

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2022.05.004

# 董事高管责任保险能促进企业履行社会责任吗

张十根<sup>1,2</sup>, 陈昕彤<sup>1</sup>, 王信平<sup>2</sup>

(1. 盐城工学院, 江苏 盐城 224051; 2. 江西财经大学, 南昌 330013)

**摘要:**已有文献大多从财务视角考察董责险的经济后果,鲜有文献从企业社会责任这一非财务视角对董责险的经济后果进行检验。本文以2010-2019年我国沪深A股上市公司为研究样本,考察董责险对企业社会责任的影响。经验证据表明,购买董责险有助于促进企业履行社会责任。进一步研究发现,董责险对高管的保护程度越高,越能有效促进企业履行社会责任;董责险对企业履行社会责任的促进作用在高管薪酬越低、独董比例越小的公司中越为显著。

**关键词:**董事高管责任保险;企业社会责任;公司治理

**中图分类号:**F275

**文献标志码:**A

**文章编号:**1672-626X(2022)05-0043-14

## 一、引言

随着经济社会的发展,企业履行社会责任问题越来越引发实务界和学术界的广泛关注。为了引导和规范企业积极履行社会责任,我国陆续出台一系列的法律法规,如深圳证券交易所早在2006年就发布了《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》,上海证券交易所于2008年发布了《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》。近年来,企业履行社会责任问题被列入国家发展大政方针政策之中并被置于更为重要的地位,《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》就提出“推动绿色发展”“保障劳动者待遇和权益”“促进消费向绿色、健康、安全发展”等发展理念。随着国家引导和规范企业积极履行社会责任的相关法律、政策不断出台,大量企业纷纷积极响应,交通银行、中化集团等在董事会中设立社会责任委员会等公司治理机制以推动企业更好地履行社会责任<sup>[1]</sup>。伴随着实务界推动企业履行社会责任实践的不断展开,学术界也开始广泛关注企业履行社会责任问题。梳理已有文献可以发现,研究主要聚焦于高管海外背景<sup>[2-3]</sup>、高管性别<sup>[4-5]</sup>等高管特征层面,企业财务特征<sup>[6-7]</sup>、企业文化<sup>[8-9]</sup>等公司特征层面,以及文化传统<sup>[10-11]</sup>、社会信任<sup>[12-13]</sup>等非正式制度层面。随着社会责任与企业内部经营管理活动渗透融合趋势的不断凸显,学术界越发意识到通过设置公司治理机制将企业社会责任这一外部约束内嵌到企业内部经营管理活动中是促进企业积极履行社会责任的重要选择<sup>[14]</sup>。基于此,大量学者从公司治理层面找寻影响企业社会责任履行的因素,如内部控制<sup>[15-16]</sup>、机构持股<sup>[17-18]</sup>、高管薪酬<sup>[19-20]</sup>等。

作为对公司治理机制的一种重要补充,我国企业于2002年引入了董事高管责任保险(以下简称董责

收稿日期:2022-04-11

基金项目:江苏高校哲学社会科学项目(2019SJA1748);江西省研究生创新专项基金项目(YC2019-B078)

作者简介:张十根(1986-),男,江西永丰人,盐城工学院经济管理学院讲师,江西财经大学会计学院博士研究生,研究方向为公司财务与公司治理。

险)。企业购买董责险主要基于以下初衷:一方面,通过降低高管履职期间的诉讼风险和民事赔偿责任,激励高管积极履职、大胆决策;另一方面,引入保险公司这一独立第三方监督机制,提升公司治理水平,促使高管更好地完成受托责任<sup>[21]</sup>。伴随着企业履行社会责任相关实践的不断深入以及企业社会责任相关理论不断发展,关于企业高管应当履行的受托责任的范围已由传统的股东层面扩展到更广泛的利益相关者层面。利益相关者理论和社会回应理论认为,管理层不仅应当履行对股东的受托责任,还应当履行对债权人、员工、供应商、客户、政府、社会公众等更广泛利益相关者的受托责任<sup>[22]</sup>。因此,积极推动企业履行社会责任亦是高管应当完成的一项重要受托责任。那么,在我国的制度背景下,董责险能否促使企业高管勤勉尽责、忠实地完成积极促进企业履行社会责任这一受托责任?对于这一问题,目前鲜有文献提供经验证据支持。鉴于此,本文采用2010—2019年我国沪深A股上市公司数据作为研究样本,实证检验董责险对企业履行社会责任的影响。

本文可能的贡献在于:(1)已有文献大多从企业价值、资本成本、盈余质量等财务视角考察董责险的经济后果,较少有文献基于企业社会责任履行这一非财务视角检验董责险的经济后果,本文的研究可以进一步丰富董责险经济后果领域的文献;(2)本文研究发现董责险对企业履行社会责任的影响还会受公司激励和监督机制的影响,这一发现可以进一步拓展董责险与其他公司治理机制产生互动影响领域的文献;(3)基于董责险这一公司治理机制视角,本文可以为如何在实践中更好地促进企业履行社会责任提供一定的经验借鉴和启示。

