

董事高管责任保险对企业 ESG 表现的影响研究

王俊韡¹ 王奇辉¹ 王莺燕²

(1.山东财经大学, 山东 济南, 250014;

2.山东省招远市辛庄镇人民政府, 山东 招远, 265401)

摘 要: 随着 ESG 理念的深入人心, 如何推动企业 ESG 表现提升成为社会公众关注的焦点。董事高管责任保险作为企业的重要风险控制工具, 可能对企业的 ESG 表现具有良好的治理效应。本文选取 2009—2022 年沪深 A 股上市公司数据, 实证检验董责险对企业 ESG 表现的影响。研究发现: (1) 上市公司购买董责险能够提升企业 ESG 表现; (2) 信息不对称和代理成本在董责险与企业 ESG 表现之间发挥中介效应; (3) 媒体关注和管理层持股能够强化董责险对企业 ESG 表现的促进作用; (4) 董责险的 ESG 提升效应在重污染地区和法治环境较好的样本中更为显著。研究结论对于完善董责险制度设计、促进企业践行 ESG 表现具有重要的参考价值。

关键字: 董事高管责任保险; 企业 ESG 表现; 信息不对称; 代理成本

Research on the Impact of D&O Insurance on Corporate ESG Performance

Wang Junwei¹ Wang Qihui¹ Wang Yingyan²

(1.School of Accountancy, Shandong University of Finance and Economics, Shandong Jinan,250014,China;

2. The People's Government of Xin Zhuang Town, Zhaoyuan City, Shandong Province, Shandong Zhaoyuan,265401,China)

Abstract: As the ESG concept gains widespread acceptance, how to enhance corporate ESG performance has become a focus of public attention. As an important risk control tool for enterprises, Directors' and Officers' Liability Insurance (D&O insurance) may have a favorable governance effect on corporate ESG performance. Using data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2009 to 2022, this study empirically examines the impact of D&O insurance on corporate ESG performance. The findings are as follows: (1) The purchase of D&O insurance by listed companies significantly improves corporate ESG performance; (2) Information asymmetry and agency costs play mediating roles between D&O insurance and corporate ESG performance; (3) Media attention and management shareholding strengthen the promoting effect of D&O insurance on ESG performance; (4) The ESG-enhancing effect of D&O insurance is more pronounced in heavily polluted regions and

【作者简介】 王俊韡 (1979—), 女, 山东潍坊人, 管理学博士, 应用经济学博士后, 山东财经大学会计学院副教授, 硕士生导师; 王奇辉, 女, 山东财经大学会计学院硕士研究生; 王莺燕, 女, 硕士研究生, 山东省招远市辛庄镇人民政府科员。通讯作者: 王莺燕, 电子邮箱: wangyingyan0130@163.com。

samples with better legal environments. These conclusions provide important references for improving the design of D&O insurance systems and promoting corporate ESG performance.

Keywords: D&O Liability Insurance; Corporate ESG Performance; Information Asymmetry; Agency Costs

一、引言

近年来，环境污染、市场垄断、公司违规等事件频发，不仅对企业自身声誉和经营稳定性造成冲击，也损害了投资者利益与社会公众福祉。在此背景下，企业在追求股东利益最大化的同时，越来越需要关注其在环境（Environmental）、社会（Social）和治理（Governance）方面的综合表现。ESG 理念强调企业应在可持续发展框架下履行社会责任，已成为衡量企业长期价值的重要标尺。已有研究表明，良好的 ESG 表现有助于企业树立正面形象，增强利益相关者的信任^[1]，并提高企业的经营绩效^[2]。因此，深入探讨企业 ESG 表现的影响因素，对于保护投资者合法权益、维护资本市场健康发展以及推动经济高质量发展具有重要的理论价值与现实意义。

随着可持续发展理念的普及，我国 ESG 信息披露制度逐步走向强制化、系统化和本土化。2018 年，中国证监会在修订的《上市公司治理准则》中首次将环境责任、社会义务及公司治理纳入强制性信息披露范畴；2024 年，《上市公司可持续发展报告指引（试行）》和《企业可持续披露准则——基本准则（征求意见稿）》相继出台，进一步强化了 ESG 信息披露的规范要求。作为上市公司 ESG 信息披露工作的主要责任人，董事、监事和高级管理人员（以下简称“董监高”），面临的法律责任与履职风险显著上升。新《证券法》的实施以及新《公司法》的修订，明确了董监高在信息披露和利益相关方管理中的义务与责任，强化了对中小股东利益的保护。这一制度环境的变化，使得如何有效转移和化解董监高的履职风险，成为企业治理结构优化的重要议题。

