

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 资本市场开放对企业代理成本的影响

—基于 A 股纳入 MSCI 指数的视角

研究生姓名: 夏露

指导教师姓名、职称: 许晓永 副教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融

研究方向: 公司金融

提交日期: 2024 年 6 月 3 日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 夏露 签字日期： 2024年6月3日

导师签名： 许晓永 签字日期： 2024年6月3日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 夏露 签字日期： 2024年6月3日

导师签名： 许晓永 签字日期： 2024年6月3日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

The Impact of Capital Market Opening on Firms' Agency Costs-Based on the perspective of A-share inclusion in MSCI indexes

Candidate : Xia Lu

Supervisor: Xu Xiaoyong

摘 要

改革开放四十多年来的发展经验表明，“不断扩大对外开放、提高对外开放水平，以开放促改革、促发展，是我国发展不断取得新成就的重要法宝”。2018年6月，中国A股纳入MSCI指数标志着我国资本市场迈向了国际化的新阶段，资本市场的进一步开放，是我国推进金融改革服务实体经济的重要力量。然而，近年来我国实体经济中企业内部治理风险引发的暴雷事件频频发生，反映出我国公司内部治理还存在较大缺陷，特别是委托—代理问题尤为严重，而代理问题是困扰公司成长和发展的关键所在，如何降低代理成本、提升代理效率一直受到学术界的广泛关注。当前，由于我国需要更高层次的开放格局来推动现阶段的高质量发展，且金融服务实体经济是今年两会期间的热议话题。因此，探究资本市场开放对企业代理成本的影响具有重要的现实意义。

本文以A股纳入MSCI指数作为资本市场开放的代理事件，梳理了有关资本市场开放、企业代理成本以及A股纳入MSCI指数的研究现状，然后在总结委托代理、信息不对称、信号传递理论的基础上，提出了A股纳入MSCI指数对企业代理成本影响的研究假设。由于A股纳入MSCI指数为本文研究提供了良好的准自然环境，因此本文利用2013-2022年A股上市公司为研究样本，构建多时点双重差分（DID）模型，运用理论与实证相结合的方法来探究资本市场开放对企业代理成本的影响，并且分析两者间的影响机制以及不同情境下的效果差异。

本文的研究表明：（1）A股纳入MSCI指数将显著降低企业代理成本；（2）A股纳入MSCI指数将通过增强分析师关注度与提高机构投资者持股比例来降低企业代理成本；（3）A股纳入MSCI指数显著降低了国有企业的第二类代理成本和非国有企业的第二类代理成本；并且在股票流动性更高的企业中作用更明显。因此本文提出以下政策建议：（1）增强资本市场对外开放力度，扩大对外开放格局；（2）放宽政策限制条件，降低资本市场准入门槛；（3）疏通中介渠道，发挥信息中介作用；（4）企业应夯实公司治理结构，不断提升治理能力。

关键词：资本市场开放 MSCI 指数 企业代理成本 双重差分

Abstract

Development experience over the past 40 years of reform and opening up has shown that "continuously expanding opening up to the outside world, raising the level of opening up to the outside world, and promoting reform and development through opening up are the important assets of our country's development that have led to continuous new achievements". In June 2018, the inclusion of China's A-shares in the MSCI index marked a new stage in the internationalization of China's capital market, and the further opening up of the capital market is an important force in China's efforts to promote financial reform to serve the real economy. However, in recent years, China's real economy in the internal governance risk of enterprises caused by the frequent occurrence of thunderbolt events, reflecting China's internal corporate governance there are still large defects, particularly the principal-agent problem is especially serious, and the agency problem is plagued with the key to the company's growth and development, and how to reduce the agency cost, enhance the efficiency of the agency has been the extensive attention of the academic community. At present, as China needs a higher level of opening pattern to promote the current stage of high-quality development, and financial services of the real economy is a hot topic during the two sessions of this year. Therefore, it is

of great practical significance to explore the impact of capital market liberalization on corporate agency costs.

This paper uses A-share integration into the MSCI index as a proxy event for capital market liberalization, and combs through the current research status about capital market opening, enterprise agency cost and the inclusion of A-shares into MSCI index, and then, on the basis of summarizing the principal-agent theory, information asymmetry theory, and signaling theory, Proposed research hypotheses on the impact of A-share inclusion in the MSCI index on firms' agency costs. Since the inclusion of A-shares in the MSCI Emerging Markets Index provides a good quasi-natural environment for this paper's research, this paper utilizes A-share listed companies from 2013-2022 as the research sample, constructs a multi-temporal double-difference-in-differences (DID) model, and combines theoretical and empirical evidence to investigate the impact of capital market opening events on corporate agency costs, and to analyze the mechanism of the impact between the two as well as the differences in the effects in different contexts.

The research in this paper shows that (1) the inclusion of A-shares in the MSCI index will significantly reduce the agency costs of firms; (2) the inclusion of A-shares in the MSCI index will reduce the agency costs of firms by enhancing the analyst focus and increasing the proportion of institutional investor holdings; (3) the inclusion of A-shares in the MSCI

index significantly reduces the first type of agency costs of state-owned firms and the second type of agency costs of non-state-owned firms and has a more pronounced effect in the case of firms with higher stock higher liquidity firms. Therefore, this paper puts forward the following policy recommendations: (1) strengthen the opening up of the capital market to the outside world and expand the pattern of opening up to the outside world; (2) relax the policy restrictions and lower the threshold of access to the capital market; (3) dredge the intermediary channels and play the role of information intermediary; (4) enterprises should consolidate the corporate governance structure and improve the governance capacity continuously.

Keywords: Capital market opening; MSCI Index; Corporate agency costs; Differential Difference

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	3
1.3 研究内容与方法.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 研究方法.....	6
1.4 研究创新点与不足.....	6
1.4.1 研究创新点.....	6
1.4.2 研究不足.....	7
2 文献综述	8
2.1 企业代理成本的文献回顾.....	8
2.1.1 影响企业代理成本的宏观因素.....	8
2.1.2 影响企业代理成本的微观因素.....	9
2.2 资本市场开放的文献回顾.....	10
2.2.1 资本市场开放的经济效果研究.....	10
2.2.2 A 股纳入 MSCI 指数的经济效果研究.....	12
2.3 资本市场开放对企业代理成本影响的文献回顾.....	13
2.4 文献总结与述评.....	14
2.4.1 文献总结.....	14
2.4.2 文献述评.....	14
3 制度背景、理论基础与研究假设	10
3.1 制度背景.....	16

3.1.1 资本市场对外开放进程	16
3.1.2 A 股纳入 MSCI 指数历史沿革	18
3.2 理论基础	19
3.2.1 委托代理理论	19
3.2.2 信息不对称理论	19
3.2.3 信号传递理论	20
3.3 理论分析与研究假设	21
3.3.1 A 股纳入 MSCI 指数对企业代理成本的影响	21
3.3.2 A 股纳入 MSCI 指数影响企业代理成本的机制分析	23
4 实证分析	26
4.1 研究设计	26
4.1.1 样本选择与数据来源	26
4.1.2 变量设定	26
4.1.3 模型设定	29
4.2 实证结果与分析	30
4.2.1 描述性统计与相关性分析	30
4.2.2 主回归结果分析	34
4.2.3 平行趋势检验	35
4.2.4 稳健性检验	37
4.3 影响机制分析	43
4.3.1 分析师关注	43
4.3.2 机构投资者持股比例	43
4.4 异质性分析	45
4.4.1 基于企业性质的异质性分析	45
4.4.2 基于股票流动性的异质性分析	47
5 研究结论与政策建议	50
5.1 研究结论	50
5.2 政策建议	51

参考文献 **53**

致 谢 **60**

1 绪论

1.1 研究背景

在党的二十大报告中，习近平总书记指出：“中国坚持对外开放的基本国策，坚定奉行互利共赢的开放战略”。资本市场的高水平开放是我国深化金融体制全面改革，增强金融服务实体经济能力的重要力量。近些年来我国正在加速资本市场对外开放的脚步，从 1992 年发行外资股（B 股）；到 2002 年后陆续推出 QFII、QDII 和 RQFII 制度；再到 2014 年 11 月，沪港通政策的实施，这是我国首次实现资本市场双向开放阶段。紧接着，深港通与沪伦通也相继出台，进一步拓宽了资本市场双向互联互通的格局。陆港通标的股不断扩容使我国资本市场的开放程度日益加深，其取得的显著成果也赢得了国际市场的广泛认可。2018 年 6 月，摩根士丹利资本国际公司将我国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数，A 股“入魔”彰显了我国资本市场对外开放进入了新的高度。

摩根士丹利资本国际公司（明晟公司）于 1968 年由资本集团设立，是目前全球最大的独立指数公司之一，也是指数业务占比最大的一家公司。截至 2022 年底，与 MSCI 指数挂钩的资产管理规模（AUM）已超过 1.2 万亿美元，其中 A 股在内的新兴市场占 27%，股票被纳入 MSCI 指数，也就意味着它受到了跟踪 MSCI 新兴市场指数超过 3000 亿美元被动资金（ETF）的关注，“入魔”将大大提升我国上市公司的国际化发展和知名度。我国 A 股纳入 MSCI 指数是政策推动与市场发展的必然结果，标志着我国资本市场在对外开放道路上迈出了重要一步，不仅吸引了国内外投资者的目光，也引发了社会公众的广泛关注。

上市公司是推动资本市场与实体经济之间实现良性互动的桥梁，他们为资本市场注入了源源不断的活力，同时也为实体经济的发展提供了强有力的支撑。因此，高质量的上市公司对于资本市场和实体经济的发展，都起着至关重要的作用。为了落实上市公司提高自身发展质量的主体责任，国务院在《关于进一步提高上市公司质量的意见》中提出，上市公司要严肃处理资金占用问题、提升信息披露质量、和提高公司治理水平。然而，公司作为一系列契约的集合，随着经营权与

控制权的分离，Jensen 和 Meckling（1976）指出在管理者未完全持有公司股份的情况下，他们会产生为自己谋求最大化私有收益的动机，这往往会导致股东利益受损。同时，所有权与控制权的分离也使得控股股东能够轻易地操纵上市公司，进而侵犯中小股东的利益，这种情境下两类代理问题就变得尤为突出（李维安和李元祯，2020）。有效的公司治理机制不仅能够减少管理层与股东之间的代理冲突，增强公司内部治理的透明度和公正性。还能够对大股东滥用权力的行为进行制约，防止其对公司造成不良影响，这种机制为中小投资者提供了重要的利益保障，确保了他们的权益不受侵害。此外，良好的公司治理还能够促进公司整体业绩的提升，降低经营风险，为公司的长期稳定发展奠定坚实基础。（Jensen 和 Meckling, 1976; Shleifer 和 Vishny, 1986; Murhadi, 2010）。资本市场开放能够引入境外机构投资者，这些机构投资者在进行投资决策时，除了关注公司业绩的增长情况，也很注重公司治理的能力（La Porta 等，1997; Li 等，2015），机构投资者作为一种外部监督力量参与公司治理，能够改善企业信息环境，提高公司治理能力，从而缓解企业代理成本过高的情况。

因此，本文将立足现实背景，结合已有的学术研究文献，从我国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数这一视角出发，研究资本市场开放能否降低企业代理成本并分析其影响机制，以期为资本市场的未来发展以及微观企业治理的相关议题建言献策。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

第一，本文以新的研究视角丰富了资本市场开放领域的相关研究。我国资本市场的开放时间相对较晚，在以往的研究中，学者们大多聚焦于 QFII 制度以及沪深港通等视角来研究资本市场开放所带来的宏微观经济效应，从 A 股纳入 MSCI 指数这一视角来探讨资本市场开放的文献相对较少。此外，当谈及 A 股“入摩”这一具有里程碑意义的事件时，多数文献更多地关注其在股票市场层面的影响，而对资本市场微观层面的关注相对来说比较缺乏。因此，本文从 A 股纳入

MSCI 指数这一视角切入，深入探讨资本市场开放对我国微观企业的影响，拓展了资本市场开放对经济影响效果的相关研究。

第二，本文丰富了企业代理成本影响因素的相关文献。相较于传统的公司代理问题，尽管存在多种影响企业代理成本的因素，但鲜有研究涉足资本市场开放对企业代理成本的影响并给出必要的解释。本文还将从机构投资者持股、分析师关注两个方面解释 A 股纳入 MSCI 指数对企业代理成本的影响路径，分析思路较为完备，为这一领域的研究贡献新的视角与见解。

1.2.2 现实意义

第一，本研究对于深化资本市场开放具有重要的现实意义。A 股纳入 MSCI 指数，优化了投资者结构，促进了市场制度与交易规则的规范化，对资本市场长远发展具有积极影响。本文旨在深入探究资本市场开放对微观企业的影响，特别聚焦于资本市场开放如何影响企业的代理成本，并试图揭示其影响的方向以及影响渠道，本文的结论将更有助于推动我国资本市场对外开放的进程。

第二，本研究为降低企业代理成本提供来自资本市场开放角度的更优解。本文系统梳理了资本市场开放对企业代理成本的影响状况及其背后的作用机制。这一研究不仅有助于企业识别并采纳更多切实可行的路径来降低代理成本，提高公司治理能力。同时也为政策制定者提供了从宏观层面解决企业代理成本过高问题的新思路，特别是通过资本市场对外开放的视角。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文以 A 股纳入 MSCI 指数为契机，利用 2013-2022 年 A 股上市公司为研究样本，构建多时点双重差分模型，运用理论与实证相结合的方式探究资本市场开放对企业代理成本的影响及其影响机制，然后检验在不同情境下的影响效果，最终得出研究结论并提出政策建议。本文分为五个章节，各部分内容如下：

第一部分是绪论。首先结合宏观政策以及现实状况引出本文的研究背景，然后介绍本文的理论和现实意义，再对研究的核心内容以及所采用的研究方法进行了简要介绍。在此基础上，展示了具体的研究流程图，最后分析可能存在的创新点及不足之处，为后续深入的分析 and 探讨奠定了坚实的基础。

第二部分是文献综述。该部分按类整理归纳国内外相关研究成果，主要梳理了企业代理成本的宏微观影响因素、资本市场开放的经济效果、资本市场开放对企业代理成本的影响以及 A 股纳入 MSCI 指数对经济的影响，最后进行文献总结与评价，通过指出现有研究存在的不足之处，在此基础上提出本文的研究主题。

第三部分是制度背景、理论基础与研究假设。首先，对资本市场开放历程与 A 股纳入 MSCI 指数的历史沿革进行介绍，然后再对本文研究所涉及到的三种理论基础结合本文的研究主题进行详细介绍，分别是委托代理、信息不对称以及信号传递理论。最后依靠理论基础的支撑，再进行理论分析与研究假设，具体分析 A 股纳入 MSCI 指数对企业代理成本的影响效果以及二者间的影响机制。

第四部分是实证分析。首先，本章详细介绍了研究设计里所涉及的各部分内容，如样本选择、数据来源和变量设定等。再根据研究内容确定实证模型为多时点双重差分（DID）模型，利用模型检验 A 股纳入 MSCI 指数对企业代理成本的影响效果。紧接着，本文运用了一系列的稳健性检验的方法以确保主回归结果的准确性，然后再利用中介效应模型判断资本市场开放是否通过增强分析师关注和提高机构投资者持股比例来降低企业代理成本。最后，进行异质性分析，具体检验企业性质和股票流动性这两个因素在 A 股纳入 MSCI 指数对企业代理成本的影响程度中有何差异。

第五部分是研究结论与政策建议。本章对前文的理论与实证研究结果进行了总结，得出研究结论，并在此基础上提出一系列政策建议，以期能为相关领域的未来发展提供有益的参考与启示。