## 二、理论分析与研究假设

随着现代企业制度的建立,所有权和经营权的分离导致所有者和经营者之间形成了委托代理关系。高管作为受托责任人,不仅应当履行对股东的受托义务,还应当通过履行社会责任的方式积极承担对债权人、员工、供应商等利益相关者的受托义务。企业积极履行社会责任可以在雇员、消费者和其他公共组织中产生良好的声誉<sup>[23]</sup>,提升企业融资能力<sup>[24]</sup>和市场竞争力<sup>[25]</sup>,降低债务违约风险<sup>[26]</sup>,提高企业价值<sup>[27]</sup>。然而,履行社会责任势必要企业增加资金或资源的投入,这可能会加重企业的负担,减损企业当期价值<sup>[28]</sup>,甚至影响企业的未来发展<sup>[29]</sup>。履行社会责任可能导致的消极后果会增加高管的后顾之忧,激发高管的风险规避动机,降低高管的积极性。

出于降低高管履职的后顾之忧、激励高管积极履职以及缓解代理冲突、提升公司治理水平等原因,越来越多的上市公司为高管购买董责险。董责险可以从两个方面影响企业社会责任履行。第一,董责险可以发挥激励作用促使高管积极推动企业履行社会责任。具体来说,首先,董责险可以降低高管推动企业履行社会责任的后顾之忧,提升企业的风险承担水平。高管积极推动企业履行社会责任可能导致增加企业成本、损害企业当期业绩等消极经济后果,这可能会降低高管薪酬甚至使高管面临诉讼和索赔,进而使高管在企业履行社会责任相关决策中畏首畏尾。董责险可以为高管戴上“将军的头盔”,帮助高管将因推动企业履行社会责任可能带来的诉讼和赔偿损失转嫁给保险公司<sup>[30]</sup>,从而激励高管放心大胆地推动企业履行社会责任。其次,董责险有助于吸引和留住优秀的高管,降低高管的短视行为<sup>[31]</sup>。企业为高管投保董责险相当于为高管提供了额外的福利,可能帮助企业更好地吸引和留住优秀的高管。一般而言,与平庸的高管相比,优秀高管的经营管理能力更强,可以更好地降低因履行社会责任而给企业业绩带来的负面影响。此外,优秀的高管更加能够意识到履行对股东、债权人、员工、供应商、客户、政府、社会公众等更广泛利益相关者的社会责任是其应尽的义务,并自觉减少逃避履行社会责任这一短视行为。第二,董责险可以发挥监督作用促进高管积极推动企业履行社会责任。除去上述规避风险和降低损失的动因,代理问题的存在也是高管未能积

极推动企业履行社会责任的一大因素。购买董责险相当于引入了保险公司这一外部监督机制<sup>[32]</sup>,可以对企业及高管履行社会责任的情况进行持续监督。首先,当企业向保险公司申请投保时,保险公司通常会对企业社会责任履行等情况进行事前调查和评估以决定是否提供保险服务。Yuan等(2016)研究发现,保险公司是否受理保险业务以及保费的高低通常取决于高管的经营管理水平和风险偏好以及企业面临的风险大小<sup>[33]</sup>。毋庸置疑,企业社会责任履行情况是影响企业诉讼风险的重要因素之一。倘若上市公司社会责任履行情况较差,这势必会加大企业面临的诉讼风险,此时理性的保险公司通常会拒绝承保或者收取更高的保险费。保险公司对投保公司社会责任履行等情况的调查结果、保险公司是否承保以及收取的保费高低等信息会传递到资本市场,这有助于降低代理成本<sup>[34]</sup>,提升对高管履行社会责任的监督效果。其次,在保险业务执行过程中,保险公司通常有动机和能力对上市公司社会责任的履行情况进行持续监督,如通过设置告知义务条款、免责条款、提前中止合同条款或者对上市公司进行实地调研等。保险公司的持续监督不仅会加大上市公司高管履行社会责任所面临的外部压力,而且可以降低保险公司与上市公司之间的信息不对称程度,促使高管更加积极履行社会责任。此外,董责险还可以通过提升公司治理水平进而更好地监督高管履行社会责任。购买董责险有助于改善公司治理水平<sup>[21]</sup>,如提升公司内部控制质量<sup>[35]</sup>。内部控制作为公司治理的制度基础能够保障社会责任履行的常态化和规范化,促进企业积极履行社会责任<sup>[15]</sup>。

综上,董责险不仅可以通过对高管发挥激励作用和监督作用从而促使高管积极推动企业履行社会责任,而且可以通过与其他公司治理机制形成良性互动从而更好地监督高管积极推动企业履行社会责任。因此,本文提出如下研究假设:

H1:限定其他条件,购买董责险可以促进企业积极履行社会责任。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文以2010—2019年我国沪深A股上市公司为研究样本。董责险数据通过查阅沪深A股上市公司年报以及中国资讯行发布的沪深A股上市公司公告获取,企业社会责任数据来自于和讯网,其他数据取自CSMAR数据库。本文对样本数据进行了如下筛选:(1)剔除ST、\*ST、PT类上市公司;(2)剔除金融保险类上市公司,因为金融保险类上市公司既是董责险的提供者又是使用者,该类公司购买董责险的动机可能与其他上市公司不同;(3)剔除资产负债率大于1的公司样本;(4)剔除上市年限小于1的公司样本;(5)剔除数据缺失的公司样本。如此,得到21341个观测值。为了进一步控制极端值可能带来的影响,本文对所有连续变量进行了上下1%水平的Winsorize处理。

