

股权分置改革为何能成功^{*}

——基于新政治经济学视角的解读

黎文靖¹, 殷华祥²

(1. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510632; 2. 蒂尔堡大学, 荷兰 蒂尔堡 5000)

摘要:文章考察了股改后公司再融资与公司股改积极性以及地区股改进展之间的关系。研究发现,公司股改越积极,当地股改进展越快,该公司股改后获得再融资的概率越高,表明中国政府信守了在推进股改中做出的“早股改早受益”的承诺。中国政府之所以能够信守股改中做出的承诺,与中国的联邦主义政府治理结构是分不开的。由于政治制度在经济增长中的核心作用,文章的结论对于认识改革开放以来中国的经济奇迹以及中国经济如何进一步增长有着重要意义。

关键词:股权分置改革;承诺;可信性;再融资

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2010)11-0135-09

一、引言

股权分置改革(以下简称股改)是中国资本市场上一次重大的基础性制度变革,理论界对于股改展开了众多研究,但鲜有关于股改成功原因的解读。我们认为股改成功的关键在于政府事前通过承诺激励各方,并且在事后信守承诺,最终实现了股改的成功。

在新政治经济学研究中,政府承诺可信性问题具有重要意义。新政治经济学在新制度经济学的基础上进一步剖析了制度之间的联系,认为建立适应于经济发展的经济制度关键在于能否有一个确保政府承诺可信的政治制度,从而保证掌握政治权力的精英推动经济发展的承诺可信(North 和 Weingast, 1989; De Long 和 Shleifer, 1993; Acemoglu 等, 2005)。

从新政治经济学(Acemoglu, 2005)的角度看,政府信守承诺的关键在于政府的治理结构。中国改革开放之初首先进行了政治体制上的分权式改革,将诸多经济和社会事务,特别是部分财政权限下放到地方政府,形成了实际上的财政联邦主义(Jin 等, 2005)。这样的政府治理结构给了地方政府很强的经济发展动

收稿日期:2010-05-25

基金项目:国家自然科学基金项目(70802024)

作者简介:黎文靖(1979—),男,广东茂名,暨南大学管理学院副教授;

殷华祥(1982—),男,江苏南京人,荷兰蒂尔堡大学博士研究生。

力,从而保证了政府促进经济发展的承诺可信(Qian 和 Weingst,1997;Qian 和 Roland,1998)。对此,Jin 等(2005)、林毅夫和刘志强(2000)等通过检验中国财政分权和经济增长的关系间接说明了中国政府关于经济增长的承诺可信,但未直接检验政府承诺的可信性。至今直接检验政府承诺是否可信的实证研究多为历史案例分析(North 和 Weingast,1989;Acemoglu,2005)。大样本实证研究十分缺乏。中国的股权分置改革为研究政府承诺可信性提供了机会:首先,股权分置改革是政府推进下的经济制度改革,这为研究政治制度与经济制度变革关系中政府承诺的可信性提供了一个天然实验;其次,股改中政府多次公开承诺予以积极股改的公司优先再融资的资格,这一承诺可以度量;再次,股改涉及 1329 家上市公司,大样本数据保证了分析结论的稳健。

本文利用中国上市公司股改后再融资的数据检验了股改中政府关于再融资承诺的可信性。研究结论显示,控制相关因素后,股改越积极的上市公司获得再融资的机会越大;上市公司所在地区股改进展越快,上市公司获得再融资的机会也越大。本文的研究结论首先为钱颖一等(1997,1998)提出的财政联邦主义学说提供了直接的实证支撑,也证实了财政联邦主义用于解读中国政府治理结构的合理性;其次,本文研究对理解中国资本市场中上市公司再融资行为(黄少安、张岗,2001)提供了新的理论视角,在由中央政府主导的资本市场中,公司的再融资决策并非单纯考虑资本结构、融资成本等,政府的意志与利益诉求可能是更为重要的因素;再次,本文研究试图合理解释股改这一制度变迁成功的原因,从而为解读中国政治制度与经济制度变迁以及经济增长提供一个分析视角。