董事高管责任保险（以下简称“董责险”）正是在这一背景下受到广泛关注。董责险是指当董监高因非主观故意行为导致相关方遭受经济损失而面临诉讼时，由保险公司代为承担民事赔偿责任的职业责任保险。随着 2023 年 4 月股票发行注册制的全面实施及相关热点事件的推动，中国资本市场更离不开有关保险制度的保驾护航，依法规范和引导资本健康发展显得尤为重要。已有研究分析了董责险对企业绿色创新^[3]、企业社会责任^[4]及公司治理水平^[5]的影响，但鲜有文献关注其与企业综合指标 ESG 表现之间的关系。为此，本文基于 2009—2022 年沪深 A 股上市公司样本，实证检验董责险对企业 ESG 表现的影响。

与现有研究相比，本文可能的边际贡献如下：第一，拓展了企业 ESG 表现的影响因素。本文创新性地 will E、S、G 单维度结合，构建“保险与 ESG”的分析框架，不仅突破单一维度研究的局限，更通过引入媒体监督强度，紧扣中国资本市场全面注册制改革与 ESG 政策强化的背景，使研究更具现实针对性，

为 ESG 驱动因素研究提供新证据。第二，为董责险的经济后果类文献提供了新视角。现有文献多从公司治理优化、创新驱动及风险管控等领域探讨董责险的经济效应，本文则关注董责险对企业 ESG 表现的影响，为董责险的经济后果研究开辟了 ESG 关联分析的新路径。

二、理论分析与研究假设

（一）董事高管责任保险与企业 ESG 表现

1. 激励效应

董责险能够通过风险转移与利益协调机制，对管理层产生积极的激励效应。一方面，董责险为董监高提供因非主观故意行为导致赔偿责任的经济保障，有效降低了管理层因履职风险而产生的决策顾虑^[6]，使其更愿意将资源投向长期可持续发展项目，从而提升企业 ESG 表现。另一方面，董责险有助于缓和股东与管理层之间的代理冲突，使双方利益在风险承担层面趋于一致，降低代理成本，增强管理层以企业长期价值最大化为决策目标的动力，而 ESG 表现正是企业长期价值的重要体现。此外，董责险作为薪酬激励体系的重要组成部分，有助于吸引和留住优秀管理人才^[7]，这些人才更倾向于通过改善企业 ESG 表现来构建良好市场声誉，进而增强企业的长期竞争力。综上，董责险能够通过激励效应促进企业 ESG 表现提升。

2. 外部监督效应

保险公司作为理性的专业化风险管理者，为了保障自身利益不受损，能够发挥有效监督，抑制大股东掏空^[8]并提高信息披露质量^[9]，改善公司内部治理，激励企业履行 ESG 责任。一方面，承保前的风险评估具有信息传递效应，根据信号传递理论，该结果能够向外部利益相关者揭示企业的治理效能与潜在风险，形成外部监督压力，促使其改善 ESG 表现。另一方面，投保后，保险公司为避免高额赔付，有动机持续监督管理层的决策行为，防止其利用信息优势损害企业长期利益。这种外部监督机制有助于降低信息不对称，抑制管理层自利倾向，推动企业积极履行环境、社会与治理责任。综上，董责险能够通过外部监督效应促进企业 ESG 表现提升。

3. 机会主义假说

然而，也有观点基于机会主义假说认为，董责险可能成为董监高不当行为的“保护伞”。由于保险条款对“非主观故意”与“主观故意”的界定存在模糊空间，董监高可能利用信息不对称和法律漏洞从事自利行为，并显著增加企业投资的激进性，降低其内部管理水平^[10]。此外，投保后管理层的职业责任感可能因风险被兜底而削弱，诱发其短视倾向，从而减少对高成本、低回报的 ESG 项目的投入。但随着我国相关法律法规的不断完善，特别是新《证券法》对信息披露责任的强化、《环境保护法》等底层法律对违规处罚力度的加大，管理层实施机会主义行为的空间已被大幅压缩。因此，董责险的积极效应更有可能占据主导地位。综合上述分析，本文认为，董责险能够发挥激励效应与外部监督效应，并抑制机