#### (二)变量定义

##### 1. 被解释变量:企业社会责任(Csr)

已有研究主要采用以下两种方法来度量企业社会责任:一是采用内容分析法自行建立企业社会责任数据库,并对企业社会责任履行情况进行打分或评级;二是采用专业评级机构对上市公司企业社会责任履行情况打分或评级。本文借鉴贾兴平和刘益(2014)<sup>[36]</sup>的研究,采用和讯网中上市公司企业社会责任指数总分来度量企业社会责任履行情况,得分越高表明企业社会责任履行情况越好。

本文采用和讯网企业社会责任评分或评级来度量企业社会责任主要基于如下考量:(1)和讯网是一家第三方评价机构,其对上市公司企业社会责任打分和评级较为客观、真实和科学;(2)和讯网不仅对上市公司企业社会责任总体情况进行了评分,而且还对企业履行社会责任情况进行评级,评价指标较为丰富和全面。

## 2. 解释变量:董责险(Doins)

借鉴 Yuan 等(2016)<sup>[33]</sup>的研究,本文采用虚拟变量 Doins 来度量上市公司购买董责险的情况,如果上市公司公告中披露了董责险购买的相关信息,并经过董事会和股东大会投票通过,则认为该上市公司当年购买了董责险,Doins=1;反之,则 Doins=0。

## 3. 控制变量

借鉴贾兴平和刘益(2014)<sup>[36]</sup>、Yuan 等(2016)<sup>[33]</sup>等的研究,本文选取企业规模(Size)、财务杠杆(Lev)、总资产收益率(Roa)、企业成长性(Growth)、经营现金流量(Cash)、机构投资者持股比例(Inshare)、股权集中度(Concen)、董事会规模(Board)、固定资产占比(Ppel)、上市年龄(Age)、交叉上市(Cross)等作为控制变量。

主要变量定义如表1所示。

表1 主要变量说明

变量名称	变量代码	变量定义
企业社会责任	Csr	和讯网中上市公司企业社会责任指数总得分
董责险	Doins	若公司当年购买了董责险,则取值为1;否则取值为0
企业规模	Size	总资产取对数
财务杠杆	Lev	负债总额/总资产
总资产收益率	Roa	净利润/总资产
企业成长性	Growth	本年营业收入增长额/上年营业收入总额
经营现金流量	Cash	经营现金净流量/总资产
机构投资者持股比例	Inshare	机构投资者持股数/总股数
股权集中度	Concen	第一大股东持股数/总股数
董事会规模	Board	董事会人数取对数
固定资产占比	Ppel	固定资产净值/总资产
上市年龄	Age	当年年份-上市年份+1
是否交叉上市	Cross	虚拟变量。若公司当年交叉上市,则取值为1;否则取值为0

## (三)实证模型

借鉴贾兴平和刘益(2014)<sup>[36]</sup>、Yuan 等(2016)<sup>[33]</sup>的研究,本文建立模型(1)来检验假设H1。

$$Csr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Doins_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Roa_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Cash_{i,t} + \beta_7 Inshare_{i,t} + \beta_8 Concen_{i,t} + \beta_9 Board_{i,t} + \beta_{10} Ppel_{i,t} + \beta_{11} Age_{i,t} + \beta_{12} Cross_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在模型(1)中,本文主要关注董责险(Doins)的系数符号及其显著性。若 $\beta_1$ 显著为正,则假设H1得到验证。

## 四、实证结果分析

### (一)描述性统计

表2报告了各主要变量描述性统计结果。从中可知:企业社会责任(Csr)总得分的均值为23.953,中位数为21.230,最小值为-4.090,最大值为75.190,表明样本公司间履行社会责任情况存在较大差异,样本总体呈右偏分布;董责险(Doins)的均值为0.061,表明样本公司中仅有约6.1%的上市公司购买了董责险,这与我国上市公司购买董责险比例偏低的现状较为相符。



表2 描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	p25	p50	p75	最大值
Csr	21341	23.953	16.233	-4.090	15.700	21.230	26.920	75.190
Doins	21341	0.061	0.238	0	0	0	0	1
Size	21341	22.135	1.281	19.039	21.244	21.980	22.850	27.162
Lev	21341	0.428	0.207	0.053	0.264	0.420	0.582	1
Roa	21341	0.035	0.066	-0.398	0.013	0.035	0.064	0.211
Growth	21341	0.200	0.500	-0.634	-0.014	0.112	0.276	3.565
Cash	21341	0.044	0.070	-0.203	0.006	0.044	0.085	0.256
Inshare	21341	0.304	0.251	0	0.079	0.241	0.505	0.886
Concen	21341	0.349	0.146	0.084	0.234	0.329	0.448	0.734
Board	21341	2.252	0.176	1.792	2.079	2.303	2.303	2.773
Ppel	21341	0.230	0.164	0.002	0.102	0.196	0.322	0.734
Age	21341	11.263	6.752	2	5	10	17	26
Cross	21341	0.027	0.163	0	0	0	0	1

(二)相关性分析

表3报告了主要变量的Pearson相关性分析结果。从中可知,企业社会责任(Csr)与董责险(Doins)在1%的水平上显著正相关,初步验证了假设H1。企业社会责任(Csr)和绝大多数控制变量(除固定资产占比Ppel)均在1%的水平上显著相关。绝大部分控制变量之间亦呈现出显著的相关性,且各变量之间的相关系数的绝对值均小于0.6,这表明变量之间不存在严重的多重共线性。由此可见,本文控制变量的选取较为合理。

表3 主要变量的Pearson相关性分析(1)

