

我国股票发行注册制改革研究

——基于台湾证券市场改革的相关性分析

朱相平 郝树振^①

【摘要】 随着中国资本市场的发展，作为资本市场基础性制度之一的新股发行审核制度改革日益引起各界人士的关注。本文回顾了我国新股发行审核制度的历史变迁，然后从我国发行审核制度的现状出发，对优点及存在问题进行总结。对世界其他地区如美国、英国、德国、日本股票发行制度进行介绍，并通过对台湾证券市场和深圳证券市场数据进行相关性分析的研究，找出适合我国改革的优化路径，提出政策建议。

【关键词】 股票发行制度 注册制 台湾证券市场 相关性检验

Reform of China's stock issuance registration system

—Based on Taiwan's stock market reform correlation analysis

Abstract: With the development of China's capital market, as one of the basic system of capital market Stock Issuance System attracts more attention from people of all circles. In this paper, I review the historical changes of Stock Issuance System, and then summarize the advantages and problems from the present situation of the system. In other parts of the world such as USA, UK, Germany and Japan, their stock issuance system are introduced, and through the Taiwan stock market and Shenzhen stock market's data I will study the correlation analysis to identify the optimal path suited to China's reform, and then give suggestions and comments.

Keywords: Stock Issuance System; Registration System; Taiwan stock market; correlation test

^①朱相平，男，山东财经大学金融学院副教授、硕士生导师；郝树振，男，山东财经大学金融学研究生。

一、引言

随着市场化改革进程的深入，我国股票发行制度经历了审批制、核准制、保荐制几个阶段。然而，股票发行审核环节采用的制度仍然是行政审核制，证券监管部门依然握有股票发行的最终决定权。创业板开设以来，日益严峻的高发行价、高市盈率、超额募集现象频繁出现在股票公开发行过程中。2013年11月十八届三中全会《决定》推进股票发行注册制改革的提出，标志着我国股票发行制度从核准制向注册制的改革开始。《决定》的第十二条明文表示，金融市场的体系需要进一步的完善。

我国的证券市场经过多年的发展，各项监管制度逐步完善，积极地探索和改革证券公开发行与上市审核制度，实现了审批制向核准制的过渡，虽然前进步伐非常大，但问题仍然存在：首先是证券公开发行审核与上市审核一体化的问题，其次是证券发行实行核准制的问题。在这些问题的影响下，证券市场机制可能会被破坏，证券公开发行审核的效率被降低，此外，可能会导致无法建立多层次资本市场体系以及权力寻租现象。证监会主席肖刚认为，未来我国的证券市场股票发行模式一定会进行改革，注册制是未来改革的方向，要找到符合我国国情的发行制度。如何根据我国证券市场的实际情况，并借鉴世界主要证券市场的经验，探索出适合我国的证券公开发行与上市审核制度是一个非常值得研究的问题。

至今为止，大多数学者对股票发行制度的研究还不全面，世界最通用的两种股票发行制度分别是核准制和注册制，他们大多也只是对这些内容进行比较和分析，他们希望可以从中找到可以借鉴的经验和教训，如傅桃生（2001）、吴长煌（2003）、谢百三（2003）、郭建斌；孙震海（2005）、黄运成；葛蓉蓉（2005）、钱康宁；以及蒋健蓉（2012）的研究成果。傅桃生（2001）强调无论采用何种股票发行制度，都要对上市信息披露进行重点监管，保证信息的完整性和准确性。王峰虎、贾明德（2002）对西方成熟市场的新股发行制度进行了动态分析，这方面的学术成果相对来说依然较少。他们的观点是：股票市场本身具有主体的专业化，因此可以形成主题优势，随着市场的发展最终主体专业化的动态竞争作为推动力，新股发行制度会由此进行分工演进。谢百三（2003）在自己的著作《证券市场的国际比较——从国际比较看中国证券市场的根本缺陷及矫正》中对中美股票市场进行了比较和研究，以及对英法日本以及韩国、新加坡、台湾和香港地区的股票市场进行了详尽的描述，可以说对我国资本市场的借鉴作用是显著的。黄运成；葛蓉蓉（2005）、钱康宁；蒋健蓉（2012）等人虽然相隔数年，但是都对新股发行制度的国际比较分析以及对我国的经验借鉴做出了自己的研究，他们主要对核准制的代表国家——英国和德国以及注册制的代表国家——美国和日本进行了分析和研究，同时指出，我国在注册制改革中要遵循效率与公平、稳定与发展、我国国情与国际惯例相兼顾的原则进行。

