

## 董事兼任與責任險的相關性研究

陳珮滢\* 陳家偉\*\* 張哲嘉\*\*\*

**摘要：**有別過去文獻多探討兼任董事的經濟效益，本文旨在探討董事兼任行為的動機。採用台灣上市櫃公司個別董事資料，本文探討董事兼任意願與公司董事責任險投保狀況的關聯性。實證結果顯示相對無投保董事責任險公司，投保公司較易新聘到已於其他公司擔任董事的董事，甚至較易新聘到具獨立性、專業背景、高學歷或跨產業經驗的兼任董事。但因董事責任險保障而吸引兼任董事的效果，會隨董事已兼任席次數的增加而減弱。本文結果隱含董事決定兼任行為時會考慮後續的訴訟成本，而訴訟成本的移轉有助公司吸引獨立或優秀的董事。

**關鍵詞：**董事兼任、董事責任險、訴訟風險

---

\* 國立中興大學財務金融學系博士生

\*\* 東海大學財務金融學系教授

\*\*\* 東海大學財務金融學系副教授（通訊作者，ccchang@thu.edu.tw）

作者感謝李建然教授（領域編輯）、洪聖閔教授、潘虹華教授、顏信輝教授（總編輯）與兩位匿名審查人對本文提供許多寶貴之修改意見。

108 年 04 月收稿

108 年 10 月接受

三審接受

DOI: 10.6675/JCA.202202\_23(S).04

## Multiple Directorships and Directors' Liability Insurance

Pei-Ying Chen\*   Chia-Wei Chen\*\*   Che-Chia Chang\*\*\*

**Abstract:** While prior studies have focused on the implications of multiple directorships, this study provides market participants with new insights into directors' incentives to accept an additional directorship. We investigated the association between multiple directorships and directors' liability insurance. The analysis of Taiwanese director-level data indicated that, compared with uninsured firms, insured firms are more likely to attract the directors of other firms. Our empirical results further indicate that insured firms are more likely to attract other firms' directors with independent, professional, educational, or industrial backgrounds. However, we find that the likelihood of accepting an additional directorship decreases with the number of directorships that the director holds. Our findings suggest that directors' legal liabilities affect their decisions to accept an additional directorship. Our findings also imply that firms can attract high-quality directors by shifting their legal liabilities.

**Keywords:** multiple directorships, directors' liability insurance, litigation risk

---

\* PhD Student, Department of Finance, National Chung Hsing University

\*\* Professor, Department of Finance, Tunghai University

\*\*\* Associate Professor, Department of Finance, Tunghai University (Corresponding author, ccchang@thu.edu.tw)

The authors gratefully acknowledge the valuable comments of Sheng-Min Hung, Jan-Zan Lee (Field Editors), Huang-Hua Pan, Sin-Hui Yen (Chief Editor), and two anonymous reviewers.

Submitted April 2019

Accepted October 2019

After 3 rounds of review

DOI: 10.6675/JCA.2022202\_23(S).04

## 壹、緒論

董事會職能在公司治理領域為一相當受到關注的議題，其原因不外乎董事會扮演股東代理人的角色，負責協助與監督公司的發展，並以追求公司與股東利益最大化為首要目標。董事成員的特質攸關董事會的效能，也因此其組成格外受到學術與實務界的重視。而現下諸多探討董事會架構的實證或理論研究中，尚有待釐清且值得進一步探究的區塊，亦即董事是否應當兼任其他公司董事職務的爭議話題。

過往文獻著重個別董事的獨特性，如學經歷、聲譽或人脈等直接關係董事能力與優勢的特質，而董事的兼任與否隱含另一用以區隔董事間異質性的特殊面向。具體來說，兼任其他公司董事隱含該董事可能擁有公司所需的某種特質，故於市場中被強烈需求，兼任席次的多寡或可傳遞有關該董事品質的訊息 (Fama and Jensen, 1983)，過去文獻也指出兼任董事可提升公司價值 (Ferris, Jagannathan, and Pritchard, 2003; Field, Lowry, and Mkrtchyan, 2013; Elyasiani and Zhang, 2015)。然而兼任多家公司董事可能限制該董事所能支配的時間，進而弱化該董事原先預期所能給予的貢獻 (Fich and Shivdasani, 2006; Jiraporn, Davidson, DaDalt, and Ning, 2009; Adams, Hermalin, and Weisbach, 2010; Ahn, Jiraporn, and Kim, 2010; Falato, Kadyrzhanova, and Lel, 2014; Hauser, 2018; Brown, Dai, and Zur, 2019)。雖然上述文獻指出董事兼任的利弊仍存在爭論，但基本上兼任董事仍多以維護個人聲譽為重要考量 (Kiel and Nicholson, 2006; Masulis and Mobbs, 2014)。

雖然董事兼任不如直觀的個人特質變數可明確表達該董事於董事會中所能產生的效益，但台灣實證研究普遍指出兼任董事的正面效益，如張元與葉清雄 (2014) 和張瑀珊與張懷源 (2018) 分別指出兼任董事有助公司降低債務資金成本與提升盈餘品質，丁秀儀與翁天龍 (2013) 也指出具某些特質的兼任董事有助降低公司波動性。由於台灣近年開始推廣上市櫃公司設置獨立董事與審計委員會，因相關董事的條件限制嚴苛 (葉銀華與李存修, 2003)，能同時具備專業性與獨立性人才相對較少，產生了供不應求的情況，因此具有優勢特質的董事就成了各公司競相延攬的對象，如何鼓勵有限的人才提供專業技能，董事兼任的動機便是值得探討的議題。然過去文獻主要著重探討董事兼任效益，除 Ferris and Jagannathan (2001) 和丁秀儀與陳于欣 (2010) 外，探討董事兼任動機的研究卻相對有限，為彌補此一值得深入研究的缺漏區塊，本文研究目的主要在解釋董事兼任的動機，並帶出將來可進一步探索的相關議題。據此，本文試圖將董事兼任連結至公司治理中另一熱門的議題，董事責任險，並藉由兩者的關聯性來檢視董事的兼任行為。

伴隨諸多公司舞弊持續的發生，投資人對股票市場中的資訊不對稱及其可能造成的利益衝突已漸漸有基本的認識與防備，此趨勢除促使投資人保護意識高漲外，無形間也增加董事會面臨的壓力。董事成員由股東推舉而出，負責監督經理人是否確實以

追求股東利益最大化為首要目標，一旦董事未盡職責時，將可能面對巨大的訴訟費用與賠償損失。高度的董事責任風險預期將降低優秀人才出任公司董事的意願，也讓台灣近年推行的獨立董事制度與審計委員會等制度面臨相當大的挑戰。為分散求償風險及鼓勵優秀人才擔任重要職位，公司皆紛紛藉由董事責任險之投保，吸引更多專業之獨立董事。而台灣金融監督管理委員會更規定自 2018 年起首次公開發行的上市櫃公司須強制投保董事責任險，至 2019 年更將擴大適用所有上市櫃公司。

延續此脈絡，若董事兼任無可避免的將壓縮董事執行職務的時間，董事兼任亦勢將降低董事乃至董事會的效能，進而增加經理人不當行為的發生機率，而在董事會之監督功能被強烈需求的情況下尤甚 (Ferris et al., 2003; Jiraporn et al., 2009)。以此推論，董事於考量是否兼任其他公司的董事職位時，即可能以訴訟風險做為取舍的依據。換言之，董事兼任所引發的失職及其所造成的訴訟費用與賠償損失若能得到豁免，兼任的誘因預期將會更加強烈。源自以上的推論，董事責任險的投保與否似乎恰巧提供一個用以觀察上述董事兼任動機的實證機會。

董事責任險的設計在於保障董事成員的財富不至於因為訴訟的發生而受到影響，為確保發生訴訟時可以獲得理賠，受保董事應有動機善盡職責，使其得以免責於非惡意行為導致之股東權益受損 (Core, 1997)；故過去文獻也指出，投保董事責任險有助公司延攬及續留優秀且獨立的董事 (Priest, 1987; O'Sullivan, 1997)。因此，兼任董事職務造成的可支配時間不足及其可能衍生的效力不彰得在董事責任險的保障下產生風險轉移的效果，進而強化董事兼任其他公司董事的動機。

過去文獻指出董事於決定是否兼任其他董事職位時，主要考量其將任職公司的特色、規模與知名度，這應與董事累積自身在勞力市場的聲譽有關 (Fama and Jensen, 1983; Kiel and Nicholson, 2006; Masulis and Mobbs, 2014)。透過剖析台灣上市櫃公司於 2008 年至 2015 年的個別董事兼任資料，本文實證結果進一步指出，董事在選擇是否額外兼任其他公司董事時，亦將該公司是否有投保董事責任險做為受聘與否的決定因素之一，隱含董事在評估是否受聘時，有風險趨避的行為表現。上述實證結果亦有經濟顯著性，本文研究樣本期間內約有 2% 的董事席次由已於其他公司擔任董事的人士所新任，而投保公司新聘到兼任董事的機率便高出未投保公司 0.8%。但本文也發現因董事責任險保障而吸引新兼任董事的效果隨董事已兼任席次數的增加而減弱，隱含當兼任席次數已很多時，董事時間彈性、服務品質嚴重壓縮，相繼延伸的訴訟風險已非單純由董事責任險保障所能彌補。上述主要實證結果並未因改採用董事責任險保額而有所不同，即當保額增加，公司新聘到兼任董事的機會也隨著提高，而此正向關聯亦隨董事已兼任席次數的增加而減弱。除此之外，本文採用不同實證研究方法以控制公司特質或潛在內生性問題，亦得到一致實證結果。

過去文獻指出公司投保董事責任險有助於聘任獨立或優秀的董事 (Priest, 1987; O'Sullivan, 1997)，不同特質的潛在董事在考量是否新兼任公司董事時，對公司是否投保責任險的態度也可能有所不同，據此本文執行許多額外測試，以探討投保董事

責任險如何影響不同特質董事的兼職行為。首先，相較內部或外部非獨立董事，獨立董事應該對個人聲譽與訴訟成本更加敏感，而本文實證結果指出，投保董事責任險的公司較能吸引其他公司董事兼任其獨立董事，此結果亦與 Jia and Tang (2018) 的研究結果相呼應。另外，額外測試結果亦顯示投保公司較能吸引到具專業能力、高學歷或多元產業經驗的兼任董事。與主要實證結果一致，董事責任險在吸引獨立、專家、高學歷、跨產業經驗人士新兼任董事的效果，亦隨著董事已兼任席次數的增加而減弱。上述額外測試結果指出董事責任險的保障在新聘不同特質兼任董事時的異質效果。

雖然責任險的設計，乃寄望董事成員能在無後顧之憂的環境下，稱職的為公司及股東盡到諮詢與監督的責任並進而提升公司治理機制 (Holderness, 1990; O'Sullivan, 1997; Yuan, Sun, and Cao, 2016)，但風險移轉的效果在提升董事職能之餘，也可能惡化董事成員的代理問題 (Lin, Officer, and Zou, 2011; Lin, Officer, Wang, and Zou, 2013; Chen, Li, and Zou, 2016)，畢竟在風險無虞的氛圍下，董事卸責的代價相對較小，若一併思考兼任董事時間分配的限制，該董事效能下降便不難預期。因為兼任邀約多存在聲譽與報酬的誘因，而可能的損失則已在責任險的保障下被轉嫁，責任險的保障無疑增加董事兼任的意願。當然，如此推論未必代表兼任董事必然造成公司價值的減損，且過往文獻也不盡然認同兼任董事的負面影響 (Ferris and Jagannathan, 2001; Kiel and Nicholson, 2006)，但本文的發現應足以肯定董事責任險的投保與否影響著董事於考量兼任時的決策，甚至有助鼓勵獨立或優秀董事的兼任意願。

依據本文的研究主題與實證結果，潛在貢獻應可分別由三個不同的層面來說明。首先，台灣對於董事兼任的研究相對較少 (丁秀儀與陳于欣, 2010; 丁秀儀與翁天龍, 2013)，本文探討投保董事責任險與董事兼任關係，以此補足台灣資本市場於此公司治理議題之研究。雖然本文的實證結果無法直接用以斷言董事兼任必然將改變董事的效能，但得以在連結董事責任險與兼任行為的實證支持下，反應出兼任董事風險趨避的行為，若在風險移轉的當下引發董事懈怠 (更加投入)，兼任董事與公司績效的負向 (正向) 關聯自然也是可以預期的。

其次，董事兼任的相關文獻多集中在兼任利弊的探討，但兼任的誘因與考量依據似乎是顯少被關注的。有別於 Ferris and Jagannathan (2001) 和丁秀儀與陳于欣 (2010) 使用的公司年度樣本，本文由個別董事的資料來推論可能促成兼任的誘因，除可更清楚觀察個別董事行為上的不同表現，也可藉由誘因的探討來推測董事兼任潛藏的優缺點。董事會的組成除於一般公司年度資料中可能與董事責任險有關聯外，從董事層級資料可知，個別董事於兼任數量有所差異的前提下，亦會對董事責任險的保障誘因產生不同程度的反應。雖然本文實證結果不代表公司投保董事責任險後可藉由吸引兼任董事提高公司價值，但實證結果確實指出投保董事責任險有助公司新聘獨立或優秀的兼任董事。另外，董事層級資料亦顯示投保董事責任險在吸

引不同特質的董事上有異質效果。本文實證結果隱含過往董事責任險的研究中，實有必要將觀察對象深入至董事會內的個別成員；亦即在每位董事對於責任險的需求可能有所不同的驗證下，公司層級的董事組成變數將無法精確反應個別董事對於責任險的偏好程度。

最後，本文研究結果具有政策意涵。台灣主管機關為強化公司治理機制，近年推廣上市櫃公司設置獨立董事與審計委員會，相關措施使得兼任董事成為重要的議題，為鼓勵專業人才致力於提升台灣公司治理品質，主管機關進而推廣上市櫃公司投保董事責任險。本文研究結果預期能就此兩相關聯政策提供資訊予主管機關參考、評估。

後續各節編排如下，第貳節為文獻回顧與假說建立；第參節與第肆節分別介紹本文研究樣本與研究模型；主要實證結果與額外測試的實證結果分別彙整於第伍節及第陸節；結論則歸納於第柒節。

## 貳、文獻回顧與假說建立

在傑出人才相對有限及公司漸趨透明化的前提與特色下，公司為建構讓股東放心的董事會，勢必致力延攬頂尖人才加入董事會。這類人才有著各自不同的優勢，例如特殊的專業、豐富的經驗、廣大的人脈或政商連結及令人敬重的聲譽等，因為擁有獨特的價值而使得這些相對少數的人選成為眾多公司爭相網羅的對象，期許董事會在這類人選加入後得以產生實質效率及功能性的提升 (Ferris et al., 2003; Field et al., 2013; Elyasiani and Zhang, 2015)。由勞動市場之供需視角來看，董事兼任即隱含該董事的潛藏價值 (Fama and Jensen, 1983)。