二、制度背景与假说提出

股权分置是指上市公司股权存在二级市场上的流通股和不能在二级市场上流通的非流通股两者之间的割裂,它导致上市公司大股东和中小股东之间的利益基础不一致,致使关联交易等大股东侵占中小股东利益的行为成为一直困扰着中国资本市场发展的难题(李增泉等,2004)。20 世纪 90 年代末,中央政府开始重视并决心解决这一问题,然而前三次尝试均告失败,而 2005 年 5 月开始的股权分置改革获得了成功。这次股改可分为两阶段:第一阶段为 2005 年 5 月至 2005 年底,中央政府作为主力推进股改,为激励上市公司进行股改,中央政府公开承诺予以积极股改的公司优先再融资,越早完成股权分置改革的公司越有可能获得再融资。^①然而,在 2005 年底 243 家公司进入股改后,股改“几近断炊”,再无新公司愿意进行股改。第二阶段为 2006 年初至 2006 年底,由地方政府主力推进股改,并出台政策,将股改与地方政府绑定,对积极推进股改的地区,在再融资方面实行倾斜政策。

2006 年的股改由中央政府推进改为由地方政府推进的这一转变之所以能够挽救陷入困境的股改工作,是因为这样的转变保证了中央政府关于积极

股改公司优先再融资承诺的可信性。承诺是否可信与权力和信息的分布有关,如果权力存在制衡和竞争,信息分散在各个参与主体手中,则承诺更为可信(Dewatripont 和 Maskin,1995)。权力集中很难惩罚违背承诺的行为,而权力的制衡和竞争却能够有效惩罚不守信用的行为;信息分散制约了委托人事后干预个体行为的能力,并使委托人更加依赖他人完成目标,增大了委托人违约的机会成本。2005年由中央政府统一推进股改等同于做出承诺和实施承诺的权力集中于中央政府手中,而且上市公司对中央政府没有制衡的权力,这就导致承诺难以置信。2006年改由地方政府推进股改后,相当于中央政府首先对地方政府承诺积极股改的地区再融资实行倾斜,同时,中央政府对上市公司承诺积极股改的公司优先再融资,然后由地方政府为中央政府对上市公司的承诺进行背书。中国政府的财政联邦体制保证了地方政府会信守对上市公司的承诺(Qian 和 Weingst,1997;Qian 和 Roland,1998),同时中央政府和地方政府之间的长期重复博弈也保证了中央政府对地方政府承诺的可信性。

由于中央政府与上市公司之间存在严重的信息不对称,中央政府难以获得有关上市公司股改难度的信息,这样就很难分辨上市公司股改进程的快慢是由于一些客观因素还是主观因素引起的。同时,中央政府在股改中的唯一目标就是尽快推进股改完成,这样它就倾向于选取股改完成快慢来衡量上市公司股改积极性,也就是说,只有那些股改更快的公司才会获得更大的再融资机会。这样,我们就得到本文第一个假说:

假说 1:股改完成时间越快的公司获得再融资的机会越大。

类似地,中央政府衡量地方政府股改积极性也会由于信息不对称而无法分辨是客观原因还是主观原因造成不同地区的股改进程差异。为了追求股改快速完成,中央政府同样会将股改完成快慢作为衡量地方政府股改积极性的指标,这样得到本文的第二个假说:

假说 2:辖区上市公司股改进展越快,当地上市公司获得再融资机会越大。

三、研究设计

(一)模型构建。本文考察中央政府对积极股改公司优先再融资承诺和对地方政府承诺的可信性,为此构建以下 Logistic 回归模型:

$$\text{LogitSEO} = \beta_0 + \beta_1 \text{ReDate} + \beta_2 \text{REFO} + \beta_3 \text{FirmAge} + \beta_4 \text{CASH} + \beta_5 \text{DR} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{Growth} + \beta_8 \text{BM} + \beta_9 \text{MV} + \sum_k \lambda_k \text{Ind}_k + \varepsilon \quad (1)$$

模型(1)中 SEO 为虚拟变量,表示公司股改完成后是否进行再融资,包括配股、公开增发与定向增发,有则为 1,无则为 0。相关解释变量如下:ReDate 为上市公司股权分置改革的积极性,以公司股权分置实施公告日与 2005 年 1 月 1 日之间的天数取自然对数表示;^② REFO 为各地区股改进展,以截至 2006 年底各

