

中国跨国公司企业社会责任信息披露 能否缓和海外子公司正当性缺失?^{*} ——基于信息传播视角的研究

• 赵奇伟¹ 余 炎² 张 楠³

(1, 2 武汉大学经济与管理学院 武汉 430072;

3 中南民族大学创新创业学院 武汉 430074)

【摘 要】中国企业的跨国经营绩效与其快速的国际化进程并不匹配,其原因被认为是海外子公司在东道国面临的正当性缺失。企业社会责任(CSR)信息披露可以通过降低信息不对称使国内企业获得正当性,然而这种机制是否在母子公司之间存在跨国溢出效应是一个重要但没有被关注的问题。考虑到信息跨国传播的复杂性,本文通过信息传播视角探究该问题,并分析信息可信度和信息关注度的边界效应。基于 A 股 2008—2019 年跨国公司的面板数据,采用 COX 比例风险模型对该问题进行了实证检验。研究发现:中国跨国公司 CSR 信息披露可以缓和海外子公司面临的正当性缺失,信息可信度和信息关注度增强了这一作用。本文进一步探究了同行业中目标企业与龙头企业间的竞争效应以精炼该机制,为中国跨国公司如何通过 CSR 信息披露提升海外经营绩效提供了精细化的参考意见。

【关键词】企业社会责任 信息传播 中国跨国公司 海外子公司 正当性

中图分类号:F425; F125

文献标识码:A

1. 引言

近年来,中国企业国际化进程不断加快,然而海外子公司在东道国的经营情况并不理想(王碧珩和衷子雅,2021),其原因被认为是中国跨国公司的海外子公司在东道国关系网络中的嵌入性不

^{*} 基金项目:国家自然科学基金面上项目“实物期权理论下东道国政治不确定性对国际新创企业创新的影响机制:基于中国的经验研究”(项目批准号:72072136);教育部人文社会科学研究青年基金项目“双向投资战略布局下中国本土企业创新研究:基于 IFDI 与 OFDI 交互影响机制的分析”(项目批准号:20YJC630211)。

通讯作者:余炎, E-mail: yuyanyy@whu.edu.cn。

足, 面临信息不对称, 导致其遭遇“局外人劣势”带来的正当性缺失 (Jan Johanson & Jan-Erik Vahlne, 2009)。现有针对中国跨国公司国际化绩效的研究大多集中在企业如何走出去对国际化绩效产生的影响 (陈初昇等, 2020), 而随着诸多企业已经走出去, 现阶段中国跨国公司面临的更为重要的问题是如何在国外市场扎根、长期生存。

CSR 信息披露作为一种非市场战略, 可以帮助国内企业获得认同和正当性 (Charpin et al., 2020), 标志着企业的管理能力 (Dhaliwal et al., 2011)、产品质量 (Elfenbein et al., 2012) 和可持续发展能力 (Marano et al., 2017)。跨国情境下, 企业可以利用 CSR 报告作为“信号”来传达未被利益相关者观察到的组织质量 (Marano et al., 2017)。在此基础上, 我们认为存在一种跨国信息传播机制, 即跨国公司可以通过 CSR 信息披露减少海外子公司与东道国利益相关者之间的信息不对称, 缓解海外子公司面临的正当性缺失。

鉴于信息跨国传播的复杂性, 现有研究通常从信号理论的视角探讨 CSR 信息的传播问题 (Spence, 1973; 石军伟等, 2009)。然而信号理论更加关注企业发出“信号”的动机及其最终产生的绩效结果, 并不能有效刻画“信号”传播的过程。在本文所探讨的跨国情境中, 信息传播过程无疑是非常重要的。因此, 本文采用信息传播视角进行研究, 并基于该视角构建了中国跨国公司 CSR 信息的跨国传播机制, 探究信息可信度和信息关注度的边界效应。

本文的创新之处体现在三个方面:

(1) 本文基于制度理论分析了中国跨国公司 CSR 信息如何帮助海外子公司克服“局外人劣势”, 进而缓和其在东道国面临的正当性的缺失。不仅拓展了 CSR 和制度理论的研究范围, 也是对母子公司外溢机制研究文献的重要补充。

(2) 本文基于信息传播视角, 引入信息可信度和信息关注度, 对中国跨国公司 CSR 信息的跨国传播过程进行机制分析, 在一定程度上弥补了 CSR 信息跨国传播的研究空白, 并对现有研究进行了重要的视角创新。

(3) 本文进一步探讨了在同行业中, 中国跨国公司 CSR 信息披露与龙头企业之间的“竞争效应”, 有助于为中国跨国公司如何通过 CSR 信息披露提升海外经营绩效提供参考意见。

2. 文献综述

2.1 中国跨国公司海外子公司面临的正当性缺失

本文采纳陈立敏等 (2016) 的建议, 对 legitimacy 采用“正当性”的译法。legitimacy 也被译为“合理性”或“合法性”。关于正当性的研究, 学者们通常从不同角度和不同维度对其进行分类, 根据授予正当性来源的不同, Drori 和 Honig (2013) 将其分为内部正当性和外部正当性。由于海外子公司身份的特殊性, 需要同时面对内部和外部的双重同构压力 (Li, 2005)。本文着重关注海外子公司的外部正当性。

现有研究认为中国跨国公司海外子公司在东道国外部正当性缺失主要基于四个理论: “外来者劣

势”（liability of foreignness）、“来源国劣势”（liability of origin）、“新入者劣势”（liability of newness）和“局外人劣势”（liability of outsidership）。对于中国跨国公司的海外子公司，由于其东道国的多样性以及多年来的跨国实践，“来源国劣势”和“新入者劣势”仅适用于局部的情况，并不能广泛涵盖中国跨国公司海外子公司面临的正当性缺失的来源。因此本文采用 Johanson 和 Vahlne（2009）在荣获 2019 年 JIBS 十年大奖的论文中对“外来者劣势”作出的理论创新，即基于关系网络提出的“局外人劣势”^① 作为本文的理论基础。

2.2 CSR 的正当性

学者对 CSR 的定义大多相似，例如：“以增加社会福利为目的，超出企业明确交易利益之外的非法律强制的企业行为”（Gottschalk, 2016）；“旨在改善社会或环境条件的自愿企业行动”（Mackey, 2007）。

CSR 天然具有正当性。早期的 CSR 以企业自愿承担为主，以欧美地区为首的发达国家已演化出一套较为完整、精细的评价体系，中国自 21 世纪以来也自发地涌现多种民间组织和榜单来评比、监督企业的社会责任行为（陈立敏和布雪琳，2021）。全球化更是加速了这一观念的扩散，说明 CSR 越来越成为“可取的、正确的或恰当的”（Suchman, 1995），甚至“必要的”行为。

对于本文所关注的海外子公司在东道国面临的外部正当性缺失，陈立敏和布雪琳（2021）认为企业的外部利益相关者通常能够受益于 CSR 的正外部性，因此普遍认可、期待甚至监督这一行为。

2.3 跨国情境下的 CSR

现有在跨国情境下探究 CSR 的文献并不多。其中 Marano 等（2017）基于新制度理论和新兴市场的特殊性考察了新兴市场国家的制度缺陷情况与新兴市场跨国企业（EM-MNEs）使用 CSR 报告之间的联系。Hawn（2020）研究了媒体对 EMMs 的 CSR 和 CSiR 的报道如何影响对金砖国家的收购结果。

获取正当性是企业履行 CSR 最普遍、最重要的动机（Chiu & Sharfman, 2011；Campbell, 2007）。在本文所关注的情境下，中国跨国公司的 CSR 信息披露可以帮助海外子公司建立声誉和获取当地利益相关者的信任（Chernev, 2015）。同时，CSR 信息披露还具有提升透明度、改善治理能力的作用（Cheng et al., 2014；Mithanima, 2017），因此，CSR 已成为中国跨国公司克服局外人劣势，缓和海外子公司正当性缺失的有效工具。

2.4 信息传播视角下的 CSR

现有研究通常从信息经济学的信号理论视角探讨 CSR 信息披露问题。例如石军伟等（2009）认

^① Jan Johanson 和 Jan-Erik Vahlne（2009）认为跨国公司所处的商业环境是一个关系网络，而不是一个拥有许多独立供应商和客户的新古典市场。在关系网络中，企业以各种各样的复杂的、不透明的模式相互联系在一起，相关网络中的内部人（insidership）是国际化获得成功的重要条件，因此存在“局外人劣势”。

为投资于 CSR 是一种利益相关者更易接受的信息传递方式。然而信号理论并不能有效刻画“信号”从“信息源”传播到“受信者”的过程。在本文所探讨的跨国情境中,信息的传播过程无疑是非常重要的,因此本文采用信息传播视角对该问题进行研究。

拉斯韦尔模式是最基本的信息传播模式,也是最具有代表性的线性传播模式(见图1)。拉斯韦尔认为传播过程包含五大要素:谁(who),说什么(say what),通过什么渠道(in which channel),向谁说(to whom),产生什么效果(with what effect)(Lasswell, 1948)。

