

## 董監事責任險與多重董事席位

■ 黃品嘉/國立彰化師範大學財務金融技術學系碩士

■ 張元/國立彰化師範大學財務金融技術學系教授

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 133 期(2022 年 3 月出版)

隨著全球化與投資人求償意識日益提高，董監事與管理階層面臨的訴訟風險隨之增加，因訴訟所帶來的費用與損失有可能使公司出現財務艱困、高層人才流失與不易聘任優秀人才等問題。董監事責任險(directors' and officers' liability insurance)保障被保險者於執行職務時，因錯誤、疏忽、過失、義務違反、信託違背、不實或誤導性陳述等行為而被提出賠償請求所引發的個人法律責任，賠償被保險者因此所支出的調查費用、抗辯費用、和解及判決金額的損失。

學術文獻探討了董監事責任險的利益與成本。就利益面來看，董監事責任險降低被保險者於法律訴訟過程中的預期損失，減少其決策或行為保守性，降低因投資不足(underinvestment)導致的價值損失(Bhagat, Brickley and Coles, 1987)；來自保險公司的保險金給付，減少了公司的訴訟與賠償成本(Oesterle, 1989)；公司亦透過風險轉嫁予保險公司而降低了破產成本(Mayers and Smith, 1982)。另外，董監事責任險的保障有助於公司留任優秀董事與高管人才，使公司較能延攬到優秀、具聲譽的專業或獨立董事與管理團隊(Priest 1987；Bhagat, Brickley and Coles, 1987；Daniels and Hutton, 1993；Holderness, 1990；陳彩稚與龐嘉慧，2008)。承保董監事責任險的保險公司扮演監督公司的外部力量，有助於強化投保者的公司

治理(Holderness, 1990; Baker and Griffith, 2007; 陳彩稚與龐嘉慧, 2008)。在一系列的實證研究中發現, 董監事責任險傾向使公司有較高股價(Bhaget et al., 1987)、有較佳的自願性揭露品質與較低的舞弊可能性(Wynn, 2008; 劉若蘭、劉政淮與簡溥銘, 2015)、較低的股價崩盤風險(Yuan, Sun and Cao, 2016)、較佳的盈餘品質與盈餘穩健性(廖秀梅、湯麗芬與李建然, 2016)以及較佳的信用評等(廖秀梅、湯麗芬與李建然, 2017)。

董監事責任險所引發的成本主要在於保險理論中的道德危險(moral hazard) 以及逆選擇問題(adverse selection)問題。Gutierrez (2003)與 Baker and Griffith (2007)指出公司具有董監事責任險保障時, 其股東(或其他利害關係人)知道對公司進行訴訟的預期回報價值提高, 進而增加了股東控告公司的機率; 董監事責任險將董監事與經營階層的法律及承擔責任部分轉嫁至保險公司, 將可能引發其道德危險與投機行為(Gutierrez, 2003; Baker and Griffith, 2007)以及過度投資問題(Li and Liao, 2014)。投資人透過公司董監事責任險的多寡而調整其對於公司風險的評估, 具有較高董監事責任險保障程度的公司傾向被投資人評估為潛在高風險的公司, 從而提高對公司發行證券的要求報酬率(Lin, Officer, Wang and Zou, 2013), 並對於的盈餘預測較不樂觀(Boubakri and Bouslimi, 2016)。另外, 一系列的研究發現董監事責任險傾向使被併公司於併購宣告日有顯著較低的累計異常報酬(Chen, 2014), 使公司出現較大的避稅程度(李建然與湯麗芬, 2019)、較高的資金成本(Chen, Li and Zou, 2016)、較高的財報重編機率(湯麗芬、廖秀梅與李建然, 2015)、較低的盈餘反應係數(Liao, Tang and Lee, 2015)以及投資不效率等問題(Li and Liao, 2014; Chan and Chen, 2014; Chi, 2015; Chen, Zhu and