变量	Csr	Doins	Size	Lev	Roa	Growth
Csr	1					
Doins	0.068***	1				
Size	0.259***	0.213***	1			
Lev	-0.058***	0.113***	0.448***	1		
Roa	0.419***	-0.022***	0.026***	-0.323***	1	
Growth	0.062***	-0.020***	0.031***	0.035***	0.185***	1
Cash	0.203***	0.029***	0.096***	-0.143***	0.341***	-0.013*
Inshare	0.035***	0.124***	0.341***	0.061***	0.077***	0.042**
Concen	0.163***	0.043***	0.228***	0.046***	0.124***	0.000
Board	0.142***	0.065***	0.258***	0.150***	0.034***	-0.020***
Ppel	-0.005	0.056***	0.137***	0.143***	-0.080***	-0.076***
Age	-0.024***	0.162***	0.302***	0.323***	-0.122***	-0.039***
Cross	0.023***	0.089***	0.079***	0.050***	0.005	-0.016**

表3 主要变量的Pearson相关性分析(2)

变量	Cash	Inshare	Concen	Board	Ppel	Age	Cross
Cash	1						
Inshare	0.109***	1					
Concen	0.107***	0.203***	1				
Board	0.047***	0.091***	0.039***	1			
Ppel	0.239***	0.026***	0.104***	0.166***	1		
Age	0.001	0.221***	-0.057***	0.120***	0.120***	1	
Cross	-0.001	0.021***	0.002	0.031***	0.015**	0.230***	1

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下表同。

### (三) 回归分析

表4报告了董责险影响企业履行社会责任的回归结果。从列(1)可以看出,在不加入控制变量和不控制年度和行业固定效应的情况下,企业社会责任(Csr)与董责险(Doins)在1%的水平上显著正相关。从列(2)可以看出,在仅控制年度和行业固定效应之后,企业社会责任(Csr)与董责险(Doins)仍然在1%的水平上显著正相关。从列(3)可以看出,在加入控制变量和控制年度和行业固定效应之后,企业社会责任(Csr)与董责险(Doins)在10%的水平上显著正相关,假设H1得到验证。这表明,董责险可以促进企业更好地履行社会责任,这一结果验证了董责险的“外部监督假说”。

表4 回归结果

变量	(1)Csr	(2)Csr	(3)Csr
Doins	4.613*** (4.17)	4.245*** (4.06)	1.438* (1.77)
Size			4.238*** (27.12)
Lev			-7.554*** (-8.20)
Roa			79.222*** (37.60)
Growth			-0.550*** (-3.04)
Cash			14.911*** (7.65)
Inshare			-0.817 (-1.13)
Concen			2.776** (2.20)
Board			2.580*** (2.80)
Ppel			-6.582*** (-5.62)
Age			-0.024 (-0.89)
Cross			-1.092 (-0.89)
_cons	23.674*** (103.07)	21.993*** (12.89)	-72.439*** (-19.32)
年度/行业	未控制	已控制	已控制
N	21341	21341	21341
F值	17.350	32.720	94.750
Adj-R <sup>2</sup>	0.005	0.103	0.344

注:括号内为t值。

### (四) 稳健性测试

#### 1. 替换企业社会责任度量方式

和讯网不仅披露了企业社会责任的总得分,而且还依据履行情况将企业社会责任表现从高到低评为A、B、C、D、E五个等级。为了检验研究结论的稳健性,本文采用企业社会责任等级来度量企业社会责任履行情况,并采用模型(1)进行有序logit回归,回归结果如表5列(1)所示,回归结果进一步验证了假设H1。

#### 2. 对自变量和控制变量滞后一期

在前述检验中,本文采用当期的董责险(Doins)变量和控制变量对当期企业履行社会责任情况(Csr)进行回归,这容易忽视可能存在的反向因果对研究结论的影响。为此,本文将模型(1)中董责险(Doins)变量和

所有的控制变量均滞后一期,回归结果如表5列(2)所示,回归结果进一步验证了假设H1。

### 3. 剔除企业社会责任总得分为负的样本

借鉴贾兴平和刘益(2014)<sup>[36]</sup>的做法,本文在稳健性检验中将企业社会责任总得分为负的样本删除,并重新采用模型(1)进行回归。这是因为,企业社会责任总得分为负的公司通常属于比较极端的样本。回归结果如表5列(3)所示,回归结果进一步验证了假设H1。

表5 稳健性检验结果

变量	(1)Csr 替换Csr度量方式	(2)Csr 滞后一期	(3)Csr 剔除Csr总得分为负的样本
Doins	0.244* (1.75)	0.869* (1.89)	1.462* (1.76)
Size	0.667*** (20.45)	3.900*** (36.14)	4.264*** (26.68)
Lev	-0.637*** (-3.01)	-8.634*** (-13.00)	-6.326*** (-6.58)
Roa	14.514*** (24.95)	52.955*** (25.15)	87.948*** (27.15)
Growth	-0.149*** (-3.70)	0.132 (0.62)	-0.860*** (-4.68)
Cash	-0.689* (-1.65)	25.021*** (14.90)	11.316*** (5.60)
Inshare	-0.280* (-1.88)	0.404 (0.78)	-1.176 (-1.60)
Concen	-0.002 (-0.01)	3.852*** (5.04)	2.323* (1.81)
Board	0.538*** (2.72)	2.522*** (4.02)	2.508*** (2.68)
Ppel	-0.029 (-0.12)	-6.599*** (-8.58)	-5.809*** (-4.85)
Age	0.015*** (2.60)	-0.019 (-1.02)	-0.011 (-0.41)
Cross	-0.340 (-1.47)	-0.428 (-0.66)	-1.371 (-1.11)
_cons	10.564*** (12.97)	-63.404*** (-25.89)	-72.874*** (-18.77)
年度/行业	已控制	已控制	已控制
N	21341	18366	20512
Wald chi <sup>2</sup> /F值	2443.930	177.000	67.150
Pseudo-R <sup>2</sup> /Adj-R <sup>2</sup>	0.247	0.272	0.306