雖然公司希冀藉由聘任擁有獨特優勢的人才以強化董事會職能，然這類人才在選擇兼任多家公司董事時亦有其考量。維持、甚至提升於勞動市場中的聲譽，是董事善盡職務時的主要考量點 (Fama and Jensen, 1983; Kiel and Nicholson, 2006; Masulis and Mobbs, 2014)，然而兼任過多公司董事，勢必限縮該董事投入於各兼任職務的時間，因而弱化該董事原先預期能服務或協助受聘公司的初衷 (Fich and Shivdasani, 2006; Jiraporn et al., 2009; Adams et al., 2010; Ahn et al., 2010; Falato et al., 2014; Hauser, 2018; Brown et al., 2019)，而其聲譽自然也將因為服務品質的下降而受到質疑。

關於董事兼任動機，Ferris and Jagannathan (2001)指出大型公司與高成長公司因有助累積個人聲譽，故有較高比重的兼任董事。而丁秀儀與陳于欣 (2010)進一步指出，雖然市場對高度兼任董事有負向反應，但卻對董事兼任大型公司採正面評價。上述兩篇文章實證結果呼應前段關於兼任董事時間配置與聲譽考量等因素，為目前少數探討董事兼任誘因的文獻。承接此議題，本文認為背後值得關注或更具體影響兼任與否的因素最終可指向兼任所延伸的風險。兼任董事不可避免

的將暴露在任職公司發生財務危機、財務報表舞弊、涉入行賄、牽扯內線交易等風險下，而這些除影響兼任董事在市場的聲譽外，最終都隱含著訴訟風險。伴隨著兼任公司數目增加而減少的可分配時間，不論是實質的責任或投資人情感上的歸咎，可預期的訴訟風險也會提高，訴訟一旦發生，兼任董事在勞力市場的聲譽將受到影響。是故，理性的董事在評估是否兼任多家公司董事時，難免會考量隨之而來的訴訟風險與其衍伸的成本，而本文旨在探討潛在董事是否會傾向兼任已投保董事責任險之公司。

自 1997 年發生亞洲金融風暴與 2001 年起陸續發生於全球主要經濟體的舞弊案後，董事決策已被投資人放大檢視，亦使投保董事責任險的需求大增<sup>1</sup>。而台灣保險公司借鏡歐美保險市場提供類似的董事責任險商品，補償董事於執行被保險相關職務時，因其不當行為而遭受賠償請求所產生之損失<sup>2</sup>。雖然台灣董事責任險興起的背景與歐美先進國家雷同，但台灣卻是少數主管機關強制公司揭露董事責任險相關資訊的經濟體，此一獨特性提供了觀察投保董事責任險是否影響董事兼任決策的良好實證環境。

依照董事責任險的設計，只要被保董事執行職務秉持立意良善，因其不當行為遭受賠償請求所產生的損失將由保險公司吸收，故投保責任險將鼓勵董事接受風險並降低投資不足的機率 (Bhagat, Brickley, and Coles, 1987; Core, 1997)。雖然董事責任險的保障可能造成董事過度接受風險甚至採用較極端的會計政策 (Chung and Wynn, 2008; Lin et al., 2013; Chen et al., 2016)<sup>3</sup>，但廖秀梅、湯麗芬與李建然 (2016) 指出投保董事責任險的公司盈餘品質具有較高的穩健性，係因盈餘報導較穩健的公司訴訟風險較低，進而可支付較低的保費，而該機制可降低公司代理問題，進而提升公司價值。Chang and Chen (2018) 也指出雖然投保公司有較高度應計項目盈餘管理，但實質盈餘管理與整體盈餘管理程度卻是較低的。

本文著重投保董事責任險將受保董事訴訟成本轉嫁保險公司的效益，可以預期公司將利用投保董事責任險，以延攬及續留優秀且獨立的董事 (Priest, 1987; O'Sullivan, 1997)。基於以上論述，本文預期董事責任險保障與董事兼任存在正相關性，亦即公司董事責任險的投保與否影響著潛在董事是否選擇兼任該公司之董事職務的決定<sup>4</sup>。據此，本文建立相關研究假說如下：

<sup>1</sup> 2004 年左右，台灣亦爆發連串舞弊案件，事後台灣有關當局參考美國作法訂立系列董事會職責法規(如：董事專家背景、出席率與進修相關規定、設立審計及薪酬等委員會相關規定與薪資揭露相關規定)。

<sup>2</sup> 常見受補償損失有抗辯費用、訴訟費用及和解金等，然經確定的不誠實或詐欺行為所引發的訴訟損失則不在理賠範圍內。

<sup>3</sup> 湯麗芬、廖秀梅與李建然 (2014、2015) 指出較極端的會計政策主要與超額投保董事責任險有關。

<sup>4</sup> 相關文獻亦指出保險公司為預防被保董事發生道德危機，將在保約期間扮演外部監督者的角色並進而強化董事會職能 (Holdermess, 1990; Core, 2000)，然 Baker and Griffith (2006) 指出保險公司在承接保險業務後未必積極監督被保董事的道德危機，而是在承保時將道德風險延伸的損失轉嫁入保費中，如此保險公司扮演的的外部監督機制應不致影響潛在董事是否選擇兼任該公司之董事決定。

**假說 1：**相較於未投保董事責任險公司，投保公司有較高機會新聘已於其他公司任職董事之董事。

基於專業與名望等優勢，某些董事兼任數家公司董事職位並得以累積個人聲譽，但身兼多職亦可能造成董事沒有足夠的時間監督公司運作而對公司績效或價值產生負面影響 (Fich and Shivdasani, 2006; Hauser, 2018)。Ferris and Jagannathan (2001)指出董事會考量公司對個人聲譽的影響而選擇是否兼任公司董事職位，丁秀儀與陳于欣 (2010) 更指出董事忙碌程度提高時，市場會有顯著的負面反應。

上述文獻隱含兼任多席董事職位所帶來個人聲譽上的邊際效益應會隨著兼任席次的增加而減少，再考量高度壓縮的參與時間與各兼任公司累加的訴訟風險，本文推論隨著董事原有的兼任席次增加，董事責任險保障對該董事的邊際效益應會隨著下降。承接假說 1，本文建立相關研究假說如下：

**假說 2：**隨著既有兼任董事席次增加，投保公司新聘已於其他公司任職董事之人士為董事的機會減少。

### 參、研究樣本

本文研究樣本取自台灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal)。有別於過往公司治理文獻多以公司層級資料為研究對象，本文著重在個別董事層級資料的剖析，因為該資料較能清楚呈現個別董事在考量兼任與否時的動機與行為。而公司層級的董事資料係以整個董事會為單一個體，故個別董事於面對兼任與否時的反應可能在公司層級樣本下被弱化或低估。

本文樣本期間的起迄時點為 2008 年至 2015 年。台灣關於董事責任險的完整資料僅可回溯至 2008 年，亦即各公司應強制揭露是否投保該保險及其內容的時間點，故本文樣本期間始於該年。而為觀察公司期初 ( $t$  期) 購買董事責任險是否影響後續 ( $t+1$  期) 潛在董事選擇兼任的情形，故樣本期間止於 2015 年。在合併股價、財務報表、公司治理與董事責任險資料庫後，扣除缺漏值，最終樣本包含 84,906 筆董事—公司—一年度觀察值，隸屬於 17,107 位董事會成員及 1,804 家上市櫃公司<sup>5</sup>。

相較於以往文獻中所慣用的北美資本市場，台灣公司於數量及規模上皆相對較小，台灣資本市場除有資料取得的優勢外，董事責任險之投保與未投保公司比例接近、董事學經歷及特質資料完整，提供許多面向用以檢驗董事兼任的行為，亦增加本實證的參考價值。

<sup>5</sup> 以董事與公司層級而言，84,906 筆董事—公司—一年度觀察值分別可追溯到 70,951 筆董事—一年度觀察值與 11,597 筆公司—一年度觀察值。

## 肆、實證模型與變數

為探討董事責任險如何影響董事決定是否兼任多家公司董事，本文採用 Probit 迴歸模型，其迴歸式如下：

$$\begin{aligned}
 Pr(NewMultiple_{i,j,t+1} = 1) = & \phi(\beta_0 + \beta_1 DLI_{j,t} + \beta_2 DLI_{j,t} \times Busy_{i,t} + \beta_3 Busy_{i,t} \\
 & + \beta_4 WageSales_{j,t} + \beta_5 LnAge_{j,t} + \beta_6 LnAssets_{j,t} + \beta_7 BM_{j,t} \\
 & + \beta_8 Lev_{j,t} + \beta_9 ROA_{j,t} + \beta_{10} Volatility_{j,t} \\
 & + \sum_{s=1}^8 \gamma_s GovernanceS_{j,t} + \sum_{s=2009}^{2015} \phi_s YearS_t \\
 & + \sum_{s=1}^{29} \theta_s IndustryS_j) \quad (1)
 \end{aligned}$$

其中，下標  $i$ 、 $j$  與  $t$  分別代表董事、公司與年度； $NewMultiple$  為虛擬變數，新兼任董事者為 1，非新兼任董事者為 0； $DLI$  為  $Insured$ 、 $LnCover$ 、 $Cover\%1$ 、 $Cover\%2$  或  $Cover\%3$ ； $Insured$  為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0； $LnCover$  為公司董事責任險保額(千元)加 1 取自然對數； $Cover\%1$ 、 $Cover\%2$  與  $Cover\%3$  分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額； $Busy$  為當年度未新任董事前已兼任之董事席次； $WageSales$  為公司董事酬勞合計數除以銷貨收入淨額； $LnAge$  為公司成立年數取自然對數； $LnAssets$  為公司資產總額取自然對數； $BM$  為公司權益帳面價值與市值比； $Lev$  為公司負債與資產比； $ROA$  為折舊前營業淨利除以資產總額； $Volatility$  為公司普通股日報酬之年度變異數； $Governance$  為 8 個公司治理因素； $Year$  為年度固定效果； $Industry$  為產業固定效果。

表 1 列示本文主要變數的敘述性統計，各財務型連續變數皆縮尾調整 (Winsorizing) 上下 1% 的極端值。迴歸式(1)包含董事、公司、年度與產業各不同層級的變數，本文參考過去文獻 (Fich and Shivdasani, 2006; Field et al., 2013; Hauser, 2018) 分層列出各變數的敘述性統計量。為觀察公司投保董事責任險是否影響他家公司董事兼任公司董事的意願，本文應變數  $NewMultiple$  係用以區隔董事新兼任與未新兼任的行為，即當他家公司董事於樣本年度內新受聘兼任公司董事職務時為 1，反之為 0。值得注意的是，本文為著重觀察董事決定是否兼任的行為動機，故僅將受公司新聘任為兼任董事的年度設定為 1， $NewMultiple$  為 1 的觀察值即原本已擔任至少一家公司董事的個人，而  $NewMultiple$  為 0 的觀察值則包含：(1) 該年度未有兼任董事的觀察值；(2) 該年度有兼任董事但未有新受聘狀況的觀察值。由表 1 的 Panel A 可發現本文董事—公司一年度觀察值中平均有 7% 的新任董事 ( $NewAssume$ )，雖然新兼任董事 ( $NewMultiple$ ) 占樣本整體比例平均僅為 2%，但已占整體新任董事的 28.57% (2% 除以 7%)，即約有近 29% 的新任董事已兼任他公司的董事職位，故本文所關注的議題具有一定的經濟重要性。

本文主要因變數為 *DLI*，而研究假說 1 預期該係數  $\beta_1$  為正。*DLI* 其一為公司是否投保董事責任險 (*Insured*)，於表 1 的 Panel A 中可發現台灣的投保比例約為 53%，此比例有別歐美趨近於完全投保的比率 (Core, 1997; Chalmers, Dann, and Harford, 2002)，亦有別於中國投保數量相對不足的比率，也因此台灣資料提供了投保與未投保間對照的機會<sup>6</sup>。為觀察相對較高的保險額度是否提升董事的應聘意願，本文亦採用保額相關變數作為主要因變數 (*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2*、*Cover%3*)。由表 1 的 Panel B 可發現，*LnCover* 的平均數為 11.954 約略為 155.438 百萬新台幣，該金額遠低於加拿大公司的保險額度，而保額市值比 (*Cover%1*) 的平均數 0.091 則高於加拿大公司該比率的數字<sup>7</sup>。

另外，個別董事本身已任職的董事席次數 (*Busy*)，可能直接影響該董事是否再兼任的意願，而研究假說 2 則預期係數  $\beta_2$  為負。由表 1 可發現，*Busy* 的平均數與中位數分別為 1.296 與 1.000，隱含台灣的董事普遍未有兼任情事，但本研究樣本中 *Busy* 的最大值為 14，也透露部份董事是董事勞力市場的熱門人選<sup>8</sup>。由 *Busy* 的敘述性統計量可知台灣董事多數未有兼任情事 (*Busy* 為 1)，該類董事在次年度若依然未有兼任情事 *NewMultiple* 即為 0，加上已有兼任的董事 (*Busy* 大於 1) 於兼任後的年度若無新兼任情事 *NewMultiple* 依然為 0，故本文研究設計旨在測試董事的新兼任決策而非僅探討個別公司董事會中兼任董事比例高低。此定義可能使董事責任險對董事兼任的影響被低估，但本文期望藉由此較為嚴謹的研究設計捕捉董事兼任動機，並提供更具穩健性的實證結果。

雖然本文旨在探討個別潛在董事是否將公司董事責任險視為新兼任時的重要考量，但除此之外，仍有許多其他公司特質會影響潛在董事的決策，故本文參考過去文獻 (Cline, Walkling, and Yore, 2018; Hauser, 2018; Aggarwal, Dahiya, and Prabhala, 2019) 在董事層級的迴歸式(1)中控制公司特質相關變數。本文首先控制聘雇公司董事會成員薪酬 (*WageSales*)。雖然董事可能是因為個人聲譽考量，而不把薪酬視為受聘與否的決定因素，薪酬的多寡仍反應董事成員承擔風險的補償及其工作投入與否的誘因，進而左右董事候選人是否受聘的意願 (Ryan Jr. and Wiggins III, 2004)。表 1 的 Panel A 顯示台灣董事成員的年薪平均約為公司銷貨淨額的 0.3%，約為中位數 3 倍，不難看出本文研究樣本包含上市與上櫃、大小規模相異、家族與非家族等多樣化的公司時，董事薪酬設定的差異。

<sup>6</sup> Zou, Wong, Shum, Xiong, and Yan (2008)指出，2004 年僅 4% 中國上市公司有投保董事責任險。Jia and Tang (2018)則指出，2012 年投保與未投保董事責任險的中國上市公司分別為 61 及 1,326 家。

<sup>7</sup> 加拿大公司之董事責任險相關數字係參考 Lin et al. (2011)、Lin et al. (2013)與 Chen et al. (2016)。以 Chen et al. (2016)為例，其樣本董事責任險保額平均數將近 45 百萬元加拿大幣，而保額市值比的平均數則為 0.045。

<sup>8</sup> *Busy* 的 99 分位數為 8，為避免偏離值影響，本文亦僅以 *Busy* 值為 7 以下的觀察值執行迴歸式(1)，且得到一致的實證結果。

