



政策与 ESG 专题报告

政策与 ESG 专题
 证券研究报告

政策与 ESG 组

分析师：杨佳妮（执业 S1130524040002）

yangjiani@gjzq.com.cn

哪些 ESG 治理类指标将影响上市公司分红？

基本内容

近年来，监管层对于上市公司分红的关注度不断提高。本文主要分析了 A 股上市公司分红现状，梳理了新“国九条”以来与分红有关的法律法规，阐述了重点条款对上市公司分红的规定与可能影响，并从公司治理视角探究影响 A 股上市公司分红的主要指标。

1、近年来，上市公司分红意识不断增强，民营企业分红增速高于国央企，通信、电力设备行业分红总额增速最快，基础化工、食品饮料、商贸零售分红率边际提升最为明显。2019 年以来，A 股现金分红率不断提高，尤其是新“国九条”颁布后，披露分红方案的公司数量新增近 500 家，平均分红率也由 2019 年的 40.61% 增加至 2023 年的 52.69%，投资者的获得感逐渐增强。从企业性质看，民营企业分红意愿不断提高，分红总额同比增速明显加快。从行业来看，通信、综合、电力设备、有色、美容护理行业分红增速最快，房地产、农林牧渔、建筑材料行业分红节奏开始放缓，基础化工、食品饮料、商贸零售行业分红率边际改善最为明显。

2、监管政策逐渐从引导上市公司分红向强制分红转变。自新“国九条”明确指出强化上市公司现金分红监管以来，沪深交易所针对多年不分红和低比例分红的公司，先后出台限制大股东减持和实施风险警示的政策，进一步健全上市公司常态化分红机制。同时，现金分红水平较低的上市公司在再融资过程中也会受到严格审查。我们预计随着分红监管政策的逐步落地，上市公司分红数量和分红金额仍将维持增长趋势，同时，随着 A 股分红稳定性与分红率的提高，全 A 资产对于长期资金的吸引力未来也将逐步提升。

3、ESG 治理类指标可辅助预测上市公司分红率，有 20 家企业具备较高分红潜力。整体来看，公司股权集中度与研发投入越高，上市公司分红率就越高；质押比例、担保比例、独立董事占比、机构持股比例越高，上市公司分红率越低。

从企业性质看，民营企业的分红率与股权集中度和研发投入正相关，与独立董事占比、质押比例、担保比例、机构持股比例负相关；国央企的分红率与股权集中度、机构持股比例正相关，与担保比例负相关。相较于国有企业，民营企业的股权集中度越高，分红率越大，控股股东通过提高现金分红获取收益的动机也更强，独立董事对分红结果的影响更加显著，可以在一定程度上遏制部分民营企业过度分红的行为。此外，机构持股占比较高的民营企业会优先考虑再投资，而不是将收益分配给股东获取短期效益。但对于国央企而言，机构持股比例越高，分红率也越高，表明持有国央企股份的投资机构倾向通过稳定分红来获取收益。

从企业风格看，价值型公司的分红率与股权集中度和研发投入正相关，与独立董事占比、担保比例、机构持股比例负相关；成长型公司分红率则与股权集中度和独立董事占比正相关，与质押比例、担保比例、机构持股比例负相关。价值型公司分红意愿更强，基本不受质押和担保限制，独立董事更多扮演遏制企业过度分红的角色，同时，价值型公司的研发投入比例系数为 0.29，表明其可以在相对较短时间内获得分红回报。而在成长型公司中，独立董事则更多扮演推动分红方案落地的角色，以减少部分成长型公司不分红或分红率较低的问题。

从企业市值看，中小市值企业的分红率与股权集中度和研发投入正相关，与独立董事占比、质押比例、担保比例负相关；大市值企业的分红率则与机构持股比例正相关，与质押比例负相关。股权集中度对分红结果的影响主要体现在中小市值企业，当公司市值逐渐增加时，前十大股东持股比例系数逐渐由 0.084 降低至 0.016，对分红结果的影响不再显著。若上市公司处于发展期，机构投资者的持股比例不会对分红结果有明显影响，而当企业市值大于 500 亿元，投资机构的参与将推动企业提高分红率来获得可持续性的收益。

从所属行业看，建筑材料、建筑装饰、公用事业、基础化工等行业的分红率与股权集中度显著正相关；石油石化、食品饮料行业的分红率与独立董事占比和机构持股比例显著正相关；计算机、环保、有色金属、基础化工等行业的分红率与研发投入比例显著正相关。

基于上述结论，我们结合 ESG 治理类指标与财务指标，分别对不同性质和不同风格上市公司的分红率进行预测，找到 20 家未来具备分红潜力的企业。

风险提示

模型误差风险；政策推进效果不及预期。



内容目录

一、A 股上市公司分红现状.....	4
1、A 股分红水平稳中有升，政策效果开始凸显.....	4
2、民营企业分红意愿明显增强，国央企仍是分红主力军.....	4
3、通信、电力设备等行业分红增速加快，房地产行业分红出现明显下行，基础化工行业分红率提升最为明显.....	5
二、分红对上市公司的主要影响.....	6
1、分红不达标将被实施 ST.....	6
2、分红不达标将被限制减持.....	6
3、分红不达标将会影响上市公司再融资.....	6
三、上市公司分红指标的影响分析.....	7
1、ESG 治理类指标与上市公司分红结果的相关性较强.....	7
2、治理类指标对国央企与民营企业分红结果的影响.....	8
3、治理类指标对不同风格公司分红结果的影响.....	9
4、治理类指标对不同市值公司分红结果的影响.....	10
5、治理类指标对各行业公司分红结果的影响.....	11
6、潜在高分红公司筛选预测.....	12
四、风险提示.....	13