综上，采用技术路线图（图 1.1）展示本文的研究框架与大致脉络。

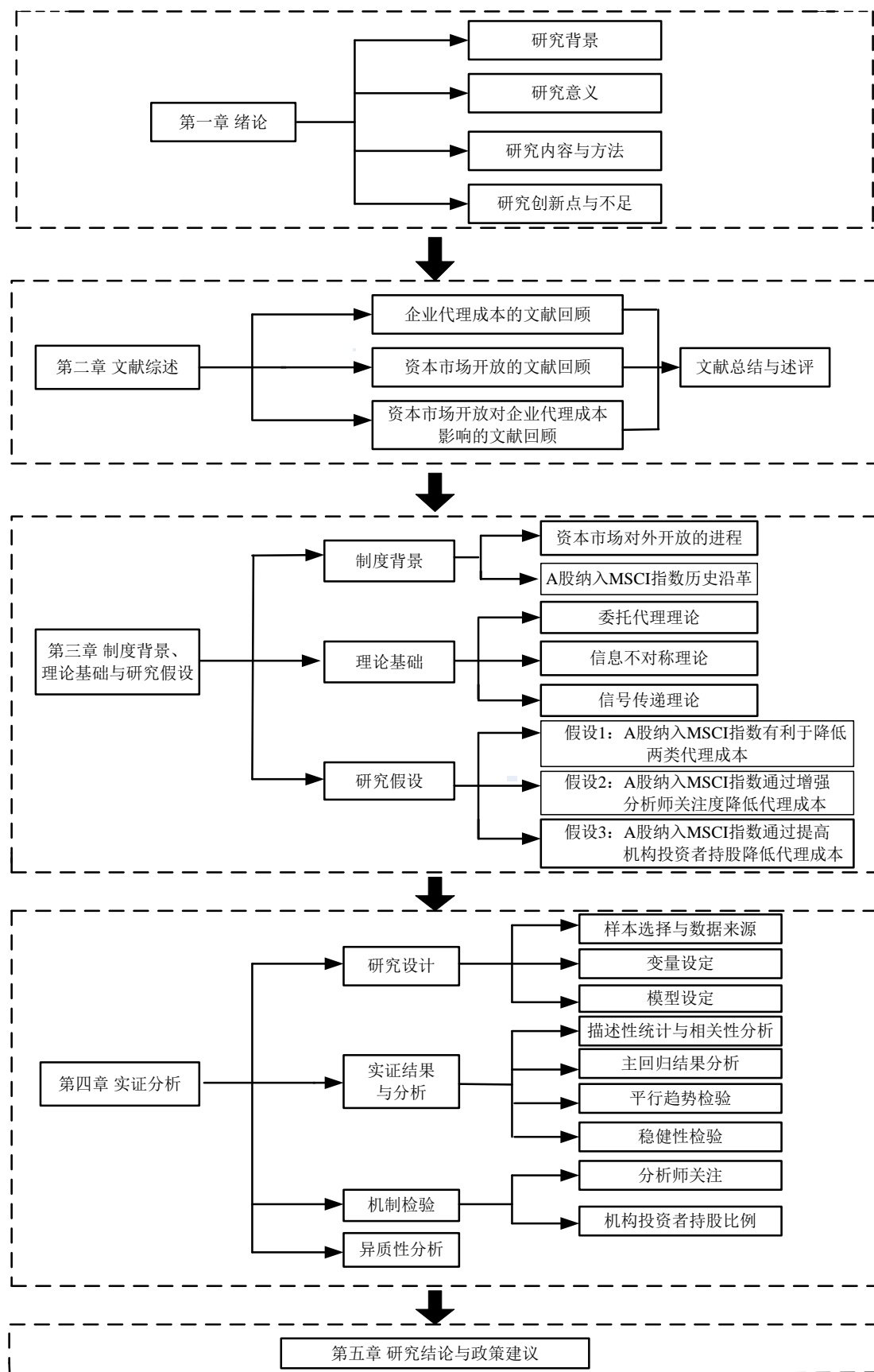


图 1.1 技术路线图

1.3.2 研究方法

本文拟采用理论与实证相结合的方法来探讨资本市场开放与企业代理成本之间的关系，为确保研究的合理性和结果的准确性，本文选择的研究方法为文献参考法和实证研究法。

第一，文献参考法。文献参考法为本文的选题和研究过程指明了方向，通过参考前人的文献，分析现有文献存在的不足之处，并发现有待解决的问题。文献参考这一过程为本文在整体框架构建、研究假设以及实证设计等方面奠定了坚实的基础，也为后续研究提供了有力的支撑。通过文献参考，本文系统梳理了有关资本市场开放、企业代理成本和 A 股纳入 MSCI 指数的研究成果，从而选定探究资本市场开放与企业代理成本的关系。该方法为确定本文研究主题、理论依据以及研究设计等方面也提供了重要的参考，为本文研究的深入开展提供了清晰的思路 and 方向。

第二，实证研究法。本文采用多时点双重差分模型 (DID) 的实证研究方法，该模型主要用来评估政策实施前后的效果。本文将 A 股纳入 MSCI 指数作为一项试点政策，样本中被纳入进 MSCI 指数的 A 股作为实验组，未被纳入进的则为控制组，然后将实验组和控制组在政策实施前后的企业两类代理成本的变动情况进行实证分析。在进行实证研究之前，本文先采用 Excel 对收集到的原始数据进行初步的整理与清洗，然后再使用 Stata17.0 计量软件进行相关的实证研究。

1.4 研究创新点与不足

1.4.1 研究创新点

第一，研究视角创新。资本市场开放是一个逐步深入、有序推进的过程。近些年来，前人的文献多利用沪深港通这两大资本市场开放政策作为研究视角，去探讨对我国宏观微观经济的影响。在党的十九大会议明确提出了“进一步扩大资本市场开放水平”的战略背景下，本文利用 A 股纳入 MSCI 指数这一视角去探索资本市场开放对微观企业的影响，进一步丰富了相关领域的研究。

第二，研究方法创新。大部分文献在研究资本市场开放时都利用了普通双重差分方法，本文基于 A 股纳入 MSCI 指数这一标志性事件，采用多时点双重差分（DID）模型进行实证研究。并且考虑到样本选择性偏差问题，本文结合逐年 PSM 法来克服内生性，然后再利用 PSM-DID 的模型以确保结果的稳健性。

第三，研究思路创新。本文将从分析师关注和机构投资者持股角度，探讨资本市场开放对企业代理成本的影响机制，这一研究有助于解释资本市场开放通过何种渠道对企业代理成本这一微观要素进行影响。

1.4.2 研究不足

第一，本文的主要研究目标是资本市场开放对企业代理成本的影响，在资本市场开放的众多维度中，本文聚焦于最具代表性的股票市场投资性开放。此外，在实证研究阶段，本文也是选取 A 股纳入 MSCI 指数这一标志性事件作为研究视角，以此来验证资本市场开放对企业代理成本影响的具体方向和影响机制，这一选择并非对资本市场开放的所有形式展开研究。

第二，尽管本文已经证实资本市场开放能够增加分析师关注和提高机构投资者持股比例，从而降低企业的代理成本问题。但本文只涉及到这两种影响机制，实际上，A 股纳入 MSCI 指数对微观企业的影响远不止于此，由于篇幅所限，本文并未对其他可能存在的影响进行深入探讨。未来的研究可以进一步挖掘 A 股纳入 MSCI 指数所带来的其他影响机制，以更全面地揭示其对企业的影

2 文献综述

2.1 企业代理成本的文献回顾

Jensen 和 Meckling (1976) 两位学者首次正式提出了企业代理成本的概念,他们将这一概念界定为委托人在监督过程中所产生的支出。我国学者郑志刚(2004)将代理成本分为两大类:第一类是经理人与投资者因利益冲突所产生的代理成本;第二类是投资者之间因利益冲突所产生的代理成本。学术界有关企业代理成本影响因素的研究主要从宏观和微观两个角度来展开。

2.1.1 影响企业代理成本的宏观因素

学术界有关企业代理成本宏观影响因素的研究,主要从制度环境、市场化程度和外部关系等方面来探讨。

制度环境。张会芹(2021)发现改善市场环境能够对管理层谋求私利的行为产生抑制作用,从而降低企业第一类代理成本。第二类代理成本大股东掏空可以通过政府干预来抑制,林丽娜(2016)以发生控制权转移的公司为样本,通过实证研究表明:大股东通过控制权获取私人收益,往往会损害小股东利益,政府的干预能够通过加强监管抑制大股东掏空行为,保护小股东权益,进而提升公司价值。

市场化程度。Churchill 等(1982)认为,随着市场竞争的加剧,信息的透明度也呈现出显著提升的趋势,这种透明度的提升,反过来对企业的委托代理问题形成有效的制约。Hart(1983)发现在投资者的监督以及市场竞争日益激烈的双重约束下,经营者往往会展现出对工作更高的投入度,这种高度的责任感与专注力,使得经营者减少或避免了潜在的低效与自利行为。我国学者马广奇等(2022)研究发现,市场化程度较高的地区,其金融发展程度也较高,因此管理层会通过投资金融资产获得更多的现金流,在市场化程度较高的地区,企业金融化对代理成本的影响更显著。

外部关系。翟胜宝等(2014)利用我国 2007—2011 年间民营上市公司数据,

研究得出的结论是，银企关系可以降低企业的代理成本问题，并且银行能起到外部监督的作用，从而提高企业投资效率。此外，政商关系也会影响到企业代理成本，罗劲博和李小荣（2021）采用双重固定效应模型发现，我国地方官员变动引起的政策不确定性会使得企业的代理成本显著提高，这将损害公司价值。

2.1.2 影响企业代理成本的微观因素

微观层面上影响企业代理成本的因素也是多元的。具体来说，包括独立董事、高管薪酬激励、企业金融化等方面。

独立董事。Fama（1983）认为，独立董事具备选择、监督、评估及奖惩公司管理者的职能，旨在调和股东与管理者间的利益冲突，提升公司效益，从而有效解决现代公司代理问题，因此，独立董事在解决公司普遍面临的代理问题上发挥着至关重要的作用。石越等（2024）发现有海外求学经历的独立董事能够通过对企业进行有效监督，从而保护中小投资者的利益，进而降低企业的代理成本。然而，孙亮等（2014）研究发现，异地独立董事因弱监督能力更受青睐，其数量增加常伴随着第二类代理问题的加剧。因为公司聘请他们就是为了强化咨询功能，同时弱化监管力度。

高管薪酬激励。Bulan 等（2011）研究发现，高管股权激励能够缓解企业代理问题，降低代理成本。我国学者孙亚南和申毅（2015）从高管货币薪酬激励和高管股权激励两个角度研究对企业代理成本的影响，研究发现高管货币薪酬激励能缓解企业的代理成本，而股权激励无法有效缓解。然而，也有学者认为高管薪酬激励会提高代理成本，吴育辉等（2010）研究表明，高管在获得丰厚薪酬后，他们可能缺乏动力去降低代理成本，随着高管权力的提升，他们有可能增加在职消费，或投资于一些缺乏实际效益的项目，从而无形中增加了企业代理成本。

企业金融化。杜勇等（2019）研究发现，在企业金融化过程中，金融资产的高收益高风险会使得管理层萌发谋求私利的动机，从而加剧企业代理成本。于建玲等（2021）认为，企业金融化会促使金融资产的规模不断增加，因此管理层将拥有更多的资源去进行利润调节，从而使得代理成本增加。

2.2 资本市场开放的文献回顾

2.2.1 资本市场开放的经济效果研究

有关资本市场对外开放领域的学术成果中，整理发现学者们主要从资本市场开放对金融市场的影响和对微观企业的影响两个方面来进行研究。

(1) 资本市场开放对金融市场的影响

现有文献关于资本市场开放对金融市场的研究大多聚焦于市场定价效率和对股票市场流动性的影响方面。

第一，资本市场开放对市场定价效率的影响，大多学者认为资本市场的开放对股票市场定价效率的影响是正向的。纪彰波等（2019）实证研究发现，沪港通实施后，标的股票股价同步性降低，股价信息含量提升，证明了沪港通在中长期内提升了股票的定价效率，使股价更真实地反映公司价值；毕鹏（2021）的研究也表明，陆港通交易机制的实施，通过优化会计信息质量及分析师预测精准性，推动股票市场价格向其真实价值靠拢，有效缓解资本市场中的资产错误定价现象，进而提升股票市场定价效率。

第二，关于资本市场开放对股票流动性的影响研究，现有文献得出的结论不一致。李沁洋等（2022）从信息不对称理论出发，认为资本市场开放后，通过分析师加大对标的企业的关注程度，减少了标的企业的信息不对称，从而提高了其股票的流动性。然而也有文献表明资本市场的开放反而会降低股票流动性，徐寿福等（2021）实证结果显示，沪港通机制通过交易渠道和信息渠道两个机制导致内地投资者流出，并且香港投资者拥有信息优势，从而加大了信息不对称，所以标的股票的流动性反而下降。许香存等（2016）研究发现，资本市场开放以后，境外投资者的加入会给 A 股市场带来国际市场的风险，随着 A 股市场风险加大，信息劣势地位的中小投资者态度更加谨慎，导致股票市场流动性下降。

(2) 资本市场开放对微观企业的影响

现有文献关于资本市场开放对微观企业的影响研究多集中在公司投融资决策、企业信息环境、企业风险承担、企业创新和企业盈余管理层面。

第一，在公司投融资决策方面，已有研究实证检验了资本市场开放之后，能

能够通过缓解公司的融资约束，降低企业融资成本来影响公司的投资决策行为。连立帅（2019）发现资本市场开放以后会引入价值投资者，为企业长期债务融资的增强和非财务信息的合理定价提供了有力支持，有助于优化融资结构，还对企业投资决策产生了影响。李小林等（2021）研究发现，沪深港通政策的实施能够有效缓解企业融资困境，降低企业融资成本；并且能够相对扩大企业实体投资的收益，促使企业更倾向于进行实体投资，优化了其投资结构。

第二，在企业信息环境方面。多数学者认为资本市场开放对市场的信息环境具有积极影响。郭阳生等（2018）实证研究表明，沪深港通制度的实施会引起分析师跟踪人数的增加来提高分析师预测的精确度，从而改善相关上市公司的信息环境。彭雅哲和汪昌云（2022）研究发现，资本市场开放将使得企业信息环境得到改善，因为境外投资者会向管理层施加股票抛售压力，促使企业提高财务信息披露质量以及公司治理水平，进而有助于企业健康成长。周开国和周铭山（2014）研究了股票交叉上市与信息不对称程度的关系，研究发现股票交叉会使得知情交易者信息优势降低，因此信息不对称程度也会降低，得出结论：交叉上市降低了企业信息不对称程度。阮睿等（2021）利用文本挖掘技术构建了信息披露质量指标，其实证结果也表明，资本市场开放能够显著提高标的企业的信息披露质量。

第三，在风险承担方面，大多数文献表明资本市场开放能降低企业风险承担。有学者认为，资本市场开放能够通过提高信息披露质量、优化投资者结构（李小林等，2022），改善公司股权结构和缓解公司融资约束等方式（吴战篪等，2022），来降低企业风险的承担。郭吉涛等（2022）研究也发现，沪深港通制度的实施可以通过提高分析师关注来降低企业风险承担。

第四，在企业创新方面，已有文献表明，资本市场开放会促进企业创新能力的提高。朱琳、伊志宏（2020）的研究发现，沪深港通交易制度实施以后，公司管理层的职业忧虑作为中介因子将得到有效缓解，从而提升企业的创新能力。资本市场开放会通过影响企业改善外部信息环境，缓解融资约束（张小成等 2022），QFII 持股的内部治理机制（周率等 2022）等，来促进企业实质性创新能力。

第五，在企业盈余管理方面。大部分文献都表明了资本市场开放对企业盈余管理具有积极作用。Wang 和 Yung（2011）研究表明，在受到政府充分保护的环

境下，公司的经理人往往会降低操纵盈利的动机，随着合格境外机构投资者计划的实施，这些经理人开始面临来自外部更高的业绩期望，这种压力的增大会促使他们提高盈余管理的能力。齐保奎等（2022）研究表明，资本市场开放会使得境外投资者进入市场，而境外投资者又被称为“聪明资金”，因此散户投资者会跟随，进而提高了标的公司股票的流动性，意味着股票更容易被抛售，则股东“用脚”投票给管理层施加的压力更大，从而抑制了机会主义盈余管理。沈红波等人（2023）的研究指出，沪深港通的开通引发卖方分析师高度关注高盈余质量股票，分析师们的关注进一步推动了国内公募基金积极投资此类股票，这将提升基金持股组合的盈余质量。