表 1 敘述性統計量

Panel A：主要變數與控制變數					
	平均數	標準差	25%	中位數	75%
董事—公司—年度變數 (N=84,906)					
<i>NewAssume</i>	0.070	0.255	0.000	0.000	0.000
<i>NewMultiple</i>	0.020	0.140	0.000	0.000	0.000
董事—年度變數 (N=70,951)					
<i>Busy</i>	1.296	0.803	1.000	1.000	1.000
公司—年度變數 (N=11,597)					
<i>Insured</i>	0.530	0.499	0.000	1.000	1.000
<i>WageSales</i>	0.003	0.006	0.000	0.001	0.003
<i>LnAge</i>	3.194	0.519	2.833	3.219	3.584
<i>LnAssets</i>	15.154	1.482	14.145	14.931	15.944
<i>BM</i>	1.082	0.690	0.600	0.953	1.389
<i>Lev</i>	0.088	0.113	0.000	0.036	0.147
<i>ROA</i>	0.050	0.081	0.008	0.043	0.090
<i>Volatility</i>	2.454	0.902	1.795	2.383	2.995
<i>Governance1</i>	0.049	1.839	-1.410	-0.205	1.345
<i>Governance2</i>	-0.035	1.505	-1.114	-0.397	0.657
<i>Governance3</i>	-0.007	1.359	-0.921	-0.329	0.523
<i>Governance4</i>	-0.009	1.270	-0.886	-0.324	0.587
<i>Governance5</i>	0.014	1.225	-0.720	0.024	0.693
<i>Governance6</i>	-0.010	1.200	-0.781	-0.642	0.320
<i>Governance7</i>	0.013	1.208	-0.450	-0.028	0.513
<i>Governance8</i>	0.017	1.136	-0.547	-0.463	-0.035
Panel B：董事責任險保額 (共 6,147 投保公司—年度觀察值)					
	平均數	標準差	25%	中位數	75%
<i>LnCover</i>	11.954	1.172	11.408	11.972	12.633
<i>Cover%1</i>	0.091	0.114	0.019	0.050	0.113
<i>Cover%2</i>	0.067	0.086	0.015	0.036	0.080
<i>Cover%3</i>	0.153	0.287	0.024	0.059	0.139

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，計有不同層級觀察值。*NewAssume* 為虛擬變數，新任董事者為 1，非新任董事者為 0；*NewMultiple* 為虛擬變數，新兼任董事者為 1，非新兼任董事者為 0；*Busy* 為當年度末新任董事前已兼任之董事席次；*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*WageSales* 為公司董事酬勞合計數除以銷貨收入淨額；*LnAge* 為公司成立年數取自然對數；*LnAssets* 為公司資產總額取自然對數；*BM* 為公司權益帳面價值與市值比；*Lev* 為公司負債與資產比；*ROA* 為折舊前營業淨利除以資產總額；*Volatility* 為公司普通股日報酬之年度變異數；*Governance1* 至 *Governance8* 皆為公司治理因素，分別與董事會控制理、股權結構、法人持股、經理人內部化、董事會規模與大股東、經營權變動、監察人特質、董監質押有關；*LnCover* 為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額。

迴歸式(1)亦包含公司成立至今年數( $LnAge$ )、規模( $LnAssets$ )、成長機會( $BM$ )、財務狀況( $Lev$ )、經營績效( $ROA$ )與波動性( $Volatility$ )等公司特質變數<sup>9</sup>。公司成立年度和其人事穩定度、規模與成長機會皆有關聯性，應和公司對兼任董事與董事責任險的需求有關，故本文參考丁秀儀與陳于欣(2010)將 $LnAge$ 納入迴歸式(1)。任職大型公司或成長型公司董事所帶來的名聲效益較易提高董事兼任意願(Ferris and Jagannathan, 2001; Ferris et al., 2003)，該類公司也常成為投資人訴訟對像而有較高投保董事責任險的意願，故本文於迴歸式(1)納入 $LnAssets$ 與 $BM$ 。相關文獻也指出，公司財務狀況與經營績效皆影響公司是否購買董事責任險與是否吸引其他公司董事兼任公司董事(Core, 1997; Ferris and Jagannathan, 2001; Chung and Wynn, 2008)，故本文於迴歸式(1)納入 $Lev$ 與 $ROA$ 。丁秀儀與翁天龍(2013)指出某些特質的兼任董事有助降低公司波動性，故有可能成為公司網羅的對象，且高波動公司也常成為投資人訴訟對像，故本文於迴歸式(1)納入 $Volatility$ 。

董事責任險為公司治理一環，公司治理品質亦可能左右董事兼任的意願，故本文參考廖芝嫻與王大維(2015)選取21個公司治理變數，並用因素分析自中萃取出8個公司治理因素( $Governance1$ 至 $Governance8$ )加入迴歸式(1)<sup>10</sup>。迴歸式(1)亦包含年度與產業虛擬變數，以控制董事於選擇兼任與否時對期間或產業等總體經濟因素的考量。本文皆採用經Cluster Standard Deviation調整個別董事變異數後之 $z$ 值表達各估計係數的顯著性。

## 伍、實證結果

本文首先執行單變量變異數分析，相關結果列示於表2。本文將公司年度觀察值區隔為投保及無投保群組，分別計算兩群組內新任董事占董事會總席次之比例，並進行平均數與中位數的差異檢定。如Panel A呈現，投保董事責任險公司新任董事約占董事會總席次6.6%，顯著高於未投保公司的5.9%。若將新任董事侷限於新任前已兼任其他公司董事者，相關結果則彙總於Panel B。投保公司新兼任董事約占董事會總席次2%，亦顯著高於未投保公司的1.4%。為方便與後續迴歸分析比較，本文再將Panel A與B的分析拓展成董事—公司一年度觀察值，並分別彙總相關結果於Panel C與D，該結果指出是否新任公司董事( $NewAssume$ )與是否新兼任公司

<sup>9</sup> 本文係以一年內到期長期負債加計長期負債計算 $Lev$ ，故其平均數為0.088。本文亦採用負債總額計算 $Lev$ （平均數與中位數分別為0.362與0.342），後續相關實證結果均維持一致。

<sup>10</sup> 8個公司治理因素為： $Governance1$ 包含獨立董事比率、外部董事比率、控制席次、董事席次控制比例，與董事會控制理相關； $Governance2$ 包含董事持股比例、股份盈餘偏離差、控制持股比例，與股權結構相關； $Governance3$ 包含法人持股比例、外國法人持股比例、外國金融機構持股比例，與機構投資人持股相關； $Governance4$ 包含經理人董監比例、經理人持股比例，與經理人內部化相關； $Governance5$ 包含董事席次、大股東持股比例，與董事會規模、大股東相關； $Governance6$ 包含董事長異動次數、總經理異動次數，與經營權變動相關； $Governance7$ 包含監事席次、監事席次控制比例、監事持股比例，與監事特質相關； $Governance8$ 包含董事質押比例、監事質押比例，與董監質押相關。

董事 (*NewMultiple*) 皆和聘僱公司是否投保董事責任險具正相關性，初步符合本文研究假說 1 之預期。

表 2 投保與未投保董事責任險公司比較統計

Panel A：公司年度新任董事席次（共 11,597 筆公司—年度觀察值）						
	觀察值	平均數	標準差	25%	中位數	75%
投保公司(1)	6,147	0.066	0.132	0.000	0.000	0.111
未投保公司(2)	5,450	0.059	0.120	0.000	0.000	0.083
(2) - (1)		-0.007 <sup>***</sup>			0.000 <sup>***</sup>	
		(-3.229)			[-3.399]	
Panel B：公司年度新兼任董事席次（共 11,597 筆公司—年度觀察值）						
	觀察值	平均數	標準差	25%	中位數	75%
投保公司 (1)	6,147	0.020	0.060	0.000	0.000	0.000
未投保公司 (2)	5,450	0.014	0.049	0.000	0.000	0.000
(2) - (1)		-0.006 <sup>***</sup>			0.000 <sup>***</sup>	
		(-6.178)			[-6.700]	
Panel C： <i>NewAssume</i> （共 84,906 筆董事—公司—年度觀察值）						
	觀察值	平均數	標準差	25%	中位數	75%
投保公司 (1)	46,153	0.073	0.261	0.000	0.000	0.000
未投保公司 (2)	38,753	0.066	0.249	0.000	0.000	0.000
(2) - (1)		-0.007 <sup>***</sup>			0.000 <sup>***</sup>	
		(-3.885)			[-3.885]	
Panel D： <i>NewMultiple</i> （共 84,906 筆董事—公司—年度觀察值）						
	觀察值	平均數	標準差	25%	中位數	75%
投保公司 (1)	46,153	0.023	0.150	0.000	0.000	0.000
未投保公司 (2)	38,753	0.016	0.126	0.000	0.000	0.000
(2) - (1)		-0.007 <sup>***</sup>			0.000 <sup>***</sup>	
		(-7.176)			[-7.174]	

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，計有不同層級觀察值。*NewAssume* 為虛擬變數，新任董事者為 1，非新任董事者為 0；*NewMultiple* 為虛擬變數，新兼任董事者為 1，非新兼任董事者為 0。小括弧中為 t 檢定之 t 值，中括弧中為中位數檢定之 z 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。

表 3 列示各自變數間的相關係數，左下方與右上分別列示 Pearson 與 Spearman 相關係數。從欄(1)可知，公司是否投保董事責任險 (*Insured*) 與各變數之間皆呈顯著相關，故本文將在後續僅就投保公司執行穩健性分析。另外，本文也會參考 Core (1997)和李建然、廖秀梅與韓愷時 (2015)，執行 Heckman (1979)所提出兩階段修正估計法，藉此估計超額董事責任險保額，以期增加實證結果的穩健性。各自變數間的相關係數絕對值大部分在 0.4 以下，故本文實證模型應無明顯的共線性問題。



表 3 相關係數分析 (續)

	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)
(1) <i>Insured</i>	0.066***	-0.011***	-0.186***	-0.118***	0.086***	0.146***	0.154***	0.045***	-0.203***	0.031***
(2) <i>LnCover</i>	0.071***	-0.029***	-0.112***	-0.107***	0.201***	0.124***	0.225***	0.070***	-0.214***	0.060***
(3) <i>Cover%1</i>	-0.004***	0.057***	-0.213***	-0.097***	-0.073***	0.188***	0.078***	0.028***	-0.189***	0.010***
(4) <i>Cover%2</i>	0.030***	0.079***	-0.240***	-0.094***	-0.070***	0.196***	0.066***	0.034***	-0.204***	-0.012***
(5) <i>Cover%3</i>	-0.015***	0.055***	-0.223***	-0.097***	-0.026***	0.143***	0.083***	0.064***	-0.209***	0.003***
(6) <i>Busy</i>	0.028***	-0.022***	0.039***	0.072***	0.171***	0.014***	0.155***	0.044***	-0.012***	0.112***
(7) <i>WageSales</i>	0.091***	-0.096***	-0.083***	-0.005***	0.018***	-0.107***	0.055***	0.058***	-0.018***	-0.024***
(8) <i>LnAge</i>	-0.109***	-0.306***	0.421***	-0.006***	0.086***	-0.268***	0.010***	-0.043***	0.230***	0.131***
(9) <i>LnAssets</i>	0.131***	-0.305***	0.337***	-0.016***	0.539***	-0.175***	0.380***	0.036***	0.057***	0.261***
(10) <i>BM</i>	-0.125***	-0.124***	0.128***	-0.039***	-0.071***	-0.016***	0.045***	-0.089***	0.085***	0.081***
(11) <i>Lev</i>	-0.108***	0.055***	0.043***	-0.077***	0.043***	-0.084***	0.040***	0.022***	-0.009***	0.136***
(12) <i>ROA</i>		-0.173***	-0.031***	0.062***	0.128***	0.080***	0.087***	-0.134***	0.016***	-0.029***
(13) <i>Volatility</i>	-0.205***		-0.137***	-0.081***	-0.178***	0.146***	-0.092***	0.070***	-0.044***	-0.050***
(14) <i>Governance1</i>	-0.016***	-0.133***		0.180***	0.263***	-0.187***	0.149***	-0.034***	0.399***	0.165***
(15) <i>Governance2</i>	0.079***	-0.039***	0.147***		0.321***	-0.275***	-0.041***	0.180***	0.174***	-0.097***
(16) <i>Governance3</i>	0.140***	-0.150***	0.237***	0.164***		-0.285***	0.166***	0.217***	0.107***	0.025***
(17) <i>Governance4</i>	0.070***	0.108***	-0.113***	-0.144***	-0.166***		0.037***	-0.211***	-0.233***	-0.058***
(18) <i>Governance5</i>	0.081***	-0.121***	0.205***	0.054***	0.239***	-0.021***		0.081***	0.044***	0.165***
(19) <i>Governance6</i>	-0.185***	0.119***	0.017***	0.121***	0.071***	-0.138***	0.051***		-0.110***	0.045***
(20) <i>Governance7</i>	0.008***	-0.015***	0.395***	0.100***	0.058***	-0.159***	0.145***	-0.008***		0.117***
(21) <i>Governance8</i>	-0.029***	-0.027***	0.169***	-0.083***	0.100***	-0.103***	0.075***	0.015***	0.093***	

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，共 84,906 筆董事一公司一年度觀察值。表格的左下方與右上方分別列示 Pearson 與 Spearman 相關係數。*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額 (千元) 加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度未新任董事前已兼任之董事席次；*WageSales* 為公司董事酬勞合計數除以銷貨收入淨額；*LnAge* 為公司成立年數取自然對數；*LnAssets* 為公司資產總額取自然對數；*BM* 為公司權益帳面價值與市值比；*Lev* 為公司負債與資產比；*ROA* 為折舊前營業淨利除以資產總額；*Volatility* 為公司普通股日報酬之年度變異數；*Governance1* 至 *Governance8* 皆為公司治理因素，分別與董事會控制理、股權結構、法人持股、經理人內部化、董事會規模與大股東、經營權變動、監察人特質、董監質押有關。\*\*\*、\*\* 與 \* 分別代表顯著水準達 1%、5% 與 10%。

