

控股股东股权质押与上市公司过度盈余管理

——基于森源电气的案例研究

张慧毅, 常卓恒

(天津科技大学 经济与管理学院, 天津 300222)

摘要: 股权质押为上市公司提供了快速融资途径,然而部分企业在进行股权质押的同时进行了过度盈余管理,其背后隐藏着复杂的动机与潜在风险,有待深入分析。本文以森源电气为例,深入分析了其控股股东高比例股权质押的动机,并对其偿债、营运、盈利和成长能力进行全面剖析,探讨了过度盈余管理带来的经济后果。研究发现:森源电气通过盈余管理来掩盖高比例股权质押带来了一系列经济后果,而过度盈余管理并未真正提升公司的长期发展能力,公司财务状况反而出现恶化。近年来,森源电气通过优化业务结构,减少长期项目投入,同时调整股权结构,引入国有资本,在财务上已开始展现出积极的回升迹象。本研究对我国上市公司及控股股东股权质押和盈余管理的实践具有指导意义。

关键词: 控股股东;股权质押;盈余管理;森源电气

中图分类号: F275

文献标志码: A

DOI 编码: 10.7511/JMCS20260110

0 引言

依据东方财富网统计,截至2026年1月23日,我国A股市场有2241家公司存在股权质押行为,质押总市值为3.17万亿元,占A股总市值的3.08%;其中3018笔重要股东质押比例触及平仓线(占比15.33%)。股权质押可将静态资产转化为现金,满足企业快速融资需求,且比银行贷款等方式更简便、快捷,但也存在显著风险:股权质押会加剧上市公司与投资者信息不对称,增加股价下跌风险^[1];同时会加剧两权分离,导致控股股东侵害中小股东利益,提升利益侵占风险^[2]。2020年10月,国务院在《关于进一步提高上市公司质量的意见》中明确,要有效解决上市公司关键问题,积极谨慎降低股票质押风险,严格查处资金挪用和违规担

保等行为,以推动上市公司健康发展,维护资本市场稳定与投资者利益。

股权质押作为有效融资方式,对企业盈余管理行为影响显著:质押前企业常通过盈余管理提升股份价值,以获取更高额资金支持,控股股东也可能借此影响股价、满足贷款条件或增加贷款额度^[3]。随着我国资本市场发展,上市公司股权质押规模扩大,股价波动带来平仓风险,促使大股东通过盈余管理调整财务表现、稳定股价^[4]。但过度盈余管理本质是利润操纵,会损害中小投资者、债权人等多方利益相关者权益,不利于公司长远发展。

控股股东股权质押比率较高的公司,更易出现应计盈余管理与真实盈余管理两类盈余操纵行为^[5]。股权质押融得资金若运营效率低、现金流持续不足,大股东将面临违约风险,可能直接

收稿日期:2024-05-10

基金项目:天津市哲学社会科学规划智库专项委托项目“加快推动我市国有企业分拆上市的建议”(TJSCJH24-051)

作者简介:张慧毅,女,河北衡水人,天津科技大学经济与管理学院教授,博士,主要研究方向为产业发展与投融资;常卓恒,通讯作者,女,河南商丘人,天津科技大学经济与管理学院硕士研究生,主要研究方向为股权质押, E-mail: wdnzbhh@163.com。

丧失公司控制权;为应对该风险,公司更倾向通过盈余管理稳定股价,但此举会导致企业财务报表反映的财务状况与经营成果失真,因此研究大股东股权质押下的盈余管理行为具有重要意义^[6]。

基于此,本文梳理股权质押与过度盈余管理相关研究后,选取河南森源电气股份有限公司(简称森源电气),分析其大比例股权质押动机,揭示潜在问题与风险,并讨论其经济后果。森源电气为避免强行平仓风险实施盈余管理行为,通过研究发现:一是近年频繁陷入爆仓危机,通过盈余管理粉饰报表、稳定股价以避免控制权转移;二是原控股股东为持续获取资金不断质押股权,连续质押需稳定股价支撑且引发投资者关注,故倾向用盈余管理美化会计数据、保障质押物价值;三是盈余管理无法根本改变企业财务状况走低的现实,且过度盈余管理会增加法律、财务等风险,一旦被发现,公司将面临监管处罚或投资者诉讼,造成巨大损失。因此,股权质押下的盈余管理需通过有效监管加以控制,以促进公司健康、可持续发展。