会主义动机，从而促进企业 ESG 表现的提升。

基于此，本文提出如下假设：

H1：上市公司购买董责险能够提升企业 ESG 表现。

（二）董事高管责任保险、信息不对称与企业 ESG 表现

信息不对称是指企业内部与外部利益相关者之间在信息占有上的不均衡状态，而董责险的引入对缓解信息不对称发挥了积极作用。从激励效应看，董责险赋予了董监高保险受益者身份，减轻其风险规避心理，同时抑制因追求个人业绩而导致的短视倾向，从而缓解管理层与股东之间的信息不对称程度。从外部监督效应看，保险公司作为独立第三方监督者，为降低赔付风险，会在事前、事中、事后进行持续监督，向市场披露更多关于受保企业的独特信息，不仅显著增强了企业的信息透明度，还缩减了市场与企业之间的信息不对称差距，促使管理层将投资重心转向有利于公司长期可持续发展的项目，推动公司在追求经济目标的同时兼顾社会目标，实现两者的协调统一，进而全面提升企业 ESG 表现。

基于此，本文提出如下假设：

H2：董责险能够通过减轻信息不对称提升企业 ESG 表现。

（三）董事高管责任保险、代理成本与企业 ESG 表现

在委托代理理论框架下，代理成本源于现代企业所有权与控制权分离所产生的制度性损耗，董责险的引入有效降低了这一成本。从激励效应看，董责险有助于减轻管理层的诉讼顾虑^[1]，对不同风险偏好的管理层均产生积极影响：积极型管理者更勇于挑战高回报决策，稳健型管理者的风险承受能力有所提升，保守型管理者则因董责险的保障而安心履职。因此，董责险不仅增强了管理层决策的专业性与盈利性，还为风险规避型经理人提供了职业保障，避免其因过度谨慎而错失有利于股东长期利益的投资机会。从外部监督效应看，投保机构出于自身利益考量，会对管理层施加更严格的监管^[12]，不仅减少了管理层以权谋私的可能，也为公司治理提供了有效管理经验，缓解了股东与管理层之间的代理冲突，从而为 ESG 表现提升创造内部治理条件，推动企业将更多资源配置到环境治理、社会责任等长期领域。

基于此，本文提出如下假设：

H3：董责险能够通过减少代理成本提升企业 ESG 表现。

三、研究设计

（一）模型设定

为验证假设H1，即董责险是否会提升企业ESG表现，本文构建如下模型：
$$ESG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ins_{i,t} + \sum \alpha_i Control_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， i 、 t 分别表示企业、年份。 ESG 为企业 ESG 表现； Ins 为企业是否购买董责险； $Control$ 为本

文所使用的所有控制变量；*Year* 为年度虚拟变量；*Industry* 为行业虚拟变量； ε 为残差项。

为验证假设 H2、H3，借鉴江艇的中介效应两步法^[13]，本文构建如下模型：

$$Media_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ins_{i,t} + \sum \beta_i Control_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，*Media_{i,t}*代表中介变量，具体包括信息不对称程度（*Asy*）和代理成本（*Agency*）。其他变量的具体指代均与模型（1）相同。

（二）变量设定

1. 被解释变量：企业 ESG 表现（*ESG*）

本文借鉴方先明和胡丁^[14]的做法，使用华证ESG评级数据作为ESG表现的衡量数据。该评级指标包括C、CC、CCC、B、BB、BBB、A、AA、AAA共9个等级，将其分别从低到高赋值为1-9。此外，本文还使用彭博ESG评级指数和商道融绿ESG评级指数进行稳健性检验。

2. 解释变量：董事高管责任保险（*Ins*）。

本文借鉴胡国柳等^[15]的研究，选用二元哑变量来衡量董责险：当上市公司在公告中清晰披露了购置董责险的详细情况，并且该提案已经审议通过，则设定*Insured*值为1；相反，如果公司未披露相关信息或提案未审议通过，则设定*Insured*值为0。

3. 中介变量

信息不对称程度（*Asy*）。借鉴宋敏等^[16]对信息不对称程度的衡量方式，计算并推导出流动性比率*LR*、非流动性比率*ILL*以及收益率反转指标*GAM*，提取它们的第一主成分作为信息不对称的代理变量，记为*Asy*。该指标越大，意味着信息不对称程度越高。

代理成本（*Agency*）。本文重点考察高管与股东间的代理冲突，借鉴翟光宇等^[17]的研究成果，采用营业收入占总资产比例这一指标来衡量代理成本。该指标越小，意味着代理成本越高。