表 4 迴歸分析

	預期 方向	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>DLI</i>	+	<b>0.154<sup>***</sup></b>	<b>0.015<sup>***</sup></b>	<b>0.873<sup>***</sup></b>	<b>1.263<sup>***</sup></b>	<b>0.304<sup>***</sup></b>
		<b>(4.304)</b>	<b>(5.011)</b>	<b>(4.293)</b>	<b>(4.985)</b>	<b>(3.042)</b>
<i>DLI</i> × <i>Busy</i>	-	<b>-0.032<sup>*</sup></b>	<b>-0.003<sup>**</sup></b>	<b>-0.367<sup>***</sup></b>	<b>-0.411<sup>***</sup></b>	<b>-0.138<sup>**</sup></b>
		<b>(-1.862)</b>	<b>(-2.512)</b>	<b>(-2.907)</b>	<b>(-2.779)</b>	<b>(-2.001)</b>
<i>Busy</i>	?	0.001	0.007	-0.005	-0.008	-0.010
		(0.062)	(0.443)	(-0.500)	(-0.750)	(-1.005)
<i>WageSales</i>	+	-2.659	-2.666	-2.347	-2.315	-3.667 <sup>*</sup>
		(-1.488)	(-1.492)	(-1.326)	(-1.308)	(-1.925)
<i>LnAge</i>	-	-0.120 <sup>***</sup>	-0.118 <sup>***</sup>	-0.123 <sup>***</sup>	-0.121 <sup>***</sup>	-0.124 <sup>***</sup>
		(-4.887)	(-4.796)	(-5.050)	(-4.951)	(-5.041)
<i>LnAssets</i>	+	0.083 <sup>***</sup>	0.080 <sup>***</sup>	0.094 <sup>***</sup>	0.100 <sup>***</sup>	0.092 <sup>***</sup>
		(7.661)	(7.403)	(8.682)	(9.025)	(8.503)
<i>BM</i>	-	-0.069 <sup>***</sup>	-0.069 <sup>***</sup>	-0.081 <sup>***</sup>	-0.064 <sup>***</sup>	-0.072 <sup>***</sup>
		(-3.481)	(-3.455)	(-4.042)	(-3.201)	(-3.652)
<i>Lev</i>	-	-0.163 <sup>*</sup>	-0.164 <sup>*</sup>	-0.179 <sup>*</sup>	-0.159 <sup>*</sup>	-0.156
		(-1.695)	(-1.696)	(-1.849)	(-1.645)	(-1.622)
<i>ROA</i>	+	-0.533 <sup>***</sup>	-0.529 <sup>***</sup>	-0.490 <sup>***</sup>	-0.438 <sup>***</sup>	-0.463 <sup>***</sup>
		(-3.765)	(-3.743)	(-3.456)	(-3.127)	(-3.233)
<i>Volatility</i>	-	0.004	0.004	0.003	0.003	0.001
		(0.235)	(0.252)	(0.179)	(0.197)	(0.082)
Intercept	?	-2.978 <sup>***</sup>	-2.965 <sup>***</sup>	-3.108 <sup>***</sup>	-3.259 <sup>***</sup>	-3.036 <sup>***</sup>
		(-13.235)	(-13.155)	(-13.940)	(-14.372)	(-13.601)
<i>Governance</i>		Included	Included	Included	Included	Included
<i>Year</i>		Included	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>		Included	Included	Included	Included	Included
Wald $\chi^2$		361.732 <sup>***</sup>	367.690 <sup>***</sup>	367.142 <sup>***</sup>	385.918 <sup>***</sup>	366.506 <sup>***</sup>
Pseudo R <sup>2</sup>		0.023	0.024	0.023	0.024	0.023

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，共 84,906 筆董事—公司一年度觀察值。所有迴歸式皆採 Probit 迴歸，應變數為虛擬變數，新兼任董事者為 1，非新兼任董事者為 0。欄(1)、(2)、(3)、(4)與(5)中，*DLI* 分別為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3*。*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額(千元)加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度未新任董事前已兼任之董事席次；*WageSales* 為公司董事酬勞合計數除以銷貨收入淨額；*LnAge* 為公司成立年數取自然對數；*LnAssets* 為公司資產總額取自然對數；*BM* 為公司權益帳面價值與市值比；*Lev* 為公司負債與資產比；*ROA* 為折舊前營業淨利除以資產總額；*Volatility* 為公司普通股日報酬之年度變異數。*Governance* 為 8 個公司治理因素，*Year* 為年度固定效果，*Industry* 為產業固定效果。括弧中為 *z* 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。

本文接著執行 Probit 迴歸，迴歸式(1)相關結果列示於表 4。如前所述，本文期望藉由測試董事新兼任決策的研究設計提供更具穩健性的實證結果，故迴歸式(1)的 Pseudo R<sup>2</sup> 約為 2%，但 Wald  $\chi^2$  皆達顯著水準，故迴歸式(1)的模型配適度應無疑慮<sup>11</sup>。欄(1)顯示 DLI 為 *Insured* 時的實證結果，*Insured* 的係數顯著為正，表示樣本董事在面對額外董事職位的邀約時，若邀約公司有投保董事責任險，則董事有明顯較高的受聘意願。該結果支持本文研究假說 1。*Insured* 與 *Busy* 交乘項之係數顯著為負，表示投保董事責任險增加其他公司董事新兼任額外董事職位動機的效益隨著該董事已兼任的董事職位數增加而衰退。該結果支持本文研究假說 2。欄(2)、(3)、(4)與(5)分別彙總 DLI 為 *LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 時的實證結果，並與欄(1)的結果一致。

除統計上的顯著性以外，本文實證結果亦有經濟上的顯著性。以欄(1)為例，在不考慮事前的兼任情況下 (*Busy* 為 0)，投保公司新聘到兼任董事的機率較未投保公司約高 0.8%，此差異為表 1 中 *NewMultiple* 平均數 0.020 的 40%<sup>12</sup>。而當新任前的兼任席次為 1 或 2 席時 (*Busy* 為 1 或 2)，投保公司新聘到兼任董事的機率較未投保公司僅約高 0.6% 或 0.4%<sup>13</sup>。

控制變數方面，除欄(5)達 10% 顯著水準外，聘雇公司董事會薪酬 (*WageSales*) 係數均不顯著，可能係因台灣董事薪酬揭露多以平均值或級距的形式來呈現而使 *WageSales* 產生衡量誤差。另外，台灣董事薪酬亦缺乏權益報酬金額資料，這亦可能讓 *WageSales* 產生衡量誤差。成立較久的公司人事較為穩定，且該類公司趨於成熟而較不具成長性，故 *LnAge* 係數顯著為負。*LnAssets*、*BM* 與 *Lev* 的係數分別顯示大型公司、成長型公司與低財務壓力公司較能吸引到兼任董事，這與 Ferris and Jagannathan (2001) 研究結果一致。*ROA* 係數為負與 Ferris and Jagannathan (2001) 結果不一致<sup>14</sup>。最後，丁秀儀與翁天龍 (2013) 指出兼任董事降低公司波動性的效益僅在公司或董事有某些特質時才較為顯著，這應是 *Volatility* 的係數均不顯著的主要關係。

雖然本文在迴歸式(1)中已控制各方面公司特質，但仍有可能有未觀察到的公司特質同時影響公司是否投保董事責任險及兼任董事的應聘行為，故本文進一步在迴歸式(1)中控制公司隨機效果，並採用經 Cluster Standard Deviation 調整個別公司變

<sup>11</sup> 相較本文探討個別潛在董事是否新兼任董事職位的動態選擇，Fich and Shivdasani (2006)與 Field et al. (2013)則探討個別董事是否為兼任董事的靜態特質，迴歸結果 R<sup>2</sup> 分別為 11%與 9%。Hauser (2018) 則探討個別兼任董事的職位改變，迴歸結果與本文類似 R<sup>2</sup> 較低，約為 1%到 4%。

<sup>12</sup> 邊際效果 (Marginal Effects) 分析指出，其他條件保持不變，投保公司 (*Insured* = 1) 新聘到兼任董事的機率為 2.49%，而未投保公司 (*Insured* = 0) 新聘到兼任董事的機率則為 1.73%，兩者相差 0.76%。

<sup>13</sup> *Busy* 為 1 時，投保與未投保公司新聘到兼任董事的機率分別為 2.32%與 1.74%，兩者相差 0.58%。*Busy* 為 2 時，投保與未投保公司新聘到兼任董事的機率分別為 2.15%與 1.74%，兩者相差 0.41%。

<sup>14</sup> 有別於 Ferris and Jagannathan (2001)探討特定公司有較多的兼任董事，本文旨在探討特定公司較可能新聘兼任董事，*ROA* 係數為負可能隱含高績效公司對兼任董事的需求較低，但相關推論仍有待後續研究探討。

異數後之  $z$  值。相關結果列示於表 5，並與表 4 之實證結果一致。本文進一步執行 Hausman 測試，結果指出表 4 與 5 中各相對應欄位的迴歸結果均無顯著系統性差異，故本文隨後之各項穩健與額外測試皆以迴歸式(1)為基本研究模型。

表 5 穩健性分析—隨機效果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>DLI</i>	<b>0.155<sup>***</sup></b>	<b>0.015<sup>***</sup></b>	<b>0.943<sup>***</sup></b>	<b>1.285<sup>***</sup></b>	<b>0.318<sup>**</sup></b>
	<b>(3.545)</b>	<b>(4.088)</b>	<b>(3.894)</b>	<b>(4.259)</b>	<b>(2.510)</b>
<i>DLI</i> × <i>Busy</i>	<b>-0.033<sup>*</sup></b>	<b>-0.003<sup>**</sup></b>	<b>-0.403<sup>***</sup></b>	<b>-0.411<sup>**</sup></b>	<b>-0.148<sup>*</sup></b>
	<b>(-1.742)</b>	<b>(-2.319)</b>	<b>(-2.960)</b>	<b>(-2.551)</b>	<b>(-1.736)</b>
<i>Busy</i>	-0.010	-0.004	-0.017	-0.020 <sup>*</sup>	-0.022 <sup>**</sup>
	(-0.676)	(-0.300)	(-1.477)	(-1.815)	(-2.058)
<i>WageSales</i>	-3.260	-3.221	-3.081	-3.099	-4.407 <sup>*</sup>
	(-1.482)	(-1.466)	(-1.407)	(-1.414)	(-1.803)
<i>LnAge</i>	-0.152 <sup>***</sup>	-0.150 <sup>***</sup>	-0.159 <sup>***</sup>	-0.156 <sup>***</sup>	-0.161 <sup>***</sup>
	(-5.256)	(-5.167)	(-5.506)	(-5.391)	(-5.547)
<i>LnAssets</i>	0.091 <sup>***</sup>	0.089 <sup>***</sup>	0.104 <sup>***</sup>	0.109 <sup>***</sup>	0.101 <sup>***</sup>
	(6.669)	(6.462)	(7.469)	(7.768)	(7.345)
<i>BM</i>	-0.086 <sup>***</sup>	-0.085 <sup>***</sup>	-0.099 <sup>***</sup>	-0.082 <sup>***</sup>	-0.089 <sup>***</sup>
	(-3.536)	(-3.523)	(-3.967)	(-3.355)	(-3.670)
<i>Lev</i>	-0.171	-0.170	-0.193	-0.167	-0.174
	(-1.400)	(-1.394)	(-1.574)	(-1.367)	(-1.425)
<i>ROA</i>	-0.551 <sup>***</sup>	-0.548 <sup>***</sup>	-0.506 <sup>***</sup>	-0.458 <sup>**</sup>	-0.484 <sup>***</sup>
	(-3.018)	(-3.007)	(-2.770)	(-2.557)	(-2.620)
<i>Volatility</i>	0.006	0.006	0.006	0.006	0.005
	(0.308)	(0.305)	(0.342)	(0.334)	(0.245)
Intercept	-2.997 <sup>***</sup>	-2.982 <sup>***</sup>	-3.120 <sup>***</sup>	-3.233 <sup>***</sup>	-3.051 <sup>***</sup>
	(-12.504)	(-12.440)	(-12.809)	(-13.093)	(-12.602)
<i>Governance</i>	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Excluded	Excluded	Excluded	Excluded	Excluded

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，共 84,906 筆董事—公司一年度觀察值。所有迴歸式皆採 Probit 迴歸並控制公司隨機效果，應變數為虛擬變數，新兼任董事者為 1，非新兼任董事者為 0。欄(1)、(2)、(3)、(4)與(5)中，*DLI* 分別為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3*。*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度末新任董事前已兼任之董事席次；*WageSales* 為公司董事酬勞合計數除以銷貨收入淨額；*LnAge* 為公司成立年數取自然對數；*LnAssets* 為公司資產總額取自然對數；*BM* 為公司權益帳面價值與市值比；*Lev* 為公司負債與資產比；*ROA* 為折舊前營業淨利除以資產總額；*Volatility* 為公司普通股日報酬之年度變異數。*Governance* 為 8 個公司治理因素，*Year* 為年度固定效果。括弧中為  $z$  值，\*\*\*、\*\*、\* 分別代表顯著水準達 1%、5% 與 10%。

表 6 穩健性分析—工具變數

Panel A : <i>LnCover</i> 實證結果			
Dependent Variable	(1)	(2)	(3)
	<i>LnCover</i>	<i>LnCover</i> × <i>Busy</i>	<i>NewMultiple</i>
<i>LnInsurer</i>	13.867*** (86.239)	5.021*** (6.879)	
<i>LnInsurer</i> × <i>Busy</i>	-0.774*** (-9.325)	8.528*** (16.777)	
<i>IYLnCover</i>	0.032 (1.373)	-0.498*** (-5.574)	
<i>IYLnCover</i> × <i>Busy</i>	0.054*** (5.569)	0.461*** (8.678)	
<i>Pre(LnCover)</i>			<b>0.021***</b> <b>(5.654)</b>
<i>Pre(LnCover</i> × <i>Busy)</i>			<b>-0.006***</b> <b>(-3.062)</b>
<i>Busy</i>	0.098 (1.547)	0.424 (1.011)	0.032 (1.551)
Intercept	-0.234 (-0.584)	0.149 (0.132)	-2.904*** (-12.113)
<i>Exogenous</i>	Included	Included	Included
Panel B : <i>Cover%1</i> 實證結果			
Dependent Variable	(1)	(2)	(3)
	<i>Cover%1</i>	<i>Cover%1</i> × <i>Busy</i>	<i>NewMultiple</i>
<i>LnInsurer</i>	0.130*** (57.151)	0.120*** (11.248)	
<i>LnInsurer</i> × <i>Busy</i>	-0.009*** (-10.025)	0.049*** (6.964)	
<i>IYCover%1</i>	0.552*** (17.480)	-0.034 (-0.192)	
<i>IYCover%1</i> × <i>Busy</i>	-0.003 (-0.251)	0.903*** (6.531)	
<i>Pre(Cover%1)</i>			<b>2.102***</b> <b>(4.828)</b>
<i>Pre(Cover%1</i> × <i>Busy)</i>			<b>-0.461**</b> <b>(-2.146)</b>
<i>Busy</i>	0.005*** (7.833)	-0.023*** (-3.915)	0.002 (0.111)
Intercept	0.342*** (28.136)	0.649*** (18.434)	-3.393*** (-13.477)
<i>Exogenous</i>	Included	Included	Included

表 6 穩健性分析—工具變數 (續)