1 文献综述

股权质押是债务融资形式,资金需求方(出质人)将公司股份作为担保物押给银行、证券公司等金融投资机构(质权人)换资金。在约定期限内,出质人按合同还贷,还款后解除股份质押。控股股东进行股权质押是因资金需求,质押后,股东仍享有原股东权利,法律上被质押股权仍归原持股人,大股东仍有投票、表决及收益权等。大股东通过股权质押可将静态资产转化为动态现金带来效益,但抵押股票价格跌至平仓水平时,质权人需及时补充额外保证金。

美国会计学家 William · K · Scott 在其所著《Financial Accounting Theory》一书中认为,盈余管理是指在公认会计准则(GAAP)允许的范围内,通过对会计政策的选择使经营者自身利益或企业市场价值达到最大化的行为。美国会计学家 Kathehne SchipPer 在“Commentary on Earnings”一文中认为,盈余管理本质上属于企业管理者通过刻意操控对外财务报告的生成过程,旨在谋取特定私人利益的“披露管理”行为。总体而言,盈余管理是企业管理层在遵守会计准则基础上,运用会计技巧或安排实际

交易调整企业会计信息,以实现企业价值或管理者利益最大化。该策略优化财务报告的呈现,让公开财务数据更贴近企业目标。但过度盈余管理会使企业关注短期利益、忽视长期目标,可能采取削减研发支出或忽视环境责任等短视策略提高短期利润。

1.1 上市公司大股东高比例股权质押的后果

徐慧等^[7]认为,上市公司控股股东可能借控制权转移股权质押资金,引发控制权变更及公司资产被掏空风险。赵开琴等^[8]以“东方雨虹”为例分析控股股东股权质押影响路径,发现共享收益大于私人收益时,大股东高比例质押资金更倾向流入上市公司以获更高回报。苏治等^[9]认为,控股股东股权质押主要是为私人产业筹资,私用型质押会增加股价下跌风险,且更大程度操纵公司信息披露。郑国坚等^[10]认为,股权质押可能导致内部控制问题,股东为自身利益或干预公司经营决策,影响经营绩效与内部控制。

1.2 股权质押背景下盈余管理动机

田力^[11]发现短视管理者倾向真实盈余管理,体现为自利动机。王丹^[12]以 H 公司为例研究盈余管理动机,认为企业连续亏损影响管理者薪资与晋升,促使其实施盈余管理实现个人利益最大化。鲁银梭等^[13]认为大比例频繁股权质押加剧风险、助长投机氛围,虽能短期稳定股价,但无法实质改善长期经营业绩。王东岭等^[14]指出相对非机会主义盈余管理,企业管理层为个人利益会采取更多机会主义盈余管理行为,潜在提升股价下跌风险。李石新等^[15]通过分析新纶科技盈余管理手段及后果,得出企业盈余管理动机包括美化财报吸引投资、节约交易成本和避免被 ST。

1.3 股权质押后过度盈余管理的经济后果

洪荳等^[16]发现,公司盈余管理会随时间推移演变为财务舞弊。王新红等^[17]认为控股股东质押程度越高,企业应计盈余管理程度越低、真实盈余管理程度越高,可能增大财务风险。田力^[11]发现管理者短视主义下盈余管理程度更强,多为满足私利,会降低会计信息质量。陈共荣等^[18]分析 2004—2014 年进行股权质押的沪深 A 股上市公司,发现股权质押后公司普遍有盈余管理倾向,且逐渐由应计盈余管理转向真实盈余管理,在民营企业更明显。李姝等^[19]

实证表明,大股东股权质押期间,企业真实和应计盈余管理均显著增强,真实盈余管理主要通过减少自由裁量性费用和操控生产过程实现。Ogunleti 等^[20]认为实际收益管理变得更加普遍,检测形式日益先进,不同制度环境下各种治理机制的表现也有所不同。Yin 等^[21]基于 2008—2024 年中国 A 股非金融类上市公司的面板数据,实证结果表明,董事会独立性显著抑制了企业的盈余操纵行为,体现了其在治理结构中的监督效力。