图表目录

图表 1：2023 年 A 股分红公司数量占比明显回升.....	4
图表 2：2023 年分红率逐渐提升但分红增速放缓.....	4
图表 3：民营企业近年分红节奏明显加快.....	5
图表 4：通信、电力设备、综合、有色、美容护理等行业分红增速最快，房地产、农林牧渔、建筑材料行业分红下行，基础化工、食品饮料、商贸零售分红率边际显著提升.....	5
图表 5：《股票上市规则》新增分红风险警示情形.....	6
图表 6：变量定义与说明.....	7
图表 7：模型可以通过 VIF 检验.....	7
图表 8：ESG 治理指标对上市公司分红影响的回归结果.....	8
图表 9：不同性质的企业治理指标对分红影响的回归结果.....	9
图表 10：不同风格企业的治理指标对分红影响回归结果.....	9
图表 11：不同规模的企业治理指标对分红影响的回归结果.....	10
图表 12：不同行业的企业治理指标对分红影响的回归结果.....	11



图表 13: 国央企与民营企业中未来分红潜力较高的公司 12

图表 14: 不同风格企业中未来分红潜力较高的公司 13



分红是投资者衡量上市公司投资价值的重要因素，分红可以在一定程度上展示企业经营健康状况，吸引长期资金和价值投资者，便利企业融资。A 股市场长期资金偏好盈利稳定、分红较高的企业，企业提高分红率有利于避免长期资金卖出股份，也可以使投资者更加认可公司价值。随着新“国九条”出台，上市公司的分红意识进一步提高，这对于投资者权益的保护和市场的可持续发展尤为重要。

一、A 股上市公司分红现状

1、A 股分红水平稳中有升，政策效果开始凸显

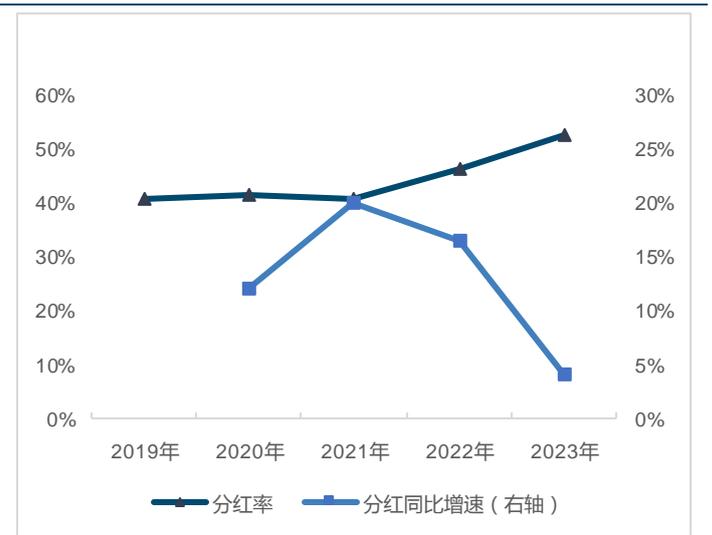
在证监会、交易所等监管部门的积极引导下，A 股上市公司的分红意愿不断增强，现金分红公司数量与分红率双双呈现逐年递增的走势。2019 年以来，实施现金分红的上市公司数量不断提高，有 3853 家上市公司在 2023 年年报中披露现金分红方案，数量占比从 69.1% 提高至 72.2%，涨幅创近五年新高。2023 年，全 A 分红率均值为 52.69%，较 2022 年的 46.43% 大幅提升 6.26pct，投资者的获得感逐渐增强。

新“国九条”效果凸显，A 股分红公司数量明显上升，但分红增速趋于放缓。在新“国九条”的推动下，新增 500 家上市公司在披露 2023 年年报时开始进行现金分红。但与此同时，2023 年 A 股现金分红相较 2022 年并无明显变化，增速降低到 4.17%，与大幅上涨的分红公司数量不成正比。因此，这在一定程度上表明现阶段上市公司，尤其是于今年开始分红的公司，其主要目的可能更多是为规避新规中分红不达标的 ST 风险，而并非完全出于回报投资者的目的。

