

论董事高管责任保险人作为公司治理的监管者

何启豪

摘要：董事高管责任险的引入会增强还是削弱公司治理效力，长期以来存在争论。近年来发展的保险治理理论证明了保险在一些领域可以补充或者支持政府监管。研究发现，理论上保险人有动力且有能力控制董事高管的道德风险，改善公司治理。但在美国的实践中，保险人却很少监督被保险人的行为，与美国相比，我国董事高管责任险的治理效果更为多样。为了更好地发挥保险治理的作用，结合我国国情并吸取美国教训，应当从法律上明确保险人作为公司监管者的定位，并鼓励保险人积极采用治理技术措施以控制董事高管的道德风险，维持股东诉讼的“震慑效应”。另外，保险治理技术措施发挥作用还需要配套法律支持，其中最重要的是应强制上市公司披露所购买董事高管责任险的详细信息，通过资本市场传播公司治理水平的信号。

关键词：董事高管责任险；保险治理；股东诉讼；道德风险

[中图分类号] D912.284 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2019) 02-0132-13

一、问题的提出

公司股东与管理者之间基于契约形成“委托—代理关系”。⁽¹⁾ 公司所有权与经营权的分离奠定了现代企业发展的基础，但同时引发了“委托—代理冲突”这一难题。由于公司经营的复杂性、契约的不完备性、立法及监管的局限性，造成管理者与股东之间的信息不对称，管理者有为私利，如侵占公司财产、偷懒卸责、不当经营而损害公司和股东利益的道德风险（moral hazard），对公司中小股东利益保护尤其不力。⁽²⁾ 股东与管理者之间代理冲突的激化则表现为股东诉讼（shareholder litigation），即公司的现任或前任股东因公司或公司管理者的经营行为遭受损失而对公司或公司管理者提起的民事诉讼。⁽³⁾ 股东作为公司的所有者，有强烈的个人动机监督公司管理

[作者简介] 何启豪，法学博士，中国政法大学比较法学研究院副教授。

[基金项目] 教育部人文社会科学研究青年基金项目（项目批准号：18YJC820024）；中国政法大学科研创新项目（项目批准号：10818433）；中国政法大学青年教师学术创新团队支持计划（项目批准号：18CXTD05）。

(1) 需要指出的是，本文所谈公司，均指上市公司。

(2) 白江：《公司治理前沿法律问题研究》，法律出版社 2015 年版，第 1 页。

(3) Tom Baker & Sean J. Griffith, ENSURING CORPORATE MISCONDUCT: HOW LIABILITY INSURANCE UNDERMINES SHAREHOLDER LITIGATION 3 (2010).

者的行为，通过诉讼阻止其不法行为，并对潜在不法经营活动带来“威慑效应”（deterrence effect）。⁽⁴⁾

外部机构如会计师事务所、审计师事务所、债务评级机构、投资银行是比较普遍的公司外部监管者，但美国安然公司的世纪丑闻却显示出了这些外部看门人的局限和不足。⁽⁵⁾ 曾被忽视的董事高管责任险（Director' and Officers' Liability Insurance）⁽⁶⁾，即以保险人担当公司的外部监管者日益受到重视。尤其近年来发展的保险治理理论（insurance-as-regulation/insurance governance theory）证明了保险人可以补充、支持甚至替代政府监管，以准政府（quasi-government）的形式监督并控制个人或组织的行为和风险⁽⁷⁾；并在医疗事故、律师执业、电影制作甚至警察执法等多个领域，发挥了积极的安全监管和道德风险控制作用。⁽⁸⁾ 因此，在公司治理领域，保险人能否以及如何发挥监管者的作用值得进一步探讨。

由于董事高管责任险是由公司为或与董事高管共同购买，对董事高管在公司经营过程中履行勤勉义务但由于决策失误而导致投资者利益损害时，针对股东的问责和索赔，由保险人负责承担相应的民事和法律费用赔偿的责任保险。⁽⁹⁾ 换言之，董事高管责任险主要承保被保险人（公司及董事高管）因股东诉讼而可能遭受损失的风险。那么，公司购买董事高管责任险（外部监管方式）对股东诉讼（内部监管方式）有何影响，增强抑或削弱了股东诉讼的“威慑效应”？内外监管人应如何协调，共同加强对公司的监管，以保护中小股东的权益？这些是本文将要回答的问题。

二、保险人作为公司的监管者：以道德风险控制为中心

公司虽受多部法律如公司法、证券法、劳动法等约束，且面临政府多方面的监管，但是对于公司的日常经营，政府监管实际上是捉襟见肘的，在市场化的环境下，也是不必要的。但这并不意味着不需要对公司经营进行监管，董事高管责任险正是政府监管之外的市场化监管方式。

传统上，保险是最重要的损失补偿机制之一，对于承保的不确定性风险予以损害赔偿是保险的基本功能。风险厌恶的投保人愿意向保险人支付一定的保费以转移风险，保险人接受风险并获得保费；保险人能够接受风险的原因，一方面在于可以通过大数法则在投保人之间分散风险，另

(4) Shauhin A. Talesh, *Insurance Companies as Corporate Regulators: The Good, the Bad, and the Ugly*, 66 DEPAUL LAW REVIEW 463, 485 (2017).