注:列(1)括号内为z值,列(2)和列(3)括号内为t值。

## (五)内生性检验

### 1. 倾向匹配得分法(PSM)

从描述性统计可以看出,样本公司中董责险(Doins)的均值为0.061,占比很低。因此,按照全样本进行回归可能存在样本(自选择)偏差问题。为此,本文借鉴Yuan等(2016)<sup>[33]</sup>的研究,采用倾向得分匹配法,按照1:2的比例进行有放回匹配以缓解可能存在的样本(自选择)偏差对回归结果的影响。具体来说,本文将购买了董责险的样本作为处理组,将未购买董责险的样本作为对照组。考虑到公司规模、资产负债率、总资产收益率、营业收入增长率、第一大股东持股比例、董事长与总经理两职兼任、独董比例、公司内部控制质量、产权性质是影响企业购买董责险的主要因素,本文将上述变量作为匹配变量,匹配结果较好地满足了平衡

性假设。

匹配之后的回归结果如表6列(1)所示,从中可知,在控制可能存在的样本(自选择)偏差之后,假设H1再次得到验证。

表6 PSM和Heckman检验结果

变量	(1)Csr PSM	(2)Csr Heckman
Doins	1.093** (1.98)	1.415* (1.73)
Size	4.056*** (17.66)	3.237*** (13.01)
Lev	-6.909*** (-4.08)	-8.795*** (-9.12)
Roa	88.227*** (17.26)	80.873*** (38.15)
Growth	-0.377 (-0.62)	-0.183 (-0.94)
Cash	14.334*** (3.22)	15.298*** (7.83)
Inshare	0.956 (0.71)	-1.059 (-1.47)
Concen	1.195 (0.61)	3.430*** (2.67)
Board	4.144*** (2.80)	2.523*** (2.73)
Ppel	-10.618*** (-6.17)	-7.007*** (-5.97)
Age	0.034 (0.74)	-0.083*** (-2.83)
Cross	-3.534*** (-2.96)	-1.045 (-0.82)
IMR		-5.245*** (-5.01)
_cons	-73.209*** (-13.13)	-38.677*** (-5.21)
年度/行业	已控制	已控制
N	3412	21236
F值	57.370	95.120
Adj-R <sup>2</sup>	0.398	0.347

注:括号内为t值。

## 2. Heckman 两步法

为了缓解企业购买董责险可能存在的自选择问题,本文借鉴袁蓉丽等(2018)<sup>[37]</sup>的研究,采用Heckman两步法进行检验。在第一阶段,本文主要考虑公司规模、资产负债率、总资产收益率、营业收入增长率、第一大股东持股比例、董事长与总经理两职兼任、独董比例、公司内部控制质量、产权性质等因素对董责险需求的影响,并据此建立Probit模型来估计上市公司购买董责险的逆米尔斯比(IMR)。在第二阶段,本文将逆米尔斯比(IMR)加入到模型(1)中重新进行回归,回归结果如表6列(2)所示,从中可知,在控制自选择问题之后,假设H1再次得到验证。



### 3. 工具变量法

本文的研究发现,董责险的引入可以促进企业履行社会责任,即董责险对企业社会责任发挥了积极的治理效应。事实上,保险公司在承接保险业务之前会对潜在客户履行社会责任等情况进行调查,那些社会责任履行情况本来就较好的企业更容易成为保险公司的客户。为了控制可能存在的内生性问题对研究结论的影响,本文采用工具变量法进一步进行内生性检验。借鉴袁蓉丽等(2018)<sup>[37]</sup>的做法,选择同行业同省份其他上市公司购买董责险的均值(Mdoins)作为工具变量。由于同行业同省份企业面临相似的行业特征与外部风险,同行业同省份其他企业购买董责险的情况可能影响本公司的购买意愿,但并无明显证据表明同行业同省份其他企业购买董责险的情况会对本企业履行社会责任产生影响,因而这一工具变量满足外生性要求。在采用工具变量法进行稳健性检验时,本文采用两阶段最小二乘法(2SLS)进行回归(回归结果见表7)。

表7 工具变量2SLS检验结果

变量	(1)Doins 第一阶段回归结果	(2)Csr 第二阶段回归结果
Mdoin	1.014*** (22.85)	
Doins		4.916* (1.95)
Size	0.026*** (11.51)	4.132*** (23.51)
Lev	0.016 (1.46)	-7.562*** (-8.15)
Roa	-0.081*** (-2.78)	79.568*** (37.39)
Growth	-0.007** (-2.47)	-0.518*** (-2.83)
Cash	0.034 (1.41)	14.790*** (7.59)
Inshare	0.020 (1.41)	-6.549*** (-5.55)
Concen	0.069*** (8.62)	-1.081 (-1.46)
Board	-0.021* (-1.86)	2.869** (2.26)
Ppel	-0.007 (-0.70)	2.629*** (2.86)
Age	0.003*** (10.04)	-0.034 (-1.26)
Cross	0.055*** (3.42)	-1.358 (-1.08)
_cons	-0.586*** (-12.08)	-70.349*** (-17.32)
年度/行业	已控制	已控制
N	21341	21341
Wald chi <sup>2</sup> /F值	26.510	3830.810
Pseudo-R <sup>2</sup> /Adj-R <sup>2</sup>	0.162	0.342

