

董事高管责任保险与企业差异化战略

胡国柳¹, 王禹²

(1. 浙江工商大学 财务与会计学院, 浙江 杭州 310018; 2. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

摘要: 文章基于风险承担与保险对冲视角, 考察董事高管责任保险对企业差异化战略的影响及其作用机理。研究发现: 董事高管责任保险的风险对冲效应有助于管理层实施差异化战略, 在民企以及诉讼风险较高的企业中, 董事高管责任保险发挥更强的风险兜底作用; 当采用高管海外经历作为工具变量控制潜在的内生性问题后, 结论依然稳健。进一步分析表明, 董事高管责任保险主要通过“激励效应”而非“自利效应”影响管理层实施差异化战略, 且购买董事高管责任保险的企业风险承担水平较高、战略进攻性较强以及研发创新较多(研发型专利和外观型专利)。文章研究结论不仅丰富了董事高管责任保险和企业差异化战略的相关文献, 还有助于全面认知董事高管责任保险的公司治理效应, 为董事高管责任的全面推广及企业战略决策的选择提供了经验证据。

关键词: 董事高管责任保险; 差异化战略; 诉讼风险; 风险承担; 研发创新

中图分类号: F234.4 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2019)11-0055-15

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2019.11.005

Directors' and Officers' Liability Insurance and Deviated Strategy

HU Guo-liu¹, WANG Yu²

(1. School of Accounting, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China;

2. School of Accounting, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Based on the perspective of risk taking and insurance hedging, this paper investigates the effect of the directors' and officers' liability insurance on the deviated strategy and its mechanism. It is found that the risk hedging effect of the directors' and officers' liability insurance helps managers to implement the deviated strategy. In private enterprises and enterprises with higher litigation risks, directors' and officers' liability insurance plays a stronger role in risk taking. When the executive overseas experience is used as an instrumental variable to control potential endogenous problems, the conclusions remain robust. The analysis of impact mechanism shows that the directors' and officers' liability insurance mainly affects the management's implementation of the differentiation strategy through the "incentive effect" rather than the "self-interest effect". Further analysis shows that companies that purchase directors' and officers' liability insurance have higher level of risk bearing, stronger strategic aggression and more R & D innovation (R & D patents and appearance patents). To sum up, this paper, from the perspective of risk hedging, has enriched the relevant literature on the directors' and officers' liability insurance and the deviated strategy, which helps us to understand the corporate governance effect of the directors' and officers' liability insurance, and provides empirical evidence for the comprehensive promotion of the directors' and officers' liability insurance and the selection of corporate strategic decisions.

Key words: directors' and officers' liability insurance; deviated strategy; litigation risk; risk taking; innovation

收稿日期: 2019-07-19

基金项目: 国家自然科学基金项目“中国上市公司 D&O 保险需求动因及其治理效应研究”(71562010)

作者简介: 胡国柳,男,教授,博士生导师,管理学博士,主要从事为公司治理与公司财务研究;王禹,男,博士研究生,主要从事为公司治理与公司财务研究。

一、引言

不谋全局者,不足以谋一隅,不谋大势者,不足以谋一时。企业战略是一种从全局考虑谋划实现整体目标的规划,是企业所有决策中最为重要的决策,战略决策失误可能会导致一个企业陷入困境甚至破产。企业制定和实施差异化战略,有助于建立特色的价值链,使得竞争者难以模仿,取得行业竞争优势(Poter, 1980)^[1]。如何制定具有特色的发展战略对于企业发展而言显得尤为重要。雷军在2016年中国电子商务发展峰会发表《小米为什么一定要做生态》的演讲就强调:“小米是一家手机公司,但小米还做电视、笔记本电脑和空气净化器、充电宝、电扇、电饭煲,大概20多种产品”。小米的公司战略显著异于传统手机行业企业战略,这种差异化战略为其树立了良好的品牌形象,打造了庞大的零售集团。2018年赴港成功上市印证其差异化战略的成功。

企业战略一直是管理领域研究的热点问题。已有文献表明,差异化战略注重产品研发和市场占有,较高研发投入以及市场占有率有利于企业快速成长,提高产品核心竞争力,避免激烈的行业竞争(Deephouse, 1999)^[2],进而提升企业价值和盈利能力(Miles和Snow, 2003;王百强等, 2018)^[3-4]。然而实施激进战略的企业融资需求较高(Miles和Snow, 2003)^[3],更容易因资金链断裂陷入财务困境(Ittner等, 1997)^[5],且产品研发具有较高的不确定性,因而注重产品研发以此隔离市场的差异化战略往往面临较高的经营风险(Hiller和Hambrick, 2005)^[6]。自Jensen和Meckling(1976)^[7]提出委托代理理论以来,有关管理层和股东之间的代理问题一直是财务学研究的重要话题,Smith和Stulz(1985)^[8]指出管理层一般表现为风险规避倾向,可能出于声誉和职业生涯考量放弃那些风险较高但净现值为正的投资项目,损害公司价值。这就意味着当企业面临良好的投资机会时,管理层可能因风险厌恶而选择保守性投资策略,具体而言,管理层更倾向于固守职位而非开拓进取,不愿意进行产品研发,从而导致企业创新研发不足,丧失核心竞争力,被行业淘汰。在此背景下,如何权衡管理者职业风险已成为中国企业发展战略决策中的重要话题,完善管理层风险对冲机制,提高企业风险承担水平,激励管理层把握投资机会、做出风险战略决策显得尤为重要。

在众多管理层风险对冲机制中,董事高管责任保险(Directors' and Officers' Liability Insurance)无疑占据非常重要的位置,此保险广泛应用于欧美市场,在美国覆盖率达97%。董事高管责任保险最基本的作用就在于分散风险,将管理层潜在的诉讼风险转移给第三方承保人,从而提高管理层的执业积极性和创新动力,降低高管的经营和法律风险(胡国柳和康岚, 2014)^[9]。以往研究发现,购买董事高管责任保险能够提升企业价值(胡国柳和胡珺, 2014)^[10]、提高风险承担水平(Core, 2000;胡国柳和胡珺, 2017)^[11-12]、增加企业创新能力(方军雄和秦璇, 2018)^[13]、降低代理成本(凌士显和白锐锋, 2017)^[14]、减少财务重述(袁蓉丽等, 2018)^[15]以及抑制股价崩盘风险(胡国柳和宛晴, 2015; Yuan等, 2016)^[16-17]。但董事高管责任保险在发挥风险对冲作用的同时,诱发了管理层机会主义行为,降低了公司并购绩效(Lin等, 2011)^[18]、增加了贷款成本(Lin等, 2013)^[19]、加剧了盈余管理行为(胡国柳和赵阳, 2017)^[20]以及提高了权益融资成本(冯来强等, 2017)^[21]和审计费用(袁蓉丽等, 2018)^[22]。那么公司购买董事高管责任保险会对企业战略选择产生怎样的影响呢?能否有效发挥风险对冲作用,提高管理层风险容忍度,激励管理层实施差异化战略呢?若有影响,其影响机制又是什么,究竟是基于“激励效应”还是“自利动机”呢?

基于此,本文以2006—2016年沪深A股上市公司为样本,试图探讨购买董事高管责任保险对企业战略选择的影响及其作用机理,实证研究发现董事高管责任保险的风险对冲效应有助于管理层实施差异化战略,且该种促进效应在民企以及诉讼风险较高企业中更为显著。影响机制分析显示,董事高管责任保险主要通过“激励效应”影响管理层战略选择。进一步研究发现,购买董事高管责任保险的企业战略进攻性更强、风险承担水平较高以及研发创新较多(研发型专利和外观型专利)。在稳健性检验中,本文采用高管海外经历作为工具变量,结论依然稳健。

本文可能的贡献主要体现在:首先,从保险视角切入考察企业差异化战略的影响因素。已有文献主要考察差异化战略的经济后果,如对企业绩效(Tang等, 2012)^[23]、会计信息的价值相关性(叶康涛等,

2014)^[24]、企业盈余管理方式的选择(叶康涛等,2015)^[25]、权益融资成本(王化成等,2017)^[26]、分析师预测(何熙琼和尹长萍,2018)^[27]以及审计费用(王百强和伍利娜,2018)^[28]的影响,鲜有文献涉及差异化战略的影响因素。本文从保险视角出发探讨董事高管责任保险对企业战略选择的影响,深入剖析了董事高管责任保险对差异化战略的影响路径,增进了对企业差异化战略的认识。