Panel C : <i>Cover%2</i> 實證結果			
	(1)	(2)	(3)
Dependent Variable	<i>Cover%2</i>	<i>Cover%2</i> × <i>Busy</i>	<i>NewMultiple</i>
<i>LnInsurer</i>	0.098 <sup>***</sup> (54.379)	0.101 <sup>***</sup> (10.935)	
<i>LnInsurer</i> × <i>Busy</i>	-0.007 <sup>***</sup> (-9.517)	0.043 <sup>***</sup> (5.438)	
<i>IYCover%2</i>	0.231 <sup>***</sup> (5.624)	0.322 <sup>*</sup> (1.664)	
<i>IYCover%2</i> × <i>Busy</i>	-0.034 <sup>**</sup> (-2.123)	0.361 <sup>***</sup> (3.743)	
<b><i>Pre(Cover%2)</i></b>			<b>3.271<sup>***</sup></b>
<b><i>Pre(Cover%2</i> × <i>Busy)</i></b>			<b>(5.057)</b>
			<b>-0.834<sup>***</sup></b>
			<b>(-2.780)</b>
<i>Busy</i>	0.006 <sup>***</sup> (8.017)	0.002 (0.532)	0.012 (0.700)
Intercept	0.431 <sup>***</sup> (35.789)	0.871 <sup>***</sup> (18.311)	-3.620 <sup>***</sup> (-13.017)
<i>Exogenous</i>	Included	Included	Included
Panel D : <i>Cover%3</i> 實證結果			
	(1)	(2)	(3)
Dependent Variable	<i>Cover%3</i>	<i>Cover%3</i> × <i>Busy</i>	<i>NewMultiple</i>
<i>LnInsurer</i>	0.228 <sup>***</sup> (37.023)	7.216 <sup>***</sup> (3.242)	
<i>LnInsurer</i> × <i>Busy</i>	-0.013 <sup>***</sup> (-4.719)	-0.900 <sup>*</sup> (-2.372)	
<i>IYCover%3</i>	0.000 <sup>*</sup> (1.858)	2.373 <sup>***</sup> (3.148)	
<i>IYCover%3</i> × <i>Busy</i>	-0.000 (-1.529)	-0.516 <sup>***</sup> (-2.985)	
<b><i>Pre(Cover%3)</i></b>			<b>0.718<sup>***</sup></b>
<b><i>Pre(Cover%3</i> × <i>Busy)</i></b>			<b>(5.014)</b>
			<b>-0.000</b>
			<b>(-0.601)</b>
<i>Busy</i>	0.008 <sup>***</sup> (5.641)	1.151 <sup>***</sup> (3.380)	-0.019 <sup>*</sup> (-1.837)
Intercept	0.674 <sup>***</sup> (24.665)	-25.748 <sup>***</sup> (-3.973)	-3.311 <sup>***</sup> (-13.304)
<i>Exogenous</i>	Included	Included	Included

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，共 76,346 筆董事—公司一年度觀察值。所有迴歸式皆採二階段工具變數迴歸，欄(1)、(2)為第一階段最小平方迴歸，欄(3)為第二階段 Probit 迴歸。*NewMultiple* 為虛擬變數，新兼任董事者為 1，非新兼任董事者為 0。*LnCover* 為公司董事責任險保額 (千元) 加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*LnInsurer* 為承保公司董事責任險保險公司家數加 1 取自然對數；*IYLnCover*、*IYCover%1*、*IYCover%2* 與 *IYCover%3* 分別為 *LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 的產業年度平均數；*Pre(•)* 為欄(1)或(2)的預測值；*Busy* 為當年度未新任董事前已兼任之董事席次；*Exogenous* 包含控制變數、公司治理因素、年度固定效果及產業固定效果。括弧中為 *z* 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。

除在迴歸式(1)中控制公司隨機效果，本文亦採用二階段工具變數迴歸以降低內生問題的疑慮。本文採用承保董事責任險保險公司家數與董事責任險變數的產業一年度平均數作為第一階段迴歸的工具變數<sup>15</sup>。

$$DLI_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 LnInsurer_{j,t} + \beta_2 LnInsurer_{j,t} \times Busy_{i,t} + \beta_3 IYDLI_{j,t} + \beta_4 IYDLI_{j,t} \times Busy_{i,t} + \beta_5 Busy_{i,t} + \sum_{s=1}^{51} \delta_s Exogenous_{j,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$DLI_{j,t} \times Busy_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LnInsurer_{j,t} + \beta_2 LnInsurer_{j,t} \times Busy_{i,t} + \beta_3 IYDLI_{j,t} + \beta_4 IYDLI_{j,t} \times Busy_{i,t} + \beta_5 Busy_{i,t} + \sum_{s=1}^{51} \delta_s Exogenous_{j,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中  $DLI$  為  $LnCover$ 、 $Cover\%1$ 、 $Cover\%2$  或  $Cover\%3$ ； $LnCover$  為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數； $Cover\%1$ 、 $Cover\%2$  與  $Cover\%3$  分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額； $LnInsurer$  為承保公司董事責任險保險公司家數加 1 取自然對數； $IYDLI$  為  $IYLnCover$ 、 $IYCover\%1$ 、 $IYCover\%2$  或  $IYCover\%3$ ； $IYLnCover$ 、 $IYCover\%1$ 、 $IYCover\%2$  與  $IYCover\%3$  分別為  $LnCover$ 、 $Cover\%1$ 、 $Cover\%2$  與  $Cover\%3$  的產業年度平均數； $Busy$  為當年度未新任董事前已兼任之董事席次； $Exogenous$  包含迴歸式(1)中的控制變數、公司治理因素、年度固定效果及產業固定效果。

迴歸式(2)與(3)採最小平方法迴歸，相關結果分別彙總於表 6 欄(1)與(2)。以 Panel A 為例，當工具變數為  $LnInsurer$  與  $IYLnCover$  時，迴歸式(2)中的  $\beta_1$  與  $\beta_3$  皆顯著為正，而迴歸式(3)中的  $\beta_2$  與  $\beta_4$  亦皆顯著為正，上述結果皆與預期相符。接著  $LnCover$  與  $LnCover \times Busy$  的預測值  $Pr(LnCover)$  與  $Pr(LnCover \times Busy)$  則分別取代迴歸式(1)中的  $LnCover$  與  $LnCover \times Busy$ ，相關結果彙總於 Panel A 欄(3)中，其中  $Pr(LnCover)$  的係數顯著為正，而  $Pr(LnCover \times Busy)$  之係數顯著為負，此結果與表 4 欄(2)之結果一致。 $Cover\%1$ 、 $Cover\%2$  與  $Cover\%3$  的實證結果分別彙總於表 6 的 Panel B、C 與 D 並分別與表 4 欄(3)、(4)與(5)的實證結果一致。

本文接著就董事會與董事責任險四個潛在的問題分別執行測試，以提供更穩健的實證結果。首先，台灣上市櫃公司董事任期通常三年一任，若無特殊狀況或增設席次，不會每年新聘董事，故本文就公司該年度是否有董事會改選將樣本分成兩群，以觀察實證結果在改選與非改選年度的差異。相關結果彙總於表 7，如 Panel A 呈現，改選年度平均而言董事會約有 14.7% 的新任董事，但非改選年度平均而言董事會只新聘約 2.6% 的董事，兩者的差異達顯著水準。而就兼任董事而言，公司亦集中在改選年度新聘已於其他公司擔任董事之董事。Panel B 與 C 分別呈現採用改選與非改選年度樣本的迴歸結果，雖然結果與表 4 的主要實證結果類似，但可以發現採用改選年度樣本的

<sup>15</sup> 基本上承保公司董事責任險保險公司家數應與公司該責任險保額呈正相關，但應只會透過該責任險保額間接影響公司利害關係人之行為。另公司投保董事責任險具有產業集群現象 (Lin et al., 2011; Lin et al., 2013)，但迴歸式(1)已控制產業固定效果，故  $IYDLI$  應不會與迴歸式(1)的殘差有直接關係。

迴歸結果較為顯著<sup>16</sup>。上述結果隱含兼任董事主要是在董事會改選之際選擇新兼任公司董事職位，因而公司所提供的董事責任險保障亦在此時展現顯著效果。

表 7 穩健性分析—董事會改選與非改選年度

Panel A：董事會改選與非改選年度新任與新兼任董事比例						
	改選年度 (N=30,824)		非改選年度 (N=54,082)		差異檢定	
	平均數(1)	中位數(2)	平均數(3)	中位數(4)	(1) - (3)	(2) - (4)
<i>NewAssume</i>	0.147	0.000	0.026	0.000	0.121 <sup>***</sup>	0.000 <sup>***</sup>
					(68.136)	[66.346]
<i>NewMultiple</i>	0.044	0.000	0.006	0.000	0.037 <sup>***</sup>	0.000 <sup>***</sup>
					(37.588)	[37.279]
Panel B：董事會改選年度迴歸分析結果 (N=30,824)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
<i>DLI</i>	<b>0.157<sup>***</sup></b>	<b>0.015<sup>***</sup></b>	<b>0.989<sup>***</sup></b>	<b>1.308<sup>***</sup></b>	<b>0.247<sup>**</sup></b>	
	(3.583)	(4.145)	(3.830)	(4.250)	(2.273)	
<i>DLI</i> × <i>Busy</i>	<b>-0.028</b>	<b>-0.003<sup>*</sup></b>	<b>-0.418<sup>**</sup></b>	<b>-0.394<sup>**</sup></b>	<b>-0.113</b>	
	(-1.332)	(-1.946)	(-2.565)	(-2.223)	(-1.606)	
<i>Busy</i>	<b>0.011</b>	<b>0.018</b>	<b>0.009</b>	<b>0.004</b>	<b>0.001</b>	
	(0.553)	(0.932)	(0.695)	(0.343)	(0.066)	
Intercept	-2.922 <sup>***</sup>	-2.912 <sup>***</sup>	-3.088 <sup>***</sup>	-3.281 <sup>***</sup>	-2.978 <sup>***</sup>	
	(-10.360)	(-10.320)	(-11.053)	(-11.440)	(-10.625)	
<i>Exogenous</i>	Included	Included	Included	Included	Included	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.027	0.027	0.027	0.027	0.026	
Panel C：董事會非改選年度迴歸分析結果 (N=54,082)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
<i>DLI</i>	<b>0.140<sup>**</sup></b>	<b>0.013<sup>**</sup></b>	<b>0.530</b>	<b>0.833</b>	<b>0.357</b>	
	(2.014)	(2.264)	(1.389)	(1.593)	(1.527)	
<i>DLI</i> × <i>Busy</i>	<b>-0.059<sup>*</sup></b>	<b>-0.005<sup>*</sup></b>	<b>-0.224</b>	<b>-0.335</b>	<b>-0.156</b>	
	(-1.667)	(-1.684)	(-1.028)	(-1.128)	(-0.900)	
<i>Busy</i>	-0.017	-0.015	-0.044 <sup>**</sup>	-0.043 <sup>**</sup>	-0.042 <sup>**</sup>	
	(-0.655)	(-0.597)	(-2.099)	(-2.102)	(-2.033)	
Intercept	-2.967 <sup>***</sup>	-2.952 <sup>***</sup>	-3.011 <sup>***</sup>	-3.071 <sup>***</sup>	-3.005 <sup>***</sup>	
	(-6.296)	(-6.263)	(-6.286)	(-6.252)	(-6.309)	
<i>Exogenous</i>	Included	Included	Included	Included	Included	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.036	0.036	0.035	0.036	0.036	

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，共 84,906 筆董事—公司—年度觀察值。Panel A 中，*NewAssume* 為虛擬變數，新任董事者為 1，非新任董事者為 0；*NewMultiple* 為虛擬變數，新兼任董事者為 1，非新兼任董事者為 0。小括弧中為 t 檢定之 t 值，中括弧中為中位數檢定之 z 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。Panel B 與 C 中，所有迴歸式皆採 Probit 迴歸，應變數為 *NewMultiple*。欄(1)、(2)、(3)、(4)與(5)中，*DLI* 分別為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3*。*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額(千元)加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度未新任董事前已兼任之董事席次；*Exogenous* 包含控制變數、公司治理因素、年度固定效果及產業固定效果。括弧中為 z 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。

<sup>16</sup> 本文採用 Seemingly Unrelated Estimation 後發現 Panel B 與 C 的迴歸結果並無顯著差異，舉例而言，Panel B 與 C 欄(3)*DLI* 為 *Cover%1*，該係數值在 Panel B 與 C 分別為 0.989( $p=0.000$ )與 0.530( $p=0.165$ )，但 Seemingly Unrelated Estimation 顯示兩者差異未達統計顯著水準 ( $\chi^2=0.99$ ,  $p=0.321$ )。

第二，本文探討有新聘與無新聘兼任董事公司的潛在特質差異是否影響本文實證結果。主要考量有二：(1)表 1 顯示董事—公司一年度觀察值中僅 7% 為新聘董事，以此樣本探討投保董事責任險與否對新兼任董事傾向的影響可能缺乏代表性；(2)前述結果指出新聘董事主要集中在董事會改選年度就任，但優秀的董事仍可能因董事責任險而留任，公司也不一定會新聘董事，故新聘與無新聘董事的公司可能有某些特質差異且無法單純由迴歸式(1)完整控制。故本文採用新聘與無新聘董事配對樣本重新執行迴歸式(1)，以期降低上述兩項疑慮的影響。為得到配對樣本，本文執行迴歸式(4)後計算出新聘董事的 Propensity Score，就最接近的 Propensity Score 將有新聘董事的公司年度配對無新聘董事的公司年度，再以該配對樣本執行後續迴歸分析。

$$Pr(NewDirector_{j,t+1} = 1) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 Reelection_{j,t} + \sum_{s=1}^{51} \delta_s Exogenous_{j,t}) \quad (4)$$

其中 *NewDirector* 為虛擬變數，有新聘董事公司年度為 1，無新聘董事公司年度為 0；*Reelection* 為虛擬變數，董事會改選公司年度為 1，非董事會改選公司年度為 0；*Exogenous* 包含迴歸式(1)中的控制變數、公司治理因素、年度固定效果及產業固定效果。

因前述結果指出新聘董事主要集中在董事會改選年度就任，故迴歸式(4)納入 *Reelection*，另納入原本迴歸式(1)的控制變數、公司治理因素、年度固定效果及產業固定效果，最後配對出 1,407 組公司年度觀察值，並產生 21,090 個董事—公司一年度觀察值。在此配對樣本下，*NewAssume* 與 *NewMultiple* 平均數分別由原本表 1 的 0.070 與 0.020 提高到 0.111 與 0.031，分別提升 59% 與 55%。配對樣本相關實證結果彙總於表 8。如 Panel A 所示，經配對後的兩組樣本除 *Lev* 外各項公司特值皆無顯著差異。Panel B 呈現迴歸結果，該結果與表 4 的主要實證結果類似，本文期望此配對樣本能提供較具說服力的實證結果。

第三，本文剔除未投保公司年度 (*Insured* = 0)，並重新測試董事責任險保額對潛在董事新兼任公司董事意願的影響，以增加實證結果之穩健性。僅考量投保公司保額，*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2*、*Cover%3* 相關結果分別彙總於表 9 的欄(1)、(2)、(3)與(4)，而該結果與表 4 的主要實證結果類似。