地区完成股改的上市公司数量占当地应股改的上市公司数量的比例来衡量。根据上文理论分析和指标设计,我们预期 β_1 显著为负, β_2 显著为正。

根据相关文献,为控制影响上市公司再融资的其他因素,本文在模型(1)中还加入了相关控制变量。其中, FirmAge 表示上市公司上市年限的对数,用以控制上市公司的信息不对称程度以及公司与监管部门的关系。CASH 表示公司年末持有的经总资产标准化的现金,预期公司持有现金越多,再融资的可能性越低,其系数为负。DR 表示公司的资产负债率,公司负债率越高,为了改善资本结构,就越有可能进行再融资,其应当与再融资正相关(齐寅峰等,2005)。ROA 表示公司的盈利能力,公司盈利能力越强,就越有可能达到中国证监会对再融资的监管要求,也就越有可能取得再融资(李悦等,2007)。Growth 为公司的营业收入增长,反映了公司的成长性,公司成长性越好,就越需要外部资本的注入,以推动公司发展,从而更有可能进行再融资,预期其系数为正。BM 为公司的权益账面价值与市值的比例,反映了公司价值估值程度, BM 越小,市场对公司估价越高,公司就越难以进行再融资,预期其系数为正。MV 表示公司总市值的对数,用来控制公司的规模,公司规模越大,越容易受到投资者的认可,也就越容易进行再融资。Ind_k 表示行业虚拟变量,控制行业的影响。控制变量 CASH、DR、ROA、Growth、BM、MV 均为 2004—2007 年末指标的算术平均值。

我们采用省际数据检验地区股改积极性是否提高了地区上市公司再融资的概率,多元回归模型如下:

$$\text{SEO_Ratio} = \beta_0 + \beta_1 \text{REFO} + \beta_2 \text{AReDate} + \beta_3 \text{PER_GDP} + \beta_4 \text{POLITICAL} + \beta_5 \text{FinDev} + \epsilon \quad (2)$$

模型(2)中 SEO_Ratio 表示每个省在股改完成后,省内再融资的上市公司数目与股改开始时省内的上市公司数目的比例; REFO 为截至 2006 年底各省完成股改的公司数目与当地应股改上市公司数目的比例,用以衡量各地股改进程的快慢; AReDate 表示每个省完成股改上市公司的股改天数算术平均值。在实证检验中,我们预期 β_1 应该显著为正, β_2 显著为负。此外,还控制了以下因素: PER_GDP 表示每个省 2005 年、2006 年和 2007 年人均 GDP 的算术平均数,用以控制经济总量的影响,地区经济总量越大,地区内上市公司质量越好,越容易通过证监会审核而获取再融资,本文预期其系数为正; POLITICAL 为虚拟变量,当一省的省委书记为中央政治局委员时取 1,否则取 0,用以衡量地区政治力量的影响,地区政治力量越强,越容易帮助地区上市公司获取再融资,本文预期其系数为正; FinDev 表示一省的金融发展程度,为该省 2005—2007 年存贷款总额与该地区 GDP 比例的算术均值,用以衡量地区金融发展深度的影响,地区金融发展越深化,上市公司其他融资渠道就越通畅,也就越不需要进行再融资,预期其与地区再融资比例负相关。

(二)样本选择与数据。中国资本市场从2006年1月1日至2009年3月14日,共发生了403起再融资,其中19起配股、65起公开增发、319起定向增发。此外,还有60起发审委已通过但尚未实施的再融资,其中5起为配股,55起为增发。

为了消除股改与定向增发同时进行的公司对结论的影响,本文将股改宣告完成日与再融资日之间小于180天的样本剔除,共剔除10家公司。同时删除了21个金融行业样本和58个相关数据缺失样本,最后得到875个研究样本,其中有184家上市公司获得了再融资机会。

本文所有数据均来自于WIND数据库。表1的Panel A列示了基于公司层面主要变量的描述性统计,Panel B列示了基于省级层面相关变量的描述性统计。模型(2)试图从省级层面分析地区股改进展对当地上市公司获得再融资机会的影响,因此这里不剔除金融行业公司。

