



China

## A股董责险的春天到来了吗？

by Frank Wang, Gen Re, Shanghai

### 前言

董事监事及高管责任保险（中文简称“董责险”，英文全称“Directors and Officers Liability Insurance，简称D&O）起源于20世纪30年代的美国，是以董事及高级管理人员对公司及第三人承担民事赔偿责任为保险标的一种职业责任保险。该保险主要目的是为了降低董事及高级管理人员履行职责时的不当行为可能引致的责任风险，减少民事赔偿责任给公司经营活动造成的压力，确保董事及高级职员的人才供给，同时也为投资者提供赔偿保障。

董责险在全球资本市场发展超过80年，主要集中在欧美等发达国家或地区，已经成为了全球上市公司治理的一个重要组成部分。有媒体报道<sup>1</sup>，近100%的美国上市公司以及近90%的欧洲上市公司都投保了董责险，但2002年中国市场才出现第一张董责险保单，一直以来只有不到10%的中国A股上市公司购买了董责险。

最近，一直不温不火的董责险一下成为了国内保险市场的热门话题，这主要与新修订的《证券法》、证券发行注册制的加快推行以及瑞幸咖啡财务造假事件等多重因素的推动有关。本文将从总结A股董责险的现状出发，分析其面临的新机遇与新挑战，并提出几点发展对策供业界参考。

### 一、A股董责险的现状

如前所述，因为投保率一直很低，董责险在中国属于一款比较小众的责任保险产品，从事董责险业务的保险人也很少。一直以来，比较活跃的市场主体主要是外资保险人与保险经纪人，他们主要服务于海外上市的中国公司，特别是在美上市的中概股，这主要是因为美国资本市场的诉讼风险很高。

董责险于2002年引进中国市场，然而发展较为缓慢，市场接受度并不高。2001年8月，证监会在《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中指出，“为了保证独立董事有效行使职权，上市公司应当为独立董事提供必要的条件”，其中包括“**可以建立必要的独立董事责任保险制度**”。2002年1月，证监会与国家经贸委共同发布了《上市公司治理准则》，大量参考外国公司的治理经验，并在第39条提出“**经股东大会批准，上市公司可以为董事购买责任保险。**”2005年以来，随着《公司法》《证券法》和《破产法》等相关法律法规的制定或修订，我国逐渐重视对投资者的利益保护，同时也不可避免地加大对企业管理层的经营责任，增加了企业管理层在履职过程的责任风险。为平衡公司管理层在经营管理中权益与风险的不对等，董事责任保险的规范发展得到重视。2006年，国务院颁布《国务院关于保险业改革发展的若干意见》（简称“国十条”），**明确提出发展董事责任保险业务**。2014年，国务院在《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》中再

### 提纲

前言	1
一、A股董责险的现状	1
二、A股董责险的新机遇	2
三、A股董责险的新挑战	3
四、A股董责险的发展对策	3
注释	4

### 关于《通用再保险中国责任险核保预警》

本预警旨在关注中国责任险市场的热点案例与新兴问题，提醒责任险核保、核赔、市场管理人士等有关方面关注与其相关的责任风险，并为我们的客户提供有一定价值的风险管理建议供参考。

次提及加快发展各类职业责任保险，“充分发挥责任保险在事前风险预防、事中风险控制、事后理赔服务等方面的功能作用，用经济杠杆和多样化的责任保险产品化解民事责任纠纷。”

中国法律法规没有强制要求企业公开披露投保董事责任险的信息，但上市公司购买董事责任险须由董事会提议并经股东大会审议批准。因此，通过筛选沪深A股上市公司公告披露内容，可以确定投保董事责任险的公司数量。上海证券交易所报告显示，2002年至2019年8月期间，累计有523家上市公司投保董事责任险，投保比例由2002年的1%增至2019年的4%。

据不完全统计<sup>2</sup>，2020年前4个月已有72家A股上市公司公告将为公司董监高人员购买责任险，其中4月以来公告拟为公司高管投保董责险的上市公司有58家，超过去年全年。另据媒体报道<sup>3</sup>，截至2019年底，A股上市公司采购董责险的比例在10%左右，2020年全年的投保率预计将进一步受到新《证券法》颁布后司法实践的影响有望上升到15%左右。