图表1：2023 年 A 股分红公司数量占比明显回升



图表2：2023 年分红率逐渐提升但分红增速放缓



来源：wind，国金证券研究所

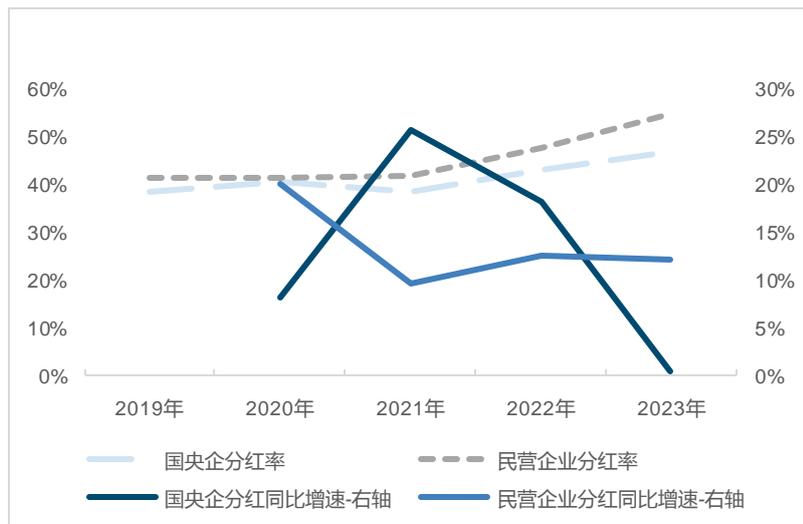
来源：wind，国金证券研究所

2、民营企业分红意愿明显增强，国央企仍是分红主力军

国央企与民营企业分红率逐年提升，但民营企业分红金额增速更快。从分红增速上看，民营企业 2019 年-2023 年间现金分红金额的年均复合增长率达 13.56%，高于国央企同期 12.77% 的年均复合增长率。此外，国央企近两年分红增速有明显下降，2023 年分红金额仅同比增长 0.55%，而民营企业分红增速则维持在 12% 的水平，一定程度上表明新“国九条”等监管政策的出台对民营企业分红的刺激作用更大，越来越多的民营企业在政策引导下开始加快现金分红或提高分红率，更好保障了中小股东的合法权益。从分红率上看，民营企业的平均分红率逐渐从 2019 年的 41.64% 提高至 2023 年的 54.78%，增幅达 13.14pct，而国央企近五年的平均分红增幅为 8.36 pct，同样少于民营企业。尽管如此，国有企业仍是目前 A 股市场现金分红的“主力军”。以 2023 年为例，A 股上市公司约四分之一的国央企贡献了 A 股市场现金分红总额的 66%，且近五年国有企业分红总额基本维持在民营企业分红总额的两倍上下，一定程度上展现了国有企业良好的经济基础和对股东的高度责任感。



图表3: 民营企业近年分红节奏明显加快

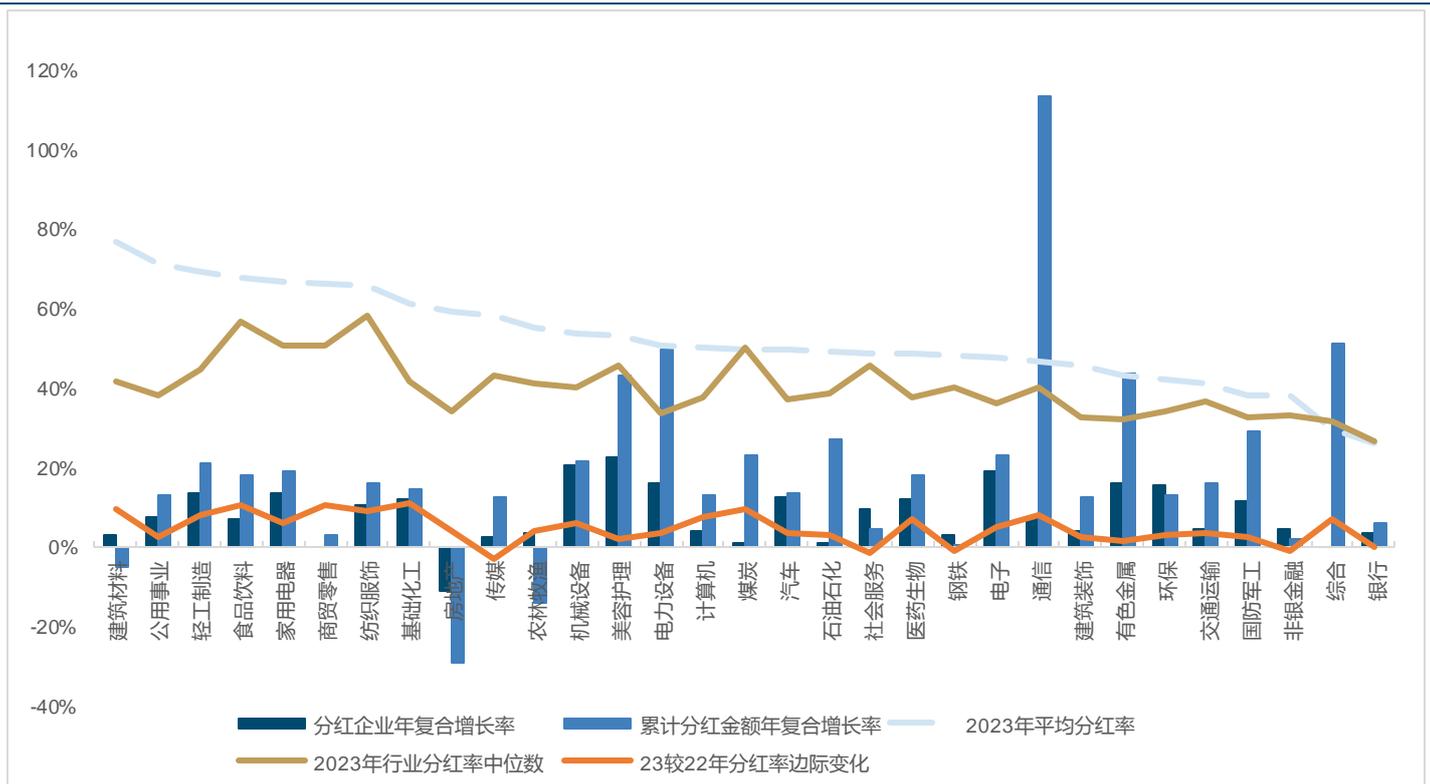


来源: wind, 国金证券研究所

3、通信、电力设备等行业分红增速加快，房地产行业分红出现明显下行，基础化工行业分红率提升最为明显

从行业来看，通信、电力设备、综合、有色、美容护理等行业现金分红增速最快，房地产、农林牧渔、建筑材料行业分红开始放缓，基础化工、食品饮料、商贸零售分红率均提升 10% 以上。从分红总额变动情况看，多数申万一级行业年度分红总额较 2022 年有所提升。具体而言，通信、电力设备、综合、有色、美容护理等行业近五年分红金额复合增长率最高，通信行业因中国移动和中国电信的回归，分红金额年均复合增长率超 100%。相比之下，房地产、农林牧渔、建筑材料行业分红节奏开始放缓，而房地产也是所有行业中分红企业数和分红金额下降最为明显的行业。在分红率方面，基础化工、食品饮料和商贸零售行业的分红潜力开始显现，分红率分别边际提升 10.71%，10.50%和 10.33%。

