

引用格式:史维维,魏晓艳,张喜光.董事高管责任保险能提升企业 ESG 信息披露水平吗?——诉讼风险感知的中介作用[J].技术经济,2026,45(10):70-84.

Shi Weiwei, Wei Xiaoyan, Zhang Xiguang. Does D&O liability insurance promote ESG disclosure? Evidence from the mediating effect of litigation risk perception[J]. Journal of Technology Economics, 2026, 45(10): 70-84.

董事高管责任保险能提升企业 ESG 信息披露水平吗? ——诉讼风险感知的中介作用

史维维¹, 魏晓艳², 张喜光³

(1. 新乡学院商学院 新乡, 453000; 2. 北京工业大学高等教育研究院 北京, 100124; 3. 新乡学院财务处 新乡, 453000)

摘要:在 ESG 披露监管持续强化、资本市场对企业非财务信息透明度要求不断提升的背景下,董事高管责任保险作为兼具风险分担与外部治理属性的制度安排,是否会影响企业 ESG 信息披露,仍有待进一步检验。以 2010—2024 年 A 股上市公司为研究样本,实证考察董事高管责任(D&O)保险对企业 ESG 信息披露的影响,并检验诉讼风险感知的中介作用。研究发现:相较于未购买 D&O 保险的公司,购买 D&O 保险的公司具有更高的 ESG 信息披露水平;在经过多种稳健性检验后,该结论依然成立。机制检验表明,诉讼风险感知在 D&O 保险影响企业 ESG 信息披露的过程中发挥了部分中介作用,即 D&O 保险在一定程度上通过缓解管理层对潜在诉讼后果的担忧、降低信息披露的预期风险成本,进而提升企业 ESG 信息披露水平。进一步分析显示,该促进作用在非国有企业、机构持股比例较高的企业、由非国际四大会计师事务所审计的企业、分析师关注度较高的企业中更为显著。分维度结果表明,该作用主要体现在环境和社会维度,治理维度虽系数为正但未达到统计显著。本文从外部治理视角拓展了 D&O 保险经济后果及企业 ESG 信息披露影响因素的相关研究,并为理解保险治理机制如何影响企业非财务信息披露提供了经验证据,也为完善 D&O 保险制度与 ESG 披露监管协同提供了实践启示。

关键词: D&O 保险; ESG 信息披露水平; 诉讼风险感知; 外部治理; 中介效应

中图分类号: F275.5 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002-980X(2026)10-0070-15

DOI:10.12404/j.issn.1002-980X.J26052819

一、引言

环境、社会与治理(environment, social and governance, ESG)的理论雏形可追溯至 2004 年联合国全球契约组织发布的《在乎者即赢家》报告。该报告首次将环境责任、社会责任与公司治理纳入统一分析框架,为后续负责任投资原则的提出奠定了基础。相较于企业社会责任(corporate social responsibility, CSR)概念,ESG 更强调以可量化、可比较和可评估的方式呈现企业在可持续发展方面的综合表现,因而可视为 CSR 在资本市场语境下的延伸与深化^[1]。近年来,中国 ESG 信息披露制度持续推进并逐步走向规范化,但整体披露比例仍然不高,披露内容在标准、结构和可比性方面仍存在较大差异,部分企业仍偏重定性描述而缺乏充分量化信息,甚至存在“漂绿”等策略性披露现象,从而影响 ESG 信息的决策有用性。李宗泽和李志斌^[2]指出,企业 ESG 信息披露存在显著的同群效应,受趋利避害、社会比较和舆论监督等因素影响,企业可能更重形式模仿而非实质改进,进而削弱 ESG 信息披露的实际效用。在此背景下,识别企业 ESG 信息披露的关键影响因素,尤其是能提升披露质量和透明度的外部治理机制,具有较强的理论价值和现实意义。

围绕企业 ESG 信息披露的影响因素,既有研究主要基于利益相关者理论、合法性理论和制度理论展开分析。利益相关者理论认为,ESG 信息披露是企业回应投资者、员工、社区和监管部门等多元主体诉求的重

收稿日期:2026-05-28

基金项目:北京市教育委员会社科计划一般项目“我国高等教育对居民幸福感的影响与实现路径研究——来自北京的证据”(SM202110005008);河南省软科学项目“河南省技术转移转化生态体系构建研究”(252400411055)

作者简介:史维维(1988—),硕士,新乡学院商学院讲师,研究方向:公司治理与财务管理;(通信作者)魏晓艳(1986—),博士,北京工业大学高等教育研究院副研究员,研究方向:区域发展理论与实践;张喜光(1988—),硕士,新乡学院财务处高级会计师,研究方向:区域经济管理。

要方式,有助于缓解信息不对称并建立稳定的利益相关者关系^[3-4],增加企业价值^[5]。合法性理论强调,企业通过披露 ESG 信息回应社会规范和外部期望,以维护其经营活动的合法性基础^[6]。制度理论则进一步指出,ESG 信息披露不仅是企业内部管理的技术安排,更是企业嵌入制度环境、回应规范压力和模仿机制的重要表现^[7-8]。在实证研究层面,已有文献主要从外部制度环境和内部治理特征两个方面考察 ESG 信息披露的影响因素。例如,外部法律框架、腐败程度、劳工保护制度、宗教信仰和自然灾害等制度环境因素会影响企业 ESG 披露行为^[9-10]。同时,董事会规模、董事会性别结构、独立董事比例、内部持股比例和机构持股比例等公司治理变量也会对 ESG 信息披露水平产生显著影响^[11-12]。总体来看,现有研究较为充分地揭示了制度环境和内部治理对 ESG 信息披露的作用机制,但对保险机构等外部金融治理主体的监督作用关注相对不足,尤其缺乏对外部风险分担机制如何影响企业 ESG 信息披露行为的系统检验。值得注意的是,近年来部分研究开始关注保险机构等外部金融治理主体在企业非财务信息披露中的监督作用。董事高管责任保险(directors' and officers' liability insurance,以下简称 D&O 保险)作为一种兼具风险分担与外部治理属性的制度安排,其承保机构在核保阶段需对投保企业的治理状况、合规记录和诉讼风险进行全面评估^[13-14]。D&O 保险不仅能够为董事高管提供履职保障,引导其关注长期价值而非短期风险规避,更能通过承保审核、风险定价与续保约束等环节,对企业形成持续的外部监督压力,从而影响企业的信息披露质量与治理透明度。然而,现有研究主要关注 D&O 保险对财务信息披露、盈余管理和企业创新的影响,尚缺乏将其纳入 ESG 信息披露研究框架的系统考察。尤其在中国制度背景下,D&O 保险市场仍处于发展深化阶段,其外部治理功能如何影响企业自愿性非财务信息披露,亟须从理论与实务层面深入研究。

D&O 保险为考察该问题提供了有价值的情境。D&O 保险是由公司或公司与董事高管共同购买的职业责任保险,主要针对董事高管在履职过程中因过失、不当行为等引发的民事赔偿责任及相关法律费用提供风险保障^[13]。关于 D&O 保险的治理效应,现有研究尚未形成一致结论。一类研究基于激励监督视角,认为 D&O 保险不仅能够为董事高管提供必要的履职保障,缓解其因责任风险而产生的过度谨慎倾向,还有助于吸引和留住高质量管理人才,并通过保险机构在承保前筛选、风险评估、合同约定及续保审核中的介入,强化对企业治理风险和信息披露行为的外部监督^[14-15,23-25]。另一类研究则基于机会主义视角,认为 D&O 保险在转移部分责任风险的同时,可能削弱管理层责任约束,诱发道德风险和机会主义行为,进而带来更高的诉讼风险、更强的盈余管理动机及更弱的会计稳健性^[16-17]。由此可见,D&O 保险究竟会通过外部治理效应提升企业 ESG 信息披露,还是因责任风险弱化而抑制披露积极性,仍有待进一步检验。

进一步来看,D&O 保险影响企业 ESG 信息披露的作用机制也尚未被充分揭示。已有研究表明,诉讼风险是影响企业自愿性信息披露的重要因素,但其作用方向并不明确。一部分研究认为,较高的诉讼风险会促使企业增加信息披露,以缓解信息不对称并降低外部投资者的不确定性^[18-19];另一部分研究则指出,考虑到前瞻性信息或不确定性信息可能引发潜在诉讼责任,管理层可能因规避法律风险而选择减少披露^[20-21]。这意味着,诉讼风险并非只是企业客观面临的外部约束,也可能通过管理层的主观认知影响其披露决策。相较于企业实际诉讼风险,管理层对诉讼后果的感知更直接影响其对披露成本与收益的权衡。然而,现有文献大多停留于“诉讼风险-信息披露”关系的直接检验,尚缺乏从“风险感知”角度解释 D&O 保险如何影响企业披露行为的研究。特别是在 ESG 信息披露兼具声誉收益与责任风险的信息披露场景中,D&O 保险是否会通过缓解管理层对潜在诉讼责任的担忧、降低其预期风险成本,进而提升企业 ESG 信息披露水平,仍是一个有待回答的重要问题。