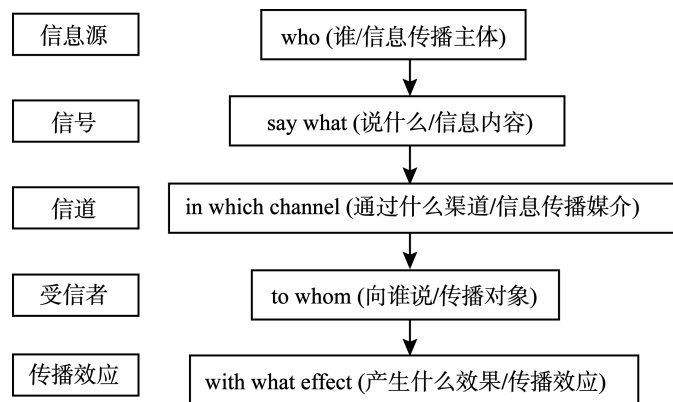


图1 拉斯韦尔的信息传播过程模式

本文结合拉斯韦尔的信息传播过程“5W”模式,从信息传播的视角构建了中国跨国公司 CSR 信息的跨国传播机制(见图2)。

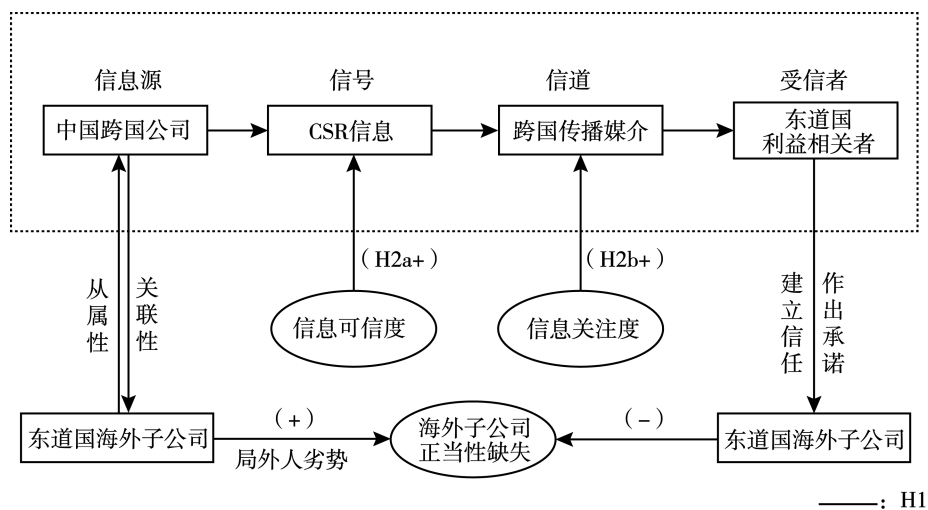


图2 中国跨国公司 CSR 信息的跨国外溢机制

具体而言,作为“信息源”的中国跨国公司向外部发出一个“信号”,即披露 CSR 信息,“信

号”通过作为跨国传播媒介的“信道”最终传递到作为“受信者”的东道国利益相关者，从而缓解海外子公司的正当性缺失。而信息可信度和信息关注度通过影响 CSR 信息的可信性和跨国传播媒介的强度进而影响 CSR 信息披露对海外子公司正当性缺失的缓解效果。

2.5 文献评述

通过整理相关文献，本文发现目前学界已经对中国跨国公司海外子公司在东道国面临正当性缺失以及 CSR 具有天然的正当性达成了共识，但很少有研究探讨二者之间的关系。其原因主要在两个方面：第一，跨国公司海外子公司的数据难以收集；第二，跨国情境下 CSR 信息的传播机制难以刻画。

最近一项关注该问题的研究基于沪深两市 A 股上市企业 2009—2018 年的面板数据探讨了 CSR 披露能否提升国际化企业绩效。结果表明，高质量的 CSR 披露可有效减缓跨国公司国际化初期的绩效下降的趋势，但长期来看，在国际化后期，CSR 披露则对企业管理成本具有消极影响（陈立敏和布雪琳，2021）。该研究揭示了 CSR 披露对中国企业国际竞争力的全过程影响及作用机制，提供了有趣的见解。本文在该研究的理论见解基础上，从信息传播视角探讨 CSR 的跨国传播过程。

3. 研究假设

3.1 中国跨国公司 CSR 信息披露与海外子公司正当性缺失

跨国企业的组织能力和管理取向往往在东道国不太为人所知（Mukherjee et al.，2018），这导致海外子公司与利益相关者之间的信息不对称。然而，跨国企业可以通过传达代表能力的信息来缓解这种信息不对称，例如政府的出口补贴、国际认证等（Bagwell & Staiger，1989；Clougherty & Grajek，2008）。就社会和环境绩效而言，企业的 CSR 信息标志着其管理能力（Dhaliwal et al.，2011）、产品质量（Elfenbein et al.，2012）和可持续发展能力（Marano et al.，2017），因此，跨国公司可以通过 CSR 信息披露来传达未被观察到的组织质量，以缓解海外子公司面临的“局外人劣势”带来的正当性缺失。

尽管跨国企业的 CSR 实践可能因国家而异（Surroca et al.，2013），但由于以下两个原因，母公司的 CSR 信息仍然是东道国利益相关者对子公司 CSR 行为可靠的预测指标。首先，由于母公司和子公司之间的从属性和关联性，跨国公司内部存在着巨大的同构压力，以保持母子公司之间在战略和利益相关者导向上的一致性。其次，一个公司的社会和环境实践通常是在与利益相关者的长期互动中演变而来的，因此，经常被内化到企业的政策中，这些政策往往会在整个公司中持续存在。

在此基础上，我们认为存在一种跨国信息传播机制，即母公司的 CSR 信息披露有助于减少海外子公司与东道国利益相关者之间的信息不对称，降低海外子公司面临的“局外人劣势”，从而缓和海外子公司的正当性缺失。综上，本文提出如下假设：

H1: 中国跨国公司 CSR 信息披露与海外子公司正当性缺失负相关, 即中国跨国公司更好的 CSR 信息披露, 会缓和海外子公司面临的正当性缺失。

3.2 信息可信度的调节作用

由于母国和东道国之间的地理距离、语言差异、文化差异等因素, 跨国公司和东道国的利益相关者之间可能存在较为严重的信息不对称。本文基于信息传播视角, 引入信息可信度和信息关注度作为调节变量, 观察其边界效应。

Li 等 (2018) 通过对中国企业跨国并购的研究, 指出国有企业若聘请“四大”会计师事务所进行审计, 可以提高企业的透明度。审计师的主要职责是保证公司信息和公司报告的可信性, 审计人员的素质决定着公司信息披露的质量, 其中不仅包括财务信息的质量, 也包括 CSR 信息披露的质量 (Fernandez-Feijoo et al., 2018; Bradbury, 2022; 张多蕾等, 2022)。虽然更好的审计师可能不会要求更多的信息披露, 但他们可以确保所披露信息的可信性。因此, 本文选取是否聘请“四大”会计师事务所进行审计作为信息可信度的代理变量。

信息可信度作用于企业传递的“信号”, 即信息可信度可以让企业披露的 CSR 信息更加真实, 进而增强 CSR 信息披露对海外子公司正当性缺失的缓和作用。综上, 本文提出如下假设:

H2a: 信息可信度会正向调节中国跨国公司 CSR 信息披露与海外子公司正当性缺失之间的负相关关系。

3.3 信息关注度的调节作用

分析师在信息提炼、信息生产和信息传播的过程中全面介入 (潘越等, 2011)。在信息提炼的过程中, 证券分析师可以从冗长的公司年报中提取出关键信息, 并精炼成投资者易于理解的形式。在信息生产的过程中, 证券分析师可以通过多种渠道获得公司一手资料, 并形成高质量的研究报告。在信息传播的过程中, 证券分析师拥有丰富的信息传播渠道。Kim 和 Zhang (2016) 认为分析师对公司管理层的行为有着积极的监督作用。赵静等 (2018) 认为较多分析师关注代表较强的外部监管环境。对于证券分析师关注度较高的中国跨国公司, 在多重交织的信息渠道网络覆盖下, 包括 CSR 信息在内的各种信息都会被更全面、多角度的揭示和解读, 从而提高信息传播的效率和效果。

信息关注度作用于“跨国传播媒介”。即信息关注度可以使企业披露的 CSR 信息通过多种渠道更快速地传播, 进而增强 CSR 信息披露对海外子公司正当性缺失的缓和作用。综上, 本文提出如下假设:

H2b: 信息关注度会正向调节中国跨国公司 CSR 信息披露与海外子公司正当性缺失之间的负相关关系。

结合以上论述, 本文的模型框架如图 3 所示。

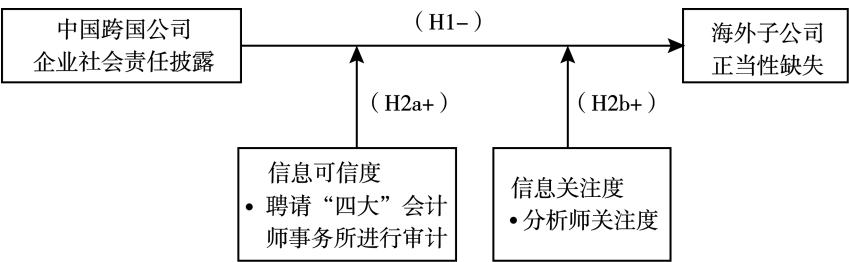


图 3 模型框架图

4. 研究设计

4.1 数据来源

本文选取我国沪深两市 A 股上市公司 2008—2019 年海外子公司作为研究对象。海外子公司数据来自对上市公司年报的手工搜集整理。跨国公司 CSR 信息披露数据来自中国研究数据服务平台（CNRDS）的环境、社会和治理数据库（Environmental Social and Governance Database，CESG）。企业透明度和其他相关数据来自 Wind 金融数据终端、国泰安数据库（CSMAR）和世界银行发展指标数据库。

本文对样本进行了如下筛选处理：（1）剔除海外子公司注册地在中国的样本（如中国港澳台地区）；（2）剔除海外子公司注册地在“避税天堂”的样本（如开曼群岛、百慕大）；（3）剔除 ST、* ST 和已退市公司；（4）剔除观察期内未披露 CSR 报告的样本。最终得到 443 家跨国公司在 89 个东道国或地区设立的 2688 家海外子公司作为研究对象，共计 10769 个观测值，表 1 为样本的描述性分析。

表 1 样本的描述性分析

东道国分布			行业分布		
国家/地区	数量/个	比例	行业	数量/个	比例
美国	2405	22.33%	制造业	6577	61.07%
澳大利亚	1305	12.12%	采矿业	778	7.22%
德国	640	5.94%	信息传输、软件和信息技术服务业	661	6.14%
日本	640	5.94%			
英国	524	4.87%	建筑业	494	4.59%
加拿大	353	3.28%	文化、体育和娱乐业	480	4.46%
印度尼西亚	347	3.22%	批发和零售业	439	4.08%

