

# 上市公司补充流动性型定增的大股东掏空问题研究

——以艾比森为例

陈泽瑜, 刘洪彬

浙江理工大学经济管理学院, 浙江 杭州

收稿日期: 2024年8月26日; 录用日期: 2024年9月6日; 发布日期: 2024年11月14日

## 摘要

定向增发市场活跃的过程中, 部分企业以补充流动性动机作为其定向增发的特定用途, 但随之而来的却是大额现金分红等利益输送行为。本文选取艾比森作为补充流动性型定向增发以及高额现金分红的研究案例, 在对艾比森的分红条件、大股东资金需求、股权结构与公司治理结构以及市场监管情况等进行分析后, 最终得出艾比森补流定增后高额现金分红是大股东掏空行为的结论。本文还从上市公司、监管机构以及投资者三方面针对性地提出了降低上市公司大股东掏空行为可能性的对策建议。

## 关键词

定向增发, 现金分红, 大股东掏空

# Research on the Issue of Major Shareholders' Embezzlement in the Supplementary Liquidity Type Private Placement of Listed Companies

—Taking Absen as an Example

Zeyu Chen, Hongbin Liu

School of Economics and Management, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou Zhejiang

Received: Aug. 26<sup>th</sup>, 2024; accepted: Sep. 6<sup>th</sup>, 2024; published: Nov. 14<sup>th</sup>, 2024

## Abstract

During the active process of the targeted issuance market, some companies use the motivation of supplementing liquidity as a specific purpose for their targeted issuance, but with it comes the behavior of transferring large amounts of cash dividends and other benefits. This article selects Absen as a research case of supplementary liquidity oriented private placement and high cash dividends. After analyzing Absen's dividend conditions, major shareholder funding needs, equity structure and corporate governance structure, as well as market supervision, it was ultimately concluded that Absen's high cash dividends after the private placement of cash flow were the embezzlement behavior by major shareholders. This article also proposes targeted countermeasures and suggestions from three aspects: listed companies, regulatory agencies, and investors to reduce the possibility of major shareholders' embezzlement behavior in listed companies.

## Keywords

Targeted Issuance, Cash Dividend, Large Shareholder Embezzlement

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

2020 年证监会颁布的再融资新规放宽了对主板(中小板)、创业板这些小微上市公司定向增发股票的政策监管门槛, 对融资市场进行多角度的政策松绑。新规发布之后, 定增市场一改之前的低迷态势, 又迎来了新一轮的上涨。定向增发分为资产注入型、项目融资型及补充流动性型三种。相对前两种类型来说, 补充流动性型定增不再需要之前的资产收购等相对客观的理由, 门槛较低, 也成为了大多数企业发行定增的首要选择。

大量上市公司在进行定向增发时, 开始以补充流动性作为其定向增发的目的, 这也给其定向增发获取大量资金后的实际操作提供了诸多条件。诸如部分企业在以补充流动性为由进行定向增发后, 通过控制股价或进行大额分红等手段, 大股东获得不菲现金收入。本文基于此, 对再融资新规的背景和补流型定向增发下仍进行大额分红的异象进行分析, 对上市公司定向增发的实质动机是补充流动性抑或大股东掏空进行研究。

## 2. 大股东定增掏空的相关文献综述

### 2.1. 大股东认购定向增发的动机

现有研究关于大股东认购定增的动机, 总体分为支持企业发展和利益输送两类。

大股东认购定向增发是为了支持企业发展的观点基本是从公司能力改善和市场效应的角度看待高折价率的现象, 公司能力得到改善或市场效应为正就是一种支持。Wruck (1989)提出的监督补偿假说认为大股东通过资产认购定向增发能提高上市公司创造价值的能力, 是一种支持, 而高折价率实际是对大股东监督成本的补偿[1]。

大股东认购定向增发是为了利益输送的观点主要是基于委托代理理论, 我国资本市场存在股权结构较为集中、资本市场制度不完善等特点, 上市公司的代理问题主要是大股东和中小股东之间的冲突, 大股东有侵占中小股东利益、掏空上市公司以获取更多利益的动机。章卫东等(2012)从资产注入的角度指出,