2.2.2 A 股纳入 MSCI 指数的经济效果研究

2017 年 6 月，美国明晟公司（MSCI）宣布，自 2018 年 6 月起，中国 A 股将正式纳入其新兴市场及全球指数，经过四次尝试，这一决策最终得以成功实施。与其他开放政策不同，这是一种“被动”开放策略，意味着将受到更广泛国际投资者的关注和参与，推动了中国资本市场的进一步开放。A 股被纳入 MSCI 指数标志着中国资本市场与世界接轨，这一举措为中国这一相对封闭的市场环境注入了新的生机与活力，外资的涌入无疑将对我国经济产生深远的影响，目前学术界对于这一事件的实证研究尚显不足，现有的文献普遍认可了 A 股纳入 MSCI 指数的积极效应。宏观层面，张少军和王焱（2023）研究结果表明资本市场开放有助于提升我国市场流动性，引导投资者投资理念走向成熟，并推动 A 股市场与国际接轨。郝亚绒和董斌（2022）的研究发现 A 股被纳入 MSCI 指数后，通过改善信息流动和分散投资风险来提高资本市场的定价效率，同时也为中国资本市场的进一步开放提供了宝贵的启示。谭常春等（2021）的研究则进一步细化了资本市场国际化对股价信息含量的影响机制，他们发现这一影响是通过改善公司的信息环境和提升公司治理水平来实现的。

鲜有学者从微观层面出发进行深入探讨，张曾莲和施雯（2021）曾从公司治理这一维度，对 A 股纳入 MSCI 指数所产生的影响进行了详尽的剖析，研究成果揭示在 A 股被纳入 MSCI 指数之后，上市公司的违规倾向显著减弱，同时违

规行为也呈现出明显的下降趋势。进一步地，杨兴全和程慧慧（2023）的研究也为我们提供了新的视角，他们发现 A 股纳入 MSCI 指数引入的国际投资者将通过增强公司治理效应和降低融资成本的方式，来实现企业创新水平的提升。

除上述观点外，学术界中也存在一部分不同意见，认为 A 股被纳入 MSCI 指数也可能会带来负面影响。例如，张旭和王宝珠（2022）的研究通过实证分析发现，A 股“入魔”前期阶段会增加股票的联动暴跌风险，但是后期经过股票市场定价效率和公司治理效应的负向调节，这种风险会被削弱。同样，杨松令等学者（2021）也通过实证研究得出了相似的结论，他们认为 A 股“入魔”以后，会进一步加剧企业股价崩盘的风险。这些研究为我们提供了不同的视角，使我们更加全面地理解 A 股纳入 MSCI 指数可能带来的复杂影响。总体而言研究重点多聚焦在宏观视角方面，从微观企业视角出发的研究较少，且并没有学者探讨过 A 股纳入 MSCI 指数对企业代理成本的研究。因此，本文将详细分析 A 股纳入 MSCI 指数对企业代理成本的影响，并为该话题提供可能的实证支持。

2.3 资本市场开放对企业代理成本影响的文献回顾

目前资本市场开放对企业代理成本影响的相关研究较为缺乏，国内有关这方面的文献，学者们普遍从合格的境外机构投资者（QFII）的视角去研究。Huang 和 Zhu（2015）的研究结果表明，合格的境外机构投资者的引入显著减轻了国企控股股东和经理人的侵占行为，发挥了积极的公司治理作用。通过引入专业投资理念和管理经验，QFII 提升了国企治理水平，遏制了内部人控制问题，保护了中小股东利益，促进了企业健康发展。Zhang 等（2017）表明合格的境外机构投资者的交易额与企业的侵占行为之间呈现一种非线性的倒 U 型关系，其研究发现，在 QFII 交易公司股票的比例尚处于较低水平时，企业的侵占行为往往呈现上升趋势。然而，随着 QFII 对公司股票交易的活跃度提升，其监督作用会使得企业的侵占行为受到抑制，表现出减少的趋势。此外，也有从 A+H 股上市公司视角出发去研究，吴思和陈震（2018）基于绑定理论，研究发现资本市场开放后，交叉上市能够优化企业的信息环境，使得管理层谋求私利的行为减少，从而缓解企业代理成本。进一步研究发现 A+H 股交叉上市公司中，在股权制衡度较低的公

司中，由于这类企业股东对管理层约束较低，其公司治理能力也较低，因此其成本粘性的降低作用会更加显著。

2.4 文献总结与述评

2.4.1 文献总结

关于企业代理成本的相关文献，本文主要梳理了企业代理成本的宏观和微观影响因素。其中一部分文献重点探讨影响企业代理成本的宏观因素，这些因素主要包括制度环境、市场化程度、外部关系等。与之对应，也有一些文献是从影响企业代理成本微观因素的视角切入，这些因素主要包括独立董事、高管薪酬激励、企业金融化等方面。本文尝试从宏观角度出发，探究资本市场开放对企业两类代理成本的影响。

关于资本市场开放的相关文献，本文主要梳理了四个方面：（1）资本市场开放对金融市场的影响、（2）资本市场开放对微观企业的影响、（3）A 股纳入 MSCI 指数的经济效果、（4）资本市场开放对企业代理成本的影响。（1）方面的研究主要是针对市场定价效率和股票流动性两个方面作为研究对象，其中资本市场开放对股票流动性的影响，现有研究得出的结论不同，可能是因为学者们所选择的时间跨度和衡量股票流动性指标的不同；（2）方面以公司投融资决策、企业信息环境、企业风险承担、企业创新和企业盈余管理为研究对象。现有文献得出的结论普遍一致；（3）方面梳理了 A 股纳入 MSCI 指数的经济效果，学者们多聚焦在宏观视角方面，从微观企业视角出发的研究较少；（4）方面是本文亟需研究的主题，资本市场开放对企业代理成本的影响，目前的文献从 QFII 制度、A+H 股上市公司视角出发得出的结论是资本市场开放能降低企业的代理成本。

2.4.2 文献述评

由上述文献可见，目前对于资本市场开放、企业代理成本以及 A 股纳入 MSCI 指数方面的研究已经有所成果。但是关于资本市场开放对企业代理成本影响方面的研究还存在尚需完善的地方。从研究视角来看，前人的研究在有关资本市场开

放对微观企业的影响中，多集中在公司投融资决策、企业信息环境、企业风险承担、企业创新和企业盈余管理等方面，却对公司两类代理成本的关注不足。A 股纳入 MSCI 国际指数，加强了国内外资本市场的联动，吸引了境外成熟的机构投资者，优化了投资者结构，并且提升了公司治理的规范性和信息披露的透明度，推动了我国资本市场的健康发展。因此以 A 股纳入 MSCI 指数为视角，研究资本市场开放对企业两类代理成本的影响在理论与实践上都有重要意义。

有鉴于此，本文将 A 股纳入 MSCI 指数为视角，研究资本市场开放对企业代理成本的影响，并从机构投资者持股、分析师关注两个方面解释 A 股纳入明晟指数对企业代理成本的影响机制。

3 制度背景、理论基础与研究假设

3.1 制度背景

3.1.1 资本市场对外开放进程

资本市场开放的路径选择涵盖了两种主要模式：渐进式与激进式。考虑到我国资本市场的独特性与众多发展中国家的差异性，我国选择了渐进式的开放路径。若进一步聚焦到股票市场的投资性开放，我国资本市场开放的历程可细化为三大阶段。首先是分隔开放阶段，时间跨度为 1992 年至 2002 年，此阶段资本市场开始逐步向外界开放，但开放程度有限，且具有一定的分隔性；随后是单向开放阶段，从 2002 年延续至 2014 年，我国资本市场开始更为积极地对外开放，但开放方向主要偏向于外资进入；最后是双向开放阶段，自 2014 年至今，我国资本市场实现了真正意义上的双向开放，内外资流动更加自由，资本市场逐渐融入全球金融体系。各个阶段的对外开放进程如表 3.1 所示，具体阶段如下：

（1）第一阶段：资本市场分隔开放阶段（1992-2002 年）

1992 年 2 月，上海电真空作为首只 B 股在上交所上市，随后共有 18 只 B 股相继挂牌上市。在接下来的七年里，累计有 101 只 B 股在上交所和深交所成功上市。在 B 股设立初期，A 股与 B 股之间存在着一道无形的“屏障”。尽管发行人同时发行了 A 股和 B 股，但这两个市场之间依然保持着严格的分割，股份转让的行为被严格禁止。该时期我国资本市场的交易制度和法律体系等方面都尚待完善，整体处于一个起步阶段，而 AB 股制度的实施对于隔离潜在风险起到了积极的作用。自 1998 年末《证券法》正式颁布，中国资本市场迈入了法治化的新阶段，紧接着 2001 年退市制度和核准制的全面推行，更是标志着我国资本市场在规范发展上取得了新的进展。这一系列的改革措施不仅提升了市场的规范化程度，也为我国资本市场的长远发展奠定了坚实的基础。

（2）第二阶段：资本市场单向开放阶段（2002-2014 年）

在建立了一套相对完善的制度框架之后，我国于 2002 年正式实施了合格的境外机构投资者（QFII）制度，标志着我国资本市场开放迈向了一个全新的单向

开放阶段，QFII 制度的推出，意味着我国开始有限度地引进外资，为境外投资者开辟了一条新的投资 A 股市场的通道。2006 年我国又推出了 QDII 制度，这一制度允许境内机构在获得相关部门批准后，以其自有资金投资于境外资本市场。2011 年 12 月推出了 RQFII 制度，该制度允许境外机构投资者使用人民币投资境内证券市场，但需要在规定的额度内投资。QFII、QDII 和 RQFII 等制度的逐步实施，标志着我国资本市场在审慎开放的过程中迈出了坚实步伐。这些制度不仅拓宽了境内外投资者的投资渠道，也促进了我国资本市场的国际化和多元化发展。

（3）第三阶段：资本市场双向开放阶段（2014 年至今）

2014 年 11 月，沪港通正式开启，此举为上海证券交易所与香港联合交易所之间搭建起了一条更为顺畅的交易桥梁，这标志着我国资本市场首次实现了双向开放的阶段。紧接着深港通与沪伦通的推出又进一步深化了资本市场双向开放的理念，它们分别成为深交所与港交所、上交所与伦敦交易所之间的重要联系纽带，为我国资本市场开辟了通往世界的新通道。通过沪港通与深港通的桥梁作用，内地资本市场与香港资本市场实现了有效对接，为全球投资者提供了投资于中国的“一体化配置”的便捷途径。这一机制不仅简化了跨境投资流程，还使得 A 股能够在香港这一拥有更高市场自由度的环境中，建立起一个面向全球的“投资门户”。

资本市场的双向开放为 A 股顺利纳入 MSCI 指数奠定了坚实基础，并且推动了我国资本市场的国际化进程。明晟公司要求被纳入 MSCI 指数的 A 股必须是沪深港通成分股，因为这类型股票具有一定的国际市场流动性。资本市场双向开放吸引了国外资金的流入，为我国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数创造了有利条件。

表 3.1 我国资本市场开放进程概览

阶段	时间	开放进程
第一阶段：资本市场分隔开放	1992 年 2 月	AB 股制度
第二阶段：资本市场单向开放	2002 年 11 月	QFII
	2006 年 4 月	QDII
	2011 年 12 月	RQFII

续表 3.1 我国资本市场开放进程概览

阶段	时间	开放进程
第三阶段：资本市场双向开放	2014 年 11 月	沪港通
	2016 年 12 月	深港通
	2019 年 6 月	沪伦通

3.1.2 A 股纳入 MSCI 指数历史沿革

摩根士丹利资本国际公司（MSCI），作为美国知名的指数编制机构，其新兴市场指数中纳入了部分 A 股，这些 A 股共同构成了 MSCI 中国 A 股国际通指数。A 股正式被纳入明晟（MSCI）新兴市场指数的过程是一个逐步推进的历程。

始于 2018 年 6 月 1 日，MSCI 正式纳入我国 A 股。第一批纳入的 226 只 A 股股票，占比为 2.5%，其市值在 MSCI 新兴市场指数中的权重为 0.4%。随着市场的发展和认可度的提升，2018 年 9 月 3 日，MSCI 将 A 股的纳入比例提升至 5%，使得纳入的 A 股总数增至 236 只，占新兴市场指数的权重增加至 0.75%。

进入 2019 年，根据 MSCI 的三次扩容计划，A 股纳入因子分三个阶段逐步增加。2019 年 5 月 28 日，A 股纳入因子首次平稳提升，从 5%增加至 10%，A 股在 MSCI 中国指数和新兴市场指数中的权重分别提升至 5.25%和 1.76%。随后，在 2019 年 8 月 27 日，A 股纳入因子从 10%增加至 15%，使得 A 股在两大指数中的权重分别增加至 7.79%和 2.46%。最终，在 2019 年 11 月 27 日，A 股实现了当年第三次纳入因子的提升，由 15%增加至 20%。此次调整后，MSCI 新兴市场指数中的 A 股成份股达到了 472 只，其中大盘股 244 只，中盘股 228 只，A 股在新兴市场指数中的权重也最终增加至 3.83%。

此后的每个季度 MSCI 都会对 A 股进行动态调整，A 股在逐步纳入 MSCI 新兴市场指数的过程中，不仅提升了自身在国际市场的地位和影响力，也进一步推动了中国资本市场的开放和国际化进程。

3.2 理论基础

3.2.1 委托代理理论

委托代理理论在公司金融学科领域中已经是一套成熟且体系比较完备的经典理论。斯蒂芬·罗斯 (Stephen Ross) 在 1973 年率先提出了现代委托代理的概念,他认为在双方关系中,一方接受另一方的委托,代表委托方的利益行使特定权力或进行决策,就会形成委托代理关系。在英美等西方国家的上市公司中,股权分散现象是多数企业的鲜明特征。这种股权结构导致了公司所有权与控制权的分离。具体而言,股东往往不直接参与公司的日常经营管理活动,而是将这些职责交由公司的管理层来承担和执行,管理层负责公司的日常运营决策,而股东则主要通过股东大会等机制对公司进行监督和参与重大决策。由于股东与管理层的利益存在冲突,双方效用目标函数难以达成一致,理性的管理层往往会倾向于追求个人利益的最大化,进而可能对股东和公司的利益进行侵犯。管理层存在道德风险或逆向选择的可能性,他们会为了自身利益而采取有损于股东或公司利益的行为,这不仅违背了企业的整体利益,还会形成高昂的代理成本。(Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1997)。在中国,上市公司的股权结构往往呈现出高度的集中性,其中,国有控股企业“一股独大”的现象尤为显著。一方面,由于股权的集中,股东与管理者之间的委托代理问题在中国上市公司中尤为突出。另一方面,大股东与小股东之间的利益冲突也导致了代理问题的普遍存在,形成了双重委托代理局面(冯根福, 2004)。

3.2.2 信息不对称理论

在市场经济活动中,信息不对称的现象普遍存在,交易双方往往并不拥有等量或相同的信息。具体而言,信息的所有者相较于信息的接受者,往往掌握着更为丰富的信息内容。美国学者 Akerof(1970)通过对旧车市场的深入分析,第一次提出了信息不对称理论。他观察到,在旧车交易中,卖方作为信息的所有者,通常掌握着更多关于车辆各个方面的详细信息。而买方,作为信息的接受者,则处

于相对的信息劣势地位。为了弥补这种信息上的不对称，买方往往会试图通过压低价格来降低风险。然而，这种做法却可能进一步影响卖方的行为，使得他们不再愿意提供质量较好的旧车，从而导致旧车市场中次品泛滥，市场效率降低。Myers 和 Majluf（2001）将信息不对称理论应用于企业投融资行为的研究中，他们发现在企业内部，管理者由于掌握更多的信息而处于优势地位，相比之下，投资者则因信息获取不足而处于相对劣势。资本市场中的信息不对称问题，会催生出逆向选择与道德风险，从而降低资金运用和资源配置的效率，加重企业代理成本。为遏制这种现象，需提升企业信息透明度，减少信息不对称。资本市场开放以后，中介机构的参与有助于挖掘和披露更多企业信息，缓解投资者信息劣势地位，促进资本市场和上市公司健康发展。