虽然 Chi 等(2013)^[29]也讨论了董事高管责任保险对企业战略的影响,但他们只关注了中国台湾671家上市公司,且探讨的是多元化战略。相较而言,本文存在以下不同之处:第一,差异化战略和多元化战略属于不同研究范畴,差异化战略以创新为根本动力,避免了与同业的低级竞争,而多元化战略以拓宽企业经营范围为核心;第二,Chi 等(2013)仅考察董事高管责任保险与多元化战略的关系,并未深入探讨其作用机制及影响机理;第三,中国台湾董事高管责任保险发展较为成熟,覆盖率远高于沪深 A 股上市公司,董事高管责任保险在不同的市场环境下能否发挥相同的治理效应尚不明晰。

其次,拓展和深化了董事高管责任保险的治理效应研究。已有关于董事高管责任保险治理效应的讨论,主要关注其对贷款成本(Lin 等,2013)^[19]、权益资本成本(冯来强等,2017)^[21]和财务困境(胡国柳和彭远怀,2019)^[30]等企业微观财务层面。本文从企业战略层面考察董事高管责任保险的公司治理效应,为加强董事高管责任保险的风险兜底作用提供了理论支撑。

最后,本文揭示了董事高管责任保险对企业差异化战略影响的内在机理。本文探讨了董事高管责任保险对企业差异化战略的影响,研究表明董事高管责任保险能够有效发挥风险对冲作用,降低管理层执业风险,激励管理层实施差异化战略,且购买董事高管责任保险的企业风险承担水平较高、战略进攻性较强以及研发创新较多(研发型专利和外观型专利)。本文有助于全面认知董事高管责任保险的公司治理效应,为全面推广董事高管责任保险提供经验证据。

二、文献回顾与研究假设

(一) 制度背景

董事高管责任保险是一项由公司购买的责任保险,旨在为管理层风险决策进行“兜底”。董事高管责任保险在美国公司覆盖率高达97%,在加拿大覆盖率为86%,即使在香港覆盖率也达到60%~70%。在我国,这种保险直到21世纪初才开始被政府部门和市场所重视。在政策层面,2002年1月7日,国家经贸委、中国证监会联合颁布《上市公司治理准则》中规定,上市公司可以为董事购买责任保险。随后在2006年6月15日国务院发布的《关于保险业改革发展的若干意见》和2014年8月10日国务院发布的《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》中均提及要发展董事高管责任保险。在实践层面,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我国第一个“公司董事及高级职员责任保险”。在平安保险的董事责任险种发布会上,万科企业股份有限公司与平安保险签订首份保单,万科创始人王石成为“董事及高级职员责任保险”的首位被保险人,双方签订的保单累计赔偿限额可达500万元。随后我国许多上市公司年报中提到购买董事高管责任保险,如北大高科、重庆路桥、福建双菱等。2005年4月,美亚保险深圳分公司推出针对上市公司的“招股说明书责任保险”。2006年10月17日,美亚保险公司上海分公司宣布在中国市场推出“中国董监事和高级管理人员责任保险”。

广汽长丰开创了我国董事高管责任保险赔付先河。2011年11月中旬,广汽长丰汽车股份有限公司与被告人李某等15名原告达成协议,支付投资差额损失、印花税损失、利息损失以及诉讼费用共计98万元,美亚保险迈出了我国董事高管责任保险个案理赔的第一步,向广汽长丰公司理赔80万元。此外,承保公司在认定保险责任以及减少赔款支出方面起到了积极作用,如积极聘请有海外诉讼经验的律所协助理赔,以协助被保险人将损失最小化。2009年11月12日至2010年9月1日期间买入陕西鼎天济农腐殖酸制品有限公司股票的投资者认为,该公司的董事对公司的真实财务状况存在虚假陈述和遗漏情况,严重损害了投资者利益,其中部分投资者在美国内华达州地方法院向其提起集体诉讼,索赔金额为4000万至8000万美元。人保财险帮助该公司进行诉讼和解,集体诉讼金额降低至250万美元,衍生诉讼金额至52.5万美元,另支付了被

保险人抗辩费67.7万美元。^①由此可见,董事高管责任保险在中国资本市场发挥出积极的风险对冲作用,降低管理层执业风险损失,提高管理层风险容忍度。

(二) 董事高管责任保险文献回顾

管理者风险厌恶是公司购买董事高管责任保险的重要动机,其设立本意是降低管理层执业风险,为管理层风险决策行为进行兜底(Core,1997)^[31]。然而自董事高管责任保险推出以来,它在企业中的应用到底会产生正面的还是负面的治理效果一直备受争议。

正面治理效应认为,保险公司在接保前会对投保企业进行有效的风险评估,根据评估结果决定是否接受业务、设计相应的保险条款,接保后也会对企业的经营决策等方面进行监督,确保企业合规经营,发挥着外部监督的作用(O'Sullivan,2002)^[32],因为保险公司须为投保管理者损害股东利益行为的诉讼索赔买单,作为管理者行为后果的间接承担者,相对于其他监督者,保险公司更有动机履行监督职责。凌士显和白锐锋(2017)^[33]发现购买董事高管责任保险能提高企业绩效。胡国柳和宛晴(2015)^[16]和Yuan等(2016)^[17]以股价崩盘风险为例,研究发现董事高管责任保险能够发挥外部监督效应,降低信息不对称程度,从而降低未来股价崩盘风险。董事高管责任保险具有监督和激励效应,是一项有效的公司治理机制(凌士显和白锐锋,2017)^[14]。

负面治理效应认为,公司为高管购买董事高管责任保险后,降低了法律的威慑作用,容易诱发管理层道德风险,从而加剧公司内部代理冲突。Lin等(2011)^[18]研究发现购买董事高管责任保险显著降低了公司的并购绩效,这是由于董事高管责任保险的购买诱发了管理层的道德风险。Lin等(2013)^[19]还考察了董事高管责任保险的购买对银行贷款的影响,研究发现董事高管责任保险增大了银行贷款利差,但契约条款和监督机制能减弱这种正相关关系。董事高管责任保险的引入,加剧了管理层的攫取私利行为如获取个人货币性私有收益(郝照辉等,2016)^[34]、在职消费(郝照辉和胡国柳,2014)^[35]等。由此可见,董事高管责任保险的引入诱发了管理层机会主义行为,降低了公司内部治理水平,严重地损害了投资者的利益。

由此可见,国内外学者对于董事高管责任保险的治理作用观点并未达成一致,一方面购买董事高管责任保险能够发挥外部监督治理作用,提升企业价值;另一方面董事高管责任保险可能降低法律的威慑效应,诱发管理层道德风险,降低公司治理水平。

(三) 理论分析与研究假设

一个行业从诞生到成熟的发展过程中,积累了众多企业的成败经验,并在结合主要经营业务方向基础上形成了一套传统的投资战略模式(Meyer和Rowan,1977)^[36]。采用差异化战略可能增加经营过程中的不确定性,造成次优战略效率损失,增加业绩的波动性(Tang等,2011)^[23]。管理层具有风险规避倾向,这是由于其过失决策可能面临辞退、赔偿和薪酬损失等惩罚。差异化战略未经检验,通常具有较大的不确定性(Denrell,2005)^[37],管理层出于风险厌恶考量,不愿实施风险较大的差异化战略。董事高管责任保险作为对冲管理人员执业风险、提高风险容忍程度的治理工具,能够有效提高管理层的执业积极性和创新动力,具体到差异化战略而言,董事高管责任保险可能对差异化战略产生以下两方面的影响。

基于激励角度,董事高管责任保险有助于降低管理层风险厌恶程度,积极承担风险,从而实施差异化战略。当公司购买董事高管责任保险以后,能够为管理层风险决策行为兜底,降低了管理层职业风险,为管理层提供了一个展示才华的平台(Core,1997)^[31]。且高风险项目比低风险项目带来更高的预期回报,因而差异化战略具有积极的价值创造效应。购买董事高管责任保险能够激励管理层实施有利于提高企业价值的战略决策,降低管理层风险厌恶程度,提高风险承担水平,进而实施差异化战略。

基于自利角度,董事高管责任保险降低了法律的威慑效应,诱发了管理层机会主义行为,进而实施差异化战略。Chi等(2013)^[29]以中国台湾671家上市公司为样本研究发现,购买董事高管责任保险公司更倾向于实施多元化战略,通过多元化战略等行为构建帝国集团追求个人利益的最大化。此外,差异化战略加