基于上述分析,本文以 2010—2024 年中国 A 股上市公司为研究样本,系统考察 D&O 保险对企业 ESG 信息披露水平的影响及其作用机制。尝试在以下方面作出边际贡献:第一,从外部治理视角考察 D&O 保险对企业 ESG 信息披露的影响,将 D&O 保险纳入企业非财务信息披露研究框架,拓展了 D&O 保险经济后果的研究边界,也补充了既有关于 ESG 信息披露影响因素多集中于内部治理、制度环境和产权特征的文献不足。第二,从诉讼风险感知角度揭示了 D&O 保险影响企业 ESG 信息披露的内在机制,将管理层对潜在诉讼后果的主观预期纳入分析框架,进一步打开了“D&O 保险—风险认知—披露行为”的作用链条。相较于仅考察直接效应的研究,不仅识别了 D&O 保险对 ESG 信息披露的促进作用,还说明其能够通过缓解管理层对披露责任的担忧、降低

预期风险成本,进而提升企业 ESG 信息披露意愿与水平。第三,为完善 D&O 保险治理功能与 ESG 信息披露制度协同提供了经验启示。一方面,应更加全面地认识 D&O 保险的治理价值,推动保险机构在承保审核、风险定价与续保评估中更好发挥外部监督作用;另一方面,也应促进 D&O 保险机制与 ESG 信息披露监管要求相衔接,引导企业在风险可控基础上提升信息透明度和长期治理投入,从而更好服务资本市场高质量发展。

二、理论分析与研究假设

D&O 保险作为一种兼具风险分担与治理约束属性的制度安排^[22],具有外部治理功能。因此,其对企业 ESG 信息披露的影响并非先验确定,而需要通过理论分析与经验检验加以识别。

(一) D&O 保险与企业 ESG 信息披露水平

从积极影响来看,D&O 保险可能通过以下路径促进企业 ESG 信息披露。第一,激励效应。D&O 保险有助于缓释董事和高管在正常履职过程中面临的个人责任风险,降低其对争议性决策和复杂信息披露的顾虑,进而改善其风险承担意愿与长期决策导向^[14,23]。ESG 投入与 ESG 披露通常具有收益实现周期较长、短期财务回报不够直接的特点,若高管过度担心因披露偏差、信息不完整或外部质疑而承担过高责任,其披露激励可能受到抑制。D&O 保险在一般过失或非故意性披露争议情形下提供一定风险缓释服务,有助于管理层将注意力从短期责任规避转向长期价值创造^[24-25]。第二,事前筛选与风险定价效应。保险公司在承保 D&O 保险时,通常会结合企业治理状况、历史合规记录、诉讼暴露程度、信息披露质量及行业风险特征进行核保评估,并据此确定是否承保及保费水平。虽然保险机构并不直接实施企业内部的日常 ESG 管理,也不具备对复杂碳排放、供应链劳工或环境合规事项进行全过程技术监督的能力,但其在承保前和续保阶段形成的风险筛选与价格约束,仍可能促使企业改善治理质量和信息透明度。对于希望获得更优承保条件、维持稳定保险安排的公司而言,提升 ESG 信息披露质量具有现实激励作用。第三,治理互补效应。D&O 保险往往并非孤立发挥作用,而是与企业现有治理机制相互补充^[26]。对于内部控制较完善、机构投资者参与度较高、外部分析师关注度较强的公司而言,D&O 保险所释放的风险定价信号和治理要求更容易被内部治理体系吸收,从而共同推动更高质量的信息披露^[27]。

D&O 保险能够促进企业 ESG 信息披露,主要基于以下理由:第一,责任边界方面。D&O 保险覆盖的是董事高管在一般履职过程中因过失、疏忽或非故意性行为所引发的民事赔偿责任,而非对故意虚假陈述、欺诈或恶意违法行为的兜底保护。ESG 信息披露虽然涉及较多前瞻性表述和不确定性判断,但其披露争议通常源于信息不完整、预测偏差或标准理解差异等非故意情形,恰好落入 D&O 保险的主要保障范围。因此,D&O 保险在缓释 ESG 披露风险的同时,并不会实质性降低蓄意造假行为所面临的法律后果。第二,保险机构的外部筛选与持续监督方面。保险公司在承保 D&O 保险时,需对企业治理状况、历史合规记录、信息披露质量及 ESG 相关风险敞口进行评估,对信息披露质量较差或治理风险较高的企业,保险机构可能拒绝承保或收取更高保费。这实际上构成了一种市场化的治理约束机制。在续保环节,若发现企业存在严重的信息披露问题或治理缺陷,保险机构同样可能调整承保条件甚至终止保险合同。因此,购买 D&O 保险的企业面临来自外部保险机构的持续监督压力,这与单纯的责任风险“兜底”存在本质区别。第三,中国制度背景方面。在中国资本市场 ESG 信息披露制度持续规范化、监管约束逐步强化的背景下,企业“漂绿”等策略性披露行为面临日益增加的监管问询与诉讼风险。D&O 保险通过降低一般信息披露争议的预期法律成本,引导管理层从短期风险规避转向长期价值导向的披露策略,这与当前 ESG 披露制度“提质量、强约束”的政策方向相一致。基于上述分析,从中国制度背景来看,以下结构性因素进一步强化了 D&O 保险的激励监督功能。第一,中国 D&O 保险尚处于发展初期,投保率较低,保险公司在承保时仍保持较强的风险筛选激励,普遍通过详细的核保问卷审查投保企业的治理结构、过往诉讼记录、关联交易风险和信息披露历史,形成了较高的准入门槛和持续的外部约束。第二,中国资本市场中 D&O 保险的保额和保障范围相对有限,保费水平整体偏低,远未达到能“兜底”全部履职风险的程度,D&O 保险对管理层责任感的削弱效应在边际上受到天然限制。第三,中国近年持续推进证券虚假陈述民事诉讼制度改革,特别是 2019 年新修订的《中华人民共和国证券法》实施后,特别代表人诉讼机制的引入显著提高了对故意虚假陈述的威慑力度,使得 D&O 保险难以

成为蓄意违法行为的事前“安全垫”。这些制度特征共同强化了 D&O 保险的激励监督功能,为本文实证结果提供了更完整的制度逻辑解释。

基于上述分析,本文提出假设:

在其他条件不变的情况下,相比于未购买 D&O 保险的公司,公司购买 D&O 保险会显著提高其 ESG 信息披露水平(H1)。

(二) D&O 保险、诉讼风险感知与企业 ESG 信息披露水平

诉讼风险是影响企业自愿性信息披露的重要因素之一。对于管理层而言,ESG 信息披露虽然有助于改善企业声誉、降低信息不对称并增强资本市场认同,但同时也可能因披露内容存在偏差、遗漏或与未来实际表现不一致而带来潜在法律责任与诉讼风险。因此,这一“感知—决策”链条在 ESG 情境中尤为关键。从微观传导机制来看,地区涉诉氛围向管理层风险感知的传导至少包含三条路径:第一,信息溢出路径,同地区企业涉诉事件通过媒体传播、商业网络关联和监管关注度提升,使本企业管理层更直接、更频繁地接收到诉讼风险信号;第二,警示效应路径,同地区企业的涉诉案例尤其是因 ESG 信息披露瑕疵引发的诉讼,对本企业管理层形成警示,促使其重新评估自身披露策略的潜在法律后果;第三,风险预期更新路径,管理层基于地区诉讼环境的变化持续更新其对诉讼概率和成本的贝叶斯预期,这种动态的风险认知调整直接影响其在不同时期的披露决策。