我国目前资本市场存在的问题之一是注册制改革是否是必要的，以及注册制改革缺乏经验的前提下如何进行注册制改革。对于这个问题，陈帆（2012）就对注册制以及审核制进行了详尽的分析比较，她指出当前对于注册制和审核制，国内的专业书籍存在理解上的偏差，

对发达资本市场实施的注册制介绍的也不充分，例如美国证券市场采用的是双重注册制，并非单一注册制，在联邦政府部门采用的为形式审查，而在各州却多采用实质性审查即审核制，因此不能片面的去看待注册制的改革，在正确理解看待国外发行制度的基础上深入探索寻找符合我国国情的股票发行制度才是可行的。

本文比较分析了不同国家新股发行制度及其模式，并借鉴其变革经验，探究我国新股发行制度改革，并通过研究台湾证券市场由核准制向注册制转变的历程，利用比较分析法和相关性检验，得出我国在新股发行制度的效率及路径选择，并提出相应改革思路 and 措施，总结我国新股发行制度市场化改革得失，为构建我国未来新股发行制度提供有利的政策指引。

二、不同国家（或地区）股票发行制度分析

（一）不同国家股票发行制度

纵览世界证券市场，世界各国的证券市场主要采用三种股票发行监管制度：审批制、核准制和注册制，如图 1 所示。不同的市场发展进程采用不同的发行制度。我国证券市场初期采用审批制，注册制则为较成熟的股票发行制度。股票发行制度随着证券市场的发展而发展。

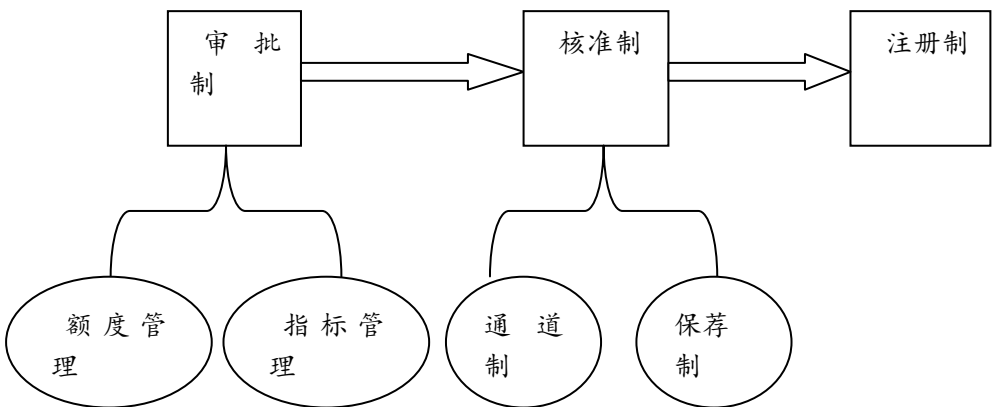


图 1 股票发行制度历史变迁

1.审批制（以中国为代表）

审批制是资本市场实行最早的成熟的股票发行制度，在特定的历史时期发挥了巨大的作用，但是随着资本市场的发展，审批制与资本市场越来越不协调，最终必然被其他的制度所替代。审批制最初实行的目的是为了保持上市企业的稳定，通过政府直接主导上市公司的审批，由政府对准备上市的企业进行实质性的审查以及上市文件材料的审批，并且由政府对于上市名额进行机械的分配，不能让市场自己进行主导，在审批制下，公司发行股票的重心放在了争取上市的名额上，而没有放在公司运营及未来发展上，这样的制度下证券公司就容易对准备上市的公司过度包装，粉饰业绩去争取仅有的名额。从“存在即合理”的角度来说，审批制存在那么长的时间一定是有它的作用的，但是随着经济市场化的逐步发展，市场寻求一种更加适宜的股票发行制度来辅助资本市场发展。因此核准制应运而生。

2.核准制（以英国、德国为代表）

核准制本质来讲是一种中间状态，是由审批制到注册制过渡时采用的制度。核准制对于审批制来说是一种进步，它取消了审批制中的许多不合适的地方，比如上市名额由政府机械化向下分配等。但是核准制又增添了许多审批制中没有的地方，核准制下证券中介机构的责任和权利同时被放大，准备上市的公司必须先由证券公司进行分析判断，判断公司是否达到上市的条件，如表 1 所示英国发行上市的程序。此外证券监管部门的职权也进行了放大，虽然没有了审批的外表，但是实质依然是政府部门指导备案决定公司是否上市，证券审批部门对上市公司有一票否决权，这样的行政干预令任何证券中介机构和发行商都是不能不重点顾及的。当然，政府审批部门除了对发行股票的公司进行文字材料的审查之外，还要对准备上市公司的资料的真实性，发行人的现金、存款、债务、资产等进行实质性审查，有必要的情况下可能还会进行实地调研。