(5) John Coffee, *Understanding Enron*, 57 BUS. LAW 1403, 1419 (2002). (文中指出，“安然的失败更多的在于看门人的失败，而非董事会的失败”。)

(6) 马宁：《董事责任保险与公司治理》，《广西政法管理干部学院学报》2008年第1期，第89-97页。（“一个潜在的看门人遂始终徘徊于人们的视线之外，这就是董事及高级职员责任保险人。”）

(7) Omri Ben-Shahar & Kyle D. Logue, *Outsourcing Regulation: How Insurance Reduces Moral Hazard*, 111 MICH. L. REV. 197, 217-248 (2012); Kenneth S. Abraham, *Four Conceptions of Insurance*, 161 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 653, 653-698 (2013).

(8) John Rappaport, *How Private Insurers Regulate Public Police*, 130 HARV. L. REV. 1539, 1539-1614 (2017); Elizabeth O. Hubbard, *When Worlds Collide: The Intersection of Insurance and Motion Pictures*, 3 CONN. INS. L.J. 267, 267-304 (1997); Tom Baker, *Medical Malpractice and the Insurance Underwriting Cycle*, 54 DEPAUL L. REV. 393, 393-438 (2005); Anthony E. Davis, *Professional Liability Insurers as Regulators of Law Practice*, 65 FORDHAM L. REV. 209, 209-232 (1996).

(9) 胡珺、胡国柳、汤泰劼：《董事高管责任保险的公司治理效应：理论综述与研究展望》，《财务研究》2016年第6期，第89-96页。

一方面在于可以向再保险人或资本市场进一步转移风险。⁽¹⁰⁾ 因此, 当投保人发生保险事故时, 保险人得以善尽补偿义务。保险的补偿功能不仅及于投保人, 亦可能扩展于第三人 (主要体现在第三方保险)。例如, 保险法之所以规定机动车交通事故责任强制保险, 主要目的并不是为了保护投保人, 而是为了给受害第三人提供及时而充分的补偿。⁽¹¹⁾ 对于提起诉讼的股东, 董事高管责任险同样是对胜诉股东所遭受的损失予以补偿。

与保险的补偿功能不同, 股东诉讼因其“威慑效应”而起到监管公司及管理者经营行为的作用。所谓“威慑效应”, 是指受制于被诉的威胁, 公司及管理者意识到他们将会为造成的损失承担赔偿责任, 因此不得不放弃实施不法行为, 从而把不法行为的成本内部化而不是转移给股东。⁽¹²⁾ 股东诉讼的“威慑效应”与公司治理的目的契合, 即约束并防止公司管理者滥用业务执行权, 鼓励并引导其更好地为股东利益服务。⁽¹³⁾ 虽然有学者认为股东诉讼并不意味着一定带来公司治理水平的提高⁽¹⁴⁾, 但学界和司法实务界对此普遍持肯定态度。例如美国最高法院在判决中长期认可股东诉讼“威慑效应”是证监会监管的必要补充。⁽¹⁵⁾

但是, 保险的补偿功能却一定程度上弱化甚至消解了股东诉讼的“威慑效应”。董事高管责任险承保公司及董事高管的股东诉讼风险, 分散甚至免除了其可能承担的个人责任。该保险通过将不法行为者 (董事高管) 在股东诉讼中应当承担的法律责任转移到第三方 (保险人), 由保险人向遭受损失的股东进行赔付。当董事高管不再被迫将不法行为的成本内部化时, 通过股东诉讼阻止其从事不法行为的威慑也就丧失了。董事高管面临股东诉讼的风险损失越小, 维护股东利益的可能性越低; 公司面临股东诉讼的风险损失越小, 监督董事高管不法行为的可能性亦越低, 这就使得股东诉讼“威慑效应”的监管效果不可避免地被扭曲或破坏。⁽¹⁶⁾ 一旦“威慑效应”的缰绳松动, 潜在的不法行为者 (董事高管) 可能更容易从事导致损失的行为。另外, 保险所提供的补偿可能仅仅是股东资金的“口袋转移” (pocket shifting)。不同于其他责任险, 受害人无须事先支付资金, 而公司缴纳的董事高管责任险保费实际上是股东 (受害人) 直接或间接的资金; 而且, 大部分股东诉讼的赔偿或和解金额均在董事高管责任险的承保额度之内, 很少需要董事高管支付额外资金。⁽¹⁷⁾ 除非保险人对公司及董事高管的投保行为和经营行为施加影响并进行监管, 即控制被保险人的道

(10) Robert Cooter & Thomas Ulen, *LAW AND ECONOMICS* 43–49 (6th ed., 2016).

(11) 这主要是因为交通事故案件的责任和赔偿数额并不容易确定, 而且过程可能会拖延很久。即使这些障碍都能排除, 受害人也有可能由于侵权人没有足够资产承担经济责任而无法获得足额赔偿。因此, 很多国家都建立了机动车交通事故责任保险制度, 受害第三人可以从侵权人的保险人处获得损失补偿。

(12) Steven Shavell, *FOUNDATIONS OF ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* 483 (2004).

(13) 刘连煜:《公司治理与公司社会责任》, 中国政法大学出版社 2001 年版, 第 11–13 页。

(14) 如美学者 Romano 曾作过一个股东派生诉讼的研究, 认为“股东诉讼对改善公司治理结构如果说不是无效的, 那至少也是作用不大”, 主要原因在于“诉讼代理成本”, 即控制股东诉讼的原告律师的利益与原告的利益存在分歧。See Roberta Romano, *The Shareholder Suit: Litigation without Foundation?* 7 *JOURNAL OF LAW, ECONOMICS AND ORGANIZATION* 55, 55–87 (1991).