2 研究框架与研究设计

2.1 研究框架

过往研究表明,上市公司股权质押后常存在盈余管理行为,会加剧企业财务风险。现有

成果多依赖实证分析,缺乏理论与案例研究,难以深入剖析二者关联。此外,大比例股权质押下的过度盈余管理易引发财务风险、招致监管部门处罚,但现有研究多聚焦表层关系,对该行为的具体后果探讨不足,难以为政策制定提供有效参考。

基于此,本文整合股权质押与盈余管理相关研究,搭建了图 1 的研究框架。在梳理文献后,从民营企业连续大比例股权质押对公司前景的影响、股权质押后过度盈余管理的经济后果两方面梳理理论逻辑;同时探究森源电气控股股东森源集团的质押资金去向,分析大比例股权质押的经济后果,并结合公司财报研判盈余操作的风险与影响,为监管部门和投资者提供参考建议。

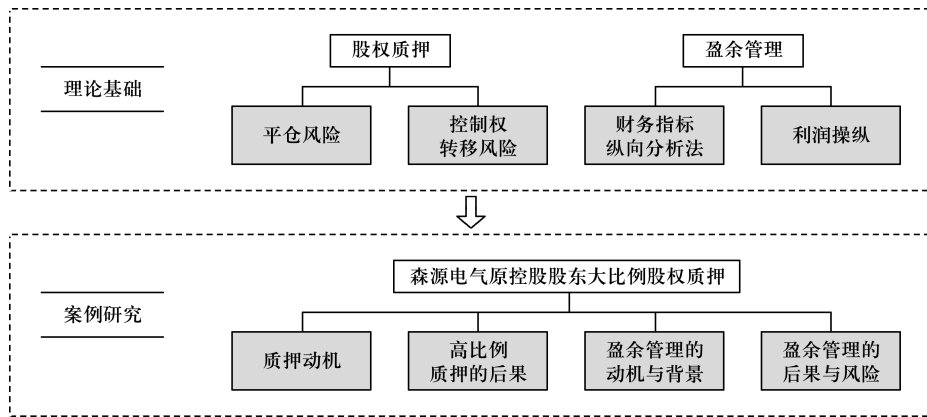


图 1 研究框架

Fig. 1 Research framework

2.2 研究方法 with 案例选择

本文采用案例研究法与财务指标纵向分析法,研究森源电气原控股股东大比例股权质押后盈余管理的经济后果。现有相关研究多缺动态视角、偏静态分析,部分研究主观性强、缺乏客观数据与案例支撑。本文基于民营企业股权质押融资的普遍背景,选取典型案例,结合财务指标分析法剖析其盈余管理后的财务与经营状况,以深化股权质押与盈余管理经济后果的研究。

选定森源电气为案例,理由在于:其一,其原控股股东森源集团 2014 年起大比例质押股权,质押市值逐年走低且临近爆仓,存在盈余管理稳股价、保控制权的动机;其二,为持续质押

融资,森源集团需美化财务数据以稳定质押物价值;其三,其过度盈余管理引发利润操纵,损害了公司价值与中小股东权益,还导致企业忽视长期发展、降低财务信息质量,既可能侵害信息使用者利益,也扰乱社会资源优化配置。

2.3 数据来源与案例分析设计

本案例研究数据与资料取自森源电气公开年报、公告及 CSMAR 数据库,先梳理公司发展历程与原控股股东股权质押的基本情况,再剖析其股权质押的动机与资金流向;随后结合财务报表,从偿债、营运、盈利和成长能力四方面探究股权质押下盈余管理的后果并总结企业风险;最后根据研究结果,向公司内部及监管部门提出相关建议。案例分析设计如图 2 所示。

