

探索与争鸣（十五）

注册制、法律实验与学习型监管

唐应茂

（复旦大学法学院，上海 200438）

摘要：法律实验范式强调，揭示试点变化幅度大、效果差异大的法律规则（激进规则）的试点效果信息，有助于发现更优法律规则。采用法律实验范式立法应具备两个前提：一是被实验的法律规则具备可逆性，存在制度纠错机制，能够及时终止负面效果明显的法律规则；二是实验者具备学习能力，能够通过法律实验获得信息、发现更优规则。从法律实验角度观察，我国股票发行注册制改革存在三个突出特点：法律规则的激进程度高、由外力助推实现激进规则的可逆性、学习型监管能力有待提升。未来注册制改革取得成效的关键在于加强党中央对金融工作的集中统一领导，对尝试法律规则保持更高容忍度以及金融监管部际协调，不断提升监管机构的学习能力。

关键词：注册制；法律实验；学习型监管；激进规则；可逆性

中图分类号：F832.51 **文献标识码：**A **文章编号：**1005-9245（2024）05-0125-12

一、引言：注册制改革与法律实验

2013年11月15日，党的十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称《决定》）。在完善金融市场体系方面，《决定》明确指出，要“健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革”^①。2023年2月1日，中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册制管理办法》等主要制度规则草案公开征求意见。2023年2月17日，证监会发布一系列规则，开始全面实施股票发行注册制^②。从党

的十八届三中全会提出推进注册制改革到注册制全面实施，历时近10年。10年间，我国证券监管机构围绕注册制改革的试点和推广出台大量改革措施。其中，部分措施较核准制规则更为严格。例如，信息披露是注册制的核心要求，信息披露时点具有重要意义。2005年，我国开始实行招股说明书预披露，但预披露时间大致在发行审核委员会开会审议的5天前左右^③。2012年年初，证券监管机构对招股说明书预披露制度进行改革，将预披露时间提前至发行审核委员会审核会议的前一个月左右^④。总体而言，在推进注册制改革提出前，证券监管机构对信息披露持谨慎态度，担心过早公开信息会引发干扰

收稿日期：2023-03-31

作者简介：唐应茂，复旦大学法学院教授、博士生导师。

① 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，《人民日报》，2013年11月16日。

② 《全面实行股票发行注册制制度规则发布实施》，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7123213/content.shtml>。

③ 在2005年实行招股说明书预披露之前，发行人的招股说明书以及备查文件的披露时间更晚。这类文件通常在发行审核结束、发行人开始发行后在指定网站公开。

④ 2012年4月28日，中国证监会发布的《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》第一条第（八）款规定，“进一步提前预先披露新股资料的时点，逐步实现发行申请受理后即预先披露招股说明书，提高透明度，加强公众投资者和社会各界的监督”。

审核流程、造成审核不公等负面影响^①。

2019年,我国在科创板进行注册制试点,实行申请即公开制度:发行人提交股票发行申请材料的同时,其招股说明书在指定网站公开披露。从国际范围看,美国注册制的信息公开程度较高,且公开时点较早。但对于部分国外小型发行人而言,美国证监会允许其在申请时秘密提交(Confidential Filing)招股说明书,不实行申请即公开制度。当美国证监会发行审核基本结束、市场推介开始前才向公众公开。

2013年以来,我国的信息披露时点从延迟公开走向全程公开,注册制改革力度空前。证监会法律部副主任杨明宇指出:“证监会始终坚持以信息披露为核心的改革理念,着力提升信息披露质量,落实市场参与方责任,保障信息披露制度有效运行。”^②在信息披露责任追究问题方面,为保护投资者利益,证券监管机构尝试了大量创新举措。例如,2015年开始,针对发行人信息披露不实造成投资人损失的情况,证券监管机构要求主承销商先行赔付再向其他机构追责,以此提高信息披露追责的效率,提高对投资者的保护力度^③。2019年年底,我国修订《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》),对先行赔付制度进行完善,修订后的《证券法》第九十三条采取赋权型条款立法模式,即规定相关主体“可以……予以先行赔付”。换言之,先行赔付不再是强制性要求。是否先行赔付,承销商具有选择权。

笔者借用美国耶鲁大学法学院教授李斯头肯(Yair Listokin)的提法,将英文术语“High Variance Rule”意译为“激进规则”,指代与既有规则相比变化幅度大、实施效果偏离幅度大的规则^④。这里的偏离幅度,是对“Variance”的意译,其直译为“方差”,属于统计学概念。从统计学角度看,方差用以度量一组变量及其数学期望(即均值)之

间的偏离程度。如果一组变量的方差大,意味着该组变量分布分散,不同变量距离中心的距离各不相同。用方差大形容法律规则,表明其与既有规则相比变化幅度大,意味着规则实施效果与预期效果间的偏离程度大。激进规则既可能带来极好效果,也可能带来极差效果,规则效果之间的差异大,获得某一特定效果的不确定性也随之增大。

笔者认为,我国正处在经济转轨和社会转型的加速期,在金融法等领域采用法律实验模式,不断尝试激进规则,进而发现更优规则,这种模式具有一定的理论和现实合理性。但法律实验模式能否达到预期效果,立法者、监管者能否据此发现更优规则,既取决于被实验的激进规则是否具备可逆性,是否存在制度纠错机制,能够及时终止负面效果明显的激进规则,又取决于立法者、监管者是否具备学习能力,是否采取学习型监管模式,从法律实验中观察实验效果信息、总结经验教训、发现更优规则。

二、激进规则及其存在理由

在传统法治语境下,法治意味着秩序,法律的重要功能之一在于为市场主体提供稳定的行为预期。进入21世纪,尤其是2008年国际金融危机后,无论从法律制度层面看,还是从法律思想范式看,都强调部分法律规则具有临时性,应在短期内被终止或修订,并强调对激进规则进行尝试,通过实验激进规则获取信息、探索更优规则,成为法治实践的另一个范式。笔者将这一范式称为法律实验模式。

(一) 股票做空规则实验

在理想化的法律实验模式下,内容完全对立的两种规则可同时施行。在两种规则施行一段时间后,实验者观察两种规则效果,分析利弊,进而确

① 招股说明书预披露的时点靠后,实践中出现预披露后相关主体对发行人或其董事、高管进行举报的现象。在此背景下,证券监管机构面临的实际操作问题是:即将召开发审会,如何处理这种举报?如果不进行处理,发审会如何决定?如果进行处理,一旦查不属实,对于即将“过会”的发行人是否公平?