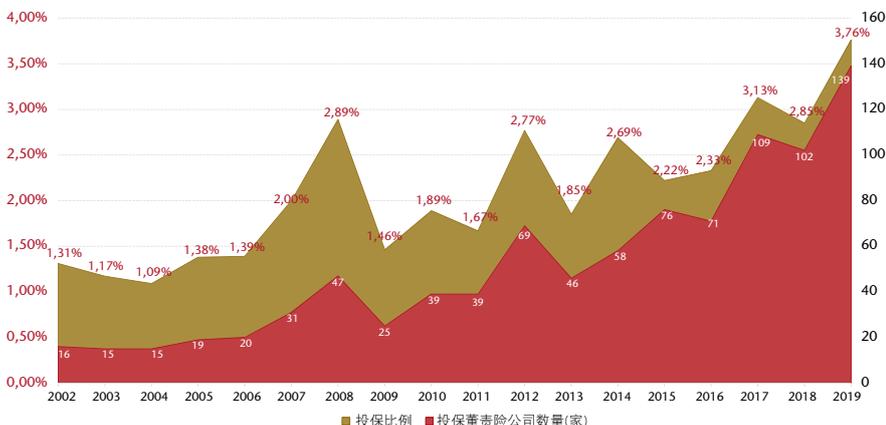
根据上海证券交易所报告<sup>4</sup>，已投保董责险的A股上市公司具有以下特点：

1. 投保公司以大型主板企业为主，规模大的企业更倾向于购买董责险作为监督机制。
2. 投保公司以公众企业和国有企业为主，拥有“国际”基因的比例较高。
3. 投保公司主要分布在生物医药、金融机构和化工行业，科技创新行业的投保率偏低。
4. 投保公司的独立董事和董事会人数相对更多，大股东持股比例也相对更高。

## 二、A股董责险的新机遇

2019年12月28日，第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了修订后的《中华人民共和国证券法》（以下简称新证券法），已于2020年3月1日起施行。本次证券法修订，按照顶层制度设计要

图1 中国上市公司历年投保董事责任险情况



数据来源：上海证券交易所

求，进一步完善了证券市场基础制度，体现了市场化、法治化、国际化方向，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，切实维护投资者合法权益，促进证券市场服务实体经济功能发挥，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提供了坚强的法治保障，具有非常重要而深远的意义。

新证券法有很多亮点，笔者认为以下几点对A股董责险的发展具有非常重要的积极推动作用：

**一是全面推行证券发行注册制度。**在总结上海证券交易所设立科创板并试点注册制的经验基础上，新证券法按照全面推行注册制的基本定位，对证券发行制度做了系统的修改完善，充分体现了注册制改革的决心与方向。同时，考虑到注册制改革是一个渐进的过程，新证券法也授权国务院对证券发行注册制的具体范围、实施步骤进行规定，为有关板块和证券品种分步实施注册制留出了必要的法律空间。4月27日《创业板改革并试点注册制总体实施方案》被通过，深圳证券交易所创业板注册制试点拉开大幕，这标志着我国证券发行由审批制转向注册制的进程加快，同时也体现了我国证券市场进一步市场化与国际化，因为其他主要成熟资本市场证券发行都是采用注册制。

**二是显著提高证券违法违规成本。**新证券法大幅提高对证券违法行为的处罚力度。如对于欺诈发行行为，从原来最高可处募集资金百分之五的罚款，提高至募集资金的一倍；对于上市公司信息披露违法行为，从原来最高可处以六十万元罚款，提高至一千万；对于发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事虚假记载行为，或者隐瞒相关事项导致虚假记载的，规定最高可处以一千万罚款等。同时，**新证券法对证券违法民事赔偿责任也做了完善。如规定了发行人等不履行公开承诺的民事赔偿责任，明确了发行人的控股股东、实际控制人在欺诈发行、信息披露违法中的过错推定、连带赔偿责任等。**