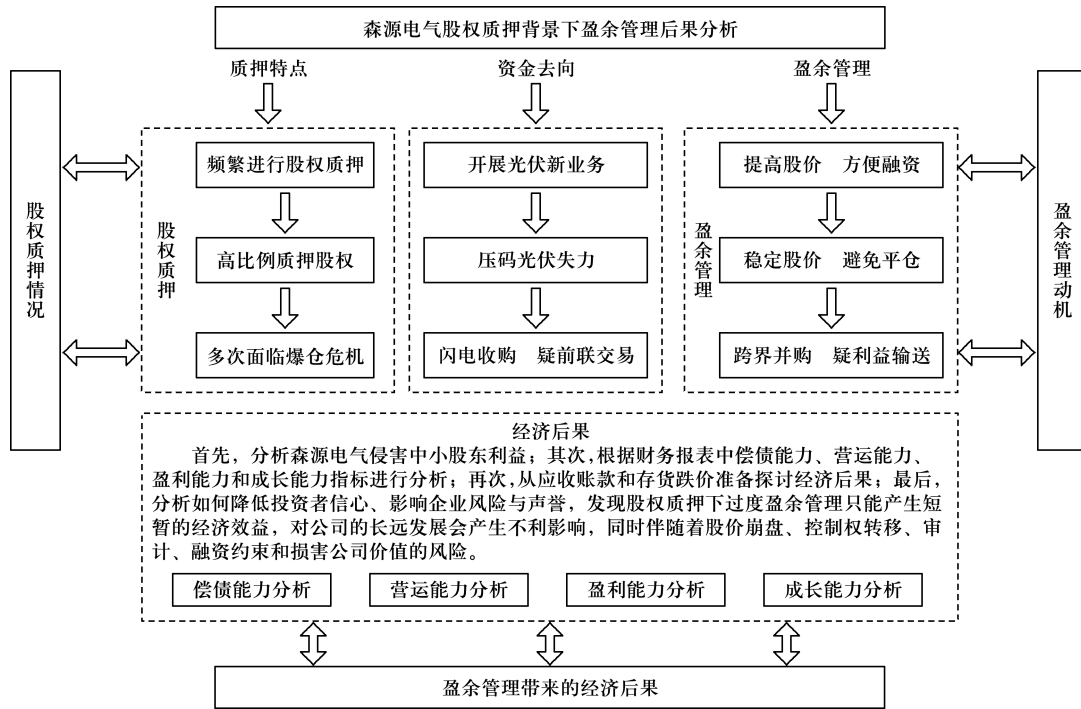


图 2 案例分析设计

Fig. 2 The design of the case analysis

3 案例概况

3.1 森源电气简介

森源电气(股票代码:002358)1992年成
立、2010年在深交所上市,是河南重点智能制
造标杆企业与国家高新技术企业。公司主营输
配电设备、机器人装备等智能制造业务,兼营新
能源 EPC 总包与环卫服务,在电力和新能源行
业地位突出。其以“机制创新引人才、人才研发
新品、新品开拓市场”为策略,吸纳多名院士等
高端人才,搭建了优秀技术研发团队。森源电
气上市后(2010—2022年)历年营业收入和扣
非净利润如图 3 所示,森源电气上市后的净利
润表现存在一定波动,上市初期的 8 年间,其营
业收入和净利润分别增长超 6 倍与 5 倍。不过
2018 年至 2021 年期间净利润出现“断崖式”下
跌,2020 年与 2021 年净利润均为负,两年累计
亏损超 15 亿元。2022 年,公司营收达 24.07 亿
元,较 2021 年增加近 7 亿元;扣非净利润为
1 161 万元,扭亏为盈。

3.2 所处行业状况

3.2.1 电力设备行业基本情况

森源电气身处电力设备制造业,业务涉及

智能电网、新能源及智能制造领域。该行业发
展迅速、需求增长,但竞争激烈且需突破技术创
新瓶颈,其细分领域均依托政策与行业趋势具
备良好前景;智能电网受益于电网建设投入,新
能源设备市场靠政策扶持扩容,智能制造装备
则随“工业 4.0”推广迎来机遇。总体而言,该行
业前景广阔,但竞争压力和挑战较大。2023 年
上半年,电力设备行业整体业绩增长,增速下
滑,细分板块分化,上半年营业收入总计
16 216.3 亿元,同比增长 22.0%,归母净利润
1 377.4 亿元,同比增长 20.9%;其中第二季度
营业收入 8 597.7 亿元,同比增长 27.5%,归母
净利润 705.4 亿元,较去年同期增长 4.8%。