大股东通过高估资产价值或者注入劣质资产, 侵占了中小股东的利益并影响了公司的价值[2]。

## 2.2. 大股东掏空的路径

大股东掏空的路径大体分为以下几类, 如通过上市公司资金占用、关联交易转移资产[3]和现金股利进行利益输送[4]。

具体在定向增发中, 大股东还能通过操纵股价影响增发价格[5]、折价发行[6]等方式进一步实现掏空。

## 2.3. 大股东掏空的经济后果

当大股东利益侵占发生时, 不仅会对上市公司现有的资源造成伤害, 还会对未来的发展产生不利影响。马曙光(2005)的研究发现, 大股东侵占会导致资金运转紧张, 员工薪资下滑, 从而降低了公司的生产力和收益[7]。史永等(2018)的研究发现, 大股东操纵下的关联交易规模越大, 尤其是利益流出型的规模越大, 上市公司的股价崩盘风险就越高, 进一步证实了大股东操纵下的关联交易可能带来的掏空效应[8]。

## 2.4. 抑制大股东掏空的措施

叶康涛等(2007)认为多成员的董事会结构能够抑制大股东掏空的行为发生, 其通过实证检验了消除内生性后的独立董事结构与大股东资金占用存在显著正向关系, 因此优化董事会结构能够在一定程度上防止大股东掏空行为的发生[9]。魏明海等(2013)则指出股权结构的优化能够进一步减少大股东掏空行为, 因为家族关联大股东持股越多、在董事会或董监高中所占席位的比例越大, 家族企业的关联交易行为越严重, 公司价值折损也越厉害[10]。

## 2.5. 文献述评

根据已有文献, 可以得出以下要点: 国内外学者在定向增发动机等领域都取得了理论成果, 但国内资本市场相较于国外尚未成熟, 且针对于补充流动性型定向增发其背后动因也少有甄别; 国外学者的研究大多数都是基于资产重组等角度进行研究, 很少对上市公司补流型定向增发的利益输送等动机与目的进行分析。

总体来说, 当前的研究存在着参照国外模式但未能深入探讨国内市场特点的问题。对于定向增发的实质动机是补充流动性抑或大股东掏空的深入研究和防范措施仍然需要更多的关注和探索, 以适应中国资本市场的实际情况。

## 3. 案例企业概况

### 3.1. 艾比森公司概况

艾比森光电股份有限公司是一家全球领先的 LED 显示应用与服务提供商。公司成立于 2001 年, 2014 年 8 月 1 日在深交所上市。公司专注于为客户提供全系列 LED 大屏显示产品及专业视听解决方案。公司拥有广告显示设备、舞台显示设备、商业显示设备、数据可视化显示设备和会议屏等产品线。公司在研发、设计、生产、销售和服务方面进行全方位的工作, 并已建立了完善的全球营销和服务网络。总体看来, 艾比森光电股份有限公司是一家在 LED 显示领域具有全球领先地位的公司。通过提供全系列 LED 大屏显示产品和专业视听解决方案, 公司不断满足客户需求, 并以其领先的技术、高质量的产品和优质的服务赢得了良好的声誉。

### 3.2. 艾比森定向增发融资过程

2021 年 3 月 4 日, 艾比森与丁彦辉签署了关于其 2022 年认购补流型定向增发的认购协议, 以 6.33 元/股的价格向丁彦辉锁价发行了 4100 万股股票, 用于满足公司流动性需要。公告中说明, 公司向丁彦辉

定向增发股份募集资金的主要有两个方面的考虑。首先, 通过定向增发股份, 公司可以确保拥有实际控制权, 从而保障公司的长期持续稳定发展。其次, 这一举措也是为了满足公司在战略和业务增长方面的需求筹集资金。通过多次公司内部决策程序的推进, 艾比森基于上述提出的公司实控人需求与战略发展需求的考虑, 通过了向丁彦辉发行补流型定向增发的提议, 并在 2022 年 4 月 29 日顺利获得全部款项, 成功募集近 2.6 亿元, 同时接受定向增发的特定对象丁彦辉也在支付所有现金后获得了应得的全部股份, 成为艾比森的第一大股东。下表展示了 2022 年艾比森补流定增前后公司持股前 5% 以上股东持股比例的变化情况。不难看出, 在 2022 年 5 月 17 日, 艾比森以 6.33 元/股的价格向其第一大股东丁彦辉定向募集 2.6 亿元并全部用于补充流动性后, 丁彦辉的持股比例提升了近 10%, 成为了艾比森的实际控制人。定增前后前三大股东持股比例见表 1:

**Table 1.** Equity structure of Absen before and after the supplementary flow and private increase in 2022  
**表 1. 艾比森 2022 年补流定增前后股权结构**

