

学者独立董事需要“安全感”吗？

——基于董事高管责任保险购买角度的分析

高明华 邵梦影

摘要：独立董事的人员结构特征及权责不对等的现状引发了其任职风险的保障问题。以2020—2022年A股上市公司为样本，将中国学者独立董事这一独特群体作为主要研究对象，考察学者独立董事与非学者独立董事对董事高管责任保险是否存在需求差异。实证研究结果表明：相比非学者独立董事，学者独立董事具有更高的董事高管责任保险投保倾向。学者独立董事较高的风险感知是其推动董事高管责任保险购买的重要原因。调节效应和异质性分析显示，在独立董事话语权更高或投资者情绪较为消极的公司中，学者独立董事对董事高管责任保险的需求被放大。同时，学者独立董事对董事高管责任保险的影响在不同所有制性质上市公司中无显著区别，而在不同板块上市公司中差异明显。进一步分析发现，董事高管责任保险能够提升上市公司治理水平，并对不同治理主体的行为产生差异化影响。这一研究结果对完善中国独立董事制度和董事高管责任保险制度，激励独立董事有效履职具有借鉴意义。

关键词：学者独立董事；董事高管责任保险；风险感知；任职保障；治理主体行为

DOI：10.19836/j.cnki.37-1100/c.2026.02.014

一、引言

独立董事(以下简称“独董”)制度自2001年被引入中国证券市场以来,逐渐呈现出不同于欧美发达国家的诸多特征。其中,人员结构特征尤为突出,表现为学者占据了我国上市公司独董的大量席位。从罗盛咨询公司对沪深300公司和标普500公司的调查数据来看,约一半的沪深300公司独董拥有硕士以上学位,约34%的独董拥有博士学位,沪深300公司独董的硕博比例显著高于标普500公司^①。印记理论指出,当个体跨越组织边界时,早期形成的认知印记会对其思维模式、价值观及决策过程产生深远影响。因此,学者独董的学者属性会在其担任公司职务的过程中有所体现^②。现有研究表明,相比非学者独董,学者独董的典型特征是其具有深厚的知识储备和综合判断能力,富有创新精神^③;拥有较高的声誉并注重声誉的维护^④;具备较强的道德感和社会责任感^⑤。基于这些特征,学者独董在公司治理中的作用包括提升董事会决策科学性、提高公司创新能力、强化内部监督等^⑥。可

作者简介：高明华,北京师范大学经济与工商管理学院教授,博士生导师(北京 100875; mhgao@bnu.edu.cn);邵梦影(通讯作者),北京师范大学经济与工商管理学院博士研究生(北京 100875; 202231030003@mail.bnu.edu.cn)。

① 数据来源:罗盛咨询大中华区主席程原女士在2023年12月21日中国公司治理50人论坛暨第十二届财经中国V论坛上的发言。

② Wen S., Li J., Huang C., et al., “Watchdog from Academia: Do Academic Independent Directors Matter for Financial Statement Fraud?”, *International Review of Economics & Finance*, 2025, 101, No. 104219.

③ 王分棉、原馨:《学者独立董事的选聘机制研究——人力资本和社会资本的视角》,《经济管理》2019年第2期。

④ 向锐、宋聪敏:《学者型独董与公司盈余质量——基于中国上市公司的经验数据》,《会计研究》2019年第7期。

⑤ Cho C. H., Jung J. H., Kwak B., et al., “Professors on the Board: Do They Contribute to Society Outside the Classroom?”, *Journal of Business Ethics*, 2017, 141(2), pp. 393-409.

⑥ 张鸿、王分棉:《学者董事研究现状和未来展望》,《外国经济与管理》2016年第12期;Ullah F., Jiang P., Elamer A. A., “Revolutionizing Green Business: The Power of Academic Directors in Accelerating Eco-innovation and Sustainable Transformation in China”, *Business Strategy and the Environment*, 2024, 33(6), pp. 5051-5072.

以预期,学者独董将为我国公司治理带来优势。

与此同时,与欧美国家相比,包括学者独董在内的中国独董群体普遍面临更加严重的权责不对等问题。一方面,近年来相关部门对独董的履职监管不断趋严,对独董的问责和追责力度也持续加大,独董不作为、乱作为、违规等行为都面临着更大的惩处力度;另一方面,独董仍然缺乏合适的履职环境和必要的支持条件。例如,独董在董事会中仅占据少数席位,其选聘和任职过程受制于大股东或控股股东,对独董的激励机制尚不完善,以上因素都导致了独董不具有实质独立性,从而陷入履职困境。在这种情况下,具备较强风险识别能力和声誉敏感性的学者在担任独董时会更加缺乏“安全感”,甚至可能为了规避风险而放弃任职机会,其应有作用难以充分发挥。

为了实现在有效监督和评估独董履职表现的同时,确保其权责对等、风险可控,董事高管责任保险(以下简称“董责险”)开始受到关注。2023年4月14日,国务院办公厅发布《关于上市公司独立董事制度改革的意见》,其中明确鼓励上市公司为独董投保董责险,降低独董正常履职的风险。董责险是以董事(包括独董)和高级管理人员^①对公司或第三方(如股东、债权人)的民事赔偿责任为保险标的的职业责任保险。从现有研究和国际实践来看,董责险不仅引入了保险公司这一新的外部监督力量,通过承保前对投保公司的全面审查和评估,以及承保过程中持续收集和分析投保公司信息,进一步识别公司潜在的合规风险,改善治理主体行为^②,实现对承保对象的有效监督;还能够直接影响治理参与者的自身风险预期,缓解由其风险规避产生的代理问题,具有保障关键人力资本稳定性、提升独董独立性和勤勉性、促进企业创新等作用^③。

在学者独董较为缺乏“安全感”和董责险方兴未艾的背景下,“学者独董是否更倾向于购买董责险”的问题自然产生。这一问题的解决在理论层面能够揭示董事人员结构特征对治理决策的影响机制,在实践层面能够为学者独董履职纾困,为董责险在中国的推广带来新的契机,同时为监管部门优化董责险相关政策提供参考。然而,现有研究尚未对这一问题作出充分回答。一方面,现有研究多将独董整体或几类特定背景的独董作为研究对象,较少从学术背景角度对独董加以区分,即便在少量针对学者独董的研究中,讨论也集中于其特征和治理作用,对其任职需求的研究更加有限。另一方面,在董责险购买的影响因素领域,已有文献更多探讨了外部环境和公司特征层面影响董责险购买的因素,如同行公司购买情况^④、政治关联^⑤等;人员特征层面因素的研究相对有限,并且主要关注诸如海外归国董事^⑥、首席执行官过度自信^⑦等内部人特征的影响。当前,这一问题仍具有广阔的研究空间。

