

董監事責任險與董事辭任

柯智馨、張元*

摘要

本研究根據臺灣上市上櫃非金融產業共 1,532 家公司的於 2008 年至 2018 年的資料，檢驗董監事責任險 (directors' and officers' liability insurance) 保障對董事辭任的影響。理論上雖然董監事責任險保障有助於減少董事面對訴訟產生的預期損失而降低其辭任誘因，但較高程度的董事監事責任險保障亦隱含公司的高風險特性而提高董事辭任誘因。透過敘述統計、相關分析與多重迴歸估計，本研究發現董監事責任險保障程度與董事辭任成顯著正向關係，其中獨立董事辭任受董監事責任險之正向影響的顯著證據最為普遍。

關鍵詞：董監事責任險、董事辭任

JEL分類代號：G22, G34, O15

* 兩位作者分別為聯繫作者：張元，國立彰化師範大學財務金融技術學系教授，50074 彰化市師大路 2 號，電話：04-7232105 轉 7350，E-mail: ychang@cc.ncue.edu.tw；柯智馨，國立彰化師範大學財務金融技術學系碩士生，50074 彰化市師大路 2 號，電話：04-7232105 轉 7350。作者感謝編輯與兩位匿名審稿者的修正與補充意見，文中的任何疏漏為作者之責。

投稿日期：110 年 7 月 26 日；修訂日期：110 年 9 月 1 日；

接受日期：112 年 2 月 3 日。

經濟研究 (Taipei Economic Inquiry), 60:1 (2024), 33-109。

臺北大學經濟學系出版

1. 緒論

近年來公眾對於經營不善、違反政府法規或傷害公共利益等重大負面事件的公司，求償意願日益高漲，求償對象亦趨廣泛。¹ 根據公司法及證券投資人及期貨交易人保護法的規定，消費者或投資人求償或訴訟的對象除了公司中負責特定業務的人員之外，亦包括董事會成員（包括獨立董事）、管理階層與監察人。² 對於因擁有專業性與社會聲譽、非因持有股權而進入董事會的獨立董事來說，公司營運等重大決策與訊息的參與及掌握程度有限卻與一般董事負相同的法律責任，³ 使得近年來部分獨立董事因考量個人聲譽損失、潛在

¹ 根據證券交易法第 20-1 條：「前條第二項之財務報告及財務業務文件或依第三十六條第一項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款之人，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應負賠償責任：一、發行人及其負責人。二、發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者。前項各款之人，除發行人外，如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任。」由此可知，上市上櫃公司一旦有財務報導不實之狀況，獨立董事須負推定過失責任，除非能舉證自清，否則難逃投保中心的民事追償。

² 根據證券投資人及期貨交易人保護法（投保法）之規定，董事會為公司的業務執行機關，董事為公司之當然負責人，董事執行業務應盡善良管理人注意義務，如有過失或逾越權限之行為而造成公司損害，應對公司負損害賠償責任，監察人亦同。投保法賦予投保中心得提起代表訴訟及訴請法院裁判解任董監事之權，當上市櫃公司經營階層發生違法情形，若公司不主動對不法行為之董監事提起訴訟，投保中心可直接代位公司提起訴訟及訴請法院裁判解任董監事，不受公司法所訂的持股限制，藉此督促公司管理階層善盡忠實義務，以保障投資人權益。

³ 根據財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心統計，至 2017 年底該中心有 13 個追償案件，求償對象除一般董事也有獨立董事在內，連帶求償金額達 22.44 億元。2004 年博○公司在毫無預警的情況下宣佈無力償還到期的可轉換公司債，向法院申請重整，前董事長被判刑、併科罰金 1 億 8 千萬元，其餘的主管、員工及配合造假廠商等人，分處 4 年以下不等徒刑；2007 年力○東○案以大量人頭子公司向力○旗下的企業套利掏空，其創辦人遭檢察官判刑 30 年，併科罰金新台幣 17 億 1 千萬元；2006 年底美國司法部開始調查臺日韓多家面板廠涉嫌聯合操縱價格、違反美國反托拉斯法，包括友○、奇○、華○、彩○、夏○等面板廠陸續認罪，友○於 2012 年 9 月反托拉斯案判決中必須支付 5 億美元罰金，前副董陳○○與前執行副總熊○各被判 3 年徒刑、各罰款 20 萬美元；2016 年樂○案因日商

訴訟風險日增以及薪酬與職責不相稱等原因而出現辭任風潮。

有鑑於此，各公司危機意識抬頭並為了留任優秀人才，開始給予董、監事與重要職員任職時多一層保障而投保董監事及重要職員責任保險 (directors' and officers' liability insurance)。此保險的主要目的及功能為當董監事或重要職員被第三人提出賠償請求時，求償期間所發生之調查、抗辯費用或判決後的和解及判決金額等財務損失，保險公司依其承保範圍負起賠償責任，協助公司或被保險人填補損失，使公司得以在第三人的控訴中降低損失並繼續穩健經營。⁴

既有文獻探究了公司具有董監事責任險保障的利益與成本。就利益面來看，第一、董監事責任險保障提供董監事與管理階層於訴訟發生時的多一層財務保障，降低其預期財務損失；在風險趨避特性下，董監事責任險有助於扭轉董監事高管的保守，有助於公司降低因投資不足 (underinvestment) 所導致的價值損失 (Bhagat et al., 1987)；第二、董監事責任險保障有助於公司留任優秀董事與高管人才，使公司較能延攬到優秀或具聲譽的專業或獨立董事與管理團

百〇〇〇數位娛樂有限公司惡意違約交割而使股東產生重大損失，判處董事長 18 年有期徒刑，併科罰金 1 億元。由以上案例得知，企業面臨經營危機或重大事件致使投資人發生損失及公眾關注，公司董事與高階管理人員被求償的訴訟風險與衍生損失大幅提高。

⁴ 董監事責任險承保保險公司的承保範圍包括：(1) 被保險人於保險期間內，因本保險單承保之錯誤行為依法應付賠償責任而受賠償請求時，保險公司負賠償之責；(2) 對於被保險公司依據相關法令或與被保險人之協議必須先行支付或補償被保險人之損失，保險公司亦負賠償之責。根據 2020 年 6 月 14 日經濟日報的報導（記者葉憶如）指出，臺灣上市上櫃公司中為董監事責任險投保最多的是台〇電，一年的保額達 67.88 億元，分別向國內外三家產險公司投保，聯〇因涉美〇竊密案近期遭罰 1 億元，公司為其董監事投保金額高達 30.55 億元的責任險，在電子產業公司中排名第二；鴻〇一年投保金額為 21.56 億元，宏〇、友〇等公司的投保金額亦達 15 億元至 18 億元以上；傳統產業公司中，裕〇車一年投保 62.18 億元；金融業包括國〇金、富〇金、中〇金等也都在 15 億元以上，至於曾遭美國求償 57 億元天價而震驚市場的兆〇金，2019 年公司幫董事投保的責任險金額為 9.435 億元，除新〇金投保 4.74 億元，國〇金 3 億餘元較少外，普遍都在 9 億元以上。

隊 (Priest 1987; Bhagat et al., 1987; Holderness, 1990; Daniels and Hutton, 1993; 陳彩稚與龐嘉慧, 2008) ; 第三、承保董監事責任險的保險公司於承保前會對公司董監事、管理階層背景及公司經營風險預作審查與評估以決定是否承保以及保費多寡, 保險公司於保險期間亦會評估受董監事責任險保障者是否盡善良管理人義務, 從而促使公司相關人員行事更為謹慎, 保險公司的外部監督力量有助於強化公司治理 (Holderness, 1990; Baker and Griffith, 2007; 陳彩稚與龐嘉慧, 2008) ; 第四、透過董監事責任險的保險金額給付, 公司可減少為了補償董監事與管理階層部分訴訟與賠償成本所造成之損失 (Oesterle, 1989), 而 Mayers and Smith (1982) 認為購買董監事責任險有助於降低公司的破產成本。

然而, 就負面觀點而言, 第一, Gutiérrez (2003) 與 Baker and Griffith (2007) 指出公司具有董監事責任險保障後, 股東 (或其他利害關係人) 知道對公司進行訴訟的預期回報價值提高, 增加了股東 (或其他利害關係人) 控訴公司的機率, 引發濫訟的問題而使公司有較高的訴訟風險, 對公司不利; 第二、公司購買董監事責任險將董監事與經營階層之法律及財務承擔責任部分轉嫁至保險公司, 從而降低了董監事和經營階層的責任, 引發道德危險並誘發投機行為 (Gutiérrez, 2003; Baker and Griffith, 2007) 以及過度投資問題 (Li and Liao, 2014); 第三、金融市場參與者透過瞭解公司購買董監事責任險的多寡而調整其對於公司風險的評估; 具有較高董監事責任險保障程度的公司傾向被金融市場參與者評估為潛在高風險的公司, 從而提高對公司發行證券的要求報酬率 (Lin et al., 2013), 對其盈餘預測亦較不樂觀 (Boubakri and Bouslimi, 2016)。

由上可知, 大部分董監事責任險的研究是由董監事責任險保障程度如何影響公司相關的財務後果 (financial consequence), 幾乎未探討董監事責任險保障如何影響董監事與高階管理者的任職意願與異動情形。董事會的運作是重要的公司治理機制之一 (Fama and Jensen, 1983; Weisbach, 1988; Lorsch and MacIver, 1989; Daily and

Dalton, 1994; Daily, 1995)，公司董事、監事與高階管理者的素質與流動性對公司經營更是有重大的影響，包括對績效、詐欺行為以及會計報導品質等等面向 (Murphy and Zimmerman, 1993; Ting, 2013; Fahlenbrach et al., 2017; Gao et al., 2017; Huang and Chan, 2018)。⁵ 董事與高階人力資源的素質與穩定，是公司治理機制中董事會運作效率與董事職責能夠良好發揮的重要關鍵。如何讓董監事（包括獨立董事）能夠安穩地在一間公司內任職，對董事來說一個很重要的權衡就是任職之報酬與風險的抵換關係，不論是有形還是無形，董事承擔的風險與其相對應的報酬是否可被現任董事所接受是一個重要關鍵。給定預期報酬不變（或降低時），任職風險的增加便導致辭任誘因上升。

既有關於董事辭任決定因素的研究中可歸納出影響董事辭任的因素包括公司績效表現不佳、預期績效表現不佳、經營風險較大、董監事酬勞相對較低、公司聲譽不佳以及較高的大股東持股比率等 (Eriksson et al., 2001; Yeh et al., 2008; Asthana and Balsam, 2010; Chang and Sun, 2016)。本研究提出董監事責任險保障程度亦為董事辭任之正向影響因素的主張，較高程度的董監事責任險保障導致較高程度的董事辭任。主要論點為，第一，既有研究指出金融市場參與者透過公司的董監事責任險保障程度推估公司的風險特性，高程度的董監事責任險對應較高的銀行貸款成本 (Lin et al., 2013)、權益

⁵ 舉例來說，Fahlenbrach et al. (2017) 根據美國上市公司於 1999 年至 2010 年的資料發現在獨立董事離職後，股票報酬和經營績效皆下降，有較高的機率出現財報重編並面臨來自股東的訴訟並遭受較多的極端股票負向報酬事件，在合併與收購案中亦表現地較差。Gao et al. (2017) 發現在詐欺行為期間，詐欺公司的外部董事表現出異常的異動情形，而董事會規模愈大、董事會開會次數愈少以及較高的財務專家比例與欺詐公司在欺詐犯下期間的高程度董事異動有關。董事異動程度愈高，詐欺事件事後的涉案金額愈大，善後的持續時間愈長。Huang and Chan (2018) 利用臺灣的公司資料發現董事辭任後，經營業績不僅惡化，亦顯著低於產業平均，而那些代理問題較嚴重的公司（內部人或機構投資人持股較低）、在董事辭職前收到無保留意見以外的審計意見以及更換簽證會計師的公司，董事辭任後的績效表現更差。

資金成本 (Chen et al., 2016) 以及審計費用 (詹素嬌等, 2014), 對於更瞭解公司營運的董監事及高管而言, 同樣可以瞭解高額董監事責任險保障隱含著高風險, 進而增進其辭任傾向。

第二, 既有研究如 Gutiérrez (2003) 與 Baker and Griffith (2007) 指出具有董監事責任險保障的公司其股東 (或其他利害關係人) 知道對公司進行訴訟的預期回報價值較高, 反而增加了公司被控告的機率或引發濫訟問題 (O'Sullivan, 2002; Gillan and Panasian, 2015), 這增加了被控訴者的辭任誘因。第三, 董監事責任險保障僅能在給定被保險者善盡管理人義務下給予其實質補償, 並無法充分保障或回復董監事發生訴訟當下及後續的社會聲譽、地位受損以及職涯發展上的陰影, 特別是基於專業性與聲望進入董事會的法人代表董事與獨立董事, 其任職之風險與報酬的抵換關係, 因社會聲望與個人無形資產損失較難回復, 對於高額董監事責任險隱含高風險的訊息更為敏感。

本研究採用 2008 年至 2018 年間臺灣證券交易所與證券櫃檯買賣中心的上市上櫃非金融產業公司的資料, 檢驗公司的董監事責任險保障是否影響董事的辭任程度, 包括對獨立董事辭任與一般董事辭任的影響。本研究的基本實證結果顯示董監事責任險保障正向影響董事辭任, 同時本研究亦進行多項增額分析, 包括考慮經產業調整董監事責任險保障對經產業調整董事辭任的影響、考慮董監事責任險跨期變動對董事辭任跨期變動之影響的差分迴歸估計、考慮固定效果模式與隨機效果模式的估計、採取兩階段工具變數估計以降低內生性問題、應用兩階段估計與傾向分數配對後的估計以矯正樣本自我選擇偏誤問題、考量超額董監事責任險保障程度的影響以及評估董監事責任險保障對法人代表董事與自然人董事辭任的影響差異等, 實證結果仍具有一致性, 較高的董監事責任險保障程度導致較高的董事辭任程度, 其中獨立董事辭任對董監事責任險保障的敏感性最高, 最易受高董監事責任險保障程度的影響而增加其辭任, 其次為法人代表董事, 自然人董事辭任受董監事責任險保障之正向

影響的顯著證據相對較少但仍然存在。

本研究採用臺灣掛牌交易公司的資料進行分析的原因有二，第一，雖然世界許多先進國家的金融市場已有相對較成熟的董監事責任險市場，但我國至最近十幾年尚開始發展，證券主管機關提出的相關公司治理政策規範對於公司投保董監事責任險採取正向鼓勵與指引的方向。在 2018 年強制要求新上市上櫃需投保董監事責任險的規定之前，2016 年上市櫃公司中董監責任險的投保率約為 72%，2017 年約為 76%，董監事責任險商品的發展、政府政策的推行以及掛牌公司對於責任險的需求共同促進了董監事責任險市場在臺灣金融市場中的持續發展。

第二，誠如前述，近年來臺灣金融市場上的立法逐漸完善，投資人對公司的求償意識逐漸高漲，求償對象愈趨廣泛，特別是公司的獨立董事在公司重大內部訊息無法充份取得、任職風險與所得不相稱而出現實務上所謂獨立董事大逃亡的現象。本研究所關切的兩個主要變數，董監事責任險與董事辭任，正好是臺灣金融市場中出現明顯發展的兩個趨勢，而有趣的是，本研究提出關於此兩個變數的預測方向亦與當今臺灣金融市場上的兩個實務發展趨勢不謀而合。董監事責任險的保障固然在公司治理的提升上有其價值，包括先前提到的促進董監事高管勇於任事、降低投資不足、降低公司破產成本並增加外部監督等益處，使得政府相關主管機關推廣董監事責任險規範有其正當性，然而，基於本研究的統計證據，董監事責任險保障隱含的高公司風險卻對應著高程度的董事辭任傾向，針對高程度的董事辭任，對政府主管機構來說，便不一定是樂見的現象，特別是獨立董事因考量董監事責任險保障程度所隱含的風險而增加其辭任程度，則增進董事會運作的專業性與獨立性的獨立董事制度將受到董事監事責任險的衝擊。本研究針對董監事責任險保障與董事辭任具正向關係所提出的討論與檢驗，有助於政府主管機構更廣泛地洞察董監事責任險保障的後續效應。

本研究的基本結果為公司董監事責任險保障程度愈高，董事辭

任情形愈嚴重，而獨立董事的辭任對高程度董監事責任險保障的敏感性高於一般董事，而董事辭任對應著公司下一年獲利能力的低落。本研究的潛在貢獻包括以下兩點，第一，大多數探討董監事責任險的文獻著重討論董監事責任險保障如何影響公司財務與非財務後果指標，如績效與價值（陳家偉等，2015；Yi et al., 2018）、資金成本（Yi et al., 2013; Chen et al., 2016）；信用評等（廖秀梅等，2017）、盈餘報導品質與財報重編（湯麗芬等，2014；湯麗芬等，2015）、銀行貸款成本（Lin et al., 2013）、過度投資（Li and Liao, 2014; Chan and Chen, 2014）、審計公費（詹素嬌等，2014）、避稅（李建然與湯麗芬，2019；廖益興等，2021）以及股價崩盤風險（Yuan et al., 2016）等，本研究則探討董監事責任險保障影響董事對於任職工作的報酬與風險評估進而影響其任職意願，董監事責任險保障與董事辭任正向關係透露了高程度的董監事責任險保障即便轉嫁了董監事肩負的部分經營及法律責任予保險公司，但仍無法彌補董事們對於其個人聲譽與職涯發展之潛在負面影響而產生疑慮，增進了董事辭任其工作的誘因。本研究探討董監事責任險保障對於董事辭任的關係並證實其為正向關係，拓展了對於董監事責任險保障後續影響範圍的瞭解。

第二，既有研究指出董事辭任的決定因素主要為公司績效表現不佳、預期績效表現不佳、經營風險較大、董監事酬勞相對較低、公司聲譽不佳以及較高的大股東持股比率等（Eriksson et al, 2001; Yeh et al., 2008; Asthana and Balsam, 2010; Chang and Sun, 2016）。本研究則提出公司的董監事責任險保障影響著董事對於公司風險的認知，較高程度的董監事責任險保障隱含高程度的公司風險，進而正向影響董事辭任的程度。這指出了董事辭任的考量不僅決定於董事任職公司外顯條件，董事亦會將董監事責任險保障所隱含的風險納入其工作之報酬與風險抵換關係評估中。董監事責任險保障所隱含的風險使董事進一步理解其任職工作的風險，進而影響其辭任傾向。本研究在董事辭任決定因素的研究脈絡中增加了董監事責任險

保障為一風險與報酬抵換關係的新增影響因素，董監事責任險透過影響董事對於公司風險高低的認知而影響其辭任誘因。

本研究共分5節，下1節為文獻探討與假說發展，討論董監事責任險的利益與成本，衍生出高董監事責任險保障程度引發董事認為公司為高風險之特性進而增加其辭任傾向的論點，形成本研究的待檢驗假說；第3節為公司樣本與資料、研究變數與實證模型；第4節為實證結果，包括敘述統計、相關係數、多重迴歸估計以及多個增額分析的實證證據與討論；最後1節為研究結論與政策建議。

2. 文獻探討與假說發展

2.1 董事辭任

近年來企業經營的各種風險日趨擴大，公司董事與管理高層皆面臨消費者、投資人以及其他利益關係人求償意識高漲而曝露在更高的訴訟風險中，這導致風險趨避的董事或獨立董事有可能在考慮董事酬勞增加有限或維護個人聲譽的情況下而辭任董事或獨立董事，同時也使得公司較不容易聘任優秀人材擔任獨立董事，這弱化了董事會職能的發揮，益降低了獨立董事制度在公司治理機制中的作用。Dou (2017) 發現當公司面臨訴訟或出現財務報表重編等負面事件時，董事將連帶受到外界的指責與批評，許多董事在弊案發生前、後及經營績效大幅衰退等經營風險提高的時機選擇辭退，希望能夠憑藉離開職位與公司切割，期望事件爆發後可降低被追訴的可能。另外，臺灣的主管機關針對上市櫃公司加強董事會運作與監督的管制或規範日趨嚴格，使得公司中應負連帶責任的關係人為了避免損害自身利益、聲譽受損與官司纏身，選擇先行辭退以求自保與避責（王哲綸，2012）。

實務上自 2016 年樂○案爆發後，截至 2018 年為止獨立董事辭任的紀錄創新高，依據臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心的統

計，2014 年至 2018 年上市櫃公司獨立董事辭任人數，分別為 55、71、93、90 與 132 人。健全的公司治理在某種程度上可透過獨立董事制度輔以落實，如果公司所面對的經營環境日趨不穩定，加上投資人求償意識日益高漲而使得董事或獨立董事面臨的風險（不論是財產風險或是人身風險）攀高，其陸續辭任之情形將使得公司無法留任優秀人才，使得強化公司治理、保障股東權益與金融市場穩定的目標無法達成。

既有關於影響董事辭任的研究中可歸納出影響董事辭任的因素包括與公司管理當局溝通不良、公司績效表現不佳、預期績效表現不佳、經營風險較大、董監事酬勞相對較低、公司聲譽不佳以及較高的股東持股比率等（Eriksson et al., 2001；唐清泉等，2005；Yeh et al., 2008; Asthana and Balsam, 2010; Chang and Sun, 2016）。Eriksson et al. (2001) 利用 1996 年至 1998 年間丹麥的公司資料發現公司的執行長、董事會主席與董事會成員的更替 (turnover) 有許多共同的決定因素如公司規模、年齡與償付能力等因素，但獲利能力的降低導致更替的顯著證據是較少的。Yeh et al. (2008) 透過 2002 年至 2006 年間 82 家獨立董事自願辭職的首次公開發行 (initial public offerings, IPO) 公司資料發現，公司治理變數如關係交易、審計師無保留意見報告以及大股東的總持股量等變數的重要性高過不利的公司績效與風險指標。Asthana and Balsam (2010) 提供了一般董事與獨立董事之更替受一系列經濟因素影響的證據。如果董事薪酬豐厚或公司備有董事退休金計劃，獨立董事和一般董事就不太可能離職；當公司業績不佳或預期公司業績不佳以及當公司風險較高時時，董事更有可能離開公司。不同的是，內部董事更替與公司業績之間的關聯相對較薄弱。Chang and Sun (2016) 發現出現財務報導不實或詐欺的公司其董事更替頻率顯著高於未出現財務報導詐欺的公司，而詐欺公司的董事擔任其他公司董事的席位數也有所降低，表示財務報導不實與詐欺不僅正向影響董事辭任，更傷害了董事的聲譽。