4. 控制变量

本文借鉴白雪莲等^[18]、白福萍等^[19]的方法，选取公司规模、资产负债率、盈利能力等作为控制变量。各主要变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量名	变量说明
被解释变量	企业 ESG 表现	<i>ESG</i>	华证 ESG 评级，由低到高赋值为 1-9
解释变量	董责险	<i>Ins</i>	购买董责险为 1，否则为 0
中介变量	信息不对称程度	<i>Asy</i>	流动性比率指标 <i>LR</i> 、非流动性比率指标 <i>ILL</i> 、收益率反转指标 <i>GAM</i> 综合分析
	代理成本	<i>Agency</i>	营业收入与总资产的比例
	公司规模	<i>Size</i>	年末总资产的自然对数
控制变量	资产负债率	<i>Lev</i>	负债总额/资产总额
	盈利能力	<i>Roa</i>	总资产净利率，净利润/总资产

股权性质	<i>Soe</i>	国有控股企业取值为 1，其他为 0
成长能力	<i>Growth</i>	总资产增长率
董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数
第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量/总股数
现金流比率	<i>Cashflow</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产
独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事会人数
两职合一	<i>Dual</i>	董事长和总经理是同一人为 1，否则为 0
是否四大	<i>Big4</i>	公司经由四大审计为 1，否则为 0
上市年限	<i>ListAge</i>	ln(当年年份-上市年份+1)

（三）样本选择与数据来源

基于华证 ESG 评级数据的可回溯性，本文选择 2009—2022 年沪深 A 股上市公司作为样本集，对原始数据进行如下处理：①剔除金融与保险行业的公司；②剔除 ST、*ST 类别公司及存在变量缺失的样本；③对关键连续变量实施 1%至 99%水平的缩尾处理。最终，本文获得了包含 20494 个有效样本的数据集。

本文的董责险数据来源于 CNRDS 的董监高责任保险数据库（CDOD），ESG 表现数据来源于 Wind 数据库中的华证 ESG 评级数据库，除此之外其他数据均来源于 CSMAR 数据库和 CNRDS 数据库。处理软件为 Stata16.0。

四、实证结果分析

（一）描述性统计

表2列示了本文主要变量的描述性统计结果。在样本期间，上市公司ESG表现的均值为4.162，最小值为1.5，而最大值高达6，表明企业的ESG表现整体上尚存在较大提升空间，且企业间的ESG表现差异显著。董责险（*Ins*）的均值为0.0941，标准差为0.2920，表明我国上市公司购买董责险的比例仍然较低，与发达国家存在较大差距。其他变量的统计情况均在合理范围内，且与已有研究成果基本保持一致。

表 2 描述性统计

Variable	N	Mean	SD	Min	P50	Max
<i>ESG</i>	20494	4.1620	0.9210	1.5000	4.0000	6.0000
<i>Ins</i>	20494	0.0941	0.2920	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Size</i>	20494	22.3100	1.2820	20.0000	22.1300	26.3400
<i>Lev</i>	20494	0.4250	0.1990	0.0523	0.4200	0.8720
<i>Roa</i>	20494	0.0447	0.0645	-0.2260	0.0425	0.2330
<i>Soe</i>	20494	0.2810	0.4500	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Growth</i>	20494	0.1810	0.3660	-0.4990	0.1240	2.0750
<i>Board</i>	20494	2.1210	0.1940	1.6090	2.1970	2.6390
<i>Top1</i>	20494	32.6700	14.0400	8.0200	30.3900	70.3300

<i>Cashflow</i>	20494	0.0494	0.0680	-0.1520	0.0473	0.2480
<i>Indep</i>	20494	37.6000	5.3250	33.3300	36.3600	57.1400
<i>Dual</i>	20494	0.3070	0.4610	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Big4</i>	20494	0.0614	0.2400	0.0000	0.0000	1.0000

（二）基准回归

表3报告了董责险对企业ESG表现的回归结果，列（1）是未引入控制变量的回归结果，在此基础上，列（2）为引入控制变量后的回归结果。从中可以看出，*Ins*的回归系数均在1%的水平上显著为正，说明上市公司购买董责险能够提升企业ESG表现，假设H1得到验证。上述结果表明，董责险在我国企业中发挥的是激励效应和外部监督效应，而非机会主义效应。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>Ins</i>	0.252*** (10.66)	0.079*** (3.67)
<i>Constant</i>	4.469*** (62.42)	-1.517*** (-8.64)
<i>Control</i>	NO	YES
<i>Year/Ind</i>	YES	YES
<i>Observations</i>	20,494	20,494
<i>R-squared</i>	0.078	0.219