② 《适时修订完善信息披露制度规则》, <https://mr.mbd.baidu.com/r/1aTJVyzYloc?f=cp&u=aba655f5d5a05cf3>。

③ 2013年,国务院办公厅发布《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》,要求健全中小投资者赔偿机制,督促违规或涉案当事人主动赔偿投资者。2015年,中国证监会于《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》第十八条规定:“招股说明书扉页应载有如下声明及承诺:……保荐人承诺因其为发行人首次公开发行股票制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给投资者造成损失的,将先行赔偿投资者损失。”

④ Yair Listokin. Learning Through Policy Variation, Yale Law Journal, 2008(3).

定下一阶段实施的规则，可以是两种规则中的一种，也可以是折中规则，甚至可以是两种规则之外的新规则。制定法律规则的过程不是一蹴而就的，而是两个阶段甚至多阶段的反复试错的过程。在研究采用法律实验模式评估激进规则效果时，学者经常引用美国证监会 2004 年针对做空规则（Short Sale）实验的例子^①。在同一时间段，美国证监会测试了完全对立的两种证券交易规则效果，即禁止投资者做空上市公司股票规则的效果和不禁止投资者做空上市公司股票规则的效果^②。

美国证监会做空规则试验的实验期为 2005 年 5 月—2007 年 8 月。被测样本是所有被列入罗素 3000 指数（Russel 3000）的美国上市公司。根据上市交易所（或板块）的不同，美国证监会对上市公司进行分类，将同一交易所（板块）的上市公司归为一类。在此基础上，根据上市公司股票每日交易金额的大小，对不同交易所（板块）的上市公司进行排序，形成一个股票在不同交易所（板块）交易的、每日交易金额从大到小的上市公司序列。针对这一序列，每第三家上市公司被抽出列为一组，该组上市公司被豁免遵守禁止做空规则，即允许投资者对这些公司股票做空。其他上市公司列为一组，遵守禁止做空规则，即不允许投资者对这些公司股票做空。为衡量两个完全不同规则的效果，美国证监会构建了一系列指标，例如，上市公司股票的做空数量、股票买卖报价的价差、空空的替代策略或措施等，以此观察不同规则下上市公司及其股票在同一指标下的表现。通过实验两个完全不同规则的效果，美国证监会得出取消禁止做空规则会影响部分上市公司指标（股票做空数量），但对其他指标（股票买卖报价价差）没有影响的结论。

美国证监会的做空规则实验显示，证券监管机构可同时施行内容完全对立的两种规则：禁止行为的规则 and 允许行为的规则。禁止行为与允许行为，

是监管态度的两个极端。相对禁止行为的规则，允许行为的规则属于另一个极端。从当时实行的禁止做空规则，尝试转向实行允许做空规则，是极具跳跃性的尝试。

美国证监会当时实行的规则，即禁止做空规则，其实施效果确定，但允许做空规则不同，可能带来极好效果，也可能带来极差效果，实施效果的差异大，表明获得特定效果的不确定性高。与当时实行的禁止做空规则相对应，笔者将允许做空规则称为激进规则。在同一股票市场，针对同一投资人群体，为何法律规则的价值导向可以完全对立？为何可以尝试完全对立的规则？

（二）激进规则存在的必要性

笔者指称的激进规则，其实施效果与预期效果偏离幅度大，获得特定效果的不确定性高，其是否具有存在的必要性，现有学术研究尚未形成系统性的理论框架。根据相关文献可知，之所以存在激进规则，主要存在三方面理由。

1. 从社会基础看，激进规则依赖高度变化的社会

2008 年国际金融危机后，美国等国家出现日落条款（Sunset Clause）的立法实践，即限定法律的有效期限、期限届满之日法律自动失效。日落条款的立法实践引发大量学术讨论^③。日落条款出现的背景是出现金融危机、经济危机乃至社会危机。在危机背景下出台的法律，通常受公众焦虑情绪影响，容易导致法律质量不高。例如，在 20 世纪 30 年代大萧条时期，为避免银行倒闭蔓延，美国政府出台法律，规定在一段时间内禁止银行营业。相对允许银行营业的正常规则而言，禁止银行营业规则走向另一个极端。同时，实施禁止银行营业规则，可能带来避免危机蔓延的极好效果，也可能导致银行因缺乏经营收入而大面积倒闭的极差效果以及银行雇员失业、实体经济缺乏资金支持等其他后果。在发布禁止银行营业规则

① 美国部分学者对该法律实验进行了极为细致的介绍和讨论，Michael Abramowicz, Ian Ayres, Yair Listokin. Randomizing Law, University of Pennsylvania Law Review, 2011(4)。

② 美国证监会实验的法律规则原文以及相关报告原文：Short Sales, 69 Fed. Reg. 48, 008, 48, 012 (Aug. 6, 2004); Regulation of Short Sales, 17 C.F.R. § 242.200-204 (2010); OFFICE OF ECON. ANALYs, U.S. SEC. & EXCH. COMM'N, ECONOMIC ANALYSIS OF THE SHORT SALE PRICE RESTRICTIONS UNDER THE REGULATION SHO PILOT 3-4 (2007), <http://www.sec.gov/news/studies/2007/regshopilot020607.pdf> (last visited March 15, 2023)。

③ Roberta Romano. Regulating in the Dark and a Postscript Assessment of the Iron Law of Financial Regulation, Hofstra Law Review, 2014(1)。

时,美国立法者已意识到该规则的实施效果与预期效果偏离幅度大。如果反复出现极差效果,例如,该规则虽然可以防止银行倒闭蔓延,但多家银行因无法经营而破产,表明该法律规则的实施带有不可持续性。因此,在起草和发布激进规则的同时,立法者应对规则的实施期限加以限制,避免危机应对法成为社会常态法。禁止银行营业的法律、禁止股票交易的熔断法、政府救助金融机构中采取低于成本价的资产甩卖(Fire Sale)等法律和措施,皆是危机背景下激进规则的案例。