(15) 例如, *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 737 (1975); *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.* 551 U.S. 308, 319 (2007).

(16) *Supra* note (3), at 2.

(17) Michael Klausner, & Jason Hegland, *How protective is D&O insurance in securities class actions?* PART I. *PLUS JOURNAL* 23, (2010).

德风险，股东诉讼方能通过保险人发挥“威慑效应”。

理论上，保险人作为风险的监管者，有动力和能力控制被保险人的道德风险，并进行有效的损失预防。⁽¹⁸⁾“当代之保险制度已经将传统之事后损失填补机制逐渐前移，与事前之损失预防与控制机制相联结，并为现代保险立法所普遍肯认。”⁽¹⁹⁾以事前损失预防为核心的道德风险控制机制正是保险治理的重心。由于董事高管责任保险人是损失的最终出资人，而且较少受公司治理的意识形态决策偏见的影响，保险人为了控制自己的损失，不仅不应弱化或消解股东诉讼的“威慑效应”，反而会强化威慑功能。⁽²⁰⁾而且，在业务经营中，保险人可以通过采用风险定价、保单条款设计（包括免赔额、共同保险和保障总额限制等）、损失预防服务、索赔管理和拒绝承保等措施，不同程度地阻止被保险人的不当行为，鼓励被保险人采取损失预防行为，有效减少道德风险。因此，保险人作为公司的监管者，有动力亦有能力控制董事高管的道德风险，保护中小股东的利益。

在实践中，对于股东诉讼而言，保险人是否践行了公司监管者的职能，即控制了董事高管的道德风险并维护了股东诉讼的“震慑效应”？如果效果不彰，甚至“助纣为虐”，未能发挥理论预期功效的原因为何？其治理功能实现的具体路径又当为何？下文将分别研讨美国和中国的董事高管责任险，并从实证研究的角度进行比较分析。

三、美国董事高管责任险：股东诉讼“震慑效应”的弱化

20世纪30年代，美国股市大崩盘使得美国逐渐完善了关于上市公司董事高管问责机制的法律规定。50年代伦敦劳合社（Lloyd's of London）率先开发董事高管责任险，主要是将商业综合责任险（Commercial General Liability, CGL）适用于公司及董事高管。⁽²¹⁾直到60年代中期以后，各州逐渐立法规定公司可以为董事高管购买该保险，该保险才逐渐盛行。例如，特拉华州公司法规定，公司有权为代表公司的董事、高管、员工或代理人购买和续保针对该人以及以该人的身份所致责任的保险。⁽²²⁾80年代华尔街财务丑闻爆发进一步刺激了该险种的需求，成为上市公司及高管转移股东诉讼风险的主要工具。根据 Towers-Watson 公司 2014 年的统计，美国大约 95% 的上市公司购买了董事高管责任险，在一些高科技、金融等高风险行业，其投保率甚至接近 100%。⁽²³⁾

（一）对董事高管道德风险控制的失灵

美国董事高管责任险的保障范围相当广泛，使得董事高管几乎不用承担其在履职期间所犯错误行为导致赔偿责任的费用。董事高管责任险并没有统一的格式保单，但通常保单条款会规定承

(18) Shauhin A. Talesh, *Insurance and the Law*, in INTERNATIONAL ENCYCLOPEDIA OF SOCIAL & BEHAVIORAL SCIENCES 215 (James D. Wright eds. et. al. 2015).

(19) 樊启荣：《保险法诸问题与新展望》，北京大学出版社 2014 年版，第 2 页。

(20) Tom Baker & Sean J. Griffith, *The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors' & Officers' Liability Insurer*, 95 GEORGETOWN LAW JOURNAL 1795, 1795-1842 (2007).

(21) *Supra* note (3), at 42.

(22) Del. Code Ann. tit. 8, 145(g)(2008).

(23) Towers-Watson. Directors and Officers Liability Survey, US and Canadian Results, (2014).

保“针对董事高管以其身份所致任何违反义务、过失、错误、不实陈述、误导性陈述、隐瞒的行为的责任。”⁽²⁴⁾对于非上市公司，承保董事高管责任险的主要风险是与雇佣有关的索赔；而对于上市公司，主要风险则是股东诉讼。⁽²⁵⁾由于大部分的股东诉讼都在董事高管责任险的赔偿限额内达成和解，因此，在股东与实施不当行为董事高管的诉讼中，保险人充当了法律关系中间人（Legal Intermediary）的角色。这在理论上为保险治理提供了基础，如果保险人有效监督董事高管、鼓励董事高管合规履职，将会维持股东诉讼的“威慑效应”。但问题在于，保险可以引导公司高管正确开展经营活动，也可能诱导其渎职，这取决于保险合同的条款内容、保险人在保单存续期间所做的工作，以及保险人如何处理被保险人的索赔。

从2005年到2007年，Tom Baker和Griffith教授针对董事高管责任险治理效应进行了实证研究，对董事高管责任保险和股东诉讼相关领域的一百多位专家和从业人员进行了深入访谈。研究表明，尽管保险人有机会影响董事高管的经营行为，并有能力阻止不当行为甚至违法行为，但保险人却很少这样做；相反，董事高管责任险带来了重大的道德风险，削弱了股东诉讼的“威慑效应”，破坏了股东通过诉讼对董事高管的监管。⁽²⁶⁾虽然保单规定了“欺诈”（fraud）是除外责任，但投保“故意违法行为”正是被保险人购买董事高管责任保险的目的所在。在实践中，保险人事实上承保了上市公司的证券欺诈行为。⁽²⁷⁾这是因为，美国董事高管责任险同时存在被保险人的道德风险和保险人的道德风险。