注：*、**、***分别表示估计结果在 10%、5%和 1%的水平上显著；括号内为 t 值，下同。

（三）稳健性检验

1. 替换被解释变量

为了避免变量测量偏误对研究结果造成的偏差，本文使用彭博ESG评级指数和商道融绿ESG评级指数作为替换变量进行稳健性检验。表4列（1）和列（2）分别为将企业ESG表现测度方式变更为彭博ESG评级指数（*ESG2*）和商道融绿ESG评级指数（*ESG3*）后的回归结果，其均在1%的水平上显著，表明研究结论仍然稳健。

表 4 稳健性检验

变量	替换被解释变量		解释变量滞后	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ESG2</i>	<i>ESG3</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>Ins</i>	3.270*** (17.44)	0.283*** (6.89)		
<i>L1_Ins</i>			0.082***	

			(4.13)	
<i>L2_Ins</i>				0.070*** (3.56)
<i>Constant</i>	-23.728*** (-15.05)	0.239 (0.37)	-1.549*** (-8.86)	-1.558*** (-8.92)
<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year/Ind</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Observations</i>	13,149	4,301	20,493	20,491
<i>R-squared</i>	0.671	0.324	0.219	0.218

2. 解释变量滞后

考虑到董责险对企业ESG表现的影响可能存在一定的滞后效应，且为了规避双向因果可能引发的误差，本文借鉴凌士显等^[20]的做法，将解释变量滞后一期、滞后两期进行稳健性检验。表4列（3）和列（4）分别为滞后一期的董责险（*L1_Ins*）和滞后两期的董责险（*L2_Ins*）的回归结果，其回归系数均在1%的水平上显著正相关，验证了研究结论的稳健性。

3. 工具变量法

为解决遗漏变量等内生性问题，本文借鉴李从刚等^[21]的做法，采用同省份、同年度企业投保董责险的均值（*Ins_IV*）作为工具变量。如表5列（1）和列（2）所示，在回归分析的初步阶段，内生变量（*Ins*）与所选工具变量（*Ins_IV*）之间的系数在1%的水平上正向显著。进一步地，当对董责险（*Ins*）与企业ESG表现的关系进行调整后，二者依旧在1%的水平上呈现出显著的正相关关系，支持本文的基准回归结论。

表 5 内生性检验

变量	first stage	second stage	倾向得分匹配
	(1)	(2)	(3)
	<i>Ins</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>Ins_IV</i>	0.994*** (0.032)		
<i>Ins</i>		0.363*** (0.106)	0.070** (2.30)
<i>Constant</i>	-0.743*** (0.043)	-0.943*** (0.163)	-1.993*** (-5.45)
<i>Control</i>	YES	YES	YES
<i>Year/Ind</i>	YES	YES	YES
<i>Observations</i>	20,494	20,494	3,208
<i>R-squared</i>	0.129	0.129	0.196

4. 倾向得分匹配法

本文根据企业是否投保董责险将样本划分为处理组（已购买）和对照组（未购买），采用1:1最近邻匹配策略为处理组匹配对照组。本文对匹配后的样本进行回归检验，如表5列（3）所示，回归系数在5%

的水平上显著为正，说明购买董责险促进了企业ESG表现的提升，与前文的验证结果保持一致。

5. ESG 各分项检验

本文选取彭博数据库发布的各分项细化指标，将模型（1）的因变量设定为环境（*E*）、社会责任（*S*）和公司治理（*G*），分别检验董责险对三维度的具体作用效果。由表6可知，列（1）—列（3）的回归系数均在1%的水平上显著为正，说明上市公司购买董责险后，在环境、社会责任和公司治理角度的绩效水平均有所提升，验证了购买董责险能够提高企业ESG表现的假设。其中，*E*的回归系数最大，*G*次之，*S*最小，说明董责险对环境层面的溢出效果最明显。

表 6 E、S、G 分项检验

变量	(1) <i>E</i>	(2) <i>S</i>	(3) <i>G</i>
<i>Ins</i>	5.146*** (12.97)	2.131*** (9.89)	2.817*** (11.60)
<i>Constant</i>	-63.007*** (-19.91)	-24.376*** (-12.63)	9.982*** (4.37)
<i>Control</i>	YES	YES	YES
<i>Year/Ind</i>	YES	YES	YES
<i>Observations</i>	10,289	10,357	10,372
<i>R-squared</i>	0.415	0.294	0.682