D&O 保险的一个核心功能,在于对董事高管在履职过程中可能面临的责任风险提供一定保障,激发董事高管履职积极性,推动公司健康发展。已有研究发现,D&O 保险有利于抑制公司违规行为^[28-29]和自利性减持行为^[15],降低财务重述^[30]、违约风险^[31]、财务困境风险^[32]和两类代理成本^[33],提升公司内部控制质量^[27]、风险承担水平和创新能力^[34-35]、公司市场价值^[36]。因而,D&O 保险影响 ESG 信息披露的重要机制之一,在于其改变了管理层对披露风险成本的预期。对于企业而言,ESG 信息披露常常涉及环境表现、劳动用工、供应链责任、合规事项和治理安排等多维度内容,披露过程具有较强的不确定性。若管理层预期披露后更容易引发投资者诉讼、监管问询或其他责任争议,则其披露意愿可能下降。D&O 保险通过风险分担机制,在一定程度上降低了董事高管对一般性履职争议、非故意性信息偏差和相关法律责任的担忧,从而降低信息披露的预期边际风险成本,提高 ESG 信息披露的净收益水平,进而提升披露意愿。但该逻辑并不意味着 D&O 保险降低了所有类型的责任约束。正如前文所述,D&O 保险的兜底保护有可能会诱发董事高管机会主义行为,购买 D&O 保险的公司具有更高的盈余管理程度^[26]和税收激进程度^[37],更差的会计稳健性^[38],更多的短贷长投和更高的经营风险^[39],从而加剧企业金融化^[40]和内部控制缺陷^[41],降低企业绿色全要素生产率^[42]。而这些主观故意虚假陈述、欺诈和恶意违法通常不在 D&O 保险的赔付保障范围内。

基于上述分析,本文提出假设:

在其他条件不变的情况下,D&O 保险通过降低管理层诉讼风险感知,减少其对披露潜在责任成本的担忧,进而提高企业 ESG 信息披露水平(H2)。

三、研究设计

(一) 样本选择及数据来源

选择 2010—2024 年全部 A 股上市公司为研究对象。ESG 评级机构作为资本市场信息中介,通过 ESG 信息的收集、加工与评估,为投资者提供企业 ESG 绩效的客观评价^[54]。采用华证 ESG 信息披露得分数据衡量企业 ESG 信息披露水平,考虑到华证 ESG 评级自 2009 年才开始公开企业相关数据,本文将 2010 年作为研究样本的起始年份。在样本筛选过程中,依次剔除金融保险行业公司、ST(special treatment)及*ST 公司、主要变量缺失的样本,并对连续型变量在 1%和 99%分位进行 Winsorize 缩尾处理以减弱极端值的影响,最终得到研究样本 44304 家公司-年度观测值。D&O 保险数据与企业涉诉数据主要来源于 CNRDS 数据库,ESG 信息披露数据来自华证 ESG 评级数据库,其他财务与治理变量来自国泰安(CSMAR)中国研究数据服务平台数据库。在变量度量方面,采用华证 ESG 评级度量企业 ESG 信息披露水平。选择华证 ESG 评级作为代理变量主要基于以下考量:第一,华证 ESG 评级体系在构建过程中高度依赖企业公开披露的 ESG 相关信息,

包括年度报告、社会责任报告(或 ESG 报告)、环境信息披露报告、公司官网公告等可公开获取的信息来源,评级结果与企业的实际信息披露行为之间存在密切关联。第二,华证 ESG 评级遵循“信息可得性”原则,对未公开披露相关指标信息的企业予以较低评级,从而形成对企业 ESG 信息披露行为的正反馈约束机制。第三,相较于仅关注“是否披露”的二元指标,华证的多档评级(AAA~C)能够在一定程度上反映披露的广度与详细程度差异。尽管如此,ESG 评级并不完全等同于 ESG 信息披露水平。ESG 评级结果除受企业信息披露行为影响外,还可能部分反映企业实际 ESG 绩效表现及评级机构的特定方法论。为缓解这一潜在偏差对研究结论的影响,在稳健性检验中进一步采用华证 ESG 得分(连续变量,替代离散评级赋值)进行稳健性检验。

(二) 模型设定与变量定义

企业 ESG 信息披露属于一种自愿性披露行为,受到公司内外部治理机制的影响。而 D&O 保险不仅是一种风险管理机制,同时也被认为是一种公司外部治理机制。D&O 保险在公司治理中的作用具有激励监督效应。为此,构建模型(1)考察 D&O 保险对企业 ESG 信息披露水平的具体影响。

$$esg = c_0 + c_1 Insured + \sum Controls + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_1 \quad (1)$$

其中:因变量是企业 ESG 信息披露水平(*esg*),选取华证 ESG 评级及各分项指标评级进行衡量,由于华证 ESG 评级给予被评主体“AAA~C”九档评级,借鉴孟猛等^[43]的做法,分别赋值从 9 到 1。同时,还进一步使用环境(*E*)、社会(*S*)和治理(*G*)三个分维度评级作为扩展被解释变量,以考察 D&O 保险对不同维度 ESG 信息披露的影响。自变量是公司购买 D&O 保险与否(*Insured*),参考已有研究^[28]关于 D&O 保险变量的处理方法,如果公司年度内购买了 D&O 保险取值为 1(*Insured*=1),反之则取值为 0(*Insured*=0); $\sum Controls$ 为控制变量; $\sum Firm$ 为公司个体固定效应; $\sum Year$ 为时间固定效应; ε_1 为残差; c 为待估系数。本文重点关注回归系数 c_1 ,如果 c_1 显著为正,表明公司购买 D&O 保险可能会显著提高其 ESG 信息披露水平;反之,公司购买 D&O 保险可能会显著降低其 ESG 信息披露水平。

借鉴温忠麟等^[44]的做法,采用中介效应模型来检验 D&O 保险是否会通过降低企业诉讼风险感知来影响 ESG 信息披露水平,并构建模型(2)和模型(3)。企业面临的诉讼风险既受自身历史诉讼经历影响,也受其所处外部司法环境的塑造,同省份内的企业在司法管辖、监管压力和利益相关者行为模式上具有高度相似性。因此,借鉴 Kim 和 Skinner^[45]的研究做法,采用企业注册地所在省份年度涉诉且为被告公司的占比三年均值作为企业诉讼风险感知(*Risk_peer*)的外生代理变量,其比值越高代表地区诉讼风险传染越强,企业管理层的诉讼风险感知越高。社会认知理论指出,个体的风险判断并非仅取决于自身经历,还深受所处社会环境中的“替代性经验”影响^[46]。同地区同行业企业涉诉信息通过媒体报道、供应链溢出和商业网络传播,构成管理层风险认知的重要参照系。行为公司金融领域的研究亦表明,管理层在评估诉讼风险时存在“可得性启发”,即更容易被近期、频繁和近距离的涉诉事件所影响^[47]。此外,Akey 和 Appel^[48]发现,同地域企业面临的环境执法事件会产生显著的“威慑溢出效应”,促使邻近企业管理层主动加强合规投入和信息透明度。这些文献共同表明,地区层面的涉诉氛围通过信息可及性、社会学习和威慑溢出等多重渠道,影响管理层的主观风险感知,从而为本文中介变量的度量逻辑提供了更为坚实的理论基础。基于上述论证,该指标能够在较大程度上反映企业所处区域的法律风险氛围与潜在诉讼压力,同地区企业集中涉诉会形成诉讼风险传染、示范效应,提升本企业管理层的诉讼风险感知。在模型(2)和模型(3)中重点关注回归系数 a 、 b 和 c'_1 。

$$Risk_peer = aInsured + \sum Controls + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$esg = c'_1 Insured + bRisk_peer + \sum Controls + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_3 \quad (3)$$

其中:*Risk_peer* 为企业诉讼风险感知。

本文还控制如下变量:企业规模(*SIZE*)、盈利能力(*ROA*)、负债水平(*LEV*)、成长能力(*Growth*)、经营能力(*Operation*)、独董比例(*IndDirectors*)、机构持股比例(*InsInvestors*)、董事会规模(*Boardsize*)、管理层薪酬(*TotalSalary*)、董监高持股比例(*MShrRat*)、股权集中度(*ShrHolder10*)、股权制衡度(*Balance*)、两职合一

(*Duality*)、产权性质(*SOE*)、企业年龄(*AGE*)、账面市值比(*BM*)及企业个体固定效应(*FirmFE*)和年度固定效应(*YearFE*)。变量的定义与度量见表 1。