**三是完善投资者保护制度。**新证券法设专章规定投资者保护制度，作出了许多颇有亮点的安排。包括区分普通投资者和专业投资者，有针对性的做出投资者权益保护安排；建立上市公司股东权利代为行使征集制度；规定债券持有人会议和债券受托管理人制度；建立普通投资者与证券公司纠纷的强制调解制度；完善上市公司现金分红制度。尤其值得关注的是，**为适应证券发行注册制改革的需要，新证券法探索了适应我国国情的证券民事诉讼制度，规定投资者保护机构可以作为诉讼代表人，按照“明示退出”“默示加入”的诉讼原则，依法为受害投资者提起民事损害赔偿诉讼。**

虽然新证券法建立了“中国式证券集体诉讼制度”，但与美国式证券集体诉讼制度有很大区别（如下表）。新证券法虽然建立了证券集体诉讼制度，但是启动门槛高，排除了专业律师的直接参与，激励程度不高，市场力量未真正参与，后续还需要司法实践的检验。

图二：中美证券集体诉讼制度对比表

	中国（共同诉讼）	美国（class action）
参与方式	默示加入、明示退出（Opt-Out）	默示加入、明示退出（Opt-Out）
扩张效力	全体（经中证登确认）	全体（无论登记或确认）
授权方式	50人以上明示授权	全体默示授权
授权范围	当事人同意（民法法）	法定（限定诉请及和解）
参与主体	投资者保护机构（代表人）	原告律师（代理人）
诉讼费用	高诉讼费、低律师费	低诉讼费、高律师费

来源：通用再保险

**四是进一步强化信息披露要求。**新证券法设专章规定信息披露制度，系统完善了信息披露制度。包括扩大信息披露义务人的范围；完善信息披露的内容；强调应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息；规范信息披露义务人的自愿披露行为；明确上市公司收购人应当披露增持股份的资金来源；**确立发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员公开承诺的信息披露制度等。**

综上，从2020年3月1日起实施的新证券法不仅加大了对违反信息披露规定的“董监高”的处罚力度，也提出探索建立证券民事诉讼制度等。法律环境预期的改变，“董监高”要面对的不确定法律风险有明显上升。随着诉讼风险的上升，上市公司及其董监高对于董责险的需求也明显上升，这一点从今年以来董责险投保率的大幅上升可以看出。

另外，今年4月初爆发的瑞幸咖啡财务造假事件也进一步催化了市场对于董责险的保险意识。虽然瑞幸咖啡不是A股上市公司，而且财务造假导致的证券索赔可能不在保单承保范围，但是由于其购买了美股董责险，这一事件在国内引起了广泛关注与大量讨论，让董责险这一小众产品火了一把。

### 三、A股董责险的新挑战

董责险在中国市场发展缓慢，主要是因为诉讼风险一直比较低，而诉讼风险低主要是因为我国证券民事赔偿责任体系的不完善。一方面，中国对上市公司的惩罚一直以来主要集中在行政责任和刑事责任，而真正能对受害者进行赔偿的民事责任并不完善；另一方面，中国股票市场投资者以散户为主，他们的维权意识与维权能力不强，中小投资者在起诉、举证等方面存在诸多困难，高额的诉讼费用也让人望而却步。

近年来，我国不断在完善证券民事赔偿责任体系，特别是取消了证监会行政处罚的前置程序，成立了中证中小投资者服务中心，中小投资者的维权难度大大下降。自2017年以来，证券虚假陈述民事诉讼案件数量大幅上升，根据中伦律师事务所的统计数据<sup>5</sup>，2019年新增案件数量为9005件，占已公开的全部证券虚假陈述责任纠纷案件数量的30.22%，共涉及88家上市公司。在涉诉上市公司数量、股民索赔案件数量再创历史新高时，证券虚假陈述民事诉讼案件的各项索赔金额记录也在不断被刷新。公开

信息<sup>6</sup>显示，在2019年审理的单起证券虚假陈述民事诉讼案件中，以自然人投资者为原告的案件最高索赔金额高达6600万元。随着新证券法确立了中国式证券集体诉讼机制，可以预见未来支持投资者诉讼的力度会日益加大，证券民事索赔案件数和索赔金额也会不断上升。从事A股董责险业务的保险人对此要有清醒的认识，在迎来董责险发展新机遇的同时，也要关注不断上升的法律风险敞口。

