边际效应,共同机制对两职合一的治理效率高于仅有机机构投资者单机制的治理效率。

表6 非国有公司对两职合一结构的治理

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	Dmboth	Dmboth	Dmboth
Insur	0.0397 (0.16)		0.398 (1.35)
Totinshold _{i,t-1}		0.592 (1.63)	0.792** (2.08)
Insurtotal			-2.035** (-2.20)
Indir_rate	3.145** (2.24)	3.211** (2.29)	3.207** (2.27)
Num_meet	-0.0156 (-0.79)	-0.0156 (-0.78)	-0.0148 (-0.74)
Top1hold	0.779 (1.44)	0.811 (1.49)	0.782 (1.44)
Lnasset	-0.211** (-2.10)	-0.219** (-2.18)	-0.223** (-2.23)
R_fixed_asset	-0.800 (-1.24)	-0.806 (-1.25)	-0.813 (-1.26)
R_asseinc	0.346*** (4.03)	0.365*** (4.23)	0.369*** (4.25)
Leverage	-0.647 (-1.35)	-0.645 (-1.34)	-0.658 (-1.36)
Industry	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control
Constant	2.346 (1.10)	2.313 (1.09)	2.336 (1.10)
Observations	1,927	1,927	1,927
Pseudo R ²	0.0822	0.0841	0.0864
Robust z-statistics in parentheses			

注:***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

四、研究结论及讨论

独董险强化了独立董事的独立性和信息监督动机。董事会独立性的提高有助于机构投资者提高治理效率,实证分析上,独董险和机构投资者形成显著的共同治理效果。首先,独董险和机构投资者对显性代理成本——管理费用率有显著的共同控制作用,形成对管理层机会主义行为的有效监督;机构投资者对隐性代理成本——ROA有显著的提升能力,在独董险降低治理成本、激励机构投资者参与治理的前提下,机构投资者能弥补独董险治理功能上的不足。

其次,在信息披露质量的提高上,国有公司和非国有公司的治理有所区别。相比于代理成本的结果治理,

对信息披露的监督更需要独立董事对经营过程的关注,时间成本和专业知识的投入需要对应具体的激励。独董险对监督动机具有强化作用,机构投资者有助导入国有公司缺失的独立董事外部声誉约束,两者对独立董事的激励作用形成互补。对于非国有公司,独董险保障下的独立董事与机构投资者共同控制了两职合一的管理层结构,显示信息监督机制得到改善的可能性。

综上所述,本文建议发展独董险以促进独立董事制度的完善。在相关措施配合下,独董险可以作为提升独立董事制度功能的平台,符合资本市场管理部门和投资者一直以来的要求和期望。比如,独立董事肩负重大责任,但在独立性约束下不能获得股权激励,因此适用高薪制度,这既是对其所承担的高风险责任的补偿,也是其专业服务应得的报酬。如果独立董事待遇得到改善,公司委托人可以把相应的责任或者任务要求明确写进独董险合同作为尽责前提。这样以目标为导向规范相应责任,有利于对权利和义务进行匹配,强化其治理作用,成为提高独立董事制度有效性的“补丁”。同时,应以提高机构投资者和独董险共同治理效率为切入口,完善公司治理机制。在独董险保障下,独立董事职能的有效履行可以降低机构投资者的治理成本;独立董事也通过与机构投资者合作,在经理人市场赢得良好声誉并获取更多机会,两者合作是一种良性循环。针对该合作模式的改善,可以尝试让持股比例较大的机构投资者参与独董险购买的决策过程,加强独立董事和机构投资者在公司治理上的互补性。