3.2.2 民营企业融资困难

“去杠杆”政策推动货币与债券市场利率上
升,加大了民营企业融资难度。民营企业存在
规模小、经营风险高、资金结构不合理等问题,
叠加银企信息不对称,银行放贷审批趋严;初
创阶段和成长阶段的民企还因缺乏抵押物难以
满足银行要求。同时,行业竞争压缩利润空间、
削弱偿债能力,进一步推高贷款难度。而股权
质押灵活、快捷的优势成为民企融资优选,可
让股东在获取流动资金的同时保留企业控制权。

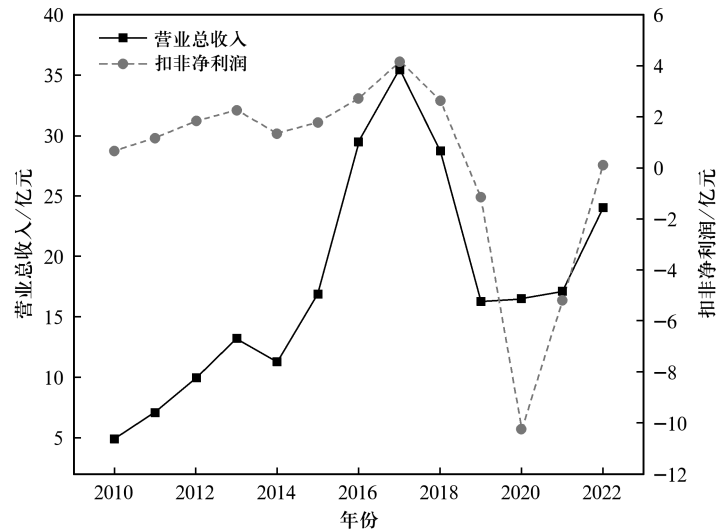


图3 森源电气上市后(2010—2022年)历年营业收入和扣非净利润

Fig. 3 The operating revenue and net profit of Senyuan Electric after listing (2010—2022)

3.3 股权结构与内部治理情况

森源电气上市后股权变更频繁,在2022年6月末,前三大股东为C先生、森源集团、中原金象,股权分散且C先生为实控人;而此前股权结构更集中,森源集团、C先生、隆源投资为前三大股东且持股比例均超10%。

受流动性紧张影响,原控股股东质押股份面临平仓,控制权稳定性受到挑战。2019年11月,C先生及其一致行动人向中原金象相关基金转让5.67%股份;2023年3月公司控股股东变更为宏森源,实控人变为河南省财政厅,国资合计持股18.16%,此举有效优化了股权结构、降低了质押风险。截至2023年9月末,前十大流通股东累计持股40.78%,其中中国资背景股东合计持股超21%。

森源电气曾因内控缺陷被出具否定意见并被实施风险警示,2023年3月撤销警示恢复正常交易,但内控质量仍存疑。原控股股东频繁大比例质押股权引发控制权与股权结构变动,叠加内控缺陷,使得公司存在盈余管理的动机。

3.4 股权质押情况

森源电气所属行业为电气机械及器材制造业。从2014年开始,森源电气原控股股东森源集团开始频繁质押股权,根据国泰安的数据,2015年到2019年期间,每年质押比例超过40%,质押市值在不断降低,在2019年被迫平仓十几次;2020年森源电气股票5次被冻结;

2023年12月16日,收到监管部门的处罚决定。

3.4.1 频繁质押股权

森源电气原控股股东自上市后第2年(2011年)起开展股权质押。2011年10月17日,森源集团将25 000 000股限售股(占公司股份总数14.53%)质押给中诚信托;12月12日,森源集团及河南隆源投资有限公司进一步质押股份,分别向华宝信托质押了占公司总股本14.24%和13.08%的股份。此后,森源电气大股东开启连续质押行为,2014—2019年连续质押6年,每年质押次数均超20次。2015—2019年森源电气股权质押情况见表1。

3.4.2 大比例股权质押

截至2020年11月,原控股股东森源集团及其一致行动人河南隆源投资有限公司和实控人C先生已质押大部分公司股份。隆源投资及其一致行动人共持有公司股份311 199 560股,占总股本33.47%,其中99.96%的股份(即311 084 764股)已质押,占公司总股本33.46%,这种高比例股份质押可能影响公司治理和财务稳定性。2019年森源电气三大股东股权质押情况见表2,2019年是森源电气股权质押比例最大的一年。