股东名称	定增前持股比例(%)	定增后持股比例(%)
丁彦辉	25.86	34.31
邓江波	19.22	17.03
任永红及其一致行动人	18.26	16.17

数据来源: 艾比森年报 wind 数据库。

### 3.3. 艾比森进行高额现金分红介绍

艾比森 2022 年定增完成后两个月左右时间, 在当年的 8 月 1 日进行高额分红, 每 10 股派发现金股利 15 元, 合计派发 5.37 亿元。如下表所示为艾比森近年来的现金分红情况, 可以看出, 在 2022 年中旬其现金分红已经大幅高于企业净利润, 甚至高于其 2022 年全年净利润的 2.5 倍。而按照公司对深交所询问的回应, 定向增发所收资本已用于合理途径, 且公司在 2021 年下半年盈利出现好转, 此次分红后公司保留了合理的现金及其现金等价物以满足公司投资, 此次高比例分红是响应国家鼓励现金分红的政策回馈广大股东的行为。然而, 根据实际的数据可以看到, 艾比森在 2022 年下半年的净利润也仅仅只是 1.22 亿元, 但在 2022 年年报公布后, 艾比森再次向全体股东派现 1.09 亿现金分红, 全年股利支付率达到 318.06% 之高。艾比森 2015~2022 年现金分红及股利支付率见表 2:

**Table 2.** Absen's cash dividends and dividend payout ratio from 2015 to 2022  
**表 2. 艾比森 2015~2022 年现金分红及股利支付率**

单位: 亿元	现金分红份额	净利润	股利支付率
2022 全年	6.46	2.03	318.06%
2022 中报	5.37	0.81	659.13%
2021	0	0.30	0
2020	0	-0.72	0
2019	0	1.04	0
2018	0.50	2.35	21.09%
2017	0.26	1.04	24.51%
2016	0.35	1.53	22.89%
2015	0.32	1.28	25.14%
2014	0.40	1.59	25.16%

数据来源: 艾比森年报 wind 数据库。

值得一提的是,艾比森自从2014年登陆到创业板以来,八年间累计分红仅仅1.8亿左右,同时更是从未在中报期间进行分红,此次中报期间的分红着实值得怀疑。根据艾比森中报数据,2022年中旬其股利支付率达到659.13%之高,其分红金额是2022年上半年净利润的6倍多。据披露,此次定增募集的2.6亿元已被公司用于补充流动资金。由于丁彦辉同时是艾比森的实控人,持有上市公司约34.31%的股份,分红的顺利完成对于丁彦辉而言,定增时支付给上市公司的2.6亿元中,有七成即约1.84亿元将以分红的形式再次回到丁彦辉的口袋。

在艾比森公布2022年中报分红方案后,2022年8月1日晚艾比森收到深交所关注函,关注函要求说明此次利润分配方案与公司业绩成长是否匹配,同时此次利润分配是否会导致企业发生流动性风险。此后,艾比森对此监管函进行回复时坚称,艾比森此次分红与业绩成长相匹配,并不会导致流动性风险。然而,既然不存在流动性风险,却还要在两个月前通过定增的方式来补充流动性这一行为着实值得深度思考。

实际上,在艾比森大手笔分红的背景下,其负债规模也在不断攀升,2020年到2023年三季度,艾比森负债从9.31亿元一路上涨到21.2亿元,主要以流动负债为主。值得注意的是,在进行5.37亿元大额分红后一年的2023年11月17日,艾比森再次公告称,其将公开发行可转债以募集不超过5.89亿元,用于智能制造基地建设项目、研发中心项目以及营销服务网点建设项目。

本案例可以作如下总结:2022年5月,艾比森向丁彦辉进行补充流动性型定向增发募集了2.6亿元,同时解决了公司实控人空缺的重大战略性问题,此后在2022年8月1日将公司账上的5.37亿元资金进行大额分红,将近2亿元资金回流到丁彦辉手中,同时公司账上的流动资金大幅减少,而就在2022年年报披露时,艾比森再次向全体股东进行现金分红1.09亿元,将下半年的利润几乎全部分配了出去。此外,在艾比森长期以来存在大量的合同负债等的同时,2023年11月17日,艾比森再次公告称拟募集5.89亿元用于项目建设来发展公司主营业务。