（四）机制检验

1. 信息不对称的中介效应

董事高管责任保险、信息不对称与企业ESG表现的回归结果如表7列（1）和列（2）所示。其中，列（1）中*Ins*的系数在10%的水平上显著为负，表明董责险可以降低信息不对称程度。列（2）中*Asy*的系数在5%的水平上显著为负，表明信息不对称抑制了企业ESG表现的提高。上述结果证实了上市公司购买董责险能够减少被投资公司信息不对称的程度，进而提升企业的ESG表现。支持假设H2。

表 7 机制检验结果

变量	(1) <i>Asy</i>	(2) <i>ESG</i>	(3) <i>Agency</i>	(4) <i>ESG</i>
<i>Asy</i>		-0.046** (-2.31)		
<i>Agency</i>				0.057*** (3.31)
<i>Ins</i>	-0.017* (-1.83)	0.078*** (3.63)	0.026*** (2.61)	0.078*** (3.60)
<i>Constant</i>	4.944*** (69.07)	-1.288*** (-6.34)	0.860*** (11.39)	-1.566*** (-8.88)

<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year/Ind</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Observations</i>	20,494	20,494	20,494	20,494
<i>R-squared</i>	0.592	0.219	0.363	0.219

2. 代理成本的中介效应

董事高管责任保险、代理成本与企业ESG表现的回归结果如表7列（3）和列（4）所示。其中，列（3）中 Ins 的系数在1%的水平上显著为正，表明董责险可以降低企业的代理成本。列（4）中 $Agency$ 的系数也在1%的水平上显著为正，表明代理成本抑制了企业ESG表现的提高。上述结果证实了上市公司购买董责险能够减少被投资公司的代理成本，进而提升企业的ESG表现。支持假设H3。

五、进一步分析

（一）调节效应分析

由于可能还存在着其他渠道促进或抑制董责险发挥作用的效果，本文选取媒体关注和管理层持股作为董责险促进企业 ESG 表现提升的调节变量，构建如下模型：

$$ESG_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Ins_{i,t} + \gamma_2 adjust_{i,t} + \gamma_3 Ins \times adjust_{i,t} + \sum \gamma_i Control_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

(3)

其中， $adjust_{i,t}$ 为调节变量，具体包括媒体关注和管理层持股。其他变量的具体指代均与模型（1）相同。

1. 媒体关注的调节作用

媒体是信息传播的重要渠道，在公司治理中发挥着日益重要的外部监督作用。作为连接企业和外部利益相关者的桥梁，媒体能够通过及时、充分地传递信息，提升企业的信息透明度，从而助力企业的 ESG 建设（聂长飞）^[22]。本文借鉴袁业虎等^[23]的方法，采用媒体报道总量/1000 来衡量媒体关注程度（ $Media$ ）。回归结果如表 8 列（1）所示， $Ins \times Media$ 的回归系数在 1%的水平上显著为正，表明媒体关注对董责险与企业 ESG 表现的关系存在正向调节作用。

表 8 调节效应检验结果

变量	(1)	(2)
	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>Ins</i>	0.038	0.060**
	(1.56)	(2.50)
<i>Ins×Media</i>	0.073***	
	(3.44)	
<i>Media</i>	0.043***	

	(3.49)	
<i>Ins</i> × <i>Msh</i>		0.003**
		(2.49)
<i>Msh</i>		0.003***
		(8.66)
<i>Constant</i>	-1.246***	-1.724***
	(-6.79)	(-9.75)
<i>Control</i>	YES	YES
<i>Year/Ind</i>	YES	YES
<i>Observations</i>	20,494	20,494
<i>R-squared</i>	0.220	0.222

2. 管理层持股的调节作用

管理层持股能够使管理者兼具所有者身份，通过缓解代理问题形成“利益趋同效应”^[24]，使管理者在决策时更多地以企业利益最大化为依据。同时，在董责险保护下，管理层不再过度抵触高风险投资，而会将资源配置转向有利于企业长期可持续发展的领域，从而提升企业 ESG 表现。本文借鉴汪平等^[25]的方法，以董监高持有股份占企业总股本的比例来衡量管理层持股（*Msh*）。回归结果如表 8 列（2）所示，*Ins*×*Msh* 的回归系数在 5%的水平上显著为正，表明管理层持股对董责险与企业 ESG 表现的关系存在正向调节作用。