3.4.3 多次面临爆仓危机

2011—2019年森源电气91次质押中,76次触及平仓线;若股价跌破借款警戒线且无法补充足够资金质押,质权方将强制平仓,出售

表1 2015—2019年森源电气股权质押情况

Tab.1 The equity pledge situation of Senyuan Electric from 2015 to 2019

年份	股权质押次数	质押比例/%	质押市值/亿元
2015	25	50.35	73.91
2016	42	41.71	74.37
2017	21	42.62	58.89
2018	27	41.50	52.86
2019	22	42.73	28.63

数据来源:国泰安数据库。

表2 2019年森源电气三大股东股权质押情况

Tab.2 Equity pledge of the three major shareholders of Senyuan Electric in 2019

三大股东	质押股数	占持股比例/%	占总股比例/%
C先生	1.171亿	99.99	12.59
河南森源集团有限公司	1.956亿	99.99	21.04
河南隆源投资有限公司	8459万	93.54	9.10

数据来源:国泰安数据库。

质押股票收回借款。

2015年6月15日,森源电气收到河南省证监局问询函,被问询2014年年报问题。其一是主营业务部分期末库存量存在问题,森源电气以“工作失误”搪塞;其二是公司报表中产品成本数据未匹配,其解释是两部分产品成本统计口径不一致所致。收到问询函后,森源电气股价从68.9元跌至31.1元。2018年第三季度,其股价再次下跌,且年末应收账款比例极高,企业现金流紧张。

受股价持续下跌影响,2020年森源电气发生3次股票质押纠纷。自2020年起,其质押股票多次遭司法拍卖,森源集团多次被纳入失信被执行人名单,执行标的总额达35.8亿元,其中31.7亿元为执行金额。森源电气原大股东控制权因爆仓危机受威胁,2019—2022年,森源集团、C先生和隆源投资三大股东累计减持股份17.62%,面临控制权转移风险。表3显示了2022—2023年森源电气三大股东的变化情况。

表3 2022—2023年森源电气三大股东变化情况

Tab.3 Changes of the three major shareholders of Senyuan Electric from 2022 to 2023

统计日期	三大股东及持股比例情况		
2022年12月31日	C先生(29.91%)	中原金象投资管理有限公司(13.82%)	华金证券(13.14%)
2023年3月31日	河南宏森融源(31.93%)	中原金象投资管理有限公司(14.48%)	华金证券(14.05%)

资料来源:东方财富网。

4 案例分析

4.1 股权质押动因及资金用途

4.1.1 政策激励下的新能源领域扩张

森源电气股权质押的主要动机为筹措运营资金与补充质押,其发展前期的质押资金则多

用于新能源行业投资。2014年国内出台多项新能源扶持政策,明确可再生资源发展模式并推进分布式光伏并网,向民企释放了市场扩容信号,促使森源电气计划通过股权质押融资布局新能源领域。

2014年森源电气公告拟斥资约18.81亿元建设兰考光伏电站项目,同期原大股东C先生及森源集团合计质押股权融资约10亿元;且公司当年短期借款增至9.45亿元,较上年增长90%,系控股股东财务资助所致。由此可见,其早期股权质押的核心目的是为新能源业务发展筹措资金。

4.1.2 新能源转型中的融资缺口困境

森源电气发展早期,股权质押主要用于融资开展新业务,仅考虑投资项目当前开支,忽略新项目需持续现金投入。随着新技术迭代,为了保持产品竞争力,新业务拓展使固定资产投资和研发开支持续增加。同时,原有业务竞争激烈,市场规模缩减、毛利率降低,盈利无法补充新能源业务现金流。此外,森源电气对自身业务认知不清,2015年3月23日,兰考光伏发电站项目因涉嫌未批先建被黄河水利委员会叫停,次日公司临时停牌。并且,新能源业务订单多以应收账款支付且账龄长,减值损失增加。显然,森源电气无法自给自足补充新业务现金流,因此有较强动机提高股权质押比例来获取资金维持企业运营和发展。