续表

东道国分布			行业分布		
国家/地区	数量/个	比例	行业	数量/个	比例
越南	323	3.00%	房地产业	380	3.53%
巴西	321	2.98%	交通运输、仓储和邮政业	334	3.10%
马来西亚	307	2.85%			
俄罗斯	295	2.74%	水利、环境和公共设施管理业	153	1.42%
法国	273	2.54%			
意大利	259	2.41%	电力、热力、燃气及水生产和供应业	146	1.36%
阿联酋	180	1.67%			
墨西哥	161	1.50%	科学研究和技术服务业	87	0.81%
西班牙	153	1.42%	农、林、牧、渔业	86	0.80%
新西兰	134	1.24%	租赁和商务服务业	64	0.59%
比利时	119	1.11%	卫生和社会工作	40	0.37%
老挝	103	0.96%	住宿和餐饮业	34	0.32%
其他	1927	17.89%	综合	16	0.15%
合计	10769	100.00%	合计	10769	100.00%

注：采用证监会行业分类标准。

4.2 变量设计

4.2.1 被解释变量

本文的被解释变量为海外子公司正当性缺失，海外子公司正当性缺失是一个非常抽象的概念，对它的直接测度比较困难，很多学者采用不同的客观指标测度正当性（Ruef & Scott, 1998; Tornikoski & Newbert, 2007; 杜运周和张玉利, 2012）。本文基于正当性相关研究将海外子公司的退出风险作为正当性缺失的代理变量。若海外子公司在东道国具有正当性，则有利于海外子公司在东道国与当地利益相关者开展合作，获取资源，从而增加企业的长期利益，提高企业的生存绩效。

因此，我们将海外子公司正当性缺失定义为海外子公司在 t 时点的生存风险率（Cens）。通常应具备两个变量：海外子公司生存状态和海外子公司生存持续时间。（1）海外子公司生存状态。若在 t 时点，海外子公司仍在经营，取值为 0，反之海外子公司终止清算、股份剥离等，则认为海外子公司退出市场，取值为 1。（2）海外子公司生存持续时间。海外子公司 i 从 2008 年（样本第一年）或进入国家 j 开始，到退出此市场或 2019 年（样本最后一年）所经历的时间。两个变量均来自企业年报。

4.2.2 解释变量

本文的解释变量为中国跨国公司的企业社会责任信息披露（CSR），来自中国研究数据服务平台（CNRDS）的环境、社会和治理数据库（Environmental Social and Governance Database, C ESG）。该数据库根据我国 CSR 所涉及的具体内容，包含 6 个方面的 CSR 信息，由 50 个细分指标构成，包含 42 个虚拟变量和 8 个连续变量，其中 6 个连续变量含有缺失值。为了使变量之间具有可比性，我们对指标进行了如下处理：（1）将 6 个含有缺失值的连续变量的缺失部分填充为 0；（2）为了减少异方差出现的概率，把“捐款总额”和“研发支出”两个连续变量进行取对数处理；（3）对 8 个连续变量进行离差标准化，使结果映射到 $[0, 1]$ 区间；（4）将细分指标根据 6 个方面进行整合，得到了 6 项不同方面的 CSR 指标，我们将每一项指标下细分指标的平均数作为该项指标的值。最后，我们将 6 项“优势”指标的平均数作为 CSR 的得分。

4.2.3 调节变量

（1）信息可信度。衡量信息可信度的调节变量为是否聘请“四大”会计师事务所进行审计（Big4），具体估计方法为如果中国跨国公司聘请“四大”会计师事务所进行审计，则具有较高的信息可信度，取值为 1，否则取值为 0（Li, 2018；赵奇伟和吴双，2019）。

（2）信息关注度。衡量信息关注度的调节变量为中国跨国公司被分析师关注度（Analyst），具体估计方法为在一年内，有多少个分析师（团队）对该公司进行过跟踪分析，一个团队数量为 1（林慧婷等，2016）。

4.2.4 控制变量

根据先前有关海外子公司的生存研究（衣长军等，2019；陈初昇等，2020）和现有理论，本文从国家和公司两个层面进行控制变量的选取。

国家层面包含东道国经济稳定性（Infla）、东道国战略资产水平（Hitec）和东道国是否“一带一路”沿线国家（Belt）。东道国经济稳定性用东道国该年的通货膨胀率来衡量；东道国战略资产水平使用东道国高科技产品的对数衡量；东道国若来自“一带一路”沿线国家，则东道国是“一带一路”沿线国家，变量取值为 1，否则取值为 0。数据来自世界银行发展指标数据库。

企业层面的控制变量包括企业规模（Size）、企业年龄（Age）、总资产收益率（ROA）、每股营业收入（Sale）、财务杠杆（DOLev）、经营杠杆（DFLev）、沉淀冗余资源（Srere）、劳动生产率（Labor）、研发强度（R&D）、企业所有制（State）、董事会规模（Dcount）和母公司持股比例（Share）。企业规模使用员工人数的对数进行衡量；企业年龄为观测年份与上市年份之差；总资产收益率使用息税前利润与资产总额的比例衡量；每股营业收入为营业收入本期值除以实收资本本期期末值；财务杠杆用（净利润+所得税费用+财务费用）/（净利润+所得税费用）进行衡量；经营杠杆用（净利润+所得税费用+财务费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产

摊销+长期待摊费用摊销) / (净利润+所得税费用+财务费用) 进行衡量；沉淀冗余资源使用 (管理费用+销售费用) / 营业收入进行衡量；劳动生产率使用营业收入除以员工人数的对数衡量；研发强度为无形资产占总资产的比例；盈利能力为企业的净资产收益率；若企业的实际控制人为国有性质，则企业所有制变量取值为 1，否则取值为 0；董事会规模用企业董事会人数取对数衡量；持股比例为直接持股比例和间接持股比例之和。此外，本文还控制了行业固定效应、省份固定效应和东道国固定效应。数据来自 CSMAR、Wind 和企业年报。表 2 为各个变量的说明。

表 2 变 量 说 明

变量类型	变 量 名 称	变量符号	数 据 来 源
解释变量	CSR 信息披露	CSR	中国研究数据服务平台
调节变量	信息可信度	Big4	国泰安数据库
	信息关注度	Analyst	国泰安数据库
控制变量	东道国经济稳定性	Infla	世界银行数据库
	东道国战略资产水平	Hitec	世界银行数据库
	东道国是否“一带一路”沿线国家	Belt	黄群慧 (2016)
	企业规模	Size	国泰安数据库
	企业年龄	Age	Wind 金融数据库
	总资产收益率	ROA	国泰安数据库
	每股营业收入	Sale	国泰安数据库
	财务杠杆	DOLev	国泰安数据库
	经营杠杆	DFLev	国泰安数据库
	沉淀冗余资源	Srere	国泰安数据库
	劳动生产率	Labor	国泰安数据库
	研发强度	R&D	国泰安数据库
	企业所有制	State	国泰安数据库
	董事会规模	Dcount	国泰安数据库
	持股比例	Share	企业年报

4.2.5 模型的设定

本文采用 Cox 比例风险模型来探究中国跨国公司 CSR 披露能否缓和海外子公司面临的正当性缺失。Cox 比例风险模型相较于传统的回归模型更适于本文的研究，其原因在于：(1) 该模型允许自变量随时间变化，而不是假设它们是常量。(2) 传统的回归模型假设为正态分布，而海外子公司退出等事件不一定符合正态分布。

在生存分析方法中，Cox 比例风险模型属于半参数模型。它通过设定个体生存与死亡结果以及生

存持续时间来建立二者随相关影响因素变动的回归模型，从而分析出在某个时间点上的死亡风险率和发生死亡状态的可能性大小，并寻找对个体生存率产生重要影响的关键因素，且对于有无删失的生存数据分析均适用。

假设海外子公司已存活到时刻 t ，则海外子公司在 $[t, t + \Delta t]$ 期间（ $\Delta t > 0$ ）死亡的概率为：

$$(t \leq T \leq t + \Delta t | T \geq t) = \frac{P(t \leq T \leq t + \Delta t)}{P(T \geq t)} = \frac{F(t + \Delta t) - F(t)}{S(t)} \quad (1)$$

海外子公司在 t 时刻的风险率为：

$$\lambda(t, X_{(t)}) = \lambda_0(t) e^{\beta X_{(t)}} \quad (2)$$

公式（2）中， $\lambda_0(t)$ 为基准的死亡风险率， β 为待估系数， $X_{(t)}$ 为影响海外子公司死亡的因素。

在 Cox 比例风险模型的使用实践中， $X_{(t)}$ 数据总是离散的，因此需要把单一的记录分为几条记录，分别对应于几个时间段，使得每个时间段内的解释变量均为常数，据此建立如下模型：

$$\ln[h_v(t, X)] = \alpha X + \lambda_t + u \quad (3)$$

公式（3）中， α 为各变量的系数， X 为样本死亡风险率的解释变量， λ_t 为基准风险函数， u 为误差项。风险比率的计算方法为各变量系数的指数形式 e^α 。若解释变量 X 的风险比率大于 1（ $\alpha > 0$ ），则说明 X 与海外子公司死亡风险率正相关，反之则负相关（Cox，1972）。

5. 实证结果与分析

5.1 描述性统计与相关性分析

表 3 是对变量的描述性统计，由于部分变量的指标存在缺失，其观测值会略小于基础观测样本数量。在 Cox 比例风险模型的回归分析中会自动删除这些缺失值，其不影响本文的主要回归结果。各变量的 VIF 值均小于 5，表明变量间的关系没有受到多重共线性问题的干扰。表 4 为各变量的相关系数表，各变量之间的相关系数均小于 0.5，表明变量间的相关性较低。