核准制是有其自身的优点的，其一是不再有审批制名额的限制，符合条件的公司都可以申请进行上市。其二是经过政府部门的审核之后，会在一定程度上排除某些不达标公司，这对投资者来说是一种有力的保障，这也体现了政府部门对广大投资者负责任的一种态度。

表 1 英国发行上市的程序

参与主体	具体事项
股份公司股东大会	1.指定股票发行计划
	2.对发行的主要事项形成董事会决议
	3.编制发行申请文件盒招股说明书
	4.向交易所递交申请文件并通过审核
	5.冻结股东名额
股份公司与证券发行承销机构	6.与证券发行承销机构签订委托募集合同
投资者	7.认购
股份公司	8.向原股东公告及股票交割
股份公司董事会	9.向股票管理部门登记

3.注册制（以美国、日本为代表）

核准制后过度到了注册制，目前最理想化的股票发行制度是注册制，注册制是指在市场化程度很高的证券市场采用的一种股票发行制度。注册制的核心是只要证券发行人提供的材料不存在虚假、误导或者遗漏，即使该证券没有任何投资价值，证券主管机关也无权干涉，因为自愿上当被认为是投资者不可剥夺的权利。

实行股票发行注册制，上市公司发行规模将会扩大，发行价格将会降低，未来股市更加市场化。股票发行注册制改革将让那些无资产支持的好公司获得更强的融资能力，抑制公司上市过程中的寻租现象，上市公司的好坏由投资者尤其是专业化的投资者来决定。这类发行制度的代表是美国和日本，这种制度的市场化程度最高。

4、制度变迁主体相互关系分析

对制度变迁主体相互关系的认识是：审批制下制度需求主体范围大于制度供给主体，两

者之间除是需求—供给关系外，还存在制度参与者与制度决定者的关系，如下表所示。

表 2 两种新股发行制度下制度变迁主体相互关系比较

制度 主体	审批制		核准制		
	供给/需求	决定/参与	供给/需求	决定/参与	监督/实施
政府	供给	决定	供给	决定	监督
中介机构	需求	参与	供给	既决定又参与	既监督又实施
拟发行公司			需求	参与	实施
投资者					

（二）台湾地区股票发行制度及注册制改革的经验

台湾证券市场的发展变化经历了漫长而复杂的演进过程。从 1961 年开始，台湾证券市场开始其股票发行制度的逐渐变革，发行制度经历了单一核准制、核准制与注册制并存、单一注册制三次改变，如下表 3 所示，台湾地区股票发行制度改革具有非常好的借鉴作用，为大陆证券市场发行审核制度的改革打好了基础。

表 3 台湾地区股票发行历程

方案	时间	措施
单一核准制	1960-1962	成立证券管理委员会，出台《证券商管理办法》。
	1963-1968	政府支持证券集中交易，实行“强制上市制度”。
	1968-1980	颁布《证券交易法》，实行“自由上市制度”。
核准制与注册制并行	1981-1983	证券发展迅速，暴露出许多问题。
	1983-2005	修订《证券交易法》，引进发行审核注册制，简化有偿证券募集与发行的审核程序。
单一注册制	2006-至今	不断完善台湾证券市场的法律法规，证券发行方、发行中介机构、投资者以及监管机构积累了充足的证券市场经验，实行注册制。

台湾股票发行制度改革对大陆提供的意义在于以下几方面：第一，在整个过度历程中，台湾证券市场相关法律法规从逐步到全面修订的过程和经验对我国当前股票发行制度的改革中《证券法》、《公司法》等相关法律法规的修改和完善工作具有借鉴和参考意义。此后注册制的成份逐步加大，直至最后全面采用，整个过程分为多步实现，多步走的规划和战略对注册制的改革起到了平稳过渡的作用。其次，多步走的战略是正确和有效的，其经验值得借鉴。第三，在注册制改革当中穿插多层次资本市场的建立，以及退市制度的逐渐建立对证券市场功能的完善起到了积极作用，其经验值得借鉴。