另外，王哲綸 (2012) 以企業過往績效、外部機構法人等角度分

析臺灣上市公司獨立董事辭任的決定因素，研究結果發現企業前期績效愈差、外部法人董事占董事會的比例愈高，獨立董事的辭任情形愈嚴重，此結果隱含了獨立董事可能因績效表現低落及外部的監督力量提高而面臨較大的職位風險，或是害怕自身的聲譽與利益受損，選擇主動辭任以降低潛在責任與風險。李淑華等 (2010) 研究力霸掏空公司案之後國內出現的董事離職潮，發現在力霸事件後出現董監事離職的公司，許多財務數據包括償債能力、獲利能力、經營能力指標等皆低於未出現董監事離職之公司的中位數，顯示公司董監事為了避免未來必須負擔連帶責任而造成聲譽受損，或是面臨高額財務損失及訴訟，選擇離職以規避風險，而投資人與企業利害關係人便可將此異常離職現象作為判斷公司未來財務狀況的訊息。扈喚 (2016) 發現獨立董事主動辭職與公司內部控制重大缺陷成顯著正相關，獨立董事主動辭職的公司當年收到非標準審計意見的可能性顯著提高，這表明獨立董事主動辭職確實傳遞出公司內控重大缺陷及財務報告品質不佳的訊號。單成 (2016) 根據中國 345 家上市公司的資料發現，有 122 家公司在出現負面報導後的 6 個月內發生了獨立董事辭職，表示網絡媒體負面報導量與獨立董事辭任有顯著正相關，而更有趣的是，獨立董事兼職數量與辭任機率亦為顯著正相關，意味著聲譽愈高的獨立董事其在公司出現負面報導後其辭職的機率是更大的。

由於一般董事是基於股權投資或持有股權而任職，當董事對公司經營已無興趣、經營理念與大部分董事或董事長不合以及認為擔任董事職務的訴訟風險較高時，除透過股權轉讓或出售而於下屆無法被選任外亦可於任期內主動不擔任董事職位。⁶ 而獨立董事的獨立

⁶ 上市上櫃公司董監事辭任就任變動之性質可分別為改派、改選、推選、補選、解任、增選與辭任七種，針對獨立董事辭任異動的原因則包括：因於公立學校任職，不得以個人身分兼任外部獨立董事而辭任；工作（公務）繁忙；生涯規劃；研究教學繁忙；個人因素；健康因素；退休規劃；受邀擔任政府公職；長年在國外工作；出任公股行庫董事長；為配合公司股票上市申請之需；醫務繁忙；出國進修；因病辭世；因個人成立媒體事業，為保持獨立客觀及業務繁忙辭任；轉任

性與專業性對於公司治理機構的重要性已在許多既有研究中充份被討論，獨立董事的辭任則將負面影響公司治理機制的發揮，如何降低或緩解獨立董事辭任成為重要議題。

2.2 董監事責任險對董事辭任的影響

既有文獻已探討了董監事責任險透過轉嫁董監事經營與法律風險給保險公司而使公司得以留任優秀人才，購買董監事責任保險的公司較能延攬優秀或具聲譽的獨立董事與管理階層參與經營（Priest 1987; Bhagat et al., 1987; Holderness, 1990; Daniels and Hutton, 1993；陳彩稚與龐嘉慧，2008）。然而，本研究認為受董監事責任險保障的董監事高層或管理階層，透過董監事責任險的保障程度而推估公司潛在訴訟風險的大小，進而影響其辭任意願。本研究主張有較高程度之董監事責任險保障的公司，傾向有較嚴重的董事辭任。主要理由如下。

第一，既有研究指出具有董監事責任險保障的公司具有較高的訴訟風險，舉例來說，Gutiérrez (2003) 與 Baker and Griffith (2007) 指出公司投保董監事責任險後，股東（或其他利害關係人）知道對公司產生訴訟的預期回報價值較高，增加了股東（或其他利害關係人）控告公司的機率，引發濫訟的問題使得公司反而有較高的訴訟風險。O'Sullivan (2002) 發現英國大型上市公司投保董監事責任險的金額愈大，訴訟的機率愈高。Gillan and Panasian (2015) 以加拿大公司為研究樣本並指出購買董監事責任險的公司更可能面臨訴訟，而

公司一般職務；因已不具獨立性資格辭任；因認購本公司私募，持有已發行股份總額 1% 以上；因親屬擔任與本公司往來銀行之主管職務；因任職於直接持有本公司股份百分之五以上法人股東；因其專業而被延攬入閣。綜觀上述獨立董事辭任原因雖然多以入閣、健康因素、業務繁忙或職涯規劃及個人因素等為由，看不出真正影響獨立董事辭任的背後主要原因，其真正影響因素可能為獨立董事的責任重大，擔心須負起公司經營不善、營收及獲利大幅下滑的連帶責任，一旦公司出現弊案，公眾有可能質疑獨立董事並未盡責，導致許多獨立董事所需承擔的法律責任過於沉重。

隨著承保範圍增加，牽涉訴訟的可能性愈高。Boyer and Stern (2014) 採用中國上市公司的資料發現對董監事責任險有愈多需求的公司傾向有愈高的訴訟風險。Boubakri and Bouslimi (2016) 指出購買董監事責任險可能為公司訴訟風險以及代理成本上升的一種訊號，因為投保董監事責任險的公司在發行新股時，財務分析專家傾向對公司未來盈餘表現出不樂觀的預期。董監事責任險保障程度的增加雖然有助於董監事的預期訴訟損失降低，董監事責任險的高程度保障亦隱含公司有高程度的風險，需要高程度的董監事責任險以保障董監事的潛在訴訟風險與損失，因此高程度的董監事責任險保障將引發較嚴重的董事辭任。

第二、金融市場參與者透過瞭解公司購買董監事責任險的程度而調整其對於公司風險的看法。Lin et al. (2013) 由債權人角度分析加拿大的公司資料發現董監事責任險與貸款利差成正向關係，表示公司購買董監事責任險引發較高的道德風險，使資金提供者對於公司風險的看法較為悲觀進而提高公司的貸款利率。Chen et al. (2016) 亦指出董監事責任保險與公司資金成本成正向關聯。詹素嬌等 (2014) 發現臺灣上市公司投保董監事責任險與審計公費成正向關係，有投保董監事責任險的公司傾向有較高的審計公費，投保金額愈高亦對應著愈高的審計公費，購買董監事責任險傾向使會計師對公司產生高審計風險的疑慮，從而提高審計公費。湯麗芬等 (2015) 發現公司對於董監事責任險的超額保險愈多，愈會誘發公司高層道德危險行為，進而導致愈高的財務報表重編機率，董監事責任險超額投保愈多的公司亦傾向得到愈差的信用評等（廖秀梅等，2017）。具有較高程度董監事責任保障的公司傾向於金融市場上獲得較不利的評價，這些不利的指標或訊號使得公司董事對於經營前景產生疑慮，進而提高其辭任傾向。

第三，董監事責任險的保障僅能提供給定被保險者善盡管理人義務下的實質補償，例如訴訟期間所發生之調查費用、抗辯費用，判決後的和解金及判決金額的損失等，董監事責任險的保障並無法

充分補償或回復被保險人於訴訟過程中及後續之社會聲譽與地位受損以及職涯發展上的污點。Chang and Sun (2016) 指出出現財務報導不實或詐欺的公司其董事更替率顯著較高，而詐欺公司的董事擔任其他公司董事的席位數亦顯著降低，顯示公司的財報不實與詐欺一方面導致了董事辭任，另一方面也減損了董事的聲譽。單成 (2016) 發現兼職數量較多的獨立董事在公司被網絡媒體負面報導後提高其辭任機率，隱含重視聲譽的獨立董事對公司的負面報導更為敏感。基於專業性與社會聲望進入董事會的法人代表董事與獨立董事，為維護自身信譽與社會聲望等個人無形資產，即便高額的董監事責任險保障可補償其潛在訴訟的實質損失，但高程度董監事責任險隱含的高風險對於董監事之社會聲望與職涯發展等無形資產的潛在損失愈大且無法透過責任險以獲得補償或回復，此結果將增加董事辭任的誘因。

整體來說，董監事責任險保障愈多，隱含公司的訴訟機率愈高或訴訟衍生的賠付金額愈多，金融市場參與者將給予高董監事責任險保障程度的公司較不利的評價，同時董監事責任險保障雖然可補償訴訟所衍生的有形損失，但再多董監事責任險保障也無法彌補董監事本身的聲譽受損與以及對未來職涯發展上的負面影響，高額董監事責任險保障隱含較大的風險及較嚴重的聲譽損失。基於以上論點，本研究認為董監事責任險保障程度的提高將增加董事的辭任意願，待檢驗假說為：

假說 1. 公司的董監事責任險保障程度與董事辭任程度成正向關聯；董監事責任險保障程度愈高，董事辭任程度愈大。

3. 公司樣本與資料、變數與計量模型

3.1 公司樣本與資料來源

本研究以臺灣證券交易所與櫃檯買賣中心掛牌上市之非金融產業（排除銀行業、票券業、壽險業、產險業、證券業與金控業）公司共 1,532 家於 2008 年至 2018 年的資料為研究對象。公司樣本之所以排除金融產業公司的原因是金融產業的會計制度、會計科目與績效評估方式、政府管制、產業競爭等狀況與非金融產業公司有明顯的差異。⁷ 公司董監事責任險保險金額、公司財務與治理變數以及董事與獨立董事辭任之資料擷取自臺灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal) 與臺灣證券交易所之公開資訊觀測站。⁸

3.2 研究變數

3.2.1 被解釋變數：董事辭任

本研究以十個代理變數衡量公司董事辭任程度。⁹ 第一、董事辭任虛擬變數 (*resignd*)，是否有董事（包含獨立與一般）辭任，

⁷ 金融產業公司未納入分析並非表示金融產業中董監事責任險與董事辭任關係的探討不重要，反而因金融產業公司規模龐大且影響經濟與金融甚鉅而需另作後續分析。

⁸ 本研究針對各連續變數進行極端值處理，各變數數值若低於於該變數 1% 分位數或高於 99% 分位數者將其視為極端值而將其刪除。採取此方式進行極端值處理下的實證結果與未進行極端值處理下的實證結果相似。另外，本研究針對各連續變數進行另一種極端值處理處理的方式，即各變數分配之 1% 以下與 99% 以上的資料點以 1% 與 99% 分位數的數值取代之，實證結果亦未產生明顯的改變。

⁹ 在臺灣證券交易所公開資訊觀測站 (<https://mops.twse.com.tw/mops/web/index>) 以及經濟新報資料庫中，董監事辭就任明細資料所提供關於董監事職務變動之性質的歸類可分為：改選、補選、辭任、解任、改派、增選以及推選幾種，本研究定義公司董事辭任是透過觀察公司董事（一般董事與獨立董事）是否出現辭任以進行定義，並非是改選、補選、解任、改派、增選以及推選等的異動。雖然如此定義使得董事的異動僅侷限於辭任這個因素而使得符合此定義的出象值數目較少，但卻也相對不受到因任期到期之改選以及前述其他因素導致的異動所干擾。

有為 1，無為 0；第二、獨立董事辭任虛擬變數 (*inesignd*)，是否有獨立董事辭任，有為 1，無為 0；第三、一般董事辭任虛擬變數 (*ninresignd*)，是否有一般董事辭任，有為 1，無為 0；第四、董事辭任人數 (*resignn*)，董事（包含獨立與一般）辭任人數；第五、獨立董事辭任人數 (*inesignn*)；第六、一般董事辭任人數 (*ninresignn*)；第七、董事辭任比率 (*resignr*)，董事（包含一般與獨立）辭任人數佔董事會總人數百分比；第八、獨立董事辭任比率 (*inesignr*)，獨立董事辭任人數佔董事會總人數百分比；第九、一般董事辭任比率 (*ninresignr*)，一般董事辭任人數佔董事會總人數百分比；第十、獨立董事辭任佔獨立董事比率 (*inresignrin*)，獨立董事辭任人數佔獨立董事總人數百分比。

3.2.2 主要解釋變數：董監事責任保險保障

本研究採用七個公司董監事責任險保障變數，第一，是否具有董監事責任險保障虛擬變數 (*dolid*)，董監事責任險保險金額大於零者為 1，等於零者為 0；第二，董監事責任險保險金額 (*dolic*)，特定公司特定年度於各保險公司之董監事責任險的保險金額總額（再取自然對數）；第三，平均每位董監事責任險保險金額 (*dolip*)，定義為董監事責任險保險金額除以董監事人數（再取自然對數）；第四，承保特定公司董監事責任險之保險公司家數 (*dolini*)；第五，董監事責任險保險金額佔總資產比率 (*dolita*)，董監事責任險保險金額除以資產總額；第六，董監事責任險保險金額佔淨值比率 (*dolite*)，董監事責任險保險金額除以股東權益；第七，董監事責任險保險金額佔營收淨額比率 (*dolits*)，董監事責任險保險金額除以營業收入淨額。此七個變數的數值愈高隱含董監事責任險保障程度愈高。

3.2.3 控制變數

本研究根據董監高管層級異動的既有研究發現公司董事成員的辭任的主要因素包括公司績效表現不佳、經營風險大、董監事酬勞

相對較低、公司聲譽不佳以及較高的大股東持股比率 (Eriksson et al., 2001; Yeh et al., 2008; Asthana and Balsam, 2010; Chang and Sun, 2016) 等。本研究綜合上述研究，採用下列變數作為解釋董事辭任的控制變數。公司是否出現財報重編虛擬變數 (*restate*)：當公司出現財報重編時表示公司的會計報導與內控出現缺失、公司治理機制無法有效發揮以及未來出現財務危機的可能性較大，使得董事辭任的傾向較高。特定公司於特定年度中之財務報表重編次數大於零者，虛擬變數為 1，否則為 0。資產報酬率 (*roa*)：董事在獲利能力較高的公司中能享有較多的有形（如董監事酬勞）與無形資源（社會聲譽），使其辭任傾向較低。資產報酬率的定義為公司年度稅後盈餘除以平均總資產。營收成長率 (*salesgr*)：營收成長率愈高，未來的市場佔有與獲利愈樂觀，因此高營收成長公司的董事傾向有較低的辭任傾向。營收成長率定義為公司年度營業收入淨額相對於去年營業收入淨額之變動率。負債比率 (*debt*)：公司的負債比率愈高，償債能力愈低，公司的財務風險愈高而破產風險愈大，高負債比率引發的高利息負擔亦負面影響公司獲利能力，增加董事辭任的誘因。負債比率定義為總負債佔總資產之比率。

資產報酬率變異性 (*rorvar*)：資產報酬率波動性愈高，獲利穩定性愈低，經營風險愈高，董事的辭任傾向愈高。資產報酬率變異性定義為當年度與前四個年度之資產報酬率的變異數。平均每位董事酬勞是否低於當年度平均數 (*lowpay*)：當公司平均每位董事酬勞低於當年度所有公司的平均數時，¹⁰ 董事有可能認為其所承擔的風險與薪資報酬不相稱，使其有較高的辭任意願。公司平均每位董事酬勞是否低於當年度所有公司之平均數時，虛擬變數為 1，否則為 0。公

¹⁰ 受限於資料期間之政府法規並未要求揭露並公告每位董事領取的酬勞金額（僅有酬勞級距），且本研究的資料屬公司層級 (*firm level*) 而非董事層級 (*board member level*)，因此本研究考量平均每位董事領取的酬勞是否低於當年度所有公司的平均數。另外，若要由董事層級的角度進行分析，可給予不同董事酬勞級距一間斷序列數值（如1, 2, 3...），便可得知特定董事所屬的酬勞級距是否低於當年度所有董事或同產業公司董事之酬勞級距的平均數。

司是否發生重大財務危機 (*distress*)，若特定公司於特定年度發生財務危機事件，虛擬變數值為 1，否則為 0。公司會計師事務所是否為四大會計師事務所 (*big4*)，是為 1，否為 0。會計師事務所是否對公司繼續經營假設表示疑慮 (*concern*)，是為 1，否為 0。是否變更會計師 (*audchange*)：若特定公司於特定年度中變更簽證會計師，虛擬變數值為 1，反之為 0。

就股權結構來看，外部法人持股比率 (*elsh*)：外部法人（機構投資人）持股比率愈高，雖然董事的監督責任將可被分擔而使董事負擔降低進而降低辭任意願，但從另一個角度看，外部法人持股率愈高，對於公司決策形成的影響力愈大，董事（包括獨立董事）愈無法依其自由意志進行決策的可能性愈高，從而增加其辭任意願。外部法人持股比率定義為外部法人持股數除以流通在外股數。最大股東持股比率 (*lsh*)：衡量公司股權集中程度的代理變數，最大股東持股比率愈高，表示股權集中愈高，董事（包括獨立董事）的意志有可能受到大股東的抑制，從而提高辭任意願。最大股東持股比率定義為最大股東持有普通股股份數除以公司流通在外股數。變數定義與英文縮寫代號整理於表 1。

表 1 變數的英文代號及定義

變數	英文縮寫	定義
主要解釋變數—董監事責任險		
是否具董監事責任保險	<i>dolid</i>	董監事責任險保險金額大於零者為 1，否為 0
董監事責任險保險金額	<i>dolic</i>	董監事責任險保險金額取自然對數
平均每位董監事保險金額	<i>dolip</i>	(董監事責任險保險金額/公司董監事人數)再取自然對數
承保董監事責任保險公司家數	<i>dolini</i>	承保董監事責任險之保險公司家數
董監事責任險保險金額佔資產比率	<i>dolita</i>	董監事責任險保險金額/資產
董監事責任險保險金額佔淨值比率	<i>dolite</i>	董監事責任險保險金額/淨值

表 1 變數的英文代號及定義（續前頁）

變數	英文縮寫	定義
董監事責任險保險金額佔營收淨額比率	<i>dolits</i>	董監事責任險保險金額／營業收入淨額
被解釋變數－董事辭任		
董事辭任虛擬變數	<i>resignd</i>	是否有董事（包含獨立與一般）辭任，有為 1，無為 0
獨立董事辭任虛擬變數	<i>inesignd</i>	是否有獨立董事辭任，有為 1，無為 0
一般董事辭任虛擬變數	<i>ninresignd</i>	是否有一般董事辭任，有為 1，無為 0
董事辭任人數	<i>resignn</i>	董事（包含獨立與一般）辭任人數
獨立董事辭任人數	<i>inesignn</i>	獨立董事辭任人數
一般董事辭任人數	<i>ninresignn</i>	一般董事辭任人數
董事辭任比率	<i>resigr</i>	（董事（包含一般與獨立）辭任總人數／董事會總人數）× 100%
獨立董事辭任比率	<i>inesigr</i>	（獨立董事辭任人數／董事會總人數）× 100%
一般董事辭任比率	<i>ninresigr</i>	（一般董事辭任人數／董事會總人數）× 100%
獨立董事辭任佔獨立董事比率	<i>inresigrin</i>	（獨立董事辭任人數／獨立董事總人數）× 100%
控制變數		
是否有財務報表重編	<i>restate</i>	當年度財務報表重編次數大於等於 1 次者為 1，否為 0。
負債比率	<i>debt</i>	負債總額／資產總額
資產報酬率	<i>roa</i>	稅前息前盈餘／資產總額
資產報酬率變異性	<i>roavar</i>	當年度與前四個年度之資產報酬率的變異數
營收成長率	<i>salesgr</i>	（營業收入淨額－去年營業收入淨額）／去年營業收入淨額
平均董事酬勞是否低於該年度平均	<i>lowpay</i>	平均每位董事酬勞低於年平均時為 1，否為 0
是否發生重大財務危機	<i>distress</i>	於特定年度發生財務危機事件時為 1，否為 0

表 1 變數的英文代號及定義（續前頁）

變數	英文縮寫	定義
會計師事務所是為四大	<i>big4</i>	財報之簽證事務所為四大會計師事務所者為 1，否為 0
公司是否繼續經營假設表示疑慮	<i>concern</i>	會計師事務所是否對公司繼續經營假設表示疑慮，是為 1，否為 0
是否有變更會計師	<i>audchange</i>	公司於特定年度是否變更會計師，是為 1，否為 0
外部法人持股比率	<i>elsh</i>	外部法人持股數／流通在外股數
大股東持股比率	<i>lsh</i>	最大股東持股數／流通在外股數

資料來源：本研究整理。

說明：各變數定義來自臺灣經濟新報資料庫 (TEJ) 以及本研究作者自行定義。

3.3 計量模型

本研究以多重迴歸估計公司董監事責任險保障如何影響董事辭任。待估計迴歸方程式為：

$$\begin{aligned}
 RESIGN_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 DOLI_{i,t} \\
 & + \beta_2 restate_{i,t} + \beta_3 debt_{i,t} + \beta_4 roa_{i,t} + \beta_5 roavar_{i,t} \\
 & + \beta_6 salesgr_{i,t} + \beta_7 lowpay_{i,t} + \beta_8 distress_{i,t} \\
 & + \beta_9 big4_{i,t} + \beta_{10} concern_{i,t} + \beta_{11} audchange_{i,t} \\
 & + \beta_{12} elsh_{i,t} + \beta_{13} lsh_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)
 \end{aligned}$$