据此,本文立足于中国独董权责不对等背景下,学者独董这一独特群体由于其特殊属性而面临履职困境的现实状况,构建“人员结构—风险感知—保险需求”的分析框架,考察学者独董是否具有高于非学者独董的董责险需求这一问题。研究贡献主要体现在以下三个方面:一是丰富了独董学术背景相关

① 在大陆法国家,这一制度也适用于监事。

② 雷啸、唐雪松、蒋心怡:《董事高管责任保险能否抑制公司违规行为?》,《经济与管理研究》2020年第2期。

③ 胡国柳、赵阳、胡珺:《D&O保险、风险容忍与企业自主创新》,《管理世界》2019年第8期;Shi C., Sun Y., Lyu J., “D&O Insurance, Technology Independent Directors, and R&D Investment”, *International Review of Financial Analysis*, 2023, 89, No. 102868.

④ Hu Y., Fang J., “Peer Effects in Directors’ and Officers’ Liability Insurance: Evidence from China”, *Finance Research Letters*, 2022, 47, No. 102731.

⑤ Jia N., Mao X., Yuan R., “Political Connections and Directors’ and Officers’ Liability Insurance-evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 2019, 58, pp. 353-372.

⑥ Xia C., Yang J., Yang Z., et al., “Do Directors with Foreign Experience Increase the Corporate Demand for Directors’ and Officers’ Liability Insurance? Evidence from China”, *Economic Modelling*, 2023, 119, No. 106146.

⑦ Lai Y., Tai V. W., “Managerial Overconfidence and Directors’ and Officers’ Liability Insurance”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2019, 57, No. 101051.

研究和独董风险感知相关理论,聚焦于中国学者独董这一独特群体,创新性地将风险感知理论应用于对学者独董的分析中,探讨其学者属性对公司治理决策的独特影响。二是拓展了董责险需求动因的研究视角,从独董这一“外部人”群体出发,分析了特定治理主体的风险态度和保险需求,并根据学术背景对独董进一步细分比较,缓解了当前董责险相关研究的视角限制。三是考察了学者独董影响董责险购买的情境异质性并补充了董责险购买的经济后果相关研究,通过区分不同治理情境中学者独董对董责险购买的作用能力差异,识别学者独董能够发挥风险治理作用的关键场景;通过分析不同治理主体间的互动关系和董责险在不同层面的影响差异,有利于构建对董责险适用条件和经济后果的综合认识。

二、理论分析和研究假设

风险感知(risk perception)源自心理学,指人们对特定风险的心理感受和主观判断。相关研究指出,风险感知的主观性决定了其具有群体或个体差异性,个体的认知水平、职业背景等均会影响自身风险感知能力^①。对学者独董而言,学者本职工作的特征会提升其兼任独董时的风险感知水平,造成其对“安全感”更加敏感。

第一,学者独董对新兴领域的关注可能带来独特的风险感知。研究表明,独董的专业技能可以帮助他们识别风险^②,而学者独董通常为本领域专家,具备丰富的理论知识和独特的思维方式^③,这意味着学者独董识别风险的能力和关注的风险点可能与非学者独董有所不同。具体而言,受其本职工作需随时关注前沿领域的影响,学者独董对诸如数字化转型、ESG等新兴领域及其中蕴含的新风险具有更高水平的认知。随着这些领域受关注度的提升及在公司治理中的广泛应用,学者独董会对相关风险进行识别,自身风险感知也会不断提高。

第二,学者独董本职工作与兼职工作的差异可能提升风险感知。学者独董具有更强的创新意识和创新能力^④,在党的十九大报告提出“深化科技体制改革,建立以企业为主体、市场为导向、产学研深度融合的技术创新体系”^⑤的背景下,部分学者独董承担了为企业提供创新资源和研发平台的工作^⑥。然而,不同于学者本职工作中的“实验室创新”允许试错迭代且失败成本相对可控的情况,企业创新涉及企业对现实资源的分配,具有结果不可逆性,学者独董面临创新失败的更大成本。这一对比可能会提高学者独董的自身风险感知。

第三,学者独董更程度的损失厌恶可能提高风险感知。前景理论认为,人们对待潜在损失和潜在收益的态度是非对称的,对损失的规避高于对同等收益的追求。在中国“尊师重教”的文化影响下,学者独董通常享有较高的声誉和社会地位,也更加关注可能影响职业生涯的负面事件和自身声誉受损的风险^⑦。然而,修订后的《中华人民共和国证券法》(以下简称新证券法)中规定的“代表人诉讼”标志着中国集体诉讼、集体索赔制度的逐步建立,对中小投资者的事后保护逐步加强,独董被诉和声

① Slovic P., “Perception of Risk”, *Science*, 1987, 236(4799), pp. 280-285;唐清泉、罗党论:《风险感知力与独立董事辞职行为研究——来自中国上市公司的经验》,《中山大学学报(社会科学版)》2007年第1期。

② Chen H., Hsu W., Chang C., “Independent Directors’ Human and Social Capital, Firm Internationalization and Performance Implications: An Integrated Agency-resource Dependence View”, *International Business Review*, 2016, 25(4), pp. 859-871.