4.1.3 跨界并购

2019年半年报显示,因光伏政策变动,森源电气选择性放弃部分光伏及照明领域订单以降低负面影响。这一战略调整显著冲击公司营收和净利润,大量订单取消使生产采购减少、产能闲置率提高,从经营性现金流净增加可反映出来。具体来看,2019年上半年营收同比降51.63%,净利润同比降82.42%,业绩急剧下滑。面对业务瓶颈和财务恶化,森源电气宣布用5.52亿元现金收购关联方环保资产,进入环保行业寻求新增长点。然而,目标并购公司森源城市环境业务与森源电气现有业务关联度低,营收质量在同行业中不突出。在森源电气有资金压力背景下,收购现金流不佳的关联公司,引发市场对涉及关联方交易、损害中小股东利益的疑虑。

4.2 盈余管理的动机与背景

4.2.1 市场与政策环境变化

受国家新能源政策,特别是光伏产业政策变动影响,森源电气面临市场萎缩、资金回收周

期拉长困境,强化了其通过盈余管理维持财务表现的意愿。政策调整使政府对光伏项目补贴减少,直接影响公司项目收益和利润率,为维持财务报表吸引力,公司可能需进行盈余管理。

政策调整对森源电气多方面有影响。一是使光伏行业门槛提高,森源电气需加大技术创新和产品升级力度以保持竞争力;二是补贴减少影响项目收益和利润率,公司要应对市场竞争加剧挑战,可能面临价格战和利润压缩风险,或采用盈余管理手段优化指标,维持投资者信心和竞争力;三是可能影响资金回收周期,补贴减少和市场萎缩或使资金回收周期变长、现金流压力增加,公司可能调整应收账款和存货估值改善现金流。

综上所述,国家新能源政策调整影响了森源电气的财务表现和市场竞争力,公司可能采取盈余管理措施优化报表、维持地位。但需平衡短期利益与长期风险,确保财务策略可持续与合规。

4.2.2 股权质押压力

森源电气控股股东在国家新能源及光伏产业政策调整下,承受巨大市场和财务压力。政策调整使政府对光伏项目补贴减少,影响公司收益和利润率。为维持股价、避免质押股份被平仓,控股股东有动机通过盈余管理调整财报,让公司财务状况看似更健康。股价下跌威胁质押股份安全,关乎控股股东个人财富与公司控制权,因此其有抬高股价动机以维护自身利益。盈余管理成为控股股东应对市场与政策变化、保护个人利益的重要工具,借此向市场传递公司运营良好信号,吸引投资者、提高市场信心,支撑或提升股价。然而,该策略可能因财务报表表述不准确,给公司长期发展带来风险,影响公司信誉和市场评价。

4.2.3 市场信心维持

经济不确定性增加时,市场对公司的信心至关重要。森源电气作为光伏企业,业绩与股价易受政策和市场波动影响。为稳固市场预期、避免股价大幅波动,森源电气可能采用盈余管理手段修饰财报,使财务状况看似更佳。如此,可在政策和市场需求变化时释放积极信号,降低融资成本,提升公司形象。特别是在收购

或投资新项目后,盈余管理能契合市场预期,避免业绩不达标带来的负面效应,展示公司发展信心,增强投资者对长期增长潜力的信心,保持股价相对稳定。此外,盈余管理还可能涉及变更研发费用等,以适应市场和政策环境。不过,盈余管理必须谨慎执行,确保不误导投资者,遵守准则法规,避免造成长期负面影响。

4.2.4 应收账款与存货减值计提

截至2023年12月31日,森源电气应收账款账面余额43.20亿元,信用损失准备12.64亿元。因其应收账款占总资产比例高、周转率低,存在回收风险和流动性压力,深交所要求公司分析相关问题,说明大额应收账款长期未收回的原因。同日,公司存货账面余额6.06亿元,跌价准备1.65亿元。年终盘点时,公司对存货清查评估,测算需要计提本期存货跌价准备114.35万元,表明公司对存货可变现净值评估并计提跌价准备。监管机构关注公司应收账款和存货减值准备计提情况,要求说明计提依据、

合理性及是否存在前期业绩虚假或调节利润的情形。这表明公司资产减值评估行为可能遭监管部门质疑,过度盈余管理或通过调整准备计提影响利润报告。比如,为报更高利润,公司可能低估或延迟计提准备以减少当期费用、提高利润。森源电气应收账款和存货账面余额高,其准备计提涉及管理层重大估计与判断,可能与过度盈余管理有关。

