

董事高管责任保险能够抑制 金融资产配置吗？

——来自2007-2019年非金融上市公司的经验证据

董盈厚¹，马亚民¹，董馨格²

(1. 辽宁大学 商学院, 辽宁 沈阳 110031; 2. 东北大学 工商管理学院 辽宁 沈阳 110169)

摘要: 经济新常态背景下企业金融化的负面影响日益显现。文章基于保险治理视角,研究董事高管责任保险对金融资产配置的抑制作用。研究发现,董事高管责任保险能够抑制金融资产配置;其作用机制是通过提高盈余信息质量与强化企业外部监督,降低信息不对称程度与代理成本,从而抑制金融资产配置。此外,董事高管责任保险能够提升实业投资及效率;董事高管责任保险主要对长期金融资产配置发挥抑制作用;董事高管责任保险的抑制作用在企业金融化监管政策实施后表现明显,准自然实验结果表明2014年加快发展责任保险政策能够增强董事高管责任保险的抑制作用。经济后果分析发现,董事高管责任保险对金融资产配置的抑制作用促使企业投资效率上升与经营风险下降。文章揭示了“保险合约”方式治理企业金融化趋势、降低代理成本的内在逻辑,为董事高管责任保险市场发展以及推动经济“脱虚向实”有所启示。

关键词: 董事高管责任保险; 金融资产配置; 代理成本; 信息效应; 治理效应

中图分类号: F230 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2021)05-0065-16

一、引言

近年来伴随金融市场过度膨胀以及实体经济持续低迷,资本“脱实向虚”现象显现,非金融企业金融资产配置规模呈现逐年增长态势。CSMAR数据统计显示,上市公司金融资产配置合计金额自2007年的5786.59亿元递增至2019年的54748.19亿元。实体企业忽视主营业务可持续发展、盲目试水金融投资是金融化的表现(刘姝雯等,2019),将加剧企业部门与金融市场之间的风险联动效应,增加企业经营风险。面对企业金融化加重趋势,学者对上市公司金融资产配置影响因素的关注增多。梳理现有文献,学术界主要聚焦宏观环境和企业内部因素两方面。就宏观环境而言,全球化(Milberg, 2008)、汇率不确定性(Demir, 2009)、利率管制(杨筝等, 2019)、货币政策(李元和王擎, 2020)、宏观审慎政策(马勇和陈点点, 2020)、融资融券制度(陆蓉和兰袁, 2020)、经济政策不确定性(刘贯春等, 2020)等对企业金融资产配置具有重要影响。企业内部因素包括价值观念(Lazonick, 2010; Sen和Dasgupta, 2018)、经营业绩(Da Luz等, 2015)、融资约束

收稿日期: 2021-06-03

基金项目: 辽宁省社会科学规划基金(L17BGL005)。

作者简介: 董盈厚(1969—),男,辽宁庄河人,辽宁大学商学院教授、博士研究生导师;

马亚民(1994—),女,山东烟台人,辽宁大学商学院博士研究生;

董馨格(1997—),女,辽宁沈阳人,东北大学工商管理学院硕士研究生(通讯作者)。

(彭俞超和黄志刚, 2018)、高管过度自信(闫海洲和陈百助, 2018)、企业税负(庞凤喜和刘畅, 2019)、企业社会责任(刘姝雯等, 2019; 顾雷雷等, 2020; 孟庆斌和侯粲然, 2020)等。然而鲜有文献从保险合约角度讨论企业金融化治理问题, 保险机构通过提供董事高管责任保险承担企业决策失误风险, 具有更加直接的激励, 因而更可能施加治理影响。那么, 董事高管责任保险能否抑制企业金融资产配置? 回答该问题对改善公司治理约束金融投机行为与促进企业可持续发展具有现实指导作用。

董事高管责任保险是董事、监事与高管因履职过程中疏忽或错误等不当行为被追究赔偿责任时由保险公司代为承担的保险(赖黎等, 2019)。虽然企业购买董事高管责任保险会增加一定的外部监督成本即代理成本, 但通过合同签订前对企业经营、治理等细节性信息的调查, 承保期内对管理层机会主义行为的约束, 出险时对案件的全面调查等持续作用, 预期会产生较高的监督收益, 因而可以诠释董事高管责任保险的需求动因(Holderness, 1990; 胡国柳和康岚, 2014)。与其他利益相关者不同, 保险公司直接承担公司信息不透明和治理缺陷带来的决策者执业风险, 更可能积极履行调研与监督功能(李从刚和许荣, 2020), 通过优化会计信息环境与对管理层机会主义行为形成外在压力来发挥信息效应与治理效应, 从而抑制企业金融资产配置。值得注意的是, 董事高管责任保险的信息效应和治理效应可能具有“双刃剑”性质。董事高管责任保险的风险兜底作用会转移决策者自利成本, 降低法律威慑效应, 进而减弱管理层履责责任意识, 诱发其道德风险与私利动机(Lin等, 2013; 胡国柳等, 2019), 加剧金融资产配置。那么, 信息效应与治理效应是否是董事高管责任保险产生影响的路径? 作用机制的检验对于深入理解保险合约实施效率具有重要意义。

基于上述分析, 本文以2007-2019年A股非金融上市公司为研究样本, 从保险合约视角考察董事高管责任保险对企业金融资产配置的抑制作用, 并以信息效应和治理效应为切入点提供理论解释。预期可能的贡献在于: 第一, 检验了董事高管责任保险对企业金融资产配置的抑制作用, 基于经济金融化背景澄清了董事高管责任保险治理效果研究的无定论。研究证实了董事高管责任保险治理企业金融化趋势的有效性, 支持有效监督假说, 为推进董事高管责任保险发展、引导经济“脱虚向实”提供实证依据与实践参考。第二, 基于信息效应和治理效应验证了董事高管责任保险对企业金融资产配置的抑制作用机制, 为解决利润金融化与治理模式金融化问题提供线索, 丰富“投资中心论”思想。董事高管责任保险与企业金融资产配置关系解释机制的建立有助于深入理解保险合约减缓实体企业“脱实向虚”倾向的内在逻辑, 揭示董事高管责任保险对企业健康发展的重要性与必要性, 丰富保险治理与企业行为的关系研究。第三, 探讨了董事高管责任保险对企业金融资产配置抑制作用的异质性与经济后果。董事高管责任保险对企业不同类型金融资产配置的影响研究揭示了抑制作用发挥的主要载体, 企业金融化监管政策与责任保险发展政策的外部冲击分析能够深化对制度功能的认识, 投资效率与经营风险层面的经济后果讨论对于市场参与者更好地理解董事高管责任保险治理功能有所裨益。

二、理论分析与研究假设

(一) 董事高管责任保险与企业金融资产配置

次贷危机的爆发引发学术界关于金融资产配置问题的讨论, 进而催生了系列探究金融资产配置影响因素的成果。宏观环境方面, 胡奕明等(2017)考察了GDP、M2、法定准备金率等宏观经济变量对金融资产配置的影响。相关研究还涉及全球化(Milberg, 2008)、汇率(Demir, 2009)、经济政策不确定性(彭俞超等, 2018; 刘贺春等, 2020)、利率管制(杨等等, 2019)、货币政策(李元和王擎, 2020)、宏观审慎政策(马勇和陈点点, 2020)、融资融券制度(陆蓉和兰袁,