注:列(1)和列(2)的括号内分别为t值和z值。

从表7列(1)可以看出,董责险(Doins)与工具变量(Mdoins)在1%的水平上显著正相关,表明不存在弱工具变量。从表7列(2)可以看出,企业社会责任(Csr)与董责险(Doins)在1%的水平上显著正相关,表明在控制可能的内生性问题之后,假设H1仍然得到验证。

## (六)进一步检验

### 1. 区分董责险保护程度的异质性

已有研究发现,董责险保险金额、赔偿限额以及保险年限可以从不同层面反映董责险对高管保护程度的差异性,且董责险保险金额越大、赔偿限额越高、保险年限越长则意味着董责险对高管的保护程度更好<sup>[38]</sup>。由于董责险保险金额、赔偿限额以及保险年限等信息并不属于证监会强制要求上市公司披露的信息,导致相关数据较难获得。通过查阅2010—2019年我国沪深A股上市公司年报以及中国资讯行发布的沪深A股上市公司公告,仅获得106个同时披露了董责险保险金额、赔偿限额以及保险年限的数据样本。为了避免可能的样本(自选择)偏差问题,本文采用最近邻匹配法按照1:2的比例对样本进行匹配,将披露了董责险保险金额、赔偿限额以及保险年限数据的样本作为处理组,将未购买董责险的样本作为对照组,并将对照组中董责险保险金额、赔偿限额以及保险年限全部赋值为0,匹配变量与前文一致,匹配之后的多元回归结果如表8所示。

表8 区分董责险保护程度的异质性

变量	(1)Csr 保险金额	(2)Csr 赔偿限额	(3)Csr 保险年限
Doinsp	1.357* (1.94)		
Doinsl		0.529** (2.09)	
Doinst			2.371 (1.57)
Size	3.382*** (3.12)	3.359*** (3.10)	3.327*** (3.06)
Lev	-11.572* (-1.80)	-10.408 (-1.59)	-11.267* (-1.73)
Roa	136.349*** (5.99)	137.412*** (5.93)	134.975*** (5.86)
Growth	-9.837** (-2.41)	-10.329** (-2.47)	-9.963** (-2.34)
Cash	1.442 (0.07)	2.797 (0.14)	6.999 (0.35)
Inshare	3.231 (0.66)	3.305 (0.70)	3.509 (0.72)
Concen	-4.502 (-0.67)	-4.456 (-0.67)	-3.498 (-0.51)
Board	13.963*** (2.74)	14.421*** (2.78)	14.468*** (2.80)
Ppel	-4.510 (-0.70)	-5.901 (-0.91)	-4.956 (-0.76)
Age	0.087 (0.64)	0.088 (0.64)	0.091 (0.65)
Cross	1.509 (0.26)	3.151 (0.53)	1.850 (0.28)
_cons	-78.753*** (-2.99)	-80.123*** (-3.05)	-79.225*** (-3.01)
年度/行业	已控制	已控制	已控制
N	234	234	234
F值	4.470	4.470	4.400
Adj-R <sup>2</sup>	0.495	0.496	0.491

注:括号内为t值。

从表8可知,企业社会责任(Csr)与董责险保险金额(Doinsp)、赔偿限额(Doinsl)分别在10%和5%的水平上显著正相关;企业社会责任(Csr)与董责险保险年限(Doinst)的回归系数为2.371,T值为1.57。这表明,董责险保险金额越大、赔偿限额越高,即董责险对高管的保护程度越好,越能有效促进企业积极履行社会责任。

## 2. 区分公司治理机制的异质性

董责险推出的初衷主要是弥补公司已有激励和监督机制的不足,以更好地激励和监督高管履行受托责任。许荣和王杰(2012)<sup>[21]</sup>的研究结果表明,董责险会与公司其他治理机制产生互动影响。贾宁和梁楚楚(2013)<sup>[39]</sup>研究发现,董责险激励和监督功能的发挥并不是孤立的,而是会受到法律和监管制度等外部环境的影响。那么,当公司的激励和监督机制存在差异时,是否会影响董责险激励和监督功能的发挥,进而影响董责险与企业社会责任之间的关系。为此,本文进一步分别从薪酬激励以及独董比例这两个激励和监督机制视角考察其他公司治理机制异质性对董责险与企业社会责任之间关系的影响。

### (1) 薪酬激励

薪酬激励是企业激励高管的一种主要激励机制。罗正英等(2018)<sup>[19]</sup>考察了高管薪酬激励对企业社会责任履行的影响后发现,高管薪酬越高越能正向激励高管关注企业的长期发展,而企业的长期发展需要企业积极履行社会责任。因此,高管薪酬激励可以有效促进企业积极履行社会责任。当高管薪酬越高时,意味着公司已经给予了高管较强的激励,这一方面可能会降低公司为高管购买董责险的概率,另一方面可能会对董责险激励功能形成一定的替代,从而弱化董责险对企业社会责任履行的促进作用。由此可以推测,高管薪酬越高越会弱化董责险对企业社会责任的正向影响。

