

自由流通量新规则实施以来对指数的影响分析

为了进一步提高指数可投资性，上证所和指数公司自 08 年 2 月 1 日起对自由流通量实施规则作了调整。新老规则的最大区别在于对大小非解禁事件的处理由实时调整变为每半年集中调整一次。

大小非解禁主要有以下几类：股权分置改革限售流通股上市流通、新股发行发起人股东限售期满、网下配售股份解禁、定向增发大股东和战略投资者获配股份解禁等。

随着大部分上市公司完成了股权分置改革，今年以来大小非解禁逐渐进入高峰期，原先的实时调整规则易导致成份股权重的频繁变动，不利于指数追踪，此外，将解禁股份实时纳入指数将无法准确反映指数样本的真实投资机会集。

因此新的处理规则对大小非解禁作了如下调整：两次定期调整之间，大小非解禁指数不调整，在定期调整时集中处理。定期调整时，根据上市公司定期报告和临时公告中披露的股东持股情况，将流通股本中属于基本不流通的股份剔除后计算分级靠档比例。其他影响股本股价的公司行为仍实时处理。

从 2 月 1 日以来的运行情况看，新规则的实施带来以下几点好处：

- 1、 减少两次定期调整之间成份股靠档比例变动

表一、新规则实施前后跳档次数对比（2月1日至6月30日）

事件类型	实施前（次）	实施后（次）
大小非解禁	319	0
股权分置	10	11
增发	38	38
其他	11	14
总计	378	63

2月1日至6月30日共有95个交易日，若新规则尚未实施，则总计将发生跳档378起，平均每日近4起，其中由大小非解禁导致的有319起，占总数的84%。新规则实施后，2至6月实际发生跳档次数仅为实施前的1/6，平均每1.5天发生1起。

2、避免两次定期调整之间同一只股票档位的多次波动

若新规则未实施，在2月1日至6月30日期间，将会有15只股票发生1次以上跳档，而新规则下，该时期内没有股票档位变动1次以上：

表二、原处理规则下将会发生多次跳档的股票

代码	简称	事件类型	档位变化
000851	高弘股份	大小非解禁	70-〉80
		大小非解禁	80-〉90
000858	五粮液	权证行权	40-〉50
		大小非解禁	50-〉60
000902	中国服装	大小非解禁	40-〉50
		二次股改	50-〉60
600128	弘业股份	大小非解禁	70-〉80
		增发	80-〉60
600141	兴发集团	大小非解禁	50-〉70
		大小非解禁	70-〉80
600163	福建南纸	增发	50-〉30
		大小非解禁	30-〉40
600255	鑫科材料	增发	60-〉50
		大小非解禁	50-〉60

600266	北京城建	大小非解禁	40-〉 50
		大小非解禁	50-〉 60
600355	精伦电子	大小非解禁	50-〉 70
		大小非解禁	70-〉 80
600478	力元新材	增发	50-〉 40
		大小非解禁	40-〉 70
		增发	70-〉 60
600499	科达机电	大小非解禁	80-〉 90
		增发	90-〉 80
600549	厦门钨业	大小非解禁	50-〉 60
		大小非解禁	60-〉 70
600577	精达股份	大小非解禁	50-〉 60
		大小非解禁	60-〉 80
600710	常林股份	大小非解禁	60-〉 70
		大小非解禁	70-〉 80
600967	北方创业	大小非解禁	70-〉 80
		增发	80-〉 60

以 600266 北京城建为例，新规则实施前，08 年 2 月 5 日和 2 月 13 日的两次大小非解禁都导致了靠档比例的实时调整，档位从 40% 变为 50%，随即又升至 60%。新规则实施后，两次解禁时靠档比例都不作调整，直到 7 月 1 日半年度定期调整时，根据自由流通量计算规则，将靠档比例由 40% 上调至 50%。

3、 新规则不会引起调整日当日成份股靠档比例剧烈变化

虽然将所有大小非解禁事件集中在定期调整日处理，但从第一次的实施情况看，新规则并不会导致股票靠档比例在定期调整当日的大幅变动。从下表来看，7 月 1 日共有 268 只股票靠档比例变动，其中 75% 的股票跳档比例都在上下 1 个档位以内。