从我国注册制改革的历程看,过去10年间,我国经济处于发展期、上升期。以发行人类型为例,过去10年间,我国股市处于急剧扩容期,尝试激进规则存在深厚的股市环境土壤。例如,2010年年底,我国在交易所主板、中小企业板基础上推出创业板,上市公司主要是小型创业企业。2009-2012年,我国尝试推出国际板,其对象是已在境外上市的外国大企业,例如,英国汇丰、法国道达尔、德国安联等世界500强企业。2019年,我国推出科创板,主要针对具有科创属性的高科技企业,既包括中小企业,又包括部分大企业^①。2018年,我国推出红筹回归规则,允许在境外设立且主要资产在中国大陆境内的企业回归科创板上市。百度、中芯国际、九号机器人等均是红筹企业的代表。红筹企业规模有大有小,行业属性各不相同,差异较为明显。此外,2018年年底,我国推出沪伦通规则,并于2022年对其进行修订,以吸引英国和欧洲大陆的外国上市公司在我国交易所上市。

10年间,进入或可能进入我国股市的发行人既有中国公司,又有外国公司;既有大企业,又有小企业;既有传统制造业企业,又包含具备科创属

性的高科技企业。发行人类型大小各异,行业各异,盈利能力参差不齐,整体构成复杂。在这一背景下,无论核准制背景下的既有规则,还是注册制试点中的单一规则,都难以简单适用于不同类型的发行人。因此,随着发行人类型的扩展以及我国股市结构的变化,在注册制改革过程中,证券监管机构需不断尝试与既有规则存在差异的新规则,或可尝试实施效果一时难以精准预测的激进规则^②。通过对这种法律实验式的尝试,使我国立法者有利于发现更优规则,不断满足我国股市变化带来的法律需求。

2.从法律功能看,激进规则不仅能够应对危机变化,而且具备打破路径依赖、减少制度粘性的功能

在危机背景下出台的法律规则较为激进,带有临时性色彩,其发布和实施通常能够满足危机背景下公众的需求。在危机背景下,公众要求政府立刻采取行动,成为危机立法质量不高的原因之一,也是日落条款等机制存在的原因之一。如果社会尚未进入危机状态,而是处于转型期,那么,激进规则是否依然具备存在的理由?从促成社会变化的角度看,部分激进规则被贴上“临时法”的标签,被视为打破路径依赖(Path Dependence)、减少制度粘性的法律工具。

美国芝加哥大学法学院学者金斯伯格(Tom Ginsburg)等从法和经济学角度进行研究^③。金斯伯格认为,美国社会长期形成的吸烟习惯存在粘性。永久禁止吸烟或许可以一劳永逸、彻底改变制度粘性,但永久性规则可能带来效率损失和社会整体福利的减损。原因在于发布永久性法律规则强制禁烟,可能导致禁止吸烟的公共场所(例如,酒吧)过多,未必是社会的最优状态。同时,在

① 例如,截至2023年3月15日,科创板上市的天合光能(688599)、传音控股(688036)、大全能源(688303)、金山办公(688111)、中芯国际(688981)等公司市值都超过1000亿元人民币, http://www.sse.com.cn/market/stockdata/marketvalue/star/index_his.shtml。

② 不同板块对发行人的定位要求存在明显差异。即使在同一板块上市,交易所规则对不同类别的发行人而言也存在区别。例如,同样在科创板上市,根据《上海证券交易所科创板股票上市规则(2020年12月修订)》以及中国证监会发布的《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》,对红筹企业的市值要求(最低一档要求为:预期市值不低于人民币50亿元)整体高于对境内企业的市值要求(最高一档要求为:预期市值不低于人民币40亿元)。

③ Tom Ginsburg, J.S. Masur, R.H. McAdams. *Libertarian Paternalism, Path Dependence, and Temporary Law*, University of Chicago Law Review, 2014(1). 参见美国耶鲁大学法学院尹·埃尔斯(Ian Ayres)的一篇对话性评论文章, Ian Ayres. *Extempore*, University of Chicago Law Review Dialogue, 2014. 尹·埃尔斯将金斯伯格等人的临时法概念扩展到其他领域,甚至包括父母对未成年人的限制措施。

其发布永久性规则前，社会究竟需要多少禁止吸烟的公共场所，禁止吸烟和不禁止吸烟场所的相对比例多少合适，上述问题的答案具有不确定性，存在探索和尝试空间。因此，发布禁止吸烟的临时法，例如，发布实施期限为期两年的禁止吸烟规则，可以促成社会行为模式的改变，打破长期吸烟习惯形成的社会（不良）规范。当禁止吸烟规则到期后，允许公共场所再行选择。公共场所如何选择，最终由消费者“用脚投票”决定，以此形成禁烟和不禁烟公共场所的合理比例，达成社会最优安排。金斯伯格等学者认为，这种临时规则是较为人性的“助推”（Nudge）手段，其目的在于打破路径依赖、消除制度粘性，减少法律、尤其是永久性法律规则对社会的过度干扰和损害。临时法理论基于美国部分城市施行禁烟令而提出，但金斯伯格指出，其初衷并不局限于禁烟令等个案，也适用于人身安全/侵权法（例如，要求乘客系汽车安全带的规则）、美国宪法（例如，反种族歧视的平权措施，Affirmative Action）、宵禁法（例如，禁止21点后外出），甚至银行法（强制银行停业）和证券法（股票交易停牌规则）等诸多领域。

从我国注册制实践看，党的十八届三中全会提出推进注册制改革后，学术界围绕是否推行注册制、什么是注册制、为什么要推行注册制等展开激烈讨论。反映出既有制度具备较强的制度粘性，作为改革对象的核准制、审批制的持续影响较为明显^①。如果未施行科创板注册制试点措施，核准制的制度粘性、相关主体形成的路径依赖较难被打破。因此，在科创板试行注册制，尝试注册制改革措施，发挥了打破路径依赖、减少制度粘性的作用。

3. 从价值看，实行激进规则具备经济价值

李斯头肯认为，激进性规则带来的实施效果差异较大：既可能没有任何效果，又可能带来负面效果或较既有规则、常规规则更好的效果^②。从期权角度观察，激进规则具备期权价值，即经济价值。效果差异大的激进规则较效果差异较小的常规规则