①董责险为高管戴“安全帽”http://www.sohu.com/a/129490419_611215。

剧了管理层与投资者之间的信息不对称程度(叶康涛等,2015)^[24],投资者无法用常规战略标准衡量差异化战略,降低了净利润信息含量(叶康涛等,2014)^[25],为管理层攫取私利提供了空间。因而可以预期公司购买董事高管责任保险后,一方面诱发管理层道德风险,促使管理层实施关联交易、溢价并购、无效率投资等企业财务决策获取个人私利,进而增加企业战略偏离行业传统战略程度;另一方面,差异化战略加剧了投资者与企业信息不对称程度,管理层的机会主义行为将变得更加隐蔽,因而基于自利角度,管理层更有意愿实施差异化战略。基于以上分析,本文提出如下假设:

H1:控制其他因素不变,购买董事高管责任保险的公司更倾向于实施差异化战略。

企业产权性质的不同,董事高管责任保险对差异化战略的影响也会有所差异。首先,差异化战略主要通过产品研发和市场占有获得核心竞争力,这就决定了差异化战略需要大量的资金投入,融资需要高于常规企业(Miles和Snow,2003)^[3],更容易因资金链断裂陷入财务困境(Ittner等,1997)^[5]。目前我国银行体系仍为国有银行为主导,国有银行可能会放松对国企贷款的审核与监管,相较于国有企业,民营企业的融资约束程度更高(谢德仁和陈运森,2009)^[38],民营企业更可能因实施差异化战略陷入财务困境,董事高管责任保险发挥更强的风险兜底作用。其次,国有企业普遍承担着社会性和战略性政策负担,国有企业更容易获得产品竞争优势,进入管制行业(Faccio,2007)^[39],是否实施差异化战略并非由管理层风险厌恶水平所决定,而民营企业受到政府的扶持较少,更有意愿实施差异化战略获得产品竞争优势和市场占有,董事高管责任保险发挥更强的风险对冲作用。最后,民营企业的高管外部薪酬差距与企业业绩正相关,但受管制的国有企业经理人市场无法对高管带来正向激励(黎文靖等,2014)^[40],而差异化战略能够提升企业价值,因此在民营企业中管理层更容易受到董事高管责任保险的激励,实施差异化战略。基于以上分析,本文提出如下假设:

H2:相较于国有企业,民营企业中董事高管责任保险与差异化战略正相关关系更显著。

差异化战略具有巨额的前期投入以及较高的不确定性等特征,风险承担水平较高且易面临投资者诉讼风险,当企业诉讼风险较高时,一方面企业出于控制总风险的目的,更有意愿实施风险较低的常规战略而非差异化战略;另一方面,较高的诉讼风险意味着巨额的潜在风险赔偿,管理层出于自身声誉和职业生涯的考量,更有可能体现出风险规避倾向,实施差异化战略的意愿减弱。董事高管责任保险旨在保障上市公司的高管在履行其职务行为过程中引起的法律责任而给其个人带来的损失,并支付法律诉讼赔偿费用。因而在诉讼风险较高的企业中,董事高管责任保险发挥更强的风险对冲作用,降低管理层执业风险,提高实施差异化战略的意愿;在诉讼风险较低的企业中,无论是否购买董事高管责任保险,只要企业面临较好的投资机会,均有意愿实施差异化战略。基于以上分析,本文提出如下假设:

H3:当企业面临较高的诉讼风险时,董事高管责任保险与差异化战略正相关关系更显著。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2006—2016年沪深股市上证A股数据作为样本,借鉴已有研究(胡国柳和胡珺,2014;叶康涛等,2015)^[10,24]对数据进行筛选:(1)由于ST、*ST企业的特殊性,本文剔除该类公司;(2)金融行业的上市公司会计处理与其他行业相比差别较大,本文予以剔除;(3)剔除相关财务数据缺失的公司。经过筛选,最终得到16891个观测值,为消除极端值的影响,对连续变量在1%和99%的水平上进行极值调整(Winsorize)。董事高管责任保险数据手工搜集于巨潮资讯网,其余财务数据源于万德数据库(Wind)和国泰安数据库(CSMAR)。

(二) 变量定义

1. 差异化战略。差异化战略指标参考了(Tang等,2011;叶康涛等,2014)^[23,25]的研究模型,反映了企业战略偏离行业传统战略的程度。企业集团不同的战略倾注的资源是不等的,本文DS1指标从六个维度入手,分别计算企业集团在这些领域资金投入情况,借以衡量企业的差异化战略模式。这六个维度分别是营

销投入(销售费用/营业收入)、研发投入(无形资产净值/营业收入)、资本密集度(固定资产/员工人数)、管理费用投入(管理费用/营业收入)、固定资产更新程度(固定资产净值/固定资产原值)和企业财务杠杆((短期借款+长期借款+应付债券)/净资产)。这六个维度分别衡量了企业在营销、创新、生产投入方面的行为,都从一个侧面映射出企业的战略。具体模型如下:

$$DS = \left\{ \left| \left(\frac{SC}{BI} - \delta_1 \right) / \sigma_1 \right| + \left| \left(\frac{NVIA}{BI} - \delta_2 \right) / \sigma_2 \right| + \left| \left(\frac{FA}{NS} - \delta_3 \right) / \sigma_3 \right| + \left| \left(\frac{GA}{BI} - \delta_4 \right) / \sigma_4 \right| + \left| \left(\frac{NFA}{OFA} - \delta_5 \right) / \sigma_5 \right| + \left| \left(\frac{SD + LD + BP}{TE} - \delta_6 \right) / \sigma_6 \right| \right\} / 6 \quad (1)$$

上式中的 SC 代表销售费用, BI 代表营业收入, NVIA 代表无形资产净值, FA 代表固定资产, NS 代表员工人数, GA 代表管理费用, NFA 和 OFA 分别代表固定资产净值和原值, SD、LD、BP 和 TE 分别代表短期借款、长期借款、应付债券和权益账面价值, δ 和 σ 分别指代该行业该指标的平均值和标准差。

在构建六维度战略差异度指标时, 本文曾采用销售费用作为广告宣传投入的替代变量, 无形资产净值代替研发投入, 然后这种代替未必合理, 因而剔除营销投入和无形资产净值, 构建四维度战略进攻性指标 Ds2。

2. 董事高管责任保险。由于上市公司购买董事高管责任保险的信息在我国不属于强制性信息披露的范围, 难以获得企业参保的明细数据如保额、保费和免赔额等。因此以是否购买董事高管责任保险设置虚拟变量(INS)作为董事高管责任保险的替代变量。具体来说, 如果在研究期间内董事会提议购买责任保险且在股东代表大会中投票通过, 或者在股东代表大会公告中有购买该保险的相关信息, 则认为该单位购买了该保险, 虚拟变量(INS)取值为1, 否则为0。

3. 其余控制变量。本文借鉴 Faccio 等(2011)^[39]、叶康涛等(2014)^[25]和胡国柳和胡珺(2017)^[12]做法, 控制如下变量, 变量见表1。

(三) 检验模型

本文构建如下模型检验假设 H1:

$$Ds = \alpha_0 + \alpha_1 Ins + \alpha_2 Size + \alpha_3 Lev + \alpha_4 Roa + \alpha_5 Sr + \alpha_6 Audit + \alpha_7 Ceo + \alpha_8 Pay + \alpha_9 Brand + \alpha_{10} Cashflow + \alpha_{12} Ppe + \alpha_{13} Gdp + \alpha_{14} Soe + \sum Indu + \sum Year + \zeta \quad (2)$$

按照本文预期, 回归系数 α_1 应该显著为正。

四、实证结果

(一) 描述性统计分析

表2列示了文中主要变量的描述性统计结果。差异化战略指标 Ds1 和 Ds2 均值分别为 0.511 和 0.489, 与叶康涛等(2014)^[25]研究结论基本保持一致, 这表明中国上市均实施了差异化战略, 但差异化战略程度有

表1 变量定义表

项目	变量名称	变量定义
被解释变量	Ds1	战略差异化程度衡量方式1
	Ds2	战略差异化程度衡量方式2
解释变量	Ins	董事高管责任保险, 购买为1, 其他为0
控制变量	公司特征	
	Size	期末账面总资产对数
	Roa	总资产收益率
	Lev	资产负债率
	Cashflow	经营产生现金流量/期末总资产
	PPE	企业固定资产比重
	董事会特征	
	Sr	第一大股东持股比例
	Ceo	董事长与总经理两职合一取1, 否则为0
	Brand	董事会规模取对数
	Pay	前三位高管薪酬取对数
	其他变量	
	Law	采用王小鲁等(2016)《中国分省份市场化指数报告》中地区法律环境指数用以衡量诉讼风险强弱
	Audit	四大会计师事务所取1, 否则为0
GDP	省级 GDP 取对数	
SOE	国有性质控股为1, 其他控股为0	
Indu	行业。制造业细分至证监会行业编码字母后一位数字, 其他行业不再细分。	
Year	虚拟变量年份, 样本区间为2006—2016年	