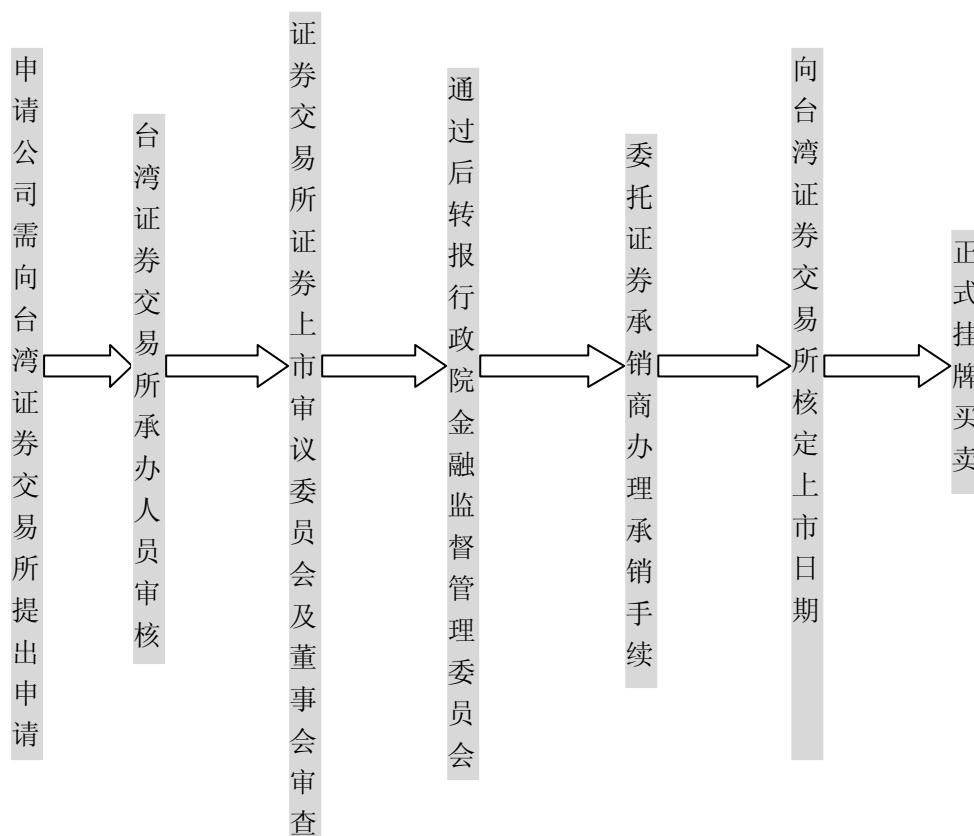


图 2 台湾地区股票发行制度流程

三、 我国股票发行制度变迁及发展缺陷

（一）我国股票发行制度变迁

从设立证券市场至今，我国股票公开发行审核制度经历了 20 多年的探索和改革，通道制到保荐制，额度管理到指标管理，我国股票公开发行审核制度经历了市场的检验，并取得了一系列阶段性的成果。然而，如果衡量的标准为有效的资源配置的话，我国仍然与国际主要市场相比有比较大的差距。

从 1993 年开始，我国证券发行监管制度经过多次改革，我国新股发行制度变迁实践进程如表 4 所示。

表 4 我国当前股票审核制度发展进程

年份	管理方案	实施制度	新股发行制度变迁阶段
1993-1995	额度管理	审批制	政府主导变迁阶段
1996-2000	指标管理		
2001-2003	通道制	核准制前期	政府与中介机构共同主导变迁阶段
2003-至今	保荐人制度	保荐制（核准制后期）	利益相关者共同主导变迁阶段

我国证券发行监管的基础制度为保荐制度、发审委制度和询价制度，我国证券市场的审核能力、保荐能力和定价能力等得到了全面的提升，并为 IPO 和上市公司再融资的审

核制度从核准制向注册制过渡创造条件。这些制度性的成果既促进了证券市场资源配置效率，也为我国发审制度从核准制向注册制转变奠定了制度性基础。

保荐制是目前我国新股发行采用的审核制度，属于核准制的范畴，在发行审核的市场化方面相比之前的发行审核制度有较大的改进，主要表现如下表所示：

表 5 我国新股发行审核制度效果

主体	效果	具体措施
融资方	提高上市公司的融资效率	保荐人对上市公司进行推荐，使其尽量充分地披露其信息，能够使投资者增强对上市公司的了解和信任；保荐人对上市公司的监督、审核和担保，能够增强投资者的安全感，促进融资活动顺利进行。
投资方	提高上市公司质量，促进信息披露，更好地保护投资者利益	保荐人的利益与发行公司的质量是具有连带责任的，因此保荐人需要聘请专业人士对拟发行股票的公司进行调查和上市辅导，减少一些公司为达到上市标准而进行的“虚假包装”行为，有助于提高上市公司质量。
监管机构	提高了证券监管机构的行政效率	保荐人能比较有效地帮助和监督上市公司遵守法律法规，促进其进行规范的经营管理活动，较为有效地防止上市公司违规违纪现象的发生。