同时,值得注意的是,根据艾比森公司的章程规定,利润分配方案需要得到股东大会出席股东(包括股东代理人)所持表决权的过半数通过,属于普通决议。在丁彦辉购买定向增发后,作为实际控制人其持有的股份为34.31%,不足以单独决定利润分配方案的通过结果。丁彦辉和当时的第二大股东邓江波、第三大股东任永红于2011年签署了《共同控制协议》,成为一致行动人。直到2019年,该协议到期,三人的共同控制关系终止。尽管共同控制协议结束,三人之间一直保持着良好的合作关系。此外,自共同控制协议到期以来,除了2022年公司向丁彦辉定增引起的持股比例变化外,三人的持股比例变化微小。因此,有理由推测尽管共同控制协议已终止,三人仍有可能存在一致行动。根据董事会决议公告和股东大会决议公告,另外两大股东也都表示支持艾比森在2022年年中的分红方案。三人作为前三大股东,在分红前超过83.30%、75%和75%的股票都处于限售状态。在解除限售之前,大股东无法通过出售股票获得短期资本利得,而且出售股票会降低大股东的持股比例。因此,艾比森异常高派现实上满足了大股东通过现金股利获得更多公司利益的需求。根据当时的持股比例,不仅第一大股东丁彦辉可在艾比森2022年年中分红中获得约1.84亿元的现金,第二大股东邓江波和第三大股东任永红同样也分别可获得约0.92亿元和0.77亿元的现金分红。

## 4. 大股东掏空及其路径分析

### 4.1. 艾比森大股东掏空

#### 4.1.1. 大股东掏空的迹象: 分红条件不足

艾比森的资产规模整体呈现稳定上升的趋势,表明企业规模逐年增大。然而,艾比森的经营状况和偿债能力表现不佳。由于2020年疫情的原因,原材料价格上涨,市场需求下降,导致行业整体收益不佳,

艾比森的营业总收入下降,单位产品成本上升,净利润为负。尽管从2021年开始,随着国外疫情和防疫政策的变化,国外市场逐渐放开,艾比森的经营状况开始好转,但从净利润来看,盈利状况仍未恢复到疫情前的水平。此外,在负债方面,从2018年到2022年,艾比森的流动负债占比一直超过95%,说明公司主要通过短期债务来解决资金短缺问题。公司需要偿还的短期债务较多,影响了公司的正常经营和偿债能力,存在资金压力。

近年来,艾比森的投资活动现金流量净额基本为负,表明公司仍在进行外部扩张。筹资活动产生的现金流量净额也基本为负,说明艾比森在减少公司债务。与此同时,艾比森近五年的经营活动产生的现金流量净额基本为正,表明公司的经营活动处于收获期,能够获得正向现金流用于偿还债务、扩大生产和进行对外投资等。

从艾比森财务报表可知,2019年至2021年,艾比森公司留存收益较之前未有明显下降甚至在2019年有些许增加,然而可能考虑到疫情影响,艾比森公司经营情况不佳,这三年并未进行现金分红。尽管在2022年年中,艾比森公司留存收益稍有增加,然而在大比例分红后,其留存收益远低于现金分红前甚至疫情前的水平。在2022年年中,艾比森公司自由现金流为-3.44亿元,说明公司本期有大量的资本性支出,企业可能处于短期的经济困境,用于回报股东的现金流远远不足。

#### 4.1.2. 大股东掏空的可能诱因: 大股东的资金需求

股票限售加剧了大股东面临资金压力。定向增发之前,丁彦辉、邓江波和任永红及其一致行动人所持有的63.34%的股份超过七成为非流通股,定向增发后,其三人所持股份达到67.51%,三位大股东受到股票限售期的约束,在短期无法大量在二级市场上进行买卖。面对自身资金需求和股票变现受限,发放高额现金股利成为大股东募集资金的重要方式,根据2022年中报的分红分配计划,三位大股东在每年的第二季度共计可以获取近3.53亿元的现金,因此,大股东的资金需求是艾比森可能利用大额分红进行大股东掏空的诱因。

#### 4.1.3. 大股东掏空的条件: 股权结构与公司治理结构

股权结构高度集中是艾比森进行大股东掏空的重要条件。根据艾比森股权信息,在2022年进行定增之后,公司第一大股东丁彦辉所持股份达到总股本的34.31%,第二大股东邓江波和第三大股东任永红及其一致行动人持有公司股份的33.2%,虽然此三人在2019年取消了一致行动人的关系,但是其长期以来一直处于较好的合作状态,更重要的是,他们都拥有大量限售股,在面临分红决策能够得到不菲现金收入的情况下极容易产生一致同意的表决结果以获取自身利益,其后的分红投票也看出来确实该三人对分红的态度是一致认同的。