所差异。董事高管责任保险(*Ins*)均值0.0861,表示购买董事高管责任保险的公司占样本的8.61%,说明我国资本市场董事高管责任保险覆盖率较低,发展稍显滞后。其他变量的分布均在合理范围内。

表2 描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	Ins = 0 (N = 15436)		Ins = 1 (N = 1455)		T 检验	Z 检验
					均值	中位数	均值	中位数		
<i>Ins</i>	16891	0.0861	0	0.281	0	0	1	1	—	—
<i>Ds1</i>	16891	0.511	0.444	0.282	0.506	0.439	0.567	0.493	-0.062***	-0.054***
<i>Ds2</i>	16891	0.489	0.412	0.302	0.483	0.407	0.548	0.464	-0.065***	-0.057***
<i>Size</i>	16891	21.83	21.68	1.273	21.77	21.64	22.39	22.18	-0.618***	-0.54***
<i>Lev</i>	16891	0.456	0.450	0.231	0.453	0.445	0.485	0.495	-0.032***	-0.05***
<i>Roa</i>	16891	0.0371	0.0362	0.0602	0.0380	0.0370	0.0280	0.0290	0.010***	0.088***
<i>Sr</i>	16891	0.355	0.336	0.151	0.356	0.336	0.353	0.334	0.00200	0.002
<i>Audit</i>	16891	0.0504	0	0.219	0.0460	0	0.100	0	-0.054***	0
<i>Ceo</i>	16891	0.221	0	0.415	0.223	0	0.198	0	0.025**	0
<i>Pay</i>	16891	14.06	14.07	0.742	14.03	14.05	14.34	14.32	-0.311***	-0.27***
<i>Brand</i>	16891	2.700	2.708	0.205	2.698	2.708	2.723	2.708	-0.025***	0
<i>Cashflow</i>	16891	0.0414	0.0414	0.0783	0.0410	0.0410	0.0420	0.0410	-0.00100	0
<i>Ppe</i>	16891	0.259	0.221	0.189	0.259	0.221	0.264	0.220	-0.00500	0.001
<i>Gdp</i>	16891	9.947	9.913	0.786	9.929	9.893	10.13	10.15	-0.202***	-0.257***
<i>Soe</i>	16891	0.456	0	0.498	0.447	0	0.548	1	-0.101***	-1***

注:***、**和*分别代表在1%、5%和10%水平下显著

(二) 相关性分析

表3报告了主要变量的相关系数,左下角和右上角分别为 Pearson 与 Spearman 相关系数。两个差异化战略指标相关性系数为0.933且在1%水平下显著,说明这二者具有较好的一致性。董事高管责任保险与差异化战略 *Ds1* 和 *Ds2* 相关性系数均在1%水平下显著为正,这初步验证本文假设 H1,购买董事高管责任保险企业更倾向于实施差异化战略。其余控制变量相关性系数均小于0.6,说明主要变量之间不存在严重的多重共线性问题。

表3 相关性分析

	<i>Ds1</i>	<i>Ds2</i>	<i>Ins</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Sr</i>	<i>Audit</i>	<i>Ceo</i>	<i>Pay</i>	<i>Brand</i>	<i>Cashflow</i>	<i>Ppe</i>	<i>Gdp</i>	<i>Soe</i>
<i>Ds1</i>	1	0.906***	0.083***	0.040***	0.032***	-0.074***	-0.019**	0.057***	-0.007	0.043***	-0.065***	-0.024***	-0.104***	0.048***	-0.005
<i>Ds2</i>	0.933***	1	0.084***	0.062***	0.054***	-0.098***	-0.019**	0.053***	-0.025***	0.042***	-0.062***	-0.047***	-0.101***	0.062***	0.019**
<i>Ins</i>	0.061***	0.060***	1	0.121***	0.045***	-0.057***	-0.003	0.069***	-0.017**	0.110***	0.032***	0.005	0.002	0.084***	0.057***
<i>Size</i>	0.01	0.037***	0.136***	1	0.387***	-0.037***	0.218***	0.276***	-0.167***	0.473***	0.344***	0.073***	0.036***	0.081***	0.272***
<i>Lev</i>	0.109***	0.143***	0.039***	0.322***	1	-0.429***	0.036***	0.085***	-0.165***	-0.002	0.144***	-0.116***	0.109***	-0.111***	0.295***
<i>Roa</i>	-0.119***	-0.138***	-0.044***	0.031***	-0.386***	1	0.101***	0.035***	0.072***	0.229***	0.020**	0.332***	-0.169***	0.014*	-0.150***
<i>Sr</i>	-0.036***	-0.030***	-0.005	0.263***	0.021***	0.102***	1	0.127***	-0.056***	0.028***	0.026***	0.074***	0.042***	-0.044***	0.195***
<i>Audit</i>	0.044***	0.041***	0.069***	0.350***	0.075***	0.036***	0.135***	1	-0.063***	0.192***	0.117***	0.086***	0.045***	0.006	0.110***
<i>Ceo</i>	-0.002	-0.020***	-0.017**	-0.163***	-0.153***	0.044***	-0.064***	-0.063***	1	-0.024***	-0.122***	-0.033***	-0.086***	0.095***	-0.263***
<i>Pay</i>	0.007	-0.000	0.117***	0.473***	-0.041***	0.233***	0.032***	0.199***	-0.021***	1	0.196***	0.126***	-0.153***	0.226***	-0.016**
<i>Brand</i>	-0.078***	-0.067***	0.035***	0.365***	0.117***	0.044***	0.027***	0.136***	-0.115***	0.208***	1	0.040***	0.105***	-0.046***	0.248***
<i>Cashflow</i>	-0.075***	-0.097***	0.003	0.069***	-0.122***	0.303***	0.075***	0.078***	-0.036***	0.114***	0.049***	1	0.269***	-0.023***	0.044***
<i>Ppe</i>	-0.092***	-0.088***	0.007	0.080***	0.149***	-0.173***	0.048***	0.061***	-0.093***	-0.151***	0.109***	0.244***	1	-0.091***	0.175***
<i>Gdp</i>	0.014*	0.017**	0.072***	0.081***	-0.117***	0.027***	-0.034***	0.007	0.094***	0.242***	-0.048***	-0.020**	-0.097***	1	-0.183***
<i>Soe</i>	-0.003	0.025***	0.057***	0.279***	0.274***	-0.110***	0.195***	0.110***	-0.263***	-0.028***	0.246***	0.044***	0.203***	-0.180***	1

注:下三角是 Pearson 相关系数,上三角是 Spearman 等级相关系数;***、**和*分别代表在1%、5%和10%水平下显著

(三) 回归分析

1. 董事高管责任保险与差异化战略检验。表4报告了假设 H1 的检验结果:回归(1)中使用差异化战略

Ds1作为被解释变量,仅控制了年度与行业效应,本文发现董事高管责任保险 *Ins* 系数为0.0249且在1%水平下显著为正,初步验证本文假设;在回归(3)中,本文继续加入一系列公司特征、董事会特征以及其他控制变量,董事高管责任保险 *Ins* 依然在1%水平下显著为正,这说明董事高管责任保险 *Ins* 发挥良好的风险对冲作用,提高风险承担水平,激励管理层实施差异化战略。当本文将差异化战略度量指标更换为 *Ds2*时,回归结果如列(2)(4)所示,依然稳健。

2. 产权性质、董事高管责任保险与差异化战略检验。本文按照企业产权性质分为国有企业和民营企业,重新估计模型。表5汇报了假设 H2的回归结果,在国有企业分组中,公司购买董事高管责任保险对企业差异化战略无显著影响,但在民营企业样本中,董事高管责任保险与企业差异化战略在1%水平下显著正相关,这表明董事高管责任保险在民营企业发挥更强的风险对冲作用,降低管理层执业风险,激励管理层实施差异化战略,支持了假设 H2。