(1) 式中各變數下標 i 與 t 表示第 i 公司與第 t 年， $RESIGN$ 為董事辭任變數向量，包括董事辭任虛擬變數 (*resignd*)、獨立董事辭任虛擬變數 (*inesignd*)、一般董事辭任虛擬變數 (*ninresignd*)、董事辭任人數 (*resignn*)、獨立董事辭任人數 (*inesignn*)、一般董事辭任人數 (*ninresignn*)、董事辭任比率 (*resignr*)、獨立董事辭任比率 (*inesignr*)、一般董事辭任比率 (*ninresignr*) 與獨立董事辭任佔獨立董事比率 (*inresignrin*)。 $DOLI$ 為董監事責任險保障程度變數向量，

變數包括是否具董監事責任保險 (*dolid*)、董監事責任險保險金額 (*dolic*)、平均每位董監事保險金額 (*dolip*)、承保董監事責任保險公司家數 (*dolini*)、董監事責任險保險金額佔總資產比率 (*dolita*)、董監事責任險保險金額佔總淨值比率 (*dolite*) 以及董監事責任險保險金額佔營收淨額比率 (*dolits*)。迴歸方程式中的控制變數包括是否有財務報表重編 (*restate*)、負債比率 (*debt*)、資產報酬率 (*roa*)、資產報酬率變異性 (*roavar*)、平均董事酬勞是否低於當年度所有公司平均數 (*lowpay*)、是否發生重大財務危機 (*distress*)、公司會計師是否對繼續經營假設表示疑慮 (*concern*)、外部法人持股比率 (*elsh*) 以及大股東持股比率 (*lsh*)。被解釋變數為連續變數時，迴歸估計採普通最小平方的混合估計 (pooled OLS estimation)，被解釋變數為二元變數時，迴歸估計採用機率模型 (probit estimation)。¹¹ 若估計所得的迴歸係數 β_1 其符號為正且達統計顯著水準，表示公司董監事責任險保障正向影響董事辭任，迴歸估計結果支持本研究假說。

4. 實證結果

4.1 敘述統計與相關分析

表 2 報告公司樣本的年度與產業分布，其中分表 B 報告七個董監事責任險保障程度變數在不同年度公司樣本中的平均數，分表 C 報告七個董事辭任變數在不同年度公司樣本中的平均數。觀察分表 B 即各年度平均董監事責任險的投保比例（是否具有董監責任險保障：*dolid*）、¹² 董監責任險保險金額、平均每位董事董監事責任險保險金額以及平均承保保險公司家數皆為逐年增加的趨勢，惟於本研究資料期間的最後一年即 2018 年是相對下降的。觀察分表 C 即董

¹¹ 迴歸估計採最小平方準則並考慮 White 異質變異矯正（以異質一致性穩健估計標準誤計算估計係數之 *t* 值）。

¹² 舉例來說，在 2008 年至 2010 年公司樣本中，具有董監事責任險保障之公司的比例為 48.37%、52.10% 與 54.87%。

事辭任變數在各年度公司樣本中的平均數，各年度董事辭任虛擬變數 (*resignd*) 的平均數具有逐年遞減的傾向，然而觀察獨立董事辭任虛擬變數 (*inresignd*) 與一般董事辭任虛擬變數 (*ninresignd*) 的歷年平均數則發現，前者為逐年增加而後者是逐年下降，而此現象就董事辭任的比率上來看亦是相同的情形，表示實務上董事辭任情形的日趨頻繁，大部分是獨立董事辭任逐年增加的結果。此結果亦與實務上因臺灣金融市場主管機關加強上市櫃公司董事職能及職責歸屬的規範強度，使得許多獨立董事為求自保與避責而辭任的發展相呼應。

另外，表 2 分表 E 報告董監事責任險保障程度變數在各產業公司樣本中的平均數，表 2 分表 F 報告在各產業公司樣本中的平均董事辭任程度。觀察分表 E 發現董監事責任險投保比率最低的是 M3300（農業科技產業，16.67%），而投保比率最高的幾個產業包括 M3400（電子商務）、M2329（電子通路）、M2327（通訊網路）以及 M2324（半導體產業）等高科技產業，而董監事責任險保險金額以及平均每位董事保險金額亦是類似的情形。高科技產業因為產業變遷與技術創新較快，輔以相關法規及市場變化較大等因素而使公司經營風險較高，故高科技產業公司有較高的董監事責任險投保比率以及較高的保險金額。

觀察分表 F，就董事辭任虛擬變數 (*resignd*) 來看，董事辭任情形最嚴重的產業為 M3200（文化創意業）以及 M3400（電子商務業），而於資料期間完全無董事辭任的產業為 M1100（水泥工業），而 M1900（造紙工業）的董事辭任情形亦相對輕微。就獨立董事辭任虛擬變數 (*inresignd*) 來看，除了先前的 M3200（文化創意業）以及 M3400（電子商務業）外，M2326（光電業）、M2329（電子通路業）以及 M1722（生技醫療業）亦為獨立董事辭任情形較為嚴重的產業。董事與獨立董事辭任程度最高的前兩個產業包括 M3200（文化創意業）與 M3400（電子商務業）的平均資產報酬率變異數於資料期間分別高達 199.06% 與 128.95%，為本研究公司樣

表 2 公司樣本的年度與產業分布 (續前頁)

產業名稱	表 E. 各產業公司樣本的平均董監事責任保障程度										表 F. 各產業公司樣本的平均董事辭任程度									
	佔全體總樣本比例	董監事責任保障額 (dolit)	董監事責任保險金額 (dolip)	董監事責任保險佔總資產比率 (dolita)	董監事責任保險佔淨值比率 (dolite)	董監事責任保險金額 (doliti)	董監事責任保險佔淨值比率 (dolite)	董監事責任保險佔總資產比率 (dolita)	董監事責任保險金額 (doliti)	董監事責任保險佔淨值比率 (dolite)	董監事責任保險佔總資產比率 (dolita)	董監事責任保險金額 (doliti)	董監事責任保險佔淨值比率 (dolite)	董監事責任保險佔總資產比率 (dolita)	董監事責任保險金額 (doliti)	董監事責任保險佔淨值比率 (dolite)	董監事責任保險佔總資產比率 (dolita)	董監事責任保險金額 (doliti)	董監事責任保險佔淨值比率 (dolite)	董監事責任保險佔總資產比率 (dolita)
M1100	7	77	0.457	0.468	5.802	4.728	0.727	0.466	0.610	2.475	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
M1200	26	286	1.697	0.523	6.445	5.403	0.802	2.652	3.950	2.360	0.046	0.018	0.032	0.865	0.197	0.438	0.865	0.197	0.438	0.865
M1300	22	242	1.436	0.492	6.253	5.191	1.219	1.386	2.656	1.469	0.083	0.037	0.046	1.214	0.341	0.567	1.214	0.341	0.567	1.214
M1400	52	572	3.394	0.258	2.997	2.467	0.350	3.952	11.071	6.778	0.099	0.027	0.075	1.923	0.292	1.225	1.923	0.292	1.225	1.923
M1500	76	836	4.961	0.495	5.819	4.808	0.579	2.877	5.413	4.314	0.125	0.045	0.086	2.091	0.591	1.223	2.091	0.591	1.223	2.091
M1600	15	165	0.979	0.386	4.640	3.842	0.399	0.764	1.075	1.065	0.117	0.031	0.086	2.092	0.356	1.108	2.092	0.356	1.108	2.092
M1721	38	418	2.480	0.438	5.111	4.178	0.492	2.099	3.189	2.894	0.089	0.020	0.071	1.559	0.233	1.203	1.559	0.233	1.203	1.559
M1722	103	1,133	6.723	0.719	8.233	6.783	0.788	6.504	8.962	548.090	0.159	0.058	0.108	2.538	0.722	1.645	2.538	0.722	1.645	2.538
M1800	5	55	0.326	0.300	3.610	3.044	0.300	0.644	1.230	1.300	0.058	0.019	0.039	0.833	0.321	0.513	0.833	0.321	0.513	0.833
M1900	6	66	0.392	0.455	5.523	4.643	0.455	0.894	1.427	4.237	0.046	0.015	0.030	0.643	0.253	0.390	0.643	0.253	0.390	0.643
M2000	44	484	2.872	0.499	5.980	4.946	0.633	2.019	5.323	2.126	0.075	0.038	0.043	1.243	0.364	0.718	1.243	0.364	0.718	1.243
M2100	12	132	0.783	0.410	5.021	4.188	0.547	0.732	1.101	1.011	0.105	0.016	0.097	1.590	0.190	1.400	1.590	0.190	1.400	1.590
M2200	24	264	1.567	0.450	5.444	4.514	0.455	1.242	2.366	1.894	0.105	0.032	0.077	1.776	0.318	1.258	1.776	0.318	1.258	1.776
M2324	137	1,507	8.943	0.761	9.268	7.728	1.009	5.750	8.637	9.790	0.148	0.050	0.105	2.594	0.594	1.720	2.594	0.594	1.720	2.594
M2325	100	1,100	6.527	0.750	9.169	7.734	0.943	4.645	8.167	8.365	0.134	0.041	0.100	2.273	0.505	1.613	2.273	0.505	1.613	2.273
M2326	106	1,166	6.919	0.736	8.785	7.406	0.916	4.437	8.096	8.141	0.138	0.059	0.091	2.201	0.815	1.424	2.201	0.815	1.424	2.201
M2327	82	902	5.352	0.774	9.267	7.714	0.914	4.838	8.243	7.087	0.141	0.048	0.101	2.455	0.601	1.483	2.455	0.601	1.483	2.455
M2600	26	286	1.697	0.566	6.911	5.699	0.672	0.576	1.143	1.415	0.120	0.029	0.102	1.700	0.338	1.362	1.700	0.338	1.362	1.700
M2700	34	374	2.219	0.461	5.275	4.373	0.461	4.204	23.755	4.746	0.162	0.052	0.129	2.929	0.655	1.891	2.929	0.655	1.891	2.929

本分布的 30 個產業中為最高的前兩個產業，而 M2326（光電業）與 M1722（生技醫療業）的資產報酬率變異數亦為 30 個產業中的第三與第七高，亦算是經營風險相對較高的產業。雖然 M2329（電子通路業）的資產報酬率變異程度在各產業中並非很高，但其於資料年度中的資產報酬率平均數為 30 個產業中第三低者，亦部分地解釋該產業有較高董事辭任的現象。整體來說，從不同的產業分類數據來看，較高的經營風險（資產報酬率變異程度高）以及較低的經營績效解釋了高程度的董事辭任。

表 3 報告變數的敘述統計量，其中分表 A 為全部公司樣本，分表 B 分為具有董監事責任險保障（*dolid* = 1 者）之公司樣本以及不具有董監事責任險保障（*dolid* = 0）之公司樣本。觀察分表 B 最右欄兩組樣本於各個變數的平均數差異可發現，在具有董監事責任險保障的公司樣本中，十個董事辭任變數的平均數有八個顯著高於不具有董監事責任險保障的公司樣本中的平均數（除一般董事辭任人數以及一般董事辭任人數佔董事會總人數比率），表示具有董監事責任險保障的公司傾向對應著較高程度的董事辭任。由於不顯著的兩個變數為一般董事辭任的代理變數，可知董監事責任險保障正向對應董事辭任的情形，有較多顯著的證據出現於獨立董事上，董監事責任險保障正向對應一般董事的顯著證據相對較少。整體來說，具有董監事責任險保障的公司對應著顯著較高的獨立董事與一般董事辭任，初步支持本研究假說。觀察表 3 分表 B 中控制變數在兩組樣本間的平均數差異發現，具有董監事責任險保障的公司其平均負債比率顯著較低，資產報酬率顯著較高，資產報酬率變異性顯著較高，董事酬勞低於平均水準的機率顯著較低，出現財務危機的機率顯著較高，為四大會計師事務所簽證的機率顯著較高，會計師對公司繼續經營假設有疑慮的可能性顯著較低，外部大股東持股比率顯著較高，大股東持股比率顯著較低。

表 3 敘述統計

變數	分表 A. 全部樣本						分表 B. 具有董監事責任險保障 (<i>dolid</i> = 1) 之公司樣本						不具有董監事責任險保障 (<i>dolid</i> = 0) 之公司樣本						平均數 差異		
	觀察值 數目		平均數		標準差		最小值		最大值		觀察值 數目		平均數		標準差		最小值			最大值	
	觀察值 數目	平均數	標準差	最小值	最大值	觀察值 數目	平均數	標準差	最小值	最大值	觀察值 數目	平均數	標準差	最小值	最大值	觀察值 數目	平均數	標準差		最小值	最大值
<i>resignd</i>	15,743	0.129	0.335	0.000	1.000	9,092	0.135	0.342	0.000	1.000	5,543	0.107	0.309	0.000	1.000	5,543	0.107	0.309	0.000	1.000	0.029***
<i>inresignd</i>	15,743	0.044	0.205	0.000	1.000	9,092	0.051	0.219	0.000	1.000	5,543	0.032	0.176	0.000	1.000	5,543	0.032	0.176	0.000	1.000	0.019***
<i>ninresignd</i>	15,743	0.093	0.290	0.000	1.000	9,092	0.093	0.291	0.000	1.000	5,543	0.081	0.273	0.000	1.000	5,543	0.081	0.273	0.000	1.000	0.013***
<i>resigmn</i>	15,743	0.167	0.500	0.000	7.000	9,092	0.171	0.490	0.000	5.000	5,543	0.142	0.487	0.000	7.000	5,543	0.142	0.487	0.000	7.000	0.029***
<i>inresigmn</i>	15,743	0.049	0.236	0.000	3.000	9,092	0.056	0.252	0.000	3.000	5,543	0.035	0.201	0.000	3.000	5,543	0.035	0.201	0.000	3.000	0.021***
<i>ninresigmn</i>	15,743	0.118	0.420	0.000	6.000	9,092	0.115	0.398	0.000	5.000	5,543	0.107	0.422	0.000	6.000	5,543	0.107	0.422	0.000	6.000	0.008
<i>resigmr</i>	15,628	2.208	6.438	0.000	40.000	9,030	2.237	6.331	0.000	40.000	5,509	1.939	6.258	0.000	40.000	5,509	1.939	6.258	0.000	40.000	0.298***
<i>inresigmr</i>	15,622	0.546	2.842	0.000	20.000	9,025	0.630	3.022	0.000	20.000	5,506	0.393	2.475	0.000	20.000	5,506	0.393	2.475	0.000	20.000	0.237***
<i>ninresigmr</i>	15,603	1.446	5.032	0.000	33.333	9,026	1.433	4.928	0.000	33.333	5,494	1.299	4.891	0.000	33.333	5,494	1.299	4.891	0.000	33.333	0.134
<i>inresigmrin</i>	15,735	2.674	13.630	0.000	100.000	9,092	2.991	14.158	0.000	100.000	5,543	2.147	12.914	0.000	100.000	5,543	2.147	12.914	0.000	100.000	0.844***
<i>dolid</i>	14,635	0.621	0.485	0.000	1.000	9,092	1.000	0.000	1.000	1.000	5,543	0.000	0.000	0.000	1.000	5,543	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>dolic</i>	14,488	7.307	5.819	0.000	14.087	8,945	11.835	1.117	3.401	14.087	5,543	0.000	0.000	0.000	14.087	5,543	0.000	0.000	0.000	14.087	11.835***
<i>dolip</i>	14,434	6.078	4.866	0.000	12.101	8,907	9.850	1.106	1.455	12.101	5,527	0.000	0.000	0.000	12.101	5,527	0.000	0.000	0.000	12.101	9.850***
<i>dolini</i>	14,527	0.714	0.703	0.000	4.000	8,984	1.154	0.538	1.000	4.000	5,543	0.000	0.000	0.000	4.000	5,543	0.000	0.000	0.000	4.000	1.154***
<i>dolita</i>	14,488	3.370	5.973	0.000	45.540	8,945	5.458	6.810	0.000	45.540	5,543	0.000	0.000	0.000	45.540	5,543	0.000	0.000	0.000	45.540	5.458***
<i>dolite</i>	14,485	5.842	10.856	0.000	92.540	8,942	9.463	12.516	0.000	92.540	5,543	0.000	0.000	0.000	92.540	5,543	0.000	0.000	0.000	92.540	9.463***
<i>dolits</i>	14,488	5.539	12.655	0.000	130.830	8,945	8.972	15.119	0.000	130.830	5,543	0.000	0.000	0.000	130.830	5,543	0.000	0.000	0.000	130.830	8.972***
<i>restate</i>	16,578	0.033	0.180	0.000	1.000	9,090	0.032	0.177	0.000	1.000	5,543	0.033	0.178	0.000	1.000	5,543	0.033	0.178	0.000	1.000	-0.000

表 3 敘述統計 (續前頁)

變數	分表 A. 全部樣本					分表 B. 具有董監事責任險保障 (<i>dolid</i> = 1) 之公司樣本					分表 C. 不具有董監事責任險保障 (<i>dolid</i> = 0) 之公司樣本					平均數 差異
	觀察值 數目	平均數	標準差	最小值	最大值	觀察值 數目	平均數	標準差	最小值	最大值	觀察值 數目	平均數	標準差	最小值	最大值	
	<i>debt</i>	16,093	35.520	16.934	2.460	83.170	8,940	34.715	16.508	2.460	83.170	5,440	35.786	17.217	2.460	
<i>roa</i>	15,922	7.295	9.368	-28.540	35.110	8,934	7.136	9.459	-28.260	35.080	5,473	6.612	8.610	-27.680	34.420	0.524***
<i>noavar</i>	15,746	47.931	91.301	0.285	831.020	8,942	48.175	91.567	0.285	831.020	5,429	42.199	82.854	0.287	826.940	5.976***
<i>grow</i>	15,855	5.111	36.892	-77.390	378.740	8,553	5.763	37.874	-77.390	378.740	5,181	5.031	37.173	-76.570	364.060	0.732
<i>lowpay</i>	15,753	0.741	0.438	0.000	1.000	9,089	0.707	0.455	0.000	1.000	5,542	0.769	0.421	0.000	1.000	-0.062***
<i>distress</i>	16,852	0.013	0.112	0.000	1.000	9,092	0.015	0.121	0.000	1.000	5,543	0.010	0.097	0.000	1.000	0.005***
<i>big4</i>	16,852	0.847	0.360	0.000	1.000	9,092	0.907	0.291	0.000	1.000	5,543	0.780	0.415	0.000	1.000	0.127***
<i>concern</i>	16,578	0.008	0.091	0.000	1.000	9,090	0.007	0.080	0.000	1.000	5,543	0.013	0.113	0.000	1.000	-0.006***
<i>audchan</i>	16,578	0.374	0.484	0.000	1.000	9,090	0.376	0.484	0.000	1.000	5,543	0.388	0.487	0.000	1.000	-0.013
<i>elsh</i>	15,578	9.565	9.271	0.000	43.850	9,027	10.227	9.052	0.000	43.850	5,518	7.713	8.707	0.000	43.560	2.514***
<i>lsh</i>	15,420	21.549	11.109	3.050	60.190	8,949	20.123	10.619	3.050	60.010	5,422	23.164	11.394	3.050	60.190	-3.041***

資料來源：本研究整理。

說明：1. 本表報告變數的基本敘述統計量，包括實際觀測值個數、平均數、標準差、最小值與最大值。

2. 資料期間為 2008 年至 2018 年。分表 B 最右欄之平均數差異為具有董監事責任險保障 (*dolid* = 1) 公司樣本與不具有董監事責任險保障 (*dolid* = 0) 公司樣本之各個變數的平均數差異 (前者減後者) 及平均數差異 *t* 檢定結果。

3. ***、** 與 * 分別表示為平均數差異分別達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

4. 各變數定義請參考表 1。

表 4 報告兩兩變數間的相關係數矩陣。觀察分表 A 中七個董監事責任險與十個董事辭任變數的相關係數可發現，幾乎所有的相關係數皆為正且皆達到至少 5% 的統計顯著水準，表示董監事責任險保障程度愈高，對應愈高的董事辭任程度，不論是由獨立董事或一般董事來看皆如此。大多數董監事責任險保障程度與董事辭任程度的相關係數為正且顯著，相關係數分析的結果支持本研究假說。觀察分表 B 中的相關係數可發現，大多數董事辭任變數與資產報酬率呈顯著負相關、與資產報酬率變異數呈顯著正相關、與平均董事酬勞低於平均數呈顯著正相關、與會計師對公司繼續經營假設有疑慮呈顯著正相關、與外部大股東持股率以及大股東持股率呈顯著正相關，表示獲利能較差、經營風險較高、董監事酬勞較低、經營前景有疑慮以及外部股東勢力較大的公司，董事辭任傾向較高，與大多數既有研究的發現相一致。¹³

4.2 基本迴歸估計結果

表 5 報告董監事責任險（是否具有董監事責任險保障：*dolid*）是否影響董事辭任的 pooled OLS 迴歸估計結果。首先，觀察模式 (1) 至 (10) 中主要解釋變數的估計係數發現其皆為正，十個係數中僅有一個（一般董事辭任人數：*ninresignn*）未達到 10% 的統計顯著水準，表示具有董監事責任險保障的公司其所有董事、獨立董事與一般董事的辭任機率較高，所有董事與獨立董事的辭任人數較多，所有董事辭任比率、獨立董事辭任比率、一般董事辭職比率以及獨立

¹³ 另外，本研究發現前一期的董監事責任險保障程度變數與公司當期的資產報酬率變異性 (*roavar*)、財報重編 (*restate*)、出現財務危機 (*distress*)、會計師對公司是否繼續經營假設表示疑慮 (*concern*) 以及是否變更會計師 (*audchan*) 等變數的相關係數顯著為正，而公司當期的資產報酬率變異性 (*roavar*)、會計師對公司是否繼續經營假設表示疑慮 (*concern*) 以及是否變更會計師 (*audchan*) 與公司一般董事與獨立董事兼任其他公司董事之數量的相關係數顯著為負，表示董監事責任險保障程度較高的公司傾向為高風險公司，而高風險特性負向影響了任職於該公司之董事的聲譽，反映在該等公司之董事兼任其他公司董事的數量是較少的 (Chang and Sun, 2016; 單成, 2016)。作者感謝匿名審稿者的修正補充意見。