公司的治理结构单一,监管机制失效,这是因为大股东主导管理层和治理层,而独立董事的作用受到限制。三位大股东通过掌握公司决策和运营的主要权利,可以直接影响公司在投资、筹资和利润分配方面的决策,从而为利用高额现金股利政策进行利益输送提供了必要的条件。一方面,权力高度集中使得大股东能够掌握公司管理的主要权力;另一方面,独立董事的作用有限,难以监督大股东的行为以及其他公司治理问题。虽然董事会聘请了市场营销、审计和法律领域的三位独立董事参与公司治理。但由于董事会中还有两名董事一名是丁的大学同学,一名是丁的表弟,他们五人占据了董事会的多数席位,独立董事能够履行的职责相对有限。因此,三位大股东通过掌握公司决策和运营的主要权利,直接干预公司在投资、筹资和利润分配方面的决策,为利用高额现金股利政策进行利益输送提供了条件。

#### 4.1.4. 大股东掏空的外在原因: 市场监管存在漏洞

2000年开始,为了提高上市公司对现金分红的重视,提高对股东的回报,针对上市公司出台了一系列

列鼓励现金分红的政策,有效改善了上市公司派现意愿低的情况,分红数量和规模提高明显。但是证监会出台的将派发现金股利情况作为上市公司融资条件的有关政策可能让上市公司为了融资采取异常高派现股利政策,控股股东用响应证监会号召这一理由为不合理的异常高派现遮掩,实际上控股股东从中谋取私利,损害了中小股东的利益。

在2022年修订的《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》来看,相关政策中对上市公司现金分红的限制与监管,存在多条针对不分红、少分红的情况。然而,在监管指引中对高额分红的情况仅在13条中提到,其指出上市公司存在大比例现金分红的情形应重点关注其程序合规性、高管尽责性以及独立董事的明确意见等。

2022年8月2日,艾比森收到深圳证券交易所有关此次异常高派现的问询函,其中要求艾比森回复“本次利润分配比例的确定依据及合理性,进行高比例现金分红的原因及必要性”,艾比森在回复中提到,根据《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》等关于现金分红的政策文件,证券监督管理部门鼓励上市公司现金分红,要求上市公司具备现金分红条件的,应当采用现金分红进行利润分配,以及根据《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》,鼓励和引导上市公司现金分红。意味着艾比森认为2022年年中异常高派现在一定程度上是为了响应证监会号召。

艾比森最新公司章程规定“公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的,进行利润分配时,现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%”,该规定确实符合《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》相关条例。实际上,艾比森此次现金分红股利支付率为659.04%,是证监会要求最低比例20%的33倍,这确实符合证监会的要求,但是并不符合公司发展情况。

实际上,此次艾比森大额分红之所以会在投资者之间引发较大争议,主要原因在于其大额分红两个月前的补充流动性型定向增发行为,以及分红后一年左右的拟发行可转债募集资金行为,无论是补流定增还是可转债的拟发行,都在一定程度上表明艾比森可能存在现金流不足的情况,但是大额现金分红在完成艾比森宣称的回馈投资者的同时,对公司生产经营活动的持续进行是否具有发展性意义还有待商讨。实际上,对于不分红、少分红的情况在监管指引中已经相对全面了,监管力度需要在大额现金分红方面进一步加大,例如结合现金分红前一年或更长周期的融资等行为,让上市公司在现金分红时对其融资使用情况进行披露,同时重点关注其进行大额分红后的融资行为,对大额现金分红后因现金流不足而再次进行融资的上市公司进行严密监管。而在2023年的《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》修订版中对大额分红的监管依然没有上述相关内容的进一步完善。