在关注诉讼风险的同时，我们也要注意A股上市公司的公司治理问题，因为公司治理的好坏会影响A股上市公司购买董责险的决定，同时也会影响A股上市公司所面临的诉讼风险。由于中国上市公司“一股独大”现象普遍，且许多上市公司为国有企业，董事及高级管理人员往往不是由市场通过筛选产生，而是由相关主管部门或机构直接指派任命，这导致公司并不需要以优越的条件竞争获得优秀的管理人才，也没有动力为这些董事和高管购买董责险。此外，部分上市公司及控股股东在重大决策中，并不尊重中小投资者的意见和合理诉求，中小股东也难以参与日常经营管理，发挥监督控制职能。在这种情况下，中小股东往往可能因无法获得相关信息而导致利益受损，也不能有效收集董事和高管履职过程中不当行为的实质性证据，就遭受的损失向上市公司的管理层提起诉讼。

### 四、A股董责险的发展对策

如前所述，A股董责险市场的机遇与挑战并存，笔者认为保险人想要长期稳健地发展此业务，需要做好以下几点：

- 1. 理解风险。** 保险公司是经营风险的主体，从事A股董责险业务的前提是理解其风险特征。从宏观角度出发，保险人一方面要关注新证券法实施后司法实践的变化，因为新法对于司法实践的影响一般有一定的时滞，同时关注影响A股资本市场走势的宏观经济形势、地缘政治形势、监管政策及市场情绪等；另一方面，从微观角度出发，保险人要详细分析单个投保公司自身的经营情况、财务状况、上市表现、公司治理及过往损失记录等重要核保信息。
- 2. 定价充分。** 在正确理解风险的基础上，根据自身的风险偏好选择风险并收取与风险相匹配的保费是取得董责险承保利润的关键。风险总是在不断发展变化中，过去十几年A股董责险投保率低主要是因为诉讼风险低，现在与未来诉讼风险持续上升，我们的费率也要相应调整。公开数据<sup>7</sup>显示，A股董责险的费率从2016年以来总体处于上升趋势，市场平均费率已由原来的千分之三上升到千分之五左右，这是对近几年A股诉讼风险逐渐上升的正确反应。
- 3. 条款合适。** 董责险起源于美国，作为一款小众的舶来品，目前中国的主流条款基本是外资保险人从海外市场引入，条款设计的法律与市场基础与中国法律环境与资本市场还存在着一定的水土不服。因此，针对国内上市公司的宏观环境与个体差异，保险人需要对其董责险条款做适当的调整，从而更好地满足本地客户的需求。董责险保单没有所谓的市场通行条款，需要一单一议的定制化产品，这对保险人的专业化要求较高。

4. **专业队伍**。正因为董责险的专业化程度较高，加上之前市场规模较小，因此有经验的董责险承保与理赔专业人才在中国非常稀缺。例如，一名合格的董责险核保人需要同时具备一定的法律、财务、经济、金融等复合型知识结构与实际承保经验，这一点对人才的要求比较高。保险人开展A股董责险业务之前，需要先建立和培养自己的董责险承保与理赔专业化队伍，同时加强与有经验的保险人与再保人合作并向他们学习，循序渐进地谨慎开展业务。

## 注释

根据股票上市地点和所面向的投资者的不同，中国上市公司的股票分为A股、B股和H股等。

A股的正式名称是人民币普通股票，即由中国注册公司发行，在境内上市，以人民币标明面值，供境内的个人（2013年4月1日起，境内港澳台居民可开立A股账户）和机构以人民币交易和认购的股票。2005年11月5日，证监会和人民银行联合发布《合格境外机构投资者境内证券管理暂行办法》，允许符合条件并经证监会和国家外汇管理局批准的境外机构投资于A股。

A股不是实物股票，以无纸化电子记帐，实行“T+1”交割制度，有涨跌幅限制。主板涨跌幅限制是10%，科创板与创业板在上市后的前5个交易日不设价格涨跌幅限制，其后涨跌幅比例为20%。中国A股主要分沪市、深市两个板块，截至2019年12月31日，沪深两个板块上市公司总数合计3777家。