表 1 变量定义与度量

变量类型	变量名称	变量符号	变量度量
因变量	ESG 信息披露水平	<i>esg</i>	ESG 评级转换为 9~1
		<i>E</i>	<i>E</i> 维度评级转换为 9~1
		<i>S</i>	<i>S</i> 维度评级转换为 9~1
		<i>G</i>	<i>G</i> 维度评级转换为 9~1
自变量	是否买 D&O 保险	<i>Insured</i>	若公司年度内购买了 D&O 保险取值为 1,反之则取值为 0
中介变量	企业诉讼风险感知	<i>Risk_peer</i>	三年内地区年度涉诉且为被告企业占比均值
控制变量	企业规模	<i>SIZE</i>	ln(资产总额)
	盈利能力	<i>ROA</i>	净利润占资产总额的比值
	负债水平	<i>LEV</i>	负债总额占资产总额的比值
	成长能力	<i>Growth</i>	营业收入增长率
	经营能力	<i>Operation</i>	总资产周转率
	独董比例	<i>IndDirectors</i>	独立董事占全部董事总人数的比值
	机构持股比例	<i>InsInvestors</i>	机构投资者持股比例之和
	董监高持股比例	<i>MShrRat</i>	董事监事及高管持股比例之和
	董事会规模	<i>Boardsize</i>	董事会人数
	管理层薪酬	<i>TotalSalary</i>	ln(管理层薪酬总额)
	股权集中度	<i>ShrHolder10</i>	公司前 10 位大股东持股比例之和
	两职合一	<i>Duality</i>	总经理与董事长是否两职合一(是为 1,否为 0)
	股权制衡度	<i>Balance</i>	第二大至第十大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
	产权性质	<i>SOE</i>	公司股权性质是否为国有企业(是为 1,否为 0)
	企业年龄	<i>AGE</i>	ln(当年年度-成立年度+1)
	账面市值比	<i>BM</i>	资产总额占公司市值的比值

四、实证结果与分析

(一)描述性统计分析

主要变量描述性统计结果见表 2。其中,*esg* 的均值和标准差分别为 4.140 和 1.080,环境得分(*E*)的均值和标准差分别为 2.030 和 1.180,社会得分(*S*)的均值和标准差分别为 4.600 和 1.670,治理得分(*G*)的均值和标准差分别为 5.380 和 1.270。D&O 保险投保与否(*Insured*)的均值和标准差分别为 0.130 和 0.340。整体来看,样本公司在 ESG 信息披露水平、D&O 保险配置方面均存在较大差异,说明不同企业在可持续信息披露、外部风险管理安排与法律责任环境方面具有显著异质性。

表 2 主要变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>esg</i>	44304	4.140	1.080	4.000	1.000	7.000
<i>E</i>	44304	2.030	1.180	2.000	1.000	6.000
<i>S</i>	44304	4.600	1.670	5.000	1.000	9.000
<i>G</i>	44304	5.380	1.270	6.000	1.000	8.000
<i>Insured</i>	44304	0.130	0.340	0.000	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	44304	22.210	1.280	22.010	19.960	26.240
<i>ROA</i>	44304	3.430	6.240	3.590	-23.920	19.330
<i>LEV</i>	44304	0.410	0.210	0.410	0.050	0.900
<i>Growth</i>	44304	12.480	30.770	8.860	-55.760	150.650
<i>Operation</i>	44304	0.640	0.430	0.540	0.080	2.610
<i>AGE</i>	44304	2.960	0.340	3.000	1.950	3.610
<i>SOE</i>	44304	0.330	0.470	0.000	0.000	1.000
<i>Balance</i>	44304	0.740	0.600	0.590	0.030	2.740
<i>Duality</i>	44304	0.310	0.460	0.000	0.000	1.000

续表

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>InsInvestors</i>	44304	42.910	24.860	44.010	0.360	91.050
<i>MShrRat</i>	44304	13.340	19.230	0.770	0.000	68.030
<i>Boardsize</i>	44304	8.420	1.620	9.000	5.000	14.000
<i>IndDirectors</i>	44304	37.670	5.290	36.360	33.330	57.140
<i>TotalSalary</i>	44304	15.400	0.720	15.390	13.610	17.320
<i>ShrHolder10</i>	44304	0.590	0.150	0.590	0.230	0.900
<i>BM</i>	44304	0.630	0.250	0.630	0.120	1.200

(二) 多元回归分析

1. D&O 保险与 ESG 信息披露水平

为考察公司引入 D&O 保险对其 ESG 信息披露水平的影响,采用模型(1)进行检验。表 3 的(1)列中, *Insured* 的系数在 1%水平上显著为正,表明相较于未购买 D&O 保险的公司,购买 D&O 保险的公司具有更高的 ESG 信息披露水平。这说明,在控制企业个体固定效应、年份固定效应及一系列财务与治理特征后,D&O 保险总体上与更高水平的 ESG 信息披露显著相关,支持假设 H1。进一步使用 ESG 三个细分维度的回归结果显示,环境(*E*)和社会(*S*)的回归系数均在 1%的显著性水平上为正,治理(*G*)的回归系数为正但并不显著。该差异化结果可以从以下角度加以理解:环境和社会维度涉及的披露内容,如碳排放、污染物排放、员工权益、产品责任等具有更高的外部性和不确定性,信息披露更容易引发利益相关方的关注、质疑乃至诉讼。因此,管理层在环境和社会维度面临的潜在责任风险更高,D&O 保险提供的风险缓释功能在这些领域能够产生更为突出的边际激励效应。相反,治理维度通常涵盖董事会结构、内部控制、股东权益保护等内容,这些信息披露在较大程度上受到《中华人民共和国公司法》《上市公司治理准则》等强制性规则的约束,企业之间的披露水平和格式具有较高的相似性和规范性。管理层的自主决策空间相对有限,D&O 保险所能发挥的额外激励作用也因此受到限制。该结果恰好印证了前文理论分析的预期,D&O 保险对 ESG 信息披露的促进作用在管理层具有更大决策自由度的领域更为显著,这也与“缺乏强制披露要求的领域更能体现管理层的自主决策和风险偏好”的直觉逻辑相一致。从经济含义上看,在中国 A 股上市公司情境下,D&O 保险并未主要表现为削弱责任约束的机会主义工具,而更多体现出风险缓释、外部筛选和治理互补所带来的积极作用。尤其是在 ESG 信息披露具有较高复杂性和不确定性的背景下,D&O 保险能够在一定程度上降低董事高管因一般性履职争议而面临的预期责任压力,从而提高其披露意愿。

表 3 D&O 保险与企业 ESG 信息披露水平

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>esg</i>	<i>E</i>	<i>S</i>	<i>G</i>
<i>Insured</i>	0.1570 *** (4.9655)	0.2581 *** (6.2375)	0.1558 *** (3.4449)	0.0027 (0.0852)
<i>_cons</i>	-3.7822 *** (-6.5790)	-1.8545 *** (-2.6741)	-5.6603 *** (-6.4253)	2.0707 *** (3.2273)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>FirmFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>YearFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	44304	44304	44304	44304
Adj. <i>R</i> ²	0.4058	0.4316	0.4772	0.4269

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平下显著;括号内为公司层面聚类的 *t* 统计量。

2. D&O 保险与 ESG 信息披露水平: 诉讼风险感知的中介作用

为进一步考察 D&O 保险是否通过影响诉讼风险感知进而影响企业 ESG 信息披露水平,将诉讼风险感知作为中介变量采用模型(2)和模型(3)进行中介效应检验。表 4 展示了诉讼风险感知的中介效应回归结果。(1)列中 *Insured* 系数在 1%水平上显著为正;(2)列中 *Insured* 的回归系数在 5%的显著性水平下为负;(3)列中 *Insured* 的回归系数在 1%的显著性水平下为正,*Risk_peer* 的回归系数则在 1%的显著性水平下为负,中介效应与直接效应的符号一致。进一步地,本文采用 Sobel 检验和 Goodman 检验对中介效应进行补充检验。结果显示,Sobel 检验 *Z* 值为 6.519,Goodman 检验统计量分别为 6.618 和 6.645,均在 1%水平上显著,表明诉讼风险感知的中介作用具有较强稳健性。具体而言,D&O 保险通过诉讼风险感知的间接效应为 0.0071,占总效应的 8.12%,直接效应(0.0803)仍高度显著,表明 D&O 保险显著降低了企业诉讼风险感知,而诉讼风险感知与 ESG 信息披露水平显著正相关,中介效应检验结果支持部分中介效应的存在。这意味着,

D&O 保险并非通过削弱恶意违法约束来提高企业 ESG 信息披露,而是通过缓释一般履职争议所对应的预期法律成本,改善管理层对披露风险—收益的权衡,从而提高企业开展 ESG 信息披露的积极性。换言之,D&O 保险降低的是信息披露的预期诉讼成本,而不是放松对故意造假行为的惩罚。由此,验证结果支持假设 H2。