表 4 相關係數

表 A. 董事辭任變數與董監事責任險保障程度變數的相關係數矩陣

變數	<i>resign</i>	<i>inresign</i>	<i>inresignd</i>	<i>resign</i>	<i>inresign</i>	<i>inresignm</i>	<i>resignr</i>	<i>inresignr</i>	<i>inresignr</i>	<i>inresignr</i>	<i>dolid</i>	<i>dolic</i>	<i>dolip</i>	<i>dolini</i>	<i>dolta</i>	<i>dolite</i>	<i>dolits</i>
<i>resign</i>	1.000																
<i>inresign</i>	0.560*	1.000															
<i>inresignd</i>	0.832*	0.069*	1.000														
<i>resign</i>	0.868*	0.516*	0.779*	1.000													
<i>inresign</i>	0.536*	0.957*	0.081*	0.548*	1.000												
<i>inresignm</i>	0.733*	0.077*	0.881*	0.883*	0.091*	1.000											
<i>resignr</i>	0.917*	0.508*	0.792*	0.962*	0.515*	0.822*	1.000										
<i>inresignr</i>	0.515*	0.977*	0.054*	0.451*	0.975*	0.058*	0.471*	1.000									
<i>inresignr</i>	0.774*	0.062*	0.973*	0.805*	0.072*	0.963*	0.829*	0.053*	1.000								
<i>inresignrin</i>	0.511*	0.913*	0.0667	0.487*	0.908*	0.071*	0.497*	0.926*	0.062*	1.000							
<i>dolid</i>	0.042*	0.045*	0.021*	0.029*	0.043*	0.010	0.023*	0.041*	0.013	0.030*	1.000						
<i>dolic</i>	0.041*	0.043*	0.021*	0.028*	0.041*	0.010	0.022*	0.040*	0.012	0.028*	0.989*	1.000					
<i>dolip</i>	0.037*	0.039*	0.018*	0.023*	0.037*	0.007	0.020*	0.037*	0.010	0.025*	0.984*	0.999*	1.000				
<i>dolini</i>	0.029*	0.0230*	0.013	0.016*	0.030*	0.003	0.011	0.023*	0.006	0.018*	0.798*	0.830*	0.828*	1.000			
<i>dolta</i>	0.077*	0.061*	0.058*	0.071*	0.062*	0.050*	0.073*	0.053*	0.052*	0.056*	0.444*	0.466*	0.472*	0.367*	1.000		
<i>dolite</i>	0.071*	0.057*	0.053*	0.069*	0.060*	0.048*	0.071*	0.045*	0.051*	0.053*	0.424*	0.449*	0.456*	0.368*	0.919*	1.000	
<i>dolits</i>	0.074*	0.049*	0.064*	0.081*	0.058*	0.065*	0.076*	0.038*	0.060*	0.049*	0.345*	0.358*	0.363*	0.318*	0.741*	0.675*	1.000

董事辭任人數佔獨立董事比率較高。較高的董監事責任險保障程度傾向對應著較高度的董事辭任，而董監事責任險保障對獨立董事辭任的正向顯著影響極為明顯，對一般董事辭任的正向顯著影響亦存在，但相對於獨立董事而言，顯著的證據相對較少。

觀察控制變數的估計結果發現大多數負債比率的估計係數顯著為正、資產報酬率的估計係數顯著為負、資產報酬率變異數的估計係數顯著為正、公司董監事酬勞是否低於平均數的估計係數顯著為正、公司是否有四大會計師事務所簽證的估計係數顯著為正、外部大股東持股比率與大股東持股比率的估計係數皆顯著為正，表示負債比率較高、獲利能力較差、經營風險較大、董監事酬勞較低、會計報導品質較低落以及外部大股東與大股東持股率較高的公司，董事辭任程度較高。由於負債比率愈高隱含公司財務風險愈高，董事在高負債比率的公司任職董事傾向面對較高的破產風險，進而增進其辭任意願；在資產報酬率即獲利能力愈差的公司任職，其事業願景以及持股意願都有不利影響，進而增進其辭任意願；資產報酬率變異性愈高隱含公司營運波動性或獲利波動性愈大，而支付低於平均水準的董事酬勞將使得董事任職的風險與報酬不相稱進而負面影響任職意願；若會計師對公司繼續經營假設提出疑慮，意味著公司未來前景堪憂，增加董事辭任的誘因；外部大股東持股比例愈高，外部大股東對於自身意志與公司經營策略方向等有愈大的影響力，外部監督的力量亦愈大，董事對於公司經營政策方針與想法將受到外部大股東的牽制，董事有志難伸或經營理念無法進行順利的窘境有可能增加其辭任意願。¹⁴

¹⁴ 觀察表 5 模型 2 與 模型 3 的估計結果發現，除了董監事責任險皆正向影響外部董事辭任 (*inresignd*) 與內部董事辭任 (*ninresignd*) (係數分別為 0.0144 與 0.0146)，外部董事辭任與內部董事辭任皆共同地受資產報酬率 (*roa*) 的負向影響，受資產報酬率變異性 (*roavar*) 與平均董事酬勞是否低於該年度平均 (*lowpay*) 的正向影響，且內部董事辭任受此四個變數影響的程度相對較外部董事為大，表示內部董事因為低落的資產報酬率、較高的資產報酬率變異性以及較低董事酬勞而增加其辭任誘因的敏感性較外部董事為高 (然並未以 *bootstrapping* 進行

迴歸估計的結果顯示即便已經考慮控制影響董事辭任的變數後，董監事責任險保障正向顯著影響董事辭任，不論是一般董事或獨立董事皆如此，迴歸估計的結果支持本研究假說。較高程度的董監事責任保障有可能隱含公司具有較高的風險，¹⁵ 從而有較高程度的董事辭任。¹⁶

統計檢定)。同樣觀察表 5 之模型 2 與模型 3 的估計結果可發現，外部董事辭任 (*inresign*) 受會計師事務所是否為四大會計師事務所 (*big4*) 與大股東持股比率 (*lsh*) 的正向影響，內部董事辭任 (*ninresign*) 受公司會計師是否對繼續經營假設表示疑慮 (*concern*) 與外部法人持股比率 (*elsh*) 的正向影響。由此可知，內部董事與外部董事皆傾向受到公司獲利不理想、獲利波動性高以及董事酬勞低落的正向影響，但內部董事更受到公司經營前景出現疑慮以及高外部法人持股（影響其經營與策略意志）的影響而辭任，外部董事則另受到公司簽證事務所的選擇以及公司大股東持股率高（影響其專業性與獨立性的發揮）的情形而辭任。此結果在其他的估計模型以及其他的表格數據亦呈現類似的情形。作者感謝匿名審稿者的修正補充意見。

¹⁵ 在未報告的相關係數中得知幾乎所有的董監事責任險變數皆與公司資產報酬率變異性 (*roavar*) 呈顯著正相關，部分董監事責任險變數與公司是否發生重大財務危機 (*distress*) 亦呈顯著正相關，表示公司的董監事責任險保障正向對應著較高的公司風險。另外，本研究設置董監事責任險變數與公司資產報酬率變異性 (*roavar*) 的交乘項進入 (1) 式並重新估計迴歸，實證結果發現大部分交乘項的係數為正且至少達到 5% 的顯著水準，表示風險愈高的公司（資產報酬率波動性愈大），董監事責任險對於董事辭任的正向影響程度愈大，風險愈高的公司，董事因董監事責任險保障程度的提高而增加其辭任的情形是更嚴重的。本研究再額外設置董監事責任險變數與是否發生重大財務危機 (*distress*) 的交乘項進入 (1) 式並重新估計迴歸，實證結果是類似的。作者感謝匿名審稿者的修正補充意見。

¹⁶ 針對平均每位董監事投保金額 (*dolip*) 的定義問題，本研究目前採用董監事責任保險保險金額除以公司董監事人數後再取自然對數。董監事責任險的保險金額一般是涵蓋公司的董監事、管理階層與重要職員，並非僅涵蓋董監事，因此我們目前的計算方法將可能使平均每位董監事投保金額出現高估的情形（分母少考慮了非董監事但仍受保障的人數）。然而，實際上較難得知每家公司每個年度究竟有多少人經理人與重要職員是涵蓋於董監事責任險的保障中（除非可得到每一家有投保公司的核保單），因此要將董監事責任險除以所有董事與所有經理人與重要職員人數之和以得到平均每位董監事、經理人與重要幹部的保障金額亦有不確定的部分。嘗試由資料庫中擷取領取經理人酬勞的主要經理人人數，將本研究中董監事責任險保險金額除以董監事與主要經理人數總和以得到新的平均每位董監事責任險保險金額變數，再以此變數預測董事辭任程度，實證結果仍與先前結果類似。另外，之所以考慮一家公司董監事責任險的承保保險公司家數作為公司在董監事責任險上保障程度的代理變數，其理由為公司

表 6 分表 A 報告董監事責任險是否影響董事辭任的 pooled OLS 迴歸估計結果。分表 A 中的董監事責任險變數分別採用六個董監事責任險變數，其中各模型的估計並非是將所有六個董監事責任險變數全放入估計模型（如此會有嚴重的多重共線性問題），而是一次僅放入一個董監事責任險變數，搭配控制變數（即控制變數向量 CONTROL）、產業與年度虛擬變數以進行迴歸估計，同時僅報告董監事責任險變數的估計數據。觀察各模型中各董監事責任險變數的估計係數發現其全為正，且大多數係數皆達到統計顯著水準，表示公司董監事責任險保險金額愈高、平均每位董事的保險金額愈多、承保保險公司家數愈多、董監事責任險保險金額佔總資產、佔淨值與佔營收淨額之比率愈大，董事辭任程度愈高。與先前相同，一般董事辭任人數與一般董事辭任人數佔董事會人數比例的係數雖為正但缺乏統計顯著性，因此董監事責任險保障正向影響一般董事辭任的統計證據相對較少但仍然存在。

即便在一般的觀點中認為公司投保董監事責任險有助於強化董事任職意願、增進董監高管承擔風險的意願以把握潛在獲利投資機會，但本研究的實證數據發現董監事責任險保障程度愈高卻對應愈高程度的董事辭任，其中又以董監事責任險保障與獨立董事辭任的正向關係更為明顯。雖然董監事責任險有助於降低公司因特定負面事件導致董監事與重要幹部受到相關利益關係人求償或訴訟而導致的損失，但這僅是一種保險措施，給定被保險者已善盡管理人義務，董監事責任險固然有助於降低損失，但保險的補償較難以涵蓋

如果出現董監事責任險承保中的保險事故時，若僅有一家保險公司，若該保險公司因事故認定上與公司有不同見解而拒絕或降低理賠比例，或是保險公司本身的財務穩健性相對脆弱，則出現保險事故的公司實際獲得的保障仍會受到侵蝕；如果能夠有相對較多的保險公司承保，上述狀況同時發生的機率會隨著承保保險公司家數的增加而下降，使得公司於保險事故發生時的保障程度相對於僅向一家保險公司投保而言相對增加。因此本研究認為一家公司董監事責任險的承保保險公司家數可間接地視為這家公司之董監事責任險保障程度的一個代理變數。作者感謝匿名審稿者的修正補充意見。

表 5 董監事責任險保障 (是否具有董監事責任險保障 : *dolid*) 對董事辭任影響的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數：董事辭任									
	<i>resignd</i> (1)	<i>inresignd</i> (2)	<i>ninresignd</i> (3)	<i>resignd</i> (4)	<i>inresignd</i> (5)	<i>ninresignd</i> (6)	<i>resignd</i> (7)	<i>inresignd</i> (8)	<i>ninresignd</i> (9)	<i>inresignd</i> (10)
<i>dolid</i>	0.027*** (4.230)	0.014*** (3.710)	0.015*** (2.690)	0.027*** (2.860)	0.016*** (3.780)	0.011 (1.320)	0.299** (2.450)	0.155*** (2.800)	0.190** (1.990)	0.668** (2.500)
<i>restate</i>	0.024 (1.350)	0.0016 (0.160)	0.016 (1.020)	0.035 (1.350)	0.010 (0.730)	0.025 (1.090)	0.411 (1.210)	-0.091 (-0.740)	0.293 (1.070)	0.282 (0.390)
<i>debtir</i>	0.000* (1.900)	0.000 (0.650)	0.000 (1.530)	0.000 (0.970)	0.000 (0.230)	0.000 (1.010)	0.008** (2.180)	-0.000 (-0.130)	0.003 (1.140)	0.000 (0.050)
<i>roa</i>	-0.001*** (-3.610)	-0.000* (-1.860)	-0.001*** (-3.860)	-0.003*** (-4.210)	-0.001** (-2.560)	-0.002*** (-3.630)	-0.032*** (-4.140)	-0.003 (-0.830)	-0.021*** (-3.820)	-0.056*** (-3.330)
<i>roavar</i>	0.000*** (4.180)	0.000*** (3.440)	0.000*** (3.490)	0.000*** (4.170)	0.000*** (3.290)	0.000*** (3.260)	0.004*** (4.070)	0.001*** (3.170)	0.002*** (2.690)	0.006*** (3.010)
<i>grow</i>	0.000 (0.060)	0.000 (0.100)	0.000 (0.050)	0.000 (0.020)	-0.000 (-0.380)	0.000 (0.230)	0.000 (0.020)	-0.000 (-0.410)	0.000 (0.420)	-0.001 (-0.310)
<i>lowpay</i>	0.036*** (5.430)	0.011*** (2.750)	0.028*** (4.960)	0.048*** (5.490)	0.012*** (2.770)	0.036*** (4.860)	0.686*** (5.690)	0.146*** (2.590)	0.469*** (5.110)	0.650** (2.550)
<i>distress</i>	0.045 (1.520)	0.019 (0.970)	0.024 (0.970)	0.029 (0.890)	0.016 (0.780)	0.014 (0.520)	0.462 (0.940)	0.343 (1.190)	0.071 (0.210)	0.676 (0.580)
<i>big4</i>	0.019** (2.370)	0.010** (2.050)	0.010 (1.360)	0.017 (1.350)	0.008 (1.320)	0.010 (0.900)	0.387** (2.420)	0.162** (2.440)	0.134 (1.070)	0.484 (1.350)
<i>concern</i>	0.100 (1.590)	0.028 (0.720)	0.099* (1.660)	0.225* (1.750)	0.041 (0.790)	0.184 (1.580)	2.096 (1.330)	0.380 (0.660)	0.774 (0.820)	1.022 (0.400)
<i>audchan</i>	0.006 (0.94)	-0.002 (-0.460)	0.007 (1.390)	0.018** (2.010)	-0.001 (-0.190)	0.018** (2.460)	0.083 (0.740)	-0.031 (-0.610)	0.137 (1.560)	0.047 (0.190)
<i>elsh</i>	0.001*** (3.030)	0.000 (1.030)	0.001*** (3.170)	0.002*** (3.660)	0.000 (1.360)	0.002*** (3.610)	0.014** (2.000)	0.003 (1.000)	0.013** (2.480)	0.012 (0.780)

表 5 董監事責任險保障（是否具有董監事責任險保障：*dolid*）對董事辭任影響的迴歸估計結果（續前頁）

解釋變數	被解釋變數：董事辭任									
	<i>resign</i> (1)	<i>inresign</i> (2)	<i>ninresign</i> (3)	<i>resign</i> (4)	<i>inresign</i> (5)	<i>ninresign</i> (6)	<i>resign</i> (7)	<i>inresign</i> (8)	<i>ninresign</i> (9)	<i>inresign</i> (10)
<i>lsh</i>	0.001** (2.500)	0.000** (2.540)	0.004 (1.550)	0.001 (1.330)	0.000** (2.250)	0.000 (0.19)	0.021*** (3.78)	0.005** (1.970)	0.011*** (2.660)	0.040*** (3.050)
產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距項	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
有效樣本數	12,791	12,791	12,791	12,791	12,791	12,791	12,723	12,712	12,704	12,791
判定係數	0.012	0.013	0.018	0.022	0.014	0.019	0.021	0.012	0.016	0.011
F-統計量之 <i>p</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：本研究整理。

說明：1. 本表報告董監事責任險保障（是否具有董監事責任險保障：*dolid*）是否影響董事辭任的普通最小平方混合估計（pooled OLS estimation）結果。

2. 董事辭任變數的代理變數包括董事辭任虛擬變數（*resign*）、獨立董事辭任虛擬變數（*inresign*）、一般董事辭任虛擬變數（*ninresign*）、董事辭任人數（*resign*）、獨立董事辭任人數（*inresign*）、一般董事辭任人數（*ninresign*）、迴歸方程中的控制變數包括是否有財務報表重編（*restate*）、負債比率（*debt*）、資產報酬率（*roa*）、資產報酬率變異性（*roavar*）、營收成長率（*salesgr*）、平均董事酬勞是否低於該年度平均（*lowpay*）、是否發生重大財務危機（*distress*）、會計師事務所是為四大會計師事務所（*big4*）、公司會計師是否對繼續經營假設表示疑慮（*concern*）、是否有變更會計師（*audchange*）、外部法人持股比例（*etsh*）以及大股東持股比例（*lsh*）。

3. 各變數定義請參考表 1。括號內為估計係數之 *t* 值（模型 1 至模型 3 為 *z* 值）。資料期間由 2008 至 2018 年。括號內為估計係數之 *z* 值。

4. ***、** 與 * 分別表示為平均數差異分別達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

表 6 董監事責任險保障對董事辭任影響的迴歸估計結果（混合估計、固定效果模式與隨機效果模式）

		被解釋變數：董事辭任									
分表 A（混合估計）		resign	inresign	niresignd	resign	inresign	niresign	resign	inresign	niresign	inresign
解釋變數		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>dolic</i>		0.002*** (4.210)	0.001*** (3.660)	0.001*** (2.710)	0.002*** (2.900)	0.001*** (3.740)	0.001 (1.370)	0.0250** (2.430)	0.013*** (2.810)	0.016* (1.960)	0.056** (2.450)
<i>dolip</i>		0.002*** (3.690)	0.001*** (3.270)	0.001** (2.310)	0.002** (2.380)	0.001*** (3.330)	0.001 (1.000)	0.027** (2.160)	0.014** (2.550)	0.016* (1.690)	0.058** (2.140)
<i>dolini</i>		0.014*** (3.400)	0.008*** (2.800)	0.008** (2.120)	0.014** (2.280)	0.009*** (2.920)	0.005 (0.910)	0.140* (1.770)	0.067* (1.850)	0.093 (1.520)	0.344* (1.850)
<i>dolita</i>		0.003*** (4.830)	0.002*** (4.330)	0.002*** (3.020)	0.004*** (4.030)	0.002*** (4.310)	0.002** (2.130)	0.052*** (4.230)	0.022*** (3.430)	0.024*** (2.720)	0.115*** (4.020)
<i>dolite</i>		0.001*** (4.100)	0.001*** (3.790)	0.001** (2.340)	0.002*** (3.170)	0.001*** (3.770)	0.001 (1.370)	0.023*** (3.470)	0.010*** (3.010)	0.011** (2.300)	0.051*** (3.480)
<i>dolits</i>		0.001*** (3.64)	0.001*** (2.70)	0.001*** (2.720)	0.002*** (3.240)	0.001*** (2.770)	0.001** (2.100)	0.021*** (3.070)	0.006* (1.780)	0.011** (2.280)	0.036** (2.480)
控制變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距項	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
分表 B（固定效果模式）		被解釋變數：董事辭任									
解釋變數		resign	inresign	niresignd	resign	inresign	niresign	resign	inresign	niresign	inresign
<i>dolita</i>		0.003*** (3.850)	0.003*** (4.940)	0.001* (1.850)	0.004*** (3.170)	0.003*** (4.930)	0.001 (0.950)	0.049*** (2.830)	0.039*** (4.960)	0.021 (1.560)	0.146*** (3.910)

表 6 董監事責任險保障對董事辭任影響的迴歸估計結果（混合估計、固定效果模式與隨機效果模式）（續前頁）

分表 A (混合估計)		被解釋變數：董事辭任											
		<i>resign</i> (1)	<i>inresign</i> (2)	<i>ninresign</i> (3)	<i>resign</i> (4)	<i>inresign</i> (5)	<i>ninresign</i> (6)	<i>resign</i> (7)	<i>inresign</i> (8)	<i>ninresign</i> (9)	<i>inresign</i> (10)		
解釋變數		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
控制變數		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
產業固定效果		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效果		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距項		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
分表 C. (隨機效果模式)		被解釋變數：董事辭任											
解釋變數		<i>resign</i> (1)	<i>inresign</i> (2)	<i>ninresign</i> (3)	<i>resign</i> (4)	<i>inresign</i> (5)	<i>ninresign</i> (6)	<i>resign</i> (7)	<i>inresign</i> (8)	<i>ninresign</i> (9)	<i>inresign</i> (10)		
<i>dolita</i>		0.003*** (5.890)	0.002*** (6.540)	0.002*** (3.430)	0.004*** (5.110)	0.003*** (6.480)	0.002** (2.550)	0.057*** (5.170)	0.030*** (5.710)	0.025*** (3.060)	0.129*** (5.680)		
控制變數		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		
截距項		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		

資料來源：本研究整理。

說明：1. 本表報告董監事責任險是否影響董事辭任的迴歸估計結果，包括分表 A 的混合估計 (pooled estimation)、分表 B 的固定效果模式 (fixed-effect model) 與分表 C 的隨機效果模式 (random-effect model) 的估計結果。