2020)等角度。企业内部因素方面,股东价值观念压力(Lazonick, 2010; Sen和Dasgupta, 2018)、经营业绩(Da Luz等, 2015)、融资决策(彭俞超和黄志刚, 2018)、高管过度自信(闫海洲和陈百助, 2018)、企业税负(庞凤喜和刘畅, 2019)、企业社会责任(刘姝雯等, 2019; 顾雷雷等, 2020; 孟庆斌和侯璨然, 2020)等是金融资产配置变化的原因。不难发现,现有金融资产配置影响因素研究从多个角度展开,但就其治理措施讨论仍需进一步拓展,尤其是利益相关者治理层面^①。不同于其他利益相关者,保险机构因提供董事高管责任保险成为企业决策失误风险的直接承担者,更可能积极改善自身信息劣势地位,参与企业内部治理(李从刚和许荣, 2020)。因此,从保险合同视角考察董事高管责任保险对金融资产配置的抑制作用尤显重要。

董事高管责任保险诞生于20世纪初的美国。1929年的股市大崩盘推动了资本市场监管制度的发展,1933年颁布的《证券法》催生了股东民事诉讼途径,但也放大了董事、监事与高管的执业风险,促使董事高管责任保险产生。随后,华尔街财务丑闻风波爆发,管理层面临的问责风险攀升,董事高管责任保险盛行并广泛应用于西方发达资本市场,成为企业主要的避险工具。然而,董事高管责任保险在中国发展起步较晚,自2002年《上市公司治理准则》规定上市公司在股东大会审议通过的情况下可以购买董事高管责任保险起逐渐受到国内资本市场关注。2014年,《关于加快现代保险服务业的若干意见》对责任保险重要性的解读促进了董事高管责任保险的进一步推广。随着董事高管责任保险实践的深入,董事高管责任保险产生的影响效用成为学术界关注的重点话题。总体来看,现有研究主要形成有效监督与机会主义两种假说(李从刚和许荣, 2020)。有效监督假说认为董事高管责任保险作为一种风险激励方式,能够通过对冲执业风险激发管理层工作积极性,吸引优秀人才加入管理层(凌士显和白锐锋, 2017),同时能够通过保险机构的独立监督改善企业治理效率,减少管理层短视行为(李从刚和许荣, 2020),从而促使管理层合理决策(胡国柳等, 2019),推动企业价值长期增长。机会主义假说则认为,董事高管责任保险通过转移履职风险降低管理层的法律成本,进而造成企业约束机制弱化,机会主义行为增强。支持该观点的学者认为,董事高管责任保险会诱发财务重述行为(Lin等, 2013; Weng等, 2017)、提高企业资本成本(Chen等, 2016)、加剧企业风险(赖黎等, 2019)等。显然,无论是基于有效监督假说还是机会主义假说,董事高管责任保险都可以通过影响管理层心理账户作用于企业行为决策选择(胡国柳等, 2019)。随着金融领域资本回报率高企,实体经济主营业务利润空间收窄,金融资产配置日益成为企业经营策略的重要手段以及企业盈利与发展的主要途径(刘笃池等, 2016)。因此,董事高管责任保险会对企业金融资产配置产生影响。

金融资产配置可以追溯到美国非金融企业的实践,是股东短期利润最大化与资本短期逐利性共同作用的结果(谢富胜和匡晓璐, 2020)。换言之,金融资产配置源于管理层短视主义。从有效监督假说来看,董事高管责任保险可以通过三个渠道减少管理层短视行为,抑制金融资产配置:第一,董事高管责任保险能够缓解管理层面临的股东价值压力。根据股东价值假说,管理层迫于股东压力会致力于股价最大化的投资决策(Baker等, 2003)。这预示着伴随实体经济收益率的持续下降与金融领域回报率的不断攀升,非金融企业管理层更可能压缩实业投资转向金融资产配置,从而抬高股价,迎合股东短期利益诉求^②(刘笃池等, 2016)。董事高管责任保险最基本的作用便在于分散管理层面临的因股东利益受损等被诉讼的风险(胡国柳和康岚, 2014)。可见,董事高管责任保险可以通过缓解股东价值压力降低管理层利用金融资产配置最大化股东短期利益的动机,从而抑制企业金融资产配置。第二,董事高管责任保险能够提升主

①企业是由各利益相关者参与的契约联结体,预示着公司治理由股东中心主义转向利益相关者治理模式(李维安等, 2019)。

②金融资产配置较快的收益实现速度、金融资产在确认与计量过程的较大灵活性及其可能诱发的价格泡沫,有助于管理层实现股价提高和股东价值。

业盈利能力。非金融企业扩大金融活动的动因还来自于主业业绩下降与金融投资收益率上升,即二者相对收益率(Tornell, 1990)。这意味着主业盈利能力上升能够削弱金融资产配置动机(曹丰和谷孝颖, 2021)。董事高管责任保险能够从风险激励角度改善管理层薪酬激励不足问题,促进其执业风险与收益的平衡,从而提高管理层工作积极性,提高企业经营绩效。此外,随着企业国际化步伐的加快,董事高管责任保险逐渐成为企业保留和吸引优秀管理层人力资本的重要措施(Priest, 1987),从而提高企业经营管理水平,实现主业业绩的显著提升。因此,董事高管责任保险可以通过提升主业盈利能力降低管理层跨行业套利动机,抑制金融资产配置。第三,董事高管责任保险能够提高企业治理有效性。保险公司与承保对象公司之间的交易关系以最大化自身利益为目标,因此无论何种投资类型,只要导致股东、债权人等遭受经济损失,都可能产生诉讼。较快的收益实现速度预示着相较于实业投资,金融资产配置更可能满足股东短期利益最大化诉求,降低管理层涉诉概率;但较低的转换成本意味着金融资产配置比实业投资更可能通过增加可自由裁量的财务资源,引发管理层在职消费等侵害股东利益的行为,增加其面临的诉讼风险。除此之外,贷款纠纷等也是诉讼风险的重要来源。根据资本资产定价理论,与实业投资相比,金融资产配置更可能存在导致债务上升的“债务陷阱”效应,从而使企业无法偿还到期债务,引起银行等债权人相关的诉讼风险。然而,企业是由各利益相关者参与的契约联结体决定了相较于有助于平衡各方利益的实业投资,部分契合股东利益导向的金融资产配置可能带来更高的诉讼风险,从而更可能增加保险公司赔偿风险,使其具有更加强烈的动机发挥公司治理的监督功能。董事高管责任保险的监督功能存在于企业事前、事中与事后各阶段(Holderness, 1990)。承保前全面识别并评估管理层风险特征以及公司治理风险(袁蓉丽等, 2018),通过格外关注上市公司外部董事占比、董事长与总经理两职分离等公司治理情况(O'Sullivan, 1997),并对诉讼风险较高的公司设置较为严格的保险条款等方式对公司治理机制可能存在的短视化倾向进行约束,从而改善公司治理效率(郑志刚等, 2011),减少管理层可能存在的投机行为;承保中持续评估公司治理水平与项目风险,如果发现赔偿风险增加,会提出修改方案并督促执行,甚至可能提高保费,产生警示效应(李从刚和许荣, 2020),从而完善董事薪酬结构、高管股权结构等(O'Sullivan, 1997),优化公司治理机制,防范管理层自利行为;出险后深度调查,核实其是否属于除外责任条款,对未触及法定和特别除外责任条款的赔偿责任进行赔付,降低索赔损失额度(袁蓉丽等, 2018),从而促进经理人市场发展,并倒逼企业修复治理缺陷,合规经营。这意味着董事高管责任保险能够通过完善董事会结构、管理层激励机制、经理人市场等缓解经济重构引致的公司治理结构性短视问题^①,使公司治理安排更多考虑各利益相关者的利益诉求,从而抑制管理层以牺牲长期发展换取短期利益的倾向,减少其对金融资产的非理性逐利。由此,本文提出以下假设:

假设1a: 基于有效监督假说,董事高管责任保险将抑制企业金融资产配置。

从机会主义假说来看,董事高管责任保险会基于两个方面诱发管理层短视行为,增加金融资产配置:其一,董事高管责任保险会加剧管理层道德风险问题。董事高管责任保险的风险转移功能可能对管理层形成“过度庇护”,弱化法律约束力,降低管理层机会主义成本,从而导致企业投资行为短视化与投机化(胡国柳和康岚, 2014; 胡国柳等, 2019),加剧金融资产配置。其二,董事高管责任保险会导致公司治理出现结构性短视问题。股东可能通过董事高管责任保险影响管理层任职决策,进而与其合谋致力于股票价格最大化的短期目标决策,以获取投机性资本利得(Bolton等, 2006; 胡国柳和康岚, 2014),表现为金融资产配置的增加。此外,董事高管责

^①公司治理结构性短视问题主要表现为非金融企业受金融市场控制,即以股票期权为代表的薪酬激励制度盛行,以短期利润最大化为导向的价值评价体系形成等,是企业金融资产配置增加的主要原因(谢富胜和匡晓璐, 2020)。

任保险的风险兜底作用会降低独立董事、监事等面临的职业责任, 弱化其本应该秉承的勤勉义务, 从而不利于其监督功能的发挥, 为高管或股东从事投机主义行为提供机会(凌士显和白锐锋, 2017), 增加短期利益导向的金融资产配置。由此, 本文提出以下假设:

假设1b: 基于机会主义假说, 董事高管责任保险将加剧企业金融资产配置。

(二) 基于信息效应和治理效应的影响传导

董事高管责任保险的承保人作为承保对象公司内部信息的传递者与监督者, 不仅能够通过事前风险评估与保费确定、事中监督与保费调整以及事后调查与理赔等行为促进被保险公司在信息传递, 而且可以约束管理层不当行为(胡国柳和康岚, 2014)。可见, 董事高管责任保险能够发挥信息效应和治理效应, 减少管理层通过金融资产及其相关收益操纵粉饰业绩以及违背受托责任的行为, 改善信息不对称和代理问题, 从而抑制金融资产配置。然而, 董事高管责任保险的“过度庇护”会为管理层操纵会计信息、攫取私利提供可能, 从而加剧信息不对称和代理问题, 增加金融资产配置。因此, 董事高管责任保险影响企业金融资产配置的途径可以从信息效应和治理效应两方面展开。

根据信号传递理论, 企业激励制度选择等有助于将内部信息传递给市场, 从而缓解信息不对称问题。通过风险转移与保险机构的持续监督, 董事高管责任保险有助于企业经营信息及时有效地传递, 即董事高管责任保险具有信息效应。金融资产确认与计量过程中的主观性与复杂性为管理层实施盈余管理提供了契机, 具体包括操纵金融资产类别、公允价值估值等方式(曹丰和谷孝颖, 2021)。由于董事高管责任保险监督功能的发挥可以减少以粉饰盈余信息为目的的金融资产配置动机与机会, 董事高管责任保险能够通过信息效应发挥抑制企业金融资产配置。具体来说, 一方面, 董事高管责任保险可以降低管理层执业风险, 从而减弱管理层利用金融资产操纵盈余的动机, 抑制金融资产配置。董事高管责任保险对股东价值压力的缓解作用能够削弱管理层通过金融资产配置应对短期业绩考核压力的盈余管理动机。与此同时, 董事高管责任保险风险激励功能的发挥有助于提高企业经营管理水平(Priest, 1987), 弱化金融资产配置信息“捂盘”作用。此外, 董事高管责任保险能够显示出管理层运用保险工具降低决策风险(Bessembinder, 1991)、保护投资者财富(Gutiérrez, 2003)的能力, 而且可以通过较低的保费等自愿性信息披露展现公司治理有效性(胡国柳和康岚, 2014)^①。这些增量信息能够提高资本市场信息效率, 减少资金供给者的不确定性担忧, 从而降低企业融资成本, 减弱管理层通过金融资产粉饰业绩的融资动机。另一方面, 董事高管责任保险可以削弱管理层机会主义行为的信息优势, 从而减少其利用金融资产配置寻租的机会, 抑制金融资产配置。董事高管责任保险对公司治理结构的改善作用能够优化会计信息环境(O'Sullivan, 1997), 从而压缩管理层实施盈余管理的空间, 减少金融资产配置。

董事高管责任保险的信息效应不仅能够产生积极作用, 还可能带来负面影响, 即其可能导致管理层利用金融资产配置掩盖真实业绩的动机与空间增加。一方面, 董事高管责任保险能够通过风险兜底降低管理层因操纵公司信息涉诉的成本, 从而更可能激发管理层借助金融资产配置调节盈余的动机。此外, 董事高管责任保险的“风险松绑效应”可能引发管理层高风险决策, 从而向银行等资金供给者传递企业高风险信号(赖黎等, 2019), 致使资金供给者要求更高的风险溢价, 提高企业融资成本, 增强金融资产配置的融资约束动机。另一方面, 董事高管责任保险引致的公司治理风险上升会降低会计信息传递效率, 增加管理层利用金融资产配置实现扭亏、平滑利润等的机会主义空间。由此, 本文提出以下假设:

^①对投资者决策而言, 自愿性与强制性信息披露是一个整体系统, 互为补充(陈艳, 2004)。虽然披露保费、保额等信息的公司较少, 但根据资本市场交易假说, 自愿性信息披露对于企业争夺市场资本是必要的。