3.2.3 信号传递理论

信号理论是由经济学家迈克尔·斯宾塞在 20 世纪 70 年代提出。斯宾塞的核心观点在于，某些具备信息优势的个体，会采取特定行动来传递他们所掌握的优势信息给那些对此一无所知的群体，进而在市场中创造出具有指导意义的信号。信号传递过程涵盖四个关键环节：信号发起者（企业内部关键管理者或控制人）、信号本身（承载实际价值信息的内容）、信号接收者以及信号传递环境（对于信号的传递效果具有重要影响）。在资本市场的运作中，股东们由于专业能力的限制，通常会委托具备专业知识和经验的管理者来代为执行管理职责，确保企业的正常运作。因此，股东们往往无法直接获取企业运营的第一手资料。与此相对，管理者作为企业内部的核心成员，拥有更多关于企业当前状况和未来发展方向的详尽信息。他们通过发布内部信息，向市场上的投资者传递特定的信号，以引导市场做出符合其预期的反应。然而，在实际操作中，管理层与投资者之间的信息不对称问题普遍存在，管理者由于日常参与企业的经营活动，能够掌握丰富的内部信息，形成独特的信息优势。相对而言，投资者往往处于信息劣势地位，他们主要依赖于管理者主动披露的信息以及市场的反馈来间接了解潜在的投资对象。

资本市场开放后，众多境外投资者涌入，他们更倾向于选择那些长期经营稳健、表现优异的公司。在做出投资决策前，这些投资者会利用多种途径，深入了

解意向企业的运营和管理状况，以确保得到可观的回报率。为了吸引境外资本的青睐，上市公司纷纷采取措施去提升信息透明度，向市场传递积极、有价值的信号，旨在展示自身良好的投资前景与回报率，从而吸引更多的境外资金流入。

因此，根据上述讨论，上述三个理论为本文探讨资本市场开放对企业代理成本的后续研究假设提供了理论支撑。

3.3 理论分析与研究假设

3.3.1 A 股纳入 MSCI 指数对企业代理成本的影响

根据委托代理理论的基本内容，由于股东在经营管理公司的能力上存在局限性，因此他们往往会委托专业人员来管理公司，专业的管理者在经营过程中会掌握到企业大量内部信息，再加上股权在资本市场日益交易的过程中会被分散，因此管理者对企业的掌控会逐渐加强，很可能依靠信息上的优势隐秘地违反与股东之间的契约条件。具体而言，管理者可能会操控企业应披露的信息内容，选择性地释放信息或隐瞒关键信息，以此来掩盖他们的侵占行为，这种行为导致了企业代理成本的增加。A 股纳入 MSCI 指数作为我国资本市场对外开放的一大举措，将吸引到更多优质境外投资，有利于降低企业代理成本。首先，信息不对称理论表明，资本市场中企业与投资者之间存在信息不对称的情况，这一现象导致广大投资者难以辨别劣质股。投资者往往只能依靠自身所能获取的有限信息，对这些股票进行大致的评估，并据此形成一个均衡价格作为实际交易中的参考。而 A 股纳入 MSCI 指数吸引而来的境外机构投资者，凭借其深厚的专业素养和技术优势，具备挖掘企业深层次信息的能力，他们不仅能够有效识别并获取企业更多有价值的信息，还能够通过其影响力推动企业主动披露高质量的信息，从而缓解投资者信息劣势地位。其次，信号传递理论表明，信号发出者会向市场传递特定的信号以期望实现他们的预期。被纳入 MSCI 指数的公司，无疑向市场释放了强烈的正面信号，表明其生产经营状况良好，具有较高的投资价值，这一效应也进一步促使企业规范自身行为，减少盈余操纵和违规行为，以维护良好的市场形象，推动企业持续、健康的发展。因此，A 股纳入 MSCI 指数在一定程度上能够改善

企业信息环境，提高公司治理能力，这对于管理层的自利行为，以及大股东掏空行为将起到约束作用，从而降低企业代理成本。具体分析如下：

A 股纳入 MSCI 国际指数增强了我国资本市场与国际市场的联动效应，吸引了成熟的境外投资者。有研究表明，与我国国内市场主要由散户投资者构成的情况不同，境外投资者群体中，机构投资者占据主导地位，他们通常具备丰富的投资经验，不仅擅长挖掘信息，更在收集与分析信息方面展现出显著的优势。（连立帅等，2019），资本市场开放引入的价值型机构投资者会优化我国的投资者结构，对企业产生治理效应，从而降低企业的代理成本（贾丽桓等，2021），完善的公司治理机制是缓解股东与管理层之间的利益冲突，降低代理成本的根本保证（Fama and Jensen, 1983）。机构投资者在公司治理中的一个重要作用就是作为股东和管理层的调停者，他们对企业管理层权力寻租行为具有监督和制约作用，有利于提高上市公司现金股利支付水平（宁青青，杨宝，2017），并且境外机构投资者作为一种重要的外部治理力量，能够促进公司治理、提高公司的信息披露质量（李春涛等，2018），缓解企业的代理问题（Henry, 2000）。

此外，由于我国资本市场中“散户”投资者占据了相当大的比重，这些投资者由于专业知识不足或持股数量有限，更倾向于采取被动投资策略，因此在参与上市公司监管的过程中，他们普遍会选择搭便车。对于机构投资者持股比例低的公司而言，境外机构投资者的进入能增强股权制衡，优化公司治理，加强对中小股东的保护，提升公司竞争力（Peng, 2003）。并且资本市场开放能够对大股东掏空行为产生抑制效应，且在掏空动机越强的企业，抑制作用越明显，这是因为资本市场开放改善了投资者结构，降低了大股东的信息优势（白雅洁，张铁刚，2021）。此外，标的股上市公司信息环境的改善有利于约束大股东掏空行为（Jensen and Meckling, 1976），提高大股东掏空行为被发现的概率，从而能有效缓解大股东侵占中小股东利益的代理成本问题（杜兴强等，2010）。

综合以上分析，A 股纳入 MSCI 指数这一资本市场开放事件可以改善标的股企业的信息环境、提升信息透明度，提高公司治理水平。更加严格的外部监管和更透明的信息环境对管理层的自利行为和大股东掏空行为具有约束作用，进而降低企业第一类代理成本（管理层与股东之间）和第二类代理成本（大股东与中小

股东之间)。基于此,本文提出第一个研究假设:

H1a: A 股纳入 MSCI 指数能够降低企业的第一类代理成本。

H1b: A 股纳入 MSCI 指数能够降低企业的第二类代理成本。

3.3.2 A 股纳入 MSCI 指数影响企业代理成本的机制分析

(1) 分析师关注

A 股纳入 MSCI 指数将提高分析师对标的企业的关注度,因为我国资本市场开放会使得市场对分析师的需求增加,海外投资者相比境内投资者来说,对内地企业的了解程度会更低一些(万华林等,2022),因此,他们需要通过研读分析师的分析预测报告来熟悉投资标的,这些信息需求会促使分析师提供更多有关标的公司的研究报告(郭阳生等,2018),他们会充分挖掘、收集、处理这些信息来帮助境外投资者的投资决策做参考。Bae(2006)观察到资本市场开放对新兴市场国家上市公司的信息环境产生了显著的正面效应。具体来说,这种开放环境不仅促使了更多分析师关注并追踪这些公司,而且还提升了分析师预测的准确性。此外,公司入选 MSCI 指数时,其声誉和知名度将得到大幅提升,进而吸引国内外市场的广泛关注,进一步促使分析师们对这些公司进行跟踪(冯天楚和邱保印,2020)。

与此同时,分析师凭借其专业能力,致力于深入挖掘企业内部信息,并将这些关乎企业业绩的估值评价向市场发布,这一行为提高了信息传播速度和广大投资者对企业相关信息的了解程度。因此,市场得以更加精准地识别管理层可能存在的自利动机以及偷懒懈怠行为,从而能有效缓解代理冲突。Jensen 和 Meckling(1976)这一经典文献率先提出了分析师可以改善公司治理,作者指出分析师作为信息中介具有信息优势,能够增加公司价值,分析师跟踪发布的分析报告提高了公司的信息透明度,也能揭示出公司管理层对资源的错误使用,其监督效应减少了公司管理层与外部投资人之间的代理成本。国内研究也发现分析师作为重要的外部治理机制能减少信息不对称,对公司的代理问题有一定的约束作用(谭雪,2016),其监督效应也会减少管理层攫取私人收益的行为(李常安等,2016),进而降低企业的代理成本。此外,证券分析师作为一种中介机构,通过解读公司信息

并发布研究报告，促进信息在市场上的传播。同时分析师研究报告受到媒体和政府相关部门关注，增加了大股东侵占行为被发现的概率，对大股东掏空行为产生制约作用（Miller, 2006; Dyck et al., 2010）。综上，提出本文的第二个研究假设：

H2: A 股纳入 MSCI 指数将增强分析师关注，从而降低企业代理成本。

（2）机构投资者持股

我国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数会获得国际投资者的广泛关注，这也将带动更多国内机构投资者的跟进，进一步加强了对企业的监督治理效应(倪晓然和顾明, 2020)。特别是那些来自发达资本市场的机构投资者，他们由于身处更为成熟和规范的市场环境，这些机构投资者不仅具备更强的监督能力，还拥有更为丰富的经营管理经验，机构投资者能够引入先进的治理制度，从而改善和提升企业的治理机制 (Ferreira and Matos, 2008; Aggarwal et al, 2011)。入选 MSCI 指数的标的企业一般都拥有卓越的财务实力和较强的可持续发展能力，他们往往将吸引到更多的机构投资者对他们进行投资(顾煜和施雯, 2021)。

机构投资者在公司治理中有着重要的地位，他们不仅有专业的投资能力和庞大的投资规模，还具备监督、约束企业管理层行为的能力。相较于一般投资者，机构投资者能够运用更加高效的治理手段，对企业管理层自利行为进行监督和约束（孙光国等，2015），从而提高企业的治理水平。A 股纳入 MSCI 新兴市场指数后，所引入的境外机构投资者多数属于理性投资者范畴，他们具有丰富的投资经验，能够保持相对的独立性，不易出现与上市公司管理层串通的现象（Hartzell and Starks, 2003），机构投资者参与上市公司治理过程中发挥的监督职能，有效降低了企业管理层投资低效的风险，进而缓解了第一类代理问题。此外，境外机构投资者在投资实践中，更倾向于坚守价值投资的原则，他们注重的是企业的长期战略价值和成长潜力，而非短视地追求短期的套利收益。（Noe, 2002），因而更加关注大股东是否发生损害企业价值的行为，增强中小股东在公司成长过程中的作用，从而在一定程度上减少第二类代理问题的出现。由此，本文提出第三个研究假设：

H3: A 股纳入 MSCI 指数将提高机构投资者持股比例，从而降低企业代理成本。

综上，本文有关分析师关注、机构投资者持股对企业代理成本的影响路径如图 3.1 所示：

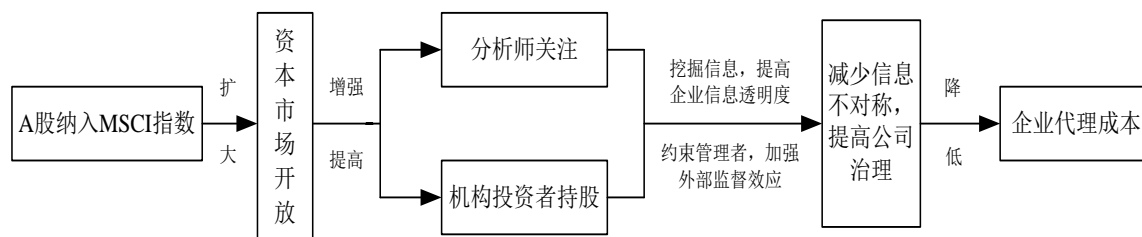


图 3.1 影响企业代理成本的路径图

4 实证分析

4.1 研究设计

4.1.1 样本选择与数据来源

本文旨在从 A 股纳入 MSCI 指数这一特定视角出发，深入探究资本市场开放对企业代理成本产生的具体影响。鉴于 A 股正式成为 MSCI 指数成分股的时间节点为 2018 年，为确保研究样本的对称性，本文选取了 2013 年至 2022 年间沪深 A 股上市公司的相关数据作为原始研究样本。其中，将 2018 年后被纳入 MSCI 指数的 A 股公司划定为实验组样本，而未被纳入的则归为控制组样本。为确保研究结果的可靠性，本文对样本进行了整理筛选。在对原始样本数据进行处理时，本文严格遵循学术界普遍使用的方法，具体做法如下：

- (1) 剔除金融类企业；
- (2) 剔除被标记为 ST、ST*的企业；
- (3) 剔除净利润率和资产负债率异常的观测值；
- (4) 剔除重要数据缺失的观测值；
- (5) 剔除被纳入 MSCI 指数名单后又被调出的 A 股，以排除指数调整过程中所带来的干扰；

此外，在数据处理过程中，为了减轻极端值可能引发的偏差，本文对所有相关变量进行了缩尾 (Winsorize) 处理。最终整理出 14787 个企业-年度的观测值。本文的 MSCI 指数成分股名单系通过明晟公司官网手工整理所得，其余所需数据均来自国泰安数据库和锐思数据库，本文实证部分所用到的计量软件为 Stata17.0。

4.1.2 变量设定

(1) 被解释变量

被解释变量是企业代理成本 (Ac_i)。现有文献中，主要将企业代理成本分为第一类代理成本 ($Ac1$) 和第二类代理成本 ($Ac2$)。其中第一类代理成本指的是

公司管理层与股东之间形成的代理成本；第二类代理成本指的是大股东与中小股东之间的代理成本。

第一类代理成本 (Ac1): 目前的学术文献中, 第一类代理成本的衡量指标主要有两类, 一是管理费用率, 即管理费用与营业收入的比值; 二是资产周转率, 即营业收入与平均总资产的比值, 当经理人出现偷懒和懈怠等情况时, 这些行为会反映在资产周转率上, 暴露出资产使用效率低下的问题, 进而反映出代理成本的增加。鉴于管理层在职消费等支出一般都计入管理费用, 管理费用率上升意味着管理层与股东间的第一类代理成本增加。因此, 本文参考李井林 (2021) 的方法, 以管理费用率来衡量企业第一类代理成本。并且, 本文将采用资产周转率来进行后文的稳健性检验。

第二类代理成本 (Ac2): 已有文献中, 度量第二类代理成本的指标主要有两类, 一是大股东占款, 大股东一般通过暂借款的方式形成其他应收款, 但是不同学者对大股东占款所选取的指标有所不同, 本文参考蒋荣等 (2010) 的做法, 利用大股东资金净占用率, 即其他应收款与其他应付款的差值与总资产的比值来衡量大股东占款, 该比率越高, 说明大股东掏空上市公司的情况越严重, 第二类代理成本也就越高。二是关联交易, 通过关联交易形成应收账款实现对上市公司资金的占用。相较于应收账款, 其他应收款由于其特性更不易被外界察觉, 因此常被大股东用作隐蔽的“隧道行为”手段。故本文借鉴罗进辉 (2012) 等学者的研究方法, 利用大股东资金占用率, 即其他应收款与资产总额的比值来作为后文对第二类代理成本进行稳健性检验的替代指标。

(2) 解释变量

解释变量是 MSCI 指数成分股, 用“Treat×Post”表示本文的核心解释变量, 代表了该企业是否被纳入 MSCI 指数成分股。若企业被纳入进 MSCI 指数, 则 Treat 取值为 1; 否则取值为 0。由于不同企业纳入 MSCI 指数的时间不同, 2018 年 6 月是第一批 A 股被纳入 MSCI 指数的时间, 因此处于 2018 年以及之后的年份 Post 取值为 1, 2018 年之前的年份 Post 取值为 0。

(3) 控制变量

参考有关企业代理成本领域的相关文献, 本文从公司的财务状况以及公司治

理状况两个方面选取其他可能影响企业代理成本的因素加以控制。本文所用到的控制变量:在公司财务状况方面,包括公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、盈利能力(Roa)、企业年龄(Age)、投资机会(Tobinq)、营业收入增长率(Grow);在公司治理状况方面,包括董事长与总经理两职合一(Dual)、董事会规模(Dirnum)、独立董事比例(Ibr)、产权性质(Soe)、第一大股东持股比例(Top1);最后控制了公司的年度(Year)与行业状况(Ind)。所有变量的具体定义如下表 4.1 所示:

表 4.1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量解释与说明
被解释变量	第一类代理成本	Ac1	管理费用/营业收入
	第二类代理成本	Ac2	(其他应收款-其他应付款) /资产总额
解释变量	MSCI 成分股	Treat×Post	若企业当期加入 MSCI 指数则取 1, 否则取 0。
分组变量	Treat	Treat	企业曾被纳入过 MSCI 指数为实验 组, 取值为 1; 否则为控制组, 取值为 0。
中介变量	分析师关注度	Analyst	当年分析师跟踪人数(团队) 数量取对数
	机构投资者持股比例	Ins	年末机构投资者持股数量 /年末流通股数
控制变量	公司规模	Size	期末资产总额的自然对数
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	盈利能力	Roa	净利润/总资产
	企业年龄	Age	企业上市年龄
	投资机会	Tobinq	股票市值/总资产
	营业收入增长率	Grow	(本期营业收入-上期营业入) /上期营业收入
	两职合一	Dual	虚拟变量, 当公司的董事长与 CEO 是同一个人时取值为 1, 否则为 0
	董事会规模	Dirnum	年末董事会人数的自然对数
	独立董事比例	Ibr	独立董事人数/董事会总人数
	产权性质	Soe	虚拟变量, 国有企业取值为 1, 否则为 0
第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股数量 /年末总股本	

4.1.3 模型设定

由于 MSCI 成分股的变动较大,2018 年 5 月,234 只 A 股股票首次纳入 MSCI 新兴市场指数,后于 2019 年经历三次扩容,分别发生在 5 月、8 月和 11 月。同时,明晟公司每个季度都会对旗下成分股做出调整,以应对公司财务、股价及政策法规的变动带来的影响,所以 A 股上市公司被选为标的股的时间节点不一致,因此使用传统的双重差分模型无法进行估计。为了使 A 股纳入 MSCI 指数对企业代理成本的影响在实证部分的研究更为全面,本文借鉴陈运森(2019)的模型设定方式,采用多时点双重差分(DID)模型,该模型在一定程度上能够缓解内生性偏误的问题,具体回归模型的构建方式如式(4-1)所示:

$$Ac_{i,t} = \alpha + \beta Treat_i \times Post_t + \gamma Controls_{i,t} + \mu_{ind} + \mu_{year} + \varepsilon_{i,t} \quad (4-1)$$

上述模型中, $Ac_{i,t}$ 是模型的被解释变量企业代理成本,表示企业*i*在第*t*年的代理成本。 $Treat_i$ 为虚拟变量,当公司属于 MSCI 指数标的股时, $Treat_i$ 取 1,否则取 0; $Post_t$ 为 A 股纳入 MSCI 指数的时间,若公司在 2018 年及之后, $Post_t$ 取 1,否则取 0。 $Controls_{i,t}$ 指代的是所有公司层面的控制变量,其系数 γ 代表各变量对企业代理成本的影响程度。此外,为了排除随时间变化因素的干扰,本文引入了年份固定效应 μ_{year} ;为了控制不同企业之间的异质性,本文加入了行业固定效应 μ_{ind} , $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机扰动项。回归系数 β 是本文重点关注的系数,反映了 A 股纳入 MSCI 指数为代表的资本市场开放事件对企业代理成本的影响。

机制检验部分将采用中介效应模型来完成。本节在前文理论分析的基础上,将检验 A 股“入摩”对企业代理成本的影响路径,即分析师关注(Analyst)与机构投资者持股比例(Ins)是否成立。目前学术界关于中介效应的检验方法主要包括温忠麟等(2014)的“逐步回归法”以及江艇(2022)的“两步法”,两步法与逐步回归法不同点就在于,两步法只需要分析自变量对中介变量的影响,而中介变量对因变量的影响需要用已有的文献去进行理论阐述,该方法能减轻逐步回归法对模型估计造成的内生性问题。由于变量间的关系相对复杂,考虑到逐步回归法在经济金融领域存在的局限性,为避免原先逐步回归法会对模型估计额外增加的

内生性问题，本文参考江艇（2022）关于对中介作用进行机制检验的操作建议，在主回归模型显著的基础上，仅对资本市场开放“Treat×Post”与分析师关注（Analyst）和机构投资者持股(Ins)进行实证分析，中介变量与企业代理成本的关系主要通过利用已有的文献进行理论分析。因此，本文构建如下模型并结合前文的理论分析来检验分析师关注（Analyst）与机构投资者持股(Ins)在资本市场开放对企业代理成本的影响过程中所发挥的中介作用，具体见式（4-2）。

$$\text{Analyst(Ins)} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Treat} \times \text{Post} + \gamma_0 \text{Controls} + \text{Ind} + \text{Year} + \varepsilon \quad (4-2)$$

4.2 实证结果与分析

4.2.1 描述性统计与相关性分析

（1）描述性统计

表 4.2 是本文主要变量的描述性统计结果，本文的样本总量为 14787。如表所示，第一类代理成本（Ac1）的平均值为 0.082，标准差为 0.071，最小值和最大值分别为 0.008 和 0.456，表明样本公司第一类代理成本存在较大差异。第二类代理成本（Ac2）的平均值为 0.006，标准差为 0.088，最小值和最大值分别为 -0.222 和 0.282，可见我国企业第二类代理成本差异相比第一类代理成本波动较小。Treat 均值为 0.158，说明我国被纳入 MSCI 指数的 A 股占比很小，我国上市公司在国际资本市场中的认可度还有待提高，上市公司应该不断提升自身的综合能力。对于控制变量而言，资产规模（Size）平均值为 22.752，且标准差为 1.347，说明样本企业总资产规模存在较大差异。资产负债率（Lev）平均值为 0.467，处在一个合理的区间。成长性指标（Grow）的波动范围颇明显，其最大值高达 7.902，而最小值则低至 -0.714。同时，该指标的标准差达到 1.095，显示出不同企业在发展前景上因各个因素情况不同呈现出较大的差异。在盈利能力方面，不同上市公司间的差距同样显著，盈利能力指标（Roa）的最小值为 -0.208，最大值则为 0.200，这一数据对比揭示了各公司盈利能力的差异悬殊。自 1990 年沪深交易所成立至今，综合实力较强的各个公司陆续进行了 IPO 上市交易，因此，样本企业之间的

上市年龄 (Age) 也呈现出大小差异。董事会规模 (Dirnum) 的平均值为 2.264, 独立董事比例 (Ibr) 的平均值为 0.376, 高于上市公司独立董事制度的规定。两职合一 (Dual) 的均值为 0.198, 说明存在董事长兼任总经理情况的企业仅为五分之一左右。所有权性质 (Soe) 的均值为 0.512, 说明样本中有 51.2% 的企业为国有企业。各个控制变量大致都处于合理范围内, 与现有文献中相关控制变量的取值范围相比较, 显示出一定的可比性和一致性。

表 4.2 描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
Ac1	14787	0.082	0.071	0.064	0.008	0.456
Ac2	14787	0.006	0.088	-0.001	-0.222	0.282
Treat×Post	14787	0.062	0.242	0.000	0.000	1.000
Treat	14787	0.158	0.365	0.000	0.000	1.000
Size	14787	22.752	1.347	22.583	19.942	26.710
Lev	14787	0.467	0.201	0.467	0.070	0.909
Roa	14787	0.033	0.058	0.030	-0.208	0.200
Age	14787	2.583	0.577	2.773	0.693	3.332
Tobinq	14787	1.969	1.390	1.512	0.815	9.226
Grow	14787	0.379	1.095	0.118	-0.714	7.902
Dual	14787	0.198	0.399	0.000	0.000	1.000
Dirnum	14787	2.264	0.174	2.303	1.792	2.773
Ibr	14787	0.376	0.554	0.357	0.333	0.571
Soe	14787	0.512	0.500	1.000	0.000	1.000
Top1	14787	0.346	0.150	0.325	0.086	0.74

(2) 相关性分析

表 4.3 详细展示了变量的相关性分析结果, 这一分析旨在衡量各变量间关系的紧密程度。进行相关性变量的分析主要是为了评估变量间的相关性系数, 量化

它们之间的关联程度；其次，初步甄别是否存在多重共线性问题，确保分析结果的准确性和可靠性。通过表中的数据，可以观察到 A 股纳入 MSCI 指数“ $Treat \times Post$ ”与第一类代理成本（ $Ac1$ ）的相关性系数为-0.128，且在 1%的水平上显著；同时，与第二类代理成本（ $Ac2$ ）的相关性系数为-0.062，同样在 1%的水平上显著。这一结果初步表明，资本市场的开放能够有效降低企业的两类代理成本。此外，大部分控制变量与两类代理成本的相关性程度符合预期和现有文献的描述。主要变量间相关系数的绝对值普遍较小且显著，大部分数值均小于 0.5，进一步证实本文的研究结果并未受到多重共线性的影响，从而确保了后文分析结果的稳健性和可靠性。

表 4.3 相关性分析

变量	Ac1	Ac2	Treat×Post	Size	Lev	Roa	Age	Tobinq	Grow	Dual	Dirnum	Ibr	Soe	Top1
Ac1	1													
Ac2	0.098***	1												
Treat×Post	-0.128***	-0.062***	1											
Size	-0.385***	-0.260***	0.372***	1										
Lev	-0.248***	-0.246***	0.047***	0.452***	1									
Roa	-0.184***	0.033***	0.107***	0.068***	-0.351***	1								
Age	-0.083***	-0.222***	0.116***	0.240***	0.225***	-0.071***	1							
Tobinq	0.330***	0.144***	0.026***	-0.458***	-0.285***	0.161***	-0.076***	1						
Grow	0.042***	-0.033***	-0.028***	0.004	0.099***	-0.007	0.060***	0.018***	1					
Dual	0.039***	0.092***	-0.001	-0.097***	-0.061***	0.009	-0.152***	0.079***	-0.014*	1				
Dirnum	-0.075***	-0.090***	0.051***	0.219***	0.112***	0.030***	0.086***	-0.133***	-0.01	-0.166***	1			
Ibr	0.016*	-0.010	0.065***	0.078***	0.024***	-0.019*	0.007	0.038***	0.012	0.081***	-0.496***	1		
Soe	-0.093***	-0.250***	0.014*	0.245***	0.215***	-0.080***	0.398***	-0.155***	0.040***	-0.276***	0.209***	0.005	1	
Top1	-0.157***	-0.182***	0.039***	0.253***	0.050***	0.120***	-0.038***	-0.115***	0.023***	-0.114***	0.038***	0.042***	0.275***	1

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平下显著。

4.2.2 主回归结果分析

表 4.4 是模型 (4-1) 的回归结果。表中的第 (1) 和第 (2) 列是在不加入其他控制变量, 只控制行业和年份的情况下, 回归结果显示本文核心解释变量“ $Treat \times Post$ ”与第一类代理成本 (Ac1) 的回归系数为-0.0058, 在 1%水平上显著为负, 说明 A 股纳入 MSCI 指数显著降低了企业的第一类代理成本。A 股纳入 MSCI 指数“ $Treat \times Post$ ”与第二类代理成本 (Ac2) 的回归系数为-0.0052, 在 5%水平上显著负相关, 这说明 A 股纳入 MSCI 指数显著降低了企业的第二类代理成本。第 (3) 和第 (4) 列加入了其他控制变量, 并且同时控制住行业和年份, 实证结果显示核心解释变量“ $Treat \times Post$ ”的回归系数分别为-0.0042 和-0.0046, 在 1%和 5%水平上显著为负, 说明 A 股纳入 MSCI 指数显著降低了企业两类代理成本, 主回归结果与预期结论一致, 检验了假设 1。有关其他控制变量, 公司规模 (Size) 与两类代理成本显著负相关, 说明公司规模越大, 两类代理成本越低。企业上市年龄与两类代理成本显著负相关, 说明企业上市年龄越大, 企业两类代理成本越低。总体上核心解释变量“ $Treat \times Post$ ”的回归结果符合理论分析与研究假设, 大部分控制变量与现有研究和前文预期一致。

表 4.4 主回归检验表

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Ac1	Ac2	Ac1	Ac2
Treat × Post	-0.0058*** (0.001)	-0.0052** (0.002)	-0.0042*** (0.001)	-0.0046** (0.002)
Size			-0.0126*** (0.001)	-0.0020* (0.001)
Lev			-0.0257*** (0.002)	-0.0666*** (0.004)
Roa			-0.2447*** (0.0256)	0.0004 (0.009)
Age			-0.0224*** (0.002)	-0.0051** (0.003)
Tobinq			0.0024*** (0.000)	-0.0009 (0.000)
Grow			0.0004 (0.001)	0.0003** (0.000)

续表 4.4 主回归检验表

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Ac1	Ac2	Ac1	Ac2
Dual			0.0001 (0.001)	0.0003 (0.001)
Dirnum			0.0069** (0.003)	0.0038 (0.005)
Ibr			0.0000 (0.000)	-0.0004*** (0.000)
Soe			0.0018 (0.001)	-0.0032 (0.003)
Top1			-0.0000 (0.000)	0.0001 (0.000)
_cons	0.0738*** (0.000)	0.0058*** (0.000)	0.4174*** (0.018)	0.1014*** (0.028)
行业	YES	YES	YES	YES
年份	YES	YES	YES	YES
N	14787	14787	14787	14787
R ²	0.742	0.783	0.771	0.789

注：*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著，下同。

4.2.3 平行趋势检验

由于本文的实证方法采用的是多时点双重差分方法来检验 A 股纳入明晟指数对企业代理成本的影响，使用该方法的一个重要前提条件就是在被纳入 MSCI 指数的 A 股（实验组）与没有被纳入 MSCI 指数的 A 股（控制组）在政策实施之前的企业代理成本不存在显著差异或者有共同增长趋势。本文将以 2018 年（即 A 股首次被纳入 MSCI 指数的时间）作为基准组，对政策在不同年份之间的动态经济效应进行呈现。参考前人研究，在主回归模型中引入政策实施前后五年的虚拟变量， $(\text{Treat}_i \times \text{Post}_t)^{-5}$ 、 $(\text{Treat}_i \times \text{Post}_t)^{-4}$ 、 \dots 、 $(\text{Treat}_i \times \text{Post}_t)^4$ 分别是在政策起始年的前 5、4、3、2、1、当年、以及政策起始年后的 1、2、3、4 年的标的公司取值为 1，否则取值为 0，其余控制变量与基准回归保持一致。同时，为了避免出现完全共线性问题，在平行趋势检验时将基准组政策实施前的一期进行剔除。具体检验模型如（4-3）式所示：

$$Ac_{i,t} = \alpha + \beta_{-5}(Treat_i \times Post_t)^{-5} + \beta_{-4}(Treat_i \times Post_t)^{-4} + \dots + \beta_4(Treat_i \times Post_t)^4 + \gamma Controls_{i,t} + \mu_{ind} + \mu_{year} + \varepsilon_{i,t} \quad (4-3)$$

由图 4.1 和图 4.2 可以发现，在政策实施之前，回归系数均不显著，说明了在 A 股被纳入 MSCI 指数之前，实验组与控制组之间的表现并未显示出明显的差异，符合平行趋势检验的假设。然而，当 A 股被纳入 MSCI 指数之后，回归系数始终显著为负，这在一定程度上反映了 A 股纳入 MSCI 指数后，标的公司的两类代理成本有所降低。