而言，期权价值更高。

以股票期权为例，假设腾讯股价为200美元/股，如果持有一份3个月内腾讯股票的买入期权，意味着未来3个月内（而不是现在）持有人有权利买入腾讯股票。未来买入腾讯股票的价格已经确定，即250美元/股。从期权价值角度看，在未来3个月内，腾讯股票价格波动越大，假设跌到180美元/股或涨到300美元/股，相较价格波动较小的股票，购买腾讯股票买入期权的价值更高。如果腾讯股票涨到300美元/股，持有人立刻行使期权买入腾讯股票，买入价为250美元/股，市场上的卖出价为300美元/股，买入后立刻卖出，每股净收益50美元。相较效果差异小的常规规则而言，激进规则的期权价值更高。换言之，法律规则的效果差异越大，其期权价值越高。激进规则有可能产生良好效果，但尝试常规规则未必不会出现良好效果。因此，只要出现良好效果，类似出现腾讯股价飙升到300美元/股的情形，就充分体现了激进规则的更高价值。在这种情况下，立法者、监管者可进一步分析出现良好效果的具体情形和机制，怎样才能将产生良好效果的情形、机制进行复制，进而在此基础上形成更优规则。因此，当实行激进规则产生“极端”良好效果时，激进规则的价值就得到充分体现。

以信息披露制度为例，相较核准制背景下的延迟公开规则以及党的十八届三中全会召开前的渐进公开规则，注册制背景下的全程公开规则属于效果差异大的激进规则：通过公众监督，可能发挥招股书质量提高、信息披露不实情况减少等积极作用，也可能带来大幅干扰审核流程、影响发审会决策、影响上市公平等负面效果。从期权价值角度衡量，全程公开规则的期权价值更高，因为其带来的潜在好处更大。渐进公开规则对审核流程干扰较小，但其不具备大幅提高招股书质量的功能。

如何确定激进规则期权价值的大小，牵涉较为复杂的金融理论，不仅取决于其效果差异的大小程

① 例如，有学者指出，在我国证券法教材中，普遍存在将注册制与核准制二分，将前者对应形式审核、将后者对应实质审核的表述。该学者进一步剖析了美国本土公司首次公开发行股票并上市的双重注册制（Dual Registration）结构，指出注册制并不必然排斥实质监管。沈朝晖：《流行的误读：“注册制”与“核准制”辨析》，《证券市场导报》，2011年第9期。类似文章包括，蒋大兴：《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》，《法学评论》，2014年第2期；李燕、杨淦：《美国法上IPO“注册制”：起源、构造与论争——兼论我国注册制改革的移植与创生》，《比较法研究》，2014年第6期。

② Yair Listokin. Learning Through Policy Variation, Yale Law Journal, 2008(3).

度,或其潜在更高的收益,而且由一系列因素共同决定^①。在注册制改革推进过程中,尽管部分改革措施力度较大,带有临时性特点,但尝试实施这些措施具备其内在价值,不能因其成本较高或其他市场未尝试过,就否定其存在的合理性。

三、法律实验的前提条件

激进规则的存在有其合理性,对激进规则进行法律实验具备一定的正当性。但法律实验的成功与否存在诸多前提条件。从现有学术文献看,两个前提条件最为重要:一个前提条件涉及被实验规则的可逆性(Reversibility);另一个前提条件为实验者的学习能力,即立法者、监管者通过实验获得信息、比较利弊和寻找更优规则的能力。

(一) 法律规则的可逆性

激进规则存在其价值,但激进规则的弊端较为明显。对激进规则进行尝试,其目的在于发现规则的好效果,避免其明显弊端。如果在尝试激进规则一段时间后,好的效果没有显现,或其效果与常规规则没有差别,而极端弊端尤其明显,那么,及时止损,终止激进规则,恢复既有规则或实行常规规则,是实现激进规则价值、规避潜在弊端的核心环节。

在出台法律规则时,规定其有限的实施期限,是法律规则可逆性的典型示例。在法律规则中包含日落条款,让法律规则自带失效日期,是实现法律规则可逆性的常规手段。我国在推进注册制改革过程中也采取过类似做法。例如,鉴于注册制理念与核准制理念存在差异,2015年12月,全国人大常委会授权国务院在注册制改革过程中调整适用《证券法》的有关规定,即调整其中与核准制有关的规定,全国人大常委会授权的期限为两年。在2018年授权期限到期前,全国人大常委会进一步延长授

权期限^②。从全国人大常委会的授权看,其不是限制《证券法》的实施期限,而是对国务院调整适用《证券法》有关规定的期限作出规定。在授权期限内,国务院可以采取注册制改革措施,该措施可能与当时实施的《证券法》规定不一致,也可将与现行法律规定不一致的行为限定在一定期限内。

但任何法律规则都存在粘性,与其相关的法律制度也存在粘性。在没有包含日落条款或类似机制的情况下,对激进规则进行实验,可能导致激进规则发生变异,从临时性规则蜕变为永久性规则。如果发现激进规则弊大于利,又无法及时终止,法律实验将失去意义。换言之,其已不再是进行激进规则的法律实验,而是施行一部风险极大且永久性的规则。同时,法律规则的可逆性并不仅仅指向法律条文本身,与特定法律规则相关的制度也非常重要。制度是否可以增加或减少法律规则的可逆性,属于法律规则可逆性的重要维度。

以学术研究经常提及的监管俘获问题以及由此延伸的制度粘性问题为例,其均属于制度性的不可逆现象。从法律规则的可逆性角度看,可以通过正常程序对其进行修订或终止。但因监管俘获等问题的存在,部分存在问题的法律规则呈现较强的粘性,以此形成的路径依赖现象通常难以改变。上述示例属于现有规则不可逆的示例,不属于法律实验背景下激进规则不可逆的示例。从激进规则不可逆的示例看,在注册制改革过程中也可能出现类似现象。例如,2015年,证监会发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》(以下简称“1号准则”),对2006年的版本进行修订。“1号准则”第137条规定:“保荐人承诺因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给投资者造成损失的,其将先行赔偿投资者损失。”这是当时为配合券商先行赔付制度发布的强制性规则。