Li, 2015 ; Chan, Chang, Chen and Wang, 2019 ; Wang and Chen, 2016)。

本研究由董監事責任險引發被保險者道德危險的角度，申論董監事責任險的保障有可能促使董事於其他公司兼任較多職務，董監事責任險保障將會增加董事擁有多重董事席位(multiple directorship)的誘因。不論是一般董事或獨立董事，董事在其他機構任職是相對普遍的，特別是財力雄厚的多金人士、具高度專業能力與社會聲望的人以及擁有綿密人際網路的企業家，而高端人力資源市場對高素質且具專業性人才亦有很強的需求，使得具備上述特性者傾向容易地在一家公司擔任董事，同時亦在其他公司擔任董事或其他非董事職務，包括與企業經營無關的職位如政府官員、民意代表或非營利事業中的職位。無論如何，多重董事席位在金融市場上是具有普遍性的(陳世炫與張元，2021)。

既有研究指出公司董事的兼職程度決定於董事的自身專業性、社會聲望以及身處公司的財務特徵及公司治理情形(Ferris and Jagannathan, 2001 ; Ferris, Jagannathan and Pritchard, 2003 ; Fich and Shivdasani, 2006 ; Cowling, 2008 ; Jiraporn, Singh and Lee, 2009 ; 丁秀儀與陳于欣，2010)。除上述因素外，本研究進一步提出董監事責任險保障亦有可能影響董事兼任程度的觀點。董事根據其自身既定的精力與時間，在工作報酬(利益)與風險(預期損失)的抵換關係上維持一均衡狀態。工作的報酬包括金錢、聲譽等有形或無形利益，而工作的風險則包括無意地(運氣)或有意之未善盡職責導致公司決策失誤的有形(例如訴訟成本及投資人求償)或無形(例如聲譽受損)損失。董監事責任險的保障使目前任職工作的風險降低，從而增加了兼任其他工作的誘因。本研究推論董監事責任險保障有可能促使

董事兼任較多職務，董監事責任險與多重董事席位的關係為正向。

本研究根據 2008 至 2018 年臺灣上市上櫃非金融產業 1,532 間公司普通股的資料，檢驗董監事責任險保障與多重董事席位的關係。本研究的主要解釋變數為董監事責任險保障程度，衡量變數包括是否投保董監事責任險、董監事責任險保險金額、董監事責任險每人平均保險金額、董監事責任險承保家數、董監事責任險保險金額佔總資產比率、董監事責任險保險金額佔淨值比率、董監事責任險保險金額佔營收比率。本研究的被解釋變數為公司董事的多重董事席位，而多重董事席位的定義為董事在原公司以外擔任其他公司董事職務的席位數。本研究針對特定公司特定年度的董事成員中的每一位董事兼任其他公司董事的數量進行統計，可得整個董事會所有董事兼任其他公司董事的總數；為排除董事會的規模效果(董事人數多者有較多的兼任席位)，將兼任總數除以董事會人數可得到特定公司特定年度平均每位董事兼任其他公司董事的席位數。另外，本研究參考 Brickley, Linck and Coles (1999)、Miwa and Ramseyer (2005)、Fich (2005)、Cowling (2008)、Ferris and Jagannathan (2001)、Fich and Shivdasani (2006)、Jiraporn, Singh and Lee (2009)以及丁秀儀與陳于欣(2010)等研究，亦控制了諸多影響公司董事具備多重董事席位的因素。

本研究主要採用多重迴歸以估計董監事責任險對多重董事席位的影響關係。主要實證結果顯示董監事責任險保障程度正向影響公司的多重董事席位程度，董監事責任險保障增加了董事兼任其他公司董事的數目。為增加實證分析的穩健性，本研究額外考慮落遲自變項的設定以降低同期相關謬誤、考慮經產業調整的董監事責任險保障對經產業調整的多重董事席位之影響、考慮固定效果模式與隨機效果模式