表 3 变量数据的描述性统计

变量	<i>N</i>	平均值	标准差	最小值	最大值	VIF 值
CSR	9758	0.45	0.14	0.09	0.84	1.43
Big4	10723	0.23	0.42	0	1	1.40
Analyst	10769	16.87	13.07	0	75	1.62
Infla	10739	3.71	5.15	-27.63	350	1.07
Hitec	10650	21.65	3.34	10.24	26.23	1.19
Belt	10769	0.24	0.43	0	1	1.13

续表

变量	N	平均值	标准差	最小值	最大值	VIF 值
Size	10769	9.35	1.27	0	13.22	2.03
Age	10769	13.38	6.68	0	30	1.31
ROA	10769	0.06	0.06	-0.67	0.50	1.48
Sale	10769	12.91	15.18	0.06	144.06	1.50
DOLev	10225	1.51	2.17	-7.65	79.09	1.09
DFLev	10225	1.61	1.50	0	49.95	1.17
Srere	10769	0.14	0.11	0.01	0.93	1.43
Labor	10768	14.13	0.83	11.57	18.40	1.60
R&D	10769	0.05	0.06	0	0.45	1.21
State	10507	0.15	0.35	0	1	1.09
Dcount	10769	8.93	1.99	0	18	1.04
Share	10384	88.06	22.04	0	100	1.05

表 4 各变量的相关系数矩阵

变量	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
CSR	1																	
Big4	0.31	1																
Analyst	0.21	0.24	1															
Infla	0.07	-0.01	0.03	1														
Hitec	-0.12	0.07	0.02	-0.23	1													
Belt	0.03	0.00	0.02	0.13	-0.30	1												
Size	0.42	0.36	0.32	0.02	-0.05	0.06	1											
Age	0.28	0.08	-0.11	0.04	-0.02	0.01	0.22	1										
ROA	-0.05	0.09	0.43	0.02	0.01	0.07	-0.03	-0.20	1									
Sale	0.22	0.09	0.05	0.05	-0.05	0.05	0.35	0.34	-0.05	1								
DOLev	0.03	-0.07	-0.09	-0.02	-0.01	-0.01	0.05	0.07	-0.19	-0.01	1							
DFLev	0.10	0.07	-0.08	-0.01	-0.01	-0.01	0.13	0.10	-0.32	-0.03	0.16	1						
Srere	-0.11	0.04	0.06	-0.03	0.14	-0.09	-0.25	-0.12	0.10	-0.29	-0.03	-0.02	1					
Labor	0.09	0.16	0.09	-0.03	-0.01	0.03	-0.07	0.17	-0.03	0.33	-0.02	-0.06	-0.35	1				
R&D	0.19	-0.01	-0.07	0.01	0.01	-0.08	0.17	0.20	-0.07	0.18	0.16	0.06	-0.03	-0.11	1			
State	0.08	0.17	0.02	-0.01	0.01	0.00	0.00	0.05	0.01	0.01	-0.01	0.02	-0.13	0.14	-0.12	1		
Dcount	0.14	0.04	0.05	0.00	-0.01	0.02	0.12	0.10	-0.04	0.01	0.09	0.05	-0.01	0.02	0.05	0.03	1	
Share	-0.04	-0.07	0.04	-0.01	0.02	-0.04	-0.07	-0.08	0.09	-0.06	-0.03	-0.11	0.05	-0.06	-0.14	0.01	-0.01	1

5.2 非参数分析

表 5 为中国跨国公司海外子公司生存年限统计。由表 5 可知，中国跨国公司海外子公司的平均生存年限仅为 3.58 年，远低于国内企业 7~8 年的平均生存年限。在 2688 家海外子公司中，生存时间仅为 1 年的占比高达 24.96%，40.35%的海外子公司生存年限不足 3 年，生存年限超过 10 年的海外子公司仅占 4.17%，这些数据进一步验证了中国跨国公司海外子公司在东道国面临正当性的缺失。

表 5 中国跨国公司海外子公司生存年限统计

生存时间	海外子公司数目	比重	生存时间	海外子公司数目	比重
1 年及以上	2688	24.96%	1 年	574	21.35%
2 年及以上	2114	19.63%	2 年	492	18.30%
3 年及以上	1622	15.06%	3 年	381	14.17%
4 年及以上	1241	11.52%	4 年	308	11.46%
5 年及以上	933	8.66%	5 年	296	11.01%
6 年及以上	637	5.92%	6 年	176	6.55%
7 年及以上	461	4.28%	7 年	112	4.17%
8 年及以上	349	3.24%	8 年	74	2.75%
9 年及以上	275	2.55%	9 年	77	2.86%
10 年及以上	198	1.84%	10 年	53	1.97%
11 年及以上	145	1.35%	11 年	39	1.45%
12 年及以上	106	0.98%	12 年	106	3.94%
总计	10769	100.00%	总计	2688	100.00%

表 6 列出了 2008—2019 年（共 12 年）观测期内中国跨国公司海外子公司的生存数目和退出数目，并由此计算出的 K-M 估计量。图 4 为中国跨国公司海外子公司 K-M 生存函数图。由表 6 和图 4 可以得出，中国跨国公司海外子公司存活率逐年下降，其中 2009 年下降最多，为 0.0749；其次是 2012 年、2017 年，分别下降了 0.0706、0.0503；其余年限的下降幅度均在 0.05 以内。

表 6 中国跨国公司海外子公司的 K-M 估计量

生存时间（年）	海外子公司数目（家）	退出数目（家）	K-M 估计量
1	2688	573	0.9375
2	2115	493	0.8626
3	1622	380	0.8147
4	1242	309	0.7662

续表

生存时间（年）	海外子公司数目（家）	退出数目（家）	K-M 估计量
5	933	296	0.6956
6	637	175	0.6497
7	462	112	0.6005
8	350	75	0.5593
9	275	77	0.5247
10	198	53	0.4744
11	145	39	0.4351
12	106	106	0.4351

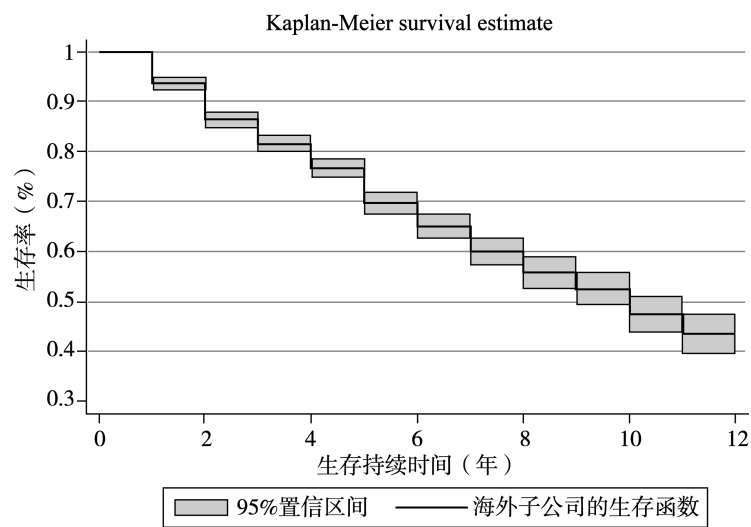


图 4 中国跨国公司海外子公司 K-M 生存函数图

5.3 主效应回归分析

Cox 比例风险模型对基线假设回归结果如表 7 所示。模型 1 是基线模型。模型 2 加入 CSR 信息披露（CSR）变量来检验假设 H1。CSR 信息披露变量的系数为-0.856，风险比率则为 0.425，在 5%的水平上显著，说明中国跨国公司 CSR 披露负向影响海外子公司退出风险，假设 H1 得到验证。

表 7 中国跨国公司 CSR 对海外子公司生存的影响

变量	模型 1		模型 2	
	系数	风险比率	系数	风险比率
Infla	-0.0002 (-0.04)	1.000	-0.001 (-0.16)	0.999

续表

变量	模型 1		模型 2	
	系数	风险比率	系数	风险比率
Hitec	0.039 (1.38)	1.040	0.039 (1.33)	1.040
Belt	0.008 (0.01)	1.008	0.016 (0.02)	1.016
Size	0.201*** (4.31)	1.222***	0.203*** (3.88)	1.225***
Age	-0.005 (-0.54)	0.995	-0.014 (-1.54)	0.986
ROA	-1.434 (-1.23)	0.238	-1.672 (-1.41)	0.188
Sale	0.010** (2.41)	1.010**	0.013*** (3.14)	1.013***
DOLev	0.015 (0.9)	1.016	0.014 (0.76)	1.014
DFLev	-0.302*** (-3.30)	0.740***	-0.319*** (-3.24)	0.727***
Srere	-0.473 (-0.78)	0.623	-0.298 (-0.46)	0.742
Labor	0.095 (1.19)	1.010	0.04 (0.47)	1.040
R&D	1.027 (1.06)	2.792	2.736** (2.56)	15.420**
State	0.242* (1.89)	1.274*	0.283** (2.15)	1.326**
Dcount	-0.002 (-0.07)	0.998	-0.007 (-0.28)	0.993
Share	-0.004* (-1.88)	0.996*	-0.003 (-1.54)	0.997
CSR			-0.856** (-2.13)	0.425**

续表

变量	模型 1		模型 2	
	系数	风险比率	系数	风险比率
行业	控制	控制	控制	控制
东道国	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	9495		8581	
Log likelihood	3916. 626		-3772. 733	
LR χ^2	391. 70		380. 68	

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%的置信水平上显著，括号内为 *Z* 值。

5.4 调节效应回归分析

Cox 比例风险模型对调节效应的回归结果如表 8 所示。模型 1 检验信息可信度的调节作用 (H2a)，模型 2 检验信息关注度的调节作用 (H2b)。

表 8 信息可信度和信息关注度的调节作用

变量	模型 1		模型 2	
	系数	风险比率	系数	风险比率
Infla	-0. 002 (-0. 19)	0. 998	-0. 001 (-0. 08)	0. 999
Hitec	0. 044 (1. 45)	1. 045	0. 039 (1. 30)	1. 039
Belt	0. 014 (0. 01)	1. 014	-0. 002 (-0. 00)	0. 998
Size	0. 220 *** (3. 95)	1. 246 ***	0. 199 *** (3. 66)	1. 220 ***
Age	-0. 011 (-1. 22)	0. 989	-0. 013 (-1. 43)	0. 987
ROA	-1. 576 (-1. 33)	0. 207	-1. 979 (-1. 52)	0. 138

