

给不同企业留出合理空间 上市公司分红要量更要质

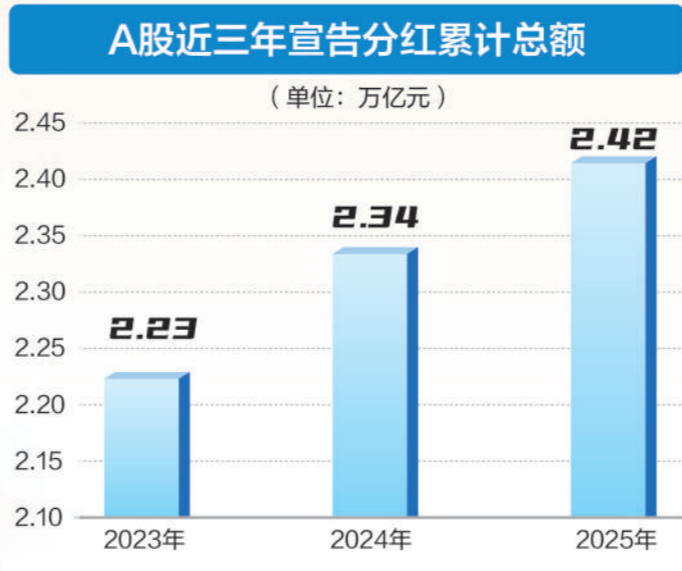
证券时报记者 谭楚丹 许盈

自2023年《上市公司监管指引第3号》修订至今，A股上市公司的分红热情持续升温，分红生态也发生了显著变化。

Wind数据显示，2025年A股上市公司现金分红合计超过2.42万亿元。从“铁公鸡”扎堆到“真金白银”一堆，常态化分红机制渐成气候。

不过，盛象之下，仍有隐忧。证券时报记者统计发现，2025年宣告分红的A股上市公司中，有的公司分红后现金无法覆盖短期有息债务，有的公司实际上是盈利下滑甚至亏损状态下分红。

多位受访专家指出，下一步，落实分红制度的关键在于从“是否分红”转向“如何高质量分红”，通过量化门槛、信息披露和治理制衡，让上市公司的分红真正建立在可持续盈利和可行的现金流之上。这既是保护投资者利益所在，也是资本市场走向成熟的必然。



高分红热潮背后有隐忧

近年来，监管层持续倡导提升股东回报水平，A股上市公司分红总额连年攀升，常态化高分红机制渐入佳境。值得注意的是，少数公司不按常规出牌，推出了引人注目也引发市场警觉的异常分红举措。

证券时报记者据Wind数据统计发现，一些上市公司分红比例连续多年畸高，但公司盈利能力下滑甚至亏损，存在连续大额动用以前年度留存利润的嫌疑，具有“透支式分红”的特点。

数据显示，截至5月28日，有502家上市公司2025年度现金分红比例超过80%，其中逾100%的有223家。在这502家上市公司样本中，有87家公司2025年归母净利润同比“腰斩”以上。拉长时间来看，有126家上市公司连续3年现金分红比例超过80%，其中14家公司的归母净利润连续3年下滑，显示其分红动作与盈利能力有了较大的背离。

另一可参考的维度是现金流，共有258家上市公司“分红总额与经营活动产生的现金流量净额之比”大于1，意味着这些公司分红超出当年经营赚到的现金。

如何从财务上界定异常分红？北京大学汇丰商学院金融学助理教授王小愚提出三个原则：一是可持续性，即分红是否来自可持续的经营现金流；二是可承受性，即企业满足正常投资与偿债后是否仍有余力；三是可解释性，即分红决策能否用非关联利益驱动的逻辑来解释。在“透支式分红”的量化指标上，她表示，若上市公司分红支付率长期大于80%，则需重点关注，达到或超过100%基本可定性为透支。

比“透支式分红”更隐蔽的，是“庞氏分红”。全国政协委员、中泰证券总经理冯艺东指出，这会侵害债权人利益，长期削弱公司的持续经营能力。他以“货币资金与短期债务之比”为观察指标举例，该指标若小于1，说明公司分红后的现金无法覆盖下一年到期有息负债，可认定具有“庞氏分红”属性。

根据证券时报记者统计，多达1271家已宣告分红的A股上市公司，2025年“货币资金与短期债务之比”小于1，显示公司分红后会出现资金链更紧的风险，这一数量占已宣告分红公司总数的比例达34%。其中，有195家公司经营活动产生的现金流量净额为负，意味着较大可能存在“借债分红”。