参考文献

- [1] 郭强,蒋东生.不完全契约与独立董事作用的本质及有效性分析——从传统法人治理结构的缺陷论起.管理世界,2003,(2):78-89.
- [2] 李维安,李滨.机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于CCGI的经验研究.南开管理评论,2008,11(1):4-14.
- [3] Bhojraj, S., Sengupta, P.. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. Journal of Business, 2003, 76(3):455-475.
- [4] Ertimur, Y., Ferri, F., Stubben, S.. Board of Directors' Responsiveness to Shareholders: Evidence from Shareholder Proposals. Journal of Corporate Finance, 2010, (16):53-72.
- [5] 吴晓晖,姜彦福.机构投资者影响下独立董事治理效率变化研究.中国工业经济,2006,(5):105-111.
- [6] Ramalingegowda, S., Yu, Y.. Institutional Ownership and Conservatism. Journal of Accounting and Economics, 2012, (53): 98-114.
- [7] 谈萧.董事责任保险的法律考察.证券市场导报,2011,(2):71-77.
- [8] Fich, E., Shivdasani, A.. Are Busy Boards Effective Monitors? The Journal of Finance, 2006, (2):689-724.
- [9] Beasley, M.. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. Accounting Review, 1996,(71):443-465.
- [10] Duchin, R., Matsusaka, John, G., Ozbas, O.. When Are Outside Directors Effective? Journal of Financial Economics, 2010,(96):195-214.
- [11] 许绍双,田昆儒.机构投资者公司治理角色的识别:一个基于持股比例的博弈分析.南开管理评论,2012,15(5):65-69.
- [12] Velury, U., Jenkins, David S.. Institutional Ownership and the Quality of Earnings. Journal of Business Research,2006, (59): 1043-1051.
- [13] 李寿喜.产权、代理成本和代理效率.经济研究,2007,(1):102-113.
- [14] Ang, J.S., Cole, R.A., Lin, J.W.. Agency Costs and Ownership Structure. The Journal of Finance, 2000, (1):81-105.
- [15] 李明辉.股权结构、公司治理对股权代理成本的影响——基于中国上市公司2001-2006年数据的研究.金融研究,2009,(2):149-168.
- [16] 郑志刚,许荣,徐向江,赵锡军.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.管理世界,2011,(7):141-153.
- [17] 李世辉,雷新途.两类代理成本、债务治理及其可观测绩效的研究——来自我国中小上市公司的经验证据.会计研究,2008,(5):30-37.
- [18] 余倩倩.公司章程相对必要记载事项研究.硕士学位论文.中国政法大学,2012.
- [19] 韩晴.公司章程独立董事责任条款与管理层代理关系研究.暨南学报,2013,(6):40-48.
- [20] 薛有志,彭华伟,李国栋.董事会会议的监督效应及其影响因素研究.财经问题研究,2010,(1):99-105.
- [21] 薄仙慧,吴联生.国有控股与机构投资者的治理效应:盈余管理视角.经济研究,2009,(2):81-91.
- [22] 李志文,余佩琨,杨靖.机构投资者与个人投资者羊群行为的差异.金融研究,2010,(11):77-89.
- [23] 郑志刚,吕秀华.董事会独立性的交互效应和和中国资本市场独立董事制度政策效果的评估.管理世界,2009,(7):133-144.
- [24] 陈冬华,陈信元,万华林.国有公司中的薪酬管制与在职消费.经济研究,2005,(2):92-101.
- [25] 王斌,梁欣欣.公司治理、财务状况与信息披露质量.会计研究,2008,(3):31-38.
- [26] 万鹏,曲晓辉.董事长个人特征、代理成本与营收计划的自愿披露——来自沪深上市公司的经验证据.会计研究,2012,(7):15-23.
- [27] 吕倩倩.独立董事责任保险制度研究.硕士学位论文,山东财经大学,2012.
- [28] 岳然.独立董事责任保险制度的国际比较与借鉴.硕士学位论文,中国海洋大学,2007.
- [29] Jensen, M. C., Meckling, W. H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 1976, (3):305-360.
- [30] Gompers, P., Ishi, J., Metrick, A.. Corporate Governance and Equity Prices. The Quarterly Journal of Economics, 2003, (1):107-155.