图表4: 通信、电力设备、综合、有色、美容护理等行业分红增速最快，房地产、农林牧渔、建筑材料行业分红下行，基础化工、食品饮料、商贸零售分红率边际显著提升





来源: wind, 国金证券研究所

二、分红对上市公司的主要影响

A 股上市公司分红数量和分红金额的提高离不开近年来修订出台的监管政策。2024 年 4 月, 新“国九条”明确指出, 要强化对上市公司现金分红的监管, 对多年未分红或分红率偏低的公司, 限制大股东减持、实施风险警示。同月, 沪深交易所修订出台了《股票上市规则》等相关制度, 进一步健全了上市公司常态化分红机制, 多措并举推动提高股息率和一年多次分红, 以提高投资者回报水平。

1、分红不达标将被实施 ST

根据新修订的《股票上市规则》, 监管部门将自 2025 年开始对分红不达标公司采取强约束措施, 重点将多年不分红或者分红率偏低的公司纳入 ST 情形。在主板方面, 对符合分红基本条件, 最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的 30%, 且累计分红金额低于 5000 万元的公司, 实施 ST。双创板块方面, 考虑到不同板块特点和公司差异情况, 将分红金额绝对值标准调整为 3000 万元。同时, 最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例 15% 以上或最近三个会计年度研发投入金额累计在 3 亿元以上的科创板公司, 可豁免实施 ST。不过需要注意的是, 公司仅因分红不达标而被 ST 并不会导致退市。同时, 公司采取回购注销的金额也纳入现金分红金额计算。

图表5: 《股票上市规则》新增分红风险警示情形

板块	主要内容
主板	最近一个会计年度净利润为正值, 且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司, 其最近三个会计年度累计现金分红总额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%, 且最近三个会计年度累计分红金额低于 5000 万元。
创业板	最近一个会计年度净利润为正值, 且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司, 其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%, 且最近三个会计年度累计分红金额低于 3000 万元。但最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例超过 15% 或者最近三个会计年度累计研发投入金额超过 3 亿元的除外。
科创板	(1) 删除董事会审议定期报告时同步审议权益分派方案要求; (2) 新增中期分红以最近一期经审计未分配利润为基准, 并合理考虑当期利润情况。
北交所	自 2025 年 1 月 1 日起正式实施, 以 2022 年度至 2024 年度为最近三个会计年度。
过渡期	

来源: 上交所、深交所、北交所、国金证券研究所整理

2、分红不达标将被限制减持

2024 年 5 月, 证监会颁布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》, 明确上市公司在最近三个会计年度未进行现金分红, 或者累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30% 的, 控股股东和实际控制人不得披露减持计划, 也不得通过集中竞价的交易方式或大宗交易方式减持本公司股份。这一限制可以更好防止大股东在分红不达标情况下减持套利, 也可以更好推动上市公司通过正确的市值管理实现全体股东价值提升。

3、分红不达标将会影响上市公司再融资

现金分红不达标将会限制上市公司再融资进程。根据证监会 2023 年 12 月发布的《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》新增的第九条规定, 最近三年现金分红水平较低的上市公司拟发行证券的, 发行人及保荐机构应当结合相关因素说明公司现金分红水平较低的原因, 并对公司是否充分考虑了股东要求和意愿、是否给予了投资者合理回报以及公司的现金分红政策是否符合上市公司股东利益最大化原则发表明确意见。同时, 根据中国证监会相关规定, 拟发行证券的公司存在利润分配、公积金转增股本方案尚未提交股东大会表决或者虽经股东大会表决通过但未实施的, 应当在方案实施后发行。相关方案实施前, 主承销商不得承销公司发行的证券。这条虽然目前不具有强制性, 但从政策引导的角度来看, 现金分红未来或将成为上市公司再融资审核中的重中之重, 现金分红不达标可能会对上市公司再融资产生一定影响。



三、上市公司分红指标的影响分析

上市公司提高分红意识，不仅能够增强市场的活力，也能够提高投资者的信任，进而推动资本市场的进一步发展。本节我们主要探究影响上市公司分红率的主要因素，通过比较不同性质、不同风格、不同行业企业的分红表现，总结分析主要 ESG 指标在不同情形下对上市公司分红率影响的显著性差异，为分析预测各类型 A 股上市公司的分红情况提供参考。

我们以 2019 年至 2023 年 A 股上市公司的分红情况作为分析样本。同时，为消除极端值的影响，对连续变量在 5%和 95%水平上进行缩尾处理。我们选取前十大股东持股比例、质押比例、担保比例、独立董事占比、企业性质、总市值、机构持股比例、研发投入比例。控制公司成立时间与行业固定效应，为解决因反向因果关系导致的内生性问题，除公司年龄之外的其他变量均取滞后一期值(分红上一会计期间的数据)。构建基准回归模型：
$$\text{分红率} = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon$$