(三) 内生性和稳健性检验

为缓解模型可能存在的内生性问题,并检验基准结果的稳健性,进行多种扩展检验。

1. Heckman 二阶段模型

采用 Heckman 两阶段模型控制样本选择偏差。第一阶段构建 D&O 保险购买决策模型,需引入满足外生性条件的工具变量,即影响保险购买但不影响 ESG 信息披露水平。选取行业年度 D&O 保险均值(*Insured_Ind*)作为外生变量。该指标满足排他性约束:行业投保比例越高,个体企业投保概率越大,但与 ESG 信息披露无直接关联。表 5 展示了 Heckman 二阶段模型的回归结果。(1)列中,行业年度 D&O 保险均值的估计系数在 1% 的显著性水平上为正,(2)列~(4)列中,*Insured* 的估计系数均在 1% 的显著性水平上为正。同时,逆米尔斯比率(*IMR*)的估计系数也均在 1% 的显著性水平上为正,说明企业购买 D&O 保险的自选择问题确实存在,而 Heckman 二阶段模型有效地控制了这种偏差。结果显示,在控制可能的选择性偏差后,D&O 保险对企业 ESG 信息披露的促进作用依然显著。

表 5 Heckman 二阶段模型

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Insured</i>	<i>esg</i>	<i>E</i>	<i>S</i>	<i>G</i>
<i>Insured_Ind</i>	2.5357 *** (11.1857)				
<i>Insured</i>		0.1695 *** (5.3625)	0.2707 *** (6.5056)	0.1695 *** (3.7520)	0.0099 (0.3127)
<i>IMR</i>		0.4422 *** (6.1575)	0.4438 *** (4.8930)	0.4844 *** (4.1969)	0.2541 *** (3.2133)
<i>_cons</i>	-10.1634 *** (-15.8356)	-7.8127 *** (-8.7857)	-5.8999 *** (-5.3176)	-10.0759 *** (-7.4480)	-0.2453 (-0.2531)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>FirmFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>YearFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	44304	44304	44304	44304	44304
Adj. <i>R</i> ²		0.4070	0.4326	0.4778	0.4272

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著;括号内为公司层面聚类的 *t* 统计量。

2. 倾向得分匹配-多时点双重差分模型(PSM-DID)

为控制 D&O 保险购买的自选择问题,采用多时点 PSM-DID 模型进行稳健性检验。针对 PSM 适用于截面数据而双重差分(DID)适用于面板数据的特性,现有文献主要提供两种解决思路:一是构造截面 PSM,将面板数据视为截面数据匹配;二是参照白俊红等^[49]的做法逐期匹配。本文依次采用面板数据转化法和逐期匹配法进行倾向得分匹配。基本步骤是:一是将所有公司作为样本,如果公司在某年以后持续购买 D&O 保险,*Treat* 取值为 1,否则为 0。二是 *Post* 为政策时间虚拟变量,当 *t* 大于等于企业首次持续购买 D&O 保险年度时,*Post* = 1,否则为 *Post* = 0,选取公司规模、资产收益率、资产负债率、成长性及法制环境为匹配变量。采用两种方式构建数据集:一是截面 PSM,运用近邻匹配(1:2)为投保公司寻找最优对照组,剔除非共同支撑样本;二是逐期匹配,逐年匹配后纵向合并生成面板数据。对两套数据进行平衡性检验(图 1),再运用多时点 DID 重新估计 D&O 保险对 ESG 信息披露的影响。

表 4 D&O 保险与 ESG 信息披露水平:诉讼风险感知

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>esg</i>	<i>Risk_peer</i>	<i>esg</i>
<i>Insured</i>	0.1570 *** (4.9653)	-0.0034 ** (-2.4603)	0.1552 *** (4.9166)
<i>Risk_peer</i>			-0.5212 *** (-3.9553)
<i>_cons</i>	-3.7829 *** (-6.5801)	0.2056 *** (6.8750)	-3.6758 *** (-6.3930)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	44304	44304	44304
Adj. <i>R</i> ²	0.4058	0.7159	0.4061

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著;括号内为公司层面聚类的 *t* 统计量。

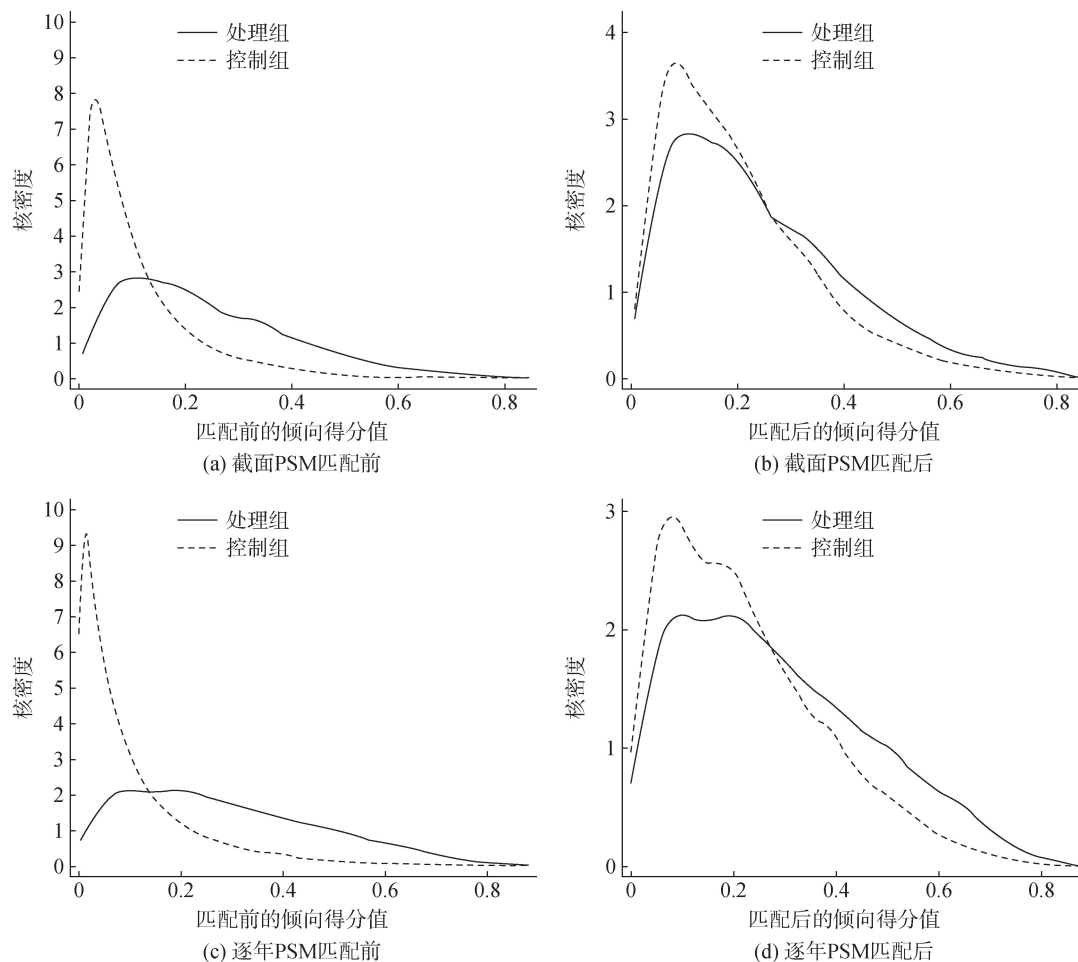


图 1 截面 PSM 和逐年 PSM 匹配前后的倾向得分密度

从图 1 可以看出,匹配前倾向得分分布差异明显,匹配后密度曲线高度重合,分布更为集中。但是,运用 DID 模型的前提是满足平行趋势假定。本文采用回归法检验处理组和对照组在购买 D&O 保险之前是否具有平行趋势的结果显示,公司购买 D&O 保险当期之前的交互项的估计系数与 0 无显著性差异,表明公司购买 D&O 前处理组和对照组之间并无显著差异。而公司购买 D&O 保险后处理组和对照组之间具有显著差异,通过了平行趋势检验。

表 6 展示了基于多时点 PSM-DID 模型进行稳健性检验结果。(1)列和(2)列为采用截面 PSM 的基准回归结果, $Treat \times Post$ 的估计系数均在 1% 的显著性水平上为正;(3)列和(4)列分别为截面 PSM-DID 和逐年 PSM-DID 的满足共同支撑假设的样本回归结果, $Treat \times Post$ 的估计系数也均在 1% 的显著性水平下为正,与基准回归结果无实质性差异,表明公司购买 D&O 保险对 ESG 信息披露水平的影响是稳健的。