2. 分表 A 中的董監事責任險變數分別採用董監事責任險保險金額 (*Indolic*)、平均每位董監事責任險保險金額 (*dolip*)、承保董監事責任保險公司家數 (*dolimi*)、董監事責任險保險金額佔總資產比率 (*dolita*)、董監事責任險保險金額佔淨值比率 (*dolie*) 以及董監事責任險保險金額佔總營收比率 (*dolis*)。董事辭任變數的代理變數包括董事辭任虛擬變數 (*resign*)、獨立董事辭任虛擬變數 (*inresign*)、一般董事辭任虛擬變數 (*ninresign*)、董事辭任人數 (*resign*)、獨立董事辭任人數 (*inresign*)、一般董事辭任比率 (*resignr*)、獨立董事辭任比率 (*inresignr*)、一般董事辭任比率 (*ninresignr*) 與獨立董事辭任佔獨立董事比率 (*inresignrin*)。資料期間由 2008 至 2018 年。

3. 各變數定義請參考表 1。括號內為估計係數之 *t* 值 (模型 1 至模型 3 為 *z* 值)。

4. **、* 分別表示為平均數差異分別達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

與回復任職者的聲譽、形象與職涯發展前景等無形損失。因此在高程度董監事責任險保障的公司仍產生較高程度的董事辭任程度，符合本研究的假說。

本研究所分析的資料為 1,532 家上市上櫃非金融產業公司普通股於 2008 年至 2018 年的資料，然並非所有公司各個變數於資料期間內皆有資料（部分樣本公司於資料期間陸續掛牌上市或上櫃），使得本研究資料型態為一不平衡追蹤資料 (unbalanced panel data)。至目前為止，迴歸的估計方式是採用普通最小平方的混合估計 (pooled OLS estimation)，本研究另外考慮不同公司與不同年度間各樣本的異質性，採用固定效果 (fixed effect) 與隨機效果 (random effect) 模式分別進行本研究 (1) 式的估計。

表 6 的分表 B 與分表 C 分別報告在固定效果模式（公司與年度固定效果）與隨機效果模式下，董監事責任險保障（董監事責任險保險金額佔總資產比率：*dolita*）是否影響董事辭任的迴歸估計結果。觀察董監事責任險保險金額佔總資產比率的估計係數可發現其皆為正，且十個正係數中有八個達到至少 10% 統計顯著水準，惟董監事責任險保障正向影響一般董事辭任人數與一般董事辭職任人數佔董事會人數之比例的統計顯著性不高。在隨機效果模式估計下（分表 C）則可得到董監事責任險保險金融佔總資產比率正向顯著影響所有董事辭任變數，包括一般董事辭任與獨立董事辭任。雖然透過 Hausman (1978) 檢定結果 ($\chi^2 = 40.30$, p 值 = 0.0001) 得知固定效果模式與隨機效果模式的估計結果具顯著差異性，但由於本研究資料為不平衡追蹤資料，因此隨機效果模式為較適合的估計方式。在隨機效果模式下估計結果顯示董監事責任險保障正向且顯著影響所有董事辭任變數，不論是一般董事或獨立董事的辭任皆受董監事責任險保障程度的正向影響，支持本研究假說。¹⁷

¹⁷ 由於金管會要求自 2018 年起，初次申請股票上市櫃應投保「董監責任險」，2019 年起所有上市櫃公司皆應投保董監事責任險。為降低政策規範對公司董監事責任險投保的影響，第一種方式是將 2018 年新上市的公司排除於樣本之

4.3 增額測試

4.3.1 經產業調整的董監事責任險與董事辭任

由於董監事責任險的目的在於讓董監事與高管在進行風險性決策時不要過於保守，而不同公司身處不同產業所面對的風險大小可能具有差異性，因此本研究考量不同公司身處不同產業所承受的風險性，將公司的董監事責任險保障程度變數進行產業調整，以控制不同公司身處不同產業之風險控管需要之不同。同理，不同產業的董事辭任亦可能有其特殊性，因此本研究同樣針對董事辭任變數進行產業調整。本研究重新建構經產業調整後的董監事責任險保障變數（即個別公司董監事責任險保障變數之數值減去該保障變數之產業平均數）以及經產業調整後的董事辭任變數（即個別公司董事辭職變數之數值減去該變數之產業平均數），並以經產業調整的董監事責任險保障程度預測經產業調整的董事辭任程度。

表 7 分表 A 報告經產業調整之董監事責任險保障（董監事責任險保險金額佔總資產比率： $dolita_{idm}$ ）對董事辭任影響的迴歸估計結果。實證結果顯示不論由所有董事、獨立董事或一般董事的角度來看，經產業調整後的董監事責任險保險金額佔總資產比率皆正向顯著地影響各個董事辭任變數，表示即便考慮控制身處不同產業的公司對於風險控管的差異性以及其他潛在影響董事辭任的因素，董監事責任險保障程度仍與董事辭任呈顯著正向關係，實證結果支持本研究假說。

外，以確保所剩之公司樣本於董監事責任險的投保上是自願投保而非法規強制要求；第二種方式是將 2018 年的資料全面性排除而僅留 2008 年至 2017 年共 10 年的資料進行分析。兩種處理方式下的估計結果仍與先前相類似，董監事責任險保障正向影響董事辭任，其中對於獨立董事辭任的正向顯著證據較多，對於一般董事辭任的正向顯著證據較少。

4.3.2 差分迴歸估計

考慮董監事責任險保障程度的變動是否正向影響董事辭任的變動，本研究重新定義董監事責任險相對於前一期的變動量（即一階差分）以及董事辭任程度變數相對於前一期的變動，並以董監事責任險保障程度的變動量預測董事辭任的變動量，而控制變數仍採用原先的水準值。表 7 分表 B 報告董監事責任險保障程度（董監事責任險保險金額佔總資產比率的變動： $\Delta dolita$ ）是否影響董事辭任變動的一階差分迴歸估計結果。觀察主要解釋變數的估計係數發現其皆為正，但部分係數並未達到至少 10% 的統計顯著水準（主要是一般董事的辭任變數），表示董監事責任險保障的變動量顯著正向影響獨立董事辭任的變動量，董監事責任險保障的變動量與一般董事辭任的變動量並未有顯著的統計關係。當公司董監事責任險保險金額佔資產比率提高時，獨立董事辭任的情形亦較相對前一期嚴重，董監事責任險保障程度正向影響董事辭任的假說仍獲得部分支持。

4.3.3 超額董監事責任險

既有研究如廖秀梅等 (2016、2017) 指出給定公司特徵、風險與治理狀態下，每一間公司應該有一個適當的董監事責任險保障水準，當公司實際的董監事責任險保障程度高於或低於理論上該有的水準，則該公司可視為屬於具有超額董監事責任險的狀態，超額為正隱含董監事責任險保障過多，超額為負隱含保障不足。本研究根據 Mayers and Smith (1990)、O'Sullivan (2002)、Chung and Wynn (2008)、Zou et al. (2008)、陳彩稚與龐嘉慧 (2008)、湯麗芬等 (2014)、詹素嬌等 (2014) 以及張文武與賴靜美 (2017) 等既有研究，考慮公司資產總額 (*asset*)、資產報酬率 (*roa*)、負債比率 (*debt*)、資產報酬率變異性 (*roavar*)、公司營收成長是否屬於衰退期虛擬變數 (*decay*)、公司營收成長是否屬於成長期虛擬變數 (*grow*)、市價對帳面價值比 (*mtb*)、公司股票報酬率市場風險 β 係數 (*beta*)、

董事持股比率 (*dirhold*)、經理人持股比率 (*manahold*) 與獨立董事比率 (*idr*)，估計董監事責任險保障程度的決定方程式，並得到各公司各個董監事責任險保障程度的配適值。以董監事責任險各變數之實際值減去配適值便成為超額董監事責任險變數，包括超額董監事責任險投保機率、超額董監事責任險保險金額、超額平均每位董事董監事責任險保險金額、超額董監事責任險保險金額佔總資產比率 ($dolita_{EX}$)、超額董監事責任險保險金額佔淨值比率以及超額董監事責任險承保保險公司家數。

表 7 分表 C 報告超額董監事責任險保障程度（超額董監事責任險保險金額佔總資產比率： $dolita_{EX}$ ）是否影響董事辭任的迴歸估計結果。觀察主要解釋變數的估計係數發現其大多為正且顯著，表示當公司在董監事責任險保障上超過正常應有的水準愈多，會促使董事有較嚴重的辭任傾向，並且在獨立董事的辭任上有更多的顯著證據。當公司的董監事責任險保障高於應有之水平時隱含公司具有潛在較高的風險，導致董事有較高的辭任誘因，實證結果支持本研究假說。在未報告的實證數據顯示，採用其餘的超額董監事責任險保障變數對董事辭任進行預測時，實證結果是類似的，超額董監事責任險保障正向影響董事辭任程度。更進一步地分別針對投保不足（即超額保險為負者）以及投保太多（即超額保險為正者）之公司樣本中進行迴歸估計，基本實證結果仍未改變，超額董監事責任險正向顯著影響董事辭任，其中正向顯著的證據在獨立董事中較多，在一般董事中較少。

4.3.4 內生性問題與兩階段最小平方工具變數估計

由於公司的董監事責任險保障可能具有內生性 (*endogeneity*)，本研究採兩階段最小平方工具變數估計法 (*two-stages least square instrumental variable estimation*)(Angrist and Krueger, 1991, 1992) 檢驗董監事責任險保障對董事辭任的影響。參考林明仁與賴建宇 (2012)，工具變數的選擇應滿足相關性 (*relevance*)，即選擇的工具

變數應與內生變數具有顯著關係，亦應滿足外生性 (exogeneity)，即選擇的工具變數應與原先估計迴歸式之誤差項無關 (Levitt, 1997)。針對第二個性質，Angrist and Krueger (2001) 指出此一性質基本上較難利用統計工具加以測試，但可透過詳細的理論與制度細節 (institutional details) 加以論證。

本研究首先考慮落遲一期的董監事責任險保障為工具變數，其原因為前一期董監事責任險保障為前一期公司對訴訟風險的評估後而決定其水準，因此前一年度的董監事責任險保障相對較具外生性。其次，參考 Adams et al. (2011) 與 Lin et al. (2011)，由於同一產業的公司需要在該產業勞動市場中競爭有限的優秀專業董事與管理人材，公司的董監事高管薪酬方案（包括董監事責任險保障範圍）極有可能遵循競爭對手的作法，同時，同產業的公司傾向面臨類似的經營與訴訟風險，來自利益關係人的訴訟亦有可能表現產業模式 (Lin et al., 2011; Hertzels and Officer, 2012)，因此，公司的董監事責任險保障在同產業中會出現類似的水準。個別公司的董監事責任險與其身處產業的董監事責任險保障程度密切相關，個別公司身處產業的平均董監事責任險保障程度相對具有外生性，因此可成為董監事責任險保障的工具變數。本研究在兩階段最小平方工具變數估計上採用適足認定 (exact identification)，針對可能具內生性的變數即董監事責任險變數一次採用一個工具變數進行取代。

表 7 分表 D 報告在工具變數為落後一期董監事責任險保障（落後一期董監事責任險保險金額佔總資產比率）時，董監事責任險保障是否影響董事辭任的兩階段最小平方工具變數估計結果。在未報告的表格內容中，第一階段的估計結果指出所選擇的工具變數正向且顯著影響潛在內生變數，且第一階段估計的 F 值極大，顯示工具變數的選擇符合先前提及的相關性。第二階段的估計結果則與先前基本迴歸估計的結果相類似，由第一階段估計所配適的董監事責任險保險金額佔總資產比率 ($dolita_{HATI}$) 正向顯著影響董事辭任變數，董監事責任險保險金額佔總資產比率愈高，不論由所有董事、獨立

表 7 董監事責任險對董事辭任的影響

分表 A (產業調整)		被解釋變數：相對於產業平均的董事辭任									
解釋變數	<i>resign_{id}</i> (1)	<i>inresign_{id}</i> (2)	<i>ninresign_{id}</i> (3)	<i>resign_{id}</i> (4)	<i>inresign_{id}</i> (5)	<i>ninresign_{id}</i> (6)	<i>resign_{id}</i> (7)	<i>inresign_{id}</i> (8)	<i>ninresign_{id}</i> (9)	<i>inresign_{id}</i> (10)	
<i>dolita_{id}</i>	0.003*** (4.510)	0.002*** (3.860)	0.001*** (2.860)	0.003*** (3.690)	0.002*** (3.830)	0.001** (2.020)	0.048*** (3.850)	0.020*** (3.020)	0.021** (2.470)	0.100*** (3.510)	
控制變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
年度虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
截距項	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
分表 B (一階差分)		被解釋變數：董事辭任的一階差分									
解釋變數	Δ <i>resign_{id}</i> (1)	Δ <i>inresign_{id}</i> (2)	Δ <i>ninresign_{id}</i> (3)	Δ <i>resign_{id}</i> (4)	Δ <i>inresign_{id}</i> (5)	Δ <i>ninresign_{id}</i> (6)	Δ <i>resign_{id}</i> (7)	Δ <i>inresign_{id}</i> (8)	Δ <i>ninresign_{id}</i> (9)	Δ <i>inresign_{id}</i> (10)	
Δ <i>dolita</i>	0.003* (1.660)	0.0031** (2.500)	0.000 (0.090)	0.004 (1.430)	0.004** (2.220)	0.000 (0.110)	0.037 (1.190)	0.037** (2.170)	0.003 (0.140)	0.200** (2.330)	
控制變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
年度虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
截距項	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
分表 C (超額保險)		被解釋變數：董事辭任									
解釋變數	<i>resign_{id}</i> (1)	<i>inresign_{id}</i> (2)	<i>ninresign_{id}</i> (3)	<i>resign_{id}</i> (4)	<i>inresign_{id}</i> (5)	<i>ninresign_{id}</i> (6)	<i>resign_{id}</i> (7)	<i>inresign_{id}</i> (8)	<i>ninresign_{id}</i> (9)	<i>inresign_{id}</i> (10)	
<i>dolita_{ex}</i>	0.003*** (3.780)	0.002*** (3.410)	0.001** (2.320)	0.003*** (3.250)	0.002*** (3.480)	0.001 (1.630)	0.043*** (3.150)	0.016** (2.400)	0.017* (1.770)	0.097*** (2.960)	
控制變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
年度虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
截距項	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
分表 D (工具變數法)		被解釋變數：董事辭任									
解釋變數	<i>resign_{id}</i> (1)	<i>inresign_{id}</i> (2)	<i>ninresign_{id}</i> (3)	<i>resign_{id}</i> (4)	<i>inresign_{id}</i> (5)	<i>ninresign_{id}</i> (6)	<i>resign_{id}</i> (7)	<i>inresign_{id}</i> (8)	<i>ninresign_{id}</i> (9)	<i>inresign_{id}</i> (10)	
<i>dolita_{inst}</i>	0.002*** (3.240)	0.001** (2.410)	0.002** (2.510)	0.003*** (2.820)	0.001** (2.260)	0.002** (2.060)	0.045*** (3.050)	0.015** (1.970)	0.022** (1.980)	0.070** (2.040)	

表 7 董監事責任險對董事辭任的影響 (續前頁)

分表 D (工具變數法)										
(工具變數: 前期保障)										
被解釋變數: 董事辭任										
解釋變數	resignd (1)	inresignd (2)	notinresignd (3)	resigmm (4)	inresigmm (5)	notinresigmm (6)	resigrr (7)	inresigrr (8)	notinresigrr (9)	inresigrrin (10)
控制變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距項	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
分表 E (工具變數法)										
(工具變數: 同產業平均)										
被解釋變數: 董事辭任										
解釋變數	resignd (1)	inresignd (2)	notinresignd (3)	resigmm (4)	inresigmm (5)	notinresigmm (6)	resigrr (7)	inresigrr (8)	notinresigrr (9)	inresigrrin (10)
<i>dolita_{it,t2}</i>	0.018*** (5.350)	0.022*** (8.160)	0.008*** (2.680)	0.041*** (7.150)	0.036*** (9.480)	0.005 (1.240)	0.440*** (5.880)	0.043 (1.440)	-0.073 (-1.570)	1.469*** (8.020)
控制變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距項	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

資料來源: 本研究整理。
 說明: 1. 本表報告董監事責任險保障是否影響董事辭任的迴歸估計結果。
 2. 分表 A 中的董監事責任險變數為相對於產業平均的董監事責任險佔資產比率 (*dolita_{it,t1}*)，董事辭任各個變數亦定義為相對於產業平均的董監事責任險變數。分表 B 中的董監事責任險變數為相對於前一期董監事責任險變數的變動量。分表 C 中的董監事責任險變數為超額董監事責任險佔資產比率 (*dolita_{it,t2}*)，其計算方式為根據決定公司董監事責任險保障程度的方程式，以得到董監事責任險佔資產比率 (*dolita_{it,t1}*)。關於董監事責任險保障程度的決定方程式，被解釋變數為董監事責任險佔資產比率，解釋變數包括資產總額 (*asset*)、資產報酬率 (*roa*)、負債比率 (*debt*)、資產報酬率變異性 (*roavvar*)、公司營收成長是否屬於衰退期虛擬變數 (*decay*)、公司營收成長是否屬於成長期虛擬變數 (*grow*)、市價對帳面價值比 (*mitb*)、公司股票報酬率市場風險係數 (*beta*)、董事持股比率 (*dirhold*)、經理人持股比例 (*manahold*) 與獨立董事比率 (*idir*)。分表 D 報告董監事責任險佔資產比率以及迴歸式 (1) 中的控制變數預測當期董監事責任險佔資產比率，得到高期董監事責任險佔資產比率 (*dolita_{it,t2}*)，並成為第二階段預測董監事辭任的主要解釋變數。第二階段估計迴歸方程中的控制變數與迴歸式 (1) 相同。分表 E 報告董監事責任險佔資產比率 (*dolita_{it,t1}*)，並成為第二階段預測董監事辭任的兩階段估計迴歸方程中的控制變數與迴歸式 (1) 相同。分表 F 報告董監事責任險佔資產比率 (*dolita_{it,t1}*)，並成為第二階段預測董監事辭任的兩階段估計迴歸方程中的控制變數與迴歸式 (1) 相同。分表 G 報告董監事責任險佔資產比率 (*dolita_{it,t1}*)，並成為第二階段預測董監事辭任的主要解釋變數。第二階段估計迴歸方程中的控制變數與迴歸式 (1) 相同。

3. 資料期間由 2008 年至 2018 年。括號內為估計係數之 *z* 值。
4. ***、** 與 * 分別表示為平均數差異分別達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。
5. 各變數之定義請參考表 1。

董事或一般董事來看，辭任程度皆有愈高的傾向，實證結果支持本研究假說。表 7 分表 E 報告在工具變數為同產業董監事責任險保障平均數（同產業董監事責任險保險金額佔總資產比率平均數）時，董監事責任險保障是否影響董事辭任的兩階段最小平方工具變數估計結果。與分表 D 的估計結果相類似，由第一階段估計所配適的董監事責任險保險金額佔總資產比率 ($dolita_{HAT2}$) 正向顯著影響董事辭任變數（惟部分係數的統計顯著性下降），董監事責任險保障程度正向影響董事辭任的顯著證據仍然存在。

4.3.5 Heckman兩階段估計與傾向分數配對以降低樣本自我選擇偏誤

考慮具有董監事責任險保障的公司其財務特徵與公司治理狀態相對於不具有董監事責任險保障的公司而言可能具明顯差異，使得董監事責任險保障程度與董事辭任的關係可部分地由具有責任險保障的公司與不具有保障的公司之背景差異因素來解釋，即產生樣本非隨機被指派 (non-random assigned) 至具有董監事責任險保障之公司樣本中的樣本自我選擇 (self-selection) 問題。

關於公司董監事責任險保障決定因素的既有文獻，Mayers and Smith (1990)、Chung and Wynn (2008) 與湯麗芬等 (2014) 指出公司規模會影響公司董監事責任險的需求。陳彩稚與龐嘉慧 (2008) 指出公司的獲利、負債比率與實質經營風險會影響公司購買董監事責任險的傾向。O'Sullivan (2002) 指出股票報酬率的beta係數可衡量股東承擔的市場風險，愈高的 beta 係數隱含股價下跌的幅度有可能愈大，使得公司遭受股東財富損失時興訟的可能性愈高，公司投保董監事責任險的傾向愈高。Zou et al. (2008) 發現公司的代理問題愈嚴重時將使訴訟風險增高，進而使公司更傾向購買董監事責任險。根據 Jensen and Meckling (1976)、Jensen and Ruback (1983)、Holderness (1990)、O'Sullivan (2002)、Zou et al. (2008) 以及湯麗芬等 (2014) 研究，本研究考慮董事持股比率、經理人持股比率與獨立

董事比率作為代理問題程度高低之變數而影響公司購買董監事責任險的傾向。張文武與賴靜美 (2017) 提到公司於成長期與衰退期的訴訟風險較高而成熟期較低，故公司處於成長期與衰退期時對於董監事責任險購買的傾向較高，處於成熟期時則相對較低。

本研究首先採用 Heckman (1979) 的兩階段估計 (two-stage estimation) 以降低公司具有董監事責任險保障的樣本自我選擇 (self-selection) 問題。兩階段估計的第一階段估計，參考上述董監事責任險保障決定因素的文獻，以 Probit 模式估計公司是否具有董監事責任險保障 (*dolid*) 的決定方程式，解釋變數包括資產總額 (*asset*)、資產報酬率 (*roa*)、負債比率 (*debtr*)、資產報酬率變異性 (*roavar*)、公司營收成長是否屬於衰退期虛擬變數 (*decay*)、公司營收成長是否屬於成長期虛擬變數 (*grow*)、市價對帳面價值比 (*mtb*)、公司股票報酬率市場風險 beta 係數 (*beta*)、董事持股比率 (*dirhold*)、經理人持股比率 (*manahold*) 與獨立董事比率 (*idr*)。¹⁸ 第一階段的估計可得到選擇偏誤調整項 (inverse Mill's ratio, *lambda*)，代入第二階段估計式 (即 (1) 式) 中成為一新增的解釋變數。兩階段估計採最大概似估計 (maximum likelihood estimation)。