最後，Wynn (2008) 和湯麗芬、廖秀梅與李建然 (2014、2015) 指出超額董事責任險保額為捕捉道德危機更精確之衡量變數，故本文採用李建然等人 (2015) 的模型估計公司正常董事責任險保額，再以實際與正常保額間的差額衡量超額董事責任險保額，並重新檢視表 4 的主要實證結果<sup>17</sup>。相關結果彙總於表 9 的欄(5)，雖然該結果與表 4 的主要實證結果類似，但也隱含被超額董事責任險保額吸引的兼任董事似乎願意接受公司潛在較高的道德危機。

<sup>17</sup> 李建然等人 (2015) 以系統風險、購併交易、市價淨值比 (本文以 *BM* 衡量)、負債比率 (本文以 *Lev* 衡量)、經營虧損、發行海外存託憑證、發行可轉換公司債、公司規模 (本文以 *LnAssets* 衡量)、董事會規模、獨立董監事席次比例、經理人持股比率、董監事持股比例與機構投資人持股比例等做為董事責任險需求與保額之決定因素並控制年度效果，以 Heckman (1979) 兩階段修正估計法控制樣本選擇偏誤所產生的內生性問題，在第一階段先估計公司選擇投保董事責任險 (本文以 *Insured* 衡量) 的期望值，第二階段則納入第一階段估計的自我選擇控制變數以估計董事責任險保額 (本文以 *Cover%2* 衡量)。

表 8 穩健性分析－配對樣本分析

Panel A：有新聘與無新聘董事公司年度差異分析 (N=2,814)						
	新聘董事 (N=1,407)		無新聘董事 (N=1,407)		差異檢定	
	平均數(1)	中位數(2)	平均數(3)	中位數(4)	(1) - (3)	(2) - (4)
<i>Reelection</i>	0.522	1.000	0.521	1.000	0.001 (0.816)	0.000 [0.816]
<i>WageSales</i>	0.003	0.001	0.003	0.001	0.000 (1.268)	0.000 [-0.507]
<i>LnAge</i>	3.146	3.178	3.150	3.178	-0.004 (-0.228)	0.000 [-0.075]
<i>LnAssets</i>	15.134	14.922	15.155	14.892	-0.021 (-0.432)	0.030 [-0.495]
<i>BM</i>	1.067	0.941	1.077	0.950	-0.009 (-0.453)	-0.009 [-0.802]
<i>Lev</i>	0.085	0.034	0.093	0.047	-0.008** (-2.006)	-0.012** [-2.245]
<i>ROA</i>	0.051	0.043	0.048	0.040	0.003 (1.275)	0.003 [1.066]
<i>Volatility</i>	2.488	2.417	2.483	2.414	0.005 (0.206)	0.003 [0.192]

  

Panel B：董事會改選年度迴歸分析結果 (N=21,090)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>DLI</i>	<b>0.181</b> *** (2.996)	<b>0.017</b> *** (3.443)	<b>0.902</b> ** (2.505)	<b>1.271</b> * (2.535)	<b>0.383</b> ** (2.256)
<i>DLI×Busy</i>	<b>-0.053</b> * (-1.776)	<b>-0.005</b> ** (-2.098)	<b>-0.555</b> ** (-2.303)	<b>-0.602</b> * (-1.959)	<b>-0.173</b> (-1.527)
<i>Busy</i>	0.019 (0.775)	0.024 (0.973)	0.007 (0.425)	0.002 (0.149)	-0.003 (-0.217)
Intercept	-3.233*** (-7.319)	-3.193*** (-7.184)	-3.333*** (-7.651)	-3.377*** (-7.692)	-3.298*** (-7.589)
<i>Exogenous</i>	Included	Included	Included	Included	Included
Pseudo R <sup>2</sup>	0.022	0.022	0.022	0.021	0.021

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司 1,407 組配對公司年度觀察值，及其衍伸的 21,090 筆董事一公司一年度觀察值。Panel A 中，*Reelection* 為虛擬變數，董事會改選公司年度為 1，非董事會改選公司年度為 0；*WageSales* 為公司董事酬勞合計數除以銷貨收入淨額；*LnAge* 為公司成立年數取自然對數；*LnAssets* 為公司資產總額取自然對數；*BM* 為公司權益帳面價值與市值比；*Lev* 為公司負債與資產比；*ROA* 為折舊前營業淨利除以資產總額；*Volatility* 為公司普通股日報酬之年度變異數。小括弧中為 t 檢定之 t 值，中括弧中為中位數檢定之 z 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。Panel B 中，所有迴歸式皆採 Probit 迴歸，應變數為虛擬變數，新兼任董事者為 1，非新兼任董事者為 0。欄(1)、(2)、(3)、(4)與(5)中，*DLI* 分別為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3*。*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度末新任董事前已兼任之董事席次；*Exogenous* 包含控制變數、公司治理因素、年度固定效果及產業固定效果。括弧中為 z 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。

表 9 穩健性分析—投保公司董事責任險保額

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>DLI</i>	0.096*** (4.080)	0.677*** (2.828)	1.063*** (3.529)	0.219* (1.866)	1.224*** (4.072)
<i>DLI</i> × <i>Busy</i>	-0.035*** (-4.466)	-0.347** (-2.518)	-0.362** (-2.368)	-0.125* (-1.682)	-0.372** (-2.508)
<i>Busy</i>	0.401*** (4.075)	-0.014 (-1.038)	-0.018 (-1.425)	-0.022* (-1.732)	-0.005 (-0.346)
Intercept	-3.628*** (-9.680)	-2.735*** (-9.281)	-3.018*** (-9.617)	-2.632*** (-8.965)	-2.845*** (-9.639)
<i>Exogenous</i>	Included	Included	Included	Included	Included
Pseudo R <sup>2</sup>	0.026	0.025	0.025	0.025	0.026
觀察值	45,906	45,906	45,906	45,906	45,258

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年投保董事責任險上市櫃公司，為董事—公司一年度觀察值。所有迴歸式皆採 Probit 迴歸，應變數為 *NewMultiple*，括弧中為 *z* 值。欄(1)、(2)、(3)、(4)與(5)中，*DLI* 分別為 *LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2*、*Cover%3* 與 *ExCover%*。*LnCover* 為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*ExCover%* 為公司超額董事責任險保額；*Busy* 為當年度未新任董事前已兼任之董事席次；*Exogenous* 包含控制變數、公司治理因素、年度固定效果及產業固定效果。\*\*\*、\*\*與\*分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。

整體而言，本文實證結果一致指出，董事責任險與是否新兼任公司董事職位有正向關係，亦即有投保責任險的公司較易邀約其他公司董事兼任其董事職位，但此一效果會隨著董事已兼任之董事席次數而下降。該研究結果隱含董事責任險能提供董事降低或移轉兼任風險的效益，但有邊際效益遞減的狀況。

## 陸、額外測試

承接前節所獲得的實證結果，本節進一步探討董事責任險如何影響不同特質董事的兼任行為。過去文獻指出獨立、專業或優秀的董事有助提升公司營運績效或監督品質 (Byrd and Hickman, 1992; Cotter, Shivdasani, and Zenner, 1997; Agrawal and Chadha, 2005; DeFond, Hann, and Hu, 2005; Masulis and Zhang, 2019)，而從勞動市場供需角度而言，董事兼任情事亦隱含該董事的潛在價值。表 10 比較不同特質董事的兼任情形，由 Panel A 可知，具財務、會計或法律專業背景人士兼任董事席次顯著高於非專業人士的兼任席次，而 Panel B 亦指出董事兼任席次隨該董事學歷提高而顯著增加<sup>18</sup>，上述結果皆隱含台灣勞動市場對專業及優秀董事的需求。由於過去文獻指出公司投保董事責任險有助吸引及續留獨立或優秀的董事 (Priest, 1987;

<sup>18</sup> 因某些董事的最高學歷無法判別，故相關缺漏值造成董事一年度觀察值由 70,951 筆下降到 66,142 筆。

O'Sullivan, 1997)，故本文接下來分別探討公司投保董事責任險是否提高獨立、專家、高學歷、跨產業經驗人士新兼任該公司董事的意願。

表 10 不同特質董事比較統計

Panel A：專業與非專業董事之兼任席次						
	觀察值	平均數	標準差	25%	中位數	75%
專家 (1)	12,680	1.500	0.989	1.000	1.000	2.000
非專家 (2)	58,271	1.291	0.802	1.000	1.000	1.000
(2) - (1)		-0.209***			0.000***	
		(-10.967)			[-13.702]	
Panel B：各學歷董事之兼任席次						
	觀察值	平均數	標準差	25%	中位數	75%
博士 (1)	8,501	1.522	1.051	1.000	1.000	2.000
碩士	21,026	1.435	0.986	1.000	1.000	2.000
學士	30,489	1.261	0.719	1.000	1.000	1.000
高中職以下 (2)	6,126	1.151	0.514	1.000	1.000	1.000
(2) - (1)		-0.371***			0.000***	
		(-11.759)			[-13.458]	

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，共 70,951 筆董事一年度觀察值。小括弧中為 t 檢定之 t 值，中括弧中為中位數檢定之 z 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。

首先，本文測試公司投保董事責任險與否對潛在董事在考量新兼任公司獨立或非獨立董事時的不同影響。獨立與非獨立董事存在本質上的不同，內部董事通常持有較多股份且與公司有較大的連結性（如：擁有公司日常營運中不可或缺的才能或資源），故可以預期潛在董事在考量是否新兼任公司獨立或非獨立董事時，對該公司是否投保責任險應有不同態度。據此本文修改迴歸式(1)，並以 Ordered Probit 迴歸模型探討公司投保董事責任險是否提董事新兼任該公司獨立或非獨立董事的意願。

$$Pr(NewIndep_{i,j,t+1} = k) = Pr(\mu_{k-1} < \beta_0 + \beta_1 DLI_{j,t} + \beta_2 DLI_{j,t} \times Busy_{i,t} + \beta_3 Busy_{i,t} + \sum_{s=1}^{51} \delta_s Exogenous_{j,t} + \varepsilon_{i,j,t+1} \leq \mu_k) \quad (5)$$

其中 *NewIndep* 為虛擬變數，新兼任獨立董事者為 2，新兼任非獨立董事者為 1，非新兼任董事者為 0；*DLI* 為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 或 *Cover%3*；*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度未新任董事前已兼任之董事席次；*Exogenous* 包含迴歸式(1)中的控制變數、公司治理因素、年度固定效果及產業固定效果。

迴歸式(5)相關結果列示於表 11。欄(1)顯示 *DLI* 為 *Insured* 時的實證結果，*Insured* 的係數顯著為正，表示公司投保董事責任險有助於吸引其他公司董事兼任該公司董

事，尤其是兼任該公司獨立董事。該實證結果隱含投保董事責任險的效益主要在吸引潛在獨立董事新兼任公司董事職務，因缺乏與公司營業或財務方面的連結，可以預期該類潛在董事對個人聲譽與訴訟成本較為敏感，遂成為投保董事責任險效益具體影響的對象。而 Jia and Tang (2018) 亦指出受保董事責任險的獨立董事有較多兼任的行為，與上述實證結果相呼應。*Insured* 與 *Busy* 交乘項之係數顯著為負，表示投保董事責任險吸引其他公司董事新兼任該公司（獨立）董事的效益隨著該董事已兼任的董事職位數增加而衰退。上述結果皆與本文研究假說 1 與 2 一致。欄(2)、(3)、(4)與(5)分別彙總 *DLI* 為 *LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 時的實證結果，並與欄(1)的結果一致。

若細看投保董事責任險對聘得新兼任董事機率的影響則更能凸顯本研究結果之經濟意涵。以欄(1)為例，在不考慮事前的兼任情況下（*Busy* 為 0），投保公司新聘到兼任非獨立董事的機率較未投保公司約高 0.3%，此差異為新兼任非獨立董事樣本比重的 33%。而投保公司新聘到兼任獨立董事的機率較未投保公司約高 0.5%，此差異則高達新兼任獨立董事樣本比重的 45%<sup>19</sup>。

本文接著探討公司投保董事責任險是否提高財務、會計或法律專家兼任該公司董事的意願。迴歸式(6)為迴歸式(1)修改後之 Ordered Probit 迴歸模型：

$$\begin{aligned} Pr(NewExpert_{i,j,t+1} = k) = & Pr(\mu_{k-1} < \beta_0 + \beta_1 DLI_{j,t} + \beta_2 DLI_{j,t} \times Busy_{i,t} \\ & + \beta_3 Busy_{i,t} + \sum_{s=1}^{51} \delta_s Exogenous_{j,t} + \varepsilon_{i,j,t+1} \leq \mu_k) \end{aligned} \quad (6)$$

其中 *NewExpert* 為虛擬變數，新兼任董事具財務、會計或法律學經歷者為 2，新兼任董事不具上述學經歷者為 1，非新兼任董事者為 0；*DLI* 為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 或 *Cover%3*；*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額(千元)加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度末新任董事前已兼任之董事席次；*Exogenous* 包含迴歸式(1)中的控制變數、公司治理因素、年度固定效果及產業固定效果。

迴歸式(6)相關結果列示於表 12，實證結果顯示公司投保董事責任險有助於提升其他公司董事兼任該公司董事的意願，尤其是提升專家董事的新兼任意願，但投保董事責任險的效益亦隨著該董事已兼任的董事職位數增加而衰退。若細看投保董事責任險對聘得新兼任董事機率的影響，以欄(1)為例，在不考慮事前的兼任情況下（*Busy* 為 0），投保公司新聘到兼任非專家董事的機率較未投保公司約高 0.5%，此差異為新兼任非專家董事樣本比重的 34%。而投保公司新聘到兼任獨立董事的機率較未投保公司約高 0.3%，此差異則高達新兼任獨立董事樣本比重的 43%。

<sup>19</sup> 新兼任非獨立與獨立董事分別占 84,906 筆董事—公司—年度觀察值的 0.9%與 1.1%，兩者之合則為表 1 中 *NewMultiple* 之平均數 0.020。

