



全面注册制下，价格笼子 如何优化？



作者：

刘玉珍 现任北京大学光华管理学院金融学教授、博士生导师

李松楠 北京大学光华管理学院金融学博士

胡聪慧 北京师范大学经济与工商管理学院副教授

党的二十大报告指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。证券市场全面推行注册制改革，对于破解企业融资困境、提升资本市场服务实体经济的能力、促进创新与资本形成、推动高质量发展具有重要的意义。2023 年 2 月 1 日，在总结科创板、创业板和北京证券交易所试点注册制的经验基础上，中国证监会就全面实行股票发行注册制的主要制度规则草案向社会公开征求意见，正式拉开 A 股全面注册制改革的序幕。

在证券发行推行注册制的背景下，一个健全的交易市场在降低价格波动、促进价格发现、提升市场活跃度等方面具有重要的作用。我国的股票市场参与者长期以来一直都是以散户为主，尤其是在证券上市初期的二级市场上，信息不对称较为严重，定价偏误也可能较大。因此，注册制的交易机制配套对于二级市场流动性和价格稳定的维系、以及注册制市场的长期发展至关重要。在 2 月 1 日证监会宣布启动全面注册制后，沪深两大交易所同时发布了新修订的交易规则，以落实全面实行股票发行注册制的相关要求，优化完善基础交易制度，构建简明易行、透明高效的市场友好型

制度体系。

整体来看，本次全面注册制下新修订的交易规则整合了主板、科创板和创业板的交易相关制度，减少了三者之间的规则差异。其中，对于创业板此前在试点注册制阶段实施的价格笼子制度（以下称为“试点注册制的价格笼子”），本次全面注册制下新修订的交易规则做出了进一步的优化。基于此，笔者首先回顾创业板试点注册制的价格笼子设计与潜在不足，然后总结我们对创业板试点注册制的价格笼子进行的研究，进而分析本次全面注册制下优化价格笼子举措的重要意义，以及未来进一步优化可供参考的方向。

一、创业板试点注册制的价格笼子设计与潜在不足

全球主要证券交易所在交易制度的设计上，多结合各自的市场发展与规模、投资者结构与上市股票特征等因素，采取一定的价格稳定措施。常用的价格稳定措施包括价格涨跌幅限制、价格笼子机制、盘中临停机制等。在这些价格稳定措施中，涨跌停和盘中临停都是对买卖均衡价格变动的限制，价格笼子则通过对买卖订单的申报价格进行限制，从而避免单笔申报订单成交导致证券价格瞬时波动过大。因此，价格笼子也被称为有效申报价格限制。

2020年8月24日，深圳证券交易所组织了创业板注册制发行的首批企业上市。为配套发行注册制改革，创业板对证券交易制度进行了一定的调整，正式开始实施试点注册制的价格笼子。在这一制度下，连续竞价阶

段的买入申报价格不得高于买入基准价格的 102%、卖出申报价格不得低于卖出基准价格的 98% (即 2% 的有效申报价格范围); 超出这一有效价格范围的订单不能即时参与竞价、暂存于交易主机 (即订单暂存机制), 当价格波动使其进入有效竞价范围时, 交易主机自动取出申报、参加竞价。

除创业板外, 此前试点注册制的科创板、中国香港市场和日本市场在价格稳定措施上也有引入价格笼子的实践, 但在价格笼子的具体设计上, 试点注册制阶段的创业板与三个市场均存在一定的差异:

(1) 相较于试点注册制的科创板价格笼子, 创业板试点注册制的价格笼子在无效订单处理上有所不同。具体来说, 试点注册制的科创板在无效申报上采用废单处理、即超出有效价格范围的订单将被系统拒收, 而试点注册制的创业板对超出有效价格范围的订单则采用订单暂存的处置。

(2) 与中国香港市场的价格笼子机制相比, 创业板试点注册制的价格笼子有效申报范围设置更窄。中国香港市场的价格笼子是在不设涨跌幅的前提下引入的价格稳定措施。他们要求持续交易时段的买入 (卖出) 委托申报价格不得超过当时已在交易系统内的买入 (卖出) 申报价格的 24 个价格档位。

(3) 与日本市场的价格笼子机制相比, 创业板试点注册制的价格笼子没有特别报价提示的设置。在东京股票交易所, 当下一个买卖订单的价格超过规定的最大报价档位时, 交易所会给出特别报价, 用于提示投资者市场上存在一个超过最大报价档位的订单、并鼓励投资者下达反向订单, 从

而帮助改善订单不平衡和市场流动性。

刘玉珍教授曾有研究指出，在价格笼子机制下，市场实时揭露的买卖价往往并非交易者真实最佳的价格，部分信息被隐藏，可能导致信息有限的散户错误解读信息，产生追涨或杀跌的行为。此外，委托申报限制降低了投机者操纵股价的成本，还可能刺激投机者操纵市场。在试点注册制的创业板交易规则调整首日，天山生物、天阳科技、康泰医学等创业板股票的日内价格出现大幅波动，引起了监管部门对异常交易行为的监控与调查，也引发了投资者对订单暂存的价格笼子是否能够抑制价格波动、又是否会带来股价操纵的讨论。

二、创业板试点注册制的价格笼子实施效果

李松楠、刘玉珍与胡聪慧在合作论文《价格笼子、流动性与价格发现效率——基于创业板注册制改革的证据》中，实证检验了创业板试点注册制的价格笼子对市场的影响，进而为全面注册制下价格笼子的进一步推广与优化提供具有借鉴意义的政策建议。该合作论文目前已被中文期刊《管理世界》接收。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51942