（二）异质性分析

1. 污染程度异质性分析

企业所在行业的污染程度可能会影响董责险对 ESG 表现的提升效果。在当前背景下，全球倡导可持续发展和绿色投资，投资者愈发重视企业的环境表现与绿色属性。在此压力下，尤其是重污染企业，会更倾向于展示积极形象以获取支持^[26]，从而采取更加主动的 ESG 实践策略。因此，本文预期在重污染行业中，董责险对企业 ESG 表现的提升作用更强。

本文参考李井林等^[27]的研究，根据企业所处行业的污染程度，进一步将其分为非重污染行业组与重污染行业组。研究结果如表 9 列（1）和列（2）所示，解释变量的系数在列（2）更具有显著性且通过了组间差异检验，说明在重污染行业中，董责险对企业 ESG 表现的影响更大，证实了上文的预期。

表 9 异质性分析结果

变量	(1) 非重污染行业	(2) 重污染行业	(3) 法治环境差	(4) 法治环境好
<i>Ins</i>	0.038*	0.107***	0.058**	0.091***
	(1.66)	(2.89)	(1.56)	(2.59)
<i>Constant</i>	-1.169***	-2.463***	-1.457***	-1.152***
	(-6.20)	(-9.11)	(-6.64)	(-4.28)
<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES

<i>Year/Ind</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Observations</i>	18,537	8,678	13,384	13,831
<i>R-squared</i>	0.226	0.196	0.234	0.212
组间差异检验	0.000***		0.000***	

2. 法治环境异质性分析

法治环境的质量通常被视为地方政府监管力度的体现,能够在很大程度上影响企业的机会主义倾向。在法治环境较好的地区,投资者保护程度高且监管更为严格,有助于保险公司发挥治理作用。因此,本文预期在法治环境较好的地区,董责险对企业ESG表现的提升作用更强。

本文参考罗宏和陈小运^[28]的做法,采用王小鲁等^[29]所构建的樊纲市场化指数中的“市场中介组织发育和法律制度评分”作为衡量指标,将企业划分为高法治组与低法治组。研究结果如表9列(3)和列(4)所示,解释变量的系数在列(4)更具有显著性且通过了组间差异检验,说明董责险对企业ESG表现的提升效应在法治环境相对完善的地区更为显著,证实了上文的预期。

六、结论与建议

本文基于2009—2022年沪深A股上市公司的数据,探究董责险对企业ESG表现的影响。研究结果表明:①上市公司购买董责险能够提升企业ESG表现。经过一系列稳健性和内生性检验后,该结论依然成立。②机制检验表明,董责险主要通过减轻信息不对称和降低代理成本来提升企业ESG表现。③调节效应分析表明,媒体关注和管理层持股能够强化董责险对企业ESG表现的提升作用。④异质性分析表明,在重污染行业和法治环境好时,董责险能够更好地发挥激励效应和监督效应,提升企业ESG表现。

基于上述研究结论,本文提出以下建议:第一,对政府而言,应健全董责险与ESG相关法律制度。首先,完善董责险制度,明确保障范围与责任边界,将网络安全、数据泄露、环境责任等新兴风险纳入承保范畴;其次,构建ESG法律框架,强化对企业的刚性约束;再次,注重两者的协同作用,制定激励政策,如对投保董责险且ESG表现优异的企业给予税收减免、信贷支持等优惠,并将ESG表现作为保费优惠的前提,形成正向倒逼机制。第二,对监管机构而言,应优化董责险产品设计,提升适配性。首先,设计符合国情的董责险产品;其次,针对不同行业、不同规模企业的实际风险开展调研,设计差异化产品;再次,建立动态调整机制,增强产品的灵活性与可扩展性。此外,还可以引入媒体负面报道、董监高持股比例、地区污染程度以及法治环境程度等外部指标,作为保费与保额的重要参照。第三,对企业而言,应将ESG表现纳入公司治理顶层设计。首先,明确ESG目标并与长期战略结合,设定节能减排、社会责任及治理结构优化方案;其次,建立ESG管理机制,明确各层级职责,确保ESG理念全面贯彻落实。与此同时,也要注重信息透明度的提升,定期发布ESG报告,披露ESG绩效与改进措施,加强与投资者的沟通,提高其对企业的ESG认可,为企业的可持续发展创造有利的外部环境。