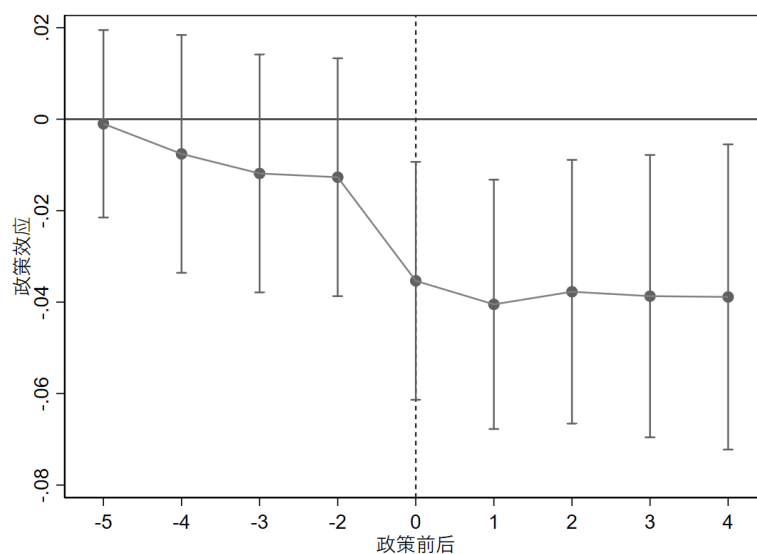


图 4.1 第一类代理成本 (Ac1) 平行趋势检验图

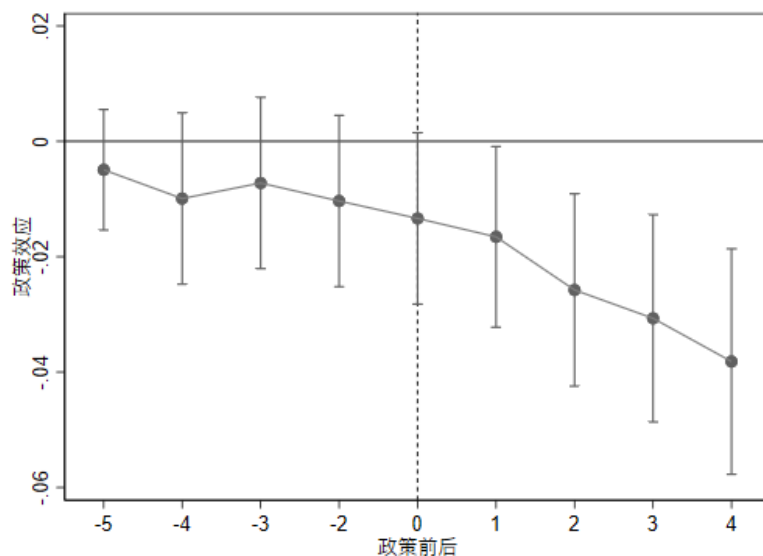


图 4.2 第二类代理成本 (Ac2) 平行趋势检验图

4.2.4 稳健性检验

(1) 安慰剂检验

鉴于本文的研究结果可能受到外部因素的潜在影响，例如其他政策变动或偶然性事件的干扰。为确保研究结论的可靠性，本文将采用随机抽取虚构样本的安慰剂检验方法，这种方法的核心在于通过随机抽取虚构样本，对研究结论进行验证。如果虚构样本组的估计结果依然显著，这就表明主回归结果可能存在偏误，被解释变量的变动可能受到了其他未知因素的干扰。根据前人研究，本文模拟了 A 股纳入 MSCI 指数的随机过程 500 次，并进行回归分析。重点分析回归中伪政策虚拟变量的显著性，并绘制分布图。安慰剂检验结果如图 4.3 和图 4.4 所示，随机生成后的伪政策虚拟变量的系数均位于 0 附近，而“ $Treat \times Post$ ”系数的真实值约为 -0.006 和 -0.005，这两个值明显显著异于趋近于 0 的虚假系数。并且随机模拟回归生成的大多数 P 值均位于 10% 虚线值以上，说明随机抽样得出的伪政策虚拟变量“ $Treat \times Post$ ”系数在 10% 的水平下不显著，表明 A 股纳入 MSCI 指数对企业两类代理成本的降低作用遭受其他未知因素影响的可能性不大，因此安慰剂检验确保了主回归结果的可靠性。

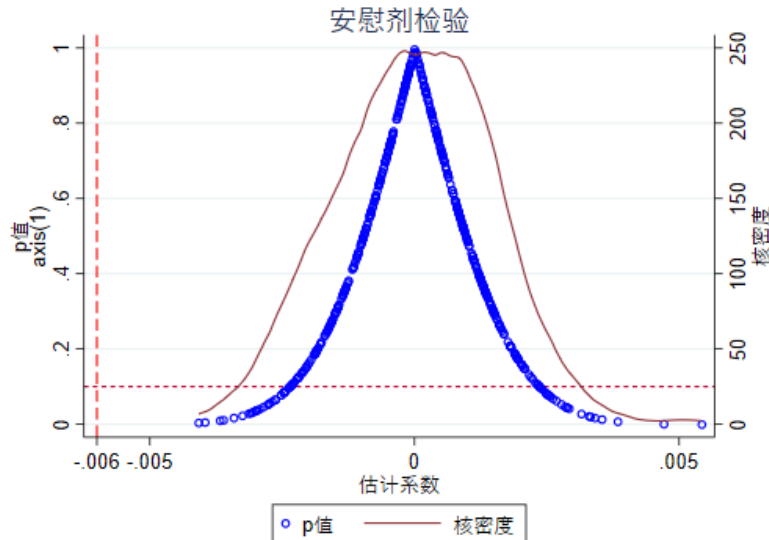


图 4.3 第一类代理成本 (Ac1) 安慰剂检验结果图

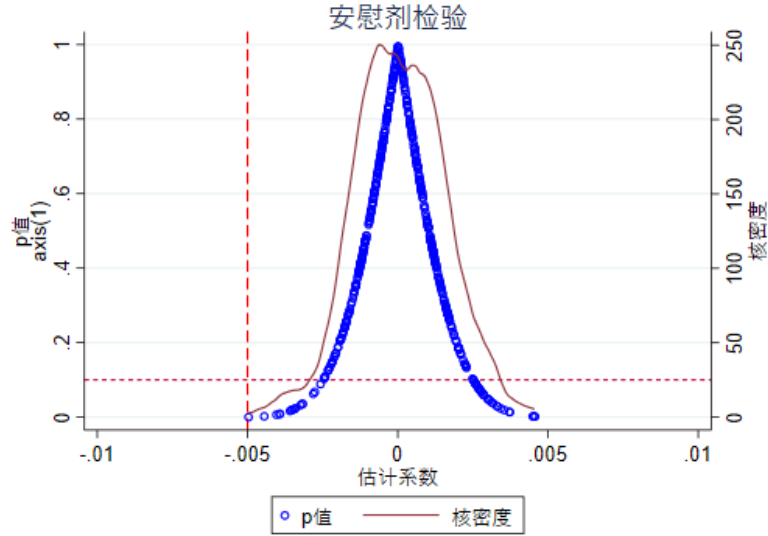


图 4.4 第二类代理成本（Ac2）安慰剂检验结果图

（2）倾向得分匹配法

本文主回归部分的研究结果表明，A 股纳入 MSCI 指数能够对企业代理成本起到降低作用，但可能存在选择性偏差而导致的内生性问题。因为 MSCI 中国指数的筛选指标是根据股票规模、最低自由流通市值、最低流动性等因素综合考虑而确定的。也就是说在 MSCI 新兴市场指数中，被纳入的 A 股上市公司并非随意选定，而是经过严格筛选的。这些标的公司与未被纳入的非标的公司之间在经营规模、业绩表现、行业地位等方面可能本身就存在显著的差异。因此，本文采用倾向得分匹配（PSM）这一方法，为每一个纳入 MSCI 指数的标的公司筛选出相应的非标的公司作为控制样本，然后再进行 PSM-DID 检验，使得研究结果更具说服力。本文参考刘军和史学睿（2022）的方法，选用公司规模（Size）、盈利能力（Roa）、资产负债率（Lev）和营业收入增长率（Grow）方面相似的企业，采用相邻不放回的方法构建 Logit 模型，按照 1：4 卡尺内近邻匹配，利用得分筛选与实验组配对的控制组。

平衡性检验结果由表 4.5 可知，所有协变量经匹配后对应的标准化偏度的绝对值均小于 10%。这表明 PSM 匹配后，控制组与实验组的偏差获得了修正，各方面的特征已经具有了较大相似性，因此使用倾向性得分匹配法选出的控制组通过了平衡性检验。表 4.6 中检验结果也表明，匹配后样本的总体均值已经

不存在显著差异。图 4.5 各变量的标准化偏差图可以更加直观看出现在没有进行 PSM 匹配的情况下，公司规模（Size）、盈利能力（Roa）、资产负债率（Lev）和营业收入增长率（Grow）都存在较大的标准化偏差，但在 PSM 匹配以后各个协变量均不存在显著差异，这使得实验组和控制组在其他维度上具备可比性，说明本文的倾向得分匹配方法较为理想。

表 4.5 匹配变量平衡性测试

变量	匹配前/后	实验组均值	控制组均值	%偏误	t 值	p>t
Size	匹配前	24.015	22.515	110.5	54.11	0.000
	匹配后	24.013	24.043	-2.2	-0.66	0.509
Lev	匹配前	0.490	0.462	14.1	6.18	0.000
	匹配后	0.491	0.494	-1.5	-0.53	0.596
Roa	匹配前	0.528	0.029	41.2	18.28	0.000
	匹配后	0.527	0.492	6.2	2.23	0.026
Grow	匹配前	0.313	0.392	-7.7	-3.20	0.001
	匹配后	0.313	0.328	-1.5	-0.58	0.565

表 4.6 样本总体均值偏差检验

Sample	LRchi2	MeanBias	p>chi2
Unmatched	2870.43	43.4	0.000***
Matched	6.25	2.8	0.181

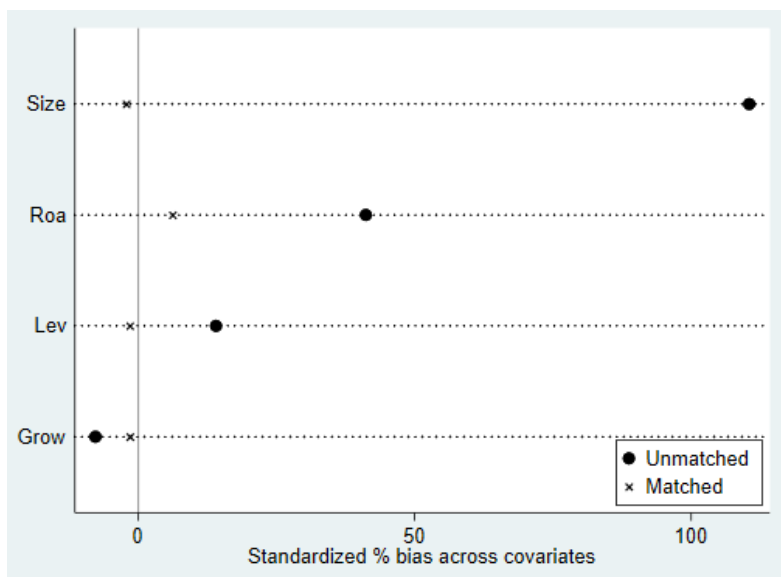


图 4.5 PSM 平衡性检验图

表 4.7 报告了 PSM 后的多时点双重差分模型回归结果，核心解释变量“Treat×Post”的系数分别为-0.0061 和-0.0047，分别在 1%和 5%的水平下显著，证明了主回归结果的稳健性。

表 4.7 PSM-DID 检验结果

变量	(1)	(2)
	Ac1	Ac2
Treat×Post	-0.0061 ^{***} (0.0019)	-0.0047 ^{**} (0.0022)
Size	-0.0138 ^{***} (0.0015)	-0.0049 ^{***} (0.0017)
Lev	-0.0554 ^{***} (0.0061)	-0.0706 ^{***} (0.0073)
Roa	-0.1928 ^{***} (0.0127)	0.0276 [*] (0.0151)
Age	-0.0162 ^{***} (0.0034)	-0.0021 (0.0040)
Tobinq	0.0003 (0.0007)	-0.0008 (0.0008)
Grow	0.0015 ^{***} (0.0006)	-0.0000 (0.0007)
Dual	0.0011 (0.0018)	-0.0024 (0.0021)

续表 4.7 PSM-DID 检验结果

变量	(1)	(2)
	Ac1	Ac2
Dirnum	-0.0026 (0.0059)	0.0076 (0.0069)
Ibr	-0.0000 (0.0002)	-0.0020 (0.0046)
Soe	0.0134*** (0.0039)	0.007 (0.004)
Top1	-0.0001 (0.0001)	0.0000 (0.0001)
_cons	0.4723*** (0.0360)	0.1325*** (0.0425)
行业	YES	YES
年份	YES	YES
N	6095	6095
R ²	0.747	0.838

注：*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。

(3) 替换被解释变量

参考相关文献，本文选取资产周转率 (Ac3)，即营业收入与平均总资产的比值，用以替代第一类代理成本进行稳健性检验，但是这一指标具有反向性，意味着资产周转率提高，证明第一类代理成本反而降低。本文采用大股东资金占用率 (Ac4) 这一指标，即其他应收款与资产总额的比值，用以替代第二类代理成本进行稳健性检验。根据表 4.8 可以看出，“Treat×Post”的回归系数分别表现为 0.047 和 -0.007，且这两个系数在 1% 的显著性水平下均显著。说明 A 股纳入 MSCI 指数对于企业代理成本的降低作用依然成立，确保了本文主回归结果的稳健性。

(4) 剔除其他政策效应

考虑到沪深港通政策对我国资本市场产生的重要影响，并且我国沪港通实施于 2014 年 11 月，深港通开启于 2016 年 12 月，均属于本文样本期间内。同时，MSCI 标的股也都属于沪港通标的，这可能导致实验组与控制组存在较大差异。因此，为排除沪深港通政策实施对我国资本市场的影响，本文借鉴顾煜和施雯 (2021) 的研究，将总样本缩减至沪深港通股票范围内，在此基础上，以其间纳入 MSCI 指数的股票作为实验组，其余为控制组，重新进行回归分析。回归结果

如表 4.8 的第 (3) 列和第 (4) 列所示, 在排除沪深港通影响后, A 股纳入 MSCI 指数对企业代理成本的降低作用依然在 1% 水平下显著成立, 研究结果保持不变。

表 4.8 稳健性检验结果表

	替换被解释 变量 (1) Ac3	替换被解释 变量 (2) Ac4	总样本缩减至 沪深港通范围 (3) Ac1	总样本缩减至 沪深港通范围 (4) Ac2
Treat×Post	0.047*** (0.011)	-0.007*** (0.002)	-0.010*** (0.003)	-0.010*** (0.003)
Size	-0.031*** (0.003)	0.008*** (0.000)	-0.015*** (0.002)	-0.005** (0.002)
Lev	0.369*** (0.015)	-0.079*** (0.003)	-0.037*** (0.007)	-0.066*** (0.008)
Roa	1.683*** (0.047)	0.044*** (0.004)	-0.251*** (0.012)	0.016 (0.014)
Age	-0.019*** (0.005)	-0.012*** (0.001)	-0.012*** (0.004)	-0.002 (0.004)
Tobinq	-0.003 (0.002)	-0.005*** (0.000)	0.004*** (0.001)	0.001* (0.001)
Grow	-0.054*** (0.002)	0.000 (0.000)	-0.001 (0.001)	0.002** (0.001)
Dual	-0.025*** (0.006)	-0.000** (0.001)	-0.003* (0.002)	0.004* (0.002)
Dirnum	-0.089*** (0.017)	0.005 (0.003)	0.009 (0.007)	0.004* (0.009)
Ibr	-0.002*** (0.001)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.012*** (0.005)
Soe	-0.008 (0.006)	0.001 (0.001)	-0.011*** (0.004)	0.000 (0.000)
Top1	0.001*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
_cons	1.387*** (0.069)	-0.115*** (0.012)	0.464*** (0.044)	0.163*** (0.052)
行业	YES	YES	YES	YES
年份	YES	YES	YES	YES
N	14787	14787	5225	5225
R ²	0.130	0.148	0.752	0.794

注: *、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。

4.3 影响机制分析

本节将检验资本市场开放对企业代理成本的影响路径，即检验分析师关注（Analyst）与机构投资者持股（Ins）在资本市场开放对企业代理成本影响过程中的中介作用，本文参考江艇（2022）关于中介作用检验的操作建议，利用两步法以减轻逐步回归法中存在的内生性问题。本文已经在前文 3.2.2 小节部分着重分析了分析师关注与机构投资者持股对企业代理成本的影响，实证部分则主要考察资本市场开放对中介变量的影响，即按照式（4-2）模型，设定采用固定行业和年份进行实证回归，其中解释变量为资本市场开放的代理变量，即 A 股纳入 MSCI 指数“ $Treat \times Post$ ”；被解释变量则为中介变量，即分析师关注（Analyst）与机构投资者持股比例（Ins）。