③ 章永奎、赖少娟、杜兴强:《学者型独立董事、产品市场竞争与公司创新投入》,《经济管理》2019年第10期。

④ 焦跃华、孙源:《学者型独立董事与企业创新——来自中国资本市场的经验证据》,《会计与经济研究》2021年第5期。

⑤ 习近平:《决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利》,北京:人民出版社,2017年,第31页。

⑥ 崔也光、王肇、周畅:《独立董事背景特征影响企业研发强度吗?——基于企业生命周期视角》,《经济与管理研究》2018年第12期。

⑦ 向锐、宋聪敏:《学者型独董与公司盈余质量——基于中国上市公司的经验数据》,《会计研究》2019年第7期;杜剑、于芝麦:《学术型独立董事的声誉与比例对公司股价崩盘风险的影响》,《改革》2019年第3期。

誉损失的风险随之提高。在新法规和判例的冲击下,学者独董的风险感知有所加强。

在自身较高风险感知的影响下,学者独董产生了强烈的风险规避动机,并将采取风险应对行动。风险感知的作用机制主要体现在直接效应和间接效应两个方面。从直接效应角度,个体较高的风险感知会显著影响其保险需求^①,董责险作为一种专门为董事和高管提供责任保障的制度安排,能够有效契合学者独董的风险感知。董责险不仅覆盖了学者独董关注的新兴领域风险点,也适用于企业因创新失败而面临诉讼的情形,缓解学者独董本职工作与兼职工作差异造成的风险压力。同时,董责险的理赔机制还能够一定程度上证明学者独董不存在主观故意或违法行为,这有助于学者独董的声誉维护。因此,学者独董在较高风险感知的驱动下表现出更强的董责险投保倾向。从间接效应角度,学者独董将通过意见表达、日常沟通交流、监督约束等方式将较高的风险感知传导至董事会和管理层^②,个人风险感知将逐渐带动公司整体的风险感知,进而推动企业以董责险作为分散风险的制度安排。据此,提出假设1:

H1:相较于非学者独董,学者独董更有动机推动公司购买董责险。

Fama和Jensen提出,独董是解决代理问题、提高决策效率和减少管理层行为偏差的关键因素^③。中国引入独董制度的初衷也是为了解决上市公司的委托代理问题。不同于非独立董事在所有权和董事会控制权方面与公司存在双重联系,独董与公司不存在股权关联,仅通过在董事会任职参与公司治理。由于董事会一人一票的投票制度安排,独董的话语权与其是否具有人数优势密切相关,独董的话语权决定了其影响力。独董话语权越高,学者独董对购买董责险这一事项的推动力越强。一方面,董事会中可能吸纳了更多的学者独董,独董群体的风险感知更可能趋同;另一方面,董事会中存在层级,所属层级更高的个人在群体决策中具有引领作用^④,而受传统文化影响,学者独董具有不亚于内部董事的影响力^⑤。因此,学者独董在独董内部和董事会中均享有较高的地位,其保险购买意愿更容易在独董中形成同群效应,并在独董话语权较高时形成更强烈的意见表达。据此,提出假设2:

H2:独董话语权在学者独董对公司购买董责险的作用中具有调节效应,独董话语权越高,学者独董对公司购买董责险的作用越强。

行为金融研究表明,投资者情绪不仅具有羊群效应,显著影响股票未来收益和市场定价效率^⑥,还能够造成管理者的迎合行为,改变企业资源配置和资本结构决策等^⑦。相比非学者独董,学者独董能够更敏锐地察觉到各类股东的情绪倾向。在大股东情绪层面,由于较少涉及商业利益网络,学者独董相比非学者独董表现出更强的独立性^⑧,因而学者独董能够更加客观地解读大股东决策背后的情绪信号;在中小股东情绪层面,学者独董广泛的知识背景和跨领域的社会联系能够支撑其对中小股东的情绪观察,这在社交网络平台飞速发展、中小股东情绪表达途径增加的当下尤为重要。进一步地,

① Trinh C. T., Nguyen X., Sgro P., et al., "Culture, Financial Crisis and the Demand for Property, Accident and Health Insurance in the OECD Countries", *Economic Modelling*, 2020, 93, pp. 480-498.

② Scherer C. W., Cho H., "A Social Network Contagion Theory of Risk Perception", *Risk Analysis*, 2003, 23(2), pp. 261-267.

③ Fama E. F., Jensen M. C., "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2), pp. 301-325.

④ Zhu J., Ye K., Tucker J. W., et al., "Board Hierarchy, Independent Directors, and Firm Value: Evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, 2016, 41, pp. 262-279.

⑤ 章永奎、赖少娟、杜兴强:《学者型独立董事、产品市场竞争与公司创新投入》,《经济管理》2019年第10期。

⑥ 何诚颖、陈锐、薛冰等:《投资者情绪、有限套利与股价异象》,《经济研究》2021年第1期。

⑦ 花贵如、周树理、刘志远等:《产业政策、投资者情绪与企业资源配置效率》,《财经研究》2021年第1期;Li S., Hoque H., Liu J., "Investor Sentiment and Firm Capital Structure", *Journal of Corporate Finance*, 2023, 80, No. 102426.

⑧ Francis B., Hasan I., Wu Q., "Professors in the Boardroom and Their Impact on Corporate Governance and Firm Performance", *Financial Management*, 2015, 44(3), pp. 547-581.

当学者独董察觉到投资者的消极情绪时,学者独董对公司面临诉讼和索赔的预期上升,对任职风险的感知随之上升,推动公司购买董责险的动力进一步增强。相反,如果投资者情绪积极,学者独董的“安全感”有所上升,则可能减少对保障机制的关注。据此,提出假设3:

H3:投资者情绪在学者独董对公司购买董责险的作用中具有调节效应,投资者情绪越消极,学者独董对公司购买董责险的作用越强。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

在统计2010—2022年购买董责险的上市公司总数时发现,自2020年新证券法正式施行起,购买董责险的上市公司数量大幅增加。因此,数据分析选取2020—2022年中国A股上市公司为初始样本,并对样本作如下处理:(1)为排除本身经营保险业务对购买董责险的可能影响,剔除金融业上市公司;(2)为排除经营状况异常的影响,剔除样本期间内ST、*ST的上市公司;(3)剔除关键数据缺失或异常的上市公司。处理后共得到10648个样本。研究数据来自北京师范大学公司治理与企业发展研究中心开发的“中国上市公司治理分类指数数据库”、CSMAR数据库、CNRDS数据库以及迪博内部控制与风险管理数据库。

(二)变量定义

1. 被解释变量:董责险购买(*Insure*)。参照现有研究的通常做法^①,设置虚拟变量,采用CSMAR数据库中“是否投保董监高责任保险”这一指标,“是”取值为1,“否”或“未披露”取值为0。需要说明的是,在实践中,公司一般将独董作为董责险覆盖群体之一,而非单独为其购买保险。因此,进一步选取指标中“被保险人范围”包含独董的情形。