假设2: 董事高管责任保险产生的正面(负面)信息效应能够改善(恶化)信息不对称问题, 从而抑制(加剧)企业金融资产配置。

基于契约理论, 企业利益相关者与管理层之间是一种契约关系, 但由于存在交易费用、语言模糊性等障碍, 这种契约关系表现出不完全性, 即无法详尽设定所有可能事项, 明晰管理层的权力义务, 从而产生剩余控制权, 为管理层不当行为创造条件, 加剧委托代理问题。董事高管责任保险作为一种公司治理机制, 不仅有利于平衡管理层履职风险与收益的关系, 促进各参与主体目标一致性, 降低代理成本, 而且能够通过保险公司外部监督功能约束企业机会主义行为, 缓解代理冲突, 即董事高管责任保险具有治理效应。因此, 董事高管责任保险能够通过治理效应发挥抑制企业金融资产配置。具体地, 第一, 董事高管责任保险可以分散管理层执业风险, 降低委托代理程度, 激励企业投资经营资产, 抑制金融资产配置。董事高管责任保险通过减轻短期业绩考核压力促使管理层基于利益相关者利益最大化目标进行投资选择, 从而加大潜在价值较高的实业投资项目供给, 抑制金融资产配置。此外, 董事高管责任保险作为避险工具, 能够改善管理层履职风险与收益不匹配问题, 缓解各参与主体目标不一致引致的代理冲突, 引发管理层对企业主营业务可持续发展的重视, 从而增加实业投资, 抑制金融资产配置。第二, 董事高管责任保险可以强化企业外部监督, 对管理层投机行为产生约束作用, 减少委托代理风险, 从而抑制企业金融资产配置。董事高管责任保险通过增加保险机构责任风险提高其参与公司治理的积极性和努力程度, 从而优化管理层行为监督约束机制, 减少金融投机等机会主义行为。

董事高管责任保险对公司治理而言存在“双刃剑”效应, 即可能通过责任风险转移弱化管理层受托责任与公司治理机制的有效性, 从而恶化代理冲突, 增加管理层对金融资产的非理性逐利。第一, 董事高管责任保险可能对管理层形成“过度庇护”, 造成其法律成本下降、履职责任意识弱化、机会主义动机增强, 从而加剧企业以牺牲主业发展换取短期利润的金融资产配置行为。第二, 董事高管责任保险可能加剧独立董事、监事、股东等的道德风险问题, 为高管自利行为提供便利条件, 增加以逐利为目的的金融资产配置, 股东甚至可能与高管合谋, 诱使其追求短期利益最大化, 从而诱发更多的价值偏离决策(胡国柳和康岚, 2014), 加剧金融投机行为。由此, 本文提出以下假设:

假设3: 董事高管责任保险产生的正面(负面)治理效应能够减少(增加)代理成本, 从而抑制(加剧)企业金融资产配置。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

考虑到2007年新企业会计准则实施的影响, 本文选择2007–2019年A股上市公司为初始样本, 并根据研究需要进行如下处理: (1) 剔除金融业与房地产业的样本; (2) 剔除ST、PT、*ST等特别处理的样本; (3) 剔除交叉上市的样本; (4) 剔除资不抵债的样本; (5) 剔除数据缺失的样本。另外, 对所有连续变量进行上下1%分位数缩尾处理。数据来源有: 董事高管责任保险数据来源于CNRDS公司特色库, 其他变量数据来源于CSMAR数据库, 通过整理计算产生。需要说明的是, 行业虚拟变量根据2012年证监会行业分类结果确定, 其中制造业细分类别众多, 保留两位代码, 其他行业采用一位代码表示。

(二) 主要实证模型与变量说明

1. 董事高管责任保险对企业金融资产配置的抑制作用检验

参考刘姝雯等(2019)、胡国柳等(2019)等学者的研究, 构建模型(1)来检验董事高管责任

保险对企业金融资产配置的抑制作用。

$$Financial_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ins_{i,t} + \sum \alpha_m Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型中的 $Financial_{i,t}$ 表示金融资产配置,用金融资产绝对规模衡量,从而更好地消除金融投资决策以外的因素对金融资产相对规模的影响(胡奕明等,2017)。其中的金融资产可以细分为交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资以及投资性房地产^①。 $Ins_{i,t}$ 为董事高管责任保险,考虑到中国现实披露情况,用企业当年是否购买董事高管责任保险的虚拟变量表示。需要强调的是,由于董事高管责任保险涉及金额较大,企业停保等决定需经股东大会通过并公告。因此如果企业没有明确发布停保公告,可以认为其以后年度会继续购买。

2. 董事高管责任保险影响企业金融资产配置的机制检验

在模型(1)基础上构建模型(2)与模型(3)来检验董事高管责任保险产生影响的路径。

$$M_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ins_{i,t} + \sum \alpha_m Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Financial_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ins_{i,t} + \alpha_2 M_{i,t} + \sum \alpha_m Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $M_{i,t}$ 为中介变量,即董事高管责任保险的信息效应与治理效应,分别用信息不对称程度($AI_{i,t}$)与代理成本($AC_{i,t}$)表示。具体地,以分析师盈余预测分歧度衡量信息不对称程度,即*i*公司*t*年所有分析师每股收益预测的标准差与*i*公司*t*年每股收益实际值的绝对值之比;以总资产周转率度量代理成本。Marquardt和Wiedman(1998)、卜君和孙光国(2020)等学者认为分析师盈余预测分歧度可以揭示企业信息环境,其值越大,信息不对称程度越高。总资产周转率能够体现管理层经营管理成效,反映企业委托代理冲突程度,其值越大,代理成本越低(张修平等,2020)。参见表1。

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	度量方法
被解释变量	$Financial_{i,t}$	金融资产配置	$\ln(\text{金融资产})$,金融资产为0时取0
解释变量	$Ins_{i,t}$	董事高管责任保险	当年购买董事高管责任保险的为1,否则为0
中介变量	$AI_{i,t}$ $AC_{i,t}$	信息不对称程度 代理成本	分析师盈余预测分歧度 总资产周转率
控制变量	$Size_{i,t}$	公司规模	$\ln(\text{总资产})$
	$Lev_{i,t}$	资产负债率	总负债与总资产的比值
	$Roe_{i,t}$	净资产收益率	净利润与平均股东权益的比值
	$TobinQ_{i,t}$	成长性	市场价值与总资产的比值
	$Cf_{i,t}$	现金流量	经营活动现金净流量与总资产的比值
	$RD_{i,t}$	创新投入	研发支出与总资产的比值
	$Tax_{i,t}$	企业税负	所得税费用与营业收入的比值
	$Age_{i,t}$	企业年龄	$\ln(\text{当年年份}-\text{成立年份}+1)$
	$State_{i,t}$	产权性质	国有企业赋值1,非国有企业赋值0
	$Fshare_{i,t}$	第一大股东持股比例	第一大股东持股数与总股数的比值
$Indperc_{i,t}$	独立董事占比	独立董事人数与董事会人数的比值	
$Seperation_{i,t}$	两权分离度	控制权与现金流权的差额	

^①长期股权投资从广义上讲可列为权益性投资;考虑到《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》要求境内上市公司自2019年1月1日起实行金融资产“三分类”,金融资产配置2019数据根据报表项目进行调整。