图表6: 变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量定义	
被解释变量	分红率	现金分红总额/归属于母公司所有者净利润	
	前十大股东持股比例	分红前一年前十大股东持股比例	
	质押比例	分红前一年公司质押比例	
	担保比例	分红前一年公司担保总额占净资产的比例	
	独立董事占比	分红前一年独立董事占比	
	解释变量	企业性质	若为国央企计为 1，民营企业计为 0
		机构持股比例	分红前一年公司股东中机构的持股比例
		研发投入比例	分红前一年公司研发投入总额占营收的比例
		总市值	分红前一年公司总市值
		公司年龄	公司成立时间，设置年份虚拟变量
	行业	根据中国证监会的行业分类指引，设置行业虚拟变量	

来源：国金证券研究所

为保障模型的准确性和稳定性，本文对各变量进行了 VIF 检验，根据图表 7 的检验结果，VIF 值均小于 5，各变量之间没有显著的多重共线性关系。

图表7: 模型可以通过 VIF 检验

变量	VIF	容忍度
机构持股比例	1.38	0.724
企业性质	1.32	0.758
前十大股东持股比例	1.10	0.912
质押比例	1.07	0.931
研发投入比例	1.07	0.932
总市值	1.06	0.941
担保比例	1.02	0.984
独立董事占比	1.01	0.992
VIF 均值	1.13	

来源：wind，国金证券研究所

1、ESG 治理类指标与上市公司分红结果的相关性较强

整体上看，股权集中度较高与研发投入比例较高时，上市公司的平均分红率也越高。高股权集中度通常会推动公司实施更多的分红政策，股权集中度较高意味着少数股东掌握着公司较大比例的所有权，为维护自身权益，控股股东通常会提高的分红金额和频率。尽管现



金分红是上市公司回报投资者最直接有效的途径之一，但这种高股权集中度也带来了一些需要关注的问题，如警惕股权集中度较高时可能发生的“吃光式”分红。这种做法表面上看是对股东利益的回报，但深层次上可能是大股东对于上市公司长期发展资金的挤占，牺牲了公司未来增长潜力以满足大股东的利益。“吃光式”分红会削弱公司的现金流和利润率，影响未来发展所需的资金储备。同时，这种分红方式还会影响投资者的信心，让市场认为公司管理层只关注短期利益，缺乏长远规划。尤其是上市公司如果在营收和净利润双降的情况下坚持高频次、高比例的分红，虽然短期内让投资者受益，但长期来看，最大的受益者往往是大股东和实际控制人。因为这种分红方式可能更有利于大股东套现，反而会损害中小股东的利益。同时，研发投入高的企业在下一会计年度分红的可能性也更大。2024年4月30日，沪深交易所修订出台新的上市规则，对于双创板块中研发投入高的企业，即使其分红未达到某些特定条件，也不会被实施ST，以更好推动创新型企业可持续发展。但从模拟结果来看，研发投入高的企业在下一会计年度除了将资金用于持续的技术创新、市场拓展或偿还债务外，反而会在下个会计年度通过适当增加分红率来增强投资者的信心。

当质押比例，担保比例，独立董事占比，机构持股比例较高时，上市公司的分红往往较少。从近五年来看，股权质押比例和担保比例较高的公司往往面临更多的财务压力和风险，因此这些公司在分红方面变得更为谨慎，减少用于分红的资金，以增加公司的现金留存，用于偿还未来贷款或债务。另外，当上市公司独立董事占比较高时，分红的比例会相对较低。2023年12月，证监会发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，以进一步健全上市公司常态化分红机制，提高投资者回报水平。其中，第六条调整为“独立董事认为现金分红具体方案可能损害上市公司或者中小股东权益的，有权发表独立意见。董事会对独立董事的意见未采纳或者未完全采纳的，应当在董事会决议中记载独立董事的意见及未采纳的具体理由，并披露。”根据模拟结果，独立董事占比的预测因子系数为-0.044。由此可见，独立董事发挥的作用更多的是通过遏制类似“吃光式分红”，“大比例分红”的行为，来保障中小投资者的合法权益。最后，整体来看，机构持股比例较高也会降低上市公司的分红率，主要由于机构投资者长期资金占比较高，更关注公司的长期增长和可持续发展，因此整体更倾向支持公司将利润再投资于业务扩展、研发和其他增长项目，而不是短期不可持续的高分红。

图表8: ESG 治理指标对上市公司分红影响的回归结果

变量	预测因子	标准差	t 值
前十大股东持股比例	0.086***	0.008	11.27
质押比例	-0.071***	0.015	-4.73
担保比例	-0.015***	0.003	-5.08
独立董事占比	-0.044*	0.025	-1.72
企业性质	-1.24***	0.410	-3.02
机构持股比例	-0.023***	0.007	-3.38
研发投入比例	0.077**	0.031	2.52
控制变量		控制	
N		14025	
R2		0.063	

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著，下同。

来源：wind，国金证券研究所

2、治理类指标对国央企与民营企业分红结果的影响

在非国有企业中，公司治理类指标对分红的影响程度更为显著。民营企业开展分红往往是基于企业自身经营目标而开展的市场行为，且在分红决策时受到外部的约束相对较小，而受内部因素的影响相对更大。但由政府控制的国有企业在分红过程中除了要考虑经济效益和回报股东外，还需综合考虑对劳动力市场的影响、风险应对处置等多重因素，分红行为具有多重目标性。因此，部分治理指标对国有企业分红率的影响效果并不明显。

具体来看，高股权集中度会在不同程度上提高国央企和非国企公司的分红率，但在非国有企业中的影响更大，独立董事的存在可在一定程度上遏制民营企业大比例分红的问题，机构持股对不同性质企业分红结果的影响截然不同。当持股越集中时，民营企业的分红意愿