的估計、採取兩階段工具變數估計以降低內生性問題、應用 Heckman 兩階段估計與傾向分數配對後的估計以矯正樣本自我選擇偏誤問題、考量超額董監事責任險保障程度的影響以及考慮納入家族控制、金融海嘯期間與公司風險之干擾效果的估計，實證結果仍具有一致性，較高程度的董監事責任險保障導致較高程度的多重董事席位。

本研究議題的重要性在於由於各國主管機構包括我國皆已相繼針對董監事責任險採取正向規範的態勢，但卻針對董事兼職的規範採取相對較為緊縮的走向，這兩個公司治理政策是本研究的兩個主要關切變數，本文提出關於此兩個變數的關係與政府主關機關政策指引與發展方向是匹配的，董監事責任險在公司治理的提升上有其價值，包括先前提到的促使董監事勇於任事、降低公司投資不足的價值損失、降低公司破產風險並增加公司外部監督力量等好處，因此推廣董監事責任險是有其正當性的，但董監事責任險亦有可能透過降低董事承擔的風險而使董事兼任較多職務，此結果對政府主管機構來說，不一定是樂見的，特別是針對獨立董事的兼任更是如此。本研究針對董監事責任險與多重董事席位具正向關係的檢驗與證實，有助於政府主管機構洞察與確認關於此兩項公司治理政策規範發展方向的適當性。

本研究的潛在貢獻包括以下三點。第一，大多數探討董監事責任險的既有研究著重討論董監事責任險如何影響公司財務與非財務後果指標，如績效與價值(陳家偉、王凱立、吳安琪與吳振宇，2015；Yi, Chen and Lin, 2018)、資金成本(Chen, Li and Zou, 2016；Yi, Chen and Zhao, 2013)；信用評等(廖秀梅、湯麗芬與李建然，2017)、盈餘報導品質與財報重編(湯麗芬、廖秀梅與李建然，2014；湯麗芬、廖秀梅與李建然，2015)、審計公費(詹素嬌、蘇淑慧與劉政淮，2014)、避稅(李建然與湯麗芬，2019；廖益興、單騰笙與高儷華，

2021)以及股價崩盤風險(Yuan, Sun and Cao, 2016)等，本研究則探討並證實了董監事責任險保障與多重董事席位的正向關係，透露了公司重視董監事訴訟風險的同時有可能在轉嫁了董監事肩負的經營責任予保險公司後反而增進了董事兼任其他工作的誘因。本研究探討董監事責任險保障對於董事兼職程度提高的關係拓展了董監事責任險對公司後續影響範圍的觀點，有助於政府主管機關洞察當前持續推展董監事責任險規範的潛在影響。

第二，大多數董事兼任之決定因素的既有研究考慮董事具備的專業背景與特質以及公司特徵與治理變數對董事兼職的影響(Brickley, Linck and Coles, 1999; Miwa and Ramseyer, 2005; Fich, 2005; Ferris and Jagannathan, 2001; Ferris et al., 2003; Cowling, 2008; Fich and Shivdasani, 2006; Jiraporn, Singh and Lee, 2009; 丁秀儀與陳于欣, 2010)，本研究則提出公司在董監事訴訟風險上的重視與保障有可能透過轉嫁董事的經營風險而正向影響董事於兼任其他職務的程度，這指出了董事兼職務的決定不僅仰賴於本身素質與身處公司的特徵等因素，亦受到董事對於目前之報酬與風險抵換關係的評估有關。董監事責任險透過降低公司董事目前任職工作的風險而使董事願意進一步承擔更多工作。本研究在董事兼任決定因素的研究脈絡中增加了董事兼職為一風險與報酬抵換關係的決定，董監事責任險透過降低風險而增加了兼任其他職務的誘因。

第三，大部分關於董事會忙碌性或董事兼任的研究是採用董事是否有兼職來衡量董事兼任的程度，本研究根據不同公司與不同年度董事會個別董事成員兼任其他公司董事的職位數，計算整個公司董事會的兼任董事職位總數以及平均每位董事兼任董事職位數以進行董事會層級(board level)之多重董事席位程度的衡量，此種量化方式可