四、实证分析

(一) 描述性统计分析

从表2可以看出, $Financial_{i,t}$ 的均值为15.8438, 标准差为6.7077, 说明金融资产配置在不同公司—年度样本间差异明显。 $Ins_{i,t}$ 的均值为0.0482, 即中国平均购买董事高管责任保险的非金融上市公司占比为4.82%, 与欧美发达国家相比, 中国董事高管责任保险的投保率较低, 尚处于初期阶段。但随着法律体系的完善、股票发行注册制改革的深入、企业国际化进程的推进与投资者保护意识的增强, 管理层执业风险大幅上升, 其对董事高管责任保险需求不断增加。换言之, 董事高管责任保险是伴随着中国社会经济的发展而产生的, 发展潜力较大。 $AI_{i,t}$ 的均值为1.4681, 标准差为3.1151, 说明分析师盈余预测分歧度较大, 企业存在一定程度的信息不对称问题, 彼此间具有较明显的差异。 $AC_{i,t}$ 的均值为0.6968, 最小值为0.0617, 最大值为2.7191, 表明企业总资产周转率较低, 代理问题显现, 且数据具有差异性。

表2 主要变量的描述性统计^①

变量	观测值	均值	标准差	25%分位	中位数	75%分位	最小值	最大值
$Financial_{i,t}$	25467	15.8438	6.7077	15.9562	18.1692	19.6760	0.0000	23.3789
$Ins_{i,t}$	25468	0.0482	0.2142	0	0	0	0	1
$AI_{i,t}$	21012	1.4681	3.1151	0.2108	0.5002	1.2396	0.0014	21.8501
$AC_{i,t}$	25468	0.6968	0.4646	0.3957	0.5878	0.8607	0.0617	2.7191

(二) 基本回归分析

表3报告的是假设1、假设2与假设3的检验结果。其中, 第(1)列检验了董事高管责任保险与企业金融资产配置的关系, 可以发现, $Ins_{i,t}$ 系数为-0.2972, 显著性水平为5%, 即董事高管责任保险能够抑制企业金融资产配置, 说明董事高管责任保险可以起到有效的治理作用, 通过缓解股东价值压力、增强主业盈利能力与提高治理效率弱化管理层机会主义动机, 减少企业对金融资产的逐利行为, 从而证实有效监督假说, 支持假设1a。第(2)列与第(3)列是基于信息效应的模型(2)与模型(3)的检验结果。 AI 为被解释变量时, $Ins_{i,t}$ 系数为-0.1817, 在10%的水平上显著, 表明董事高管责任保险能够降低分析师盈余预测分歧度, 改善企业信息不对称问题, 验证了董事

表3 基本回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$Financial$	AI	$Financial$	AC	$Financial$
$Ins_{i,t}$	-0.2972** (0.1323)	-0.1817* (0.1048)	-0.4108*** (0.1439)	0.0333** (0.0138)	-0.2791** (0.1327)
$AI_{i,t}$			0.0274** (0.0128)		
$AC_{i,t}$					-0.5452*** (0.0892)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R^2	0.268	0.0775	0.287	0.326	0.269
N	25467	21012	21011	25468	25467

注: **、*与*分别对应的显著性水平为1%、5%与10%, 括号内列示聚类稳健标准误。因篇幅限制, 仅报告主要解释变量的回归结果。下同。

^①有关变量缺失是表2以及后文观测值不一致的原因。限于篇幅, 控制变量的描述性统计结果留存备索。

高管责任保险的信息效应。*Financial*为被解释变量时, $AI_{i,t}$ 系数为0.0274, 显著性水平为5%; $Ins_{i,t}$ 系数为-0.4108, 显著性水平为1%。这说明董事高管责任保险通过发挥信息效应提高盈余信息质量, 从而抑制企业金融资产配置, 支持假设2。第(4)列与第(5)列是基于治理效应的模型(2)与模型(3)的检验结果。*AC*为被解释变量时, $Ins_{i,t}$ 系数为0.0333, 在5%的水平上显著, 表明董事高管责任保险能够提高企业总资产周转率, 缓解代理冲突, 为董事高管责任保险的治理效应提供实证证据。*Financial*为被解释变量时, $AC_{i,t}$ 系数为-0.5452, 显著性水平为1%; $Ins_{i,t}$ 系数为-0.2791, 显著性水平为5%, 意味着董事高管责任保险能够通过减少代理成本抑制企业金融资产配置, 假设3得以验证。

五、内生性问题与稳健性检验

(一) 内生性问题

自选择、样本选择偏误、互为因果以及一般性遗漏变量均可能引致内生性问题, 从而导致董事高管责任保险抑制企业金融资产配置。原因在于: 第一, 是否购买董事高管责任保险可能是投保公司与保险公司选择效应的结果, 即具有良好投资机会与发展前景的企业更可能购买董事高管责任保险, 且保险公司更可能选择那些治理风险较低的企业作为承保对象; 第二, 企业金融资产配置缩减、信息不对称程度降低以及代理成本减少有可能提高企业可持续发展能力与公司治理有效性, 从而促使企业进行董事高管责任保险购买并成为保险公司的承保对象, 增加董事高管责任保险购买概率; 第三, 虽然本文竭力控制可能影响企业金融资产配置的因素, 但仍可能存在变量遗漏问题。为此, 借鉴袁蓉丽等(2018)、李从刚和许荣(2020)的做法, 选择独立董事海外任职背景($FE_{i,t}$, 具有海外任职背景的独立董事人数)作为董事高管责任保险的工具变量, 因为具有海外任职背景的独立董事风险意识较强, 管理经验较丰富, 且更加懂得利用董事高管责任保险规避风险, 但对企业投资选择没有直接影响, 即其不会直接作用于金融资产配置。2SLS回归结果说明, 研究结论在控制内生性问题之后依然成立, 如表4所示。此外, 未列示的弱工具变量检验结果表明, 工具变量的选择是恰当的。

表4 2SLS回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Financial</i>		<i>AI</i>		<i>AC</i>	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
$FE_{i,t}$	0.0427*** (0.0037)		0.0467*** (0.0040)		0.0427*** (0.0037)	
$Ins_{i,t}$		-3.2240* (1.7127)		-1.4752* (0.8794)		0.4003*** (0.1213)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Adj. R²</i>	0.0752	0.262	0.0886	0.0687	0.0752	0.299
$N^{①}$	24379	24379	20355	20355	24380	24380

(二) 稳健性检验

1. 改变回归方法

与Robust不同, Bootstrap标准误方法利用抽样思想进行统计推断, 可以得到更加稳健的回

①工具变量从2008年开始统计是表4观测值减少的原因。

归结果。因此,本文基于Bootstrap标准误方法重新进行回归,结果见表5第(1)–(5)列。此外,考虑到企业金融资产配置变量呈左归并分布,本文还采用Tobit估计方法对模型(1)与模型(3)进行检验,结果见表5第(6)–(8)列。可以发现, $Ins_{i,t}$ 、 $AI_{i,t}$ 与 $AC_{i,t}$ 系数均显著,且方向与前文一致,支持正文假设。