续表

变量	模型 1		模型 2	
	系数	风险比率	系数	风险比率
Sale	0.014 *** (3.16)	1.014 ***	0.014 *** (3.27)	1.014 ***
DOLev	0.014 (0.77)	1.015	0.015 (0.8)	1.015
DFLev	-0.328 *** (-3.29)	0.721 ***	-0.331 *** (-3.30)	0.718 ***
Srere	-0.075 (-0.11)	0.928	-0.292 (-0.45)	0.747
Labor	0.053 (0.61)	1.054	0.041 (0.47)	1.042
R&D	2.370 ** (2.18)	10.694 **	2.594 ** (2.44)	13.379 **
State	0.272 ** (2.01)	1.313 **	0.281 ** (2.14)	1.325 **
Dcount	-0.003 (-0.14)	0.997	-0.005 (-0.20)	0.995
Share	-0.003 * (-1.73)	0.997 *	-0.003 (-1.48)	0.997
CSR	0.025 (0.05)	1.025	-0.034 (-0.06)	0.967
Big4	0.980 *** (2.68)	2.664 ***		
CSR×Big4	-2.244 *** (-2.99)	0.106 ***		
Analyst			0.020 * (1.73)	1.021 *
CSR×Analyst			-0.044 * (-1.80)	0.957 *
行业	控制	控制	控制	控制

续表

变量	模型 1		模型 2	
	系数	风险比率	系数	风险比率
东道国	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	8561		8581	
Log likelihood	-3744.336		-3771.066	
LR χ^2	388.32		384.01	

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%的置信水平上显著，括号内为 *Z* 值。

模型 1 加入 CSR 信息披露 (CSR) 和是否聘请“四大”会计师事务所进行审计的交互项 (CSR×Big4)。交互项的系数为-2.244，在 1%的水平上显著。这表示信息可信度会正向调节中国跨国公司 CSR 信息披露与海外子公司退出风险之间的负相关关系。假设 H2a 得到验证。

模型 2 加入 CSR 信息披露 (CSR) 和分析师关注度的交互项 (CSR×Analyst)。交互项的系数为-0.044，在 10%的水平上显著。这表示信息关注度会正向调节中国跨国公司 CSR 信息披露与海外子公司退出风险之间的负相关关系。假设 H2b 得到验证。

5.5 稳健性检验

(1) 替换回归模型。在本文研究中，因变量海外子公司生存是一个二元变量，本文通过构建二元 Logit 模型和 Probit 来分析快速国际化战略与海外子公司生存间关系，回归结果稳健（详见附录表 1）。

(2) 替换核心自变量。在本文核心自变量 CSR 信息披露 (CSR) 的处理过程中，将第一步“连续变量的缺失部分填充为 0”替换为“删除含有缺失值的连续变量”，其余处理不变，回归结果稳健（详见附录表 2）。

(3) 替换调节变量。在本文调节变量信息可信度的处理过程中，将“是否聘请‘四大’会计师事务所进行审计” (Big4) 替换为“可靠性保证” (Assur)。即 CSR 报告的可靠性保证，有则为 1，没有则为 0，结果稳健（详见附录表 3）。

(4) 替换样本为“一带一路”沿线国家样本。附录表 4 模型 1 至模型 3 为替换样本后的主效应和调节效应的回归结果，结论与前文基本一致（详见附录表 4）。

(5) 替换控制变量。使用净资产收益率 (ROE) 替换总资产收益率 (ROA) 进行回归，回归结果与前文基本一致，说明本文的实证结果具有稳健性（详见附录表 5）。

5.6 内生性检验——IV Probit 检验

本文研究 CSR 信息披露对海外子公司正当性的影响，虽然本文尽可能地在计量经济模型中控制公

司和国家层面其他变量的影响，但仍然可能存在一些未被考虑的遗漏变量导致估计结果出现偏差。

本文使用跨国公司在同行业中的平均 CSR 信息披露（MICSＲ）和同省级行政区平均 CSR 信息披露（MPCSR）作为工具变量，以缓解未观察到的遗漏变量偏差导致的内生性问题。一方面，MICSＲ和 MPCSR 受行业和地域特征影响，对海外子公司生存没有直接影响，满足了 IV 的外生假设。另一方面，企业的 CSR 信息披露会受行业同伴效应和地理同伴效应的影响（Liu & Wu, 2016; Gupta et al., 2021）。本文的工具变量 MICSＲ和 MPCSR 与自变量 CSR 信息披露（CSR）之间的相关系数分别为 0.526 和 0.532，同时与因变量海外子公司生存（XN）之间的相关系数分别为 0.022 和 0.016，完全满足了工具变量的相关假设。

本文使用 IV Probit 模型进行内生性检验。结果如表 9 所示。表 9 中模型 1 为工具变量行业平均 CSR 信息披露（MICSＲ）对自变量 CSR 信息披露（CSR）的回归，结果显示行业平均 CSR 信息披露（MICSＲ）的系数在 1% 的水平上显著为正。模型 2 是在控制内生性的基础上用自变量 CSR 信息披露（CSR）对海外子公司生存再次进行回归，结果显示 CSR 信息披露（CSR）的系数在 1% 的水平上显著为正，表明 CSR 信息披露会降低海外子公司的死亡风险率。模型 3 至模型 4 为采用省级行政区平均 CSR 信息披露（MPCSR）作为工具变量的内生性检验。使用 IV Probit 的内生性检验结果与前文保持一致，本研究结果较为稳健。

表 9 IV Probit 检验的回归结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	CSR	XN	CSR	XN
Infla	-0.000 (-0.30)	-0.001 (-0.23)	0.000 (0.00)	-0.001 (-0.20)
Hitec	-0.002 *** (-2.57)	0.007 (0.43)	-0.003 *** (-4.33)	0.013 (0.85)
Belt	-0.072 *** (-3.74)	-0.085 (-0.17)	-0.058 *** (-3.02)	-0.068 (-0.14)
Size	0.047 *** (40.14)	0.171 *** (5.29)	0.048 *** (41.17)	0.147 *** (4.58)
Age	-0.001 *** (-3.53)	-0.009 ** (-1.98)	-0.001 *** (-3.85)	-0.010 *** (-2.16)
ROA	-0.023 (-0.87)	-0.738 (-1.26)	0.007 (0.26)	-0.725 (-1.24)
Sale	-0.001 *** (-5.55)	0.007 *** (3.00)	-0.001 *** (-6.27)	0.007 *** (3.16)
DOLev	-0.001 * (-1.96)	0.001 (0.09)	-0.000 (-0.74)	0.003 (0.24)

续表

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	CSR	XN	CSR	XN
DFLev	0.006 ^{***} (5.73)	-0.105 ^{***} (-3.04)	0.007 ^{***} (7.03)	-0.112 ^{***} (-3.22)
Srere	0.153 ^{***} (10.4)	0.277 (0.83)	0.142 ^{***} (9.69)	0.180 (0.54)
Labor	0.019 ^{***} (9.98)	0.065 (1.47)	0.016 ^{***} (8.35)	0.049 (1.12)
R&D	0.253 ^{**} (8.51)	2.167 ^{***} (3.67)	0.270 ^{***} (9.14)	1.933 ^{***} (3.30)
State	0.041 ^{***} (12.29)	0.197 ^{***} (2.80)	0.041 ^{***} (12.47)	0.177 ^{**} (2.52)
Dcount	0.007 ^{***} (10.50)	0.003 (0.23)	0.006 ^{***} (10.19)	0.002 (0.16)
Share	-0.000 (-1.01)	-0.002 (-1.51)	-0.000 (-0.18)	-0.002 (-1.6)
MICSR	0.999 ^{***} (48.05)			
MPCSR			0.988 ^{***} (49.29)	
CSR		-2.089 ^{***} (-4.75)		-1.581 ^{***} (-3.56)
Cons.	-0.783 ^{***} (-18.90)	-3.121 ^{***} (-3.36)		-2.937 ^{***} (-3.18)
行业	控制	控制	控制	控制
东道国	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制
N	8024	8024	8024	8024
Wald	300.29 ^{***}		292.66 ^{***}	

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%的置信水平上显著，括号内为 Z 值。

5.7 进一步研究——目标企业与龙头企业的竞争效应

陆蓉等（2017）认为行业龙头企业会受到更多关注且对同行其他企业产生影响。为了验证上述效应是否存在，本文构建 CSR 大于龙头企业（HCSR）变量。测量方法为分行业求出龙头企业（即目标年份同行业内营业收入最高企业）的 CSR，当目标跨国公司的 CSR 大于龙头企业时取值为 1，否则为 0。行业数据来自 Wind 数据库。

表 10 中模型 1 为在基线模型中加入 CSR 大于龙头企业（HCSR）和 CSR 的交互项。交互项回归系数为-2.482，在 10%的水平上显著。这表示 CSR 大于龙头企业会增强中国跨国公司 CSR 披露对海外子公司正当性缺失的缓和作用。说明目标企业与龙头企业之间存在竞争效应，当目标企业 CSR 比龙头企业更强时，可以使东道国的利益相关者更有信心，从而使 CSR 更有效地发挥作用，以缓和海外子公司面临的正当性缺失，降低退出风险。