更精確地量化公司的多重董事席位程度以及董事會的忙碌性程度。同時，本研究於衡量多重董事席位時，分別由一般董事與獨立董事進行計算，可分別探討董監事責任險保障如何影響一般董事與獨立董事多重董事席位的程度，從而瞭解董監事責任險促使一般董事兼職與獨立董事兼職之增加程度的差異性。

本研究實證結果的政策意涵有以下兩點，第一，董監事責任險的實務規範為一立意良善的政策，對於保險市場商品發展有益，亦有助於降低企業經營者任職的訴訟風險而有益於企業經營的安全與金融市場人才匯集與提升。然而主管機關仍應思慮保險所可能引發的道德危險問題，關注董監事責任險的保障引發董事兼任太多其他公司董事或其他職務的情形，而非一味地提倡董監事責任險保障愈多便是愈好的。第二，對投資人來說，應留意董監事責任險保障程度相對較高的公司，因為該類型的公司董事傾向兼任更多的職務，從而有可能稀釋了董事對於管理階層之監督與諮詢上的努力，進而對營運與價值產生負向影響，例如 Bathala and Rao (1995)、Core, Holthausen and Larcker (1999)、Shivdasani and Yermack (1999)、Ferris, Jagannathan and Pritchard (2003)、Harris and Shimizu (2004)、Tod and Peyer (2005)、Fich and Shivdasani (2006)、Jiraporn, Singh and Lee (2009)、Sarkar and Sarkar (2009)所提及的結果。

基於本研究目前的發現，建議後續應持續關注並深入探討以下兩點。第一、目前在衡量董監事責任險保障程度上，是由一家公司整體保險金額的角度進行量化，未來隨著董監事責任險商品的發展與政府規範的演進，使得研究者能夠取得個別被保險者的保險金額，則將能夠由被保險者個人的角度，探究董監事責任險保障如何影響其具備多重董事席位的問題。第二，接續前一點，後續可針對因董監事責任險

保障增加而增加兼任職務的職務性質進行分析，例如董事監事責任險是否增進董事至過往績效較佳(或較差)的公司擔任董事或其他職務、至公司治理機制較優良(或較薄弱)的公司擔任董事或其他職務、於公司集團內(或集團外)的公司擔任董事或其他職務、至相關產業(非相關產業)的公司擔任董事或其他職務的數目以及至競爭產業(或上下游產業)的公司擔任董事或其他職務的數目。若董事因兼任績效較差、公司治理機制薄弱或非相關產業公司的董事而使得原任公司的後續績效衰退，則董監事責任險保障與多重董事席位正向關係背後的道德危險疑慮將是相對較大的，此部分亦將是政府主管機關與投資人針對董監事責任險引發董事兼任較多職務下所關切的重心。

#### 參考文獻

- 丁秀儀與陳于欣 (2010)，公司獨立董事為何忙碌？，管理學報，第 27 卷第 3 期，第 291-318 頁。
- 李建然與湯麗芬 (2019)，董監事責任保險對企業避稅決策之影響，經濟論文，第 47 卷第 3 期，第 485-524 頁。
- 陳世炫與張元 (2021)，銀行業董事會忙碌性與銀行績效之關聯，會計與公司治理，第 16 卷第 2 期。
- 陳彩稚與龐嘉慧 (2008)，董監事暨重要職員責任保險之需求因素分析，臺大管理叢論，第 18 卷第 2 期，第 171-196 頁。
- 陳家偉、王凱立、吳安琪與吳振宇 (2015)，董事責任險於股權結構廣度及企業價值之研究，管理評論，第 34 卷 1 期，第 23-45 頁。
- 湯麗芬、廖秀梅與李建然 (2014)，董監事暨重要職員責任保險對管理階層盈餘管理行為之影響，經濟論文，第 42 卷第 3 期，第 331-368 頁。
- 湯麗芬、廖秀梅與李建然 (2015)，董監事暨重要職員責任保險與財務報表重編之關聯性，經濟論文叢刊，第 43 卷 4 期，第 549-588 頁。
- 詹素嬌、蘇淑慧與劉政淮 (2014)，投保董監事責任險與保險金額於審計公費之影響，會計審計論叢，第 4 卷第 1 期，第 25-51 頁。
- 廖秀梅、湯麗芬與李建然 (2016)，董監事暨重要職員責任保險與盈餘穩健性，會計評論，第 67 期，第 109-150 頁。
- 廖秀梅、湯麗芬與李建然 (2017)，董監事暨重要職員責任保險對企業信用評等之影響，臺大管理論叢，第 27 卷第 4 期，第 1-30 頁。
- 廖益興、單騰笙與高儷華 (2021)，管理階層法律責任與企業租稅規避，中山管理評