表1 主要变量的描述性统计

Panel A						
变量	N	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
SEO	875	0.2103	0.4077	0.0000	0.0000	1.0000
ReDate	875	6.2648	0.1589	6.2634	5.9764	6.6201
REFO	875	0.8546	0.0628	0.8475	0.6538	1.0000
FirmAge	875	2.2699	0.3680	2.3979	1.0986	2.8904
CASH	875	0.1393	0.0813	0.1241	0.0015	0.5478
DR	875	0.5408	0.2948	0.5274	0.0267	5.5723
ROA	875	0.0424	0.0547	0.0427	-0.3823	0.2356
Growth	875	0.3345	1.7332	0.1710	-0.5280	47.4572
BM	875	0.4418	1.9378	0.3367	-0.4562	56.2702
MV	875	21.7657	0.9182	21.6126	19.9747	27.4164
Panel B						
SEO_Ratio	31	0.3001	0.2927	0.1079	0.0385	0.5926
REFO	31	0.6658	0.6941	0.1262	0.4167	1.0000
AReDate	31	6.2734	6.2694	0.0457	6.2032	6.3716
PER_GDP	31	1.7339	1.2665	1.1711	0.5367	5.7376
POLITICAL	31	0.2500	0.0000	0.4250	0.0000	1.0000
FinDev	31	1.0049	0.9265	0.3387	0.6495	2.3065

四、实证结果与分析

(一)总体回归结果。表2给出了上市公司股改积极性与其后获得再融资机会可能性的Logistic回归结果。结果显示,股改积极性变量ReDate的系数无论是否加入控制变量,在不同的回归方程中均在1%的水平上显著为负,表明上市公司股改时间越短,即公司股改越积极,该公司在越来越有可能获得再融资机会,符合预期。同时,衡量各地股改积极性的指标REFO的系数在三个回归中均在1%的水平上显著为正,表明上市公司所在地区的股改进展越快,上市公司越来越有可能获得再融资机会。这两个结果分别证实了假说1和假说2。

表 2 股改积极性与再融资

变 量	SEO(1)		SEO(2)		SEO(3)	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
ReDate	-3.196***	-5.54	-2.761***	-4.62	-2.695***	-4.43
REFO	4.518***	3.11	4.362***	2.86	4.383***	2.80
FirmAge			-0.564**	-2.38	-0.625***	-2.60
CASH			-0.570	-0.54	-0.492	-0.45
DR			0.698**	2.17	0.705**	2.14
ROA			6.969***	3.15	7.500***	3.27
Growth			0.0384	0.69	0.0337	0.56
BM			-0.356	-0.92	-0.307	-0.68
MV			0.263**	2.55	0.247**	2.33
Constant	14.74***	3.87	7.161	1.51	6.615	1.34
Industry					Yes	
Observations	875		875		854	
Chi-Square	45.18		88.23		96.46	
Pseudo R ²	0.0502		0.0980		0.108	

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平下显著，下同。

(二) 省级数据回归结果。我们采用省级数据进一步检验地区股改进展快慢对该地区上市公司再融资的影响，回归结果见表 3。表 3 结果表明，衡量地区股改进展的 REFO 在 5% 水平上显著，同时地区的政治关系控制变量显著。这一结果说明 REFO 更好地衡量了地区股改的进展程度，进一步证实了地区股改进展与当地上市公司再融资之间的关系，即截至 2006 年底完成股改的上市公司比例越高，该地区再融资公司的比例也越高。这一结果再次支持了假说 2。

表 3 地区股改进展与公司再融资

变 量	SEO_Ratio(1)		SEO_Ratio(2)		SEO_Ratio(3)	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
REFO	0.606**	2.56			0.559**	2.30
AReDate			-0.375	-1.32	-0.241	-0.90
PER_GDP	-0.0108	-0.51	-0.0198	-0.84	-0.0160	-0.73
POLITICAL	0.122**	2.07	0.0960	1.51	0.114*	1.92
FinDev	-0.0208	-0.31	0.0165	0.23	-0.0157	-0.23
Constant	-0.198	-0.99	2.622	1.48	1.343	0.78
Observations	31		31		31	
Adj. R ²	0.189		0.0477		0.182	

(三) 两阶段回归。本文采用股改天数来衡量股改积极性。然而，股改天数多可能是由于公司股改难度大，而非是积极性不高。因此，本文采用两阶段回归方法，首先将股改天数与股改难度(用股权集中程度、实际控制人控股比例和公司股改前资产质量衡量)进行回归，然后用回归得到的残差作为控制股改难度之后的股改积极性指标，进行(1)式的回归分析。两阶段回归结果与总体回归结果一致，支持本文的假说 1 和假说 2。^③