上海功承瀛泰(北京)律师事务所高级合伙人傅立亚表示，融资能力较强的企业，在经营现金流不足的情况下，仍可能通过借款、发债或再融资维持分红，形成“融资—分红—再融资”的循环；而融资能力较弱的企业，在盈利尚可或账面未分配利润充足时，更有可能一次性提高分红比例，形成“透支式分红”。

除了上述异常分红情形，湖南大学法学院教授刘辉还指出，长期不分红现象或者上市公司分红政策不稳定、不透明也同样值得警惕。比如，某上市公司起初承诺每年分红不低于净利润的30%，次年降至20%，后干脆取消了分红比例承诺，仅表示“积极分红”。

“当前，规则对‘应分未分’的约束较强，对‘乱分红’的判断仍较依赖于监管问询和个案判断，在现金流覆盖率、自由现金流、短债压力、分红后的融资依赖等方面尚未形成足够明确的量化门槛。”

异常分红肥了谁？

现实中，少数上市公司的分红决策无疑偏离了经营基本面。因此，“异常慷慨”的分红决策难免遭到市场质疑——支撑这一决策的驱动力究竟是什么？

谈及部分上市公司实行不合理分红的原因，刘辉认为，这主要是公司大股东强控制、市值与减持驱动、融资环境扭曲、治理失效、监管规则仍待完善等因素叠加作用所致。

王小愚认为，A股一股独大仍较普遍，控股股东与中小股东之间的代理问题更为突出，相对于关联交易、占用资金，分红是控股股东以更低成本合规提取公司财富的通道。此外，控股股东股权质押、表外债务和到期债务压力，也可能传导为对上市公司高分红的诉求。而控股股东的上层控股集团，若自身也存在大额融资缺口，同样会倾向于通过分红回流现金。

根据证券时报记者统计，前述逾502家分红比例超80%的上市公司中，有72家公司的第一大股东持股比例超过51%，占比14%。其中，50%为民营控股企业，央企和地方国企合计占比25%。比如，深圳某消费领域民营企业连续3年分红比例逾100%，第一大股东持股比例超过85%，实际控制人通过控制多个股东实际持有该上市公司股份近90%。

刘辉分析，国资与民企的分红驱动逻辑并不相同。就国资而言，财政与考核压力是最重要的驱动因素，国资委“一利五率”考核以及“中国特色估值体系”导向，要求将分红率/股息率等指标纳入硬考核。对民企来说，“透支式分红”情形主要源于实控人利益最大化，以及市值管理压力的驱动，其本质是实控人利益输送，造成损害中小股东利益与公司竞争力的行为。

“大股东按比例取得较多分红，本身具有法律正当性。”傅立亚表示，不过，公司治理失衡为不合理分红提供了条件。在她看来，如果董事会、独立董事、审计委员会和中小股东难以形成有效制衡，控股股东就可能主导分红安排。如果内部治理机制未能充分论证分红对公司经营和偿债能力的影响，高额分红就容易偏离公司整体利益。

另有业内人士则担忧现有制度安排，可能存在被大股东不法利用的风险——“一年多次分红”机制有可能被少数股东异化为掏空上市公司的工具。

上海明伦律师事务所王智斌律师指出，中期分红与季度分红机制确实更契合投资者对现金回报及时性的期待，但其合规性基础仍有待深入论证。他解释，在会计年度尚未结束、全年经营成果尚未最终确定的情况下提前进行利润分配，与《公司法》规定的利润分配前提条件存在冲突。若上市公司下半年经营出现亏损，导致全年累计净利润为负，那么上半年已实际派发的分红款项应当如何妥善处置，急需建立明确的制度预案。

“如何防范‘阶段性分红’被实际控制人、控股股东异化为侵占上市公司利益、掏空上市公司资产的工具，也需要监管层面构建更为完备的约束与问责机制。”王智斌说。

分红也要走向高质量

多位受访者指出，当前分红制度的焦点仍集中在“是否分红”层面，对分红质量的把关仍需进一步发力。

“当前，规则对‘应分未分’的约束较强，对‘乱分红’的判断仍较依赖于监管问询和个案判断，在现金流覆盖率、自由现金流、短债压力、分红后的融资依赖等方面尚未形成足够明确的量化门槛。”傅立亚称。