3. 使用 ESG 得分代替 ESG 评级

选取华证企业 ESG 总得分及各分项得分作为 ESG 评级替代变量进行稳健性检验。从表 7 的(1)列~(3)列可以看出, $Insured$ 的系数均在 1% 水平上显著为正,而(4)列的回归系数也为正,但并不显著,主要研究结论与前文一致。

表 6 D&O 保险与 ESG 信息披露水平: 多时点 PSM-DID

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	普通最小二乘法	固定效应模型	截面 PSM-DID	逐年 PSM-DID
$Treat \times Post$	0.0882*** (5.8932)	0.1570*** (4.9655)	0.1556*** (4.9272)	0.1469*** (4.5480)
$-cons$	-2.7767*** (-20.2000)	-3.5167*** (-6.6304)	-3.8422*** (-7.0848)	-4.2499*** (-7.4996)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
FirmFE	No	Yes	Yes	Yes
YearFE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	44304	44304	43778	40826
Adj. R^2	0.1485	0.0655	0.0633	0.0614

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著;括号内为公司层面聚类的 t 统计量。

4. 其他期间的企业诉讼风险感知

为检验企业诉讼风险感知指标衡量的稳健性,以同地区年度内涉诉且为被告公司占比的两年均值来衡量企业诉讼风险感知(*Risk_peer2*),并重新进行回归。表 8 展示了公司诉讼风险的稳健性检验回归结果。其中,(1)列~(3)列的回归结果基本上与前文结果一致,企业诉讼风险感知在 D&O 保险影响 ESG 信息披露水平中发挥部分中介作用,中介效应占比为 8.03%,Sobel *Z* 值、*Goodman1* 和 *Goodman2* 分别为 6.454、6.440 和 6.468,且均通过统计显著性水平检验,研究结论具有可靠性。在此基础上,进一步引入董监高持股比例(*MShrRat*)和企业近三年涉诉次数(*Litigation_Count*)作为管理层诉讼风险感知的补充代理指标进行稳健性检验。董监高持股比例越高,个人财富与公司价值绑定越紧密,其对诉讼风险的敏感度越强,D&O 保险的风险缓释效应在该类企业中理论上更为突出。企业过往涉诉记录则直接反映管理层对诉讼后果的“亲身经历”,相较于地区层面指标,过往涉诉经历更能捕捉管理层个体化的风险记忆与预期,同时也为 D&O 保险的需求和效应提供更直接的个体层面变异来源。两种补充指标的回归结果均与主检验结论高度一致(表 9)。首先,直接以董监高持股比例(*MShrRat*)和企业近三年涉诉次数(*Litigation_Count*)替代 *Risk_peer* 进行中介效应检验。以 *MShrRat* 和 *Litigation_Count* 作为企业管理层风险感知的直接代理变量时,并未表现出显著的中介效应,可能是因为管理层持股更多体现激励对齐而非风险感知,而企业层面涉

表 7 D&O 保险与企业 ESG 信息披露水平:
ESG 评分替代 ESG 评级

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>esg</i>	<i>E</i>	<i>S</i>	<i>G</i>
<i>Insured</i>	0.7984 *** (4.9820)	1.2726 *** (5.2742)	0.7866 *** (3.3057)	0.0347 (0.2106)
<i>_cons</i>	32.1529 *** (11.0494)	37.6220 *** (9.0283)	22.9173 *** (4.8218)	61.8448 *** (18.6548)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>FirmFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>YearFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	44304	44304	44304	44304
Adj. <i>R</i> ²	0.4282	0.4764	0.4574	0.4309

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著;括号内为公司层面聚类 *t* 统计量。

表 8 D&O 保险、诉讼风险与企业 ESG
信息披露水平:所有涉诉样本

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>esg</i>	<i>Risk_peer2</i>	<i>esg</i>
<i>Insured</i>	0.1570 *** (4.9653)	-0.0035 ** (-2.4918)	0.1550 *** (4.9120)
<i>Risk_peer2</i>			-0.5498 *** (-4.2149)
<i>_cons</i>	-3.7829 *** (-6.5801)	0.1948 *** (6.5388)	-3.6758 *** (-6.3917)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes
<i>FirmFE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>YearFE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	44304	44304	44304
Adj. <i>R</i> ²	0.4058	0.7125	0.4061

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著;括号内为 *t* 统计量。

表 9 诉讼风险感知中介效应的分样本稳健性检验

变量	高管理层持股	低管理层持股	有涉诉经历	无涉诉经历
	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: 总效应(<i>esg</i>)				
<i>Insured</i> (总效应 <i>c</i>)	0.180 *** (5.12)	0.092 ** (2.41)	-0.002 (-0.04)	0.162 *** (4.66)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>FirmFE</i> / <i>YearFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Panel B: 中介路径(<i>Risk_peer</i>)				
<i>Insured</i> <i>Risk_peer</i> (<i>a</i>)	-0.011 *** (-6.31)	-0.011 *** (-5.14)	-0.017 *** (-6.09)	-0.009 *** (-6.12)
Panel C: 直接效应(<i>esg</i>)				
<i>Insured</i> (直接效应 <i>c'</i>)	0.174 *** (4.96)	0.087 ** (2.26)	-0.007 (-0.12)	0.159 *** (4.57)
<i>Risk_peer</i> <i>ESG</i> (<i>b</i>)	-0.459 *** (-2.81)	-0.508 *** (-3.45)	-0.280 (-1.33)	-0.253 * (-1.95)
Sobel <i>Z</i>	2.556	2.855	1.301	1.862
<i>P</i>	0.011	0.004	0.193	0.063
中介效应占比(%)	2.91	5.89		1.47
<i>N</i>	22148	22156	11017	33287

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著;括号内为基于公司层面聚类稳健标准误的 *t* 统计量;所有回归均控制企业个体固定效应、年度固定效应及控制变量。

诉次数在样本中分布较为稀疏,难以有效捕捉管理层的预期性风险判断。然而,以 *MShrRat* 的年度行业中位数分组,在高层管理持股子样本中,*Risk_peer* 的中介效应仍显著;在低管理持股子样本中,中介效应同样显著。以企业近 3 年是否有涉诉经历分组,在有涉诉经历子样本中,中介效应方向一致但显著性因样本量较小而有所下降;在无涉诉经历子样本中,中介效应边际显著。总体而言,*Risk_peer* 的中介效应在高、低管理持股及无涉诉经历等不同子样本中均保持方向一致且在多数子样本中具有统计显著性,表明以地区涉诉氛围度量的诉讼风险感知中介渠道具有较强的稳健性,并非由特定子样本驱动。

五、进一步分析

本文进一步从产权性质、机构持股、审计质量和分析师关注度四个维度进行分组检验。

(一) 产权性质

根据控股股东和实际控制人性质的不同,一般将企业分为国有企业和非国有企业。表 10 的(1)列和(2)列展示了按产权性质(*SOE*)分组的异质性检验结果。其中,*SOE*=1 为国有企业,*SOE*=0 为非国有企业。在表 10 中,*Insured* 系数在国企组和非国企组均显著为正,但组间差异系数为-0.086,且在 5%的统计水平上显著,表明在非国有企业样本中,D&O 保险对 ESG 信息披露水平的促进作用更为显著。可能的原因在于,国有企业本身受政策引导更强,开展 ESG 信息披露本身的合规性要求更高。因此,D&O 保险通过分散管理层决策风险、强化诉讼风险应对能力来推动 ESG 信息披露的边际作用相对有限。而非国有企业自身面临的披露动机更弱,管理层更担忧提升 ESG 信息披露水平后,若披露内容引发利益相关方质疑会带来自身的诉讼风险。因此,D&O 保险的风险保障功能能够更有效地发挥作用,对提升 ESG 信息披露水平的促进效果也就更为突出。