（二）我国股票发行核准制度发展缺陷

1.新股发行行政化

我国资本市场具有强烈的行政化色彩，并随着时间的推移越来越浓烈。不健全的私募机制以及狭窄的融资渠道，使公募机制被完全收入行政审批范围。从世界范围内资本市场的发展趋势来看，公司股权融资行为经历了从特许主义——核准主义——准则主义的变迁过程，为了提高公司的设立基准以及检查监督的严格管理，目前为止世界上大部分实行市场经济的国家为严格准则主义。

自从二十世纪九十年代证监会成立到现在，我国新股发行制度分为两个阶段——审批制和核准制。核准制较审批制虽多了券商这一中介机构，但实质上仍具有行政色彩，最终核准权依然握在政府部门和监管部门的手里。

2.制度设计的结构性失衡

股份公司内部结构失衡表现为公司股权结构的严重分割。自我国股份制改革试点伊始，所有改制重组的股份公司的股权结构就被划分为国家股、法人股、个人股、职工股、外资股（例如 B 股、H 股）。在定向募集盛行的历史时期（1990—1995），法人股还被划分为定向募集法人股、发起设立法人股，甚至还有法人股个人化的情况。我国股份公司股权结构的分割是公有制属性向公司制度移植的产物。在审批制条件下，证券发行审批部门如果不通过股权结构的划分来判断股份公司的性质，股份公司无法拿到上市的资格。

3.发行审核的法律法规仍待完善

我国资本市场的市场化程度不足,这是由历史原因造成的。进行市场化改革是必然趋势，

然而改革却又是一个系统性工程。在市场化改革进行当中，行政手段逐步退出，资本市场自身的奖惩与约束机制又尚未完善和健全，此时许多问题容易显现出来。此外，随着市场的逐步改革，对当前相关的法律法规的调整、补充和完善也提出了新的要求。

非公开募集基金(私募股权基金、私募证券投资基金)最近几年发展迅速，在培育创新企业和满足社会投资需求等方面作用越发显著。特别是私募股权投资基金，其资产规模近万亿，对创新型中小企业的成长提供了大力支持。但募集过程不规范、误导投资者的情况也时有发生；非法集资、诈骗的情况也偶尔发生，其危害较大。因此，我们亟需通过修订《证券投资基金法》，将私募股权基金纳入调整范围，确定其法律地位，保护投资者，促进行业的健康发展。

总而言之，在新股发行和定价中仍然存在许多问题，从表面看，现有机制的缺陷和不足无法适应市场的发展；然而从根本上看，主要原因仍然是当前的新股发行制度没有彻底实行市场化。因此，放开上市资格的供给管制，实行核准制向注册制过渡，才是推动新股发行市场健康发展的根本出路。

四、实证分析

(一) 台湾与深圳证券市场数据

1. 台湾证券市场

台湾从二十世纪六十年代成立之初的单一核准制到今天完全实行注册制，经历了一个漫长的改革过程，当年世界范围内来看，很难找到像台湾证券市场如此明确的改革历程，分析台湾证券市场的改革历程必将会对我国当前的证券市场注册制的改革提供一定的借鉴意义。

台湾证券交易所从 1960 年成立到 1983 年之间一直实行核准制，这段时期与本文相关不大抛开不表，1983 年《证券交易法》进行大范围的修改与完善，标志着台湾证券市场由单一核准制改革为核准制与注册制并存。

根据台湾证券交易所(TWSE) 2012 年年报显示(因未公布 2013 最新数据)，截至到 2012 年年底，上市公司有 809 家，资本额 6.38 兆元新台币(即 1.32 万亿元人民币，按 1 新台币=0.2069 人民币计算，同下)，总市值 21.35 兆元新台币(即 4.42 万亿元人民币)，2012 年上市公司营收为 20.08 兆元新台币(即 4.154 万亿元人民币)，市场成交值为 20.789 兆元新台币(即 4.3 万亿元人民币)。

表 6 台湾 GDP (亿美元)

年	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
GDP	3056	3310	3559	3663	3847	3929	3774	4304	4668	4740

表 7 台湾证券市场上市公司数量(家)

年	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
上市公司数量	669	697	691	688	698	718	741	758	790	809

表 8 台湾证券市场股票成交量(亿股)

年	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
股票成交量	9170	9870	6630	7330	8870	7790	10890	8180	6510	6030