## 4.2. 艾比森大股东掏空路径

### 4.2.1. 借助股票下行趋势,压低增发价格

艾比森于2021年3月4日与大股东丁彦辉签署了补充流动性型定向增发的认购协议,最终协议约定以6.33元/股的价格向丁彦辉锁价发行了4100万股股票,从艾比森自2014年上市以来,当期6元左右的股价是艾比森所处的历史低价。与此同时,在2020年6月到2021年3月确定补流定增每股价格这段时间内,艾比森相继进行了《关于终止合伙人计划实施进展的公告》《关于董事辞职的公告》《关于高级管理人员辞职的公告》和《关于总经理辞职的公告》等公告的发布,值得注意的是,上述《关于总经理辞职的公告》中所涉及的辞职员工正是第一大股东丁彦辉。伴随这一系列公告的发布,艾比森的股价下行到6元左右并开始低位震荡。而在2021年3月,艾比森却和前段时间刚进行过总经理辞职的丁彦辉签署了关于认购补充流动性型定向增发的认购协议,如今艾比森补充流动性型定向增发的认购已经过去了两年左右,再看艾比森股票价格不难发现,无论之后是否发生大额现金分红的资金回流等行为,大股东丁彦

辉在长期从艾比森股票价格的溢价当中的获利也已经远超其认购补流定增过程中付出的价码。

#### 4.2.2. 高额现金分红, 现金快速回流

艾比森在对特定对象丁彦辉进行补充流动性型定向增发时将该部分定向增发的用途指定为补充流动性。但与之矛盾的是, 在 2022 年 5 月 17 日大股东丁彦辉用 2.6 亿元完成补流定增认购后的两个月左右, 公司进行了 5.37 亿元的高额现金分红股利支付率高达 659.13%, 该值远高于公司当期艾比森的净利润值, 由于通过补充流动性型定向增发后, 大股东丁彦辉已经获得艾比森 34.31% 的股份, 成为艾比森的实际控制人, 在此次高额现金分红中, 丁彦辉获得了 1.84 亿元的派现, 仅短短两个月就回流了用于补流定增资金的近七成。通过对艾比森 2022 年以来的现金流量净额进行分析却发现, 虽然艾比森进行了 2.6 亿元的补充流动性型定向增发, 但是在此后的一段时期里, 艾比森投资活动现金流量净额以及筹资活动现金流量净额均为负值, 虽然经营活动现金流量净额在 2022 年出现了增长且为正值, 但是该指标的数值在 2023 年出现了 1.56 亿元的下降, 这表明艾比森的补流定增并未形成长期的补充流动性效果, 由于大额分红的出现, 导致其各项生产经营以及投资等活动依然存在现金流紧张的情况。

在 2022 年年报公布后, 艾比森于 2023 年再次以 318.06% 的高股权支付率进行了 1.09 亿的高额现金分红, 不仅再次将公司所获取的全部利润通过现金分红的形式派放出去, 甚至还分掉了公司自身的部分可以用于进行生产经营或投资活动的闲置资金。

#### 4.2.3. 发行可转债, 再次大额募资

艾比森却在两次现金分红后, 于 2023 年 11 月 17 日公告称, 其将公开发行可转债以募集不超过 5.89 亿元, 用于智能制造基地建设项目、研发中心项目以及营销服务网点建设项目的开展。在进行两次现金分红的公告中, 艾比森指出分红是在公司正常生产经营作为前提下进行的, 同时现金分红也是为了感谢各位投资者对艾比森的信任, 但是每次现金分红的过程中大股东丁彦辉以及其他几位股权相对集中的股东从现金分红中获得的现金收益却已经超过了现金分红总额的 60% 以上。通过计算不难发现, 两次现金分红的总额刚好可以覆盖此次艾比森拟公开发行可转债需要募集的资金, 且还小有盈余。若是在现金分红的过程中, 艾比森能够考虑到前期利润以及自身生产经营所需的现金流, 那么此次智能制造基地建设项目、研发中心项目以及营销服务网点建设项目的开展也能够避免走可转债发行的各项繁琐流程, 通过公司自有资金就能够将各项建设工作快速开展, 从而保证公司各项生产经营活动的流畅性。

### 5. 结论与建议

#### 5.1. 结论

本文从艾比森补充流动性型定向增发出发, 研究其此之后的两次现金分红以及拟发行可转债进行募集资金的行为, 此后从大股东掏空的迹象、大股东掏空的可能诱因、大股东掏空的条件以及大股东掏空的外在原因四方面, 将艾比森的高额现金分红行为认定为大股东掏空行为。首先, 从财务状况等方面识别出艾比森进行现金分红的条件不足, 存在大股东掏空的迹象; 其次, 从大股东的资金需求方面发现, 大股东丁彦辉认购 2.6 亿元补充流动性型定向增发后, 其从半年左右的两次高额现金分红中几乎获得了全部资金的快速回流, 能够承担其进行补流定增时除了自有资金以外所付出的大量融资成本, 这构成大股东掏空的可能诱因; 再次, 艾比森的股权结构相对集中, 治理结构相对单一, 整体上存在监管失位的情况, 这也为大股东掏空行为创造了条件; 最后, 由于证监会对现金分红的支持政策等原因在相应的监管方面尚存在一定的漏洞, 这也成为了艾比森大股东掏空的外在原因。综合上面四方面的分析, 本文认为艾比森在补流定增后进行的高额现金分红行为属于大股东掏空行为。