表4 董事高管责任保险与差异化战略检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Ds1</i>	<i>Ds2</i>	<i>Ds1</i>	<i>Ds2</i>
<i>Ins</i>	0.0249*** (3.29)	0.0258*** (3.17)	0.0242*** (3.29)	0.0219*** (2.79)
<i>Size</i>			-0.0163*** (-6.91)	-0.0106*** (-4.21)
<i>Lev</i>			0.170*** (15.77)	0.209*** (18.11)
<i>Roa</i>			-0.387*** (-9.59)	-0.413*** (-9.57)
<i>Sr</i>			-0.0503*** (-3.50)	-0.0587*** (-3.82)
<i>Audit</i>			0.0841*** (8.56)	0.0717*** (6.82)
<i>Ceo</i>			-0.00174 (-0.35)	-0.00942* (-1.75)
<i>Pay</i>			-0.00245 (-0.70)	-0.0107*** (-2.87)
<i>Brand</i>			-0.107*** (-9.75)	-0.115*** (-9.83)
<i>Cashflow</i>			-0.109*** (-3.80)	-0.176*** (-5.73)
<i>Ppe</i>			-0.261*** (-19.77)	-0.276*** (-19.50)
<i>Gdp</i>			-0.00771*** (-2.67)	-0.00533* (-1.73)
<i>Soe</i>			-0.00364 (-0.78)	0.00551 (1.10)
<i>_cons</i>	0.574*** (37.46)	0.542*** (32.93)	1.327*** (23.07)	1.268*** (20.61)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Indu</i>	yes	yes	yes	yes
<i>N</i>	16891	16891	16891	16891
<i>Adj. R²</i>	0.104	0.0997	0.166	0.169

注:***、**、*分别为在1%、5%、10%的水平下显著

表5 产权性质、董事高管责任保险与差异化战略检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	国有企业		民营企业	
	<i>Ds1</i>	<i>Ds2</i>	<i>Ds1</i>	<i>Ds2</i>
<i>Ins</i>	-0.00717 (-0.72)	-0.0146 (-1.34)	0.0612*** (5.65)	0.0658*** (5.80)
<i>Size</i>	0.000643 (0.20)	0.00344 (0.95)	-0.0370*** (-10.88)	-0.0282*** (-7.92)
<i>Lev</i>	0.189*** (10.86)	0.214*** (11.20)	0.176*** (12.60)	0.226*** (15.43)
<i>Roa</i>	-0.330*** (-5.47)	-0.325*** (-4.91)	-0.380*** (-7.03)	-0.432*** (-7.64)
<i>Sr</i>	-0.0394* (-1.88)	-0.0263 (-1.14)	-0.0489** (-2.49)	-0.0721*** (-3.50)
<i>Audit</i>	0.0830*** (6.88)	0.0695*** (5.25)	0.0661*** (3.90)	0.0604*** (3.40)
<i>Ceo</i>	-0.0242** (-2.49)	-0.0149 (-1.40)	0.00496 (0.84)	-0.00717 (-1.16)
<i>Pay</i>	-0.0109** (-2.04)	-0.0139** (-2.37)	0.00735 (1.59)	-0.00607 (-1.25)
<i>Brand</i>	-0.104*** (-6.35)	-0.114*** (-6.35)	-0.0931*** (-6.36)	-0.101*** (-6.57)
<i>Cashflow</i>	-0.153*** (-3.58)	-0.222*** (-4.73)	-0.0696* (-1.81)	-0.132*** (-3.29)
<i>Ppe</i>	-0.259*** (-14.25)	-0.270*** (-13.57)	-0.278*** (-14.24)	-0.291*** (-14.21)
<i>Gdp</i>	-0.00178 (-0.40)	0.00202 (0.41)	-0.00841** (-2.22)	-0.00696* (-1.75)
<i>_cons</i>	0.964*** (11.47)	0.894*** (9.69)	1.622*** (20.27)	1.572*** (18.75)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Indu</i>	yes	yes	yes	yes
<i>N</i>	7701	7701	9190	9190
<i>Adj. R²</i>	0.174	0.172	0.186	0.192

注:***、**、*分别为在1%、5%、10%的水平下显著

3. 诉讼风险、董事高管责任保险与差异化战略检验。本文采用王小鲁等(2016)^[41]《中国市场化八年进程报告》中地区法律环境指数用以衡量诉讼风险强弱,按照中位数分为诉讼风险高和诉讼风险低两组,重新估计模型。表6汇报了假设 H3 检验结果,可以观察当企业诉讼风险较低时,是否认购董事高管责任保险与企业差异化战略的实施无显著关系;当企业面临的诉讼风险较高时,认购董事高管责任保险能够显著激励管理层实施差异化战略,这表明董事高管责任保险发挥良好的风险兜底作用,保障上市公司的高管在履行其职务行为过程中引起的法律责任而给其个人带来的损失,提高风险容忍度。

五、进一步检验

(一) 影响机制分析

虽然前文的分析支持了假设 H1,购买董事高管责任保险的企业更有意愿实施差异化战略,但这背后的机理尚不清晰,因为存在两种可能的机制影响董事高管责任保险的风险对冲作用。机制之一是“激励效应”,公司购买董事高管责任保险能够发挥风险对冲作用,降低管理层风险厌恶程度,进而促使管理层把握投资机会,实施风险战略决策;机制二是基于“自利效应”,即购买董事高管责任保险能够发挥兜底作用,替管理层偿付违约损失,诱发了管理层机会主义行为,进而实施差异化战略构建企业帝国,攫取个人私利。基于此,本文试图对购买董事高管责任保险后差异化战略的经济后果分析,以进一步检验购买董事高管责任保险加剧企业战略差异化的内在作用机理。

从企业市场价值角度来讲,若企业认购董事高管责任保险提高战略差异化程度是基于激励效应,那么董事高管责任保险应该发挥更强的风险对冲效应,降低管理层风险厌恶程度,减少风险规避行为,激励管理层实施风险较高的差异化战略,注重产品研发创新和市场占有,也就是说当激励效应占主导作用时,引入董事高管责任保险有利于提升企业价值;当董事高管责任保险自利效应占主导地位时,管理层风险规避动机更弱,更有可能因攫取私利而实施差异化战略,从而损害企业价值。以上分析意味着,若引入董事高管责任保险与企业价值正相关,则支持了激励效应影响路径

表6 诉讼风险、董事高管责任保险与差异化战略检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	诉讼风险低		诉讼风险高	
	Ds1	Ds2	Ds1	Ds2
<i>Ins</i>	0.00604 (0.55)	0.0106 (0.90)	0.0336*** (3.43)	0.0265** (2.55)
<i>Size</i>	-0.0236*** (-7.14)	-0.0208*** (-5.82)	-0.00863** (-2.56)	0.000486 (0.14)
<i>Lev</i>	0.215*** (14.67)	0.261*** (16.50)	0.0952*** (5.87)	0.119*** (6.91)
<i>Roa</i>	-0.355*** (-6.71)	-0.394*** (-6.87)	-0.413*** (-6.61)	-0.431*** (-6.54)
<i>Sr</i>	-0.0413** (-2.02)	-0.0411* (-1.86)	-0.0606*** (-3.00)	-0.0764*** (-3.58)
<i>Audit</i>	0.0565*** (3.44)	0.0547*** (3.07)	0.0919*** (7.44)	0.0718*** (5.49)
<i>Ceo</i>	0.00646 (0.84)	0.000198 (0.02)	-0.00502 (-0.76)	-0.0128* (-1.85)
<i>Pay</i>	-0.0124** (-2.55)	-0.0142*** (-2.71)	0.0227*** (4.33)	0.00849 (1.53)
<i>Brand</i>	-0.132*** (-8.52)	-0.147*** (-8.82)	-0.0787*** (-5.12)	-0.0810*** (-4.98)
<i>Cashflow</i>	-0.151*** (-3.77)	-0.218*** (-5.05)	-0.0706* (-1.72)	-0.142*** (-3.28)
<i>Ppe</i>	-0.233*** (-13.02)	-0.247*** (-12.79)	-0.308*** (-15.59)	-0.325*** (-15.54)
<i>Gdp</i>	-0.0208*** (-5.08)	-0.0175*** (-3.94)	0.0143*** (3.31)	0.0169*** (3.69)
<i>Soe</i>	-0.0183*** (-2.82)	-0.0182*** (-2.59)	0.00522 (0.76)	0.0229*** (3.14)
<i>_cons</i>	1.777*** (22.43)	1.704*** (19.89)	0.570*** (6.15)	0.484*** (4.93)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Indu</i>	yes	yes	yes	yes
<i>N</i>	8632	8632	8259	8259
<i>Adj. R²</i>	0.195	0.195	0.159	0.163