为什么会存在被保险人的道德风险？第一，董事高管责任险的保费没有完全按照风险定价，尤其对于高风险的公司，保费并未高到引起公司和董事高管重视的地步。受制于激烈的市场竞争，即使针对高风险，保险人也不愿大幅提高保费，因为投保人可以转投低保费的保险人，从而导致现有保费无法起到“威慑”董事高管不当行为的作用。第二，保险人较少参与公司经营活动，怠于监督董事高管，这会诱使被保险人实施不当行为，主动增加道德风险。这与保险人的道德风险息息相关。第三，对于保险合同中的损失分担条款（provision for sharing loss）的理解存在歧义，易于将公司与董事高管之间分担的损失变成事实上全部向保险人分担损失，而且由于股东诉讼风险主要是金钱损失，更利于董事高管向保险人直接分散损失。⁽²⁸⁾

保险人的道德风险，又被称为反向道德风险（inverse moral hazard），主要是指保险人重视收取保费，但收取保费后不事监督，在利益的诱使下作出损害被保险人利益的行为，比如过度投资而带来财务风险，甚至影响保险公司的偿付能力等。⁽²⁹⁾董事高管责任保险人与其说经营风险管理，

(24) See e.g. AIG Specimen Policy 2000, § 2 (z).

(25) *Supra* note (3), at 45.

(26) *Supra* note (3), at 200–234.

(27) Carol A. Heimer, *Failed Governance: A Comment on Baker and Griffith's Ensuring Corporate Misconduct*, 38 LAW & SOCIAL INQUIRY 480, 480–492, (2013).

(28) *Supra* note (3), at 99–102.

(29) Robert W. Klein, *The Insurance Industry and Its Regulation: An Overview*, in THE FUTURE OF INSURANCE REGULATION 13–51 (2009).

不如说是收取保费经营投资获利。而且，保险人承保坏风险还形成了公司用股东资金（直接或间接）购买保险，出险后，保险人以赔偿金的形式再把钱返还给股东，但免除了董事高管的个人责任。在这一过程中，保险人通过收取保费获得投资收益，董事高管行为不当甚至违法却免除了个人责任，股东则“赔本赚吆喝”“竹篮打水一场空”。只要投资收益的利率维持在一定的水平，保险人就没有动力监督、控制董事高管的不当行为，反而乐意承保董事高管的不当行为。保险人的道德风险实际上阻碍了风险减损，事实上也变成了股东诉讼“威慑效应”的搅局者，损害了股东利益。

（二）保险治理未达理论预期功效的原因

美国董事高管责任保险未能发挥理论预期功效的原因主要有三点：一是主观上保险人怠于采用控制董事高管道德风险的技术措施；二是存在客观的制度性障碍使得保险人难以发挥履行职能；三是代理成本问题。

1. 技术措施的消极采用

虽然理论上保险人有经济动机实行风险定价，而且没有法律限制董事高管责任保险人的定价权。但实践中，保险人却很少采用风险定价以区分被保险人的风险差异，没有向高风险的被保险人释放“威慑”信号；同时，保险人并未向采取损失预防措施的被保险人提供保费折扣，没有向低风险的被保险人释放“鼓励”信号。⁽³⁰⁾虽然保单一般包括欺诈排除条款（fraud exclusion），但除外条款有“最终裁决”的要求（final adjudication）。根据该条款的规定，除非并且直到最终裁决被保险人构成了欺诈，保险人才能拒绝赔付。⁽³¹⁾这在某种程度上导致保险人事实上承保了“证券欺诈”。另外，对于核保和事前损失预防服务，保险人所做甚少。而且保险人也没有将被保险人损失预防的承诺作为保单的条件（condition），因而即使其要求被保险人采取损失预防措施，也不具有约束力。董事高管责任保险人对索赔管理的努力也相当有限。董事高管责任险是“支付抗辩费用”，即被保险人自己选择辩护律师，而不是保险人对被保险人负有抗辩义务（duty to defend）。最后，对于董事高管的风险研究和教育，保险人参与的非常少。董事高管责任保险人不像其他险种的保险人，如交强险保险人，积极开展道路安全和司机风险行为研究。

2. 制度性障碍

保险人即便愿意担当公司监管者，也面临一些制度性障碍使其难以履行监督职能。这些障碍主要包括：（1）可能缺乏相关承保知识和经验；（2）证券虚假信息损失的特征使得监督无效或成本过高，与保险人的监督相比，会计师事务所可能效率更高（cost-effective）；（3）董事高管责任保险的超额损失分层结构（即只有较低层次的保险额度用尽后，较高层次的保险人才会对索赔负责），而非“损失配额”结构（即每个保险人按比例承担索赔损失），使得保险人之间难以相互协

⁽³⁰⁾ Tom Baker & Rick Swedloff, *Regulation by Liability Insurance from Auto to Lawyers Professional Liability*, 60 UCLA LAW REVIEW 1412, 1412-1450 (2013).

⁽³¹⁾ *Supra* note (3), at 112.