2. 解释变量:学者独董(*Scholar*)。参照现有研究,将学者独董定义为当前或曾经在高校、研究机构任职的独董^②。以“中国上市公司治理分类指数数据库”中的独董信息为基础,根据CSMAR数据库中的独董学术背景进行划分,在“高校任教”和“科研机构任职”者视为学者,其他视为非学者,并对缺失值进行了手工整理和补充。考虑到退休后学者的职业特征可能有所弱化,其信息研判能力、创新思维等亦会受到年龄的限制^③,因此在认定学者独董时未包含超过法定退休年龄的个体^④。之后,根据前述划分情况,若样本公司存在学者独董取值为1,否则取值为0,得到是否有学者独董(*ScholarIf*)的虚拟变量;进一步计算学者独董在所有独董中的占比,得到学者独董比例(*ScholarRate*)。

3. 控制变量:参照现有研究^⑤,并结合中国上市公司特征,选取多个层面的控制变量。公司特征和经营情况层面的控制变量包括:公司规模(*Size*),为公司总资产的自然对数;上市年限(*Age*),为(样本年份—上市年份+1)的对数;资产负债率(*Lev*),为负债合计与资产总计之比;企业成长性(*Growth*),为公司主营业务收入增长率;总资产净利润率(*ROA*),为净利润与总资产余额之比;现金流(*Cash*),

① Hu Y., Fang J., “Peer Effects in Directors’ and Officers’ Liability Insurance: Evidence from China”, *Finance Research Letters*, 2022, 47, No. 102731.

② 向锐、宋聪敏:《学者型独董与公司盈余质量——基于中国上市公司的经验数据》,《会计研究》2019年第7期;黎来芳、薛菲、许少山:《学者型独立董事影响企业投资效率吗?——来自中国上市公司的经验证据》,《科学决策》2022年第3期。

③ 迟冬梅、段升森:《退休返聘独立董事——价值功能及其影响因素》,《中国经济问题》2023年第6期。

④ 杜剑、于芝麦:《学术型独立董事的声誉与比例对公司股价崩盘风险的影响》,《改革》2019年第3期。

⑤ Xia C., Yang J., Yang Z., et al., “Do Directors with Foreign Experience Increase the Corporate Demand for Directors’ and Officers’ Liability Insurance? Evidence from China”, *Economic Modelling*, 2023, 119, No. 106146;刘向强、赵阳、孙健:《诉讼风险与董事高管责任保险——基于中国A股上市公司的经验证据》,《商业经济与管理》2017年第9期。

为公司经营活动产生的现金流量净额。公司治理层面的控制变量包括:两权分离度(*Sep*),为公司控制权与所有权之间的差值;第二至第十大股东持股比例(*Shrs*)和机构投资者持股比例(*Insti*),即相应主体的持股比例之和;独董津贴(*Pay*),为(所有独董平均津贴+1)的对数;管理费用率(*ManExp*),为管理费用与营业收入之比。外部法律环境层面的控制变量包括:诉讼情况(*Lawsuit*),当样本年度存在债权人诉讼或股东诉讼时取值为1,否则为0;处罚情况(*Punish*),当样本年度董事会成员受到监管机构处罚或谴责时取值为1,否则为0。

(三)模型设定

因被解释变量为二值虚拟变量,采用Probit回归模型,具体公式如下:

$$Insure_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Scholar_{i,t} + \sum \beta_j Controls_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t}$$

其中,被解释变量 $Insure_{i,t}$ 为公司是否购买董责险的虚拟变量,核心解释变量 $Scholar_{i,t}$ 包括公司是否聘用学者独董的虚拟变量(*ScholarIf*)和学者独董比例(*ScholarRate*)这一连续变量, $Controls_{i,t}$ 为所有控制变量, μ_i 和 λ_t 分别为行业和年份固定效应。

四、实证结果及分析

(一)基准回归

表1报告了学者独董与董责险购买的回归结果。列(1)和列(3)控制了行业和年份固定效应,列(2)和列(4)进一步加入了所有控制变量。可以看到,在所有回归中,是否有学者独董(*ScholarIf*)和学者独董比例(*ScholarRate*)的系数均在1%水平上显著为正。这表明,相比未聘任学者独董的上市公司,聘任学者独董的上市公司具有更高的董责险投保倾向;学者独董比例更高的公司具有更高的董责险投保倾向。综合而言,学者独董因其学者属性而形成了特有的风险感知,使得学者独董更加重视也确实促成了上市公司以购买董责险作为风险应对机制。假设1得到支持。

表1 学者独董与董责险购买的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Insure</i>	<i>Insure</i>	<i>Insure</i>	<i>Insure</i>
<i>ScholarIf</i>	0.1176*** (3.35)	0.0958*** (2.60)		
<i>ScholarRate</i>			0.1341*** (2.74)	0.1438*** (2.78)
控制变量	否	是	否	是
固定效应	是	是	是	是
样本量	10648	10648	10648	10648
R^2	0.0311	0.1164	0.0306	0.1165

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为z统计量。下同。

(二)内生性和稳健性检验

内生性检验方法包括:(1)工具变量法。为缓解购买董责险的公司能够吸引更多学者担任独董可能带来的逆向因果问题,选取“本公司学者独董比例一同地区同行业公司学者独董比例均值”的三次方作为工具变量(*ScholarIV*)^①,采用IVProbit模型进行检验。(2)倾向得分匹配(PSM)。为缓解潜在

① 罗进辉、刘海潮、巫奕龙:《高管团队稳定性与公司创新投入:有恒产者有恒心》,《南开管理评论》2023年第6期。

的样本选择偏误问题,对所有样本采取一对一近邻匹配,并使用匹配后的样本重新回归。(3)增加控制变量。为缓解可能存在的遗漏变量问题,参考现有研究^①,进一步加入以股东总数的自然对数衡量的股东人数(*Population*)、以董事持股数与总股数之比衡量的董事持股比例(*Shares*)、以标题包含样本公司名的新闻数量的标准化值衡量的媒体关注度(*Media*)等3个控制变量。

稳健性检验方法包括:(1)替换解释变量。根据学者独董是否具有高级职称(副教授、教授;副研究员、研究员)和任职单位情况,计算是否有高级职称学者独董、高级职称学者独董比例、是否有高校学者独董、高校学者独董比例,作为学者独董的代理变量^②。(2)加入省份、省份×年份、行业×年份、行业×省份×年份的高阶固定效应。(3)排除样本期间选择的影响。为排除特殊历史时期(2020—2022年新冠疫情)人们的保险需求提升可能对结果造成的影响,将样本容量向前扩充至2018年。(4)使用Bootstrap法重复抽样1000次。(5)将Probit模型替换为Logit模型、OLS模型重新回归。