注:***、**、*分别为在1%、5%、10%的水平下显著

表7 董事高管责任保险与企业差异化战略—影响机制检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TobinQ	TobinQ	EBIT	EBIT
<i>Exd1</i>	14.49*** (7.03)		1.698*** (2.98)	
<i>Exd2</i>		16.00*** (7.03)		1.874*** (2.98)
<i>Size</i>	-0.708*** (-56.67)	-0.708*** (-56.67)	-0.0592*** (-17.16)	-0.0592*** (-17.16)
<i>Lev</i>	-1.597*** (-22.55)	-1.597*** (-22.55)	-0.417*** (-21.32)	-0.417*** (-21.32)
<i>Growth</i>	0.0445*** (5.26)	0.0445*** (5.26)	0.0129*** (5.52)	0.0129*** (5.52)
<i>Age</i>	0.0297*** (11.64)	0.0297*** (11.64)	0.00575*** (8.16)	0.00575*** (8.16)
<i>_cons</i>	18.09*** (65.60)	18.09*** (65.60)	1.662*** (21.83)	1.662*** (21.83)
<i>Indu</i>	yes	yes	yes	yes
<i>N</i>	16311	16311	16311	16311
<i>Adj. R²</i>	0.290	0.290	0.0805	0.0805

注:***、**、*分别为在1%、5%、10%的水平下显著

假说;若引入董事高管责任保险与企业价值负相关,则支持了自利效应影响路径假说。

参考陈信元和黄俊(2007)^[42]方法,利用模型(1)求得董事高管责任保险 Ins 的回归系数,本文可以估计购买董事高管责任保险增加的企业差异化战略程度,本文定义为过度差异化战略;其次,将过度差异化战略变量与企业市场价值进行回归,以考察购买董事高管责任保险增加的差异化战略对企业市值的影响。

具体而言,利用等式 $Exd = \alpha_1 * Ins$,求得企业过度差异化战略变量,然后将 Exd 置于下述企业价值回归方程,考察购买董事高管责任保险增加的差异化战略对企业市值的影响。

$$Value = \beta_0 + \beta_1 Exd + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Growth + \beta_5 Age + \sum Indu \quad (3)$$

其中,Value 是企业价值变量,本文采用提前一期的托宾 Q (Tobin Q) 和提前一期的企业价值倍数 (EBIT/100) 衡量,Size 是企业规模,Lev 是资产负债率,Growth 是营业收入增长率,Age 是上市时间,Indu 表示控制行业效应,共计16311个观测值。

表7汇报了上述分析的检验结果。可以发现:在列(1)中过度差异化战略 $Exd1$ 的估计系数显著为正,这表明购买董事高管责任保险增加的差异化战略显著提高了企业价值,支持了激励效应机制检验,当本文将解释变量替换为 $Exd2$ 后,研究结论基本不变。列(3)报告了过度差异化战略 $Exd1$ 与企业价值倍数的回归结果,可以观察过度差异化战略显著提高了企业价值倍数,表明董事高管责任保险更多地发挥风险规避作用,提高风险容忍度,激励管理层实施差异化战略,当本文将解释变量替换为 $Exd2$ 后,结论基本稳健。

(二) 具体路径分析

前文的检验表明,公司购买董事高管责任保险能够发挥风险对冲作用,提高管理层风险容忍度,进而实施差异化战略,然而其具体作用路径尚不明晰。基于此,本文进一步考察董事高管责任保险对差异化战略的具体影响,是否提高公司的风险承担水平、战略进攻性是否更强以及能否影响企业研发创新。

风险承担水平参考国内学者余明桂等(2013)^[43]的研究,采用资产收益率 Roa 连续三年波动率衡量风险承担水平,具体计算公式如下:

$$Risk = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{t=1}^N \left(AdRoa_{i,t} - \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N AdRoa_{i,t} \right)^2} \quad | \quad N = 3 \quad (4)$$

$$AdRoa_{i,t} = \frac{Ebit_{i,t}}{Size_{i,t}} - \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N \frac{Ebit_{i,t}}{Size_{i,t}} \quad (5)$$

Roa 为企业相应年度的税息折旧及摊销前利润 (Ebit) 与当年末资产总额 (Size) 的比率; $Adjroa$ 表示 i 企业在第 t 年经该企业所处行业的 Roa 均值调整后的值,目的在于消除经济周期与行业环境对 Roa 的影响; N 表示计算 Roa 的统计年数,即在整体样本期间,每个公司至少有3个观测值 (即 $t, t+1, t+2$) 才可以计算风险,不满足此条件的样本删除。 $Risk$ 表示 i 企业在第 t 年的最终风险承担水平, $Risk$ 越大,企业风险承担越高。

战略进攻性借鉴 Higgins 等(2015)^[44]、孙健等(2016)^[45]方法,构建一个离散的策略组合指标用以衡量公司的战略,定义进攻型战略哑变量 $Attack = 1$, 否则为0。

研发创新指标参考 Tian 和 Wang(2014)^[46]、胡国柳等(2019)^[47]方法,采用滞后三年的专利数量的对数用以衡量研发创新产出。本文具体考察以下四个方面:专利总产出 (Grants)、创新型专利 (Igrant)、实用型专利 (Ugrant) 和外观型专利 (Lgrant) 四个部分。

表8汇报了上述分析的研究结论。列(1)汇报了董事高管责任保险与企业风险承担水平的回归结果,董事高管责任保险系数在1%水平下显著为正,这表明董事高管责任保险发挥了风险对冲作用,降低了管理层风险厌恶程度;列(2)报告了董事高管责任保险与企业战略进攻性的关系,本文可以发现购买董事高管责任保险的企业更愿意实施进攻型战略;列(3)~(6)汇报了董事高管责任保险与企业研发创新的关系,董事高管责任保险能够提高管理层风险容忍度,激励管理层研发创新,从而提升了专利产出。以上结果进一步支持了本文假设,董事高管责任保险能够发挥风险对冲作用,降低管理层执业风险,进而激励管理层实施差异化战略。

表8 董事高管责任保险与企业差异化战略——具体作用路径

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Risk</i>	<i>Attack</i>	<i>Grants</i>	<i>Igrant</i>	<i>Ugrant</i>	<i>Lgrant</i>
<i>Ins</i>	0.00488 *** (3.34)	0.166 *** (3.11)	15.56 *** (3.17)	1.961 * (1.68)	5.122 (1.60)	4.657 *** (5.39)
<i>Size</i>	-0.0116 *** (-26.88)	0.121 *** (6.15)	29.98 *** (26.70)	6.965 *** (26.14)	18.87 *** (25.82)	2.004 *** (10.14)
<i>Lev</i>	0.0685 *** (35.15)	-0.219 ** (-2.16)	4.059 (0.76)	0.527 (0.42)	1.242 (0.36)	2.334 ** (2.50)
<i>Roa</i>	-0.136 *** (-18.66)	-2.235 *** (-6.43)	36.66 * (1.79)	4.134 (0.85)	22.37 * (1.68)	14.50 *** (4.03)
<i>Sr</i>	-0.00955 *** (-3.68)	0.393 *** (3.17)	30.93 *** (4.84)	4.386 *** (2.89)	23.64 *** (5.68)	0.568 (0.51)
<i>Audit</i>	0.0109 *** (6.04)	-0.0304 (-0.42)	43.16 *** (10.06)	11.40 *** (11.19)	26.50 *** (9.48)	-0.00348 (-0.00)
<i>Ceo</i>	0.00117 (1.27)	-0.195 *** (-3.96)	2.284 (1.06)	0.629 (1.23)	0.725 (0.52)	1.066 *** (2.80)
<i>Pay</i>	-0.00151 ** (-2.39)	0.0240 (0.79)	2.102 (1.33)	1.021 *** (2.73)	0.0859 (0.08)	0.833 *** (3.00)
<i>Brand</i>	-0.00436 ** (-2.18)	-0.101 (-1.07)	3.953 (0.79)	1.931 (1.62)	-0.0568 (-0.02)	0.205 (0.23)
<i>Cashflow</i>	0.00479 (0.92)	0.408 (1.54)	47.64 *** (3.45)	10.16 *** (3.11)	24.56 *** (2.74)	11.68 *** (4.81)
<i>Ppe</i>	0.00695 *** (2.89)	1.921 *** (17.67)	-30.61 *** (-4.58)	-9.223 *** (-5.81)	-8.615 ** (-1.98)	-9.478 *** (-8.05)
<i>Gdp</i>	-0.000273 (-0.52)	0.0767 *** (3.00)	4.539 *** (3.52)	0.905 *** (2.95)	2.780 *** (3.31)	0.604 *** (2.66)
<i>Soe</i>	-0.00370 *** (-4.36)	0.336 *** (8.44)	-9.626 *** (-4.55)	-1.064 ** (-2.12)	-6.296 *** (-4.57)	-0.647 * (-1.74)
<i>_cons</i>	0.305 *** (29.19)	-6.480 *** (-12.19)	-722.5 *** (-25.64)	-176.1 *** (-26.34)	-438.0 *** (-23.87)	-54.29 *** (-10.94)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Indu</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>N</i>	14704	16880	8262	8262	8262	8262
<i>Adj. R²</i>	0.257	0.143	0.236	0.230	0.236	0.0805