表 9 台湾证券市场股票成交值（十亿元新台币）

年	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
股票成交值	20333	23875	18819	23900	33043	26115	29680	28219	26197	20789

表 10 台湾证券公司数量（家）

年	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
证券公司数量	1000	1039	1016	1006	990	978	965	982	997	975

2. 深圳证券交易所

深圳证券交易所成立于 1990 年 12 月 1 日，2004 年 5 月，中小企业板正式推出；2006 年 1 月，中关村科技园区非上市公司股份报价转让开始试点；2009 年 10 月，创业板正式启动，多层次资本市场体系架构基本确立。经过多年的持续发展，已成为中国内地首屈一指的市场。截至 2013 年底，共有上市公司 1536 家，上市股票数 1577 只。股票市价总值 87911.92 亿元；流通市值 63053.16 亿元。

表 11 中国大陆 GDP（亿美元）

年	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
GDP	16409	19316	22359	26578	33822	43261	51808	58791	73215	82667

表 12 深圳证券市场市价总值（亿元）

年	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	12139.8	10207.2	8488.7	15018.2	45594.1	1759.62	40009.3	42490.7	30754	33327.4

（二）数据选取

实证分析运用 Eviews 软件以求对台湾证券市场和深圳证券市场做一个相关性检验，希望对两个市场进行对比研究得到一个结论说明台湾证券市场与深圳证券市场具有相关性，以此来说明台湾证券市场注册制改革的相关经验可以为我所用，拿来作为借鉴。

因为台湾证券市场 2006 年才正式实施注册制，因此选取 2006 年前后共十年的数据做分析，分别为 2003 年-2012 年。

表 13 运行数据汇总表

TIME	TGDP(亿美元)	CGDP(亿美元)	SZMV(亿元)	TNUM(家)	TST(亿股)	TSTV(十亿元新台币)	TSNUM(家)
2003	3056.24	16409.59	12139.8	669	9170	20333	1000
2004	3310.07	19316.4	10207.2	697	9870	23875	1039
2005	3559.03	22359.14	8488.7	691	6630	18819	1016

2006	3663.12	26578.81	15018.2	688	7330	23900	1006
2007	3847.68	33822.68	45594.1	698	8870	33043	990
2008	3929.22	43261.87	1759.62	718	7790	26115	978
2009	3774.1	51808	40009.3	741	10890	29680	965
2010	4304.51	58791	42490.7	758	8180	28219	982
2011	4668.81	73215	30754	790	6510	26197	997
2012	4740.15	82667.2	33327.4	809	6030	20789	975

注:TIME=时间, TGDP=台湾国内生产总值, CGDP=中国国内生产总值, SZMV=深圳证券市场市价总值, TNUM=台湾证券市场上市公司数量, TST=台湾证券市场股票成交量, TSTV=台湾证券市场股票成交值, TSNUM=台湾证券市场证券公司数量

(三) 实证检验

对所收集的上述数据进行整理汇总, 得到如下图图表, 图中简化对应名称, 然后运行 Eviews 软件, 导入数据表, 对全部数据运行 Covariance Analysis, 检验 Correlation, 进行检验后得到如图 3、图 4、图 5 的结果。

Correlation Probability	TIME	TGDP	CGDP	SZMV	TNUM	TST	TSTV	... TSNUM
TIME	1.000000 ----							
TGDP	0.963304 0.0000	1.000000 ----						
CGDP	0.979749 0.0000	0.955161 0.0000	1.000000 ----					
SZMV	0.609065 0.0616	0.530360 0.1148	0.566648 0.0876	1.000000 ----				
TNUM	0.947707 0.0000	0.937292 0.0001	0.984364 0.0000	0.523757 0.1202	1.000000 ----			
TST	-0.401203 0.2505	-0.590094 0.0725	-0.421417 0.2252	0.140964 0.6977	-0.420520 0.2262	1.000000 ----		
TSTV	0.319334 0.3684	0.212546 0.5555	0.197087 0.5852	0.660619 0.0376	0.118119 0.7452	0.456285 0.1850	1.000000 ----	
TSNUM	-0.690958 0.0269	-0.526992 0.1175	-0.644630 0.0442	-0.539395 0.1076	-0.523004 0.1209	-0.003728 0.9918	-0.419666 0.2273	1.000000 ----