某大型保险资管的一位股票投资经理认为，可以设置“硬约束+软披露”的组合，对有着不同基本面情况的上市公司分档监管。比如，上市公司在分红时触发“最近一年扣非净利润降幅较大但分红率显著提高”“资产负债率较高且分红后短债覆盖明显下降”等条件的，监管应要求董事会出具专项说明，审计机构或保荐机构发表核查意见；若触发“控股股东资金占用未解决”“审计报告非标或存在持续经营重大不确定性”“分红后可能导致债务违约、流动性风险或资本开支无法保障”等条件的，监管应直接限制其分红。

王小愚也建议，构建更为立体的“质量门槛”，包括引入“近三年累计分红与经营性现金流净额”比值、自由现金流覆盖率、“有息负债增量与分红金额”比值等，将分红总额与累计未分配利润的比值作为留存动用监测指标；她同时建议建立大股东持股集中度、股权质押比例与分红额度之间的联动指标，防范借分红实现利益输送。

在分类监管方面，她也提出了思考，认为可根据企业所处阶段或行业特征推行分类施策，比如对成熟期、现金流稳定型公司，强化无正当理由不分红的约束，提高对长期不分红公司的监管成本；对成长期、研发密集型公司，尊重其再投资需求，重点考察资本配置效率而非短期分红比例，避免迫使其过早分红；对周期性行业的公司，建立基于多年滚动平均的分红约束，防止其在单年高景气时透支分红、低景气时被迫借债维持经营。

在公司治理方面，刘辉建议，应增强中小股东对于上市公司分红决策的话语权，特别是对于70%以上的高比例分红，可要求中小股东单独表决。也可要求独立董事出具专项的法律意见，对分红的合理性、分红对上市公司偿债能力的影响、中小股东的利益保护等发表专项意见。

此外，分红的公平性也同样受到市场关注。刘辉谈到，分红税收存在一定程度上的不公平，原始股东成本极低、分红免税或少税，而流通股股东持股期限短却交20%的税，长期持有方可免税。在税收方面，刘辉建议对于原始股进行高比例分红的，可加征10%—20%的特别红利税。王小愚则从宏观视角提出，应在现行股息红利差别化个人所得税政策的基础上，进一步推进分红、回购与资本利得三者之间的税收中性，引导投资者长期持股，而非择机套现。

多位受访人士认为，监管的“平衡术”不是在于管多管少的二元选择，而是在于刚柔并济。一方面，要守住“健康分红能力”的底线，把重点放在提高上市公司可持续回报能力之上；另一方面，也要有监管弹性，不单纯追求分红比例或分红金额的提升，给不同企业留出合理空间，避免“一刀切”催生迎合式分红。

(证券时报记者刘敬元对本文亦有贡献)

随着“高分红”成为市场热词，上市公司分红的成色与可持续性也受到越来越多的关注。

证券时报记者采访发现，机构投资者对“高分红”上市公司的评估并非简单依赖于股息率高低，而是从经营现金流、盈利可持续性、资本开支匹配度等多维度综合判断，更注重可持续发展的股东回报。

对于异常分红现象，机构投资者探索了多元化的制衡机制。有学者认为，当前机构投资者参与上市公司治理仍停留在投票行权的浅层阶段，存在议案反对率偏低的情况。对此，多名受访人士表示主要通过市场化约束予以应对，比如对异常分红公司实施减持。

在业内人士看来，机构投资者不仅是红利策略的交易者，更应成为分红生态的理性参与者与约束力量。

肯定总量更重视质量

近年来，A股分红总额连续创下历史新高，专业机构投资者如何看待背后的成色？

融通红利机会主题精选基金经理张彩婷分析，分红创新高主要得益于两方面：一是上市公司基本面整体好转；二是政策引导下股市生态改善。“2025年以来，工业企业利润增速改善，经营现金流占净利润比重上升，上市公司具备提高分红的基础；同时，新‘国九条’正式生效，分红与ST、大股东减持、再融资挂钩，鼓励上市公司提升分红水平、改善投资者持股体验。”

国金资管资产配置部副总经理谭小龙表示，这是资本市场生态改善的积极信号，表明上市公司重视股东回报的意识在增强。不过，他同时也指出，分红总额创新高，不等于分红质量同步提升，需要从三个层面拆解：一是分红增长是否由扎实的现金流和治理的改善支撑；二是分红总额增长是否主要来自少数行业龙头，而非整体上市公司分红能力的普遍提升；三是部分上市公司是否存在迎合市场风格而提高派息率的倾向。