为了验证这一推测,本文采用高管薪酬的自然对数(Wage)作为薪酬激励的代理变量,并在模型(1)中加入薪酬激励(Wage)、董责险与薪酬激励的交乘项(DoinsxWage),回归结果如表9列(1)所示,从中可知,公司薪酬激励越强越会弱化董责险对企业社会责任的正向影响。其原因可能在于,高管薪酬激励对董责险的激励功能形成了一定的替代,弱化了董责险对高管推动企业积极履行社会责任的激励效果。

表9 区分公司治理机制的异质性

变量	(1)Csr 薪酬激励	(2)Csr 独董比例
Doins	23.334** (2.25)	9.706** (2.98)
Wage	3.415*** (16.93)	
DoinsxWage	-1.530** (-2.15)	
Ddbl		9.635*** (4.32)
DoinsxDdbl		-22.014*** (-2.59)
Size	3.676*** (34.19)	4.196*** (40.85)
Lev	-7.160*** (-12.85)	-7.523*** (-13.41)
Roa	76.050*** (43.84)	79.305*** (44.13)

表9 区分公司治理机制的异质性(续)

变量	(1)Csr 薪酬激励	(2)Csr 独董比例
Growth	-0.432** (-2.50)	-0.538*** (-3.12)
Cash	12.342*** (8.40)	14.915*** (10.08)
Inshare	-1.369*** (-2.98)	-0.816* (-1.78)
Concen	3.616*** (5.05)	2.698*** (3.75)
Board	2.311*** (4.19)	3.988*** (5.63)
Ppel	-5.400*** (-7.70)	-6.623*** (-9.43)
Age	-0.012 (-0.81)	-0.023 (-1.50)
Cross	-1.365** (-2.22)	-1.112* (-1.78)
_cons	-107.086*** (-34.44)	-78.248*** (-27.91)
年度/行业	已控制	已控制
N	21315	21341
F值	211.600	198.100
Adj-R <sup>2</sup>	0.352	0.345

注:括号内为t值。

## (2)独董比例

设立独立董事是公司一项重要的监督机制。独立董事可以对高管的行为决策进行监督,更好地维护中小股东和公司的整体利益。已有研究发现,公司中独立董事的比例越高,越能对高管履行社会责任等行为进行有效监督,促进高管更加积极地履行社会责任<sup>[40]</sup>。当公司独董比例越高时,越会减少董责险促进企业履行社会责任的作用空间,即独董比例这一监督机制越强越会弱化董责险对企业社会责任的正向影响。由此可以推测,独董比例越高越会弱化董责险对企业社会责任的正向影响。

为了验证这一推断,本文在模型(1)中加入独董比例(Ddbl)、董责险与独董比例的交乘项(DoinsxDdbl)以考察独董比例对董责险与企业社会责任之间关系的影响。回归结果如表9列(2)所示,从中可知,独董比例越高越会弱化董责险对企业社会责任的正向影响。其原因可能在于,独立董事对董责险的监督功能形成了一定的替代,弱化了董责险对高管推动企业积极履行社会责任的监督效果。

## 五、结论与启示

### (一)结论

与已有研究大多从企业价值、资本成本、盈余质量等财务视角考察董责险的经济后果不同,本文以2010—2019年我国沪深A股上市公司为样本,从企业社会责任这一非财务视角检验董责险的经济后果。实证结果表明,企业引入董责险可以显著促进企业履行社会责任。这一研究结论在采用变量替换、对自变

量和控制变量滞后一期、剔除企业社会责任总得分为负的样本、倾向得分匹配法(PSM)、Heckman 两步法、工具变量法等方法进行稳健性和内生性检验后依然成立。进一步区分董责险对高管保护程度以及公司治理机制异质性后发现,董责险对高管的保护程度越好(保险金额和赔偿限额更高)越能促进企业履行社会责任;公司激励和监督机制越强(高管薪酬越高、独董比例越高)越会弱化董责险对企业履行社会责任的促进作用。

## (二)启示

第一,企业引入董责险可以显著促进企业履行社会责任,即购买董责险会对企业履行社会责任产生积极的影响。可见,保险公司不仅关注企业在企业价值、资本成本和盈余质量等财务层面的表现,还关注企业在社会责任履行这一非财务层面的表现。因此,国家应当积极鼓励和支持董责险业务的发展,提高董责险在上市公司中的投保率,以期改善企业社会责任履行情况提供新的解决方案。

第二,董责险对企业社会责任的正向影响会受到公司激励和监督机制的影响。因此,企业在引入董责险时应当综合考察公司已有的激励和监督机制。当激励机制和监督机制越弱时,企业购买董责险可以更好地弥补这些激励和监督机制的不足,激励和监督高管积极履行社会责任。认识这些原理,可以帮助企业更加“因地制宜”地引入董责险,激励和监督高管积极推动企业履行社会责任。