表5 稳健性检验——Bootstrap和Tobit估计

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Bootstrap					Tobit		
	<i>Financial</i>	<i>AI</i>	<i>Financial</i>	<i>AC</i>	<i>Financial</i>	<i>Financial</i>	<i>Financial</i>	<i>Financial</i>
$Ins_{i,t}$	-0.2972** (0.1451)	-0.1817* (0.1063)	-0.4108*** (0.1490)	0.0333** (0.0138)	-0.2791* (0.1610)	-0.3871*** (0.1483)	-0.5224*** (0.1614)	-0.3676** (0.1488)
$AI_{i,t}$			0.0274** (0.0132)				0.0329** (0.0146)	
$AC_{i,t}$					-0.5452*** (0.0845)			-0.5812*** (0.1026)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Adj. R²</i>	0.268	0.0775	0.287	0.326	0.269	0.0456	0.0495	0.0457
<i>N</i>	25467	21012	21011	25468	25467	25467	21011	25467

2. 变更变量度量方法

为缓解变量度量偏误问题,本文借鉴谢富胜和匡晓璐(2020)的做法,基于现金流量表重新衡量金融资产配置,检验董事高管责任保险的抑制作用,结果见表6第(1)列。此外,考虑到董事高管责任保险的信息效应主要体现在盈余信息质量方面,同时用代理成本表示的治理效应可以从投入(管理费用率)与产出(总资产周转率)两个角度度量,文章还分别用盈余激进度与管理费用率衡量信息不对称与代理成本进行回归检验,结果分别见表6第(2)列和第(3)列以及第(4)列和第(5)列。可以发现,正文结论依然成立。

表6 稳健性检验——变更变量度量方法

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Financial</i>	<i>AI</i>	<i>Financial</i>	<i>AC</i>	<i>Financial</i>
$Ins_{i,t}$	-0.0181* (0.0094)	-0.0271*** (0.0067)	-0.4055*** (0.1417)	-0.0034** (0.0015)	-0.2814** (0.1325)
$AI_{i,t}$			0.4988** (0.2455)		
$AC_{i,t}$					4.6832*** (0.5843)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Adj. R²</i>	0.140	0.258	0.268	0.348	0.270
<i>N</i>	25456	18586	18585	25468	25467

3. 改变样本区间

2017年修订《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第37号——金融工具列报》等准则,要求境内上市企业自2019年1月1日起实行金融资产“三分类”,不再采

用“四分类”。为缓解准则修订带来的金融资产配置数据口径不统一问题,本文剔除2019年数据后重新进行假设检验,结果见表7,正文结论未发生明显变化。

表7 稳健性检验——改变样本区间

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Financial</i>	<i>AI</i>	<i>Financial</i>	<i>AC</i>	<i>Financial</i>
<i>Ins_{it}</i>	-0.2605* (0.1380)	-0.2203** (0.1081)	-0.3619** (0.1502)	0.0399*** (0.0145)	-0.2377* (0.1386)
<i>AI_{it}</i>			0.0271** (0.0130)		
<i>AC_{it}</i>					-0.5717*** (0.0920)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Adj.R²</i>	0.271	0.0765	0.288	0.326	0.272
<i>N</i>	24035	19957	19956	24036	24035

4. 董事高管责任保险提升了企业实业投资及效率吗？

基于有效监督假说,董事高管责任保险能够降低管理层短视程度,激发其履职积极性,吸引优质人力资本流入,并提高公司治理效率,从而促使管理层重视主业发展,实业投资规模及效率提升,最终抑制金融资产配置。检验董事高管责任保险与实业投资及效率的关系。根据表8列(1)、列(2),检验结果证实了董事高管责任保险对企业实业投资及效率的提升作用。

表8 稳健性检验——实业投资及效率、短长期金融资产配置

	(1)	(2)	(3)	(4)
	实业投资	投资效率	短期金融资产配置	长期金融资产配置
<i>Ins_{it}</i>	0.5054*** (0.0345)	-0.0020* (0.0011)	1.1239*** (0.2252)	-0.2252* (0.1353)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Adj.R²</i>	0.508	0.0455	0.131	0.270
<i>N</i>	26095	22544	25466	25467

5. 区分金融资产配置类型

短期金融资产具有较强的可逆性,能够在企业主业投资资金短缺时迅速变现,也可以在企业自由现金流较多时改善投资过度问题,从而平滑实业投资。长期金融资产转换成本较高,无法通过在短期内变现满足主业运营资金需求,甚至可能是企业非理性逐利的产物,从而挤出实业投资,危害企业主营业务的长期持续发展,侵害利益相关者利益,增加企业诉讼风险。为此,文章区分金融资产配置类型进行检验,结果见表8列(3)、列(4)。可见,董事高管责任保险主要通过抑制长期金融资产配置发挥作用,进一步支持有效监督假说,夯实了正文的结论。

6. 外部冲击

2012年12月,《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》发布。为研究企业金融化监管政策的影响,本文以2012年为临界点进行分组检验,结果见表9列(1)、列(2)。可以发现,董事高管责任保险对企业金融资产配置的抑制作用在2012年之后更显著。

著,显示出董事高管责任保险在金融化趋势治理中的功能作用。此外,2014年8月《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》出台,意味着发展与推广责任保险成为国家全面深化改革布局的一项重要任务,可视为董事高管责任保险新一轮推行与应用的准自然实验。为此,本文构建双重差分模型进行稳健性检验,结果见表9第(3)列。 $Post_{i,t} \times Ins_{i,t}$ 系数显著为负,表明2014年出台的董事高管责任保险发展政策能够促进董事高管责任保险发挥信息效应与治理效应,从而抑制企业金融资产配置,进一步支持了正文的结论。

表9 稳健性检验——外部冲击

	(1)	(2)	(3)
	2012年之前(含2012年)	2012年之后	准自然实验
$Ins_{i,t}$	0.1159 (0.2274)	-0.3395** (0.1596)	0.3404* (0.1819)
$Post_{i,t} \times Ins_{i,t}$			-1.2286*** (0.2543)
Controls	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²	0.302	0.247	0.268
N	9040	16427	25467

7. 竞争性解释^①

投保董事高管责任保险的公司大多可能具备良好前景,甚至处于成长期,公司根据自身需求将更多的资金进行实业投资,同时可能采取投保董事高管责任保险的方式鼓励管理层积极进取,从而导致董事高管责任保险负向影响金融资产配置。此外,董事高管责任保险的投保费用可能挤占公司闲置资金,致使金融资产配置资金供给不足,从而形成一种机械相关关系,而非因果关系。为排除这两种可能性,分别考察企业投资机会、生命周期以及闲置资金对董事高管责任保险与金融资产配置关系的额外影响。结果显示,交乘项系数均不显著,表明两者关系并非由企业具备良好前景、处于成长期或闲置资金减少导致。