表 10 目标企业与龙头企业的竞争效应

变量	模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	风险比率	系数	风险比率	系数	风险比率
Infla	0.000 (0.01)	1.000	0.001 (0.06)	1.001	0.000 (0.05)	0.000
Hitec	0.042 (1.40)	1.043	0.049 (1.62)	1.050	0.043 (1.43)	0.043
Belt	-0.020 (-0.02)	0.981	-0.043 (-0.04)	0.958	-0.016 (-0.01)	-0.016
Size	0.205 *** (3.94)	1.227 ***	0.206 *** (3.69)	1.228 ***	0.201 *** (3.70)	0.201 ***
Age	-0.013 (-1.50)	0.987	-0.011 (-1.28)	0.989	-0.013 (-1.47)	-0.013
ROA	-1.824 (-1.53)	0.161	-1.693 (-1.42)	0.184	-1.962 (-1.52)	-1.962
Sale	0.013 *** (3.18)	1.014 ***	0.014 *** (3.17)	1.014 ***	0.014 *** (3.19)	0.014 ***
DOLev	0.013 (0.71)	1.013	0.014 (0.75)	1.014	0.013 (0.71)	0.013
DFLev	-0.330 *** (-3.37)	0.719 ***	-0.334 *** (-3.38)	0.716 ***	-0.331 *** (-3.38)	-0.331 ***

续表

变量	模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	风险比率	系数	风险比率	系数	风险比率
Srere	-0.185 (-0.29)	0.831	-0.193 (-0.29)	0.824	-0.196 (-0.30)	-0.196
Labor	0.040 (0.48)	1.041	0.042 (0.48)	1.043	0.036 (0.42)	0.036
R&D	2.440 ** (2.27)	11.469 **	2.589 ** (2.40)	13.317 **	2.460 ** (2.29)	2.460 **
State	0.316 ** (2.40)	1.372 **	0.311 ** (2.30)	1.364 **	0.317 ** (2.41)	0.317 **
Dcount	0.000 (-0.01)	1.000	0.001 (0.04)	1.001	0.001 (0.04)	0.001
Share	-0.003 (-1.61)	0.997	-0.003 * (-1.66)	0.997 *	-0.003 (-1.61)	-0.003
CSR	-0.376 (-0.88)	0.687	-0.414 (-0.96)	0.661	-0.403 (-0.94)	-0.403
HCSR	0.871 (1.020)	2.390	0.008 (0.01)	1.009	0.656 (0.69)	0.656
HCSR×CSR	-2.482 * (-1.69)	0.084 *	-0.293 (-0.15)	0.746	-1.816 (-0.98)	-1.816
Big4			0.033 (0.24)	1.033		
HCSR×CSR×Big4			-1.370 * (-1.90)	0.254 *		
Analyst					0.002 (0.38)	0.002
HCSR×CSR×Analyst					-0.014 (-0.62)	-0.014
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
东道国	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	8581		8561		8581	
Log likelihood	-3766.725		-3741.248		-3766.499	
LR χ^2	392.70		394.50		393.15	

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%的置信水平上显著，括号内为 Z 值。

模型 2 和模型 3 进一步探究信息可信度和信息关注度对该效应的调节作用。信息可信度与该效应的交互项系数为-1.370，在 10%的水平上显著。表明信息可信度会正向调节上述竞争效应，即中国跨国公司聘请“四大”会计师事务所进行审计会强化 CSR 大于龙头企业（HCSR）对主效应的正向调节作用。说明信息可信度会增强竞争效应，即当企业信息更加可信的时候，目标企业拥有比行业龙头企业更高的 CSR 会进一步增加东道国的利益相关者的信心，从而对缓和目标公司正当性缺失起到更好的作用。

信息关注度与该效应的交互项不显著，说明信息关注度对竞争效应未起到调节作用。其原因可能为信息关注度通过丰富信息传播媒介从而拓展信息传播渠道来保障信息传播，而当东道国利益相关者将目标企业 CSR 与行业龙头企业的 CSR 进行比较时，已经获得了目标公司的信息，此时东道国的利益相关者会更在意信息的可信度。

6. 结论与讨论

6.1 研究结论

中国跨国公司 CSR 信息披露与海外子公司正当性缺失负相关。即中国跨国公司更好的 CSR 信息披露，会缓和海外子公司面临的正当性缺失；信息可信度和信息关注度会正向调节中国跨国公司 CSR 信息披露与海外子公司正当性缺失之间的负相关关系。

通过进一步探究同行业中目标企业与龙头企业之间的互动，本文发现披露比行业龙头企业更强的 CSR 信息会进一步缓和海外子公司面临的正当性缺失，即表示在同行业中，龙头企业和目标企业具有“竞争效应”，且此关系仍然受到信息可信度的调节作用。

6.2 理论贡献

首先，本文聚焦于中国跨国公司 CSR 信息如何外溢到东道国，缓和海外子公司正当性缺失的问题，不仅拓展了 CSR 的研究范围，也是对“母公司—子公司”外溢机制研究文献的重要补充；其次，本文基于利益相关者理论和制度理论，分析了中国跨国公司 CSR 信息如何影响东道国的利益相关者，从而缓和海外子公司在东道国面临的正当性的缺失，拓展了利益相关者理论和制度理论的相关研究；再次，本文基于信息传播视角，引入信息可信度和信息关注度，对中国跨国公司 CSR 信息的跨国外溢过程进行机制分析，在一定程度上弥补了 CSR 信息跨国外溢的研究空白，并对现有研究进行了重要的视角创新；最后，本文进一步探讨了中国跨国公司 CSR 信息影响海外子公司正当性的更多样化的途径，从不同的方面精炼完善了该机制，有利于未来研究的发展。

6.3 管理启示

首先,本研究选取中国沪深两市 2008—2019 年全行业的上市公司的海外子公司作为研究对象进行分析,其实证结果和研究结论更具普适性,为企业制定和实施包括 CSR 在内的国际化非市场战略提供更好的指导。其次,本文厘清了 CSR 信息的跨国外溢机制,并进行了进一步的精炼,有助于为中国跨国公司何时及进行多大强度的 CSR 披露以降低跨国经营风险,保障海外子公司长期生存提供精细化的指导意见。

6.4 局限性与研究展望

第一,本文使用海外子公司退出风险作为正当性缺失的代理变量。该代理变量仅能体现海外子公司在东道国面临的外部正当性缺失,无法准确测度出其他层面的正当性缺失。对该指标的进一步测度具有重要的研究和应用价值。

第二,本文只考虑了跨国信息传播机制的前半段,即中国跨国公司如何披露更可信的 CSR 信息以及 CSR 信息在传播的过程中如何被增强。然而 CSR 信息如何被东道国利益相关者甄别和接收也是一个重要的问题,囿于数据可得性,本文没有对其进行讨论,未来的研究可以对该问题进行进一步的探索。

第三,本文仅考虑一般的 CSR 信息披露。然而,“瑞幸咖啡”“新疆棉”等“大事件”通常会受到网络媒体的大量报导,例如:在“河南洪水灾情”中,“鸿星尔克”宣布捐赠 5000 万元物资,在受到中国媒体和网民的热议同时,也被外国媒体广泛报导。未来可以探索企业的 CSR 信息是否通过“大事件”进行放大,从而取得更好的效果。

◎ 参考文献

- [1] 陈初昇,燕晓娟,衣长军,等. 国际化速度、营商环境距离与海外子公司生存 [J]. 世界经济研究, 2020 (9).
- [2] 陈立敏,布雪琳. 社会责任披露能否提升国际化企业绩效? [J]. 管理学报, 2021, 34 (3).
- [3] 陈立敏,刘静雅,张世蕾. 模仿同构对企业国际化—绩效关系的影响——基于制度理论正当性视角的实证研究 [J]. 中国工业经济, 2016 (9).
- [4] 杜运周,张玉利. 互动导向与新企业绩效:组织合法性中介作用 [J]. 管理科学, 2012, 25 (4).
- [5] 林慧婷,何玉润,王茂林,等. 媒体报道与企业资本结构动态调整 [J]. 会计研究, 2016 (9).
- [6] 陆蓉,王策,邓鸣茂. 我国上市公司资本结构“同群效应”研究 [J]. 经济管理, 2017, 39 (1).
- [7] 潘越,戴亦一,魏诗琪. 机构投资者与上市公司“合谋”了吗:基于高管非自愿变更与继任选择事件的分析 [J]. 南开管理评论, 2011, 14 (2).

- [8] 石军伟, 胡立君, 付海艳. 企业社会责任、社会资本与组织竞争优势: 一个战略互动视角——基于中国转型期经验的实证研究 [J]. 中国工业经济, 2009 (11).
- [9] 王碧珺, 衷子雅. 中国企业海外子公司的绩效表现及其差异分析 [J]. 经济管理, 2021, 43 (1).
- [10] 衣长军, 刘晓丹, 王玉敏, 黄健. 制度距离与中国企业海外子公司生存——所有制与国际化经验的调节视角 [J]. 国际贸易问题, 2019 (9).
- [11] 张多蕾, 赵深圳. 企业社会责任、财务重述与融资约束 [J]. 商业研究, 2022 (6).
- [12] 赵静, 黄敬昌, 刘峰. 高铁开通与股价崩盘风险 [J]. 管理世界, 2018, 34 (1).
- [13] 赵奇伟, 吴双. 企业政治关联、不透明度与跨国并购绩效——基于投资者视角的微观证据 [J]. 国际贸易问题, 2019 (3).
- [14] Bagwell, K. , Staiger, R. The role of export subsidies when product quality is unknown [J]. Journal of International Economics, 1989, 27 (1-2).
- [15] Bradbury, M. , Jia, J. , Li, Z. Corporate social responsibility committees and the use of corporate social responsibility assurance services [J]. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 2022, 18 (2).
- [16] Campbell, J. L. Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility [J]. Academy of Management Review, 2007, 32 (3).
- [17] Charpin, R. , Powell, E. E. , Roth, A. V. The influence of perceived host country political risk on foreign subunits' supplier development strategies [J]. Journal of Operations Management, 2020, 67 (3).
- [18] Cheng, B. , Ioannou, I. , Serafeim, G. Corporate social responsibility and access to finance [J]. Strategic Management Journal, 2014, 35 (1).
- [19] Chernev, A. , Blair, S. Doing well by doing good: The benevolent halo of corporate social responsibility [J]. Journal of Consumer Research, 2015, 41 (6).
- [20] Chiu, S. C. , Sharfman, M. Legitimacy, visibility, and the antecedents of corporate social performance: An investigation of the instrumental perspective [J]. Journal of Management, 2011, 37 (6).
- [21] Clougherty, J. A. , Grajek, M. The impact of ISO 9000 diffusion on trade and FDI: A new institutional analysis [J]. Journal of International Business Studies, 2008, 39 (4).
- [22] Cox, D. R. Regression methods and life tables [J]. JR Stat Soc, 1972 (34).
- [23] Dhaliwal, D. S. , Li, O. Z. , Tsang, A. et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting [J]. Accounting Review, 2011, 86 (1).
- [24] Drori, I. , Honig, B. A process model of internal and external legitimacy [J]. Organization Studies, 2013, 34 (3).
- [25] Elfenbein, D. W. , Fisman, R. , Mcmanus, B. Charity as a substitute for reputation: Evidence