“我们更关注的不是一年分了多少钱，而是未来几年能否持续，分红背后是否仍保持经营韧性。”谭小龙认为，分红总额创新高带来的方向是积极的，但结构仍需辨析，“总量值得肯定，质量更应重视”。

机构投资者详解“体检指标”

面对不断扩容的分红阵营，投资者如何在众多高分红公司中区分“可持续的价值回报”与“透支式套现”？受访机构投资者给出了一套“体检指标”。

中泰红利优选一年持有混合发起基金经理王桃表示，识别上市公司分红可持续性的关键，在于分红来源与分红后果。“可持续的价值回报”通常表现为：公司处于成熟稳定阶段、盈利波动可控、经营现金流持续为正、自由现金流能覆盖分红、资本开支节奏平稳，且分红后资产负债表依然健康、分红政策具备连续性。对比之下，“透支式套现”则往往伴随上市公司利润连续下滑仍高比例分红、亏损状态下分红、经营现金流为负却大额派息、资产负债率偏高或依赖融资维持分红，以及控股股东持股高度集中，分红主要流向个人等典型情形。

“真正健康的分红，应当是‘分掉企业暂时用不上的钱’，而不是‘提前分掉未来经营要用的钱’。”谭小龙认为，其中最关键的是看分红是否透支资产负债表，需要守住的重点“红线”有：经营现金流持续弱于净利润；分红依赖非经常性收益；借债分红，以及控股股东在质押压力较大的背景下突然提高派息。

某大型保险资管的股票投资经理表示：“透支式分红需要分情况来看，有的时候是拉平周期的处理，能解释得清楚；有的时候就是借钱硬分、转移资产，这种要终身禁投。”

参与表决与用脚投票双重制衡

随着A股投资者机构化程度持续提升，机构投资者如何对上市公司的分红决策施加积极影响，以资本定价引导者的身份助力完善分红生态？

北京大学汇丰商学院金融学助理教授王小愚表示，成熟市场的机构投资者通过尽责管理、独立投票顾问、集体诉讼等方式深度参与分红政策推进，但A股机构投资者整体应对仍偏短期，对上市公司治理的参与度不足。

不过，王桃也告诉证券时报记者，机构投资者参与上市公司治理已取得了阶段性进展，表达分红决策意见的方式已从简单的调研沟通升级为参与治理：一是在股东会前通过多渠道就分红比例、资本开支平衡等传达意见；二是对不合理分红方案投反对票或弃权票。

除了参与决策治理，机构投资者还可通过“用脚投票”表达态度。张彩婷坦言，机构投资者虽有调研沟通和表决权，可以与上市公司讨论合理分红的必要性，但如果沟通效果有限，只能事后“用脚投票”——减持甚至清仓。王桃也谈到，在上市公司分红政策明显失衡时，基金管理人一般通过减持、降低估值容忍度等方式形成外部约束。

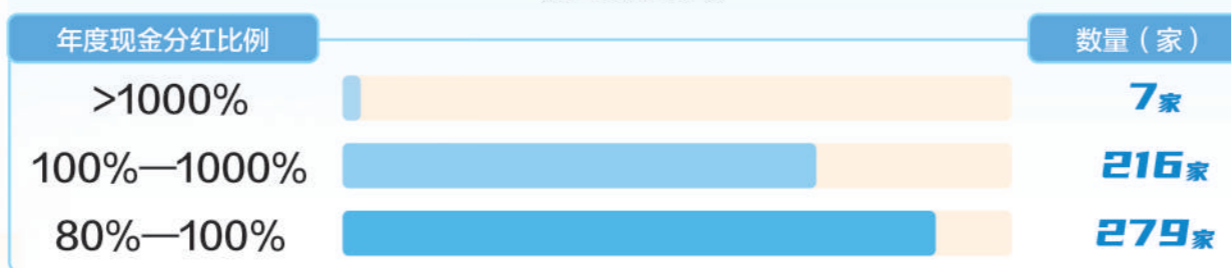
与上述观点相似，谭小龙也强调，专业机构投资者既是长期价值的筛选者，也是资本定价的引导者，“要把资金配置给真正具备可持续回报能力的公司，而不是机械地追逐高股息标签，力争以提升长期投资回报的方式，间接鼓励上市公司形成更健康、更可持续的分红机制”。

上市公司异常分红猫腻多 机构投资者支招“体检指标”

证券时报记者 许盈 谭楚丹

2025年现金分红比例超过80%的A股上市公司数量分布

(截至5月28日)



本版数据来源:Wind 图片来源:AI生成 谭楚丹/制图