(四) 内生性检验。上市公司股改后获得再融资与股改积极性的实证结果

可能受到公司资产质量这一内生性问题的影响。为了控制公司资产质量的影响,本文选取衡量公司盈利能力的重要指标 ROE 对公司进行分组,根据融资前三年的 ROE 是否高于 6% 将总体样本分为两组:高 ROE 组和低 ROE 组。回归分析结果显示:高 ROE 组中,股改积极性指标 ReDate 均在 1% 的水平上显著为负,地区股改进展指标 REFO 系数为正,但并不显著;低 ROE 组中,ReDate 和 REFO 均在 1% 的水平上显著,并且系数要大于高 ROE 组。这说明,对资产质量好的公司而言,地区股改进展对获得再融资机会的帮助较小;而对资产质量差的公司而言,地区股改进展则起到积极的作用。

(五) 政府治理结构与承诺可信性。企业和地区层面上的这两个结论充分证实了政府股改中做出的承诺是可信的。这一可信承诺解决了股改利益相关方——非流通股股东和流通股股东的激励问题,从而将他们之间的博弈从“囚徒困境”博弈转化为一个存在帕累托改进的博弈,这一博弈的帕累托改进就是经双方努力而推进的股改成功。

政府承诺为何可信? 联邦主义理论指出,政府承诺是否可信取决于政府的治理结构(Qian 和 Weingst,1997;Qian 和 Roland,1998)。改革后中国建立了实际上的财政联邦主义(Jin 等,2005),这样的政治制度保证了权力和信息分散在各级政府。同时,由于地方政府特别是政府的领导官员之间存在类似锦标赛制的晋升竞争(周黎安,2007),促使地方政府尊重资本这一能够显著促进当地经济发展的要素,也就是说资本的拥有者——企业家拥有“用脚投票”这种能够制约地方政府的制衡权力。因此,这样一个从中央政府到地方政府、从地方政府到企业家的权力制衡和信息分散的 M 型治理结构就保证了中央政府对企业家的承诺可信。在股改中,中央政府能够信守对地方政府的承诺,地方政府能够信守对上市公司非流通股股东(主要是大股东)的承诺,这一链条就保证了中央政府对非流通股股东的承诺可信。本文的实证结果证实了中国现在的政府治理结构保证了政府承诺的可信性。

五、结论与讨论

本文利用股改这一事件检验了中国政府承诺的可信性,研究结论证实了政府的承诺可信,即上市公司股改越积极,当地股改进展越快,获得再融资的机会就越大。该结果支持联邦主义理论对政府治理结构与政府承诺可信性问题的预测,为新政治经济学在政府承诺问题上的理论预测提供了实证支撑。

本文揭示的政府承诺可信性的模式对于我们理解 30 年来中国经济高速增长以及回答中国经济如何进一步增长有着重要意义。制度是经济长期增长的源泉,而政治制度是所有制度的核心(Acemoglu,2005),只有政府保障经济发展的承诺可信,才能够促进资本和劳动力等要素的投资,从而带来经济的长期增长(De Long 和 Shleifer,1993)。中国改革开放 30 年经济高速增长的新

政治经济学阐释在于,中国的政治制度为经济发展提供了可信的承诺。中国政府的财政联邦主义特征赋予地方政府具有辖区内经济的首要管辖权,激励地方政府发展经济。要素是经济发展的源泉,这就激励地方政府之间展开对要素的竞争。而诸多经济要素中,资本是最为活跃的要素,且短期效应显著。在任期制、财政收入等因素的约束下,地方政府就纷纷展开吸引资本的竞争。这样,地方政府之间竞相吸引资本就使得地方政府不得不尊重资本,信守对资本的承诺。政府对资本的可信承诺保障了资本的利益,促进了投资的高速增长,由此推动了中国的高速增长(林毅夫、刘志强,2000;Jin等,2005)。这样,在中国这种事实上的财政联邦主义的政府治理结构下,政府会信守对资本的承诺,这就促成了中国投资驱动的经济增长模式,推动了中国的高速增长。当然,这种政府治理结构也逐渐显露其弊端,财政联邦主义的政府治理模式导致地方政府过度重视资本,将资金主要投入到投资活动中,而忽视了公共产品的供给,包括教育、卫生和医疗等,造成这些公用事业发展的相对落后(王永钦等,2007)。解决这些问题的关键在于调整现有的政府治理结构,即政府之间的权力分配,从而实现经济增长的可持续性。