B股的正式名称是人民币特种股票。它是以人民币标明面值，以外币认购和买卖，在中国境内（上海、深圳）证券交易所上市交易的外资股。B股公司的注册地和上市地都在境内。

H股也称国企股，指注册地在内地、上市地在香港的中资企业股票。（因香港英文——Hong Kong首字母，而称得名H股。）H股为实物股票，实行“T+0”交割制度，无涨跌幅限制。

## 参考文献

1. 缪斯，《引入董事责任保险构建上市公司激励约束机制的研究与启示》，国泰安金融数据库（[www.gtafe.com](http://www.gtafe.com)），2020年5月18日
2. 《新<证券法>全文及修订要点》，中国证监会网页（[http://www.csrc.gov.cn/shanghai/ztzl/pfzl/202003/t20200306\\_371622.htm](http://www.csrc.gov.cn/shanghai/ztzl/pfzl/202003/t20200306_371622.htm)），2020年3月6日

## 来源

- 1 中国银行保险报网，[xw.sinoin.com/2020-05/20/content\\_344541.htm](http://xw.sinoin.com/2020-05/20/content_344541.htm)，2020年5月27日
- 2 新浪财经，<http://finance.sina.com.cn/roll/2020-05-04/doc-iircuyvi1237395.shtml>，2020年5月4日
- 3 新浪财经，<https://finance.sina.cn/2020-05-25/detail-iircuyvi4906507.d.html>，2020年5月25日
- 4 缪斯，《引入董事责任保险构建上市公司激励约束机制的研究与启示》，国泰安金融数据库，2020年5月18日
- 5 中伦律师事务所，<http://www.zhonglun.com/Content/2020/03-07/1603081618.html>，2020年3月7日
- 6 同上
- 7 Finline微信公众号，2020年5月8日

## 作者介绍

王民 (Frank Wang) 主要负责通用再保险中国区非寿险业务发展以及亚太区责任险核保与咨询工作。在加入通用再之前他曾供职于多家国际保险集团，拥有超过十五年责任保险与再保险承保、理赔及业务管理经验。

王民先后取得南开大学经济学学士学位（保险专业）、华东政法大学法律硕士学位（保险法方向）、美国南加州大学法学硕士学位（商法方向）。

王民拥有中国法律职业资格、北美特许财产责任险承保师（CPCU）、北美注册职业责任险承保师（RPLU）、美国保险学会再保险管理师（ARe）与风险管理师（ARM）及澳大利亚新西兰保险与金融学会会士（ANZIIF Fellow CIP）等国内外专业资格。他同时为CPCU协会的国际大使与认证讲师，自2018年起担任南开大学研究生校外导师。



王民作为演讲嘉宾经常出席国内外保险业和相关行业的研讨和培训会议。

联系方式如下：

电话：+86 21 6100 6318

邮件：[frank.wang@genre.com](mailto:frank.wang@genre.com)

通用再保险公司上海分公司  
中国上海浦东陆家嘴东路161号  
招商局大厦1803室  
Tel. +86 21 6100 6300  
Fax +86 21 6100 6388

Photos: © Getty Images: designer491, Chalirmpoj Pimpisarn,  
SeanPavonePhoto

关注更多《通用再保险中国责任险核保预警》文章，请点击：  
[genre.com/casualtymatterschina](https://genre.com/casualtymatterschina)

或者直接扫描下面的二维码：



Read our Casualty articles and blogs in English at  
[genre.com/casualty](https://genre.com/casualty)



*The difference is...the quality of the promise.®*

[genre.com](https://genre.com) | [genre.com/perspective](https://genre.com/perspective) | LinkedIn: [linkedin.com/company/gen-re](https://linkedin.com/company/gen-re)

*This information was compiled by Gen Re and is intended to provide background information to our clients, as well as to our professional staff. The information is time sensitive and may need to be revised and updated periodically. It is not intended to be legal advice. You should consult with your own legal counsel before relying on it.*

本刊内容由Gen Re编辑，意在向客户及我公司专业人员提供相关领域内的背景资料，该等资料具有时效性，或需要定期修改更新。本刊并非旨在提供法律意见。请您在依赖本刊内容之前征询您的法律顾问的意见。

© General Reinsurance AG 2020