就越强，但需注意“吃光式分红”的行为。同时，相较于国有企业而言，民营企业的独立董事对分红结果的影响更显著，表明民营企业在分红时，独立董事会趋向更加审慎地审查分红预案，并发表独立意见，遏制过度分红行为。最后，机构持股对民营企业分红的结果影响更强，一定程度上表明部分民营公司可能正处于快速增长阶段，机构会优先考虑持股公司扩展业务、研发新产品或进入新市场，以获得中长期收益，而不是将收益分配给股东获取短期效益。但对于国央企而言，机构持股比例越高，分红金额越高，表明持有国央企股份的投资机构主要通过稳定分红来实现收益。

图9：不同性质的企业治理指标对分红影响的回归结果

变量	分红率 (国央企)	分红率 (非国有企业)
前十大股东持股比例	0.069*** (5.07)	0.088*** (9.33)
质押比例	-0.030 (-1.13)	-0.081*** (-4.42)
担保比例	-0.021*** (-3.38)	-0.014*** (-3.83)
独立董事占比	0.014 (0.40)	-0.073** (-2.17)
机构持股比例	0.023** (2.09)	-0.034*** (-3.76)
研发投入比例	0.006 (0.08)	0.102*** (2.85)
控制变量	控制	控制
行业	控制	控制
年份	控制	控制
N	4271	9756
R2	0.124	0.067

注：系数下方括号值为 t 值，下同

来源：wind，国金证券研究所

3、治理类指标对不同风格公司分红结果的影响

价值型公司分红意愿相对更强，基本不受质押和担保限制，且在上市公司分红过程中，独立董事在不同风格的公司中扮演的角色也不同。价值型公司的前十大股东持股比例系数为 0.155，高于平衡型和成长型公司，也表明价值型公司的控股股东更愿意通过分红来提升收益，即使质押与担保比例较高，也基本不会对分红结果产生明显影响，此外，价值型公司中的民营企业分红率相对更高。相对于成长型公司，价值型公司往往处于成熟阶段，业务模式稳定，盈利能力强，由于相对缺乏新的成长机会，这些公司更倾向于将利润以分红的形式持续回馈股东。而成长型公司处于快速发展阶段，往往更倾向将利润用于扩大业务或进行新的投资，且高担保和高质押会进一步降低这类公司的分红意愿。尽管价值型公司的分红率相对更高，但独立董事对于分红方案的审查监督作用也更加凸显。独立董事占比在价值型公司中的系数为-0.095，表明部分价值型公司的独立董事更多扮演遏制公司过度分红的角色，以帮助公司平衡短期和长期利益，确保分红方案符合公司实际情况和长远发展需求。对于成长型公司，独立董事则更多扮演推动分红方案落地的角色，一定程度上减少部分成长型公司不分红或分红率较低的问题。

研发投入回报在价值型公司中的分红结果中或可以快速体现。虽然价值型公司的研发投入比例可能不如成长型公司高，但仍会进行适当的研发投入以保持竞争力，优化现有产品和服务，以应对市场变化和提升运营效率。在模拟结果中，价值型公司的研发投入比例系数为 0.29，一定程度上表明价值型公司通常会选择那些风险较低且预期回报较高的研发项目，更倾向于在已知领域内进行创新，从而在相对较短的时间内获得分红回报。

图10：不同风格企业的治理指标对分红影响回归结果

变量	分红率	分红率	分红率
----	-----	-----	-----



	(价值型)	(平衡型)	(成长型)
前十大股东持股比例	0.155*** (9.77)	0.068*** (5.75)	0.045*** (3.53)
质押比例	0.038 (1.40)	-0.076*** (-3.09)	-0.13*** (-5.16)
担保比例	-0.0098*** (-2.89)	-0.044*** (-3.99)	-0.047*** (-5.31)
独立董事占比	-0.095** (-2.17)	-0.060 (-1.43)	0.096** (2.03)
性质	-3.03*** (-4.11)	-1.25* (-1.87)	1.03 (1.36)
机构持股比例	-0.042*** (-3.02)	-0.0016 (-0.14)	-0.027** (-2.34)
研发投入比例	0.290** (2.52)	0.212*** (3.38)	-0.015 (-0.44)
控制变量	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
N	4240	5982	3802
R2	0.127	0.052	0.094

来源: wind, 国金证券研究所

4、治理类指标对不同市值公司分红结果的影响

股权集中度对分红结果的影响随着公司市值的增加被逐渐弱化。当公司市值逐渐增加时,前十大股东持股比例系数逐渐由 0.084***降低至 0.016 (不显著), 股权集中度对市值大于 500 亿元以上的公司无明显影响, 而当上市公司市值规模较小时, 主要股东更希望提高分红率, 而独立董事的监督作用也再次在中小市值公司中显现 (系数为-0.093***)。

大市值公司中的国央企分红率更高, 但小市值公司中的民营企业分红意愿更强。当上市公司市值小于 100 亿元时, 国央企出于中长期发展的角度更倾向减少分红率, 通过再投资实现市场价值提升, 而小市值民营企业中可能由于存在“吃光式分红”“大比例分红”的行为, 导致分红率会相对更高。但当公司市值大于 500 亿元时, 企业发展逐渐成熟稳定, 国央企开始逐渐注重通过分红来回报中小投资者, 分红率逐渐高于民营企业。

当企业发展较为稳定时, 机构投资者一般会推动公司增加分红率。若上市公司市值较小或处于发展期时, 机构投资者的参与不会对分红结果有明显影响甚至会适当减少分红率, 推动公司将利润用于再投资或业务扩展。而当企业市值大于 500 亿元, 发展较为稳定时, 投资机构会开始推动企业适当提高分红来获得可持续性的收益。