4.3.1 分析师关注

A 股纳入 MSCI 指数后，分析师关注度提升，分析师们凭借专业的信息搜集与处理能力，不仅能够深入剖析公司的运营状况，还能够对企业的行为形成有效的监督与约束（张曾莲和施雯，2021），这种监督作用有助于完善企业的信息环境，进而提升公司整体治理水平。同时，分析师的专业能力有助于挖掘更多公司信息，改善市场信息环境，并且进一步对管理层行为形成约束，故而有利于降低企业代理成本。因此，分析师关注在资本市场开放与企业代理成本之间起到了一定的中介作用。

分析师关注的中介效应检验结果具体见表 4.9 的所示，在加入控制变量并对行业和年份进行双固定的情况下，根据列（1）的结果，核心解释变量“ $Treat \times Post$ ”与分析师关注（Analyst）的回归结果的系数值为 0.331，且在 1%水平上显著，表明 A 股纳入 MSCI 指数能够显著提高分析师关注度。上述结果符合理论预期，证实了 A 股纳入 MSCI 指数能够通过提高分析师关注度从而降低企业代理成本。本文的研究假设 H2 得以验证。

4.3.2 机构投资者持股比例

资本市场开放引入的境外机构投资者会参与公司治理。这些机构投资者不仅能为中小股东提供代理监督企业经营活动的角色，还能与大股东形成有效的制衡机制。此外，它们的参与使得管理层的行为受到了更为严格和细致的监督，防范管理层道德风险的发生。机构投资者通过直接与管理层沟通，积极参与公司的内部治理，这种机制被称为“用手投票”（Ferreira and Matos, 2008; Aggarwal et al, 2011）；同时，机构投资者还可以利用市场机制，通过买卖股票等方式间接影响管理层的决策行为，这种方式被称为“用脚投票”（Edmans, 2009）。因此，在资本市场开放与企业代理成本的关系中，机构投资者持股比例成为一个重要的中介变量，其能够通过影响公司治理结构对企业代理成本产生影响。

表 4.9 的第（2）列，A 股纳入 MSCI 指数“ $Treat \times Post$ ”对机构投资者持股比例（Ins）的影响在 1%水平下显著为正，结果证实了 A 股纳入 MSCI 指数能够通过提高机构投资者持股比例从而降低企业代理成本。说明机构投资者持股比例在两者之间存在中介效应。本文的研究假设 H3 得以验证。

表 4.9 机制检验表

	(1) Analyst	(2) Ins
Treat \times Post	0.331*** (0.030)	0.037*** (0.006)
Size	0.585*** (0.017)	0.094*** (0.003)
Lev	-0.489*** (0.065)	-0.222*** (0.013)
Roa	2.894*** (0.128)	0.489*** (0.047)
Age	-0.288*** (0.038)	0.034*** (0.012)
Tobinq	0.179*** (0.007)	-0.003 (0.003)
Grow	-0.011* (0.006)	0.023*** (0.004)

续表 4.9 机制检验表

	(1) Analyst	(2) Ins
Dual	0.082*** (0.020)	-0.000 (0.004)
Dirnum	0.055 (0.071)	0.029 (0.018)
Ibr	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.001)
Soe	-0.130*** (0.042)	0.017** (0.008)
Top1	-0.001 (0.001)	0.007*** (0.000)
_cons	-11.423*** (0.415)	-1.874*** (0.096)
行业	YES	YES
年份	YES	YES
N	14787	14787
R ²	0.762	0.790

注：*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。

4.4 异质性分析

4.4.1 基于企业性质的异质性分析

根据企业产权性质的角度，我国的企业被划分为国有企业与非国有企业。相较于非国有企业，国有企业在股权结构上的特征表现为大股东的信息优势相对不足，其权利相对较小。由于国有企业与政府部门紧密联系，大股东通过掏空企业获取利益的能力显得较弱，这使得第二类代理问题在国有企业中并不明显。此外，国有企业需要肩负促进就业、提供医疗保障等公共社会责任（罗进辉，2012）。这意味着相较于为股东谋求利益，国有企业所承担的社会责任更为突出，这为国有企业管理层的个人私利行为提供了借口（谢德仁等，2012）。因此，国有企业第一类代理问题（管理层与股东之间）理论上来说应该比非国有企业更为严重。在非国有企业中，股权集中现象尤为突出，这是我国上市公司中普遍存在的现象，

由于大股东在股权结构中的主导地位,他们往往能够更轻易地获取企业内部信息,从而在决策过程中拥有更大的话语权。然而,这种股权结构也容易导致大股东滥用权力,通过损害中小股东利益的方式来实现自身利益最大化,从而加剧了非国有企业第二类代理问题(大股东与中小股东之间)的严重性(Johnson 等,2000;李寿喜,2007)。

本文根据企业的性质,将全样本分为国有企业与非国有企业两组,然后再进行分组回归。回归结果如表 4.10 所示。对于国有企业而言,第一类代理成本(Ac1)的“Treat×Post”回归系数值显著且为-0.007。这表明 A 股纳入 MSCI 指数对国有企业的第一类代理成本具有显著降低的影响。相比之下,第二类代理成本(Ac2)则未表现出显著的统计特性。这一结果表明 A 股纳入 MSCI 指数对国有企业的第一类代理成本降低的作用效果更强。而对于非国有企业,A 股纳入 MSCI 指数对第一类代理成本(Ac1)的回归系数不显著,对第二类代理成本(Ac2)的回归系数值显著且为-0.007,这意味着纳入 MSCI 指数对非国有企业的第二类代理成本的降低作用更为有效。

表 4.10 异质性检验表

	国有企业		非国有企业	
	Ac1	Ac2	Ac1	Ac2
Treat×Post	-0.007*** (0.001)	-0.001 (0.002)	-0.002 (0.007)	-0.007** (0.003)
Size	-0.011*** (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.019*** (0.004)	-0.004*** (0.002)
Lev	-0.014*** (0.003)	-0.059*** (0.005)	0.012 (0.015)	-0.065*** (0.006)
Roa	-0.265*** (0.012)	-0.060*** (0.018)	-0.225*** (0.026)	0.007 (0.011)
Age	-0.024*** (0.002)	-0.005 (0.006)	-0.002 (0.009)	-0.002 (0.004)
Tobinq	0.006*** (0.001)	-0.002 (0.001)	0.005*** (0.001)	-0.001 (0.001)
Grow	0.001* (0.001)	0.002* (0.001)	-0.003* (0.002)	-0.000 (0.001)
Dual	-0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	-0.001 (0.004)	-0.001 (0.002)

续表 4.10 异质性检验表

	国有企业		非国有企业	
	Ac1	Ac2	Ac1	Ac2
Dirnum	0.002 (0.004)	-0.001 (0.006)	0.017 (0.018)	-0.004 (0.008)
Ibr	0.000 (0.000)	-0.000** (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000** (0.000)
Soe				
Top1	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
_cons	0.373*** (0.020)	0.090** (0.036)	0.486*** (0.098)	0.182*** (0.043)
行业	YES	YES	YES	YES
年份	YES	YES	YES	YES
N	7546	7546	7201	7201
R ²	0.789	0.792	0.434	0.774

注：*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。

4.4.2 基于股票流动性的异质性分析

温军等（2021）研究表明，上市公司的股票流动性越高，其对机构投资者的吸引力就越大。在投资过程中，机构投资者会综合考量所持股份的潜在收益与退出成本，以期实现资本的有效配置。高股票流动性对于机构投资者而言，不仅意味着更丰厚的投资回报，同时也为他们提供了以更低成本迅速撤出市场的可能。鉴于这些优势，机构投资者通常更倾向于将资金投向那些股票流动性较高的企业，以确保投资的安全性和收益性。前文已经详细阐述，当 A 股被纳入 MSCI 指数体系后，其所吸引的机构投资者在公司治理中起到了至关重要的监督作用。这种监督作用不仅有助于提升公司的治理水平，更能有效推动企业降低代理成本。因此对于股票流动性较高的企业，A 股纳入 MSCI 指数降低代理成本的作用应更为显著。

本文参考谭常春等（2021 年）的方法，选取股票非流动性（ILLIQ）这一指标作为分组的主要依据。ILLIQ 的数值大小直接反映了股票的流动性状况，

当 ILLIQ 的值呈现出上升的趋势时, 则意味着该股票的流动性下降。为了确保分组的合理性和准确性, 采用当年所在行业的中位数作为基准线。通过将整个样本数据与这一基准线进行对比, 将样本划分为高流动性股票和低流动性两组, 再分组进行回归。回归结果如表 4.11 所示, 在股票流动性高的企业中, “Treat×Post”的回归系数分别为-0.0137 和-0.0048, 分别在 1%和 5%的水平上显著为负; 在股票流动性低的企业中, “Treat×Post”的回归系数均不显著。这表明, 资本市场开放对企业两类代理成本降低的作用, 对于高流动性股票的企业来说作用效果大于低流动性股票企业。

表 4.11 异质性检验表

	高流动性		低流动性	
	Ac1	Ac2	Ac1	Ac2
Treat×Post	-0.0137*** (0.004)	-0.0048** (0.002)	0.0304 (0.043)	0.0049 (0.015)
Size	-0.0083*** (0.001)	-0.0037** (0.002)	-0.0404*** (0.005)	-0.0014 (0.002)
Lev	-0.0663*** (0.008)	-0.0728*** (0.007)	0.1291*** (0.016)	-0.0529*** (0.006)
Roa	-0.2828*** (0.021)	0.0031 (0.010)	0.2048*** (0.011)	-0.0256*** (0.004)
Age	-0.0091*** (0.003)	-0.0032 (0.003)	-0.0003 (0.011)	-0.0060 (0.004)
Tobinq	0.0100*** (0.001)	-0.0012*** (0.000)	0.0005 (0.001)	-0.0020*** (0.000)
Grow	0.0013* (0.001)	0.0011*** (0.000)	-0.0000 (0.000)	0.0000 (0.000)
Dual	-0.0058* (0.003)	0.0003 (0.002)	0.0075 (0.006)	0.0038* (0.002)
Dirnum	0.0186** (0.008)	0.0062 (0.006)	-0.0107 (0.024)	0.0030 (0.009)
Ibr	0.0004 (0.000)	0.0001 (0.000)	0.0005 (0.001)	-0.0008*** (0.000)
Soe	-0.0030 (0.003)	-0.0109** (0.004)	0.0117 (0.013)	0.0008 (0.005)
Top1	-0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)	-0.0005 (0.000)	-0.0001 (0.000)

续表 4.11 异质性检验表

	高流动性		低流动性	
	Ac1	Ac2	Ac1	Ac2
_cons	0.2750*** (0.034)	0.1120*** (0.039)	0.9387*** (0.128)	0.1104** (0.046)
行业	YES	YES	YES	YES
年份	YES	YES	YES	YES
N	7521	7521	7263	7263
R ²	0.109	0.838	0.361	0.774

注：*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。

5 研究结论与政策建议

5.1 研究结论

改革开放以来,我国现代化经济体制逐步健全,国家对外开放政策也不断取得新的成就。深化资本市场开放不仅是推动经济高质量发展的关键一环,更是我国资本市场持续发展的坚定方向。2018 年我国 A 股成功纳入 MSCI 新兴市场指数,标志着我国资本市场对外开放取得了显著进展,A 股进入国际市场不仅为我国资本市场注入了新的活力,也为我国微观企业带来了重要影响。本文运用理论与实证相结合的研究方法,以 2013 年至 2022 年我国 A 股上市公司作为研究对象,构建了多时点双重差分(DID)模型,检验了以 A 股纳入 MSCI 指数为代理事件的资本市场开放对企业代理成本的影响,以及分析师关注和机构投资者持股在其中的中介效应。并分析了不同企业性质、不同股票流动性的情境下 A 股纳入 MSCI 指数对两类代理成本的影响。主要得到了以下三个方面的结论:

第一,探究 A 股纳入 MSCI 指数这一资本市场开放事件对企业代理成本的影响,实证结果表明 A 股纳入 MSCI 指数与企业第一类代理成本相关性显著为负,意味着 A 股“入魔”降低了管理费用率;与企业第二类代理成本相关性显著为负,意味着 A 股“入魔”降低了大股东资金占款。以上结果均表明 A 股纳入 MSCI 指数降低了企业的两类代理成本,并且结论在进行倾向得分匹配估计、替换被解释变量等处理之后依然稳健,证实了 A 股纳入 MSCI 指数有助于降低企业代理成本。

第二,影响机制的实证结果表明,A 股纳入 MSCI 指数分别通过增强分析师关注以及提高机构投资者持股比例来降低企业代理成本。A 股纳入 MSCI 指数后,加大了分析师、机构投资者的外部监督作用,这种外部治理效应可以改善企业的信息环境,提高其治理水平,良好的公司治理能力不仅有助于约束管理层自利行为,也有助于防止大股东掏空,为中小投资者的利益提供保障。从而缓解管理层和股东之间,以及大股东与中小股东之间的代理问题。

第三,异质性分析的结果说明,A 股纳入 MSCI 指数对企业代理成本的降低作用,会因企业性质和股票流动性不同而有所差异。实证结果表明 A 股纳入 MSCI

指数显著降低了国有企业的第一类代理成本和非国有企业的第二类代理成本；并且总体上在股票流动性较高的企业中对两类代理成本的降低作用均更为显著。

5.2 政策建议

当前，我国正处于转变发展方式，优化经济结构的关键时期，在此背景下，本文的研究内容具有重要的现实意义。为充分发挥资本市场开放对企业代理成本的缓解作用，基于本文研究结论，提出以下四点政策建议：

第一，增强资本市场对外开放力度，扩大对外开放格局。政府部门应当借鉴“沪港通”、“深港通”等对外开放政策的成功经验，在风险可控的范围内，去不断探索、创新资本市场的开放模式，优化互联互通等投资渠道。此外，还需要进一步推进中日 ETF 互通、沪伦通等对外开放措施，增加 A 股在国际指数中的比重。A 股“入魔”提高了分析师关注度以及境外机构投资者持股比例，他们通过改善企业信息环境，提高公司治理能力等方式抑制了管理层自利行为以及大股东掏空行为，从而降低企业代理成本。因此我国政府要继续增强资本市场对外开放力度，充分发挥资本市场的治理功能，扩大资本市场开放对微观企业的治理效应。

第二，放宽政策限制条件，降低资本市场准入门槛。为了构建一个完善且多元化的资本市场体系，我们必须逐步放宽资本市场的准入条件，以扩大市场规模并惠及更多企业。为此，应积极吸纳符合条件的企业进入资本市场。我国股票发行全面注册制的改革措施，扩大了资本市场的容量和活跃度，这一措施也代表着首发和再融资门槛的实质性降低，意味着未来将有更多的优质企业得以进入资本市场。随着资本市场开放程度的提高，需要完善相关配套措施以强化对广大投资者的保护，例如建立健全信息披露制度，加强市场监管，以及加强投资者教育和风险提示等措施，以确保资本市场开放能够为微观企业的治理功能提供有力的支持。

第三，疏通中介渠道，发挥信息中介作用。资本市场开放刺激到国内外更多的分析师跟踪上市公司，分析师扮演的挖掘和传递信息的角色能够为公司的经营信息、财务状况和市场前景等出具详实的分析报告。这些报告不仅有助于投资者做出更明智的决策，还能强化对企业的外部监督作用。机构投资者作为特殊的治

理机制，拥有着专业的投资团队和丰富的投资经验，能够更准确地评估企业的价值与风险。因此，应当注重分析师在资本市场开放中的重要地位，给予其更充分的话语环境。同时，也应大力发展机构投资者，机构投资者通过参与公司治理、行使股东权利等方式，是降低企业代理成本的重要渠道。总之，企业外部监督力量发挥的作用是推动资本市场与上市公司健康发展的关键举措，相关部门要积极引导分析师与机构投资者参与公司治理，确保分析师和机构投资者在资本市场开放过程中发挥积极的信息中介作用。