表 8 報告董監事責任險保障是否影響董事辭任的 Heckman (1979) 兩階段估計結果。觀察第一階段的估計結果發現，資產規模 (*asset*) 的係數顯著為正，資產報酬率 (*roa*) 與負債比率 (*debt*) 的係數顯著為負，資產報酬率變異性 (*roavar*) 的係數顯著為正，股票報酬率 beta 係數的估計係數顯著為正，董事持股比率的係數顯著為

¹⁸ 資產報酬率變異性 (*roavar*) 的定義為公司前五年度資產報酬率變異數。公司營收成長是否屬於衰退期虛擬變數 (*decay*) 之定義為營收成長率小於當年度全樣本之第 1 三分位數時為 1，否則為 0。公司營收成長是否屬於成長期虛擬變數 (*grow*) 之定義為營收成長率高於當年度全樣本之第 2 三分位數時為 1，否則為 0。市價對帳面價值比 (*mtb*) 之定義為普通股每股市值除以普通股每股帳面價值。公司股票報酬率市場風險 beta 係數 (*beta*) 之定義為個別公司樣本之日股票報酬率與臺灣加權股價指數日報酬率進行迴歸估計所得之斜率係數。董事持股比率 (*dirhold*) 定義為董事持股數除以流通在外股數。經理人持股比率 (*manahold*) 定義為經理人持股數除以流通在外股數。作者感謝匿名審稿人的修正補充建議。

負、經理人持股比率與獨立董事比率的估計係數顯著為正，表示那些規模較大、獲利能力較差、負債比率較低、實質營運風險較大、股票報酬市場風險敏感度較大、董事持股比率較低、經理人持股比率較高以及獨立董事比率較高的公司，投保董監事責任險的傾向較高。觀察第二階段估計結果發現，考慮控制公司需求董監事責任險保障的公司特性變數、股票市場表現變數以及公司治理變數後，董監事責任險保障對董事辭任的正向顯著影響主要集中在獨立董事的辭任上，董監事責任險保障與一般董事辭任的統計顯著關係相對不明顯。因此，考慮影響董監事責任險投保需求的樣本自我選擇因素後，較高程度的董監事責任險保障對應著較高程度的獨立董事辭任，實證結果仍部分支持本研究假說，董監事責任險保障程度愈高的公司隱含較高的公司風險，就算有董監事責任險的保障仍不足以彌補潛在訴訟對於被保險者的聲譽與職涯發展的負面影響，進而產生較高程度的董事辭任。第二階段估計中控制變數的估計結果大致與先前類似。

其次，本研究參考 Rosenbaum and Rubin's (1983, 1985a, 1985b) 的傾向分數配對 (propensity score matching) 以降低樣本自我選擇問題。傾向分數配對的執行步驟包括，第一，根據公司是否具有董監事責任險 (*dolid*) 的決定因素 (經模型配適篩選)，包括資產總額 (*asset*)、資產報酬率 (*roa*)、負債比率 (*debt*)、資產報酬率變異性 (*roavar*)、公司營收成長是否屬於衰退期虛擬變數 (*decay*)、公司營收成長是否屬於成長期虛擬變數 (*grow*)、市價對帳面價值比 (*mtb*)、公司股票報酬率市場風險 beta 係數 (*beta*)、董事持股比率 (*dirhold*)、經理人持股比率 (*manahold*) 與獨立董事比率 (*idr*)，估計公司是否具有董監事責任險保障的機率函數，即傾向分數函數 (propensity score function)。第二，給定傾向分數函數，可以得到所有樣本的傾向分數 (propensity score，成為具有董監事責任險保障之公司的機率)。第三，針對每一個有投保董監事責任險的公司樣本 (*dolid* = 1 者)，在所有未投保董監事責任險的公司樣本 (*dolid* = 0 者) 中，挑選一個

傾向分數最接近的樣本成為配對樣本（即一對一之傾向分數配對）（nearest 配對），並採取抽出放回策略 (with replacement)，意指同一個未投保董監事責任險公司樣本有可能配對至不同的有投保董監事責任險公司樣本。第四，根據配對後的樣本（即具有董監事責任險保障的公司樣本以及不具有董監事責任險保障但與具有董監事責任險保障之公司近似的投保機率），進行董監事責任險保障是否影響董事辭任的迴歸估計。

表 9 報告基於 Rosenbaum and Rubin (1983, 1985a, 1985b) 的傾向分數配對，公司的董監事責任險保障是否影響董事辭任的迴歸估計結果。表 9 的型態與表 6 分表 A 類似，董監事責任險變數分別採用七個董監事責任險變數，其中各模型的估計並非是將所有七個董監事責任險變數全放入估計模型，而是一次僅放入一個董監事責任險保障變數，搭配控制變數（即控制變數向量 *CONTROL*）（控制變數亦與先前相同）、產業與年度虛擬變數以進行迴歸估計，同時僅報告董監事責任險變數的估計數據。觀察各模型中各董監事責任險變數的估計係數發現其全為正，大多數係數皆達到至少10%統計顯著水準，表示公司具有董監事責任險保障、董監事責任險保險金額愈多、平均每位董事董監事責任險保險金額愈多、承保保險公司家數愈多、董監事責任險保險金額佔總資產、佔淨值與佔營收淨額比率愈高，董事辭任程度愈高。雖然部分獨立董事辭任人數佔董事會人數比率以及一般董事辭任人數佔董事會人數比例的係數缺乏統計顯著性，但董監事責任險保障正向影響董事辭任的顯著統計證據仍主導整體實證結果。在傾向分數配對下，考慮控制公司需求董監事責任險的特性變數、股票市場表現變數以及公司治理變數後，有董監事責任險與無董監事責任險公司有近似的投保機率，降低不同樣本在需求董監事責任險保障之先決因素的差異性，在此狀態下，公司的董監事責任險保障程度仍與董事辭任變數成顯著正向關聯，較高程度的董監事責任險保障對應較嚴重的董事辭任情形，實證結果支持本研究假說。

表 8 董監事責任險是否影響董事辭任的 Heckman 兩階段估計結果

解釋變數	被解釋變數：董事辭任									
	resign (1)	inresign (2)	notinresign (3)	resign (4)	inresign (5)	notinresign (6)	resign (7)	inresign (8)	notinresign (9)	inresign (10)
<i>dolid</i>	0.057*** (3.200)	0.058*** (5.220)	0.00744 (0.490)	0.0389 (1.560)	0.060*** (4.930)	-0.021 (-0.990)	0.515 (1.530)	0.843*** (5.470)	-0.123 (-0.470)	1.625** (2.180)
<i>restate</i>	0.023 (1.350)	0.000 (0.020)	0.0172 (1.170)	0.016 (0.650)	0.006 (0.530)	0.009 (0.460)	0.333 (1.030)	-0.091 (-0.610)	0.254 (1.000)	0.013 (0.020)
<i>debr</i>	0.001*** (2.860)	0.000* (1.740)	0.000* (1.930)	0.000* (1.850)	0.000 (1.390)	0.000 (1.390)	0.010*** (2.950)	0.001 (0.750)	0.003 (1.130)	0.005 (0.700)
<i>roa</i>	-0.001*** (-3.190)	-0.001** (-2.550)	-0.001*** (-3.030)	-0.002*** (-4.490)	-0.001*** (-3.580)	-0.001*** (-3.250)	-0.027*** (-3.800)	-0.005 (-1.530)	-0.017*** (-3.050)	-0.066*** (-4.220)
<i>roavar</i>	0.000*** (4.730)	0.000*** (3.530)	0.000*** (4.290)	0.000*** (5.380)	0.000*** (3.870)	0.000*** (4.140)	0.004*** (5.750)	0.001*** (2.940)	0.002*** (3.960)	0.006*** (3.830)
<i>grow</i>	-0.000 (-0.130)	0.000 (1.200)	-0.000 (-0.630)	0.000 (0.350)	0.000 (0.810)	-0.000 (-0.040)	0.000 (0.070)	0.000 (0.650)	-0.000 (-0.230)	0.003 (0.730)
<i>lowpay</i>	0.041*** (5.580)	0.017*** (3.650)	0.028*** (4.360)	0.051*** (5.020)	0.017*** (3.380)	0.035*** (4.000)	0.735*** (5.330)	0.223*** (3.530)	0.448*** (4.130)	0.776** (2.530)
<i>distress</i>	0.021 (0.780)	0.035** (2.090)	-0.013 (-0.550)	0.002 (0.040)	0.032* (1.750)	-0.030 (-0.950)	0.083 (0.160)	0.537** (2.320)	-0.284 (-0.710)	1.460 (1.300)
<i>big4</i>	0.023*** (2.600)	0.007 (1.290)	0.016** (2.070)	0.020 (1.570)	0.004 (0.590)	0.016 (1.520)	0.412** (2.460)	0.129* (1.690)	0.255* (1.940)	0.430 (1.160)
<i>concern</i>	0.160** (2.170)	0.0001 (0.020)	0.146** (2.320)	0.317*** (3.090)	-0.008 (-0.160)	0.325*** (3.740)	3.273** (2.310)	0.350 (0.560)	1.443 (1.260)	-1.248 (-0.410)
<i>audchan</i>	0.007 (1.080)	-0.001 (-0.350)	0.008 (1.450)	0.016* (1.850)	-0.000 (-0.070)	0.016** (2.230)	0.087 (0.750)	-0.0237 (-0.450)	0.160* (1.750)	0.079 (0.310)

表 8 董監事責任險是否影響董事辭任的 Heckman 兩階段估計結果 (續前頁)

分表 A (第二階段)		被解釋變數：董事辭任									
解釋變數	resign (1)	inresign (2)	ninresign (3)	resign (4)	inresign (5)	ninresign (6)	resign (7)	inresign (8)	ninresign (9)	inresign (10)	
<i>elsh</i>	0.001** (2.460)	0.000 (0.640)	0.001*** (2.750)	0.002*** (3.740)	0.000 (1.070)	0.002*** (3.820)	0.008 (1.200)	0.002 (0.780)	0.011** (1.980)	0.007 (0.500)	
<i>lsh</i>	0.000 (1.300)	0.001*** (3.130)	0.0000 (0.120)	0.000 (0.540)	0.001*** (2.740)	-0.000 (-0.940)	0.015*** (2.720)	0.001*** (2.580)	0.004 (0.890)	0.042*** (3.470)	
<i>lambda</i>	-0.021* (-1.880)	-0.027*** (-3.920)	0.003 (0.320)	-0.007 (-0.470)	-0.028*** (-3.590)	0.020 (1.500)	-0.122 (-0.570)	-0.439*** (-4.500)	0.196 (1.170)	-0.561 (-1.190)	
產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
年度虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
截距項	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
分表 B (第一階段)		被解釋變數：董事辭任 (<i>dolida</i>)									
解釋變數	asset	roa	debt	roavar	grow						
<i>asset</i>	0.203*** (16.860)	0.203*** (16.860)	0.203*** (16.860)	0.203*** (16.860)	0.203*** (16.860)						
<i>roa</i>	-0.012*** (-6.420)	-0.012*** (-6.420)	-0.012*** (-6.420)	-0.012*** (-6.420)	-0.012*** (-6.420)						
<i>debt</i>	-0.009*** (-5.810)	-0.005*** (-5.810)	-0.005*** (-5.810)	-0.005*** (-5.810)	-0.005*** (-5.810)						
<i>roavar</i>	0.001*** (4.410)	0.001*** (4.410)	0.001*** (4.410)	0.001*** (4.410)	0.001*** (4.410)						
<i>grow</i>	-0.034 (-1.070)	-0.034 (-1.070)	-0.034 (-1.070)	-0.034 (-1.070)	-0.034 (-1.070)						

表 8 董監事責任險是否影響董事辭任的 Heckman 兩階段估計結果 (續前頁)

分表 B (第一階段)		被解釋變數：董事辭任 (dolid)																		
解釋變數		-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*	-0.054*
		(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)	(-1.710)
<i>decay</i>		0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***	0.437***
		(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)	(11.900)
<i>beta</i>		0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***	0.074***
		(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)	(5.450)
<i>mtb</i>		-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***
		(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)	(-2.690)
<i>dirhold</i>		0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***	0.051***
		(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)
<i>idr</i>		0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***	0.024***
		(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)	(30.630)
截距項		-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***	-4.934***
		(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)	(-18.810)
有效樣本數		11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198	11,198
Wald 卡方統計量		138.850	100.090	94.810	151.930	103.830	104.300	148.410	85.500	78.990	82.850	82.850	82.850	82.850	82.850	82.850	82.850	82.850	82.850	82.850
Wald 卡方統計量之 <i>p</i> 值		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：本研究整理。

說明：1. 本表報告董監事責任險是否影響董事辭任的 Heckman 兩階段估計結果。第一階段估計考慮公司特性變數、股票市場表現與公司治理變數以成為公司是否投保董監事責任險的決定因素，包括資產總額 (*asset*)、資產報酬率 (*roa*)、負債比率 (*debt*)、資產報酬率變異性 (*roavar*)、公司營收成長是否屬於衰退期虛變數 (*decay*)、公司營收成長是否屬於成長期虛變數 (*grow*)、市價對帳面價值比 (*mtb*)、公司股票報酬率市場風險 *beta* 係數 (*beta*)、董事持股比率 (*dirhold*)、經理人持股比率 (*manahold*) 與獨立董事比率 (*idr*)。第二階段估計中，除是否具董監事責任險保障 (*dolid*) 以及新增的選擇偏誤調整項之外，控制變數於迴歸式 (1) 相同。兩階段估計採用最大似估計 (MLE)。

2. 資料期間由 2008 至 2018 年。括號內為估計係數之 *z* 值。

3. ***, ** 與 * 分別表示為平均數差異分別達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

4. 各變數定義請參考表 1。

表 9 董監事責任險保障對董事辭任影響的迴歸估計結果：傾向分數配對

解釋變數	被解釋變數：董事辭任									
	resign (1)	inresign (2)	ninresign (3)	resign (4)	inresign (5)	ninresign (6)	resign (7)	inresign (8)	ninresign (9)	inresign (10)
<i>doltd</i>	0.021*** (3.830)	0.012*** (3.320)	0.013*** (2.710)	0.031*** (4.140)	0.015*** (3.890)	0.016*** (2.600)	0.204* (1.950)	0.060 (1.180)	0.125 (1.520)	0.519** (2.260)
<i>dolic</i>	0.002*** (3.780)	0.001*** (3.240)	0.001*** (2.730)	0.003*** (4.140)	0.001*** (3.820)	0.001*** (2.640)	0.017* (1.910)	0.005 (1.150)	0.010 (1.470)	0.043** (2.210)
<i>dolip</i>	0.002*** (3.390)	0.001*** (2.830)	0.001** (2.490)	0.003*** (3.690)	0.001*** (3.390)	0.002** (2.370)	0.018* (1.720)	0.005 (0.900)	0.011 (1.320)	0.043* (1.860)
<i>dolini</i>	0.013*** (3.370)	0.007*** (2.830)	0.008** (2.290)	0.018*** (3.450)	0.001*** (3.270)	0.009** (2.040)	0.114 (1.590)	0.026 (0.770)	0.070 (1.240)	0.326** (1.980)
<i>dolita</i>	0.003*** (4.390)	0.002*** (3.620)	0.002*** (3.110)	0.004*** (4.420)	0.002*** (3.860)	0.002*** (2.860)	0.044*** (3.640)	0.014** (2.210)	0.020** (2.310)	0.085*** (2.990)
<i>dolite</i>	0.001*** (3.560)	0.001*** (3.150)	0.001** (2.310)	0.002*** (3.420)	0.001*** (3.350)	0.001* (1.910)	0.018*** (2.850)	0.006* (1.840)	0.009* (1.830)	0.034** (2.500)
<i>dolits</i>	0.001*** (3.180)	0.000** (1.990)	0.001*** (2.75)	0.002*** (3.50)	0.001** (2.39)	0.001*** (2.61)	0.017*** (2.58)	0.002 (0.57)	0.009* (1.92)	0.022 (1.500)
控制變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距項	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

資料來源：本研究整理。

說明：1. 本表報告在傾向分數配對 (Nearest 配對) 下，董監事責任險是否影響董事辭任的迴歸估計結果，董監事責任險變數分別採用是否具有董監事責任險保障 (*dolich*)、董監事責任險保險金額 (*indolic*)、平均每位董監事責任險保險金額 (*dolip*)、承保董監事責任保險公司家數 (*dolini*)、董監事責任險保險金額佔總資產比率 (*dolia*)、董監事責任險保險金額佔淨值比率 (*dolie*) 以及董監事責任險保險金額佔總營收比率 (*dolits*)。董事辭任變數的代理變數包括董事辭任虛擬變數 (*resign*)、獨立董事辭任虛擬變數 (*ninresign*)、一般董事辭任虛擬變數 (*inresign*)、董事辭任人數 (*resign*)、獨立董事辭任人數 (*inresign*)、一般董事辭任人數 (*ninresign*)、董事辭任比率 (*resign*)、獨立董事辭任比率 (*inresign*)、一般董事辭任比率 (*ninresign*)、獨立董事辭任比率 (*inresign*)、獨立董事辭任比率 (*ninresign*) 與獨立董事辭任佔獨立董事比率 (*inresign*)。控制變數為迴歸方程式 (1) 中所示。

2. 資料期間由 2008 至 2018 年。括號內為估計係數之 *t* 值。

3. **、* 與 * 分別表示為平均數差異分別達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

4. 各變數之定義請參考表 1。

4.3.6 董監事責任險對法人董事辭任與自然人董事辭任的影響與比較

一般董事包含自然人董事與法人董事，¹⁹ 而後者又包括兩種情形，其一是由法人來擔任董事，後續再指派自然人代表來執行職務，其二則是由法人指派自然人為代表，由自然人來當選董事。由此可知，法人董事（不論是法人董事的代表或是法人代表人董事）僅是代表投資公司於特定被投資公司股東大會與董事會中行使其股東權利，法人代表本身不一定持有高額的公司股份。本研究認為自然人董事與法人董事兩者在任職之報酬與風險的抵換關係上可能存在著差異性，從而使得董監事責任險對於自然人董事辭任與法人董事辭任的影響效果產生差異性。

首先，葉銀華 (2020) 指出法人代表可因法人股東的特定考量而隨時改派以補足原任期（公司法第 27 條第 3 項），此點使得法人董事對於高董監事責任險保障所隱含的高風險訊息相對較一般自然人董事更為敏感；較高的董監事責任險保障隱含較高的訴訟風險，訴訟導致的預期成本（包括訴訟過程的費用與潛在賠償或損失）亦較大，後續的負面影響）（包括個人聲譽與職涯發展）亦較深遠，對於隨時有可能被取代的法人代表董事而言，缺乏任期保障使預期報酬減少，從而使得法人董事任職之報酬與風險的天秤更傾斜於風險端，增加其辭任誘因。當公司出現經營不善或其他訴訟問題時，法人董事仍有可能被外界誤認其應具有該負之責任而影響其聲譽，即便法人董事僅只是被母公司指派的法人代表而執行著法人股東的意志，並非如同自然人董事般地是根據自身的專業判斷）（盧秀虹，

¹⁹ 在臺灣，基於公司法第 27 條，法人董監事制度存在已久（林仁光，2011），然而，不論是法人董事的代表（公司法第 27 條第 1 項）或是法人代表人董事（公司法第 27 條第 2 項），皆是自然人，且皆應聽命於法人股東，因此法人董事制度具有不尊重股東會選舉結果、致使大股東更容易控制公司以及不利於公司治理機制的疑慮與改革聲浪（劉俊蘭，2010；葉銀華，2021）。

2019)。

其次，法人代表董事本身不一定持有如一般董事般的股份，法人董事在很多情況下是基於其領域專業性、社會聲望以及酬庸等性質而領取特定報酬以擔任法人代表董事。公司經營所產生的風險與報酬在一般董事身上是對稱的(好與不好都由自然人董事承擔)，在法人董事身上則相對是不對稱的，²⁰ 被投資公司經營成果較好時，是由投資公司獲益，但被投資公司的經營出現閃失而導致訴訟時，法人董事除董監事責任險能保障的範圍之外，個人聲譽損失與後續職業生涯的不良影響則傾向由法人董事個人承擔，因此法人董事在風險與報酬不相稱的情況下，法人董事更關注高董監事責任險保障程度所隱含的高風險，使得高董監事責任險保障對於董事辭任的影響於法人董事的研究樣本中可能更為明顯。

為檢驗上述推論是否成立，本研究重新定義兩個關於一般董事辭任的新變數，分別為公司是否有法人董事辭任 (*instresign*) 以及是否有一般自然人董事辭任 (*naturesign*)，並以先前的迴歸模型 (1) 分別估計董監事責任險保障程度對法人董事辭任與自然人董事辭任的影響。表 10 分表 A 的實證結果發現，七個董監事責任險保障變數的估計係數皆為正，其中僅兩個係數未達到至少 10% 的統計顯著水準，顯示較高的董監事責任險保障程度會增加法人董事辭任的機率。觀察表 10 分表 B 的實證結果發現七個董監事責任險保障變數的估計係數有正有負，除係數的數值較小之外（即經濟顯著性低），

²⁰ 根據最高法院 102 年台上字第 1304 號判決，按政府或法人為公司股東，當選為董事或監察人，依公司法第 27 條第 1 項規定，指定自然人代表行使職務者，該被指定人與政府或法人間之法律關係為委任。受任人因代表政府或法人行使公司及子公司董事、監察人職務所得酬勞，係屬因處理委任事務之所得，除別有約定外，依民法第五百四十一條第一項規定，應交付於委任人。法律實務上，若依據公司法第 27 條第 1 項所選任之法人董監事的代表，該代表人跟公司不存在委任關係，故報酬應由法人股東領取；若是依據公司法第 27 條第 2 項所選任之法人代表人董監事，則該代表人跟法人之間乃有委任關係為其受任人，故代表人所領受之報酬，依民法第 541 條，仍應交付給法人股東。作者感謝匿名審稿者的修正補充意見。