① 从金融学角度看,20世纪70年代初,美国经济学家费希尔·布莱克(Fisher Black)和迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)提出布莱克—斯科尔斯模型(Black-Scholes Model),认为期权价值主要由五个因素决定,即资产的市场价、期权的行权价、期权的期限、资产的波动性和持有成本。如果资产的波动性可以代表本文中规则的激进程度,那么,实验激进规则的价值高低就取决于其他四个因素。同时,李斯头肯在文章中强调,是否实验激进规则至少受五个因素影响,即激进规则的平均效果、实施成本、未来的重要性、激进规则效果与其他潜在规则效果的相关性以及实验效果的评估期限长短。这类因素越多,采用实验模式的必要性就越低,这是现实世界中法律实验较少的原因之一。Yair Listokin, Learning Through Policy Variation, Yale Law Journal, 2008(3)。

② 易会满:《国务院关于股票发行注册制改革有关工作情况的报告——2020年10月15日在第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十二次会议上》,第一部分(注册制改革试点情况和主要成效)第(五)节(完善法治保障),<http://www.npc.gov.cn/npc/c30834/202010/a8cddd4b7f694bc7a6b3719df029df6a.shtml>。

2016年1月1日起,上述强制性规则开始实施。2019年12月28日,修订后的《证券法》颁布并于2020年3月1日起施行。如前文所述,修订后的《证券法》第九十三条将券商先行赔付制度调整为自愿性制度,由券商和相关主体自愿选择实行。但2020年3月1日后的一段时间,即使修订后的《证券法》已经开始施行,2015年版本的格式准则依然有效,保荐人继续遵守强制性规则^①。证监会发布规则对前述格式准则进行修改,上述情况才得以彻底消除^②。

因此,无论核准制背景下的法律规则,还是注册制改革过程中的法律规则,只要法律规则的实施效果与预期效果潜在差异较大,且缺乏自动失效的机制,那么,与规则相关的制度粘性的存在均可能成为规则不可逆的助推因素,有时甚至是规则不可逆的核心因素。鉴于这种现象的存在,即使支持法律实验的学者也强调,如果规则不可逆,包括制度因素导致的规则不可逆,对激进规则进行法律实验不是应选之项。在这种情况下,立法者、监管者应放弃法律实验,选择其他立法模式,放弃尝试不可

逆规则^③。

(二) 学习型监管

立法者、监管者具备学习能力,能够从法律实验中发现信息,比较新旧规则的利弊,从试错过程中寻找更优规则或及时放弃没有效果的激进性规则,是法律实验取得成效的另一个前提条件。

主动学习、分析利弊、确定规则,对这类学习能力的强调,并非法律实验模式独有。在美国传统法律收益成本分析范式下,负责制定部门规章的监管机构也需具备学习能力,判断拟发布规则实现最优效果和最坏情况的收益与概率,分析不同情况下拟发布规则的成本,根据规则发布前获取的信息进行综合判断,确定是否应发布新的规则^④。

传统成本收益分析范式属于单一阶段立法范式。根据当前信息预测规则效果,作出是否实行规则的决定。与传统成本收益分析范式不同,在法律实验范式下,法律规则的制定是两个阶段甚至多阶段的动态过程:第一阶段实验激进规则,发现其实施效果等信息,比较其与现有规则的利弊;第二阶段,根据第一阶段的实验结果,确定新一阶段施行

① 刘雪平、安芷璇:《先行赔付制度的规则探析——简评〈证券法〉第九十三条》(“1号准则”),首发中保荐人必须出具先行赔偿承诺书,否则证监会将不予接受IPO申请。因此,尽管保荐人可以选择承诺或不承诺,但由于不承诺就无法通过证监会的IPO审核,而保荐人功能是企业能够上市,因此,这一规定实际将保荐人承诺的“权利”变成一项“义务”,即使保荐人并不情愿,但为完成IPO只能不得以而为之, <https://mp.weixin.qq.com/s/PtV-HqqRvp0lk8XjEpokLw>。

② 中国证监会:《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第57号——招股说明书》, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7121950/content.shtml>。该格式准则第九十三条规定:“发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的,发行人控股股东、实际控制人、相关证券公司自愿作出先行赔付投资者的承诺(如有)。”

③ 这种立法模式被称为真正期权模式(Real Option Approach)。在这一模式下,规则实施效果存在不确定性和不可逆性。有学者认为,这时应放弃尝试激进规则,继续实行现有规则,将问题留待未来解决。其之所以被称为真正期权模式,主要原因在于将问题留待未来解决,把解决方案留待未来尝试可以视为一种期权。此外,部分赞同法律实验模式的美国环境法学者同时支持采用真正期权模式进行环境立法,对某些环保问题采取谨慎态度,不采取任何立法措施,将问题保留至未来解决。有关采用真正期权模式看待法律规则的一般性文献,参见Ian Ayres, *Optional Law. The Structure of Legal Entitlements* (2005); Cass R. Sunstein, *Irreversible and Catastrophic*, *Cornell Law Review*, 2006(4)。有关环保立法法律实验中采用谨慎原则的观点,参见Daniel A. Farber, *Environmental Protection as a Learning Experience*, *Loyola of Los Angeles Law Review*, 1994(3)。

④ 美国监管部门的成本收益分析及其得出的规则可能面临质疑与挑战。例如,2010年8月,在《多德—弗兰克法案》第971条的授权下,美国证监会针对《1934年证券交易法》通过新的14a-11规则(即Proxy Access Rule)。但在该规则生效前,美国商业圆桌会议(Business Roundtable)向哥伦比亚特区巡回法院提起诉讼,认为美国证监会颁布该规则时未能充分考虑其可能引发的经济后果,对其成本收益分析等提出质疑。最后,法院认定该规则无效,美国证监会在成本收益分析方面考虑欠妥,对“成本”估计不足。Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir.2011)。对该规则及其争议的中文介绍,参见李诗鸿:《从“美国证监会14a-11规则无效案”看董事提名权改革》,《法学》,2013年第5期。对美国证监会运用成本收益分析方法制定证券监管规则的介绍,参见董翔:《成本效益分析方法在美国证券规则制定中的应用及其启示——从美国证券交易委员会三次败诉说起》,《证券法苑》,2014年第1期。

的规则,可能是激进规则或既有规则,也可能是折中规则。

因此,在法律实验模式下,立法者、监管者的学习能力更加全面和动态化。以美国证监会卖空规则实验为例,证券监管机构需具备类似于在自然科学实验室进行实验操作的诸多能力。其中,证券监管机构需具备随机分组的意识和能力,构建对照组和实验组两个可供比较的组别,通过随机分配建立被实验规则与实验结果间的关系,排除其他因素的潜在影响,包括实验对象(上市公司)本身存在差异导致的不同结果。