调进行监督；（4）保险承保周期的影响，尤其是在宽松的市场情况下，不同的保险公司不仅在价格上进行竞争，难以进行风险定价，而且还在合同条款、承保过程等方面进行竞争，减少对被保险人的监督成为争取客户的有力举措；（5）保险人提供的损失预防建议具有公益性，使得针对董事高管风险研究的成本难以收回。^{〔32〕}

3. 代理成本问题

本文开始就强调公司股东和管理者存在“委托—代理冲突”，由此产生的代理成本问题也阻碍了保险人对管理者行使监管职能。公司管理者不希望保险人事前监督他们的经营决策，也不希望事后管理他们对股东诉讼的抗辩。监督和抗辩管理都会降低管理者的自主权，以及以股东利益为代价获取自身利益的能力。

美国董事高管责任险的承保范围一般可分为两大类：第一类是个人方面的保障，即董事高管个人责任保险，保障每位董事高管无须个人承担所保损失（“A类”保障）；第二类是公司方面的保障，包括公司替代董事高管承担损害赔偿（公司补偿保险，“B类”保障）和公司本身是股东诉讼的被告时发生的损失（公司实体保险，“C类”保障）。与公司股东不同，管理者更关心的是其工作机会和薪酬福利。只有当公司损失威胁其工作（如公司破产）和薪酬（如公司业绩不佳导致其绩效损失）时，管理者才会在决策时尽力避免公司损失。但董事高管责任险不断扩大的承保范围，尤其是在公司方面的保障（“B类”保障和“C类”保障），足以使管理者免受公司损失的威胁。因此，董事高管有充足的动力购买董事高管责任险的全部保障（“A类”“B类”和“C类”保障），即使对于公司股东而言，该保单的公司方面保障是负净现值投资（negative net present value investment）。^{〔33〕}

而且，在董事高管购买所有保险保障后，保险人选择不对董事高管进行监督进一步凸显了代理成本问题。因为扩大的保险保障（“B类”保障和“C类”保障）增加了董事高管的决策自由度，以及相伴的风险程度。但即便因这些风险导致股东诉讼，保险人依然会介入继而赔付索赔，从而免除了董事高管的后顾之忧。

总之，从美国的实践来看，董事高管责任保险人并未很好地发挥公司监管者的作用。尽管保险人能够影响董事高管，却很少监督和控制被保险人的行为，而且使得股东诉讼对董事高管的“威慑效应”被董事高管责任保险人予以分散消解，股东诉讼的监管作用亦大打折扣。损失预防是保险人提供服务的重要组成部分，保险人有能力控制被保险人的道德风险，而且风险控制和损失预防在其他险种均很常见，但在董事高管责任险中却并未得以落实。即使保险人提供损失预防建议，也是为着市场营销的目的而非限制被保险人的行为。

〔32〕 *Supra* note (3), at 118–124.

〔33〕 Sean J. Griffith, *Uncovering a Gatekeeper: Why the SEC Should Mandate Disclosure of Details Concerning Directors' and Officers' Liability Insurance Policies*, 154 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 1147, 1147–1208 (2006).

四、我国董事高管责任险的治理实践、评估及建议

1996年美国美亚保险公司上海分公司承保了我国第一张董事责任保险保单。2002年1月,中国证监会和原国家经贸委发布了《上市公司治理准则》(下称《准则》)及《最高人民法院关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》。《准则》第39条规定:“经股东大会批准,上市公司可以为董事购买责任保险。但董事因违反法律法规和公司章程规定而导致的责任除外。”随即平安保险公司率先推出了董事责任保险,并与深圳万科企业股份有限公司签下了第一份保单。⁽³⁴⁾经过十多年的发展,尽管公司章程中规定可为董事和高管购买责任保险的上市公司比例已超过75%,但该险种的实际投保率却不足10%。⁽³⁵⁾与美国相比,我国董事高管责任险的覆盖率较低,但治理效果比较多元,反映出保险治理理论在实践中应用的复杂性。

(一) 董事高管责任险的实践

以2012—2014年我国A股上市公司为样本进行的实证研究发现,董事高管责任险的引入与公司潜在的诉讼风险之间存在着显著的正相关关系,包括更多的涉诉次数和更高的涉诉金额。董事高管责任险一定程度上“诱导”了董事高管的机会主义动机,使其利用董事高管责任险来谋取个人私利,损害股东利益,从而导致公司涉诉风险加大。在进行了包括内生性检验在内的一系列稳健性检验之后,以上结论依然成立。⁽³⁶⁾由于不管股东诉讼是否有助于改善公司的治理水平,较高的公司治理水平都将带来较少的股东诉讼,因此该研究一定程度上表明,董事高管责任险并没有起到明显改善公司治理的效果。

那么,董事高管责任险是否丧失了作为公司监管者的正当性?该研究没有进一步分析,董事高管责任险加强抑或减弱了股东诉讼的“威慑效应”。但由于董事高管责任险的引入增加了股东诉讼的次数,尤其是提高了涉诉的金额,因此,如果保险人能够积极采用道德风险控制的技术措施,如风险定价、明确保单除外责任以及赔付限额,则可以维护股东诉讼的“威慑效应”,进而发挥公司监管者的作用。