- 論，第 29 卷第 1 期，第 33-70 頁。
- 劉若蘭、劉政淮與簡溥銘 (2015)，董監事暨重要職員責任保險與資訊揭露品質及企業舞弊關係之研究，*中華會計學刊*，第 11 卷第 1 期，第 79-114 頁。
- Baker, T. and S. J. Griffith (2007), "The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors' and Officers' Liability Insurer", *Georgetown Law Journal*, 95, pp. 1795-1842.
- Bathala, C. T. and R. P. Rao (1995), "The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective", *Managerial and Decision Economics*, 16, pp. 59-69.
- Bhagat, S., J. A. Brickley. and J. L. Coles (1987), "Managerial Indemnification and Liability Insurance: The Effect on Shareholder Wealth", *Journal of Risk and Insurance*, 54, pp. 721-736.
- Boubakri, N. and L. Bouslimi (2016), "Directors' and Officers' Liability Insurance and Analyst Forecast Properties", *Finance Research Letters*, 19, pp. 22-32.
- Brickley, J. A., J. S. Linck. and J. L. Coles (1999), "What Happens to CEOs after They Retire? New Evidence on Career Concerns, Horizon Problems, and CEO Incentives", *Journal of Financial Economics*, 52, pp. 341-377.
- Chan, C. C., Y. H. Chang., C. W. Chen., Y. W. Wang (2019), "Directors' Liability Insurance and Investment-Cash Flow Sensitivity", *Journal of Economics and Finance*, 43, pp. 27-43.
- Chan, C. C. and C. W. Chen (2014), "Does the Protection of Directors' Liability Insurance Lead to Overinvestment?", *Journal of Financial Studies*, 22, pp. 61-80.
- Chen, C. W. (2014), "Does D&O Insurance Enhance Target Shareholder Wealth during M&As?", *Academia Economic Papers*, 42, pp. 305-329.
- Chen, Z., O. Z. Li. and H. Zou (2016), "Directors' and Officers' Liability Insurance and the Cost of Equity", *Journal of Accounting and Economics*, 61, pp. 100-120.
- Chen, X., K. Zhu. and N. Li (2015), "D&O Insurance and Corporate Investment Efficiency", *China Accounting and Finance Review*, 17.
- Chi, H. Y. (2015), "Does Directors' and Officers' Liability Insurance Affect Firms' Investment Decisions?", *Investment Management and Financial Innovations*, 12, pp. 47-55.
- Core, J. E., W. R. Holthausen. and D. F. Larcker (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 371-406.
- Cowling, M. (2008), "Small Firm Ceos and Outside Directorships: Tenure, Demonstration and Synergy Effects", *Manchester School*, 76, pp. 160-179.
- Daniels, R. J. and S. M. Hutton (1993), "The Capricious Cushion: The Implications of the Directors' and Officers' Liability Insurance Crisis on Canadian Corporate Governance", *Canadian Business Law Journal*, 22, pp. 182-230.