在上述所有检验中,核心解释变量的回归结果均保持稳健^③。

(三)机制检验

学者独董较强的风险感知能够通过直接效应和间接效应影响董责险购买。从直接效应角度,个体风险感知是一种难以测量的主观变量^④,但通常与实际的组织风险具有高度相关性^⑤。因此可以推测,如果学者独董确实具备更高的风险感知,那么在风险数量较多、水平较高的企业环境中,他们的风险感知更容易被激发,推动董责险购买的作用应更加突出。参考现有文献分组检验的做法^⑥,根据迪博内部控制与风险管理数据库统计的企业风险披露数量,将样本公司划分为高风险数量组和低风险数量组,从风险环境角度考察学者独董的风险感知水平。分组回归结果如表2列(1)—(4)所示。在高风险数量组中,学者独董的存在和比例的提高均对公司董责险购买具有显著正向影响;而在低风险数量组中,上述作用并不显著。由此,学者独董的风险敏感性得到验证,在潜在风险较多的企业环境中,他们更能够识别风险并将自身风险感知转化为董责险购买的治理实践。

从间接效应角度,学者独董的个人风险感知将通过治理互动传导给董事会和管理层,管理层的风险偏好可能因此下降,其保险需求有所提升,推动公司购买董责险的总体力量进一步增强。基于以上分析,管理层风险偏好构成学者独董风险感知的间接作用路径。参考现有文献^⑦,以样本公司风险资产(包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产四项)与企业总资产之比同该数值行业平均值的比较关系来衡量管理层风险偏好(*Preference*),样本公司值高于行业平均值时为1,否则为0。表2列(5)和列(6)的实证结果表明,学者独董的存在和比例的提高均显著降低了管理层风险偏好,间接验证了学者独董的风险敏感性和风险感知的传导性。

① Zou H., Wong S., Shum C., et al., “Controlling-Minority Shareholder Incentive Conflicts and Directors’ and Officers’ Liability Insurance: Evidence from China”, *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32(12), pp. 2636-2645; Jia N., Mao X., Yuan R., “Political Connections and Directors’ and Officers’ Liability Insurance-Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 2019, 58, pp. 353-372.

② 向锐、林融玉:《学者型独董与内部控制质量——基于中国上市公司的经验证据》,《厦门大学学报(哲学社会科学版)》2022年第2期。

③ 由于篇幅限制,内生性和稳健性检验结果未在文中展示,留存备案。

④ 葛淳棉、张熾月、常钰苑等:《气候变化、管理层风险感知和企业创新》,《经济学报》2025年第1期。

⑤ 陈闯、吴晓晖、卫芳:《团队异质性、管理层持股与企业风险行为》,《管理科学学报》2016年第5期;成力为、吴薇:《经济政策不确定性、风险感知与企业R&D投资阶段选择》,《管理工程学报》2025年第6期。

⑥ 江艇:《因果推断经验研究中的中介效应与调节效应》,《中国工业经济》2022年第5期。

⑦ 李世辉、卿水娟、贺勇等:《审计收费、CEO风险偏好与企业违规》,《审计研究》2021年第3期;王霞、连立帅、周萍:《高管后代性别与民营企业资本配置效率》,《世界经济》2021年第6期。

表2 机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Insure</i>		<i>Insure</i>		<i>Preference</i>	<i>Preference</i>
	高风险数量	低风险数量	高风险数量	低风险数量		
<i>ScholarIf</i>	0.2165*** (3.52)	0.0217 (0.46)			-0.0915*** (-3.02)	
<i>ScholarRate</i>			0.2541*** (3.07)	0.0793 (1.18)		-0.0744* (-1.66)
<i>P-Value</i>	0.007***		0.034**			
控制变量	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	4126	6522	4126	6522	10378	10378
R^2	0.1324	0.1195	0.1313	0.1197	0.0751	0.0746

注:*P-Value*是由费舍尔组合检验经1000次抽样后得到的组间系数差异的显著性。下同。

(四)调节效应与异质性分析

首先,检验独董话语权对学者独董与董责险关系的调节效应。根据惯常做法,以独董占董事会总人数的比例^①衡量独董话语权(*Right*),并将调节变量、解释变量与调节变量的交乘项加入回归。如表3列(1)和列(2)所示,以是否有学者独董(*ScholarIf*)和学者独董比例(*ScholarRate*)为解释变量的回归均表明,交乘项系数显著为正,即随着独董话语权的提高,学者独董对董责险购买的作用能力有所提升,假设2得到支持。

其次,检验投资者情绪对学者独董与董责险关系的调节效应。参照唐玮和崔也光的做法^②,构建个股层面的投资者情绪指数,将反映公司基本面因素的变量(包括企业规模、资产负债率、股票收益率、权益收益率和营业收入增长率)与投资者情绪指标(包括账面市值比、股票收益动量、托宾Q值及股票换手率)正交以消除基本面因素的影响,并对残差进行主成分分析,得到投资者情绪(*Emo*)。将调节变量、解释变量与调节变量的交乘项加入回归的结果如表3列(3)和列(4)所示。以是否有学者独董(*ScholarIf*)和学者独董比例(*ScholarRate*)为解释变量的回归结果均表明,交乘项系数显著为负,即投资者情绪趋向消极时,学者独董对董责险购买的推动能力有所提升,假设3得到支持。

表3 调节效应检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Insure</i>	<i>Insure</i>	<i>Insure</i>	<i>Insure</i>
<i>ScholarIf</i>	0.0997*** (2.69)		0.1427*** (3.51)	
<i>ScholarRate</i>		0.1473*** (2.84)		0.1810*** (3.22)