注:a.模型(2)为 Probit 回归,未报告 F 值;b.本表中模型(2)的回归结果,本文披露 Pseudo R²;其余模型回归结果,本文披露调整的 R²;c.***、**、*分别为在1%、5%、10%的水平下显著

六、稳健性检验

本文在考察上市公司购买董事高管责任保险对企业差异化战略的影响时,可能存在内生性问题,即管理层会因实施差异化战略引起的执业风险而去购买董事高管责任保险。因此本文采用工具变量法和倾向得分匹配法解决潜在的内生性问题。

(一) 工具变量法

董事高管责任保险在成熟的资本市场中投保率很高,97%的美国公司都持有董事高管责任保险,加拿大董事高管责任保险覆盖率也高达86%。本文参考袁蓉丽等(2018)^[15]方法,选择高管的海外工作背景(Foreign Experience)作为购买董事高管责任保险的工具变量,拥有海外背景的高管对董事高管责任保险的

市场机制有深入的了解,更有意愿购买董事高管责任保险作为风险对冲机制,同时尚未有文献表明高管海外背景对企业战略选择具有直接影响,因而高管海外背景这个工具变量满足相关性和外生性要求。其次,本文选择同年度同行业其他上市公司购买董事高管责任保险的比例(Indu-Ins)作为第二个工具变量,同行业面临的执业风险相似,因而购买董事高管责任保险具有一定的相关性,但其他公司购买董事高管责任保险并不会对本公司战略产生显著影响。

为增进结果的可靠性,本文同时采用两阶段最小二乘法(2SLS)和广义矩估计(GMM)两种工具变量法进行回归。表9汇报工具变量回归结果,列(1)汇报第一阶段回归结果,两种工具变量与董事高管责任保险具有较强的相关性,列(2)和列(3)汇报2SLS工具变量回归结果,董事高管责任保险与差异化战略回归系数在1%水平下显著为正,这表明控制内生性问题后,结论依然成立,当本文采用GMM模型回归后,结果依然稳健。

(二) 倾向得分匹配法

相较于国外资本市场97%以上的覆盖率,我国董事高管责任保险覆盖率较低,购买董事高管责任保险的公司很可能在购买过程中就进行了筛选,留下了本身公司治理就较好的公司。基于此,本文采用倾向得分匹配法控制公司特征相似,首先进行ATT平行假设检验,使用通过平行趋势检验的控制变量进行1:1匹配筛选,随后对筛选后的样本进行回归。回归结果如表10所示,董事高管责任保险与差异化战略至少在5%水平下显著为正,这表明上述研究结论基本稳健。

(三) 遗漏变量检验

企业差异化战略与行业特征具有很强的关系,特别是产业政策可能会对董事高管责任保险与差异化战略的相互关系产生干扰,为了控制可能存在的遗漏变量问题,本文在稳健性检验中控制产业政策对实证结果造成的影响。借鉴祝继高等(2015)^[47]研究方法,依据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》和《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》的规定,将上市公司所属行业分为产业政策重点支持的行业和非产业政策重点,设置虚拟变量Indupolicy,若为重点产业支持项目,设置Indupolicy为1,否则为0。回归结果如表11所示,控制产业政策后,结果依然稳健。

表9 董事高管责任保险与企业差异化战略——工具变量检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	2SLS			GMM	
	Ins	Ds1	Ds2	Ds1	Ds2
Foreign	0.204*** (4.44)				
Indu-Ins	0.958*** (21.07)				
Ins		0.279*** (6.05)	0.230*** (4.74)	0.290*** (5.60)	0.231*** (4.19)
Size	0.00874*** (3.59)	-0.0182*** (-7.39)	-0.0122*** (-4.69)	-0.0180*** (-5.75)	-0.0122*** (-3.56)
Lev	0.0257** (2.30)	0.165*** (14.73)	0.205*** (17.34)	0.164*** (9.98)	0.205*** (11.34)
Roa	-0.936** (-2.24)	-0.358*** (-8.51)	-0.389*** (-8.77)	-0.354*** (-5.39)	-0.389*** (-5.45)
Sr	-0.0259* (-1.75)	-0.0435*** (-2.92)	-0.0531*** (-3.38)	-0.0436*** (-2.88)	-0.0532*** (-3.33)
Audit	0.0422*** (4.15)	0.0709*** (6.80)	0.0609*** (5.53)	0.0707*** (6.44)	0.0608*** (5.16)
Ceo	-0.00206 (-0.04)	-0.00233 (-0.45)	-0.00990* (-1.81)	-0.00243 (-0.46)	-0.00991* (-1.79)
Pay	0.00775 (2.15)	-0.00539 (-1.48)	-0.0131*** (-3.42)	-0.00576 (-1.47)	-0.0131*** (-3.15)
Brand	0.00421 (0.37)	-0.109*** (-9.61)	-0.117*** (-9.79)	-0.109*** (-9.53)	-0.117*** (-9.75)
Cashflow	0.00229 (0.08)	-0.106*** (-3.59)	-0.174*** (-5.55)	-0.106*** (-2.89)	-0.173*** (-4.40)
Ppe	0.0187 (1.37)	-0.266*** (-19.41)	-0.279*** (-19.35)	-0.267*** (-16.07)	-0.279*** (-15.46)
Gdp	0.00253 (0.86)	-0.00761** (-2.55)	-0.00524* (-1.67)	-0.00752** (-2.41)	-0.00523 (-1.62)
Soe	0.0307*** (6.32)	-0.0125** (-2.46)	-0.00174 (-0.32)	-0.0124** (-2.35)	-0.00173 (-0.30)
_cons	-0.370*** (-6.18)	1.410*** (23.01)	1.336*** (20.67)	1.412*** (18.42)	1.336*** (16.05)
Year	yes	yes	yes	yes	yes
Indu	yes	yes	yes	yes	yes
N	16891	16891	16891	16891	16891
Adj. R ²	0.100	0.106	0.134	0.101	0.134

注:***、**、*分别为在1%、5%、10%的水平下显著

表10 董事高管责任保险与企业差异化战略
——倾向得分匹配法

	(1)	(2)
	<i>Ds1</i>	<i>Ds2</i>
<i>Ins</i>	0.0271 *** (2.97)	0.0233 ** (2.33)
<i>Size</i>	-0.00824 * (-1.73)	-0.00397 (-0.76)
<i>Lev</i>	0.180 *** (7.50)	0.229 *** (8.72)
<i>Roa</i>	-0.561 *** (-6.93)	-0.515 *** (-5.84)
<i>Sr</i>	-0.0187 (-0.61)	-0.0200 (-0.60)
<i>Audit</i>	0.0508 *** (3.10)	0.0421 ** (2.35)
<i>Ceo</i>	-0.00190 (-0.17)	-0.00989 (-0.83)
<i>Pay</i>	0.0109 (1.46)	0.00386 (0.47)
<i>Brand</i>	-0.0828 *** (-3.66)	-0.0752 *** (-3.05)
<i>Cashflow</i>	-0.112 * (-1.82)	-0.240 *** (-3.58)
<i>Ppe</i>	-0.313 *** (-11.35)	-0.316 *** (-10.49)
<i>Gdp</i>	0.00117 (0.19)	0.00387 (0.58)
<i>Soe</i>	-0.0324 *** (-3.24)	-0.0267 ** (-2.45)
<i>_cons</i>	0.782 *** (6.50)	0.694 *** (5.29)
<i>Year</i>	yes	yes
<i>Indu</i>	yes	yes
<i>N</i>	3903	3903
<i>F</i>	16.47	15.81
<i>Adj. R²</i>	0.143	0.137