- from an online marketplace [J]. *Review of Economic Studies*, 2012, 79 (4).
- [26] Fernandez-Feijoo, B. Romero, S. Ruiz, S. Financial auditor and sustainability reporting: Does it matter? [J]. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 2018, 25 (3).
- [27] Gottschalk, P. *Fraud examiners in white-collar crime investigations* [M]. CRC Press, 2016.
- [28] Gupta, A. , Fung, A. , Murphy, C. Out of character: CEO political ideology, peer influence, and adoption of CSR executive position by Fortune 500 firms [J]. *Strategic Management Journal*, 2021, 42 (3).
- [29] Hawn, O. How media coverage of corporate social responsibility and irresponsibility influences cross order acquisitions [J]. *Strategic Management Journal*, 2020, 42 (1).
- [30] Johanson, J. , Vahlne, J. E. The Uppsala internationalization process model revisited: From liability of foreignness to liability of outsidership [J]. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40 (9).
- [31] Kim, J. , Zhang, L. Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm level evidence [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33 (1).
- [32] Li, J. , Li, P. , Wang, B. The liability of opaqueness: State ownership and the likelihood of deal completion in international acquisitions by Chinese firms [J]. *Strategic Management Journal*, 2018, 40 (2).
- [33] Li, J. J. The formation of managerial networks of foreign firms in China: The effects of strategic orientations [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2005, 22 (4).
- [34] Liu, S. , Wu, D. Competing by conducting good deeds: The peer effect of corporate social responsibility [J]. *Finance Research Letters*, 2016 (16).
- [35] Mackey, A. , Mackey, T. B. , Barney, J. B. Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies [J]. *Academy of Management Review*, 2007 (32).
- [36] Marano, V. , Tashman, P. , Kostova, T. Escaping the iron cage: Liabilities of origin and CSR reporting of emerging market multinational enterprises [J]. *Journal of International Business Studies*, 2017, 48 (3).
- [37] Mithani, M. A. Liability of foreignness, natural disasters, and corporate philanthropy [J]. *Journal of International Business Studies*, 2017 (8).
- [38] Mukherjee, D. , Makarius, E. E. , Stevens, C. E. Business group reputation and affiliates' internationalization strategies [J]. *Journal of World Business*, 2018, 53 (2).
- [39] Ruef, M. , Scott, W. R. A multidimensional model of organizational legitimacy: Hospital survival in changing institutional environments [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1998, 43 (4).
- [40] Spence, M. Job market signaling [J]. *Journal of Political Economics*, 1973, 87 (3).
- [41] Suchman, M. C. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches [J]. *Academy of Management Review*, 1995, 20 (3).
- [42] Surroca, J. , Tribo, J. , Zahra, S. Stakeholder pressure on MNEs and the transfer of socially

irresponsible practices to subsidiaries [J]. Academy of Management Journal, 2013 (56).
[43] Tornikoski, E. T. , Newbert, S. L. Exploring the determinants of organizational emergence: A legitimacy perspective [J]. Journal of Business Venturing, 2007, 22 (2).

Can CSR Information Disclosure by Chinese MNEs
Alleviate the Lack of Legitimacy of Overseas Subsidiaries?
—A Study Based on the Perspective of Information Dissemination

Zhao Qiwei¹ Yu Yan² Zhang Nan³

(1, 2 School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan, 430072;

3 College of Innovation and Entrepreneurship, South-Central Minzu University, Wuhan, 430074)

Abstract: The mismatch between the multinational performance of Chinese firms and their rapid internationalization has been attributed to the lack of legitimacy faced by overseas subsidiaries in host countries. Corporate social responsibility (CSR) disclosure can give domestic firms legitimacy by reducing information asymmetry, yet whether such a mechanism has cross-country spillover effects between parent and subsidiary firms is an important but unattended question. Considering the complexity of information dissemination across borders, this paper explores the issue through the lens of information dissemination and analyses the boundary effects of information credibility and information concern. Based on panel data of A-share MNCs from 2008-2019, a COX proportional risk model is used to test the issue empirically. It is found that CSR disclosure by Chinese MNCs can moderate the legitimacy deficit faced by overseas subsidiaries, and that information credibility and information concern enhance this effect. The paper further explores the competitive effect between target and leading firms in the same industry to refine the mechanism and provides a refined reference on how Chinese MNCs can improve their overseas business performance through CSR information disclosure.

Key words: Corporate social responsibility; Dissemination of information; Chinese multinational enterprises; Foreign subsidiary; Legitimacy

专业主编：陈立敏

附录

表 1 二元 Logit 模型和 Probit 下主效应与调节效应的回归结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
Infla	-0.001 (-0.07)	-0.001 (-0.12)	-0.0001 (-0.01)	-0.001 (-0.16)	-0.001 (-0.21)	-0.001 (-0.12)

续表

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
Hitec	0.055 [*] (1.77)	0.060 [*] (1.90)	0.054 [*] (1.74)	0.026 [*] (1.71)	0.029 [*] (1.88)	0.025 [*] (1.69)
Belt	-0.065 (-0.06)	-0.06 (-0.06)	-0.08 (-0.07)	-0.014 (-0.03)	-0.009 (-0.02)	-0.02 (-0.04)
Size	0.233 ^{***} (4.21)	0.250 ^{***} (4.23)	0.228 ^{***} (3.96)	0.101 ^{***} (3.79)	0.109 ^{***} (3.83)	0.099 ^{***} (3.58)
Age	-0.024 ^{***} (-2.63)	-0.020 ^{**} (-2.19)	-0.022 ^{**} (-2.43)	-0.011 ^{**} (-2.48)	-0.009 ^{**} (-2.03)	-0.010 ^{**} (-2.32)
ROA	-2.124 [*] (-1.70)	-2.062 [*] (-1.65)	-2.519 [*] (-1.84)	-0.695 (-1.19)	-0.681 (-1.16)	-0.823 (-1.29)
Sale	0.015 ^{***} (3.47)	0.016 ^{***} (3.5)	0.016 ^{***} (3.6)	0.008 ^{***} (3.47)	0.008 ^{***} (3.52)	0.008 ^{***} (3.58)
DOLev	0.016 (0.79)	0.016 (0.8)	0.017 (0.86)	0.004 (0.39)	0.003 (0.31)	0.004 (0.41)
DFLev	-0.391 ^{***} (-3.64)	-0.401 ^{***} (-3.70)	-0.406 ^{***} (-3.71)	-0.119 ^{***} (-3.44)	-0.120 ^{***} (-3.41)	-0.120 ^{***} (-3.45)
Srere	-0.217 (-0.32)	0.005 (0.01)	-0.227 (-0.34)	(0.008) (-0.02)	0.11 (0.33)	0.003 (0.01)
Labor	0.047 (0.54)	0.056 (0.61)	0.046 (0.51)	0.02 (0.47)	0.024 (0.53)	0.021 (0.48)
R&D	3.457 ^{***} (3.09)	2.990 ^{***} (2.63)	3.274 ^{***} (2.93)	1.574 ^{***} (2.77)	1.329 ^{**} (2.29)	1.495 ^{***} (2.62)
State	0.326 ^{**} (2.34)	0.300 ^{**} (2.09)	0.320 ^{**} (2.30)	0.138 ^{**} (2.02)	0.123 [*] (1.75)	0.134 [*] (1.95)
Dcount	-0.007 (-0.28)	-0.004 (-0.16)	-0.005 (-0.19)	-0.002 (-0.14)	-0.001 (-0.09)	-0.001 (-0.07)
Share	-0.004 [*] (-1.75)	-0.004 [*] (-1.95)	-0.003 [*] (-1.69)	-0.002 [*] (-1.74)	-0.002 ^{**} (-1.96)	-0.002 [*] (-1.70)
CSR	-1.143 ^{***} (-2.72)	-0.098 (-0.19)	-0.17 (-0.27)	-0.569 ^{***} (-2.72)	-0.091 (-0.35)	-0.126 (-0.40)
Big4		1.207 ^{***} (3.11)			0.563 ^{***} (2.82)	

续表

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
CSR×Big4		-2.698*** (-3.39)			-1.270*** (-3.15)	
Analyst			0.024** (1.97)			0.011* (1.8)
CSR×Analyst			-0.052** (-2.04)			-0.024* (-1.87)
Cons.	-5.037*** (-2.62)	-5.794*** (-2.86)	-5.352*** (-2.69)	-2.623*** (-2.86)	-2.978*** (-3.10)	-2.807*** (-2.96)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
东道国	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	8024	8003	8024	8024	8003	8024
Log likelihood	-1845.377	-1831.561	-1843.235	-1851.832	-1838.693	-1850.052
LRχ²	345.00	354.02	349.28	332.09	339.76	335.65

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%的置信水平上显著，括号内为 Z 值。下同。

表 2 替换 CSR 的计算方法后主效应与调节效应的回归结果

变量	模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	风险比率	系数	风险比率	系数	风险比率
Infla	-0.001 (-0.15)	0.999	-0.002 (-0.19)	0.998	-0.001 (-0.08)	0.999
Hitec	0.039 (1.33)	1.040	0.044 (1.45)	1.045	0.039 (1.31)	1.039
Belt	0.01 (0.01)	1.010	0.007 (0.01)	1.007	-0.008 (-0.01)	0.992
Size	0.203*** (3.89)	1.225***	0.219*** (3.96)	1.245***	0.200*** (3.7)	1.222***
Age	-0.014 (-1.55)	0.986	-0.011 (-1.21)	0.989	-0.013 (-1.43)	0.987
ROA	-1.665 (-1.40)	0.189	-1.599 (-1.35)	0.202	-1.965 (-1.51)	0.140