证券监管机构需具备构建比较标准的能力,包括卖空股票交易量、股票价差等,通过不同标准衡量法律规则的效果,这些标准足以涵盖法律效果评估的主要方面。例如,证券监管机构需具备指标分析能力,针对某一具体指标结果,分析对照组和实验组是否存在差异、差异是否显著以及综合所有指标而言,两组表现是否存在差异,以此判断不同法律规则的效果差异。

上述学习能力涵盖范围广,涉及心理学、统计学、经济学等诸多社会科学领域。上述领域所需的知识与技能,通常不属于法学界关注的范畴,因此,法律实验成功与否,学习型监管有效与否,不仅取决于法学学者能力的提升,而且依赖立法机构、监管机构内部跨学科、跨领域、跨部门的协调与合作。

更为重要的是,美国证监会卖空规则实验较少,因其类似于实验室的实验,实验的客观标准高,且在现实世界中不易复制。例如,将所有上市公司随机分配,形成法律规则实验的对照组和比较组(实验组),通常只有在类似实验室的场景中才能做到。在现实世界中,通常难以实现随机分配实验对象,无法客观构建对照组和比较组(实验组),因此,不易获得客观的实验结果。例如,我国注册制在科创板试点,比较组(实验组)是科创板所有拟上市公司。但是,对照组是哪些公司?是同期创业板拟上市公司,还是同期主板拟上市公司?如果将同期创业板、主板拟上市公司作为对照组,那么,三个板块拟上市公司本身存在差异,其中,资本金大小不同、雇员人数不同、盈利能力也不同,

如果不采用一定的技术方法,将难以进行客观比较。或采用创业板或主板上市公司核准制规则的结果作为参照,评估科创板上市公司注册制规则的效果,如果评估全程公开规则效果,将影响评估结果的客观性和法律实验的结果。

现实世界存在复杂性,远比实验室更难控制。从方法论看,存在质疑法律实验的学术观点。其中,最突出的批评是在法律实验场景下意识到自己处在被观察中,被实验主体可能改变其行为,或积极迎合被实验规则(例如,获得政府减税),或消极应对以避免高额成本(例如,先行赔付带来的损失),由此出现心理学上的“霍桑效应”,进而影响法律实验结果的客观性和真实性^①。对法律规则进行实验,立法者、监管者的学习能力需要更高、更全面、更加动态化。例如,通过科创板注册制试点,评估注册制规则的效果,需要立法者区分哪些可比,哪些不可比;如果可比,是否需要采取某些技术手段或控制变量等做法,控制某些因素的影响,进而客观评估被实验规则的效果。

四、中国式法律实验的特点

在真实世界进行法律实验存在诸多挑战。从法律实验角度出发,对注册制试点和推广进行观察,可以发现其与法律实验模式存在诸多契合点,也能观察到中国式法律实验的独特之处以及诸多潜在问题。

(一) 法律规则的激进程度高

在注册制改革过程中,我国尝试过部分较为激进的制度与规则。例如,我国现行的注册审核制度类似于证监会和交易所两步审核制度,重点放在交易所审核,其实质是证监会审核权下放,从交易所层面增加审核资源,但保留出现问题及时叫停的权力。因此,从证监会与交易所关系、两个审核环节的流程安排以及就注册制制度设计的初衷看,我国的注册制与世界其他主要金融市场存在根本不同。又如,从信息披露责任主体看,美、英等国的证券法规定,发行人(公司)、发行人的董事和高管、承销商和审计师等均是信息披露责任主体,承担不同性质的法律责任。主体不

^① 美国学者扎卡里·古博勒(Zachary J. Gubler)在批评美国证监会投票权征集规则、分析法律实验现实困境的文章中对前述积极和消极应对带来的效应进行回应,认为这些效应总体而言不会影响法律实验的有效性。

Zachary J. Gubler, Experimental Rules, Boston College Law Review, 2014(1)。

同，是否存在抗辩事由不同。在上述法域，其发行人律师不属于信息披露的法定责任主体，在美国等国家的证券法律实践中，发行人律师（以及承销商律师）向承销商出具法律意见书，针对招股说明书披露内容的准确性进行确认（10b-5意见）。如果招股说明书出现披露不实，由承销商承担责任，可根据合同原则（法律意见书作为其载体）对律师进行追责。但律师可能承担的责任属于《合同法》规定的责任，不是《证券法》规定的法定责任。原因在于律师出具的法律意见书范围狭窄，难以作为信息披露的核心载体，从而难以成为信息披露不实责任主体。

但是，在我国注册制改革背景下，发行人律师出具的法律意见书和律师工作报告，其范围广、内容多，与招股说明书的规模相近。同时，其内容常与招股说明书内容重叠，甚至与其他中介（例如，审计师）出具的文件内容重合。若出现招股书信息披露不实情况时，发行人律师出具的文件通常也存在信息披露不实的问题，从而为律师承担信息披露责任提供证据。

法律规则的激进程度高，由此带来的争议和困惑也相应增加。以世界主要金融市场的相关制度为参照，有学者认为我国注册制需进一步改革^①。从法律实验角度看，法律规则的激进程度高，反映出我国资本市场具有多元性、复杂性和变化快等特点。只有尝试更加激进的法律规则，才有可能打破制度粘性，进而为发现更优规则提供机会。例如，如果发行审核权未下放至交易所，未实行注册制，那么，由于长期实行核准制形成的利益纽带在证券监管机构内部的影响可能更大，其可能成为阻碍注册制推进的内部阻力。

现阶段的注册制主要适用于股票首次公开发行和大陆境内的发行人。从世界主要金融市场看，适用注册制的潜在领域较多，未来持续尝试激进规则的市场基础依然存在。以美国为例，其股票首次公开发行实行注册制，首次公开发行

后的股票增发也实行注册制；除美国公司的公开发行实行注册制外，非美国公司的公开发行也实行注册制；其股票发行实行注册制，债券发行同样实行注册制。此外，根据美国法律要求，审计师在美国资本市场提供审计服务，需要在美国证监会下属的美国公众公司会计监督委员会（Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB）进行注册，即特定中介机构的准入监管在美国同样实行注册制。因此，注册制改革不是结果，而是持续的过程。在未来注册制不断推进的过程中，不断尝试激进程度更高的法律规则是无法避免的历史过程。