公司治理

注释

- ① 对于除外责任, 本文借鉴相关研究(吕倩倩和岳然), 认为独董险的除外责任主要针对独立董事的违法犯罪行为, 以及独立董事在主观认知的前提下依然进行的债务欺诈和违规交易等行为。然而, 对独董险治理功能的影响有限: (1) 独董险是强化独立性的前置措施, 能有效减少独立董事被追溯个人责任带来的损失; 即使除外责任限制了保障范围, 其边际贡献仍值得肯定。(2) 根据现有除外责任的内容, 其强调日常经营活动中涉及的责任(主要由高管和内部执行董事承担), 而独立董事的职能更偏向对经营的监督和对战略决策的建议, 因此不会显著影响独立董事对获得责任保障的预期。
- ② 本文第三部分对代理成本的适用变量进行说明。
- ③ 由Csmar数据库的高管兼职数据整理所得。举例, 某公司2008年有3个董事, 总共兼任9个本公司外的职位, 那么该公司董事 $Averagepart=3$ 。
- ④ 独董险组内部董事 $Averagepart=1.24$, 未设置组应值为1.34, 差异不显著; 独董险组独立董事 $Averagepart=1.84$, 未设置组对应值为2.03, 差异在1%的水平上显著。
- ⑤ 本文第4部分稳健性检验证明, 独董险不会造成独立董事非股东单位兼职数量的下降, 独立董事的声誉受到保障。
- ⑥ 李寿喜对管理费用率的适用性作出说明: 首先, 占管理费用比例较大的办公费、差旅费、业务招待费可以反映在职消费情况。在缺乏监督和激励机制不足的情况下, 固定资产采购与建设过程中也会出现在职消费和懈怠, 如出国考察, 工程建设周期长等, 导致资本化后的固定资产价值过高。因此, 管理费用明细账内的折旧费用也反映代理成本的水平。
- ⑦ 表2以2008-2010年沪深两市的公司为样本, 对应假设1-2的检验。如果仅以该时间区间深市公司为样本(对应假设3和假设4的检验), 其结果与表2基本相同。
- ⑧ 信息披露质量评级 $Discl_rate$ 对应2008-2010年的深市样本, $Insur=0$ 的样本数为1974个, $Insur=1$ 的样本为198个。
- ⑨ 检验的P值为0.06, 非常接近5%的显著水平。在回归方程加入独立董事比例和董事会会议次数作为控制变量, 独立董事作用被“稀释”的情况下, 独董险的负系数仍对应10%左右的显著水平, 反映出对管理费用率有一定的控制作用。
- ⑩ $Default$ 作为债务违约风险的替代变量, 一方面可检验独立董事寻求责任险保护的动机; 另一方面, Jensen 和 Meckling 认为, 违约成本是管理层代理成本的一部分, 可替代管理层以债权人利益和公司价值为代价进行的机会主义行为; 同时, 回归分析显示独董险 $Insur$ 不对 $Default$ 起显著作用, 两者不存在内生性, 因此 $Default$ 在方程1中适合作为自选择检验的变量。对于方程2, $Default$ 与 $Fare_m$ 联系模糊, 不存在直接的收入与费用配比关系, 相关系数小于0.1, 可以合理排除。
- ⑪ 2009年开始施行的《国有资产法》规定, 未经履行出资人职责的机构同意, 国有独资公司的董事长不得兼任经理。未经股东会、股东大会同意, 国有资本控股公司的董事长不得兼任经理, 客观上降低了国有公司的两职合一比例。事实上, 以国有公司为样本并按表6的方程进行回归, 独董险、机构投资者以及交乘项的系数都不显著。

作者简介 韩晴, 暨南大学管理学院会计学系讲师、博士, 研究方向为公司治理框架下董事责任保险和独立董事的治理作用; 王华, 暨南大学博士生导师、教授、博士, 研究方向为资本市场与国际会计准则协调

Insurance against the Responsibilities of Independent Directors, Institutional Investors and Corporate Governance

Han Qing, Wang Hua

Management School of Jinan University

Abstract Given the sample of A share listed companies (mainland China), this article focuses on the corporate governance role of insurance against the responsibilities of independent directors and institutional investors. The empirical analysis shows that the insurance promotes cooperation between independent directors and institutional investors, which leads to effective corporate governance in terms of agency problems control and information disclosure system. On one hand, the interaction between insurance for independent directors and institutional investors functions well with regard to controlling administration expense, which addresses agency problems in a proactive way. The insurance intensifies the incentive to control, while institutional investors provide information analytical skills in great demand. As for ROA increase, institutional investors contribute a lot, refining the function that the insurance alone does not work well with. On the other hand, independent directors under insurance protection with institutional investors may improve information disclosure grading of state-owned enterprises. The insurance reinforces independent directors' incentive to monitor disclosure information, which mitigates issues of information asymmetric, specifically, the potential moral hazard with agency problem. Meanwhile, outside directors have incentives to develop reputations as experts in decision control, and institutional investors help to bring in this working system that are considered to be an inherent disadvantage along with state-owned enterprise. Moreover, the interaction between the insurance and institutional investors play an important role in discouraging the situation that CEO and chairman of the board are taken by one person in some companies. Since the coexistence of these two mechanisms promotes efficiency and effectiveness of agency cost control and information disclosure system, some advices for improvement are also presented. For example, given critical positions taken by independent directors, salary raising seems to be a fair option. As for consideration, articles of communication and cooperation with institutional investors are sensibly introduced in section on due duty of insurance contract for independent director, facilitating this well-functioned interaction.

Key Words Insurance against Responsibilities of Independent Directors; Institutional Investors; Agency Cost; Information Disclosure System