① 资料来源:北京师范大学公司治理与企业发展研究中心“中国上市公司治理分类指数数据库”。

② 唐玮、崔也光:《政府控制、创新投入与公司价值——基于投资者信心的中介效应分析》,《财贸研究》2017年第6期。

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Insure</i>	<i>Insure</i>	<i>Insure</i>	<i>Insure</i>
<i>Right</i>	-2.1054*** (-3.41)	-0.7642*** (-2.60)		
<i>ScholarIf</i> × <i>Right</i>	1.7203** (2.46)			
<i>ScholarRate</i> × <i>Right</i>		2.4767*** (2.62)		
<i>Emo</i>			0.1337** (2.16)	0.0381 (1.22)
<i>ScholarIf</i> × <i>Emo</i>			-0.1259* (-1.83)	
<i>ScholarRate</i> × <i>Emo</i>				-0.1802* (-1.89)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
样本量	10648	10648	8684	8684
R^2	0.1178	0.1179	0.1207	0.1204

最后,从产权性质和上市板块两个维度展开异质性分析,检验学者独董对董责险购买的作用是否因不同的企业情境而存在差异。

从产权性质维度,国有企业与民营企业的治理结构和资源禀赋差异明显^①,使得国有企业与民营企业学者独董的风险感知在形成机制上各有差异,但均体现为促进因素与抑制因素的共同作用。在国有企业中,一方面,独董遴选程序更为严格,入选的学者独董通常具备更高的资历和声誉^②,他们对潜在风险和董责险制度的认知水平更高。同时,国有企业面临更加复杂多变的政策环境,学者独董较高的政策敏感度增加了其对企业未来发展的不确定性预期。此外,国有企业治理层级较多、决策链条较长的特征也会加大学者独董的履职阻力,进一步提升学者独董的风险感知和保险需求。但另一方面,国有企业受到的外部监管和合规约束更强^③,风险管理制度相对完善,学者独董对董责险的需求可能被削弱。相比之下,民营企业学者独董风险感知的推动力主要来自法律保护 and 外部环境的双重不足。当前,保护民营企业的法律法规还有待完善^④,使得学者独董同样保持较高的风险感知。但与此同时,民营企业治理结构更为灵活^⑤,决策层级相对较少,董事会决策自主权更大,学者独董履职阻力较小,对保险的依赖有所缓解。因此,产权性质差异是否影响学者独董的投保倾向尚不明确,有必要对此加以验证。

① 朱磊、陈曦、王春燕:《国有企业混合所有制改革对企业创新的影响》,《经济管理》2019年第11期。

② 吴德胜、徐建:《总经理可以自下而上监督董事长吗?——国有企业领导权结构与战略变革》,《经济管理》2023年第12期。

③ 高明华、郭传孜、薛佳安:《党组织提高国有企业内部治理效能的理论逻辑、现实约束及突破路径》,《山东大学学报(哲学社会科学版)》2023年第1期。

④ 史亚洲:《民营经济高质量发展的营商环境问题研究》,《人文杂志》2019年第9期。

⑤ 魏楚:《民营经济转型升级赋能新质生产力发展》,《人民论坛》2024年第19期。

按照所有制性质进行分组回归,检验学者独董对董责险购买的影响是否存在所有制差异,结果如表4列(1)—(4)所示。在两个解释变量的分组回归中,国有企业回归系数均高于民营企业,但从显著性角度,两个分组回归中主要解释变量的显著性有所不同,且组间系数差异均未达到统计显著水平。综合而言,在国有企业与民营企业的对比中,学者独董的风险感知受到促进与抑制力量的交互影响,不同方向的力量形成了对冲效应,使得学者独董对董责险购买的影响在两类企业间未表现出显著差异。该结果提示,学者独董的风险感知和保险需求不受所有制性质的限制,在实践层面,董责险制度优化和推广过程中不必对国有企业和民营企业采取过度区分。

从上市板块维度,沪深两交易所分别专门设立了科创板和创业板。2019年和2020年,科创板及创业板率先成为注册制改革试点,企业通过更为宽松的审核程序便可在这两个板块上市。总体而言,沪市科创板 and 深市创业板特征有所趋同,即相较于沪深两市主板,科创板和创业板包容性更强,其上市公司普遍处于高速增长阶段,盈利波动或战略转型概率较高^①,治理结构的演化(如双重股权结构的适用)也带来了新的制衡和监管问题^②。在这种背景下,科创板和创业板企业的学者独董风险感知较高,可能更倾向于推动公司通过购买董责险转移潜在风险。据此,将沪市科创板和深市创业板上市公司归入创新创业企业组,将沪深两市主板上市公司归入主板企业组。由于北交所具有开板时间过短、主要服务“专精特新”企业、与其他板块“错位发展”的特征,分组回归中剔除了北交所上市公司。回归结果如表4列(5)—(8)所示。可以看出,创新创业企业组学者独董两个解释变量的回归系数均显著且高于主板企业组,主板企业组的回归系数虽为正但均不显著,两个分组回归均通过了组间系数差异检验。这一结果表明,主板上市公司发展成熟、经营稳健的特点在一定程度上降低了学者独董的风险感知,而创新创业企业的不稳定性则使得学者独董的风险感知更加敏锐,购买董责险的诉求更为强烈。这一发现与前文“学者独董对实验室创新与企业创新的风险感知存在差异”的分析一致,也印证了商业模式与战略调整频繁的新兴板块企业正是学者独董发挥风险防范作用的关键场景。

表4 不同所有制和不同上市板块公司的分组回归检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业	创新创业企业	主板企业	创新创业企业	主板企业
<i>ScholarIf</i>	0.0950 (1.47)	0.0760* (1.66)			0.2003*** (2.77)	0.0515 (1.18)		
<i>ScholarRate</i>			0.1744** (2.02)	0.0995 (1.51)			0.2620*** (2.73)	0.0795 (1.28)
<i>P-Value</i>	0.393		0.231		0.036**		0.063*	
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	3048	7600	3048	7600	3144	7422	3144	7422
R^2	0.0940	0.1056	0.0946	0.1055	0.1028	0.1372	0.1023	0.1372

① 宋顺林、赵宇佳、曹奥臣:《科创板包容性与投资者保护:基于未盈利企业新股定价的证据》,《财贸经济》2025年第8期。

② 傅穹、卫恒志:《表决权差异安排与科创板治理》,《现代法学》2019年第6期;张阳:《科创板运行的治理走向:观念纠偏与制度调适》,《现代经济探讨》2019年第8期。