表 10 D&O 保险与 ESG 信息披露水平异质性检验

变量	(1) 国企组 (<i>SOE</i> =1)	(2) 非国企组 (<i>SOE</i> =0)	(3) 高机构持股 (<i>Inshrate</i> =1)	(4) 低机构持股 (<i>Inshrate</i> =0)	(5) 国际四大 (<i>Big4</i> =1)	(6) 非国际四大 (<i>Big4</i> =0)	(7) 高分析师关注 (<i>Coverage</i> =1)	(8) 低分析师关注 (<i>Coverage</i> =0)
<i>Insured</i>	0.1056 ** (2.1351)	0.1915 *** (4.4775)	0.1964 *** (4.5832)	0.0704 (1.4550)	0.1334 (1.4097)	0.1274 *** (3.8031)	0.2111 *** (4.6258)	0.0802 * (1.8396)
<i>_cons</i>	-5.5460 *** (-5.2438)	-3.9161 *** (-5.3723)	-3.6765 *** (-4.4929)	-3.7804 *** (-4.2921)	-7.9535 *** (-3.0893)	-3.5934 *** (-6.0007)	-4.1435 *** (-4.5813)	-0.6391 (-0.7762)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>FirmFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>YearFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	14565	29739	21945	21856	2632	41565	20387	23917
Adj. <i>R</i> ²	0.4345	0.4059	0.4237	0.4122	0.4975	0.4003	0.3861	0.4099
组间系数差异 (<i>P</i>)	-0.086 **		0.128 ***		0.006 *		0.1310 ***	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平下显著;括号内为公司聚类层面的 *t* 统计量。

(二) 机构持股

与个人投资者相比,机构投资者具有专业知识、资金和信息等方面的优势,能够通过其拥有的投票权影响企业的经营决策。本文依据上市公司的机构投资者持股比例,将样本公司划分为两组。当公司的机构投资者持股比例高于年度行业的机构投资者持股比例均值时,将其界定为机构投资者持股比例高的公司(*Inshrate*=1)。反之,则界定为机构投资者持股比例低的公司(*Inshrate*=0)。表 10 的列(3)和列(4)展示了机构持股异质性的回归分析结果。其中,机构投资者持股比例高的公司回归系数在 1%的显著性水平上呈正向显著,而机构投资者持股比例低的公司回归系数虽不具有显著性,但也为正值。在机构持股比例较高的企业中,D&O 保险的促进作用更强。机构投资者通常更关注企业长期价值和非财务风险管理,对 ESG 信息披露的需求更高。在此情境下,D&O 保险与机构投资者监督之间可能形成治理互补,从而增强其正向效应。

(三) 审计质量

资本市场是以信息披露为核心的市场体系,而会计师事务所作为独立的鉴证机构,承担着资本市场财务信息质量“看门人”的重要职责,在提升资本市场财务信息质量方面具有极其关键的作用。本文根据上市公司聘请的审计机构类型将样本公司分为两组,当公司聘请的审计机构属于国际四大会计师事务所时审计机构类型取值为 1 ($Big4=1$),反之审计机构类型取值为 0 ($Big4=0$)。表 10 的(5)列和(6)列展示了审计机构异质性的回归结果。其中,审计机构属于非国际四大会计师事务所的回归系数在 1%的显著性水平上为正,而审计机构属于国际四大会计师事务所的回归系数虽不显著但也为正,表明相较于由国际四大会计师事务所审计的企业,非国际四大审计企业外部监督相对较弱。因此,D&O 保险所带来的外部治理补充与风险缓释功能更可能体现出更大的边际作用。

(四) 分析师关注

与普通投资者相比,分析师往往拥有金融学、会计学和所跟踪行业的专业知识,通过对公司进行跟踪研究促进公司的信息传播,向市场传递更多有价值的公司特质信息^[50]。本文根据上市公司的分析师关注度将样本公司分为两组,公司的分析师跟踪数量高于同年同行公司的分析师跟踪数量均值时视为分析师关注度高的公司 ($Coverage=0$),反之则视为分析师关注度低的公司 ($Coverage=1$),分析师关注度异质性的回归分析结果见 10 的(7)列和(8)列。其中,分析师关注度较高组,其回归系数在 1%的统计水平上显著为正;而关注度较低组,回归系数则在 10%的水平上显著为正。组间系数差异为 0.129,通过 5%的统计显著性水平检验,高分析师关注组的 D&O 保险系数显著大于低分析师关注组,说明在分析师关注度更高的企业中,D&O 保险对企业 ESG 信息披露水平的促进作用更强。分析师作为资本市场重要的信息中介,能够通过信息挖掘与传播降低企业与外部投资者之间的信息不对称,对企业形成外部监督压力,推动企业更主动地披露 ESG 相关信息;而分析师关注度较低的企业本身信息透明度更差,外部监督约束较弱,因此 D&O 保险对 ESG 信息披露的促进作用被削弱,也符合本文的理论预期。

六、研究结论

作为重要的非财务信息,ESG 信息披露是企业与利益相关者沟通的重要纽带。本文以 2010—2024 年全部 A 股上市公司为研究对象,实证检验了 D&O 保险、诉讼风险感知与企业 ESG 信息披露水平之间的关系。研究发现:

第一,D&O 保险显著提升了企业整体 ESG 评价水平,并主要体现在环境与社会维度。环境和社会维度因涉及更高的外部性和潜在诉讼风险,D&O 保险的风险缓释功能在这些领域发挥了更为突出的边际激励效应;而治理维度因受强制性规则约束较强、管理层自主决策空间有限,D&O 保险的额外促进作用因而受到限制,回归系数为正但未达统计显著。在经过多种稳健性检验后,上述结论依然成立。

第二,机制分析表明,诉讼风险感知在 D&O 保险影响企业 ESG 信息披露水平的过程中发挥了部分中介作用,即 D&O 保险在一定程度上通过缓解管理层对潜在诉讼责任的顾虑,降低信息披露的预期风险成本,从而促进企业提高 ESG 信息披露水平。

第三,异质性分析表明,D&O 保险的促进作用在非国有企业、机构持股比例较高、非国际四大会计师事务所审计及分析师关注度较高的企业中更为显著,该结果支持“治理环境互补假说”,即外部治理机制在现有治理基础相对薄弱的企业中能够发挥更大的边际贡献。

本文的研究结论具有以下启示:

第一,在中国 D&O 保险发展仍处于逐步深化阶段、ESG 信息披露制度持续规范化的背景下,应注重推动两者形成协同治理机制。监管部门可在完善 ESG 信息披露规则、提升披露可比性与约束力的同时,将企业治理质量、合规表现和信息透明度纳入 D&O 保险制度运行的重要考量,促进保险治理与信息披露监管相互衔接,共同发挥规范企业行为、提升信息透明度的治理效应。

第二,应引导保险机构在承保审核、续保评估和风险定价中更加关注企业治理质量与披露透明度,强化其外部监督功能。相较于将 D&O 保险视为单纯的责任赔付工具,更应突出其在事前筛选、风险识别和持续

约束中的治理价值。结合本文“治理环境互补”的异质性分析结果,对非国有企业及外部治理相对薄弱企业可加强制度引导,推动其更好借助 D&O 保险弥补治理短板、提升 ESG 信息披露质量。

第三,上市公司应将 D&O 保险纳入整体治理框架,而非仅将其作为责任对冲安排。企业应将 D&O 保险与内部控制、董事会监督、外部审计及 ESG 治理体系统筹配置,通过合理分担履职风险、稳定管理层预期,增强长期治理投入和高质量信息披露的内生动力,从而更好实现治理优化与可持续发展目标。

需要指出的是,本文仍存在一定局限:

第一,本文采用华证 ESG 评级相关指标衡量企业 ESG 信息披露水平,但 ESG 评级与 ESG 信息披露并非完全等同,前者除受信息披露影响外,还可能受到企业实际 ESG 绩效、治理表现及评级方法差异的影响,因此对披露行为的刻画仍存在一定偏差。

第二,受限于管理层主观风险感知难以直接观测,本文使用地区层面涉诉风险指标对诉讼风险感知进行代理测度,该变量虽能在一定程度上反映企业所处法律环境中的诉讼风险氛围,但仍难以精准捕捉管理层个体化的风险认知。

第三,尽管本文通过多种模型设定与稳健性检验等方式尽可能缓解估计偏误,但对于反向因果和遗漏变量等内生性问题,仍有进一步识别空间。未来研究可结合更直接的 ESG 信息披露测度、更贴近管理层主观认知的风险感知指标及更强的因果识别策略,对相关问题作进一步深化分析。