图 3 2003-2012 年相关性分析图

Correlation Probability	TIME	TGDP	CGDP	SZMV	TNUM	TST	TSTV	... TSNUM
TIME	1.000000 ----							
TGDP	0.984971 0.0150	1.000000 ----						
CGDP	0.995718 0.0043	0.964811 0.0352	1.000000 ----					
SZMV	0.318901 0.6811	0.150407 0.8496	0.404988 0.5950	1.000000 ----				
TNUM	0.544436 0.4556	0.627855 0.3721	0.489836 0.5102	-0.325643 0.6744	1.000000 ----			
TST	-0.743463 0.2565	-0.776849 0.2232	-0.719618 0.2804	0.010631 0.9894	-0.140612 0.8594	1.000000 ----		
TSTV	0.284136 0.7159	0.189431 0.8106	0.327145 0.6729	0.591026 0.4090	0.398989 0.6010	0.419418 0.5806	1.000000 ----	
TSNUM	-0.037630 0.9624	0.056730 0.9433	-0.091874 0.9081	-0.522316 0.4777	0.812659 0.1873	0.405470 0.5945	0.378757 0.6212	1.000000 ----

图 4 2003-2006 年相关性分析图

Correlation Probability	TIME	TGDP	CGDP	SZMV	TNUM	TST	TSTV	... TSNUM
TIME	1.000000 ----							
TGDP	0.908256 0.0122	1.000000 ----						
CGDP	0.995333 0.0000	0.919357 0.0095	1.000000 ----					
SZMV	0.094120 0.8592	0.035287 0.9471	0.062154 0.9069	1.000000 ----				
TNUM	0.997154 0.0000	0.916207 0.0102	0.999167 0.0000	0.087903 0.8685	1.000000 ----			
TST	-0.634582 0.1759	-0.870116 0.0242	-0.666953 0.1479	0.303453 0.5588	-0.648933 0.1632	1.000000 ----		
TSTV	-0.812477 0.0495	-0.763088 0.0775	-0.830352 0.0407	0.411913 0.4171	-0.810415 0.0505	0.744553 0.0895	1.000000 ----	
TSNUM	-0.004729 0.9929	0.367279 0.4739	0.021887 0.9672	0.074411 0.8886	0.026669 0.9600	-0.502777 0.3094	0.169836 0.7477	1.000000 ----

图 5 2007-2012 年相关性分析图

(四) 实证分析

对上述实证研究的结果进行分析，可以发现：

1.CGDP 与 TGDP 两组数据中都具有强烈相关性，相关系数分别为 0.964811 和 0.919357，Pr 为 0.0352 和 0.0025，都小于 0.05 数值有效。说明大陆与台湾经济紧密相联，具有千丝万缕的联系，经济环境包括证券环境具有一定的相似性。

2.2003-2006 年分析结果没有发现其他具有相关性的数据。

3.2007-2012 年分析结果发现 TNUM 分别与 TGDP 和 CGDP 都具有强烈相关性，数据有意义，尤其是与 CGDP 相关性系数为 0.999167，Pr =0.000.

4.2007-2012 年分析结果发现 TST 与 TGDP，只是相关系数为-0.870116，Pr =0.0242，

负相关。

5.2007-2012 年分析结果发现 TSTV 与 CGDP 也为负相关, 相关系数为-0.830352, Pr=0.0407, 有意义。

五、 结论与建议

(一) 结论

通过实证分析, 可以总结两条结论:

第一, 台湾市场与大陆市场联系紧密, 关联度高, 包括证券市场在内, 制定政策与面临风险应当具有许多相似性, 因此在政策制定以及市场改革过程中, 台湾证券市场的经验和教训都对我国证券市场的改革具有借鉴意义。在我国国内证券市场当前面临注册制改革的大环境之下, 借鉴台湾证券市场自 1983 年至 2006 年长达 23 年的注册制改革经验, 应当对我国改革是有许多益处和捷径, 比如台湾注册制改革采用分步走的战略对当下我国国内的策略制定上就有一定的借鉴作用。

第二, 从两份数据实证分析来看, 2006 年台湾证券市场注册制的改革是有效的, 改革之后上市公司数量并没有发生突然性的井喷, 一直保持平稳的增长状态, 上市公司数量也与台湾 GDP 和我国国内 GDP 相关性增强, 特别是发现台湾证券市场股票成交值也与我国国内 GDP 呈现相关性, 说明注册制的改革让经济联系更加紧密, 密切联系的双方更容易从双方改革过程中学习到经验教训, 其经验值得借鉴。

(二) 建议

我国证券市场成立时间短, 但是发展迅速, 从几十年发展路程来看, 我国证券市场克服了一个又一个的困难, 不断吸取国外证券市场先进可用的经验发展壮大自己, 一个逐渐成熟的市场逐渐形成。当下面临股票发行制度即注册制改革, 我相信我国证券市场也依然会成功度过, 走向更美好的未来, 但是仍需注意一些问题。