* 感谢中欧国际工商学院陈杰平教授、陈世敏教授和匿名审稿人的重要意见,但文责自负。

注释:

- ①《关于上市公司股权分置改革的指导意见》中提到“完成股权分置改革的上市公司优先安排再融资”,证监会主席尚福林 2006 年 4 月在证券系统进一步推进股权分置改革工作视频会议上的讲话也提出了“早股改早受益”的观点。
- ②因为本文仅仅考察股权分置改革的积极性对公司再融资的影响,需要的是相对时间早晚,而不要求精确的时间与日期。因此,为了简化处理,在计算股改天数时,统一规定每年为 360 天、每个月为 30 天。
- ③由于篇幅限制,回归结果未列在此,可向作者索取。
- ④未融资公司按照 2005 年、2006 年和 2007 年的 ROE 进行平均。

参考文献:

- [1]黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析[J].经济研究,2001,(11):12-27.
- [2]李增泉,孙铮,王志伟.掏空与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的实证研究[J].会计研究,2004,(12):3-14.
- [3]李悦,熊德华,张峥等.公司财务理论与公司财务行为[J].管理世界,2007,(11):8-18.
- [4]林毅夫,刘志强.中国的财政分权与经济增长[J].北京大学学报(哲学社会科学版),2000,(4):5-17.
- [5]齐寅峰,王曼舒,黄福广等.中国企业投融资行为研究——基于问卷调查结果的分析[J].管理世界,2005,(3):94-114.
- [6]王永钦,张晏,章元等.中国的大国发展道路——论分权式改革的得失[J].经济研究,2007,(1):4-16.
- [7]周黎安.中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J].经济研究,2007,(7):36-50.
- [8]Acemoglu D. The rise of Europe: Atlantic trade, institutional change and economic

- growth[J].*American Economic Review*, 2005, 95(3): 546—579.
- [9] De Long J B, A Shleifer. Princes and merchants: European city growth before the industrial revolution[J]. *Journal of Law and Economics*, 1993, 36(2): 671—702.
- [10] Dewatripont M, E Maskin. Credit and efficiency in centralized and decentralized economies[J]. *Review of Economic Studies*, 1995, 62(4): 541—555.
- [11] Greif A, P Milgrom, B R Weingast. Commitment, coordination, and enforcement: The case of the merchant guilds[J]. *Journal of Political Economy*, 1994, 102(4): 745—776.
- [12] Jin H, Y Qian, B R Weingast. Regional decentralization and fiscal incentives: Federalism, Chinese style[J]. *Journal of Public Economics*, 2005, 89(9—10): 1719—1742.
- [13] North D C, B R Weingast. Constitutions and commitment: The evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England[J]. *Journal of Economic History*, 1989, 49(4): 803—832.
- [14] Qian Y, B R Weingast. Federalism as a commitment to preserving market incentives [J]. *Journal of Economics Perspectives*, 1997, 11(4): 83—92.
- [15] Qian Y, J Roland. Federalism and the soft budget constraint[J]. *American Economic Review*, 1998, 88(5): 1143—1162.

Why Did Split-share Structure Reform Succeed: A Perspective Based on New Political Economics

LI Wen-jing¹, YIN Hua-xiang²

(1. *School of Management, Jinan University, Guangzhou 510632, China;*

2. *Tilburg University, LE Tilburg 5000, Netherlands*)

Abstract: The paper examines the relationship between seasoned equity offering of listed companies and the corporate initiative in split-share structure reform, and the one between seasoned equity offering of listed companies and regional progress of split-share structure reform. It finds that the more active firms are in split-share structure reform or the bigger the regional progress in split-share structure reform is, the higher the probability of seasoned equity offering after the completion of split-share structure reform is. The result suggests that Chinese government complies with the commitment made in split-share structure reform, which is related to government governance structure of fiscal federalism. Because of the key impact of political institutions on economic development, the conclusion sheds light on Chinese economic success in the last three decades and the sustainable economic growth.

Key words: split-share structure reform; commitment; credibility; seasoned equity offering

(责任编辑 喜 雯)