六、经济后果分析

在实体经济与虚拟经济结构失衡、企业金融化趋势加重的背景下,董事高管责任保险对金融资产配置的抑制作用可以提高企业投资效率,增强持续盈利能力,降低企业经营风险。为此,进一步考察投资效率和经营风险层面的经济后果。具体模型如下:

$$DV = \alpha_0 + \alpha_1 Ins_{i,t} \times Financial_{i,t} + \alpha_2 Financial_{i,t} + \alpha_3 Ins_{i,t} + \sum \alpha_m Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)中的DV为被解释变量,包括投资效率与经营风险。具体地,投资效率根据Richardson(2006)的预期投资模型确定,表示为实际投资规模与预期投资规模差额的绝对值。其值越大,投资效率越低。就经营风险而言,借鉴赖黎等(2019)的研究,用经行业调整后的三年资产收益率的标准差衡量。其值越大,企业经营风险越高。

值得注意的是,中国投保董事高管责任保险的上市公司占比较小,原因可能在于前述投保公司与保险公司的双向“选择效应”。因此,企业投资效率上升与经营风险下降未必是由于公司购买董事高管责任保险对金融资产配置的抑制作用导致的,“筛选效应”的存在亦可能是这种结果产生的原因。为排除这种替代性解释,同时采用倾向得分匹配法(PSM)进行检验,结果见

^①限于篇幅,检验结果未列示,留存备案。

表10。投资效率为被解释变量时，OLS估计的 $Ins_{i,t} \times Financial_{i,t}$ 系数为-0.0005，在10%的水平上显著，PSM估计的 $Ins_{i,t} \times Financial_{i,t}$ 系数为-0.0007，显著性水平为5%，说明董事高管责任保险对金融资产配置的抑制作用能够提高企业投资效率。经营风险为被解释变量时，OLS估计的 $Ins_{i,t} \times Financial_{i,t}$ 系数为-0.0007，在5%的水平上显著，PSM估计的 $Ins_{i,t} \times Financial_{i,t}$ 系数为-0.0009，显著性水平为5%，表明董事高管责任保险抑制金融资产配置的结果可以进一步降低企业经营风险。显然，董事高管责任保险能够有效治理企业金融化趋势，降低实体经济风险，发挥避险工具功能。需要说明的是，匹配后的标准偏差绝对值均小于10%，标准偏差相比匹配前大幅减少，T检验结果无法拒绝干预组与控制组特征变量均值不存在差异的原假设，即PSM的平衡性检验通过。

表 10 经济后果分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	投资效率		经营风险	
	OLS	PSM	OLS	PSM
$Ins_{i,t} \times Financial_{i,t}$	-0.0005* (0.0003)	-0.0007** (0.0003)	-0.0007** (0.0003)	-0.0009** (0.0003)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.0548	0.0848	0.141	0.179
N	21955	2216	20878	1879

七、研究结论与启示

如何治理企业金融化成为当前社会各界关注的重点问题，立足保险合同视角，考察董事高管责任保险对企业金融资产配置的抑制作用。研究结论有：第一，董事高管责任保险会抑制企业金融资产配置，支持有效监督假说。第二，董事高管责任保险抑制企业金融资产配置的路径在于信息效应与治理效应，即董事高管责任保险能够缓解信息不对称和代理问题，从而抑制企业金融资产配置。第三，董事高管责任保险促使实业投资规模及效率提升。第四，董事高管责任保险对企业长期金融资产配置的抑制作用更显著。第五，受企业金融化监管政策影响，董事高管责任保险对金融资产配置的抑制作用在2012年之后表现明显；准自然实验检验结果显示，2014年董事高管责任保险发展政策的出台会强化董事高管责任保险功能发挥，从而更有效地抑制企业金融资产配置。第六，董事高管责任保险对金融资产配置的抑制能够提高企业投资效率，降低经营风险。

上述研究结论有助于深入理解董事高管责任保险在治理企业金融化趋势中的信息机制与治理机制，对监管部门、上市公司以及保险公司促进董事高管责任保险功能发挥、推动实体产业发展、缓解代理问题以及防止经济“脱实向虚”具有重要启示：(1)监管部门应完善董事高管责任保险相关的法律制度与配套规定，优化董事高管责任保险市场环境，为董事高管责任保险的良好发展与有效应用创造条件，防止董事高管责任保险产生诸如增加管理层道德风险等负面影响，同时应引导企业合理购买董事高管责任保险，充分发挥董事高管责任保险的积极治理作用，从而改善企业金融资产配置“投机化”“经济生态破坏化”等问题，促进主业长期健康发展。(2)上市公司应及时、恰当、全面地评估公司可能存在的治理缺陷与经营风险，认识并分析董事高管责任保险对于优化企业信息环境、缓解代理冲突的重要性，理性购买董事高管责任保

险,同时应配合其他公司治理机制,最大化其企业金融化问题治理中的功能作用。(3)保险公司应积极履行其在事前评估、事中控制与事后调查全过程的监督职责。承保前根据承保对象自身风险特征与需求设计保险合同;承保中监督并约束承保对象行为,适时调整保费;出险后进行全面审查。保险公司上述治理机制能够有效制约企业管理层的机会主义行为,减弱其对金融资产的非理性逐利。

主要参考文献:

- [1] 卜君,孙光国. 投资者实地调研与上市公司违规:作用机制与效果检验[J]. *会计研究*,2020,(5).
- [2] 曹丰,谷孝颖. 非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗?[J]. *经济管理*,2021,(1).
- [3] 陈艳. 会计信息披露方式的经济思考[J]. *会计研究*,2004,(8).
- [4] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. *金融研究*,2020,(2).
- [5] 胡国柳,康岚. 董事高管责任保险需求动因及效应研究述评与展望[J]. *外国经济与管理*,2014,(3).
- [6] 胡国柳,赵阳,胡珺. D&O保险、风险容忍与企业自主创新[J]. *管理世界*,2019,(8).
- [7] 胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J]. *经济研究*,2017,(1).
- [8] 赖黎,唐芸茜,夏晓兰,等. 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,(10).
- [9] 李从刚,许荣. 保险治理与公司违规——董事高管责任保险的治理效应研究[J]. *金融研究*,2020,(6).
- [10] 李维安,郝臣,崔光耀,等. 公司治理研究40年:脉络与展望[J]. *外国经济与管理*,2019,(12).
- [11] 李元,王擎. 宽松货币政策对企业金融资产配置影响的实证研究[J]. *中国软科学*,2020,(4).
- [12] 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,(12).
- [13] 刘笃池,贺玉平,王曦. 企业金融化对实体企业生产效率的影响研究[J]. *上海经济研究*,2016,(8).
- [14] 刘贯春,刘媛媛,张军. 经济政策不确定性与中国上市公司的资产组合配置——兼论实体企业的“金融化”趋势[J]. *经济学(季刊)*,2020,(1).
- [15] 刘姝雯,刘建秋,阳旸,等. 企业社会责任与企业金融化:金融工具还是管理工具?[J]. *会计研究*,2019,(9).
- [16] 陆蓉,兰袁. 中国式融资融券制度安排与实体企业金融投资[J]. *经济管理*,2020,(8).
- [17] 马勇,陈点点. 宏观审慎政策如何影响企业金融化?[J]. *国际金融研究*,2020,(3).
- [18] 孟庆斌,侯粲然. 社会责任履行与企业金融化——信息监督还是声誉保险[J]. *经济学动态*,2020,(2).
- [19] 庞凤喜,刘畅. 企业税负、虚拟经济发展与工业企业金融化——来自A股上市公司的证据[J]. *经济理论与经济管理*,2019,(3).
- [20] 彭俞超,韩珣,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. *中国工业经济*,2018,(1).
- [21] 彭俞超,黄志刚. 经济“脱实向虚”的成因与治理:理解十九大金融体制改革[J]. *世界经济*,2018,(9).
- [22] 谢富胜,匡晓璐. 制造业企业扩大金融活动能够提升利润率吗?——以中国A股上市制造业企业为例[J]. *管理世界*,2020,(12).
- [23] 闫海洲,陈百助. 产业上市公司的金融资产:市场效应与持有动机[J]. *经济研究*,2018,(7).
- [24] 杨箐,王红建,戴静,等. 放松利率管制、利润率均等化与实体企业“脱实向虚”[J]. *金融研究*,2019,(6).
- [25] 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).
- [26] 张修平,李昕宇,卢闯,等. 资产质量影响企业权益资本成本吗?[J]. *会计研究*,2020,(2).
- [27] 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).
- [28] Baker M, Stein J C, Wurgler J. When does the market matter? Stock prices and the investment of equity dependent firms[J]. *The Quarterly Journal of Economics*,2003,118(3):969-1005.
- [29] Bessembinder H. Forward contracts and firm value: Investment incentive and contracting effects[J]. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*,1991,26(4):519-532.

- [30] Bolton P, Skeinkman J, Xiong W. Executive compensation and short-termist behaviour in speculative markets[J]. *The Review of Economic Studies*, 2006, 73(3): 577–610.
- [31] Chen Z H, Li O Z, Zou H. Directors' and officers' liability insurance and the cost of equity[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61(1): 100–120.
- [32] Da Luz A R, Bittencourt J T, Taioka T. Wealth financialization: Operating profit as conditioning of financial revenue[J]. *Journal of Financial Innovation*, 2015, 1(1): 53–72.
- [33] Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. *Journal of Development Economics*, 2009, 88(2): 314–324.
- [34] Gutiérrez M. An economic analysis of corporate directors' fiduciary duties[J]. *RAND Journal of Economics*, 2003, 34(3): 516–535.
- [35] Holderness C G. Liability insurers as corporate monitors[J]. *International Review of Law and Economics*, 1990, 10(2): 115–129.
- [36] Lazonick W. Innovative business models and varieties of capitalism: Financialization of the U. S. corporation[J]. *Business History Review*, 2010, 84(4): 675–702.
- [37] Lin C, Office M S, Wang R, et al. Directors' and officers' liability insurance and loan spreads[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110(1): 37–60.
- [38] Marquardt C A, Wiedman C I. Voluntary disclosure, information asymmetry, and insider selling through secondary equity offerings[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1998, 15(4): 505–537.
- [39] Milberg W. Shifting Sources and uses of profits: Sustaining US financialization with global value chains[J]. *Economy and Society*, 2008, 37(3): 420–451.
- [40] O'Sullivan N. Insuring the agents: The role of directors' and officers' insurance in corporate governance[J]. *The Journal of Risk and Insurance*, 1997, 64(3): 545–556.
- [41] Priest G L. The current insurance crisis and modern tort law[J]. *The Yale Law Journal*, 1987, 96(7): 1521–1590.
- [42] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2–3): 159–189.
- [43] Sen S, Dasgupta Z. Financialisation and corporate investments: The Indian case[J]. *Review of Keynesian Economics*, 2018, 6(1): 96–113.
- [44] Tornell A. Real vs. financial investment: Can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion?[J]. *Journal of Development Economics*, 1990, 32(2): 419–444.
- [45] Weng T C, Chen G Z, Chi H Y. Effects of directors and officers liability insurance on accounting restatements[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2017, 49: 437–452.

Does Directors' and Senior Managers' Insurance Deter Financial Asset Allocation? Empirical Evidence from Non-financial Listed Companies in 2007–2019

Dong Yinghou¹, Ma Yamin¹, Dong Xinge²

(1. Business School, Liaoning University, Liaoning Shenyang 110031, China; 2. School of Business Administration, Northeast University, Liaoning Shenyang 110169, China)

Summary: Under the new normal economy, the real economy continues to weaken and the virtual economy continues to expand, which will cause non-financial companies to sacrifice long-term value for short-term results. As a result, financialization has increasingly become an

important obstacle to the development of the main business. How to restrain financialization and promote the development of real industry has drawn much attention in government and academia, but the existing literature does not discuss much about its governance measures, especially from the perspective of stakeholder governance. Therefore, this paper studies the relationship between directors' and senior managers' insurance and financial asset allocation from the perspective of insurance governance, and establishes transmission mechanisms based on information and governance effects. Eliminating heteroscedasticity and addressing endogenous concerns with the 2SLS method, the study finds that directors' and senior managers' insurance can deter financial asset allocation, supporting the effective supervision hypothesis; in terms of the mechanisms, directors' and senior managers' insurance deters financial asset allocation through the information effect and the governance effect, that is, by improving the quality of earnings information and strengthening external supervision. Furthermore, the investigation reveals that directors' and senior managers' insurance can improve industrial investment and its efficiency; the long-term financial asset allocation contributes to the negative impact of directors' and senior managers' insurance on financial asset allocation; it the negative relationship between directors' and senior managers' insurance and financial asset allocation is more obviously after 2012; that the policy of accelerating the development of liability insurance in 2014 can enhance the deterrent effect of directors' and senior managers' insurance on financial asset allocation. After examining the economic consequences, the empirical results show that the negative impact of directors' and senior managers' insurance on financial asset allocation further improves investment efficiency and reduces operating risks. The findings indicate that directors' and senior managers' insurance can balance the interests of various stakeholders, and enable companies to make strategic investments, which are related to the overall layout, long-term development and future planning of companies, and to maintain vigilant against financialization. In theory, the conclusions help to clarify the inconclusiveness of the governance effect of directors' and senior managers' insurance, and enrich the "investment-centric theory". In practice, the conclusions help to understand the internal logic of insurance contract governing financialization and reducing agency cost, and provide a reference for regulatory authorities to develop the directors' and senior managers' insurance market, govern financialization, and promote the economy to "shift from virtual to real". At the same time, it is helpful for companies to improve corporate governance mechanisms, correct short-sighted behaviors, and promote long-term growth.

Key words: directors' and senior managers' insurance; financial asset allocation; agency cost; information effect; governance effect

(责任编辑: 倪建文)