第四，企业应夯实公司治理结构，不断提升治理能力。企业的长远发展离不开稳健的公司治理结构和高效的治理能力，股权结构和管理层激励机制是公司治理的基石，合理的股权结构能够平衡各方利益，避免一股独大或过于分散带来的问题。同时，科学的管理层激励机制能够激发管理者的积极性和创造力，使其更好地为公司发展服务。通过优化股权结构，建立有效的激励机制，企业可以实现股东与管理者之间的利益平衡，也能防止控股股东利用信息优势侵占中小股东的利益。在提升治理水平的同时，企业还应注重发挥自身的比较优势，明确信息披露的重点，通过借助信息化手段，完善企业内部信息披露机制，提高信息的透明度和准确性，增强投资者的信心。

参考文献

- [1] 白雅洁, 张铁刚. 资本市场开放与大股东掏空抑制——掏空动机及约束的调节效应[J]. 宏观经济研究, 2021, (10): 36-49.
- [2] 毕鹏. 陆港通交易机制缓解了资产误定价吗?[J]. 金融与经济, 2021(10): 4-11.
- [3] 陈运森, 黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 金融研究, 2019, (08): 151-170.
- [4] 翟胜宝, 易旱琴, 郑洁等. 银企关系与企业投资效率——基于我国民营上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014(04): 74-80+96.
- [5] 杜兴强, 郭剑花, 雷宇. 大股东资金占用、外部审计与公司治理[J]. 经济管理, 2010, 32(01): 111-117.
- [6] 杜勇, 何硕颖, 陈建英. 企业金融化影响审计定价吗[J]. 审计研究, 2019(04): 101-110.
- [7] 冯根福. 双重委托代理理论: 上市公司治理的另一种分析框架——兼论进一步完善中国上市公司治理的新思路[J]. 经济研究, 2004(12): 16-25.
- [8] 冯天楚, 邱保印. A股入摩的信息治理效应: 立竿见影还是厚积薄发? [J]. 外国经济与管理, 2020, 42(04): 80-93.
- [9] 顾煜, 施雯. A股“入摩”改善了股票市场的信息环境吗? ——基于分析师盈利预测的视角[J]. 金融发展研究, 2021(04): 69-75.
- [10] 郭吉涛, 王子晋, 孙晓康. 资本市场开放、数字金融与企业风险承担——基于沪深港通的经验证据[J]. 武汉金融, 2022(03): 44-52.
- [11] 郭阳生, 沈烈, 郭枚香. 沪港通改善了上市公司信息环境吗? ——基于分析师关注度的视角[J]. 证券市场导报, 2018(10): 35-43+50.
- [12] 郝臣, 宫永建, 孙凌霞. 公司治理要素对代理成本影响的实证研究——来自我国上市公司的证据(2000~2007) [J]. 软科学, 2009, 23(10): 123-127.
- [13] 郝亚绒, 董斌. A股纳入MSCI指数改善中国资本市场定价效率了吗?[J]. 世界经济研究, 2022, (07): 76-89+136-137.
- [14] 纪彰波, 臧日宏. 资本市场开放能够提高股票价格稳定性吗? ——基于沪港通

- 的经验证据[J]. 世界经济研究, 2019(05):14-26.
- [15] 贾丽桓, 肖翔. 资本市场开放与企业高质量发展——基于代理成本与创新激励视角[J]. 现代经济探讨, 2021(12):105-115+132.
- [16] 蒋荣, 刘星. 控制权私利、公司业绩与CEO变更——兼评上市公司内部治理机制的效率[J]. 财经研究, 2010, 36(10):133-143
- [17] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022, (05): 100-120.
- [18] 李常安, 储一昀, 仓勇涛. 公司价值、公司治理与分析师跟进[J]. 经济社会体制比较, 2016(1):106-120.
- [19] 李春涛, 刘贝贝, 周鹏, 张璇. 它山之石:QFII与上市公司信息披露[J]. 金融研究, 2018(12):138-156.
- [20] 李井林. 混合所有制改革有助于提升国有企业投资效率吗?[J]. 经济管理, 2021, 43 (02):56-70.
- [21] 李沁洋, 陈婷. 资本市场开放、分析师关注与股票流动性——基于沪深港通机制的准自然实验[J]. 金融与经济, 2022(12):77-87.
- [22] 李寿喜. 产权、代理成本和代理效率[J]. 经济研究, 2007(01):102-113.
- [23] 李维安, 李元祯. 中国公司治理改革迈向新阶段[J]. 董事会, 2020(10):23-35.
- [24] 李小林, 刘冬, 葛新宇等. 中国资本市场开放能否降低企业风险承担? ——来自“沪深港通”交易制度的经验证据[J]. 国际金融研究, 2022(07):77-86.
- [25] 李小林, 徐庆美, 司登奎等. 资本市场开放与企业投资结构偏向——来自“沪深港通”的经验证据[J]. 财经研究, 2021, 47(12):108-121.
- [26] 连立帅, 朱松, 陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用:基于沪港通交易制度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2019, (03):100-118.
- [27] 连立帅, 朱松, 陈关亭. 资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据[J]. 管理世界, 2019, 35(08):136-154.
- [28] 林丽娜. 政府干预、大股东掠夺与企业价值相关性研究[J]. 财会通讯, 2016(15):30-34.
- [29] 刘军, 史学睿. 自贸试验区对企业绩效的影响——基于逐年倾向得分匹配和多期双重差分模型[J]. 软科学, 2022, 36(12):89-96.

- [30] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. 金融研究, 2012 (10):153-166.
- [31] 罗劲博, 李小荣. 政策不确定性与公司代理成本[J]. 管理评论, 2021, 33(01): 201-214.
- [32] 马广奇, 王瑞. 防范企业过度金融化对降低代理成本的影响研究——来自中国A股制造业上市公司的经验证据[J]. 价格理论与实践, 2022(05):134-137+207.
- [33] 倪晓然, 顾明. 资本市场国际影响力提升效应研究——来自A股纳入明晟(MSCI)新兴市场指数的证据[J]. 金融研究, 2020(05):189-206.
- [34] 宁青青, 杨宝. 机构持股、管理层权力寻租与公司分红决策[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2017, 23(04):46-55.
- [35] 彭雅哲, 汪昌云. 资本市场开放与企业真实盈余管理——基于“陆港通”的经验证据[J]. 经济管理, 2022, 44(01):176-191.
- [36] 齐保垒, 王文文, 孙泽宇. 资本市场开放与盈余管理——基于盈余管理异质性视角[J]. 财会月刊, 2023, 44(02):14-23.
- [37] 阮睿, 孙宇辰, 唐悦等. 资本市场开放能否提高企业信息披露质量?——基于“沪港通”和年报文本挖掘的分析[J]. 金融研究, 2021(02):188-206.
- [38] 沈红波, 董立起, 陈鹏翔. 资本市场开放下基金持股的盈余质量——来自沪深港通的实证检验[J]. 中央财经大学学报, 2023(03):43-55.
- [39] 孙光国, 刘爽, 赵健宇. 大股东控制、机构投资者持股与盈余管理[J]. 南开管理评论, 2015(5):75-84.
- [40] 孙亮, 刘春. 公司为什么聘请异地独立董事?[J]. 管理世界, 2014(09):131-142+188.
- [41] 孙亚南, 申毅. 高管激励、公司负债与代理成本——基于我国上市公司的实证研究[J]. 经济经纬, 2015, 32(05):102-107.
- [42] 谭常春, 莫凌玉, 彭亲红. 资本市场国际化如何提高股价信息含量:基于A股纳入MSCI指数的准自然实验[J]. 金融监管研究, 2021(9):63-82.
- [43] 谭雪. 分析师关注的治理功用研究——基于两类代理成本的考察[J]. 证券市场导报, 2016, (12):37-45.

- [44] 万华林, 朱凯, 于雪彦. 资本市场开放促进了资本市场公平吗? 基于“沪港通”开放事件的准自然实验研究[J]. 世界经济研究, 2022(4): 91-104.
- [45] 温军, 冯根福. 股票流动性、股权治理与国有企业绩效[J]. 经济学(季刊), 2021(4): 1301-1322.
- [46] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, 22(05): 731-745.
- [47] 吴思, 陈震. 交叉上市、股权制衡与企业成本粘性[J]. 当代财经, 2018(02): 124-133.
- [48] 吴育辉, 吴世农. 高管薪酬: 激励还是自利? ——来自中国上市公司的证据[J]. 会计研究, 2010(11): 40-48+96-97.
- [49] 吴战箴, 黄炜, 杜文馨. 资本市场对外开放促进了公司承担风险吗[J]. 财经科学, 2022(02): 33-46.
- [50] 谢德仁, 林乐, 陈运森. 薪酬委员会独立性与更高的经理人报酬——业绩敏感度——基于薪酬辩护假说的分析和检验[J]. 管理世界, 2012(01): 121-140+188.
- [51] 徐寿福, 陈百助. 资本市场开放与股票流动性——来自沪股通的证据[J]. 世界经济文汇, 2021(01): 44-65.
- [52] 许香存, 陈志娟. 沪港通对股票市场波动性和流动性影响的实证研究[J]. 浙江工商大学学报, 2016(06): 76-83.
- [53] 杨松令, 杨璐, 刘亭立等. A股纳入MSCI新兴指数对股价崩盘风险的影响[J]. 上海金融, 2021, (07): 43-52.
- [54] 杨兴全, 程慧慧. A股纳入MSCI指数与企业创新: 正向促进还是负向抑制[J]. 世界经济研究, 2023, (08): 106-118+137
- [55] 于建玲, 佟孟华, 朱泽君. 企业金融化对财务风险的影响——基于经济政策不确定性的调节效应研究[J]. 国际金融研究, 2021(10): 88-96.
- [56] 张曾莲, 施雯. 资本市场国际化能抑制公司违规吗? ——基于A股纳入明晟(MSCI)新兴市场指数的准自然实验[J]. 证券市场导报, 2021(12): 23-33.
- [57] 张会芹. 金融资产配置、管理层权力与审计师选择[J]. 经济经纬, 2021, 38(05): 121-130.
- [58] 张少军, 王焱. 资本市场开放推动流动性改善了吗? ——来自A股纳入MSCI指

- 数的证据[J]. 投资研究, 2023, 42(04):65-78.
- [59] 张小成, 朱东炬, 刘明显等. 资本市场开放下企业创新策略选择[J]. 经济理论与经济管理, 2022, 42(10):85-98.
- [60] 张旭, 王宝珠. 资本市场开放与尾部系统风险——来自A股“入摩”的准自然实验证据[J]. 金融理论与实践, 2022, (10):57-68.
- [61] 郑志刚. 公司治理机制理论研究文献综述[J]. 南开经济研究, 2004(05):26-33.
- [62] 周开国, 周铭山. 交叉上市能降低信息不对称吗?——基于AH股的实证分析[J]. 证券市场导报, 2014(12):51-59.
- [63] 周率, 尹志超, 高若瑜. 资本市场开放、企业创新与产品市场竞争力: 基于QFII制度视角[J]. 改革, 2022, (12):119-135.
- [64] 朱琳, 伊志宏. 资本市场对外开放能够促进企业创新吗?——基于“沪港通”交易制度的经验证据[J]. 经济管理, 2020, 42(02):40-57.
- [65] AGGARWAL R, EREL I, FERREIRA M, et al. Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors, "Journal of Financial Economics, 2011, 100(1):154-181.
- [66] BAE K, BAILEY W, MAO X C. Stockmarket liberalization and the information environment[J]. Journal of International Money and Finance, 2006, 25(3):272-292.
- [67] Bulan L, Sanyal P. Incentivizing managers to build innovative firms[J]. Annals of Finance, 2011, 7(2):267-283.
- [68] Churchill N J, Holmstrom F. Effect of Boundary Conditions on the Behavior of Blochel Ectrons[J]. American Journal of Physics, 1982, 50(9):848-854.
- [69] Dyck A, Morse A, Zingales L, 2010, "Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?", The Journal of Finance, Vol.65, No.6, PP 2213-2253.
- [70] Edmans A. "Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia", The Journal of Finance, Vol.64, No.6, PP2481-2512, 2009.
- [71] Fama E F, Jensen M. Separation of Ownership and Control[J]. Journal of Law & Economics, 1983, 26(2):25-301.
- [72] FERREIRA M A, MATOS P. The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World[J]. Journal of Financial Eco-

- nomics,2008,88(3):499-533.
- [73]Hart O.The Market as an Incentive Mechanism[J].Bell Journal of Economics, 1983,(14):366-382.
- [74]Hartzell, J. C., Starks, L. T., “Institutional Investors and Executive Compensation”, The Journal of Finance, Vol.58, No.6, PP2351-2374, 2003.
- [75]Henry P B.Do stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? [J].Journal of Financial Economics,2000,58(1):301-334.
- [76]Huang W,Zhu T.Foreign Institutional Investors and Corporate Governance in Emerging Markets:Evidence of a Split-share Structure Reform in China[J].Journal of Corporate Finance,2015,32(6):312-326.
- [77]Jensen M C,Meckling W H.Theory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Costs and Ownership Structure[J].Journal of Financial Economics,1976,3,(4):305-360.
- [78]Jensen M C.Agency Costs of Free Cash Flow,Corporate Finance,and Take overs[J].The American Economic Review,1986,76(2):323-329.
- [79]Johnson S,Porta R L,Silanes F,Shleifer A.Tunneling[J].American Economic Review,2000,90(2):22-27.
- [80]La Porta R,Lopez-De-Silanes F,Shleifer A,Vishny R W.Legal Determinants of External Finance[J].Journal of Finance,1997,52,(3):1131-1150.
- [81]Li S,Brockman P,Zurbrugg R.Cross-Listing,Firm-Specific Information,and Corporate Governance: Evidence from Chinese A-Shares and H-Shares[J].Journal of Corporate Finance,2015,32,347-362.
- [82]Miller G.S,2006,"The Press as a Watchdog for Accounting Fraud",Journal of Accounting Research,Vol.44,No.5,PP 1001-1033.
- [83]Murhadi W R.Good Corporate Governance and Earning Management Practices:An Indonesian Cases[J].Available at SSRN1680186,2010.
- [84]Myers S C,Majluf N S.Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have[J].Social Science Electronic Publishing,2001,13(2):187-221.
- [85]Noe, T. H., “Investor Activism and Financial Market Structure”,The Review of

- Financial Studies, Vol.15, No.1, PP289-318, 2002.
- [86] Peng, M W. Institutional transitions and strategic choices. Academy Of Management Review, Vol.28, No.2, 2003.
- [87] Shleifer A, Vishny R W. A Survey of Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52, (2): 737-783.
- [88] Shleifer A and Vishny R W. Larger Shareholders and Corporate Control[J]. Journal of Political Economy, 1986(94): 461-488.
- [89] Wang L, Yung K. Do State Enterprises Manage Earnings More Than Privately Owned Firms? The Case of China[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2011, 38, (7-8): 794-812.
- [90] Zhang X, Yang X, Strange R, Zhang Q. Informed Trading by Foreign Institutional Investors as a Constraint on Tunneling: Evidence from China[J]. Corporate Governance: An International Review, 2017, 25, (4): 222-235.

致 谢

执笔于此，意味着二十多年的学生生涯也即将在完成这篇硕士论文后结束。但对于我的人生来说，一个阶段的结束也意味着另一个阶段新的开始！

感谢我的导师许晓永老师，幸得良师，在论文的选题以及撰写方面给与我的指引与帮助，在生活中教与我们做人的道理。衷心的祝愿我的导师工作顺利，身体健康！感谢兰州财经大学金融学院的每一位老师，谢谢各位老师为我们传道授业解惑，每门课程的点点滴滴汇成了我人生中的宝贵财富！感谢我的父母，平凡的你们尽力给了我最好的生活，是你们无私的爱，让我在遇到挫折时有了最坚强的后盾。感谢朝夕相处的研究生舍友们，谢谢你们出现在我酸甜苦辣的生活里。感谢我最好的朋友小李同学，我们已经相识 19 年，虽分隔两地却每天保持联系。衷心的祝福我身边的每一位朋友都能够前程似锦！

最后感谢走得很慢，但一直在向前的自己。虽不曾优秀，但也不曾放弃！未来的日子希望自己：多看书，少内耗；多运动，少生病！