表 11 額外測試—新兼任獨立董事

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>DLI</i>	<b>0.156<sup>***</sup></b> (4.443)	<b>0.015<sup>***</sup></b> (5.137)	<b>0.840<sup>***</sup></b> (4.240)	<b>1.203<sup>***</sup></b> (4.897)	<b>0.287<sup>***</sup></b> (2.910)
<i>DLI</i> × <i>Busy</i>	<b>-0.032<sup>*</sup></b> (-1.881)	<b>-0.003<sup>**</sup></b> (-2.522)	<b>-0.358<sup>***</sup></b> (-2.887)	<b>-0.383<sup>***</sup></b> (-2.654)	<b>-0.129<sup>*</sup></b> (-1.894)
<i>Busy</i>	0.002 (0.106)	0.007 (0.483)	-0.005 (-0.462)	-0.008 (-0.747)	-0.010 (-0.986)
<i>WageSales</i>	-2.850 (-1.598)	-2.855 (-1.601)	-2.542 (-1.439)	-2.507 (-1.419)	-3.810 <sup>**</sup> (-2.007)
<i>LnAge</i>	-0.121 <sup>***</sup> (-4.987)	-0.119 <sup>***</sup> (-4.895)	-0.125 <sup>***</sup> (-5.162)	-0.123 <sup>***</sup> (-5.058)	-0.125 <sup>***</sup> (-5.150)
<i>LnAssets</i>	0.084 <sup>***</sup> (7.758)	0.081 <sup>***</sup> (7.504)	0.096 <sup>***</sup> (8.773)	0.101 <sup>***</sup> (9.126)	0.093 <sup>***</sup> (8.619)
<i>BM</i>	-0.069 <sup>***</sup> (-3.537)	-0.069 <sup>***</sup> (-3.512)	-0.081 <sup>***</sup> (-4.097)	-0.064 <sup>***</sup> (-3.274)	-0.073 <sup>***</sup> (-3.722)
<i>Lev</i>	-0.173 <sup>*</sup> (-1.793)	-0.173 <sup>*</sup> (-1.793)	-0.187 <sup>*</sup> (-1.934)	-0.168 <sup>*</sup> (-1.740)	-0.165 <sup>*</sup> (-1.718)
<i>ROA</i>	-0.512 <sup>***</sup> (-3.620)	-0.508 <sup>***</sup> (-3.595)	-0.470 <sup>***</sup> (-3.319)	-0.420 <sup>***</sup> (-2.995)	-0.445 <sup>***</sup> (-3.098)
<i>Volatility</i>	0.005 (0.311)	0.005 (0.327)	0.004 (0.251)	0.004 (0.273)	0.002 (0.156)
Cut 1	2.999 <sup>***</sup> (13.403)	2.985 <sup>***</sup> (13.320)	3.123 <sup>***</sup> (14.065)	3.272 <sup>***</sup> (14.472)	3.056 <sup>***</sup> (13.775)
Cut 2	3.249 <sup>***</sup> (14.520)	3.235 <sup>***</sup> (14.435)	3.374 <sup>***</sup> (15.191)	3.523 <sup>***</sup> (15.579)	3.306 <sup>***</sup> (14.902)
<i>Governance</i>	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included	Included
Pseudo R <sup>2</sup>	0.021	0.021	0.021	0.021	0.020

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，共 84,906 筆董事—公司一年度觀察值。所有迴歸式皆採 Ordered Probit 迴歸，應變數為虛擬變數，新兼任獨立董事者為 2，新兼任非獨立董事者為 1，非新兼任董事者為 0。欄(1)、(2)、(3)、(4)與(5)中，*DLI* 分別為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3*。*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度未新任董事前已兼任之董事席次；*WageSales* 為公司董事酬勞合計數除以銷貨收入淨額；*LnAge* 為公司成立年數取自然對數；*LnAssets* 為公司資產總額取自然對數；*BM* 為公司權益帳面價值與市值比；*Lev* 為公司負債與資產比；*ROA* 為折舊前營業淨利除以資產總額；*Volatility* 為公司普通股日報酬之年度變異數。Cut 1 與 Cut 2 係界定 *NewIndep*<sup>\*</sup> 為新兼任獨立董事、新兼任非獨立董事或非新兼任董事的切點；*Governance* 為 8 個公司治理因素，*Year* 為年度固定效果，*Industry* 為產業固定效果。括弧中為 *z* 值，\*\*\*、\*\*與\* 分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。

表 12 額外測試—新兼任專家董事

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>DLI</i>	<b>0.150<sup>***</sup></b>	<b>0.014<sup>***</sup></b>	<b>0.837<sup>***</sup></b>	<b>1.212<sup>***</sup></b>	<b>0.276<sup>***</sup></b>
	(4.227)	(4.956)	(4.242)	(4.902)	(2.894)
<i>DLI</i> × <i>Busy</i>	<b>-0.031<sup>*</sup></b>	<b>-0.003<sup>**</sup></b>	<b>-0.352<sup>***</sup></b>	<b>-0.375<sup>***</sup></b>	<b>-0.114<sup>*</sup></b>
	(-1.792)	(-2.468)	(-2.876)	(-2.614)	(-1.749)
<i>Busy</i>	0.002	0.008	-0.004	-0.007	-0.010
	(0.139)	(0.542)	(-0.349)	(-0.632)	(-0.933)
<i>WageSales</i>	-2.871	-2.878	-2.572	-2.531	-3.966 <sup>**</sup>
	(-1.596)	(-1.599)	(-1.442)	(-1.421)	(-2.080)
<i>LnAge</i>	-0.121 <sup>***</sup>	-0.119 <sup>***</sup>	-0.125 <sup>***</sup>	-0.122 <sup>***</sup>	-0.124 <sup>***</sup>
	(-4.961)	(-4.871)	(-5.124)	(-5.015)	(-5.094)
<i>LnAssets</i>	0.080 <sup>***</sup>	0.077 <sup>***</sup>	0.091 <sup>***</sup>	0.097 <sup>***</sup>	0.089 <sup>***</sup>
	(7.508)	(7.251)	(8.499)	(8.880)	(8.360)
<i>BM</i>	-0.071 <sup>***</sup>	-0.071 <sup>***</sup>	-0.083 <sup>***</sup>	-0.065 <sup>***</sup>	-0.074 <sup>***</sup>
	(-3.611)	(-3.584)	(-4.155)	(-3.319)	(-3.771)
<i>Lev</i>	-0.163 <sup>*</sup>	-0.163 <sup>*</sup>	-0.178 <sup>*</sup>	-0.158 <sup>*</sup>	-0.156
	(-1.700)	(-1.702)	(-1.846)	(-1.648)	(-1.626)
<i>ROA</i>	-0.547 <sup>***</sup>	-0.543 <sup>***</sup>	-0.505 <sup>***</sup>	-0.452 <sup>***</sup>	-0.475 <sup>***</sup>
	(-3.869)	(-3.847)	(-3.571)	(-3.239)	(-3.325)
<i>Volatility</i>	0.004	0.004	0.003	0.003	0.001
	(0.223)	(0.240)	(0.165)	(0.193)	(0.079)
Cut 1	2.914 <sup>***</sup>	2.901 <sup>***</sup>	3.039 <sup>***</sup>	3.196 <sup>***</sup>	2.976 <sup>***</sup>
	(13.071)	(12.991)	(13.736)	(14.187)	(13.455)
Cut 2	3.372 <sup>***</sup>	3.360 <sup>***</sup>	3.497 <sup>***</sup>	3.655 <sup>***</sup>	3.434 <sup>***</sup>
	(14.965)	(14.884)	(15.636)	(16.056)	(15.368)
<i>Governance</i>	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included	Included
Pseudo R <sup>2</sup>	0.021	0.021	0.021	0.021	0.021

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，共 84,906 筆董事—公司一年度觀察值。所有迴歸式皆採 Ordered Probit 迴歸，應變數為虛擬變數，新兼任董事具財務、會計或法律學經歷者為 2，新兼任董事不具上述學經歷者為 1，非新兼任董事者為 0。欄(1)、(2)、(3)、(4)與(5)中，*DLI* 分別為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3*。*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度末新任董事前已兼任之董事席次；*WageSales* 為公司董事酬勞合計數除以銷貨收入淨額；*LnAge* 為公司成立年數取自然對數；*LnAssets* 為公司資產總額取自然對數；*BM* 為公司權益帳面價值與市值比；*Lev* 為公司負債與資產比；*ROA* 為折舊前營業淨利除以資產總額；*Volatility* 為公司普通股日報酬之年度變異數。Cut 1 與 Cut 2 係界定 *NewExpert*<sup>\*</sup> 為具財務、會計或法律學經歷新兼任董事、不具上述學經歷新兼任董事或非新兼任董事的切點；*Governance* 為 8 個公司治理因素，*Year* 為年度固定效果，*Industry* 為產業固定效果。括弧中為 *z* 值，\*\*\*、\*\*與\* 分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。

為探討公司投保董事責任險是否有助吸引高學歷人士兼任該公司董事的意願，本文將迴歸式(1)修改為如下 Ordered Probit 迴歸模型：

$$Pr(NewEduc_{i,j,t+1} = k) = Pr(\mu_{k-1} < \beta_0 + \beta_1 DLI_{j,t} + \beta_2 DLI_{j,t} \times Busy_{i,t} + \beta_3 Busy_{i,t} + \sum_{S=1}^{51} \delta_S Exogenous_{j,t} + \varepsilon_{i,j,t+1} \leq \mu_k) \quad (7)$$

其中 *NewEduc* 為虛擬變數，新兼任董事為博士學歷者為 4，新兼任董事為碩士學歷者為 3，新兼任董事為學士學歷者為 2，新兼任董事為高中職以下學歷者為 1，非新兼任董事者為 0；*DLI* 為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 或 *Cover%3*；*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度末新任董事前已兼任之董事席次；*Exogenous* 包含迴歸式(1)中的控制變數、公司治理因素、年度固定效果及產業固定效果。

迴歸式(7)相關結果列示於表 13，實證結果顯示公司投保董事責任險有助於提升其他公司董事兼任該公司董事的意願，尤其是提升具相對較高學歷董事的新兼任意願，而投保董事責任險的效益也大致隨該董事已兼任的董事職位數增加而衰退。就欄(1)結果分析投保董事責任險對聘得新兼任董事機率的影響，在不考慮事前的兼任情況下 (*Busy* 為 0)，投保公司新聘到高中職以下學歷董事兼任該公司董事的機率較未投保公司僅約高 0.01%，此差異為該學歷董事樣本比重的 32%。而投保公司新聘到兼任獨立董事的機率較未投保公司約高 0.2%，此差異則高達新兼任獨立董事樣本比重的 46%。

最後，本文探討公司投保董事責任險是否有助吸引具多元產業經驗人士兼任該公司董事。迴歸式(8)為迴歸式(1)修改後之 Ordered Probit 迴歸模型：

$$Pr(NewDiversity_{i,j,t+1} = k) = Pr(\mu_{k-1} < \beta_0 + \beta_1 DLI_{j,t} + \beta_2 DLI_{j,t} \times Busy_{i,t} + \beta_3 Busy_{i,t} + \sum_{S=1}^{51} \delta_S Exogenous_{j,t} + \varepsilon_{i,j,t+1} \leq \mu_k) \quad (8)$$

其中 *NewDiversity* 為虛擬變數，新兼任董事兼任兩種以上不同產業公司董事者為 2，新兼任董事兼任單一產業公司董事者為 1，非新兼任董事者為 0；*DLI* 為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 或 *Cover%3*；*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度末新任董事前已兼任之董事席次；*Exogenous* 包含迴歸式(1)中的控制變數、公司治理因素、年度固定效果及產業固定效果。

表 13 額外測試—新兼任董事學歷

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>DLI</i>	<b>0.156<sup>***</sup></b>	<b>0.014<sup>***</sup></b>	<b>0.791<sup>**</sup></b>	<b>1.156<sup>***</sup></b>	<b>0.235<sup>**</sup></b>
	(4.327)	(4.951)	(4.030)	(4.762)	(2.558)
<i>DLI</i> × <i>Busy</i>	<b>-0.027<sup>***</sup></b>	<b>-0.003<sup>**</sup></b>	<b>-0.326<sup>***</sup></b>	<b>-0.357<sup>***</sup></b>	<b>-0.098<sup>*</sup></b>
	(-1.557)	(-2.167)	(-2.746)	(-2.644)	(-1.763)
<i>Busy</i>	0.002	0.007	-0.002	-0.005	-0.008
	(0.128)	(0.495)	(-0.197)	(-0.436)	(-0.803)
<i>WageSales</i>	-3.369 <sup>*</sup>	-3.366 <sup>*</sup>	-3.080	-3.034	-4.123 <sup>**</sup>
	(-1.774)	(-1.773)	(-1.638)	(-1.614)	(-2.068)
<i>LnAge</i>	-0.101 <sup>***</sup>	-0.099 <sup>***</sup>	-0.105 <sup>***</sup>	-0.103 <sup>***</sup>	-0.105 <sup>***</sup>
	(-4.002)	(-3.918)	(-4.194)	(-4.091)	(-4.182)
<i>LnAssets</i>	0.087 <sup>***</sup>	0.085 <sup>***</sup>	0.099 <sup>***</sup>	0.104 <sup>***</sup>	0.096 <sup>***</sup>
	(7.863)	(7.621)	(8.855)	(9.169)	(8.692)
<i>BM</i>	-0.066 <sup>***</sup>	-0.066 <sup>***</sup>	-0.079 <sup>***</sup>	-0.062 <sup>***</sup>	-0.070 <sup>***</sup>
	(-3.302)	(-3.282)	(-3.884)	(-3.087)	(-3.520)
<i>Lev</i>	-0.214 <sup>**</sup>	-0.214 <sup>**</sup>	-0.226 <sup>**</sup>	-0.208 <sup>**</sup>	-0.206 <sup>**</sup>
	(-2.153)	(-2.153)	(-2.272)	(-2.089)	(-2.073)
<i>ROA</i>	-0.530 <sup>***</sup>	-0.524 <sup>***</sup>	-0.494 <sup>***</sup>	-0.444 <sup>***</sup>	-0.476 <sup>***</sup>
	(-3.673)	(-3.639)	(-3.412)	(-3.106)	(-3.255)
<i>Volatility</i>	0.012	0.012	0.010	0.010	0.009
	(0.700)	(0.716)	(0.611)	(0.634)	(0.538)
Cut 1	3.141 <sup>***</sup>	3.127 <sup>***</sup>	3.267 <sup>***</sup>	3.419 <sup>***</sup>	3.198 <sup>***</sup>
	(13.632)	(13.557)	(14.258)	(14.600)	(13.948)
Cut 2	3.154 <sup>***</sup>	3.139 <sup>***</sup>	3.280 <sup>***</sup>	3.431 <sup>***</sup>	3.210 <sup>***</sup>
	(13.687)	(13.612)	(14.314)	(14.655)	(14.004)
Cut 3	3.311 <sup>***</sup>	3.296 <sup>***</sup>	3.437 <sup>***</sup>	3.588 <sup>***</sup>	3.367 <sup>***</sup>
	(14.354)	(14.278)	(14.984)	(15.311)	(14.673)
Cut 4	3.676 <sup>***</sup>	3.661 <sup>***</sup>	3.802 <sup>***</sup>	3.953 <sup>***</sup>	3.732 <sup>***</sup>
	(15.995)	(15.916)	(16.644)	(16.922)	(16.324)
<i>Governance</i>	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included	Included
Pseudo R <sup>2</sup>	0.019	0.019	0.018	0.019	0.018

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，共 79,581 筆董事—公司—年度觀察值。所有迴歸式皆採 Ordered Probit 迴歸，應變數為虛擬變數，新兼任董事為博士、碩士、學士或高中職以下學歷者為 4、3、2 或 1，非新兼任董事者為 0。欄(1)、(2)、(3)、(4)與(5)中，*DLI* 分別為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3*。*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度末新任董事前已兼任之董事席次；*WageSales* 為公司董事酬勞合計數除以銷貨收入淨額；*LnAge* 為公司成立年數取自然對數；*LnAssets* 為公司資產總額取自然對數；*BM* 為公司權益帳面價值與市值比；*Lev* 為公司負債與資產比；*ROA* 為折舊前營業淨利除以資產總額；*Volatility* 為公司普通股日報酬之年度變異數。Cut 1 至 Cut 4 係界定 *NewEduc*<sup>\*</sup> 為博士、碩士、學士、高中職以下學歷新兼任董事或非新兼任董事的切點；*Governance* 為 8 個公司治理因素，*Year* 為年度固定效果，*Industry* 為產業固定效果。括弧中為 *z* 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。