（二）外力助推实现规则可逆

法律实验激进规则，前提在于规则可逆。从我国注册制改革的进程看，激进规则较少存在自我失效功能，通常在被新规则取代后自然失效，或通过外力助推实现规则可逆。这既是我国注册制法律实验的特点，又反映出我国法律实验存在的问题。

如前文所述，承销商先行赔付制度属于激进规则。在实践中，先行赔付制度给予投资者的保护力度较大。例如，相较于民事诉讼追偿方式，先行赔付制度下的赔偿金额高，赔偿速度快。尝试先行赔付制度的激进规则具有重要价值，但先行赔付制度也有潜在风险。例如，承销商先行赔付后，仍需通过诉讼程序追究其他主体责任，诉讼追偿可能遥遥无期^②。

从法律实验角度看，应对尝试激进规则采取慎重态度。即使决定施行某一激进规则，如果能够意识到规则的激进性和效果的不确定性，立法者通常应将其作为临时法施行。在相对短的时间内，边实验边评估，规则到期后及时总结，据此确定新一阶段的规则，避免欠佳的激进规则成为永久性规则。从先行赔付制度的发展历程看，从该制度最初实行，至少从证券监管机构和市场主体的预期看，其属于强制性规则、永久性规则，这也是该制度引发

① 2020年3月，修订后的《证券法》实施后，有学者关注注册制改革中的招股说明书信息披露制度改革，对我国的招股书准则与境外资本市场注册制规则（例如，英国《招股说明书监管规则》和日本《有价证券申报书准则》）进行比较，指出应要求发行人在披露风险因素时加入对风险因素的定性判断，以提升信息披露的有效性，加强不同风险因素之间的可比性。郭雳、武鸿儒、李胡兴：《注册制改革下招股说明书信息披露质量提升建议》，《证券市场导报》，2023年第1期。

② 刘雪平、安芷璇：《先行赔付制度的规则探析——简评〈证券法〉第九十三条》，<https://mp.weixin.qq.com/s/PtV-HqqRvp0lk8XjEpokLw>。

诸多争议的原因之一^①。

2019年修订的《证券法》虽延续了先行赔付制度,但规定该制度的第九十三条属于倡导性条款、鼓励性规则,未将其规定为承销商的法定义务。由证券监管机构主导起草的2019年《证券法》第九十三条取代了之前实施的、具有法律强制力的先行赔付制度。但从法律实验角度观察,具有法律强制力的先行赔付制度作为激进规则,在施行时其临时性、实验性特点未被证券监管机构认知和强调,其终止带有一定的偶然性^②。

更为重要的是,注册制首先在科创板进行试点,并非由证券监管机构推动,反映出潜在监管俘获问题以及需要外力助推才能实现规则可逆问题。解决证券监管领域的专业问题,需证券监管内外合力共同推动,迈出实质性步伐。承担实验者角色的机构,应是能够把控实验、及时终止有问题的激进规则的机构。如需外力助推才能实现规则可逆,意味着证券监管的专业性、独立性受到损害。对于注册制的市场化改革举措而言,维持证券监管机构的专业性、独立性至关重要。从表面看,法律规则的可逆性属于技术问题,但在中国式法律实验背景下,实际反映了谁是合适的

实验者、实验者的专业性与人民性如何有机融合、实验者的独立性与大局观如何平衡等诸多核心问题。

(三) 学习型监管能力有待进一步提升

在注册制改革推进过程中,我国证券监管机构的学习意愿较强,学习能力不断提升。在我国证券监管机构采取的诸多措施中,借鉴了美国注册制或法律实验中常见的方法和策略。

例如,2012年,我国曾借鉴美国注册制背景下律师撰写招股书的经验,为提高招股书的信息披露质量,证券监管机构首次提出鼓励律师撰写招股书的做法,试图改变承销商、保荐人撰写招股书的实践^③。在注册制改革的措施中,鼓励律师撰写招股书被重点提及^④。在招股书审核意见中,审核员明确要求律师核查相关问题,不再仅由保荐人“垄断”招股书审核沟通,这在科创板已经成为常规实践^⑤。又如,过去10年间,我国注册制改革出台多项措施,为给发行人、上市公司、中介机构提供相对明确的指引,证券监管机构开通电话公开答疑,并将代表性和答复汇编成册,在其官网上作为监管问答指引进行公开。此外,当新规则发布时,还以征求意见稿的方式发布,给予市场主体较长的

- ① 2015年,中国证监会出台的“1号准则”第十八条要求招股说明书扉页载入保荐人的先行赔付承诺,2019年《证券法》确立了自愿性的先行赔付制度,彼时“1号准则”仍有效。因此,在先行赔付制度上,围绕“1号准则”与2019年《证券法》是否冲突产生争议。有学者认为,在2019年《证券法》出台后,“1号准则”实际上出现下位法抵触上位法的问题。刘雪平、安芷璇:《先行赔付制度的规则探析——简评〈证券法〉第九十三条》, <https://mp.weixin.qq.com/s/PtV-HqqRvp0lk8XjEpokLw>。还有学者从解释论的角度,将“1号准则”第十八条的要求解释为非强制性义务,认为其与2019年《证券法》的自愿性先行赔付规定不冲突。李翔宇:《证券市场先行赔付的实践检视与规范分析——以投资者保护为视角》,《甘肃金融》,2020年第8期。中国证监会2015年出台的“1号准则”与2019年颁布的《证券法》可能存在冲突,前者的冲突条款未被明确终止,可能体现了证监会在创制该规则时,未将之视为试验性质的临时性条款。
- ② 2012年的“万福生科案”是我国自愿先行赔付第一案,其赔付人数与赔付金额占比极高的个案效果,可能是推动证监会创制新规的重要因素。例如,有学者认为,虚假陈述的证券民事诉讼起诉率低、赔付率低的结果,与万福生科、海联讯、欣泰电气先行赔付率极高的结果形成鲜明对比,先行赔付个案的效果明显是先行赔付受监管者青睐的原因。彭冰:《解读〈证券法〉中的先行赔付条款》, https://mp.weixin.qq.com/s/KS9jRf2-zEK8BKt_nvIvNg。
- ③ 2012年4月28日,中国证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》第一条第3款规定:“提倡和鼓励具备条件的律师事务所撰写招股说明书。”
- ④ 例如,2022年1月8日,中国证监会发布《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》。该指导意见第三条第(二)款规定:“律师可以会同保荐人起草招股说明书,提升招股说明书的规范性。”
- ⑤ 例如,2022年3月11日成功在上海证券交易所科创板上市股票的赛伦生物(688163)于其招股意向书附录中披露,上海证券交易所出具的上证科审(审核)[2020]993号《关于上海赛伦生物技术股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函》中,针对招股书所载的发行人于2016年12月15日对外签订的《合作研发合同终止协议》相关部分,要求发行人说明合作研发、研发终止、研发成果归属等是否履行国资相关程序,是否存在纠纷或潜在纠纷,也要求发行人律师核查并发表意见。《赛伦生物技术股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件招股意向书附录》, http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2022-02-18/688163_20220218_3_g55ljpUm.pdf。