## 5.2. 建议

首先, 对上市公司而言, 应该做到加强公司治理结构、完善股权结构、强化内部控制和风险管理以及提高信息披露强度等工作。在公司治理结构方面, 应引入独立董事, 增强董事会的独立性和监督能力, 确保董事会的决策更加公正和透明; 在股权结构方面, 应鼓励多元化股权结构, 减少大股东的绝对控制权, 通过引入战略投资者或机构投资者, 分散股权, 降低大股东掏空的风险; 在内部控制和风险管理方面, 应建立健全内部控制体系, 确保公司资产的安全和财务报告的可靠性, 同时加强风险管理, 对大股东的资金流动进行监控, 防止其利用公司资源进行个人利益输送; 在信息披露透明度方面, 应加强对外信息披露, 确保投资者能够及时、准确地获取公司信息, 特别是关于大股东行为和公司财务状况的信息, 更应该定期发布公司治理报告, 公开公司的治理结构和运作情况, 增强市场对公司的信任。

其次, 对监管机构而言, 应该进一步优化现金分红政策并加强监管和法律制裁。在现金分红政策方面, 应制定合理的现金分红政策, 确保分红决策符合公司长期发展战略和股东利益。分红决策的确定应经过充分讨论, 并考虑公司的现金流状况、投资需求和未来发展战略; 关于监管, 证监会等监管机构应加强对上市公司大股东行为的监管, 对掏空行为进行严厉打击, 这一系列的行为都应当以完善的法律法规作为保障, 监管力度应该在大额现金分红方面进一步加大, 如重点关注现金分红前后一段时间的融资等行为, 对刚进行融资行为就大额现金分红, 或大额现金分红后因现金流不足而再次进行融资的上市公司进行严密监管。只有如此, 才能够提高对大股东掏空行为的法律制裁力度, 增加其违法成本。

最后, 对投资者而言, 应提高投资者自身保护意识。加强对投资者的教育, 提高其对公司治理和财务报告的关注度, 增强投资者自我保护能力, 鼓励投资者通过股东大会等渠道参与公司治理, 对大股东行为进行监督, 从而进一步保证公开透明的信息披露对上市公司的各项行为形成有效约束。

## 参考文献

- [1] Wruck, K.H. (1989) Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings. *Journal of Financial Economics*, 23, 3-28. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(89\)90003-2](https://doi.org/10.1016/0304-405x(89)90003-2)
- [2] 章卫东, 张洪辉, 邹斌. 政府干预、大股东资产注入: 支持抑或掏空[J]. 会计研究, 2012(8): 34-40.
- [3] 薛媛. 税收征管如何影响大股东掏空——基于内外部治理因素的分析[J]. 财会通讯, 2023(14): 70-75.
- [4] 袁淳, 刘思淼, 高雨. 大股东控制与利益输送方式选择——关联交易还是现金股利[J]. 经济管理, 2010, 32(5): 113-120.
- [5] 朱红军, 何贤杰, 陈信元. 定向增发“盛宴”背后的利益输送: 现象、理论根源与制度成因——基于驰宏锌锗的案例研究[J]. 管理世界, 2008(6): 136-147.
- [6] 王志强, 张玮婷, 林丽芳. 上市公司定向增发中的利益输送行为研究[J]. 公司治理, 2010, 13(3): 109-116, 149.
- [7] 马曙光, 黄志忠, 薛云奎. 股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策[J]. 会计研究, 2005(9): 44-50.
- [8] 史永, 李思昊. 关联交易、机构投资者异质性与股价崩盘风险研究[J]. 中国软科学, 2018(4): 123-131.
- [9] 叶康涛, 陆正飞, 张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”? [J]. 经济研究, 2007, 42(4): 101-111.
- [10] 魏明海, 黄琼宇, 程敏英. 家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J]. 管理世界, 2013(3): 133-147, 171, 188.