除股东诉讼外,董事高管责任险对公司的其他方面,如并购行为、公司融资、对外投资、盈余管理和公司绩效等,亦有不同的影响。对于公司并购,以2008—2012年沪深A股发生并购的上市公司为样本数据进行的实证研究结果表明,董事高管责任保险人作为引入公司的外部监管者,其对国内公司的治理并没有达到预期目的;相反却加剧了公司高管为了私有收益而推动公司发生的并购行为。⁽³⁷⁾换言之,针对公司高管从企业并购中获得私有收益这一情况,董事高管责任保险

(34) 王伟:《董事责任制度研究》,知识产权出版社2016年版,第38—39页。

(35) 数据来源:根据中国资讯网披露的上市公司2002—2013年年报整理得出。转引自前引胡琨、胡国柳、汤泰劼:《董事高管责任保险的公司治理效应:理论综述与研究展望》,《财务研究》2016年第6期,第89—96页。

(36) 胡国柳、秦帅:《抑制还是助长?董事高管责任保险与企业诉讼风险》,《商业经济与管理》2016年第11期,第86—97页。

(37) 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》,《保险研究》2014年第12期,第78—89页。

人不仅没有缓解这一情况,反而增加了被保险人的道德风险。对于公司融资,以2002—2012年我国上市公司为样本发现,外部投资者认为在董事高管责任险会增加董事高管的道德风险,提高了风险溢价,使得购买董事高管责任险增加了公司股权融资成本,进而降低了公司的再融资能力。⁽³⁸⁾类似的,对于公司盈余管理,通过调查2002—2011年我国A股上市公司的数据,研究表明董事高管责任险在国内的推出目前尚未发挥预期的治理作用,相反,投保公司的治理水平更差,存在更严重的道德风险和机会主义行为。⁽³⁹⁾

但在其他方面,董事高管责任险带来了较为积极的治理效应。对于公司投资,根据2006—2012年我国深沪上市公司的统计数据,研究发现董事高管责任险能够显著抑制过度投资,保险人对公司非效率投资发挥了积极的监督作用。⁽⁴⁰⁾对于公司绩效,基于我国A股上市公司的数据,考察了实际购买董事高管责任险对企业代理成本的影响,结果表明良好的公司治理机制将增加公司对董事责任保险的需求,同时购买董事高管责任保险又将进一步改善公司治理机制、降低公司代理成本,二者形成了良性互动。⁽⁴¹⁾

(二) 董事高管责任险的治理评估

早在董事高管责任险引入我国之时,理论界对该险种的意见分歧就比较大。赞成者认为董事高管责任险有助于改善公司治理,有利于分散管理层经营风险,为经营决策提供经济保障;同时公司支付的高额诉讼费用和赔偿费用转移给保险人,降低了公司风险。⁽⁴²⁾反对者却认为,董事高管责任险并不能降低反而增加管理层的道德风险,损害公司股东的利益;而且,我国资本市场还不成熟,公司治理结构还不完善,与美国等发达国家相比,我国应当强化董事高管的法律责任,而该保险削弱了股东诉讼的“威慑效应”,成为推卸责任、转移风险的工具。

实证研究的结果呈现出了复杂图景,董事高管责任险的实践既存在导致董事高管道德风险的情况,但也存在积极的管理层激励和外部监管效应。⁽⁴³⁾这与美国董事高管责任保险人在股东诉讼中主要表现出的负面作用尚有不同。

《公司法》第22条规定了对股东提起诉讼确认公司决议无效或撤消公司决议的权利。2017年

(38) 陈险峰、胡珺、胡国柳:《董事高管责任保险,权益资本成本与上市公司再融资能力》,《财经理论与实践》2014年第1期,第39—44页。

(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》,《保险研究》2013年第7期,第57—67页。

(40) 胡国柳、李少华:《董事责任保险能否改善企业投资效率?——基于中国A股上市公司的经验证据》,《湖南大学学报(社会科学版)》2014年第2期,第41—46页。

(41) 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》,《保险研究》2012年第3期,第68—78页。

(42) 例如,孙洪涛:《董事责任保险合同研究》,中国法制出版社2011年版;王伟:《董事责任制度研究》,知识产权出版社2016年版;李华:《董事责任制度研究》,法律出版社2008年版等。

(43) 例如郝照辉等人的研究表明,董事高管责任保险对高管私有收益的治理效应同时具有积极效应和抑制效应。其中,董事高管责任保险对高管货币性私有收益具有激励效应,对高管非货币性私有收益具有抑制效应,且董事高管责任保险对高管私有收益的治理效应将随公司治理水平的改善得到加强。参见郝照辉、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》,《保险研究》2016年第5期,第94—108页。

8月28日,最高人民法院于发布了《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(四)》(下称《公司法解释四》),完善了公司决议效力瑕疵之诉的法律适用规则,《公司法解释四》第5条增设了决议不成立之诉,将公司会议决议划分为不成立、可撤销和无效三种情形,扩大了股东的诉讼权利范围。从公司董事高管的角度来看,面对越来越多的法律诉讼和可能承担的法律风险,需要转移风险。董事高管责任保险正是其需要的风险转移工具,以保障并激励其开展经营活动。从股东的角度来看,在维持股东诉讼的“威慑效应”的基础上,欢迎董事高管责任保险人担当公司监管者。从公司治理的角度来看,不论是股东导向性模型(shareholder-orientated model)还是利益相关者导向性模型(stakeholder-orientated model),均强调对董事及高管经营行为的监督,公司引入董事高管责任险是完善治理机制的一部分;对于公司治理的监管空白,需要保险人发挥监管作用,减少道德风险,激励合规经营,威慑不法行为。