参考文献

- [1] 李诗,黄世忠. 从 CSR 到 ESG 的演进——文献回顾与未来展望[J]. 财务研究, 2022(4): 13-25.
- [2] 李宗泽,李志斌. 企业 ESG 信息披露同群效应研究[J]. 南开管理评论, 2023, 26(5): 126-138.
- [3] 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(9): 71-89.
- [4] 李志斌,邵雨萌,李宗泽,等. ESG 信息披露、媒体监督与企业融资约束[J]. 科学决策, 2022(7): 1-26.
- [5] LI Y W, GONG M F, ZHANG X Y, et al. The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power[J]. The British Accounting Review, 2018, 50(1): 60-75.
- [6] XIE J, NOZAWA W, YAGI M, et al. Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?[J]. Business Strategy and the Environment, 2019, 28(2): 286-300.
- [7] 徐佳,魏佳灵,卢良栋. 公众参与、政府监管对制造业企业 ESG 表现的协同作用[J]. 技术经济, 2025, 44(5): 39-56.
- [8] JACKSON G, APOSTOLAKOU A. Corporate social responsibility in Western Europe: An institutional mirror or substitute?[J]. Journal of Business Ethics, 2010, 94(3): 371-394.
- [9] BALDINI M, DAL M L, LIBERATORE G, et al. Role of country-and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure[J]. Journal of Business Ethics, 2018, 150(1): 79-98.
- [10] HUANG Q P, LI Y J, LIN M M, et al. Natural disasters, risk salience, and corporate ESG disclosure[J]. Journal of Corporate Finance, 2022, 72: 102152.
- [11] YU E P, GUO C Q, VAN L B. Environmental, social and governance transparency and firm value[J]. Business Strategy and the Environment, 2018, 27(7): 987-1004.
- [12] ALUCHNA M, ROSZKOWSKA-MENKES M, KAMINKI B, et al. Do institutional investors encourage firm to social disclosure? The stakeholder salience perspective[J]. Journal of Business Research, 2022, 142: 674-682.
- [13] 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[J]. 保险研究, 2012(3): 70-80.
- [14] CHALMERS J M R, DANN L Y, HARFORD J. Managerial opportunism? Evidence from directors' and officers' insurance purchases[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(2): 609-636.
- [15] 许荣,戴静雯,傅文霁. 董事高管责任保险、公司信息披露与高管减持[J]. 保险研究, 2023(5): 51-69.
- [16] LIN C, OFFICER M, WANG R, et al. Directors' and officers' liability insurance and loan spreads[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 110(1): 37-60.
- [17] 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[J]. 商业经济与管理, 2016(11): 86-97.
- [18] FIELD L, LOWRY M, SHU S. Does disclosure deter or trigger litigation?[J]. Journal of Accounting & Economics, 2005, 39(3): 487-507.
- [19] NAUGHTON J P, RUSTICUS T O, WANG C, et al. Private litigation costs and voluntary disclosure: Evidence from the morrison ruling[J]. The Accounting Review, 2019, 94(3): 303-327.
- [20] ROGERS J L, VAN B A. Shareholder litigation and changes in disclosure behavior[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 47(1/2): 136-156.

- [21] BOURVEAU T, SCHOENFELD J. Shareholder activism and voluntary disclosure[J]. *Review of Accounting Studies*, 2017, 22(3): 1307-1339.
- [22] O'SULLIVAN N. The demand for directors' and officers' insurance by large uk companies[J]. *European Management Journal*, 2002, 20(5): 574-583.
- [23] AGUIR I, BURNS N, MANSI S A, et al. Liability protection, director compensation, and incentives[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2014, 23(4): 570-589.
- [24] CORE J E. On the corporate demand for directors' and officers' insurance[J]. *Journal of Risk and Insurance*, 1997(1): 63-87.
- [25] 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): 11-20.
- [26] 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[J]. *保险研究*, 2013(7): 57-67.
- [27] 凌士显. 董事高管责任保险与上市公司内部控制质量[J]. *南方金融*, 2019(8): 50-60.
- [28] 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(6): 188-206.
- [29] 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?[J]. *经济与管理研究*, 2020, 41(2): 127-144.
- [30] 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.
- [31] 凌士显. 董事高管责任保险与违约风险——基于中国上市公司 A 股数据的经验研究[J]. *保险研究*, 2022(6): 67-82.
- [32] 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, 39(6): 75-82.
- [33] 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, 38(12): 95-110.
- [34] 胡国柳, 赵阳, 胡珏. 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.
- [35] 周冬华, 罗晨哲, 赵玉洁. 董事高管责任保险与企业创新[J]. *科研管理*, 2022, 43(4): 201-208.
- [36] 许荣, 刘怡君. 董事高管责任保险影响公司价值吗? ——基于新《证券法》修订事件研究的证据[J]. *金融评论*, 2021, 13(3): 79-100.
- [37] 肖士盛, 孙瑞琦, 王誉桦, 等. 董事高管责任保险与企业税收激进度: 促进还是抑制?[J]. *中央财经大学学报*, 2021(7): 58-70.
- [38] 张横峰, 熊怡璐. 董事高管责任保险、机构投资者持股与会计稳健性[J]. *科学决策*, 2021(12): 55-69.
- [39] 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[J]. *管理世界*, 2019, 35(10): 160-171.
- [40] 胡国柳, 李小倩. 外部监督抑或机会主义: 董事高管责任保险与企业金融化[J]. *财经论坛*, 2023(4): 58-68.
- [41] 胡国柳, 常启国. 董事高管责任保险、党组织治理与企业内部控制缺陷[J]. *中国软科学*, 2022(5): 98-111.
- [42] 李源, 赵阳, 秦帅. 董事高管责任保险与绿色全要素生产率[J]. *当代财经*, 2023(6): 145-156.
- [43] 孟猛猛, 谈湘雨, 刘思蕊, 等. 企业 ESG 表现对绿色创新的影响研究[J]. *技术经济*, 2023, 42(7): 13-24.
- [44] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. *心理学报*, 2004(5): 614-620.
- [45] KIM I, SKINNER D J. Measuring securities litigation risk[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 53(1/2): 290-310.
- [46] BANDURA A. Social foundations of thought and action: A social cognitive theory[M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1986.
- [47] TVERSKY A, KAHNEMAN D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases[J]. *Science*, 1974, 185(4157): 1124-1131.
- [48] AKEY P, APPEL I. The limits of limited liability: Evidence from industrial pollution[J]. *Journal of Finance*, 2021, 76(1): 5-55.
- [49] 白俊红, 张艺璇, 卞元超. 创新驱动政策是否提升城市创业活跃度——来自国家创新型城市试点政策的经验证据[J]. *中国工业经济*, 2022(6): 61-78.
- [50] 姜付秀, 顾斌, 马嘉. 证券分析师盈利预测压力的双刃剑效应: 来自极端业绩的证据[J]. *会计研究*, 2025(11): 63-76.

Does D&O Liability Insurance Promote ESG Disclosure? Evidence from the Mediating Effect of Litigation Risk Perception

Shi Weiwei¹, Wei Xiaoyan², Zhang Xiguang³

(1. School of Business, Xinxiang University, Xinxiang 453000, China; 2. Institute of Higher Education,
Beijing University of Technology, Beijing 100124, China; 3. Finance Department,
Xinxiang University, Xinxiang 453000, China)

Abstract: Whether directors and officers (D&O) liability insurance, as an institutional arrangement with both risk-sharing and external governance attributes, influences corporate ESG information disclosure remains to be further tested amid intensified ESG disclosure regulation and escalating capital market demands for non-financial information transparency. Based on a sample of A-share listed companies from 2010 to 2024, the impact of D&O insurance on corporate ESG information disclosure was empirically examined, and the mediating effect of litigation risk perception was tested. It is found that companies purchasing D&O insurance exhibit higher ESG information disclosure levels than those without such coverage, and this conclusion remains valid after various robustness checks. Mechanism tests indicate that litigation risk perception partially mediates the process through which D&O insurance affects corporate ESG information disclosure. Specifically, D&O insurance is shown to enhance ESG disclosure levels partly by alleviating management concerns regarding potential litigation consequences and reducing the expected risk costs of information disclosure. Further analyses reveal that this promoting effect is more pronounced in non-state-owned enterprises, firms with higher institutional ownership, companies audited by non-Big Four accounting firms, and enterprises with higher analyst coverage. Sub-dimensional results show that this effect is mainly reflected in the environmental and social dimensions, whereas the governance dimension, though positively signed, fails to achieve statistical significance. From the perspective of external governance, the literature on the economic consequences of D&O insurance and the determinants of corporate ESG disclosure is extended, empirical evidence is provided for understanding how insurance governance mechanisms affect corporate non-financial information disclosure, and practical implications are offered for improving the coordination between D&O insurance systems and ESG disclosure regulation.

Keywords: D&O insurance; ESG disclosure quality; litigation risk perception; external governance; mediating effect