小市值公司的研发投入回报期可能相对更短。根据模拟结果, 当公司市值小于 100 亿元时, 研发投入比例的系数为 0.23, 且在 1%水平下显著, 表明小规模公司若可以在经营过程中增加研发投入的比例, 或会在相对较短时间内获得投资回报, 从而在下一会计年度中增加分红金额占比。

图11: 不同规模的企业治理指标对分红影响的回归结果

变量	分红率	分红率	分红率
	(市值小于 100 亿元)	(市值 100-500 亿元)	(市值大于 500 亿元)
前十大股东持股比例	0.084*** (8.31)	0.067*** (4.85)	0.016 (0.70)
质押比例	-0.10*** (-5.10)	-0.0037 (-0.14)	-0.19*** (-3.51)
担保比例	-0.01*** (-2.76)	-0.042*** (-5.25)	-0.0057 (-0.45)



独立董事占比	-0.093*** (-2.73)	0.066 (1.51)	0.054 (0.86)
性质	-3.10*** (-5.15)	1.71*** (2.75)	2.75*** (2.64)
机构持股比例	-0.0003 (-0.28)	-0.0001 (-0.01)	0.052*** (3.05)
研发投入比例	0.23*** (4.19)	0.0049 (0.14)	-0.039 (-0.46)
控制变量	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
N	8979	4013	1037
R2	0.058	0.120	0.356

来源：wind，国金证券研究所

5、治理类指标对各行业公司分红结果的影响

大部分行业的分红结果都或多或少受到治理类指标的影响。从模拟结果可以看出：股权集中度在建筑材料、建筑装饰、公用事业、基础化工等行业中对分红结果的影响作用更明显；食品饮料、房地产、建筑装饰、通信、传媒行业的分红率受到质押与担保的影响最大；在农林牧渔、有色金属、汽车、建筑材料行业中，独立董事的存在可以更好限制过度分红的问题，而在石油石化、食品饮料行业中，独立董事则会促进公司分红政策的制定和实施；在交通运输、综合、有色行业中，国央企的分红率较民营企业更高，而在电子、食品饮料、公用事业、零售等行业中，民营企业分红的比例更大；对于石油石化、传媒、食品饮料行业，机构持股或更多推动上市公司进行分红，而在化工、汽车、医药等行业中，投资机构或更倾向将利润用于再投资，导致高机构持股比例的上市公司分红率也越低；最后，建筑装饰、计算机、环保、有色金属、基础化工等行业的研发投入可较快转化为投资回报，提高次年分红率，而纺织服饰、公用事业、社会服务业研发投入的回报较难在短时间内转化为红利。

图表12：不同行业的企业治理指标对分红影响的回归结果

	前十大股东持股比例	质押比例	担保比例	独立董事占比	性质	机构持股比例	研发投入比例
农林牧渔	0.10	0.016	-0.11	-0.67***	2.92	-0.075	0.47
基础化工	0.094***	0.071	-0.004	-0.098	0.39	-0.065**	0.89***
钢铁	-0.12	-0.21	-0.034	-0.40	-4.18	0.050	-0.23
有色金属	0.063	0.074	0.029	-0.54***	4.26*	0.056	2.99***
电子	0.036	-0.34***	-0.040	-0.025	-3.35*	0.0058	-0.05
汽车	0.08**	-0.055	-0.15***	-0.28***	-1.98	-0.065**	-0.19
家电	0.08	-0.097	-0.019	-0.05	3.99	-0.06	-0.95
食品饮料	0.036	-0.22**	-0.31***	0.26**	-13.19***	0.067*	-0.95
纺织服饰	0.16**	0.15	-0.027	-0.17	0.31	-0.017	-3.54***
轻工制造	0.074*	-0.089	-0.11**	0.21	-1.47	-0.03	0.45
医药生物	0.002	0.057	-0.11***	-0.005	-0.99	-0.04*	-0.013
公用事业	0.17***	-0.013	-0.048*	-0.15	-4.99**	-0.01	-0.80**
交通运输	0.13**	-0.04	-0.04**	-0.05	6.51***	0.059	-1.07
房地产	0.10	-0.15*	-0.021*	0.03	-3.14	0.072	-1.28
商贸零售	0.18*	-0.05	0.017	0.18	-14.25***	-0.14*	1.66*
社会服务	-0.05	0.19	-0.017	-0.093	7.24	-0.15**	-1.13***



	前十大股东持股比例	质押比例	担保比例	独立董事占比	性质	机构持股比例	研发投入比例
银行	0.03	0.004	/	0.009	1.36	-0.06***	-6.39
非银金融	-0.10	-0.026	0.022	0.11	1.75	0.04	-0.15
综合	-0.61	1.36**	0.055	-0.44	34.86**	-0.72	-2.73
建筑材料	0.27***	-0.17	-0.002	-0.44*	-4.75	0.05	0.76
建筑装饰	0.13***	-0.33***	-0.045**	0.17	-3.25*	-0.04	1.54***
电力设备	0.080***	-0.04	-0.06***	-0.12	-0.52	-0.04*	0.012
机械设备	0.080***	-0.06	-0.07*	0.06	-3.43**	-0.004	0.012
国防军工	0.062	-0.20	-0.24*	-0.25	-0.04	-0.03	0.14
计算机	0.096***	-0.28***	-0.08	0.21*	-0.30	-0.04	0.23***
传媒	0.013	-0.24*	-0.38**	0.37	-1.03	0.18**	-0.14
通信	0.04	-0.45***	-0.21***	0.19	1.71	-0.082*	-0.033
煤炭	0.15	0.004	0.06	0.30	5.40	0.24	1.09
石油石化	-0.22	0.20	0.012	1.48***	1.20	0.20*	0.32
环保	0.11**	-0.17*	-0.07**	0.12	-1.38	0.07	1.72***
美容护理	-0.005	-0.72	0.056	0.61	5.95	0.077	-1.03