(三)改进董事高管责任保险人作为公司监管者的建议

本文以保护股东,尤其是中小股东权益为重心,因此,改进保险人作为公司监管者的总的原则,是保险应当控制董事高管的道德风险,不能弱化股东诉讼的“威慑效应”。申言之,在愤怒股东与实施不当或不法行为的董事高管的诉讼中,保险人应充当适格中间人的角色,不应让董事高管以股东利益为代价而向保险人转移需要自己承担的风险。通过吸取美国董事责任保险未能发挥理论所预期功效的教训,并结合我国的具体国情,本小节将探讨如何进行微观的制度设计,确保董事责任保险监管者职能的充分发挥。

第一,明确董事高管责任保险人作为公司监管者的定位。我国目前规范董事高管责任险的法律制度尚有缺位,使得该险种的定位和发展并不清晰。例如,与投资者利益相关的《公司法》《证券法》和《破产法》均未明确规定公司有权为董事高管购买董事高管责任保险;《保险法》对责任保险的规定过于简略,有关责任保险具体内容的规定仅有四条(第50、51、92和132条),且没有针对董事责任保险作出具体规定。

因此,需要明确董事高管责任保险人作为公司监管者的定位,董事高管责任险是完善公司治理的重要组成部分,是保护投资者权益的重要支柱,而不应仅仅视为简单的诉讼赔钱方案。正如宋一欣所指出的,国内董事高管责任险在这方面尚有欠缺,保险人在承保之后,应该以第三方的身份参与上市公司治理,建立风险管控机制,从而促进公司管理结构的完善。^[44]

第二,从保护股东权益的角度出发,对于董事高管责任险的承保范围,考虑到保费、实践效果等因素,承保范围应仅限于对个人方面的保障,即董事高管个人责任保险(“A类”保障),而不应扩大到公司方面的保障,即公司实体保险(“C类”保障)。虽然有学者建议我国应建立董事个人责任保险、公司补偿保险、公司实体责任保险三位一体的,以公司实体责任保险为主导的董事责任保险制度^[45],但是,除非保险能够提供其他益处,否则公司购买董事高管责任险公司方面

[44] 宋一欣:《证券投资者权益维护与董事责任保险制度》,《金融创新法律评论》2016年第1期,第142-161页。

[45] 宋一欣:《证券投资者权益维护与董事责任保险制度》,《金融创新法律评论》2016年第1期,第142-161页。

的保障（“C类”保障），从股东权益角度来看是负净现值投资。而且在实践中，保险人并没有履行理论预期职能，放弃了对董事高管的监督，弱化了股东诉讼的“震慑效应”，未能保护中小股东的权益。在美国，公司之所以打包购买全部保障而非仅购买“A类”保障，恰恰是市场失灵（包括“A类”保障的错误定价和不可靠的保险理赔服务）和代理成本问题的表现。而我国目前董事高管责任险的多元治理效果，一定程度上也反映了限制董事高管责任险公司方面保障（“C类”保障）的作用。

另外，在承保内容方面，国内股东诉讼风险基本是虚假陈述民事赔偿诉讼、内幕交易民事赔偿诉讼、操纵股价民事赔偿诉讼三大类。因此，董事高管责任保险人不仅应承保这三类法律诉讼风险，而且应当发挥监管者的职能，着重对董事高管涉及该类风险的经营决策和进行进行重点监督。

第三，应当鼓励保险人在承保时积极采用风险定价，并强制上市公司披露所购买董事责任保险保费的信息。风险定价是最重要的风险控制措施。通过对公司风险进行精确定价，保费的高低体现着保险人对公司治理水平的评估。在其他因素相同的情况下，公司支付的保费越高，则意味着公司风险越高，治理水平越差。相反，缺乏精确的风险定价则会给市场带来扭曲的信号，不仅无法激励董事高管采取风险减损措施，而且不能给投资者以及其他资本市场参与者提供准确的公司治理水平的评估信息。但是美国的实践告诉我们，即使法律没有对保险人风险定价予以限制，保险人依然可能会囿于其他因素自我限制，怠于采用风险定价；而且，单独依靠风险定价并不足以维持股东诉讼的“威慑效应”。这是因为在现行制度下，公司所缴纳的保费、保障额度、免赔额等信息都是保密的。股东和投资人无从得知，无法对好公司（风险低）与坏公司（风险高）进行区分，也无法驱使坏公司改变行为方式。因此，仅仅要求保险人进行风险定价是不足的，还应当强制上市公司披露所购买董事高管责任保险保费的信息，通过在资本市场传播来扩大公司治理水平的信号。

不同于一般保险的保密性特征，董事高管责任险应将被保险人的投保、理赔情况予以公开信息披露，接受公众与社会监督。我国现阶段的法律法规与监管部门尚未提出上市公司对购买董事高管责任险信息披露的规定。域外加拿大珠玉在前，其法律要求上市公司必须在其代理和注册申请中披露有关董事高管责任险保单的基本信息，包括保费和保障额度等。⁽⁴⁶⁾ John Core 等学者长期的实证研究，亦证实了加拿大证券监管机构强制要求上市公司披露所购董事高管责任保险信息与保险人发挥公司监管者作用的正相关关系。⁽⁴⁷⁾

第四，保险人在开发保单时，应改进保单条款设计，实行共同保险（co-insurance）。保险人除了通过限制保险偿付额度（即减少保障范围）使得被保险人不得不考虑恶意欺诈带来的过高损

(46) Ontario Securities Commission, Form 30.