五、董责险购买的经济后果分析

董责险的设计初衷是帮助董监高人员防范正常任职过程中的风险,缓解由其风险规避倾向造成的保守选择,令其放开手脚、大胆决策。然而,部分研究发现,董责险购买带来的责任“松绑”也可能进一步诱发管理层的道德风险和机会主义行为^①,造成公司次优投资^②、权益资本成本增加^③、被诉概率上升^④等负面结果。这引发了对“董责险在中国上市公司治理中究竟是‘定心丸’还是‘金钟罩’”这一问题的讨论。进一步地,中国现行董责险制度将所有承保对象视为同质化群体,缺乏针对不同类型人员的专门规则,而董事、监事、高管的利益并不一致,公司购买董责险对他们的影响可能不同。对此,从公司总体和治理主体两个层面检验董责险购买的综合经济后果。

(一)公司层面:董责险购买对公司治理总体水平和关键维度的影响

随着现代企业制度的逐渐完善,公司治理理念不断演进,公司治理水平与微观企业和宏观经济的高质量发展联系日趋紧密。董责险是否有助于提高公司总体治理水平,也成为购买决策中的重要考量。以董责险购买(*Insure*)为解释变量,以“中国上市公司治理分类指数数据库”中的公司治理总指数(*CG*)以及中小投资者权益保护(*CCMII*)、财务治理(*CCFI*)、自愿性信息披露(*CCVDI*)三个分项指数为被解释变量^⑤,考察董责险购买对公司治理总体水平及各个维度的实际作用。表5展示了不同被解释变量对当期和滞后一期董责险购买的回归结果。可以看出,在所有回归中,董责险购买的系数均在1%水平上显著为正,表明购买董责险能够改善上市公司治理总体水平及在中小投资者权益保护、财务治理和自愿性信息披露方面的表现。

表5 董责险购买对公司治理总体水平和关键维度的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>CG</i>		<i>CCMII</i>		<i>CCFI</i>		<i>CCVDI</i>	
<i>Insure_t</i>	0.7198*** (7.36)		0.5764*** (3.56)		1.1087*** (5.96)		1.0070*** (5.20)	
<i>Insure_{t-1}</i>		0.8533*** (6.90)		0.7577*** (3.78)		1.0965*** (4.43)		1.3322*** (5.15)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	10648	6259	10648	6259	10648	6259	10648	6259
<i>R</i> ²	0.3020	0.1879	0.3133	0.2648	0.1364	0.0644	0.2207	0.1298

注:因被解释变量为连续变量,此表中的回归采用OLS模型,括号内为*t*统计量。

- ① 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》,《管理世界》2019年第10期。
- ② Aguir I., Aguir W., “Director and Officer Liability Protection and Firm Value: Unintended Consequences”, *Finance Research Letters*, 2020, 32, No. 101177.
- ③ Chen Z., Li O. Z., Zou H., “Directors’ and Officers’ Liability Insurance and the Cost of Equity”, *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61(1), pp. 100-120.
- ④ Gillan S. L., Panasian C. A., “On Lawsuits, Corporate Governance, and Directors’ and Officers’ Liability Insurance”, *Journal of Risk and Insurance*, 2015, 82(4), pp. 793-822.
- ⑤ 中国上市公司治理分类指数数据库共包含六类分项指数。因高管薪酬指数计算方法与其他分项指数不同,董事会治理指数和企业家能力指数在后文董事和高管层面的考察中有所体现,此处选择中小投资者权益保护指数、财务治理指数和自愿性信息披露指数三个维度进行检验。

(二)人员层面:董责险购买对不同治理主体的影响

在我国,董责险适用于董事(包括独董)、监事和高管。在新公司法允许公司不再设置监事会,由董事会下设的审计委员会行使原监事会职能的背景下,研究董责险购买对监事影响的现实意义会有所弱化。因此,仅讨论董责险购买对董事和高管的影响。

对全体董事而言,董责险的保障作用以承保对象无主观过错为基本前提,这就要求董事以“尽职”争取“免责”。因为董事会会议是董事获取公司信息、参与公司决策和监督管理层的主要途径,也是衡量其履职强度的重要标志,所以可以预期,董责险购买如能提升董事的履职积极性,则最可能反映在董事会会议中。具体而言,在会议频率方面,购买董责险的公司的董事可能更倾向于积极参加董事会会议或在必要时提议召开临时董事会会议,充分发挥决策和监督职能。在会议程序方面,购买董责险的公司及董事可能更加注重会议过程的规范性,如会议记录、备忘录等相关材料的完备齐全,因为经董事会通过的会议记录或备忘录既对董事构成法律约束力,也是明确责任或免责的凭证。选取董事会会议次数(*Meeting*)和董事会会议记录或备忘录设置情况(*Memo*)作为被解释变量,考察董责险购买(*Insure*)对董事履职行为的影响。表6列(1)一(4)的回归结果表明,当期和滞后一期董责险购买的回归系数均在1%水平上显著为正,即购买董责险的公司中董事履职积极性提升,表现为董事会会议频率有所提高,会议制度和会议程序更加规范。

对高管而言,从风险保障的角度,董责险增强了高管的履职积极性并加深了高管与公司的利益绑定,有利于提升高管团队稳定性。但从监督机制的角度,董责险的引入可能产生相反的作用。一方面,保险公司作为新的外部监管力量介入,能够为公司提供更全面、客观的人员风险评估,公司可以据此调整高管人员安排以满足承保条件或消除潜在隐患。另一方面,与欧美职业经理人制度相比,中国高管决策自主权相对有限。随着董责险购买后董事会治理效能的提升,董事会对经理层的内部监督有所强化,也可能造成高管人员变动更加频繁。对此,以样本年度上市公司发布高管变动相关公告的次数作为高管变动(*Change*)的代理变量,检验董责险购买(*Insure*)对高管产生的可能影响。如表6列(5)和列(6)所示,当期和滞后一期的董责险购买回归系数均在1%水平上显著为正,即购买董责险的公司发生了更多的高管变动。虽然董责险提升了高管积极履职的主观意愿,但受制于内外部监管加强的双重压力,高管职位变动的威胁进一步加剧。这一结果不仅体现了董责险兼具保障与监督的双重制度功能,还反映了高管在当前中国上市公司治理中的弱势地位。

综合而言,董责险对当前中国上市公司治理产生了一定的积极影响,主要发挥了“定心丸”的作用,这也为将董责险作为风险管理工具和有效激励手段的观点提供了佐证。然而,董责险对其承保范围内的不同治理主体带来了不同的影响,董责险作用发挥仍需要与董事会独立性的提升、治理结构的动态调整和董责险的条款优化实现协同。