续表

变量	模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	风险比率	系数	风险比率	系数	风险比率
Sale	0.013 ^{***} (3.14)	1.013 ^{***}	0.014 ^{***} (3.16)	1.014 ^{***}	0.014 ^{***} (3.27)	1.014 ^{***}
DOLev	0.014 (0.75)	1.014	0.014 (0.76)	1.014	0.014 (0.78)	1.015
DFLev	-0.318 ^{***} (-3.23)	0.728 ^{***}	-0.327 ^{***} (-3.28)	0.721 ^{***}	-0.329 ^{***} (-3.28)	0.719 ^{***}
Srere	-0.296 (-0.46)	0.744	-0.069 (-0.11)	0.933	-0.285 (-0.44)	0.752
Labor	0.038 (0.46)	1.039	0.051 (0.59)	1.053	0.04 (0.46)	1.040
R&D	2.740 ^{**} (2.57)	15.489 ^{**}	2.402 ^{**} (2.22)	11.041 ^{**}	2.604 ^{**} (2.45)	13.519 ^{**}
State	0.283 ^{**} (2.16)	1.327 ^{**}	0.270 ^{**} (2)	1.311 ^{**}	0.281 ^{**} (2.14)	1.324 ^{**}
Dcount	-0.006 (-0.25)	0.994	-0.003 (-0.13)	0.997	-0.004 (-0.18)	0.996
Share	-0.003 (-1.56)	0.997	-0.003 [*] (-1.73)	0.997	-0.003 (-1.51)	0.997
CSR	-0.822 ^{**} (-2.19)	0.439 ^{**}	-0.046 (-0.10)	0.955	-0.081 (-0.14)	0.922
Big4			0.905 ^{**} (2.55)	2.473 ^{**}		
CSR×Big4			-2.015 ^{***} (-2.85)	0.133 ^{***}		
Analyst					0.019 [*] (1.69)	1.019 [*]
CSR×Analyst					-0.041 [*] (-1.77)	0.960 [*]
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
东道国	控制	控制	控制	控制	控制	控制

续表

变量	模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	风险比率	系数	风险比率	系数	风险比率
省份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	8581		8561		8581	
Log likelihood	-3772.594		-3744.628		-3770.986	
$LR\chi^2$	380.96		384.74		384.17	

表 3 可靠性保证的调节作用

变量	模型 1		模型 2	
	系数	风险比率	系数	风险比率
Infla	0.001 (0.08)	1.001	0.003 (0.32)	1.003
Hitec	0.042 (1.4)	1.043	0.044 (1.46)	1.045
Belt	-0.012 (-0.01)	0.988	-0.038 (-0.04)	0.963
Size	0.209*** (4.01)	1.232***	0.206*** (3.95)	1.228***
Age	-0.015* (-1.66)	0.985*	-0.014 (-1.61)	0.986
ROA	-1.561 (-1.32)	0.210	-1.569 (-1.32)	0.208
Sale	0.013*** (2.93)	1.013***	0.013*** (2.99)	1.013***
DOLev	0.014 (0.76)	1.014	0.015 (0.79)	1.015
DFLev	-0.320*** (-3.26)	0.726***	-0.328*** (-3.33)	0.720***
Srere	-0.180 (-0.28)	0.836	-0.107 (-0.17)	0.899
Labor	0.040 (0.48)	1.041	0.032 (0.38)	1.033
R&D	2.771*** (2.58)	15.970***	2.632** (2.45)	13.897**

续表

变量	模型 1		模型 2	
	系数	风险比率	系数	风险比率
State	0.267 ** (2.04)	1.307 **	0.266 ** (2.03)	1.305 **
Dcount	-0.004 (-0.15)	0.996	-0.003 (-0.11)	0.997
Share	-0.003 * (-1.7)	0.997 *	-0.003 * (-1.74)	0.997 *
CSR	-0.676 * (-1.65)	0.508 *	-0.584 (-1.42)	0.558
Assur	-0.901 ** (-2.41)	0.406 **	2.559 (1.61)	12.919
CSR×Assur			-6.201 ** (-2.07)	0.002 **
行业	控制	控制	控制	控制
东道国	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制
N	8581		8581	
Log likelihood	-3769.004		-3766.828	
LR χ^2	388.14		392.49	

表 4 替换样本为“一带一路”沿线国家样本后主效应与调节效应的回归结果

变量	模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	风险比率	系数	风险比率	系数	风险比率
Infla	0.007 (0.41)	1.007	0.007 (0.42)	1.007	0.006 (0.33)	1.006
Hitec	-0.069 (-0.48)	0.933	-0.07 (-0.49)	0.932	-0.062 (-0.42)	0.940
Size	0.354 *** (3.88)	1.425 ***	0.341 *** (3.57)	1.406 ***	0.342 *** (3.60)	1.407 ***
Age	-0.055 *** (-3.59)	0.946 ***	-0.051 *** (-3.17)	0.951 ***	-0.059 *** (-3.77)	0.943 ***
ROA	-7.411 *** (-3.38)	0.001 ***	-8.052 *** (-3.59)	0.000 ***	-8.051 *** (-3.42)	0.000 ***

续表

变量	模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	风险比率	系数	风险比率	系数	风险比率
Sale	0.008 (1.21)	1.008	0.007 (1.02)	1.007	0.009 (1.35)	1.009
DOLev	-0.009 (-0.18)	0.991	-0.01 (-0.19)	0.990	-0.006 (-0.12)	0.994
DFLev	-0.556*** (-3.23)	0.573***	-0.582*** (-3.21)	0.559***	-0.570*** (-3.21)	0.566***
Srere	1.096 (1.27)	2.993	1.333 (1.56)	3.791	1.205 (1.39)	3.337
Labor	-0.087 (-0.58)	0.917	-0.127 (-0.82)	0.881	-0.091 (-0.60)	0.913
R&D	2.713 (1.47)	15.071	2.567 (1.32)	13.027	2.914 (1.57)	18.433
State	0.351* (1.66)	1.420*	0.227 (1.03)	1.255	0.318 (1.49)	1.374
Dcount	0.011 (0.28)	1.011	0.017 (0.41)	1.017	0.018 (0.43)	1.018
Share	-0.006* (-1.68)	0.994*	-0.006* (-1.69)	0.994*	-0.006* (-1.71)	0.994*
CSR	-1.283* (-1.95)	0.277*	0.156 (0.18)	1.169	0.198 (0.2)	1.219
Big4			1.957*** (3.62)	7.075***		
CSR×Big4			-3.494*** (-3.06)	0.030***		
Analyst					0.039** (1.99)	1.039**
CSR×Analyst					-0.079** (-2.06)	0.924**
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
东道国	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制	控制	控制

续表

变量	模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	风险比率	系数	风险比率	系数	风险比率
<i>N</i>	3890		3880		3880	
Log likelihood	-1248.171		-1241.034		-1245.273	
LR χ^2	172.83		185.68		177.20	

表 5 替换控制变量后主效应与调节效应的回归结果

变量	模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	风险比率	系数	风险比率	系数	风险比率
Infla	-0.001 (-0.15)	0.999	-0.002 (-0.18)	0.998	-0.001 (-0.06)	0.999
Hitec	0.039 (1.32)	1.040	0.044 (1.45)	1.045	0.038 (1.3)	1.039
Belt	0.02 (0.02)	1.021	0.014 (0.01)	1.014	-0.002 (-0.00)	0.998
Size	0.203*** (3.82)	1.225***	0.224*** (3.95)	1.250***	0.205*** (3.76)	1.227***
Age	-0.013 (-1.40)	0.988	-0.01 (-1.14)	0.990	-0.012 (-1.35)	0.988
ROE	-0.446 (-0.70)	0.640	-0.491 (-0.77)	0.612	-0.575 (-0.81)	0.563
Sale	0.014*** (3.19)	1.014***	0.014*** (3.21)	1.014***	0.014*** (3.32)	1.014***
DOLev	0.015 (0.8)	1.015	0.015 (0.79)	1.015	0.015 (0.83)	1.016
DFLev	-0.293*** (-3.01)	0.746***	-0.308*** (-3.09)	0.735***	-0.307*** (-3.06)	0.736***
Srere	-0.341 (-0.53)	0.711	-0.096 (-0.15)	0.908	-0.309 (-0.48)	0.734
Labor	0.039 (0.47)	1.040	0.056 (0.64)	1.058	0.047 (0.55)	1.049
R&D	2.758*** (2.59)	15.766***	2.377** (2.19)	10.774**	2.613** (2.46)	13.633**

续表

变量	模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	风险比率	系数	风险比率	系数	风险比率
State	0.274 ** (2.1)	1.316 **	0.268 ** (1.99)	1.307 **	0.272 ** (2.08)	1.313 **
Dcount	-0.007 (-0.27)	0.993	-0.004 (-0.14)	0.996	-0.005 (-0.20)	0.995
Share	-0.003 (-1.53)	0.997	-0.003 * (-1.73)	0.997 *	-0.003 (-1.48)	0.997
CSR	-0.859 ** (-2.13)	0.423 **	0.036 (0.07)	1.037	-0.049 (-0.08)	0.952
Big4			0.974 *** (2.67)	2.650 ***		
CSR×Big4			-2.261 *** (-3.01)	0.104 ***		
Analyst					0.019 (1.57)	1.019
CSR×Analyst					-0.043 * (-1.75)	0.958 *
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
东道国	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	8581		8561		8581	
Log likelihood	-3773.502		-3744.939		-3771.930	
LR χ^2	379.14		387.12		382.29	