注:***、**、*分别为在1%、5%、10%的水平下显著

表11 董事高管责任保险与企业差异化战略
——遗漏变量

	(1)	(2)
	<i>Ds1</i>	<i>Ds2</i>
<i>Ins</i>	0.0242 *** (3.29)	0.0219 *** (2.79)
<i>Indupolicy</i>	0.0985 *** (5.75)	0.0904 *** (4.93)
<i>Size</i>	-0.0163 *** (-6.91)	-0.0106 *** (-4.21)
<i>Lev</i>	0.170 *** (15.77)	0.209 *** (18.11)
<i>Roa</i>	-0.387 *** (-9.59)	-0.413 *** (-9.57)
<i>Sr</i>	-0.0503 *** (-3.50)	-0.0587 *** (-3.82)
<i>Audit</i>	0.0841 *** (8.56)	0.0717 *** (6.82)
<i>Ceo</i>	-0.00174 (-0.35)	-0.00942 * (-1.75)
<i>Pay</i>	-0.00245 (-0.70)	-0.0107 *** (-2.87)
<i>Brand</i>	-0.107 *** (-9.75)	-0.115 *** (-9.83)
<i>Cashflow</i>	-0.109 *** (-3.80)	-0.176 *** (-5.73)
<i>Ppe</i>	-0.261 *** (-19.77)	-0.276 *** (-19.50)
<i>Gdp</i>	-0.00771 *** (-2.67)	-0.00533 * (-1.73)
<i>Soe</i>	-0.00364 (-0.78)	0.00551 (1.10)
<i>_cons</i>	1.228 *** (21.23)	1.178 *** (19.03)
<i>Year</i>	yes	yes
<i>Indu</i>	yes	yes
<i>N</i>	16891	16891
<i>Adj. R²</i>	0.166	0.169

注:***、**、*分别为在1%、5%、10%的水平下显著

七、研究结论

本文以2006—2016年中国沪深A股上市公司为研究对象,考察企业购买董事高管责任保险对企业差异化战略的影响及其作用机制。研究发现企业购买董事高管责任保险后更有意愿实施差异化战略,且该种正向促进作用在民营企业和诉讼风险较高企业中更为显著。在控制了内生性等问题后,该结论依然成立。对董事高管责任保险的影响机制研究表明,董事高管责任保险通过激励效应影响管理层风险容忍度,进而实施风险较大的差异化战略。进一步分析结果显示,企业购买董事高管责任保险后风险承担水平更高、战略进攻性更强以及更多的研发创新。

本文的研究具有重要的理论与现实意义。在理论上,本文发现董事高管责任保险具有风险对冲作用,降低管理层执业风险,激励管理层实施风险决策,是已有“股票期权”和“货币薪酬”两种高管激励方式的补充,拓展和深化了该领域的研究。在实务中,本文一方面表明董事高管责任保险具有积极的治理作用,为董事高管责任保险的全面推广提供了经验证据,为资本市场完善民事赔偿制度提供了理论指导;另一方面表明在当今资本市场中,注重市场占有率和产品研发的差异化战略能够获得竞争优势,提高企业价值,为管理层风险战略决策提供了有益借鉴。

参考文献:

- [1] PORTER M E. Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors[M]. New York: Free Press, 1980: 41-52.
- [2] Deephouse D L. To be different, or to be the same? It's a question (and theory) of strategic balance[J]. Strategic Management Journal, 2015, 20(2): 147-166.
- [3] MILES R E, SNOW C C, MEYER A D, et al. Organizational Strategy, Structure and Process[J]. Academy of Management Review, 1978, 3(3): 546-562.
- [4] 王百强, 侯繁荣, 孙健. 公司战略对公司经营绩效的影响研究[J]. 中国软科学, 2018(1): 127-137.
- [5] ITTNER C D, LARCKER D F, RAJAN M V. The choice of performance measures in annual bonus contracts[J]. Accounting Review, 1997, 72(2): 231-255.
- [6] HILLER N J, HAMBRICK D C. Conceptualizing executive hubris: the role of (hyper-) core self-evaluations in strategic decision-making[J]. Strategic Management Journal, 2005, 26(4): 297-319.
- [7] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [8] SMITH C W, STULZ R M. The determinants of firms' hedging policies[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1985, 20(4): 391-405.
- [9] 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): 10-19.
- [10] 胡国柳, 胡珺. 董事高管责任保险与公司绩效——基于中国 A 股上市公司的经验分析[J]. 经济评论, 2014(5): 136-147.
- [11] CORE J E. The directors' and officers' insurance premium: an outside assessment of the quality of corporate governance[J]. Journal of Law, Economics, and Organization, 2000, 16(2): 449-477.
- [12] 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): 32-38, 88.
- [13] 方军雄, 秦璇. 高管履职风险缓释与企业创新决策的改善——基于董事高管责任保险制度的发现[J]. 保险研究, 2018(11): 54-70.
- [14] 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): 95-110.
- [15] 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.
- [16] 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(6): 38-43.
- [17] YUAN R, SUN J, CAO F. Directors' and officers' liability insurance and stock price crash risk[J]. Journal of Corporate Finance, 2016(37): 173-192.
- [18] LIN C, OFFICER M S, ZOU H. Directors' and officers' liability insurance and acquisition outcomes[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 102(3): 507-525.
- [19] LIN C, OFFICER M S, WANG R, et al. Directors' and officers' liability insurance and loan spreads[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 110(1): 37-60.
- [20] 胡国柳, 赵阳. 公司治理水平、董事高管责任保险与盈余管理[J]. 财经理论与实践, 2017(2): 74-80.
- [21] 冯来强, 孔祥婷, 曹慧娟. 董事高管责任保险与权益资本成本——来自信息质量渠道的实证研究证据[J]. 会计研究, 2017(11): 65-71, 97.
- [22] 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.
- [23] TANG J, CROSSAN M, ROWE W G. Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: the moderating role of a

- powerful board[J]. *Journal of Management Studies*,2011,48(7):1479-1503.
- [24]叶康涛,董雪雁,崔倚菁. 企业战略定位与会计盈余管理行为选择[J]. *会计研究*,2015(10):23-29,96.
- [25]叶康涛,张姗姗,张艺馨. 企业战略差异与会计信息的价值相关性[J]. *会计研究*,2014(5):44-51,94.
- [26]王化成,张修平,侯璨然,等. 企业战略差异与权益资本成本——基于经营风险和信息不对称的中介效应研究[J]. *中国软科学*,2017(9):99-113.
- [27]何熙琼,尹长萍. 企业战略差异度能否影响分析师盈余预测——基于中国证券市场的实证研究[J]. *南开管理评论*,2018(2):149-159.
- [28]王百强,伍利娜. 审计师对采用差异化战略的客户区别对待了吗? [J]. *审计研究*,2017(5):54-61.
- [29]CHI H Y,GONG J J,WENG T C,et al. Effects of directors' and officers' liability insurance on corporate diversification[EB/OL]. (2012-08-20) [2013-08-20]. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2312952.
- [30]胡国柳,彭远怀. 董事高管责任保险与企业财务困境风险——基于 A 股上市公司的经验证据[J]. *财经理论与实践*,2018(6):75-82.
- [31]CORE J E. On the corporate demand for directors' and officers' insurance[J]. *The Journal of Risk and Insurance*,1997,64(1):63-87.
- [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]凌士显,白锐锋. 董事高管责任保险与公司绩效——基于中国上市公司经验数据的实证检验[J]. *商业研究*,2017(10):78-86.
- [34]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.
- [35]郝照辉,胡国柳. 董事高管责任保险、私有收益与公司并购行为的研究[J]. *保险研究*,2014(12):78-89.
- [36]MEYER J W,ROWAN B. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony[J]. *American Journal of Sociology*,1977,83(2):340-363.
- [37]DENRELL J. Should we be impressed with high performance? [J]. *Journal of Management Inquiry*,2005,14(3):292-298.
- [38]谢德仁,陈运森. 金融生态环境、产权性质与负债的治理效应[J]. *经济研究*,2009(5):118-129.
- [39]FACCIO M,MARCHICA M T,MURA R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. *Review of Financial Studies*,2011,24(11):3601-3641.
- [40]黎文靖,岑永嗣,胡玉明. 外部薪酬差距激励了高管吗——基于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究[J]. *南开管理评论*,2014(4):24-35.
- [41]王小鲁,樊纲,余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016)[M]. 北京:社会科学文献出版社,2016:13.
- [42]陈信元,黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩[J]. *管理世界*,2007(1):92-97.
- [43]余明桂,李文贵,潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. *经济研究*,2013(9):112-124.
- [44]HIGGINS D,OMER T C,PHILLIPS J D. The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness[J]. *Contemporary Accounting Research*,2015,32(2):674-702.
- [45]孙健,王百强,曹丰,等. 公司战略影响盈余管理吗? [J]. *管理世界*,2016(3):160-169.
- [46]TIAN X,WANG T Y. Tolerance for failure and corporate innovation[J]. *Review of Financial Studies*,2014,27(1):211-255.
- [47]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):121-135.
- [48]祝继高,陆晓,岳衡. 银行关联董事能有效发挥监督职能吗? ——基于产业政策的分析视角[J]. *管理世界*,2015(7):143-157,188.