表三、7月1日跳档股票数

档位变化	个数
跳1档	200
跳2档	47
跳3档	14
跳4档	5
跳5档	2
总计	268

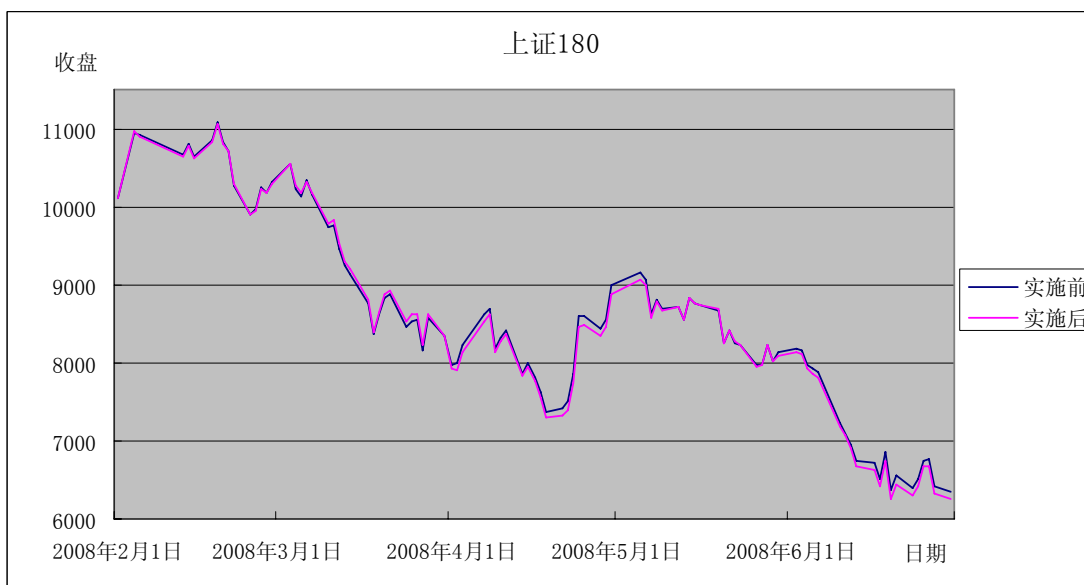
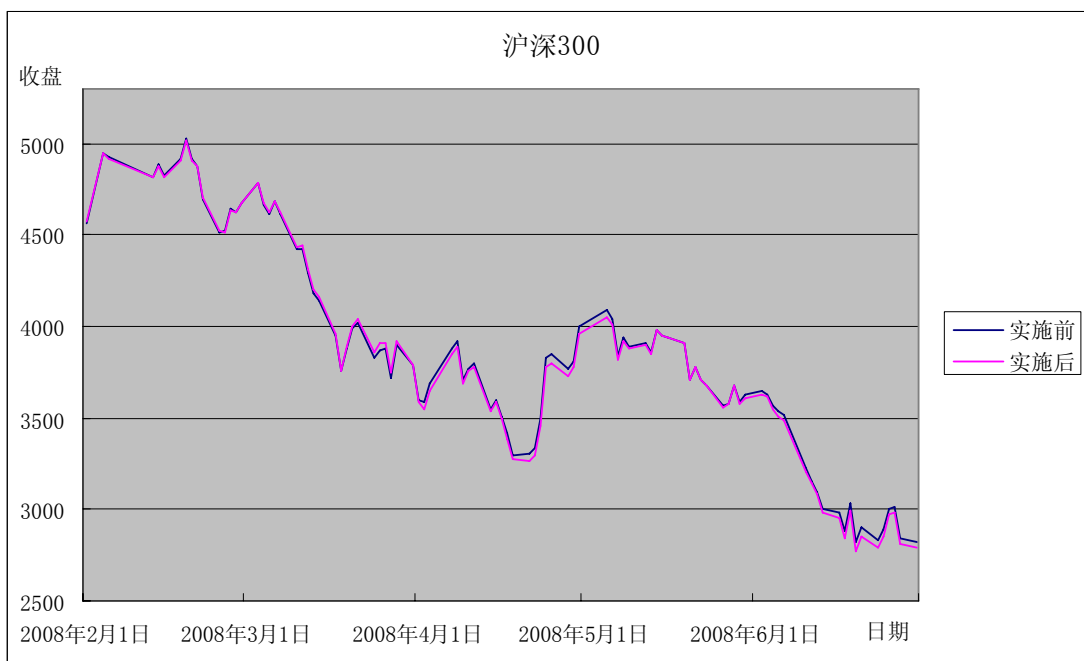
4、 有利于准确反映指数样本的真实投资机会集

股权分置改革之前，上市公司“流通股本”大致反映了市场中实际可交易股份，即自由流通股本。但随着大部分上市公司完成了股权分置改革，特别是今年以来大小非开始进入解禁高峰，“流通股本”中逐渐包含了几乎没有流动性的股份：即公司创建者、家族、高官长期持有的股份，国有股，战略投资者持股，冻结股份，受限的员工持股，交叉持股。这些股份虽然已经解禁，但由于控股或战略性持股等原因，在特定期限内几乎不流通。根据指数编制规则，如果上述六类股东及其一致行动人持股超过5%，则该股东持有的非限售股份会被视为非自由流通股本从指数计算中剔除。定期调整时，指数公司依据上市公司定期报告和临时公告等各种公开信息估算市场中投资者实际可交易的股份——自由流通量，用于指数计算。

也就是说，定期调整时某一股票分级靠档比例是否发生变化并不取决于该公司是否发生过大小非解禁，而是大小非解禁后上述六类股东的持股变动情况。

5、 规则实施前后指数点位未受显著影响

虽然对处理规则作了较大调整，但指数点位未受显著影响。下图是规则实施前后 2 月 1 日至 6 月 30 日指数走势对比，显示高度相关性。（实施前数据是用原处理规则下的加权股本追溯的指数点位）。



02.01-06.30	期间涨跌幅	收益率标准差
沪深 300 (实施前)	-38.16%	3.17%
沪深 300 (实施后)	-38.94%	3.18%
上证 180 (实施前)	-37.14%	3.16%
上证 180 (实施后)	-38.07%	3.16%

从以上几点来看，新规则的实施从两方面提高了指数的可投资性，一是避免了大小非解禁带来的成份股权重频繁变动，便于指数追踪，降低追踪误差；二是新规则更确切地反映了市场中实际可供投资者交易的股份变动情况，避免了大小非解禁对指数点位真实性的影响。

免责声明

本报告所载数据资料，源自中证指数有限公司认为可靠之出处，但不保证其准确性或完整性。本报告及其所含任何信息均不构成任何证券、金融产品或其他投资工具或任何交易策略的依据或建议。对任何因直接或间接使用本报告或其所含任何信息而造成的损失，中证指数有限公司不承担任何法律责任。

中证指数有限公司

中国上海市浦东南路 528 号

证券大厦南塔 13 楼

邮编：200120

电话：0086 21 6880 3988

传真：0086 21 6882 9830

电邮：csindex@sse.com