亦僅有兩個係數為正且達統計顯著，表示董監事責任險保障正向影響自然人董事辭任的顯著證據相對較少。結合先前的發現可知，董監事責任險保障對於獨立董事辭任的正向影響證據較一般董事辭任的正向影響證據來得多，而在一般董事辭任中，又以法人董事辭任受董監事責任險保障的正向影響較為明顯。²¹

4.3.7 董事辭任對公司後續績效的影響

基於惡性循環理論 (vicious cycle theory) (Grusky, 1963)、資源依賴理論 (resource dependence theory) (Pfeffer and Salancik, 1978)、社會資本理論 (Adler and Kwon, 2002) 以及許多既有關於董事辭任對公司經營產生影響的一系列研究 (Cosh and Hughes, 1997; Suchard et al., 2001; Gupta and Fields, 2009; Asthana and Balsam, 2010; Liu et al., 2015; Jiang et al., 2016)，本研究亦評估於資料期間，董事（包括獨立董事與一般董事）辭任是否對公司後續績效產生影響。表 10 報告董事辭任對公司下一年度獲利（資產報酬率：*roa_f1*）的迴歸估計結果。其中董事辭任變數包括是否有董事辭任 (*resignd*)、是否有獨立董事辭任 (*inresignd*)、否有一般董事辭任 (*ninresignd*)、是否有法人董事辭任 (*instresignd*) 以及是否有自然人董事辭任 (*naturesignd*)。參考既有研究如 Jensen and Meckling (1976)、Morck et al. (1988)、Yermack (1996)、Demsetz and Villalonga (2001)、Ittner et al. (2002)、Karathanassis and Drakos (2004) 以及張元與王思涵 (2020) 等，考慮若干控制對績效產生潛在影響的變數，包括資產規模 (*asset*)、負債比率 (*debtr*)、營收成長率 (*grow*)、研究發展費用率 (*rd*)、成立年數 (*age*)、董事會規模（董事會總席次：*board*）、獨立董事比率 (*idr*)、董事持股比率 (*dirhold*)、董事持股質押比率

²¹ 另一個可能的解釋為，基於葉銀華 (2020)，法人董監事代表得以隨時改派或由代表之政府或法人內部形成壓力而促使法人代表主動請辭。法人代表董事於任期內更迭的可能性高於一般自然人董事，部分地解釋了法人董事辭任對於董監事責任險保障較為敏感的結果。作者感謝匿名審稿人修正補充意見。

表 10 董監事責任險對董事辭任影響的迴歸估計結果：法人董事與自然人董事的比較

解釋變數	被解釋變數：法人代表董事辭任 (<i>instresignd</i>)				被解釋變數：自然人董事辭任 (<i>naturesignd</i>)			
	模式(1)	模式(2)	模式(3)	模式(4)	模式(5)	模式(6)	模式(7)	模式(8)
<i>dold</i>	0.152*** (3.120)				0.030 (0.700)			
<i>dolic</i>		0.013*** (3.250)			0.002 (0.590)			
<i>dolip</i>			0.014*** (2.900)		0.002 (0.430)			
<i>dolini</i>				0.097*** (3.380)			-0.023 (-0.860)	
<i>dolita</i>					0.005 (1.410)			0.008*** (2.850)
<i>dolite</i>						0.002 (1.120)		0.003** (2.100)
<i>dolits</i>							0.004** (2.470)	0.002 (1.180)
<i>restate</i>	0.234** (2.120)	0.240** (2.180)	0.244** (2.200)	0.234** (2.110)	0.247** (2.250)	0.261** (2.380)	0.244** (2.190)	0.023 (0.210)
<i>debt</i>	0.003 (1.400)	0.003 (1.340)	0.003 (1.210)	0.001 (1.100)	0.003 (1.530)	0.003 (1.250)	0.002* (1.690)	0.003 (1.340)
<i>naa</i>	-0.004 (-1.590)	-0.004 (-1.550)	-0.004 (-1.610)	-0.005* (-1.880)	-0.003 (-1.320)	-0.004 (-1.440)	-0.004 (-1.440)	-0.008*** (-3.420)
<i>naavar</i>	0.001*** (2.850)	0.001*** (2.860)	0.001*** (2.930)	0.001*** (3.020)	0.001*** (3.070)	0.001*** (2.880)	0.001*** (2.690)	-0.007*** (-3.220)
<i>grow</i>	-0.000 (-0.540)	-0.000 (-0.520)	-0.000 (-0.520)	-0.000 (-0.600)	-0.000 (-0.500)	-0.000 (-0.460)	-0.000 (-0.480)	0.000 (0.830)
<i>lowpay</i>	0.203*** (3.730)	0.216*** (3.910)	0.212*** (3.840)	0.203*** (3.680)	0.188*** (3.440)	0.186*** (3.400)	0.178*** (3.270)	-0.007*** (-3.220)
<i>distress</i>	0.136 (0.740)	0.134 (0.730)	0.146 (0.790)	0.0690 (0.360)	0.150 (0.830)	0.152 (0.830)	0.151 (0.830)	0.000 (0.660)

表 10 董監事責任險對董事辭任影響的迴歸估計結果：法人董事與自然人董事的比較（續前頁）

解釋變數	被解釋變數：法人代表董事辭任 (<i>instresigned</i>)							被解釋變數：自然人董事辭任 (<i>naturesigned</i>)						
	模式(1)	模式(2)	模式(3)	模式(4)	模式(5)	模式(6)	模式(7)	模式(1)	模式(2)	模式(3)	模式(4)	模式(5)	模式(6)	模式(7)
<i>big4</i>	-0.023 (-0.360)	-0.026 (-0.410)	-0.023 (-0.360)	-0.023 (-0.370)	0.001 (0.020)	0.004 (0.070)	-0.008 (-0.140)	0.063 (1.060)	0.066 (1.120)	0.062 (1.050)	0.073 (1.230)	0.061 (1.030)	0.061 (1.030)	0.0717 (1.200)
<i>concern</i>	0.270 (1.100)	0.268 (1.090)	0.272 (1.110)	0.271 (1.100)	0.206 (0.770)	0.0871 (0.300)	0.227 (0.910)	0.297 (1.230)	0.297 (1.230)	0.306 (1.270)	0.291 (1.200)	0.0995 (0.360)	0.123 (0.440)	0.287 (1.190)
<i>audchan</i>	0.052 (1.210)	0.050 (1.160)	0.052 (1.190)	0.052 (1.210)	0.051 (1.180)	0.050 (1.150)	0.056 (1.290)	0.035 (0.890)	0.036 (0.910)	0.030 (0.750)	0.034 (0.850)	0.031 (0.770)	0.030 (0.740)	0.0320 (0.810)
<i>elsh</i>	0.015*** (6.900)	0.015*** (6.900)	0.015*** (6.880)	0.015*** (7.000)	0.015*** (7.110)	0.016*** (7.230)	0.016*** (7.290)	-0.004* (-1.720)	-0.004 (-1.610)	-0.004 (-1.570)	-0.004 (-1.560)	-0.004* (-1.660)	-0.004* (-1.710)	-0.004* (-1.680)
<i>lsh</i>	0.000 (0.210)	0.000 (0.170)	0.000 (0.140)	0.000 (0.100)	-0.000 (-0.200)	-0.000 (-0.140)	0.000 (0.040)	0.003 (1.560)	0.003 (1.370)	0.002 (1.300)	0.002 (1.300)	0.003* (1.650)	0.003 (1.610)	0.003* (1.720)
產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距項	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
有效樣本數	12,664	12,543	12,501	12,577	12,580	12,589	12,576	12,722	12,601	12,559	12,635	12,635	12,644	12,634
虛擬判定係數	0.041	0.042	0.041	0.042	0.039	0.039	0.041	0.028	0.027	0.027	0.028	0.030	0.028	0.028
Wald 卡方統計量之 <i>p</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：本研究整理。

說明：1. 本表報告董監事責任險是否影響法人董事辭任 (*instresigned*) 以及自然人董事辭任 (*naturesigned*) 的 Probit 迴歸估計結果。模型 (1)-(7) 分別採用不同的董監事責任險衡量變數，包括是否具有董監事責任險保障 (*dolida*)、董監事責任險保險金額 (*Indolic*)、平均每位董監事責任險保險金額 (*dolip*)、承保董監事責任保險公司家數 (*dolimi*)、董監事責任險保險金額佔總資產比率 (*dolia*)、董監事責任險保險金額佔淨值比率 (*dolie*) 以及董監事責任險保險金額佔總營收比率 (*dolis*)。控制變數與本文迴歸式 (1) 相同。

2. 資料期間由 2008-2018 年。括號內為估計係數之 *z* 值。

3. ***, ** 與 * 分別表示為平均數差異分別達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

4. 各變數定義請參考表 1。

(pledge)、經理人持股比率 (manahold)、機構投資人持股比率 (insthold) 以及是否為家族控制公司 (family)。

表 11 的估計結果顯示只要有董事辭任，公司次期獲利能力皆出現下跌的現象（資產報酬率下跌最多約 1.96%），其中一般董事辭任所導致的績效下跌幅度相對大於獨立董事辭任所對應的績效下跌幅度（資產報酬率分別下跌了 0.686% 與 1.573%），而在一般董事辭任中，法人董事辭任所對應的績效下跌幅度高於自然人董事辭任所對應的績效下跌（資產報酬率分別下跌了 1.96% 與 -1.09%）。²² 公司法人董事的辭任對應於公司次期績效的衰退是最為顯著的，不僅統計上的顯著性如此，經濟顯著性（即估計係數的絕對值大小）亦最高。可能的解釋為，一方面法人股東對於公司經營前景與展望的訊息掌握度、判斷力與敏銳度更高，當公司前景展望出現疑慮時，法人的反應程度可能高於自然人，另一方面，法人董事的辭任亦可能使公司失去了較自然人辭任下更多的社會網絡與無形資源，這兩種可能解釋理由支持了為何當年度有法人董事辭任時，公司次一年度的績效衰退幅度是較大的。²³ 搭配先前的估計結果，董監事責任險保障產生被保險人對於高公司風險與聲譽損失的疑慮而提高其辭任傾向，進而對公司後續績效產生不良的影響。本研究的結果與既有

²² 在評估董事辭任對公司次期績效的影響上，本研究同樣進行內生性、樣本自我選擇的問題的矯正，分別採用兩階段最小平方工具變數估計法（工具變數分別為前一期董事辭任水準、同產業平均董事辭任水準）、Heckman (1979) 的兩階段估計以及 Rosenbaum and Rubin (1983, 1985a, 1985b) 的傾向分數配對，實證結果皆未出現明顯改變，當年度的董事辭任負向影響下一年度的公司績效。

²³ 根據葉銀華 (2020)，臺灣現行金融市場中的法人代表董事制度讓大股東可選任一個法人代表擔任董事，而該法人代表可隨時在大股東的力量下被改派為其他人，這使得法人代表董事必須聽從背後大股東的指示，這一方面不尊重股東會的選舉結果，亦可讓大股東更容易控制公司的決策，不利公司治理。魏好珊等 (2015) 即發現法人董事席次比例愈高的公司，公司進行避稅可能性提高；當企業集團控制型態為單一家族，法人董事席次比率愈高，愈傾向進行避稅；當集團企業法人代表董事與關係人交易相互作用下，亦顯著增加企業避稅行為，證實了法人董事制度下衍生了對於董事會運作效能及公司治理的不良影響。作者感謝匿名審稿人的修正補充意見。

研究中提及過高的董監事責任險保障將惡化公司治理進而影響公司績效與其他經濟後果的結果相一致，例如公司具有超額董監事責任險保險金額時，公司價值降低（李建然等，2020），避稅程度亦愈大（李建然與湯麗芬，2019）。本研究中董監事責任險保障對於公司績效的影響是間接的，董監事責任險透過影響董事任職意願進而負向影響公司績效。

表 11 董事辭任對公司次期績效的影響

解釋變數	被解釋變數：下一期資產報酬率 (<i>roa_{it}</i>)				
	模式 (1)	模式 (2)	模式 (3)	模式 (4)	模式 (5)
<i>resign</i>	-1.275*** (-5.860)				
<i>inresign</i>		-0.686* (-1.880)			
<i>ninresign</i>			-1.573*** (-6.150)		
<i>instresign</i>				-1.964*** (-5.220)	
<i>naturesign</i>					-1.090*** (-3.270)
<i>asset</i>	0.844*** (10.750)	0.860*** (10.960)	0.843*** (10.750)	0.847*** (10.810)	0.858*** (10.940)
<i>debt</i>	-0.098** (-20.530)	-0.010*** (-20.720)	-0.098*** (-20.550)	-0.099*** (-20.640)	-0.099*** (-20.680)
<i>grow</i>	0.040*** (12.850)	0.040*** (12.840)	0.040*** (12.830)	0.040*** (12.810)	0.040*** (12.820)
<i>rd</i>	-0.228*** (-14.190)	-0.228*** (-14.220)	-0.229*** (-14.240)	-0.228*** (-14.230)	-0.229*** (-14.240)
<i>age</i>	-0.065*** (-9.950)	-0.064*** (-9.780)	-0.064*** (-9.850)	-0.063*** (-9.750)	-0.064*** (-9.780)
<i>board</i>	-0.089** (-2.390)	-0.090** (-2.390)	-0.087** (-2.330)	-0.078** (-2.150)	-0.092** (-2.470)
<i>indr</i>	0.026*** (5.430)	0.026*** (5.320)	0.026*** (5.360)	0.025*** (5.230)	0.026*** (5.340)
<i>dirhold</i>	0.014** (2.260)	0.014** (2.370)	0.014** (2.240)	0.014** (2.270)	0.014** (2.360)
<i>pledge</i>	-0.029*** (-6.600)	-0.030*** (-6.660)	-0.030*** (-6.620)	-0.030*** (-6.640)	-0.030*** (-6.670)
<i>manhold</i>	0.410*** (11.590)	0.412*** (11.660)	0.411*** (11.601)	0.410*** (11.610)	0.413*** (11.660)

表 11 董事辭任對公司次期績效的影響（續前頁）

解釋變數	被解釋變數：下一期資產報酬率 (<i>roa_f1</i>)				
	模式 (1)	模式 (2)	模式 (3)	模式 (4)	模式 (5)
<i>insthold</i>	0.042*** (9.910)	0.042*** (9.780)	0.042*** (9.830)	0.043*** (10.060)	0.041*** (9.590)
<i>forhold</i>	0.075*** (9.680)	0.075*** (9.690)	0.075*** (9.730)	0.075*** (9.620)	0.076*** (9.810)
<i>family</i>	0.465*** (3.180)	0.478*** (3.260)	0.457*** (3.130)	0.455*** (3.110)	0.479*** (3.270)
產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距項	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
有效樣本數	13,087	13,087	13,087	13,087	13,087
判定係數	0.193	0.190	0.193	0.192	0.191
F-統計量之 <i>p</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：本研究整理。

說明：1. 本表報告董事辭任 (*resign*)、獨立董事辭任 (*inresign*)、一般董事辭任 (*ninresign*)、機構法人董事辭任 (*instresign*) 以及自然人董事辭任 (*naturesign*) 是否影響公司下一年度資產報酬率 (*roa_f1*) 的迴歸估計結果。迴歸的控制變數包括資產規模 (*asset*)、負債比率 (*debt*)、營收成長率 (*debt*)、研究發展費用率 (*rd*)、成立年數 (*age*)、董事會規模 (董事會總席次：*board*)、獨立董事比率 (*idr*)、董事持股比率 (*dirhold*)、董事持股質押比率 (*pledge*)、經理人持股比率 (*manahold*)、機構投資人持股比率 (*insthold*)、外國機構投資人持股比率 (*forhold*) 以及是否為家族控制公司 (*family*)。

2. 資料期間由 2008 年至 2019 年。括號內為估計係數之 *t* 值。

3. ***、** 與 * 分別表示為平均數差異分別達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

4. 各變數定義請參考表 1。

整體實證結果顯示，公司的董監事責任保險保障程度正向影響董事辭任，而董監事責任險保障正向影響獨立董事辭任的顯著證據多於一般董事，而在一般董事中，法人代表董事受高程度董監事責任險保障而辭任的敏感性較大，自然人董事的辭任相對較不受到董監事責任險保障程度的影響。考量經產業調整的董監事責任險保障與董事辭任的關係、考量董監事責任險保障跨期變動量與董事辭任跨期變動量之關係的差分迴歸估計、評估超額董監事責任險保障對

董事辭任的影響、採用降低內生性問題的兩階段最小平方工具變數估計、矯正樣本自我選擇問題的 Heckman (1979) 兩階段估計與傾向分數配對下的估計，實證結果仍具有一致性，董監事責任險保障程度正向影響董事辭任。

本研究所提出的論點與統計數據指出了董監事責任險促使了董事的辭任，這與過去部分研究指出購買董監事責任險有助於公司延攬優秀或具聲譽的獨立董事與管理階層參與經營的主張是相左的 (Priest 1987; Bhagat et al., 1987; Holderness, 1990; Daniels and Hutton, 1993; 陳彩稚與龐嘉慧, 2008)。本文提出的論點為董事在董監事責任險保障下雖然可降低董監事因訴訟所導致的成本，但董監事責任險的保障以及保障程度的提高亦隱含著公司經營風險的提高，董監事責任險保障愈多隱含公司有愈高的風險，也因此需求更高的董監事責任險來保障任職者的訴訟風險；但是畢竟董監事責任險僅能針對被保險者的實質損失予以補償，對於董事個人聲譽等無形損失無法給予補償或回復，特別是對獨立董事與法人董事而言更是如此。本研究中利用臺灣 2008 年至 2018 年上市上櫃非金融產業公司的統計證據充份證實了高董監事責任險保障程度所隱含的高風險導致了高程度的董事辭任，特別是對獨立董事與法人董事而言，董監事責任險對辭任的正向影響是最明顯的。本研究最後發現，董事辭任對應著公司下一期績效的衰退。

5. 結論與建議

5.1 研究結論和政策建議

公司治理最重要的內部機制之一為董事會，董事會成員人力資源素質與穩定性對於董事會運作效率及善盡董事會職責有重大的影響。然而公司經營所面臨的各種風險有可能使董事任職的意願發生改變，例如近年來產業競爭加大、科技革新快速、政府管制增加以及投資人意識覺醒等，董事（包括獨立董事）面臨的經營與訴訟風

險愈趨增高，從實務案例與媒體中得知董事牽涉主管機構裁罰與投資人求償訴訟案件愈來愈多，董事與獨立董事離職人數於近年來亦相對增加，本研究著眼於董事於公司治理機制中肩負管理監督與諮詢的重要功能，董事辭任頻繁將影響此董事會功能的發揮，同時離職董事可能帶走公司內部重大訊息至同業競爭對手，新任董事對於公司內部瞭解亦相對不足，因此董事人事的異動頻繁對公司將產生不利影響。另外，獨立董事制度是近二十年來進一步透過提升董事會獨立性與專業性而強化監督與諮詢功能、保障股東權益的立意良善制度，若愈來愈多的獨立董事考量自身與公司任職所承擔的風險與領取的董事酬勞不相稱，甚至因個人職涯與聲譽上的長遠考量而辭任獨立董事職務，則獨立董事制度是否能持續扮演強化公司治理的角色將產生疑慮。

實務上的董監事責任險保障有助於降低董事或公司重職員遭受訴訟所產生財產損失的程度，如果能夠公司利用股東的資金幫公司董事監事與重要幹部投保董監事責任險將有助於增加風險趨避董事的任職意願，增加其承擔風險的意願並降低投資不足引發的價值損失。既有關於董監事責任險的研究大多評估董監事責任險保障程度對公司財務與非財務後果指標的影響，較少探討董監事責任險保障對公司高層人力資源穩定性的影響。雖然董監事責任險有助於降低被保險人因訴訟所導致的損失而降低其任職所面對的風險，但董監事責任險仍無法保障被保險人無形的損失，高程度的董監事責任險保障反而引起被保險人擔憂其面對的風險進而降低其任職的穩定性。本研究由董監事責任險保障程度究竟如何影響董監事任職意願以評估董監事責任險對公司風險高低所隱含的意義，以拓展董監事責任險保障之影響範疇的瞭解。

本研究根據 2008 年至 2018 年間臺灣證券交易所上市上櫃非金融產業公司的資料，檢驗公司董監事責任險保障與董事（包括獨立董事與一般董事）辭任的關係。本研究以七個代理變數衡量董監事責任險保障程度，而董事辭任則以十個代理變數進行衡量。透過敘

述統計、相關分析與多重迴歸估計結果發現，當公司具有董監董責任險保障、董監事責任險保險金額愈高、平均每位董事董監事責任險保險金額愈高、董監事責任險保險金額佔總資產以及淨值與營收比率愈高時，董事辭任的情形愈嚴重，其中又以獨立董事因高程度董監事責任險保障而辭任的傾向最為明顯，其次為一般董事中的法人代表董事，而董事一般董事中的自然人董事辭任相對較不受董監事責任險保障程度的影響。董監事責任險保障程度正向影響董事辭任，公司具有較高程度的董監事責任險保障，隱含公司具有高風險特性，從而對應著較高程度的董事辭任。以臺灣金融市場中上市上櫃等大型公開發行公司的資料進行董事（包括一般董事與獨立董事）辭任決定因素的實證研究相對缺乏，本研究一方面具體證實實務中討論之各種潛在影響董事辭任的決定因素，亦證實公司的董監事責任險所隱含的風險可視為董事辭任的考量決定因素之一。

實證結果的政策建議包括，就投資人來說，由於董事的辭任對應著公司後續獲利能力的衰退，雖然具有董監事責任險保障的公司其董事可望更能勇於任事並留任優秀及具專業性董事，但投資人更需瞭解高程度的董監事責任險保障隱含公司的高風險特性，這類型的公司傾向屬於董事辭任更為頻繁的公司，從而應該關注高董監事責任險保障的公司其出現董事辭任時所對應的後續績效下跌，降低此類型公司的資金配置。第二，對證券主管機關來說，雖然推動董監事責任險是一立意良善的規範或政策，但本研究發現較高程度的董監事責任險保障亦對應著高程度的董事辭任，因此董監事責任險並非全然為一留任優秀人材的方法，可考慮推廣如採取與績效相連結的董監事高管酬勞之薪酬政策等政策規範。