【参考文献】

- [1]Yang X , Li Z , Qiu Z ,et al. ESG performance and corporate technology innovation: Evidence from China[J].Technological Forecasting & Social Change, 2024, 206.
- [2]张楠.ESG 实践对企业经营绩效的影响——基于成本和效率的双重视角[J].统计与决策,2026,42(6):172-176.
- [3]Qiu Y ,Jin S ,Yao D , et al. Insuring the green transition: the impact of D&O liability insurance on corporate green innovation[J].Environment, Development and Sustainability,2026,(prepublish):1-36.
- [4]Huang X ,Wu (J ,Bai H , et al. Care or fear? The link between D&O liability insurance and CSR engagement: Evidence from China[J].Pacific-Basin Finance Journal,2025,92102805-102805.
- [5]Ma H ,Zhu T ,Wang X .Promote or inhibit? Director and officer liability insurance and corporate excess leverage[J].Finance Research Letters, 2026,102110037-110037.
- [6]He C ,Peng B ,Dong Y , et al. Independent Decision-Making or Going with the Flow? D&O Insurance and Investment Herding Behavior[J].Finance Research Letters,2025,77107082-107082.
- [7]Li K F, Liao Y P. The quest for talented independent directors : the role of directors ' and officers ' liability insurance[J]. Journal of Accounting Review, 2021, 73: 101-132.
- [8]王正文,韩子涵,李委铮,等.董事高管责任保险与大股东掏空[J].金融研究,2025,(6):189-206.
- [9]Zhao Y ,Yang X .D&O Insurance and Firms' Environmental Information Disclosure: Evidence from China[J].Emerging Markets Finance and Trade,2025,61(2):476-492.
- [10]Zhu R ,Lin Y ,Zhang X .Research on the impact of directors' liability insurance on corporate resilience[J].Finance Research Letters,2025,85(PD):108156-108156.
- [11]Hu Y ,Chen S ,Tu Y .Directors' and officers' liability insurance, cybersecurity governance, and sustainable development capability of listed companies[J].Finance Research Letters,2025,86(PC):108541-108541.
- [12]Lin X ,Tan S ,Meng H , et al. Directors' and officers' liability insurance and firm greenwashing: Supervision or opportunism?[J].Economic Modelling,2026,159107581-107581.
- [13]江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022,38(05):100-120.
- [14]方先明,胡丁.企业 ESG 表现与创新——来自 A 股上市公司的证据[J].经济研究,2023,58(02):91-106.
- [15]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,2019,35(8):121-135.
- [16]宋敏,周鹏,司海涛.金融科技与企业全要素生产率——“赋能”和信贷配给的视角[J].中国工业经济,2021,37(04):138-155.
- [17]翟光宇,王瑶.金融发展、两类代理成本与企业研发投入——基于 2009—2018 年 A 股上市公司的实证分析[J].国际金融研究,2022,(3):87-96.
- [18]白雪莲,赵鑫,贺萌.非控股大股东对企业 ESG 表现的影响研究[J].管理学报,2025,22(1):115-124.
- [19]白福萍,商梦亭,黄宇杰.董事高管责任保险与企业 ESG 表现:助力还是阻力? [J].南方金融,2023,44(11):35-48.
- [20]凌士显.董事高管责任保险与企业社会责任: 监督激励抑或机会主义[J].金融经济学研究,2024,39(02):125-141.
- [21]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,2020,62(06):188-206.
- [22]聂长飞,王倚盟,冯苑.数字营商环境优化与企业 ESG 表现[J].经济纵横,2026,(4):53-67.
- [23]袁业虎,熊笑涵.上市公司 ESG 表现与企业绩效关系研究——基于媒体关注的调节作用[J].江西社会科学,2021,41(10):68-77.
- [24]Niu Y ,Li Z ,Lu Y , et al. Directors' and officers' liability insurance and corporate digital transformation[J].Applied Economics Letters,2025,32(20):2935-2939.
- [25]汪平,王晓娜.管理层持股与股权资本成本[J].外国经济与管理,2017,39(02):60-71.
- [26]陈娇娇,丁合煜,张雪梅.ESG 表现影响客户关系稳定度吗? [J].证券市场导报,2023,32(03):13-23.
- [27]李井林,阳镇,陈劲,等.ESG 促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角[J].科学学与科学技术管理,2021,42(09):71-89.
- [28]罗宏,陈小运.资本市场对外开放促进公司创新了吗——基于“沪港通”交易制度的经验证据[J].当代财经,2020,40(08):66-77.
- [29]王小鲁,樊纲,余静文.中国分省份市场化指数报告(2016) [M].北京:经济科学文献出版社,2017.