- Ferris, S. P. and M. Jagannathan (2001), "The Incidence and Determinants of Multiple Corporate Directorships", *Applied Economics Letters*, 8, pp. 31-35.
- Ferris, S. P., M. Jagannathan. and A. C. Pritchard (2003), "Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments", *Journal of Finance*, 58, pp. 1087-1111.
- Fich, E. M. (2005), "Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms", *Journal of Business*, 78, pp. 1943-1971.
- Fich, E. M. and A. Shivdasani (2006), "Are Busy Boards Effective Monitors?", *Journal of Finance*, 61, pp. 689-724.
- Gutierrez, M. (2003), "An Economic Analysis of Corporate Directors' Fiduciary Duties", *RAND Journal of Economics*, 34, pp. 516-535.
- Harris, I. C. and K. Shimizu (2004), "Too Busy to Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors", *Journal of Management Studies*, 41, pp. 775-798.
- Holderness, O. G. (1990), "Liability Insurers as Corporate Monitors", *International Review of Law and Economics*, 10, pp. 115-129.
- Jiraporn, P., M. Singh. and C. I. Lee (2009), "Ineffective Corporate Governance: Director Busyness and Board Committee Memberships", *Journal of Banking and Finance*, 33, pp. 819-828.
- Li, K. F. and Y. P. Liao (2014), "Directors' and Officers' Liability Insurance and Investment Efficiency: Evidence from Taiwan", *Pacific-Basin Finance Journal*, 29, pp. 18-34.
- Liao, H. M., L. F. Tang. and J. Z. Lee (2015), "The Effect of Directors' and Officers' Liability Insurance on Stock Investors' Perceptions of Earning Quality", *Chiao Da Management Review*, 35, pp. 113-148.
- Lin, C., M. S. Officer., R. Wang and H. Zou (2013), "Directors' and Officers' Liability Insurance and Loan Spreads", *Journal of Financial Economics*, 110, pp. 37-60.
- Mayers, D. and C. W. Smith (1982), "On the Corporate Demand for Insurance," *Journal of Business*, 55, pp. 281-296.
- Miwa, Y. and J. M. Ramseyer (2005), "Who Appoints Them, What Do They Do? Evidence on Outside Directors from Japan", *Journal of Economics and Management Strategy*, 14, pp. 299-337.
- Oesterle, D. A. (1989), "The Effect of Statutes Limiting Directors' Due Care Liability on Hostile Takeover Defenses", *Wake Forest Law Review*, 24, 31.
- Priest, G. L. (1987), "The Current Insurance Crisis and Modern Tort Law", *Yale Law Journal*, 96, pp. 1521-1590.
- Sarkar, J. and S. Sarkar (2009), "Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India", *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, pp. 271-293.

- Shivdasani, A. and D. Yermack (1999), "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 54, pp. 1829-1853.
- Tod, P. and U. Peyer (2005), "Board Seat Accumulation by Executives: a Shareholder's Perspective", *Journal of Finance*, 60, pp. 2083-2123.
- Wang Y. W. and C. W. Chen (2016), "Directors' and Officers' Liability Insurance and the Sensitivity of Directors' Compensation to Firm Performance", *International Review of Economics and Finance*, 45, pp. 286-297.
- Wynn, J. P. (2008), "Legal Liability Coverage and Voluntary Disclosure", *Accounting Review*, 83, pp. 1639-1669.
- Yi, B., C. W. Chen. And B. Lin (2018), "Directors' and Officers' Liability Insurance and Firm Performance: Evidence from Taiwan", *Asia-Pacific Journal of Risk and Insurance*, 12, pp. 1-15.
- Yi, B., C. W. Chen. and M. Zhao (2013), "Directors' and Officers' Liability Insurance and Cost of Debt", *Journal of International Finance and Economics*, 13, pp. 123-130.
- Yuan, R., J. Sun. and F. Cao (2016), "Directors' and Officers' Liability Insurance and Stock Price Crash Risk", *Journal of Corporate Finance*, 37, pp. 173-192.