1. 分步走战略

当下进行注册制改革仍面临许多问题, 法律法规仍然不健全且《证券法》需要对相关条目进行修改和完善, 所以进行分步走战略是必要的, 也是有成功经验可以借鉴的, 在具体分步走战略制定中可以借鉴台湾注册制改革中的经验和教训, 从 1983 年实行审核注册制到 2006 年完全实行注册制, 说明分步走的战略是可行的, 而且是针对具体国情制定的具体战略。

因此建议我国注册制改革主要实行三步走战略, 第一步, 对证券法律法规体系进行修改和完善, 例如《证券法》《公司法》《股票发行与交易管理暂行条例》和《首次公开发行股票并上市管理办法》等先关法律法规的修改和完善, 这其中对《证券法》首先试水, 2014 年 8 月 31 日十二届全国人大常委会第十次会议就通过修改了《证券法》中要约收购不再事

先审核报告的决定，这为之后其他法律的修改完善提供了借鉴经验，最终使注册制改革符合法律的相关规定；第二步，实行过度政策，市场引入审核注册制，注册制本身的特点就是宽进宽出，在过度时期中发现问题解决问题逐步找到适合我国国情的股票发行制度，过渡政策可以让中介机构、广大投资者以及发行方逐步了解和适应注册制。第三步，在恰当时期对审核制进行完全调整，时机的把握很重要，时机一定选在注册制实行条件完全成熟的情况下，市场已经完全适应注册制，此时统一实行注册制可以达到平稳过度的效果。

2. 试点政策

在实行三步走战略的同时，也可以在采取过渡政策之前实行试点工作，首选市场可以是新三板或者创业板市场，因为注册制讲求宽进宽出，新三板市场本身进入门槛就较低，而创业板市场又是规模较小风险较大的市场，但两个市场同时都具有较好的成长性，因此更容易适应注册制要求。试点工作选在新三板市场并不意味着一直踟蹰不前，由新三板市场过度到创业板才是整个试点工作的完整链条，在试点中可以发现问题解决问题，为实行审核注册制的过度工作寻找经验，同时也可以较快获取市场反应，为注册制最终完全实行做出贡献。

（山东财经大学，山东济南，250002）

参考文献

- [1] 张新红，叶诚略. 中国股票市场政策效应的实证研究[J]. 宏观经济研究, 2012, (4): 88-92.
- [2] 罗辉，张朝晖. 内地股票市场与香港股票市场间风险性溢出分析[J]. 宏观经济研究, 2013, (9):113-118.
- [3] 李桃，马书琴. 经济非正义之过——中国股票市场投资文化之于投机文化弱势探源[J]. 宏观经济研究, 2013, (7):3-10.
- [4] 杜兴强，赖少娟，杜颖洁. “发审委”联系、潜规则与 IPO 市场的资源配置效率[J]. 金融研究, 2013, (3):143-156.
- [5] 王林. 我国股票发行制度变迁及若干思考[J]. 经济理论与经济管理, 2011, (3):64-71.
- [6] 谢百三. 证券市场的国际比较——从国际比较看中国证券市场的根本缺陷及矫正[M]. 北京：清华大学出版社, 2003年.
- [7] 黄运成，葛蓉蓉. 股票发行制度的国际比较及我国的改革实践[J]. 国际金融研究, 2005, (2):74-78.
- [8] 郭建斌，孙震海. 德国新股预发行市场对 IPO 询价制度的影响及启示[J]. 世界经济研究, 2005, (5):32-36.
- [9] 吴长煜. 新股发行市场规制的国际了望及借鉴[J]. 中国经济评论, 2003, (4):57-61.
- [10] 贺金陵. 海外创业板市场发行上市制度研究[R], 深圳证券交易所综合研究所研究报告, 2001.
- [11] Arik Ben Dor. The Determinants of Insiders' Selling at Initial Public Offerings: An Empirical Analysis[J]. Social Science Electronic Publishing, 2003.
- [12] Baker M, Coval J, Stein J C. Corporate Financing Decisions When Investors Take the

Path of Least Resistance[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 84(2): 266-298.

[13] Aggarwal R, Prabhala N R, Puri M. Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence[J]. Journal of Finance, 2002, 57(3):1421–1442.

[14] Aggarwal R. Allocation of initial public offerings and flipping activity[J]. Social Science Electronic Publishing, 2003, 68(1):111-135.

[15] Bruno Biais. IPO Auctions[J]. Journal of Financial Intermediation, 2002, 11:9–36.