(47) John Core, *The Directors' and Officers' Insurance Premium: An Outside Assessment of the Quality of Corporate Governance*, 16 JOURNAL OF LAW, ECONOMICS, AND ORGANIZATION 449, 449-77 (2000).

失^{〔48〕}，共同保险亦是经典且市场化的解决方案。共同保险是保险人与被保险人之间比例分配损失的一种方法，在保单规定的责任限制范围之内，保险人按共同保险分摊比例赔付其应当承担的损失部分。^{〔49〕}本质上，共同保险条款规定被保险人能够获得的赔偿仅限于损失中的一定比例。共同保险使得被保险人承担更多的风险，一旦公司作为集团诉讼被告人将不得不承受更多的损失，因此，公司将会更好地进行内部监控，以发现并阻止可能导致股东诉讼的行为。质言之，股东诉讼的“威慑效应”将再次降临。

第五，保险人应当改进索赔程序，更多地通过裁决而不是和解程序予以赔付。尽管保险人在和解程序中确实能够发出一定的声音，并且有动力使用这一声音来维持股东诉讼的“威慑效应”，例如，保险人可以拒绝赔付不合理的和解费用，但保险人对索赔管理的控制相当有限。董事高管责任险保单中除外条款的“最终裁决”的要求，使得只有最终裁决认定被保险人构成了欺诈，保险人才得以拒绝赔付索赔。因此，保险人更多地通过裁决结果赔付索赔则能够给被保险人施加更多的压力，毕竟和解程序意味着保险人将会予以赔付，而裁决程序则不尽然。随着更多的经由股东诉讼的审判裁决确定赔偿责任，在和解程序中保险人接受的赔偿方法将可能会被拒绝，这不仅使得保险人在索赔程序中的影响力得以提高，更重要的是，这将使股东诉讼的“威慑效应”得以维护，而不会被随意消解。

五、结语

我国董事高管责任险保单诞生时间尚短，如能充分发挥保险人作为公司监管者的作用，将有助于改善公司治理，维护股东利益。围绕着投资者权益保护，股东诉讼与董事高管责任险可谓是相互配合的两个基本点。董事高管责任险在背后以资金支持股东诉讼（赔付股东损失），股东诉讼在前台促进董事高管责任险（增加对该险种的需求），若二者配合得当，则可合力改善公司治理，约束公司董事高管不当甚至违法违规行；但若二者配合不当，尤其是保险人放弃对董事高管的监督职能，则可能会出现董事高管不当行为导致公司损失不断增加，损害股东利益的情形。

结合我国的国情并吸取美国的教训，本文提出了五项改进董事高管责任保险人作为公司监管者的建议。保险人应当积极开展监管活动，激励或协助公司采取风险减损措施，减少道德风险，而非仅仅依靠保费投资获得利润。美国 20 世纪 80 年代发生的责任保险危机，重要原因就在于保险人盲目承保包括董事高管责任在内的各种风险，而对保险事故风险缺乏相应的减损措施，再加上国际再保险市场以及资本市场投资收益的萎缩，使得保险人的偿付能力受到极大的威胁，多家保险人不得不退出市场。^{〔50〕}投资收益具有周期性，盲目依赖投资收益会给保险人自身带来危机。

〔48〕 与保费的高低类似，在其他因素相同的情况下，公司购买保险的保障额度越高，则意味着公司董事高管对股东诉讼风险的承受能力越差。这可以说是董事高管对公司风险的自我评估，因而保障额度越高，公司治理质量越差。

〔49〕 [美] 所罗门·许布纳、小肖尼思·布莱克、伯纳德·韦布：《财产合责任保险》，陈欣等译，中国人民大学出版社 2002 年版，第 78-85 页。

〔50〕 George L. Priest, *The Current Insurance Crisis and Modern Tort Law*, 96 YALE L.J. 1521, 1521-1590 (1987).

保险人应当积极履行监管职能，与股东诉讼相配合完善公司治理，这样不仅有助于维护中小股东的权益，也有助于董事高管责任险的长远健康发展。

Insurers as Corporate Regulators: the Good or Bad Effect on Shareholder Litigation

HE Qihao

Abstract: There has been a long debate about whether Director's and Officers's Liability Insurance(D&O insurance)increases or weakens the effectiveness of corporate governance. In recent years, with the development of insurance-as-regulation theory, it has proved that insurance can supplement or support government regulation in some fields. This article explores whether and how insurers can play a role as regulators in the area of corporate governance. Through a comparative and empirical approach, the article analyzes the D&O insurers as corporate regulators both in the United States and China. The study found that, in theory, the insurer has the incentives and capabilities to control the moral hazard of directors. In practice, however, American insurers seldom supervise and control the behavior of the insureds; in China, although the coverage of D&O insurance is relatively low, its regulatory effects are more diversified. In order to enhance insurers' role as corporate regulators, the insurer should actively adopt technologies to control insureds' moral hazard and preserve the deterrence effect of shareholder litigation. In addition, it is better to make mandatory provisions that the listed companies should disclose the details of D&O insurance and send signals to capital markets.

Keywords: Director's and Officers' Liability Insurance; Insurance-as-regulation; Shareholder Litigation; Moral Hazard

(责任编辑: 王乐兵)