阅读、消化和反馈时间，日渐成为规则制定的常态行为^①。一方面，这一做法提高了证券监管的友好性、透明度，是注册制改革的题中应有之义；另一方面，通过增加友好性、透明度，减少激进规则的实施成本，明确传达监管意图、疏导市场主体焦虑心理，是法律实验产生效果的重要因素。从上述两方面看，过去10年，我国证券监管机构学习型监管能力不断提高，是注册制得以全面推广的重要原因。

与法律实验隐含的学习能力相比，我国证券监管机构展现的学习能力的客观性和科学性有待进一步提高。法律实验隐含的学习能力，核心在于监管机构从法律规则实验中获得信息，并在此基础上探索更优规则的可能性。要从法律实验中获得信息，监管机构既需掌握获得信息的渠道，又需具备分析信息的能力。例如，实施激进规则后，如何收集和衡量规则实施的客观和主观效果？举例而言，全程公开规则实施后，相较延迟公开制度，信息公开的数量与质量如何、信息公开的成本如何；承销商先行赔付制度实施后，相较2019年《证券法》修订前的民事诉讼追责机制，求偿率多高、赔付效率如何、券商追责效果如何。笔者认为，证券监管机构通过内部报告对上述问题进行分析 and 评估。但法律实验的核心在于实验过程本身是否公开、是否具备客观和互动性：在实验前、实验中和实验后的各个阶段，与实验相关的主体需明晰被实验的法律规则、实验的时间范围、实验的目的（规则利弊）、实验的效果评估等信息，也有权反馈其意见（其本身构成实验信息），甚至有权质疑监管机构的实验结论。

与证券监管机构已采用的信息公开和互动措施以及法律规则的征求意见稿形式相比，形成用于法律实验的激进性规则只是第一步，更重要的是部分观察规则的实施过程以及从中获得信息、分析信息的过程，可据此为寻找更优规则创造机会。我国的学习型证券监管模式仍处于萌芽阶段，未来随着注册制的进一步推广，证券监管机构的学习能力确实得到质的提升，是注册制改革的另一个关键问题。

五、结语：中国式学习型监管的未来

从法律实验角度观察注册制改革，注册制改革的全面推广是新一轮法律实验的起点而不是终点。笔者认为，未来注册制改革取得成效的关键在于加强党中央对金融工作的集中统一领导，对尝试法律规则保持更高容忍度以及金融监管部际协调，不断提升监管机构的学习能力。

加强党中央对金融工作的集中统一领导和金融监管部际协调，是克服制度粘性、解决激进规则不可逆的制度型安排。从广义角度观察证券监管范围，既包括对股票、债券、基金及其衍生品等金融工具的监管，又包括对会计、审计和评级等行为、机构与行业的监管。就我国而言，债券市场由中国人民银行、发展改革委员会、证监会等不同机构分属监管，评级机构由中国人民银行和证监会等分属监管，会计审计由不属于传统证券监管机构的财政部监管。如果注册制代表市场化改革方向，未来注册制改革要扩大到广义证券监管领域，那么，法律实验要取得预期效果，激进规则要具备可逆性，要克服上述不同行业的监管俘获问题、制度粘性等问题，均离不开对上述监管机构的“再监督”，进而确保实验者对法律实验的有效控制。党中央对金融工作的集中统一领导、金融监管部际协调等安排将成为未来法律实验的制度保障。

如果激进规则的法律实验存在合理性，那么，在未来注册制改革进程中，法律规则的激进程度将进一步提高。在未来的注册制改革中，证券监管者的学习意愿和学习能力，这不仅决定了法律实验模式的成败，而且决定了学习型监管的效果。从技术层面看，证券监管者需具备随机抽样、分组观察、构建指标、比较差异、测量差异等多种能力，涉及心理学、金融学和统计学等多个学科内容。从工作作风看，证券监管者需继续坚持调查研究、比较分析、总结利弊等优良工作作风。在这一基础上，学习型监管者需保持对规则激进性质的敏锐感受，形成对规则可逆性的正确认知，作出对不同规则及其效果的准确判断，养成法律实验者的耐心与坚持。

^① 例如，2021年12月24日，中国证监会发布关于就《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（草案征求意见稿）》公开征求意见的通知；2023年2月17日，中国证监会发布〔2023〕43号公告，公布了自2023年3月31日起施行的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》。

Share Registration Reform, Legal Experiment and Regulation Through Learning

TANG Ying-mao

(Law School, Fudan University, Shanghai 200438)

Abstract: Legal experimentalists emphasize that experiment of high-variance rules may help formulate better rules by revealing information on experiment results. However, the effectiveness of legal experiment depends upon the reversibility of experimental rules and the ability of regulators to learn from legal experiment. Analyzing the share registration reform in China from the legal experiment perspective, this article shows three distinct features of the reform, namely, extremely high variances of experimental rules, the reversibility of experimental rules as the result of factors outside securities regulation and the room for improvement of the learning ability of securities regulators. The future success of the continuing share registration reform will depend upon the continuing experiment of even higher-variance rules, the firm leadership of the Central Committee of the Communist Party of China on financial regulation, the closer inter-ministry coordination among financial regulators as well as the increase of learning ability of securities regulators.

Key words: Share Registration Reform ; Legal Experiment ; Regulation Through Learning ; High-variance Rules ; Reversibility

[责任编辑: 王文秋]
[责任校对: 曹晶晶]