## 参考文献:

- [1] 蒋大兴.公司法的政治约束——一种政治解释的路径[J].吉林大学社会科学学报,2009,49(5):125-133+160.
- [2] 文雯,宋建波.高管海外背景与企业社会责任[J].管理科学,2017,30(2):119-131.
- [3] Zhang J, Kong D M, Wu J. Doing Good Business by Hiring Directors with Foreign Experience[J]. Journal of Business Ethics, 2018, 153(3):859-876.
- [4] Boulouta I. Hidden Connections: the Link Between Board Gender Diversity and Corporate Social Performance[J]. Journal of Business Ethics, 2013, 113(2):185-197.
- [5] 朱文莉,邓蕾.女性高管真的可以促进企业社会责任履行吗?——基于中国A股上市公司的经验证据[J].中国经济问题,2017(4):119-135.
- [6] Meek G K, Roberts C B, Gray S J. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U, UK and Continental European Multinational Corporations[J]. Journal of International Business Studies, 1995(3):555-572.
- [7] 沈洪涛.公司特征与公司社会责任信息披露——来自我国上市公司的经验证据[J].会计研究,2007(3):9-16+93.
- [8] Brickson S L. Organizational Identity Orientation: The Genesis of the Role of the Firm and Distinct Forms of Social Value[J]. Academy of Management Review, 2007, 32(3): 864-888.
- [9] 靳小翠.企业文化会影响企业社会责任吗?——来自中国沪市上市公司的经验证据[J].会计研究,2017(2):56-62+97.
- [10] Du X Q, Jian W, Du Y J, et al. Religion, the Nature of Ultimate Owner, and Corporate Philanthropic Giving: Evidence from China [J]. Journal of Business Ethics, 2014, 123(2): 235-256.
- [11] 辛杰.非正式制度、文化传统与企业社会责任困境的隐性消解[J].商业经济与管理,2014(9):25-33.
- [12] 唐亮,林钟高,郑军,等.非正式制度压力下的企业社会责任抉择研究——来自中国上市公司的经验证据[J].中国软科学,2018(12):165-177.
- [13] 阳镇,凌鸿程,陈劲.社会信任有助于企业履行社会责任吗? [J].科研管理,2021,42(5):143-152.
- [14] 刘连煜.公司治理与公司社会责任[M].北京:中国政法大学出版社,2001.
- [15] 彭珏,陈红强.内部控制、市场化进程与企业社会责任[J].现代财经(天津财经大学学报),2015,35(6):43-54.
- [16] 李志斌,章铁生.内部控制、产权性质与社会责任信息披露——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2017(10):86-92+97.
- [17] 王海妹,吕晓静,林晚发.外资参股和高管、机构持股对企业社会责任的影响——基于中国A股上市公司的实证研究[J].会计研究,2014(8):81-87+97.
- [18] Dyck A, Lins K V, Roth L, et al. Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? ——International Evidence[J].



- Journal of Financial Economics, 2019, 131(3):693-714.
- [19] 罗正英,姜钧乐,陈艳,等.行业竞争、高管薪酬与企业社会责任履行[J].华东师范大学学报(哲学社会科学版),2018,50(4):153-162+177.
- [20] 陈承,万珊,朱乐.国企高管薪酬与企业社会责任——组织冗余与市场化进程的调节作用[J].中国软科学,2019(6):129-137.
- [21] 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.
- [22] 张兆国,刘晓霞,张庆.企业社会责任与财务管理变革——基于利益相关者理论的研究[J].会计研究,2009(3):54-59+95.
- [23] Fisher J. Social Responsibility and Ethics[J].Journal of Business Ethics, 2004, 52(4): 391-400.
- [24] 李志刚,施先旺,高莉贤.企业社会责任信息披露与银行借款契约——基于信息不对称的视角[J].金融经济研究,2016,31(1):106-116.
- [25] 张旭,宋超,孙亚玲.企业社会责任与竞争力关系的实证分析[J].科研管理,2010,31(3):149-157.
- [26] 冯丽艳,肖翔,赵天骄.企业社会责任与债务违约风险——基于ISO26000社会责任指南的原则和实践的分析[J].财经理论与实践,2016,37(4):56-64.
- [27] 贾兴平,刘益,廖勇海.利益相关者压力、企业社会责任与企业价值[J].管理学报,2016,13(2):267-274.
- [28] 李正.企业社会责任与企业价值的相关性研究——来自沪市上市公司的经验证据[J].中国工业经济,2006(2):77-83.
- [29] Coombs J E, Gilley K M. Stakeholder Management as a Predictor of CEO Compensation: Main Effects and Interactions with Financial Performance[J].Strategic Management Journal, 2005, 26(9): 827-840.
- [30] Griffith, S. J. Uncovering a Gatekeeper: Why the SEC Should Mandate Disclosure of Details Concerning Directors' and Officers' Liability Insurance Policies[J].University of Pennsylvania Law Review, 2006, (5): 1147-1208.
- [31] 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(5):33-49.
- [32] O' Sullivan N.The Demand for Directors' and Officers' Insurance by Large UK Companies[J].European Management Journal, 2002, 20(5):574-583.
- [33] Yuan R L, Sun J, Cao F. Directors' and Officers' Liability Insurance and Stock Price Crash Risk[J].Journal of Corporate Finance, 2016, 37(4): 173-192.
- [34] 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+187-188.
- [35] 刘斌,付景涛,胡国柳.董事高管责任保险、产权与内部控制构建[J].科研管理,2021,42(7):171-178.
- [36] 贾兴平,刘益.外部环境、内部资源与企业社会责任[J].南开管理评论,2014,17(6):13-18+52.
- [37] 袁蓉丽,文雯,谢志华.董事高管责任保险和财务报表重述[J].会计研究,2018(5):21-27.
- [38] 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.
- [39] 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.
- [40] 肖海林,薛琼.公司治理、企业社会责任和企业绩效[J].财经问题研究,2014(12):91-98.

(责任编辑:卢 君)