表 14 額外測試—新兼任董事跨產業經驗

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>DLI</i>	<b>0.152<sup>***</sup></b> (4.317)	<b>0.014<sup>***</sup></b> (5.026)	<b>0.892<sup>***</sup></b> (4.386)	<b>1.277<sup>***</sup></b> (5.056)	<b>0.300<sup>***</sup></b> (3.038)
<i>DLI</i> × <i>Busy</i>	<b>-0.030<sup>*</sup></b> (-1.767)	<b>-0.003<sup>**</sup></b> (-2.393)	<b>-0.375<sup>***</sup></b> (-2.958)	<b>-0.416<sup>***</sup></b> (-2.803)	<b>-0.134<sup>**</sup></b> (-1.972)
<i>Busy</i>	0.006 (0.380)	0.011 (0.752)	0.001 (0.100)	-0.002 (-0.152)	-0.005 (-0.440)
<i>WageSales</i>	-2.705 (-1.506)	-2.711 (-1.509)	-2.390 (-1.343)	-2.355 (-1.324)	-3.736 <sup>*</sup> (-1.954)
<i>LnAge</i>	-0.110 <sup>***</sup> (-4.526)	-0.108 <sup>***</sup> (-4.432)	-0.114 <sup>***</sup> (-4.692)	-0.111 <sup>***</sup> (-4.590)	-0.114 <sup>***</sup> (-4.682)
<i>LnAssets</i>	0.082 <sup>***</sup> (7.631)	0.080 <sup>***</sup> (7.371)	0.094 <sup>***</sup> (8.671)	0.100 <sup>***</sup> (9.014)	0.091 <sup>***</sup> (8.487)
<i>BM</i>	-0.066 <sup>***</sup> (-3.361)	-0.066 <sup>***</sup> (-3.335)	-0.079 <sup>***</sup> (-3.933)	-0.061 <sup>***</sup> (-3.075)	-0.069 <sup>***</sup> (-3.535)
<i>Lev</i>	-0.167 <sup>*</sup> (-1.724)	-0.167 <sup>*</sup> (-1.725)	-0.183 <sup>*</sup> (-1.885)	-0.163 <sup>*</sup> (-1.679)	-0.160 <sup>*</sup> (-1.654)
<i>ROA</i>	-0.537 <sup>***</sup> (-3.827)	-0.533 <sup>***</sup> (-3.804)	-0.493 <sup>***</sup> (-3.510)	-0.441 <sup>***</sup> (-3.176)	-0.467 <sup>***</sup> (-3.289)
<i>Volatility</i>	0.005 (0.286)	0.005 (0.302)	0.004 (0.228)	0.004 (0.246)	0.002 (0.130)
Cut 1	3.014 <sup>***</sup> (13.430)	3.000 <sup>***</sup> (13.345)	3.149 <sup>***</sup> (14.155)	3.300 <sup>***</sup> (14.545)	3.075 <sup>***</sup> (13.816)
Cut 2	3.135 <sup>***</sup> (13.973)	3.121 <sup>***</sup> (13.888)	3.269 <sup>***</sup> (14.707)	3.421 <sup>***</sup> (15.085)	3.196 <sup>***</sup> (14.365)
<i>Governance</i>	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included	Included
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included	Included
Pseudo R <sup>2</sup>	0.020	0.020	0.020	0.020	0.019

樣本包含台灣 2008 年至 2015 年上市櫃公司，共 84,906 筆董事—公司一年度觀察值。所有迴歸式皆採 Ordered Probit 迴歸，應變數為虛擬變數，新兼任董事兼任兩種以上不同產業公司董事者為 2，新兼任董事兼任單一產業公司董事者為 1，非新兼任董事者為 0。欄(1)、(2)、(3)、(4)與(5)中，*DLI* 分別為 *Insured*、*LnCover*、*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3*。*Insured* 為虛擬變數，投保董事責任險公司為 1，未投保公司為 0；*LnCover* 為公司董事責任險保額（千元）加 1 取自然對數；*Cover%1*、*Cover%2* 與 *Cover%3* 分別為公司董事責任險保額除以市值、資產總額與銷貨收入淨額；*Busy* 為當年度未新任董事前已兼任之董事席次；*WageSales* 為公司董事酬勞合計數除以銷貨收入淨額；*LnAge* 為公司成立年數取自然對數；*LnAssets* 為公司資產總額取自然對數；*BM* 為公司權益帳面價值與市值比；*Lev* 為公司負債與資產比；*ROA* 為折舊前營業淨利除以資產總額；*Volatility* 為公司普通股日報酬之年度變異數。Cut 1 與 Cut 2 係界定 *NewDiversity*<sup>\*</sup> 為兼任兩種以上不同產業公司的新任董事、兼任單一產業公司的新任董事或非新兼任董事的切點；*Governance* 為 8 個公司治理因素，*Year* 為年度固定效果，*Industry* 為產業固定效果。括弧中為 *z* 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表顯著水準達 1%、5%與 10%。

迴歸式(8)相關結果列示於表 14，實證結果顯示公司投保董事責任險有助於提升其他公司董事兼任該公司董事的意願，尤其是提升其他產業董事的新兼任意願，但投保董事責任險的效益依然隨著該董事已兼任的董事職位數增加而衰退。若細看投保董事責任險對聘得新兼任董事機率的影響，以欄(1)為例，在不考慮事前的兼任情況下 (*Busy* 為 0)，投保公司新聘到同產業其他公司董事的機率較未投保公司約高 0.2%，此差異為該類新兼任董事樣本比重的 32%。而投保公司新聘到兼任獨立董事的機率較未投保公司約高 0.6%，此差異則高達新兼任獨立董事樣本比重的 39%。

上述實證結果顯示，投保公司相較未投保公司更易新聘到獨立、具專業能力、高學歷或具跨產業經驗的兼任董事，然而董事責任險吸引獨立或優秀兼任董事的效果依然隨著潛在董事已兼任席次數的增加而減弱。

## 柒、結論

董事責任險近年來受到各國的重視，該保險對受保董事提供訴訟費用與賠償損失的補貼，也進而影響受保董事的行為及董事會的品質。本文旨在探討董事兼任行為是否受到聘雇公司投保董事責任險與否影響，以期在董事兼任相關文獻中，補足兼任動機的實證研究。實證結果顯示，當董事決定是否新兼任其他公司董事時，傾向於選擇有投保董事責任險的公司，且投保公司相較未投保公司更易新聘到獨立或優秀的兼任董事，但董事責任險的效果會隨潛在董事已兼任席次數的增加而減弱。

值得注意的是，本文即便提供一致的實證結果來說明董事責任險保障對董事兼任動機的效果，甚至指出投保董事責任險有助公司吸引獨立且優秀的兼任董事，但上述實證結果並不必然可直接延申推論新聘兼任董事對後續公司價值或績效的影響，尤其董事兼任的利弊仍存在爭論。本文研究目的主要在解釋董事兼任的動機，並帶出將來可進一步探索的相關議題。

本文研究貢獻主要有三：(1)幫助釐清董事兼任誘因；(2)為董事責任險對董事行為的影響提出新的實證結果；(3)實證結果可供主管機關在訂定獨立董事、審計委員會與董事責任險等相關法規時參考。本文實證結果有兩點政策意涵：首先，台灣上市櫃公司不需揭露董事責任險保費資訊，有鑑於訴訟成本影響董事兼任決策，而保費係公司訴訟風險重要指標，主管機關可考慮仿效加拿大要求公司揭露相關資訊，以利潛在董事甚至其他市場參與者評估公司訴訟風險。其次，本文樣本年度間董事平均兼任不到 1.3 席，有鑑於公司對獨立與優秀董事的需求日增，且台灣相關實證研究多指出兼任董事的正面效益，主管機關可研擬強制投保董事責任險外的政策以鼓勵優秀人才擔任重要職位，而董事兼任誘因亦是後續研究值得探討的議題。

## 參考文獻

- 丁秀儀與翁天龍，2013，忙碌獨立董事可以降低公司績效波動性嗎？證券市場發展季刊，第25卷第2期：161-194。
- 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：291-318。
- 李建然、廖秀梅與韓愷時，2015，董監事與重要職員責任保險需求及投保金額之決定因素，風險管理學報，第17卷第2期：93-117。
- 張元與葉清雄，2014，忙碌董事、風險承擔與債務資金成本，兩岸金融季刊，第2卷第3期：1-54。
- 張瑀珊與張懷源，2018，金融業設置審計委員會之必要性？兼論審計委員會之特性影響，當代會計，第19卷第2期：139-173。
- 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：331-368。
- 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卷第4期：549-588。
- 葉銀華與李存修，2003，臺灣之獨立董監制度的改革—政策性建議，會計研究月刊，第213期：66-85。
- 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63期：109-150。
- 廖芝嫻與王大維，2015，再探公司治理對經營績效與財務報導品質之影響：因素分析與類神經網路之應用，中華會計學刊，第11卷第2期：169-201。
- Adams, R. B., B. E. Hermalin, and M. S. Weisbach. 2010. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature* 48 (1): 58-107.
- Aggarwal, R., S. Dahiya, and N. R. Prabhala. 2019. The power of shareholder votes: Evidence from uncontested director elections. *Journal of Financial Economics* 133 (1): 134-153.
- Agrawal, A., and S. Chadha. 2005. Corporate governance and accounting scandals. *Journal of Law and Economics* 48 (2): 371-406.
- Ahn, S., P. Jiraporn, and Y. S. Kim. 2010. Multiple directorships and acquirer returns. *Journal of Banking & Finance* 34 (9): 2011-2026.
- Baker, T., and S. J. Griffith. 2006. The missing monitor in corporate governance: The directors' & officers' liability insurer. *Georgetown Law Journal* 95 (6): 1795-1842.
- Bhagat, S., J. A. Brickley, and J. L. Coles. 1987. Managerial indemnification and liability insurance: The effect on shareholder wealth. *The Journal of Risk and Insurance* 54

(4): 721-736.

- Brown, A. B., J. Dai, and E. Zur. 2019. Too busy or well-connected? Evidence from a shock to multiple directorships. *The Accounting Review* 94 (2): 83-104.
- Byrd, J. W., and K. A. Hickman. 1992. Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics* 32 (2): 195-221.
- Chalmers, J. M. R., L. Y. Dann, and J. Harford. 2002. Managerial opportunism? Evidence from directors' and officers' insurance purchases. *Journal of Finance* 57 (2): 609-636.
- Chang, C. C., and C. W. Chen. 2018. Directors' and officers' liability insurance and the trade-off between real and accrual-based earnings management. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics* 25 (1-2): 199-217.
- 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 (1): 100-120.
- Chung, H. H., and J. P. Wynn. 2008. Managerial legal liability coverage and earnings conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 46 (1): 135-153.
- Cline, B. N., R. A. Walkling, and A. S. Yore. 2018. The consequences of managerial indiscretions: Sex, lies, and firm value. *Journal of Financial Economics* 127 (2): 389-415.
- Core, J. E. 1997. On the corporate demand for directors' and officers' insurance. *Journal of Risk and Insurance* 64 (1): 63-87.
- Core, J. E. 2000. The directors' and officers' insurance premium: An outside assessment of the quality of corporate governance. *Journal of Law, Economics, and Organization* 16 (2): 449-477.
- Cotter, J. F., A. Shivdasani, and M. Zenner. 1997. Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of Financial Economics* 43 (2): 195-218.
- DeFond, M. L., R. N. Hann, and X. Hu. 2005. Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors? *Journal of Accounting Research* 43 (2): 153-193.
- Elyasiani, E., and L. Zhang. 2015. Bank holding company performance, risk, and "busy" board of directors. *Journal of Banking & Finance* 60: 239-251.
- Falato, A., D. Kadyrzhanova, and U. Lel. 2014. Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value? *Journal of Financial Economics* 113 (3): 404-426.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Ferris, S. P., and M. Jagannathan. 2001. The incidence and determinants of multiple

- corporate directorships. *Applied Economics Letters* 8 (1): 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. *The Journal of Finance* 58 (3): 1087-1111.
- Fich, E. M., and A. Shivdasani. 2006. Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance* 61 (2): 689-724.
- Field, L., M. Lowry, and A. Mkrtychyan. 2013. Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics* 109 (1): 63-82.
- Hauser, R. 2018. Busy directors and firm performance: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics* 128 (1): 16-37.
- Heckman, J. J. 1979. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica* 47 (1): 153-161.
- Holderness, C. G. 1990. Liability insurers as corporate monitors. *International Review of Law and Economics* 10 (2): 115-129.
- Jia, N., and X. Tang. 2018. Directors' and officers' liability insurance, independent director behavior, and governance effect. *Journal of Risk and Insurance* 85 (4): 1013-1054.
- Jiraporn, P., W. N. Davidson, P. DaDalt, and Y. Ning. 2009. Too busy to show up? An analysis of directors' absences. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49 (3): 1159-1171.
- Kiel, G. C., and G. J. Nicholson. 2006. Multiple directorships and corporate performance in Australian listed companies. *Corporate Governance: An International Review* 14 (6): 530-546.
- Lin, C., M. S. Officer, R. Wang, and H. Zou. 2013. Directors' and officers' liability insurance and loan spreads. *Journal of Financial Economics* 110 (1): 37-60.
- Lin, C., M. S. Officer, and H. Zou. 2011. Directors' and officers' liability insurance and acquisition outcomes. *Journal of Financial Economics* 102 (3): 507-525.
- Masulis, R. W., and S. Mobbs. 2014. Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy? *Journal of Financial Economics* 111 (2): 406-429.
- Masulis, R. W., and E. J. Zhang. 2019. How valuable are independent directors? Evidence from external distractions. *Journal of Financial Economics* 132 (3): 226-256.
- O'Sullivan, N. 1997. Insuring the agents: The role of directors' and officers' insurance in corporate governance. *Journal of Risk and Insurance* 64 (3): 545-556.
- Priest, G. L. 1987. The current insurance crisis and modern tort law. *The Yale Law Journal* 96 (7): 1521-1590.

- Ryan Jr., H. E., and R. A. Wiggins III. 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics* 73 (3): 497-524.
- Wynn, J. P. 2008. Legal liability coverage and voluntary disclosure. *The Accounting Review* 83 (6): 1639-1669.
- Yuan, R., J. Sun, and F. Cao. 2016. Directors' and officers' liability insurance and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance* 37: 173-192.
- Zou, H., S. Wong, C. Shum, J. Xiong, and J. Yan. 2008. Controlling-minority shareholder incentive conflicts and directors' and officers' liability insurance: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance* 32 (12): 2636-2645.