表6 董责险购买对不同治理主体的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Meeting</i>		<i>Memo</i>		<i>Change</i>	
<i>Insure_t</i>	0.7756*** (7.23)		0.1560*** (3.04)		0.8739*** (10.57)	
<i>Insure_{t-1}</i>		0.4110*** (2.80)		0.1981*** (2.86)		0.6067*** (5.48)
控制变量	是	是	是	是	是	是

续表 6

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Meeting</i>		<i>Memo</i>		<i>Change</i>	
固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	10511	6161	10648	6259	10642	6259
R^2	0.1604	0.1644	0.0199	0.0248	0.0649	0.0644

注：因被解释变量为连续变量，此表中的回归(1)(2)(5)(6)采用OLS模型，括号内为 t 统计量。

六、结论及启示

以新证券法施行后的 2020—2022 年中国 A 股上市公司为研究样本，探究与非学者独董相比，学者独董对董责险这一新兴保障制度是否存在需求差异的研究结果表明：(1)相较于非学者独董，学者独董更有动机推动公司购买董责险。学者独董较高的风险感知能力构成其推动董责险购买的机制。(2)独董话语权和投资者情绪在学者独董与董责险购买的关系中起调节作用。(3)学者独董对董责险购买的推动作用在国有企业和民营企业中区别并不明显，而在不同板块上市公司之间差异显著，科创板和创业板上市公司学者独董表现出对董责险更高的需求。(4)董责险购买具有多种经济后果，包括改善上市公司治理表现，提升全体董事的履职积极性，以及加剧高级管理人员面临的职位变动威胁。

研究结论可能提供的实践启示如下：

第一，强化独董个人背景信息披露。不同背景的独董对公司具有差异化的作用，然而当前上市公司年度报告等公开文件中，独董个人背景信息的披露形式不一，内容繁杂，关键治理能力信息难以提取。对此，监管机构应制定人员信息披露指引，明确披露格式和内容要点，帮助市场和投资者建立对独董功能的合理预期。

第二，充分认识和利用学者独董的特征和任职需求，促进其有效履职。一方面，应引导上市公司在董事会中适度增加具有法律、财务、管理等专业背景的学者独董，并鼓励学者独董担任风险控制委员会职务。另一方面，应搭建针对学者独董的培训交流平台，提升其对企业实践的理解，帮助其更好地实现学术研究与公司治理实践之间的角色转换，从而缓解其可能存在的过度风险感知和任职顾虑，充分发挥学者独董应有的公司治理价值。

第三，为独董有效履职提供应有的保障。不仅要保障独董的独立地位，向国际良好实践靠拢，进一步提升独董在董事会的占比，给予独董充分的话语权；还要建立独董与投资者的双向沟通机制，鼓励上市公司和独董通过业绩说明会、互动平台问答等方式加强与投资者的交流，及时回应投资者的关切，从而稳定市场预期，合理化自身风险感知水平。

第四，优化董责险条款设计，体现公司差异和人员属性差异。当前我国董责险制度不对受保公司类型加以区分的“一刀切”做法，容易引发“逆向选择”问题；对承保对象普遍采取的“一张保单、一个保额、多类被保险人”的模式，也难以实现对所有承保对象的有效激励。因此，保险机构应充分调研各类公司和各类治理主体，识别对董责险购买行为产生关键影响的关键情境和不同治理角色的多样化需求，推动董责险条款差异化设计。唯有如此，董责险才能真正发挥提高公司治理水平、激励董事和高管积极履职的应有作用。

Do Academic Independent Directors Require “Sense of Security”? —An Analysis from the Perspective of Directors and Officers Liability Insurance Purchase

Gao Minghua Shao Mengying

(Business School, Beijing Normal University, Beijing 100875, P.R.China)

Abstract: Among Chinese listed companies, more than one-third of independent directors are scholars. This proportion is significantly higher than that in other countries and regions worldwide, constituting a unique governance configuration. Theoretically, the academic attributes can endow this type of independent director with advantages in improving the decision-making quality of the board, enhancing the company’s innovation capability and optimizing internal supervision, thereby making academic independent directors a unique resource in corporate governance. However, in practice, the institutional dilemma arising from a mismatch between independent directors’ responsibilities and rights instead amplifies the particular vulnerability of academic independent directors, which refers to heightened risk sensitivity and urgent need for risk protection stemming from academic training. With the gradual rise of directors and officers liability insurance, research on the insurance demand of academic independent directors has become necessary. Based on this background, this paper uses Chinese A-share listed companies from 2020 to 2022 as the sample to investigate whether there are differences in the demand for directors and officers liability insurance, as an emerging protection system, between academic and non-academic independent directors. Empirical results indicate that: (1) Compared with non-academic independent directors, academic independent directors show a stronger tendency to purchase directors and officers liability insurance because of their higher risk perception. (2) The relationship between academic independent directors and the directors and officers liability insurance is moderated by independent directors’ discourse power and investor sentiment. (3) Subgroup analysis shows that there is no significant difference in the demand for directors and officers liability insurance among academic independent directors in state-owned listed enterprises and those in non-state-owned listed enterprises. However, academic independent directors in listed companies on the Science and Technology Innovation Board and the Growth Enterprise Board show higher insurance demand than those in listed companies on the main board. (4) Regarding economic consequences, directors and officers liability insurance improves the overall quality of corporate governance as well as its core dimensions, enhances the willingness of directors to better perform their duties, and intensifies the job-change threat faced by senior management. The policy implications of this study include: (1) Strengthening the disclosure of independent directors’ personal information. (2) Understanding the characteristics and job requirements of academic independent directors to facilitate their effectiveness. (3) Providing a variety of guarantees for independent directors, including independent status and sufficient communication with investors. (4) Optimizing the terms of directors and officers liability insurance, and formulating specialized rules for different types of companies and personnel. This paper simultaneously enriches the research on the demand for academic independent directors and on the factors influencing the purchase choice of directors and officers liability insurance, therefore providing valuable insights for improving China’s independent director system.

Keywords: Academic independent directors; Directors and officers liability insurance; Risk perception; Tenure protection; Governance actor behavior

[责任编辑:纪小乐]