来源: wind, 国金证券研究所

6、潜在高分红公司筛选预测

最后,我们将上述治理类指标与相关财务类指标结合,分别对不同性质和不同风格的公司进行筛选,以探究在合理分红的前提下未来分红潜力相对较高的企业。为在一定程度上规避“吃光式分红”的公司,我们引入 ROE 和资产负债率两个财务类指标,选取 ROE 较高和资产负债率低的公司进行筛选。

对于不同性质的公司,我们分别将个股按照 2023 年年报的 ROE、资产负债率、股权集中度、质押比例、担保比例、独立董事占比、机构持股比例、研发投入比例分别进行排序。对于国央企来说,资产负债率、担保比例为升序排名,其余均为降序排名。而对于民营企业来说,ROE、前十大股东持股比例、研发投入占比为降序排名,其余为升序排名,并结合公司分红可持续性,得到如下潜在高分红名单。

图表13: 国央企与民营企业中未来分红潜力较高的公司

代码	简称	ROE	资产负债率 (%)	前十大股东持股比例 (%)	担保比例 (%)	质押比例 (%)	独立董事占比 (%)	机构持股比例 (%)	研发投入比例 (%)	2023 年分红率 (%)	2022 年分红率 (%)	2021 年分红率 (%)
600012.SH	皖通高速	13.51	35.04	88.16	0.00	0.00	42.86	87.52	0.00	60.05	63.13	60.25
600019.SH	宝钢股份	6.05	41.46	75.73	0.08	6.21	45.45	80.15	5.68	56.75	50.93	55.80
600025.SH	华能水电	11.31	63.78	93.24	0.00	0.00	35.71	93.73	1.33	42.42	46.31	52.42
600028.SH	中国石化	7.60	52.79	94.02	1.50	0.01	44.44	94.02	0.72	69.00	64.48	79.91
600131.SH	国网通信	13.73	53.35	70.30	0.00	0.00	36.36	76.73	8.52	30.04	30.00	30.01
603235.SH	天新药业	11.48	16.84	90.39	0.00	0.00	33.33	2.10	8.71	45.86	49.96	0.00
688188.SH	柏楚电子	15.76	5.93	80.65	0.00	0.00	42.86	22.55	18.58	50.53	34.47	34.97
688198.SH	佰仁医疗	10.03	10.43	80.58	0.00	0.06	33.33	23.80	26.66	94.84	71.30	94.18
301106.SZ	骏成科技	6.21	14.89	79.26	0.00	0.00	33.33	17.89	5.26	40.93	47.98	27.72
688366.SH	昊海生科	7.45	15.31	79.29	0.00	0.00	45.45	9.19	8.29	40.12	37.96	34.60

来源: wind, 国金证券研究所

类似地,我们基于上述逻辑分别对价值型、平衡型、成长型公司进行筛选。对于价值型公司和平衡型公司来说,前十大股东持股比例、研发投入、ROE 按降序排名,其余均为升序排名;而对于成长型公司来说,前十大股东持股比例、独立董事占比、ROE 按降序排名,



其余指标按升序排名，得到潜在分红名单如下。

图表14：不同风格企业中未来分红潜力较高的公司

代码	简称	ROE	资产负债率 (%)	前十大股东持股比例 (%)	担保比例 (%)	质押比例 (%)	独立董事占比 (%)	机构持股比例 (%)	研发投入比例 (%)	2023年分红率 (%)	2022年分红率 (%)	2021年分红率 (%)
600720.SH	中交设计	16.72	53.45	77.57	0.00	0.00	33.33	24.99	4.05	30.00	30.01	36.87
605365.SH	立达信	9.17	41.41	89.63	0.00	2.33	33.33	12.48	6.69	51.35	30.55	20.58
603508.SH	思维列控	9.26	7.67	64.76	0.00	3.15	33.33	9.81	11.82	70.00	60.00	59.93
600406.SH	国电南瑞	16.02	41.48	82.43	0.00	0.00	33.33	83.96	6.71	60.24	40.50	40.54
601100.SH	恒立液压	18.49	19.29	85.14	0.00	0.00	42.86	89.32	7.73	37.56	35.48	35.38
688187.SH	时代电气	8.70	29.38	87.53	0.61	0.00	50.00	50.06	9.84	35.45	30.48	63.17
603392.SH	万泰生物	9.96	18.02	82.96	1.51	0.00	42.86	59.43	23.45	32.49	19.12	6.01
300628.SZ	亿联网络	25.10	8.55	73.23	0.00	0.00	44.44	36.38	11.48	87.92	53.82	44.67
601799.SH	星宇股份	12.48	38.16	64.39	0.00	0.00	42.86	34.47	5.95	30.90	33.19	33.10
603605.SH	珀莱雅	30.32	39.91	75.55	0.00	0.00	40.00	31.48	1.95	42.70	30.18	30.01

来源：wind，国金证券研究所

四、风险提示

- 1、模型误差风险：模型结果基于历史数据测算，在市场环境发生变化时存在失效风险；
- 2、政策推进效果不及预期：政策落地需要过程，上市公司分红能力取决于企业经营状况，在企业经营状况没有全面改善之前，政策效果可能不及预期。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究