5.2 研究限制與後續研究建議

目前版本中關於公司董事辭任的衡量，僅根據公司的董事（包括獨立董事與一般董事）辭任人數為基礎以量化辭任程度，也就是董事辭任的衡量是董事會層級 (board level) 的量化方法。後續的研

究可在資料擷取上改採以董事會成員層級 (board member level) 的方式，便可分析該董事的相關特徵、年齡（資）、學經歷、兼任職務、董監事責任險保障以及任職公司的財務特徵、治理與股權結構等情形如何影響其辭任。在董事會成員層級下，亦可分析董事個人健康問題、是否因此工作繁忙、擔任公職甚至家族傳承等因素而辭任，一方面可定義出不同因素下的辭任，亦可分析董事不同原因的辭任所對應的後續效應。²⁴

其次，本研究目前是基於非金融產業公司的資料進行分析。金融業在一國金融體系中扮演重要角色，其負債比率較一般企業來得高，導致其經營風險較高，若銀行因管理決策品質不佳、董事相對怠忽職守或離職情形頻繁而出現重大損失甚至財務危機，廣大的存款戶將受影響，其他銀行或金融機構亦會受到牽連進而增加銀行的流動風險或擠兌 (bank run) 風波，這使得銀行的管理決策品質以及銀行業的營運績效及穩定，對於金融市場與經濟體系穩定有更顯著的影響。近十年來臺灣主管機構相繼推動產金分離與金金分離政策亦增加了金融機構中董事辭任的可能性，基於以上原因，分析銀行業董監事責任險如何影響董事（包括一般董事與獨立董事）辭任以及董事辭任如何影響銀行後續績效亦可為後續研究的方向之一。²⁵

²⁴ 然而若要由董事會成員層級分析董監事責任險保障如何影響董事辭任，必須取得每一位董事個別的董監事責任險保險金額的數據，至目前為止實務上仍較少針對公司特定成員所訂定的董監事責任保險保單。

²⁵ 上市上櫃非金融產業公司樣本中為政府主導之控制型態的公司樣本相對較少（佔全體公司樣本約 1.92%）。在臺灣的金融產業公司樣本中，政府持股比重相對較高，許多官股銀行中的董事乃為財政部或政府其他所屬單位的法人代表，法人代表的辭任更有可能來自政策因素。

參考文獻

- 王哲綸 Wang, Che-Lun (2012), 「台灣上市企業獨立董事離職率之探討」“A Study of Independent Director Departures in Taiwan”, 碩士論文 M. A. Thesis, 長榮大學經營管理研究所 Master Program in Business and Operations Management, College of Management, Chang Jung Christian University. (in Chinese with English abstract)
- 李建然、湯麗芬 Lee, Jan-Zan and Li-Fen Tang (2019), 「董監事責任保險對企業避稅決策之影響」“The Effect of Directors’ and Officers’ Liability Insurance on Corporate Tax Avoidance”, 經濟論文 *Academia Economic Papers*, 47:3, 485-524. (in Chinese with English abstract)
- 李建然、湯麗芬、呂幸蓉 Lee, Jan-Zan, Li-Fen Tang, and Hsing-Jung Lu (2020), 「董監事責任保險與公司價值之關聯性：從股票投資者角度探討」“The Relationship between Directors’ and Officers’ Liability Insurance and Firm Value: The Perspective of Stock Investors”, 證券市場發展季刊 *Review of Securities and Futures Markets*, 32:4, 31-72. (in Chinese with English abstract)
- 林仁光 Lin, Andrew Jen-Guang (2011), 「公司法第二十七條法人董監事制度存廢之研究」“A Study of the Maintaining or Repealing of Legal Persons as Corporate Directors or Supervisors under Article 27 of the Company Act”, 臺大法學論叢 *National Taiwan University Law Journal*, 40:1, 253-343. (in Chinese with English abstract)
- 林明仁、賴建宇 Lin, Ming-Jen and Chien-Yu Lai (2012), 「乾淨用水對長期健康及教育成就的影響：以 1909-1933 日治時期臺灣的水道建設為例」“The Effect of Clean Water on Long Term Health and Education Outcomes: Evidence from Japanese Colonial Taiwan 1909-1933”, 經濟論文叢刊 *Taiwan Economic Review*, 40:1, 1-35. (in Chinese with English abstract)

- 李淑華、林昆民、蔡彥卿 Lee, Shu-hua, Kun-Min Lin, and Yann-Ching Tsai (2010), 「力霸案引發之董監事離職潮與盈餘管理之關聯性研究」“Resignations of Directors after Rebar Crisis and Earnings Management”, 財務金融學刊 *Journal of Financial Studies*, 18:4, 37-72. (in Chinese with English abstract)
- 唐清泉、羅黨論、張學勤 Tang, Ching-Chuan, Tang-Lun Lo, and Hsueh-Chin Chang (2005), 「獨立董事職業背景與公司業績關係的實證研究」“Empirical Study on the Relationship between Independent Directors’ Professional Background and Company Performance”, 當代經濟管理 *Contemporary Economic Management*, 1, 97-101. (in Chinese)
- 扈喚 Hu, Huan (2016), 「獨立董事辭職、公司內控缺陷及財務報告質量」“Resignation of Independent Directors, Internal Control Deficiencies, and Financial Reporting Quality”, 碩士學位論文 M. A. Thesis, 山東財經大學會計學院 School of Accounting, Shandong University of Finance and Economics. (in Chinese)
- 張元、王思涵 Chang, Yuan and Ssu-Han Wang (2020), 「政治關聯與公司財務績效」“Political Connection and Corporate Financial Performance”, 會計與公司治理 *Journal of Accounting and Corporate Governance*, 15:1, 61-111. (in Chinese with English abstract)
- 張文武、賴靜美 Chang, Wen-Wu and Jing-Mai Lai (2017), 「企業生命週期對董監事暨重要職員責任保險需求之影響」“The Influence of Life Cycle on the Demand for Directors’ and Officers’ Liability Insurance”, 管理與系統 *Journal of Management & Systems*, 24:2, 215-257. (in Chinese with English abstract)
- 陳彩稚、龐嘉慧 Chen, Tsai-Jyh and Chia-Hui Pang (2008), 「董監事暨重要職員責任保險之需求因素分析」“An Analysis of Determinants of the Corporate Demand for Directors’ and Officers’ Liability Insurance”, 臺大管理叢論 *NTU Management Review*, 18:2, 171-

195。(in Chinese with English abstract)

- 陳家偉、王凱立、吳安琪、吳振宇 Chen, Chia-Wei, Kai-Li Wang, An-Chi Wu, and Chen-Yu Wu (2015), 「董事責任險於股權結構廣度及企業價值之研究」“Influence of Directors’ and Officers’ Liability Insurance on Breadth of Ownership and Corporate Value”, 管理評論 *Management Review*, 34:1, 23-45。(in Chinese with English abstract)
- 單成 Shan, Cheng (2016), 「網絡媒體負面報導對獨立董事辭職的影響研究」“A Study on the Impact of Negative Reports by Online Media on the Resignation of Independent Directors”, 碩士學位論文 M. A. Thesis, 對外經濟貿易大學金融學院 School of Banking and Finance, University of International Business and Economics。(in Chinese)
- 湯麗芬、廖秀梅、李建然 Tang, Li-Fen, Hsiu-Mei Jiao, and Jan-Zan Lee (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」“Directors and Officers Liability Insurance, Earnings Management Behavior, Abnormal Insurance Coverage”, 經濟論文 *Academia Economic Papers*, 42:3, 331-368。(in Chinese with English abstract)
- 湯麗芬、廖秀梅、李建然 Tang, Li-Fen, Hsiu-Mei Liao, and Jan-Zan Lee (2015), 「董監事暨重要職員責任保險與財務報表重編之關聯性」“The Relationship between Directors’ and Officers’ Liability Insurance and Financial Statement Restatements”, 經濟論文叢刊 *Taiwan Economic Review*, 43:4, 549-588。(in Chinese with English abstract)
- 葉銀華 Yeh, Yin-Hua (2020), 「應該廢止法人代表董事制度」“Abolishing the System of Corporate Representative Directors”, 聯合報第 15 版 The 15th Page, United Daily News (December 29, 2020)。(in Chinese)
- 葉銀華 Yeh, Yin-Hua (2021), 「健全公司治理檢討法人董事制度」“Strengthening Corporate Governance and Reviewing the Corporate Director System”, 聯合報第 15 版 The 15th Page, United Daily News

(September 22, 2021)。(in Chinese)

詹素嬌、蘇淑慧、劉政淮 Chan, Su-Chiao, Shu-Hui Sue, and Cheng-Hwai Liou (2014), 「投保董監事責任險與保險金額於審計公費之影響」“Does Directors’ and Officers’ Liability Insurance Matter to Audit Fee?”，會計審計論叢 *Review of Accounting and Auditing Studies*，4:1，25-51。(in Chinese with English abstract)

廖秀梅、湯麗芬、李建然 Liao, Hsiu-Mei, Li-Fen Tang, and Jan-Zan Lee (2016), 「董監事暨重要職員責任保險與盈餘穩健性」“Directors’ and Officers’ Liability Insurance and Earnings Conservatism”，會計評論 *International Journal of Accounting Studies*，67，109-150。(in Chinese with English abstract)

廖秀梅、湯麗芬、李建然 Liao, Hsiu-Mei, Li-Fen Tang, and Jan-Zan Lee (2017), 「董監事暨重要職員責任保險對企業信用評等之影響」“The Effect of Directors’ and Officers’ Liability Insurance on Firms’ Credit Ratings”，臺大管理叢論 *NTU Management Review*，27:4，75-104。(in Chinese with English abstract)

廖益興、單騰笙、高儷華 Liao, Yi-Hsing, Teng-Sheng Sang, and Li-Hua Kao (2021), 「管理階層法律責任與企業租稅規避」“Managerial Legal Liability Coverage and Corporate Tax Avoidance”，中山管理評論 *Sun Yat-Sen Management Review*，29:1，33-70。(in Chinese with English abstract)

劉俊蘭 Liu, Chun-Lan (2010), 「我國法人董事制度與公司治理」“The Legal Persons as Corporate Directors and Corporate Governance”，碩士學位論文 M. A. Thesis，輔仁大學法律學研究所 Graduate Department of Law, Fu Jen Catholic University。(in Chinese)

盧秀虹 Lu, Hsiu-Hung (2019), 「法人代表於執行上衍生之問題—由臺灣新北地方法院 105 年聲管字第 7 號民事裁定案例談起」“Issues Arising from the Actions of Corporate Representatives: A Case Study of the 105th Year, New Taipei District Court Civil Decision No. 7”，法務

通訊 *Judiciary Newsletter*, 2944, 3-5. (in Chinese)

- 魏好珊、邱敬賢、黃淑惠 Wei, Yu-Shan, Jun-Mao Chiu, and Shwu-Huei Huang (2015), 「法人董事與企業避稅：台灣股票市場之實證研究」“Legal Entity Director and Tax Aggressiveness: Evidence from Taiwan Stock Market”, *證券市場發展季刊 Review of Securities and Futures Markets*, 27:4, 1-42. (in Chinese with English abstract)
- Adams, M., C. Lin, and H. Zou (2011), “Chief Executive Officer Incentives, Monitoring, and Corporate Risk Management: Evidence from Insurance Use,” *Journal of Risk and Insurance*, 78:3, 551-582.
- Adler, P. S. and S. W. Kwon (2002), “Social Capital: Prospects for a New Concept,” *Academy of Management Review*, 27:1, 17-40.
- Angrist, J. D. and A. B. Krueger (1991), “Does Compulsory School Attendance affect Schooling and Earnings?” *The Quarterly Journal of Economics*, 106:4, 979-1014.
- Angrist, J. D. and A. B. Krueger (1992), “The Effect of Age at School Entry on Educational Attainment: An Application of Instrumental Variables with Moments from Two Samples,” *Journal of the American Statistical Association*, 87:418, 328-336.
- Angrist, J. D. and A. B. Krueger (2001), “Instrumental Variables and the Search for Identification: From Supply and Demand to Natural Experiments,” *Journal of Economic Perspectives*, 15:4, 69-85.
- Asthana, S. and S. Balsam (2010), “The Impact of Changes in Firm Performance and Risk on Director Turnover,” *Review of Accounting and Finance*, 9:3, 244-263.
- Baker, T. and S. J. Griffith (2007), “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,” *Journal of Risk and Insurance*, 54:4, 721-736.
- Boubakri, N. and L. Bouslimi (2016), “Directors’ and Officers’ Liability Insurance and Analyst Forecast Properties,” *Finance Research Letters*, 19:3, 22-32.
- Boyer, M. M. and L. H. Stern (2014), “D&O Insurance and IPO Performance: What Can We Learn from Insurers?” *Journal of Financial Intermediation*, 23:4, 504-540.
- Chan, C. C. and C. W. Chen (2014), “Does the Protection of Directors’ Liability Insurance Lead to Overinvestment?” *Journal of Financial Studies*, 22:1, 61-80.
- Chang, J. C. and H. L. Sun (2016), “Reputation and Regulation Effects on Director Turnover and Change of Directorships,” *Review of Accounting and Finance*, 15:3, 274-293.
- 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.
- Cosh, A. and A. Hughes (1997), “Executive Remuneration, Executive Dismissal and Institutional Shareholdings,” *International Journal of Industrial Organization*, 15:4, 469-492.
- Daily, C. M. (1995), “The Relationship between Board Composition and Leadership Structure and Bankruptcy Reorganization Outcomes,” *Journal of Management*, 21:6, 1041-1056.
- Daily, C. M. and D. R. Dalton (1994), “Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure,” *Academy of Management Journal*, 37:6, 1603-1617.
- Daniels, R. J. and S. Hutton (1993), “The Capricious Cushion: The

Implications of the Directors' and Officers' Liability Insurance Crisis on Canadian Corporate Governance," *Canadian Business Law Journal*, 22:2, 182-230.

Demsetz H. and B. Villalonga (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance," *Journal of Corporate Finance*, 7:3, 209-233.

Dou, Y. (2017), "Leaving Before Bad Times: Does the Labor Market Penalize Pre-Emptive Director Resignations," *Journal of Accounting and Economics*, 63:2-3, 161-178.

Eriksson, T., E. S. Madsen, M. Dilling-Hansen, and V. Smith (2001), "Determinants of CEO and Board Turnover," *Empirica*, 28:3, 243-257.

Fahlenbrach R., A. Low, and R. M. Stulz (2017), "Do Independent Director Departures Predict Future Bad Events?" *The Review of Financial Studies*, 30:7, 2313-2358.

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

Gao, Y., J. B. Kim, D. Tsang, and H. Wu (2017), "Go before the Whistle Blows: An Empirical Analysis of Director Turnover and Financial Fraud," *Review of Accounting Studies*, 22:1, 320-360.

Gillan, S. L. and C. A. Panasian (2015), "On Lawsuits, Corporate Governance, and Directors' and Officers' Liability Insurance," *Journal of Risk and Insurance*, 82:4, 793-822.

Grusky, O. (1963), "Managerial Succession and Organizational Effectiveness," *The American Journal of Sociology*, 69:1, 21-31.

Gupta, M. and L. P. Fields (2009), "Board Independence and Corporate Governance: Evidence from Director Resignations," *Journal of Business Finance & Accounting*, 36:1-2, 161-184.

Gutiérrez, M. (2003), "An Economic Analysis of Corporate Directors' Fiduciary Duties," *The RAND Journal of Economics*, 34:3, 516-535.

Hausman, J. A. (1978), "Specification Tests in Econometrics," *Econometrica*,

- 46:4, 1251-1271.
- Heckman, J. J. (1979), "Sample Selection Bias as a Specification Error," *Econometrica*, 47:1, 153-161.
- Hertzel, M. G. and M. S. Officer (2012), "Industry Contagion in Loan Spreads," *Journal of Financial Economics*, 103:3, 493-506.
- Holderness, C. G. (1990), "Liability Insurers as Corporate Monitors," *International Review of Law and Economics*, 10:2, 115-129.
- Huang, H. H. and C. Y. Chan (2018), "Firms' Performance Following the Initial Resignation of Independent Directors: Evidence from Taiwan," *Asia Pacific Business Review*, 24:5, 714-729.
- Ittner, C. D., W. N. Lanen, and D. F. Larcker (2002), "The Association between Activity-Based Costing and Manufacturing Performance," *Journal of Accounting Research*, 40:3, 711-726.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3:4, 305-360.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11:1-4, 5-50.
- Jiang, W., H. Wan, and S. Zhao (2016), "Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual Director Voting," *The Review of Financial Studies*, 29:3, 655-696.
- Karathanassis, G. A. and A. A. Drakos (2004), "A Note on Equity Ownership and Corporate Value in Greece," *Managerial and Decision Economics*, 25:8, 537-547.
- Levitt, S. D. (1997), "Using Electoral Cycles in Police Hiring to Estimate the Effect of Police on Crime," *The American Economic Review*, 87:3, 270-290.
- Li, K. F. and Y. P. Liao (2014), "Directors' and Officers' Liability Insurance and Investment Efficiency: Evidence from Taiwan," *Pacific-Basin*

Finance Journal, 29, 18-34.

- 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.
- Liu, Y., M. K. Miletkov, Z. Wei, and T. Yang (2015), "Board Independence and Firm Performance in China," *Journal of Corporate Finance*, 30:3, 223-244.
- Lorsch, J. W. and E. MacIver (1989), *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Mayers, D. and C. W. Smith Jr. (1982), "On the Corporate Demand for Insurance," *The Journal of Business*, 55:2, 281-296.
- Mayers, D. and C. W. Smith Jr. (1990), "On the Corporate Demand for Insurance: Evidence from the Reinsurance Market," *The Journal of Business*, 63:1, 19-40.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20: January-March, 293-315.
- Murphy, K. and J. L. Zimmerman (1993), "Financial Performance Surrounding CEO Turnover," *Journal of Accounting and Economics*, 16:1-3, 273-315.
- Oesterle, D. A. (1989), "The Effect of Statutes Limiting Directors' Due Care Liability on Hostile Takeover Defenses," *Wake Forest Law Review*, 24, 31-51.
- O'Sullivan, N. (2002), "The Demand for Directors' and Officers' Insurance by Large UK Companies," *European Management Journal*, 20:5, 574-

- 583.
- Pfeffer, J. and G. R. Salancik (1978), *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, New York: Harper & Row.
- Priest, G. L. (1987), "The Current Insurance Crisis and Modern Tort Law," *The Yale Law Journal*, 96:7, 1521-1590.
- Rosenbaum, P. R. and D. B. Rubin (1983), "The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects," *Biometrika*, 70:1, 41-55.
- Rosenbaum, P. R. and D. B. Rubin (1985a), "Constructing a Control Group Using Multivariate Matched Sampling Methods that Incorporate the Propensity Score," *The American Statistician*, 39:1, 33-38.
- Rosenbaum, P. R. and D. B. Rubin (1985b), "The Bias Due to Incomplete Matching," *Biometrics*, 41:1, 103-116.
- Suchard, J. A., M. Singh, and R. Barr (2001), "The Market Effects of CEO Turnover in Australian Firms," *Pacific-Basin Finance Journal*, 9:1, 1-27.
- Ting, H. I. (2013), "CEO Turnover and Shareholder Wealth: Evidence from CEO Power in Taiwan," *Journal of Business Research*, 66:12, 2466-2472.
- Weisbach, M. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 20:1-2, 431-460.
- Yeh, Y. H., P. G. Shu, and Y. H. Su (2008), "The Causes of Voluntary Resignation of Independent Directors," *Corporate Ownership and Control*, 5:4, 112-118.
- Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40:2, 185-211.
- Yi, B., C. W. Chen, and B. Lin (2018), "Directors' and Officers' Liability Insurance and Firm Performance: Evidence from Taiwan," *Asia-Pacific Journal of Risk and Insurance*, 12:2, 1-15.
- Yi, B., C. W. Chen, and M. Zhao (2013), "Directors' and Officers' Liability

Insurance and Cost of Debt,” *Journal of International Finance and Economics*, 13:4, 123-130.

Yuan, R., J. Sun, and F. Cao (2016), “Directors’ and Officers’ Liability Insurance and Stock Price Crash Risk,” *Journal of Corporate Finance*, 37, 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 and Finance*, 32:12, 2636-2645.

Directors' and Officers' Liability Insurance and Directors' Resignation

Chih-Hsing Ke and Yuan Chang*

Abstract

This research examines the relationship between directors' and officers' liability insurance (DOLI) coverage and directors' motivations to resign, based on data from 1,532 non-financial listed firms in Taiwan between 2008 and 2018. DOLI is known to reduce a firm's overall risks by lowering expected loss due to litigations. Such risk reduction in theory decreases the motivations for directors to resign. However, higher DOLI coverage may imply greater overall risk and instead increase the motivations for resignation. By using descriptive statistics, correlation analysis, and multiple regression estimations, the evidence shows a significantly positive relationship between DOLI coverage and reduction of directors' resignation. Such correlation is most commonly observed for independent directors.

Keywords: Directors' and Officers' Liability Insurance, Directors' Resignation
JEL Classification: G22, G34, O15

* Corresponding author: Yuan Chang, Professor in the Department of Finance, National Changhua University of Education, No. 2, Shi-Da Rd., Changhua City 50074, Taiwan, R.O.C., Tel.: 886-4-7232105 ext. 7350, E-mail: ychang@cc.ncue.edu.tw. Chih-Hsing Ke, Master's Degree Student, Department of Finance, National Changhua University of Education, No. 2, Shi-Da Rd., Changhua City 50074, Taiwan, R.O.C., Tel.: 886-4-7232105 ext. 7350.