4.3 过度盈余管理的经济后果分析

4.3.1 跨界收购与深交所质询

根据东方财富网信息,2019年,原大股东股权质押比例接近100%(图4),森源电气收购与主营业务无关的森源城市环境服务有限公司(简称森源城市环境),且该公司2018年应收账款增加5108万元。同时,森源城市环境实际控制人是森源电气当时的大股东。诸多疑点令市场怀疑森源电气原大股东存在转移资金意向,损害中小股东利益。

证券代码:002358

证券简称:森源电气

公告编号:2019-061

河南森源电气股份有限公司 关于收购河南森源城市环境科技服务有限公司100%股权 暨关联交易的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

特别提示:

- 1、本次收购是公司拟支付现金购买河南森源集团有限公司和河南森源重工有限公司持有的河南森源城市环境科技服务有限公司100%股权。
- 2、本次收购事项构成关联交易,但不属于《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。
- 3、本次收购事项尚需提交公司2019年第二次临时股东大会审议。

图4 关于森源电气收购森源城市环境的公告

Fig. 4 The announcement on Senyuan Electric's acquisition of Senyuan Urban Environment

2019年9月27日,森源电气收到深圳证券交易所《关注函》,聚焦其收购森源城市环境事项质询。深交所提出核心问题,其一是要求森源电气解释在缺乏相关产业运营经验下收购的动机、合理性和必要性,以了解公司战略规划和决策依据、保障投资者利益;其二是关注收购高溢价性质,结合控股股东资金状况及股份质

押情况,要求公司说明高溢价收购是否涉及利益输送、是否损害上市公司及中小股东利益,体现对投资者权益的保护。针对深交所质询,森源电气做出回应,但市场疑虑未消。一方面,公司近年收入和利润下降、资金链紧张,让投资者担忧其财务健康;另一方面,此次收购高溢价且公司缺乏相关产业经验,使市场怀疑存在不当

利益输送行为。

4.3.2 财务报表层面分析

(1) 偿债能力分析

控股股东质押股权可获取资金,上市公司控制权与现金流权分离,可能使控股股东产生掏空公司资产以谋私利的动机,控股股东财务压力增大时表现可能更突出。原大股东股权质

押后,森源电气短期偿债能力不稳定。2011—2020年森源电气的偿债能力指标见表4。2014—2015年流动比率与速动比率走低,表明短期偿债能力减弱、资金链趋紧;2017年至2019年,大股东高比例频繁质押,流动比率和速动比率持续下降,暴露财务脆弱性。

表4 2011—2020年森源电气的偿债能力指标

Tab. 4 The solvency index of Senyuan Electric from 2011 to 2020

年份	流动比率	速动比率	现金流量比率	资产负债率	产权比率	利息保障倍数
2011	2.44	2.20	0.12	33.54%	0.50	11.84
2012	2.06	1.53	-0.15	34.07%	0.52	11.81
2013	2.56	2.04	0.03	32.55%	0.48	12.35
2014	1.74	1.41	-0.03	45.39%	0.83	12.97
2015	1.45	1.06	0.01	52.50%	1.11	3.98
2016	2.20	1.90	0.12	39.28%	0.65	6.57
2017	1.92	1.73	-0.05	42.72%	0.75	15.68
2018	1.57	1.42	-0.18	46.42%	0.87	4.14
2019	1.43	1.19	0.39	43.74%	0.78	1.15
2020	1.18	0.97	-0.15	49.60%	0.98	-8.03

资料来源:东方财富网。

现金流量比率越高,企业的偿债能力越强。2011—2020年,森源电气现金流量比率半数时间为负,这表明公司日常经营现金流难覆盖债务偿还需求,且存在现金流断裂的系统性风险,从财务角度揭示了股权质押可能对公司过度负债水平产生深远影响,以及对公司财务稳定性和持续经营能力构成潜在威胁。

股权质押频繁深刻影响森源电气财务稳健性。2015年,股权质押活动加剧,公司利息保障倍数显著下降,支付利息费用能力与长期偿债能力减弱。2019年,股权质押比例达高峰,利息保障倍数降至历史最低点,凸显财务困难,暴露债务持续期可能的流动性紧张。该年度利润总额下滑,或为利息保障倍数走低主因,利润大幅波动或源于业绩变化,或因盈余管理。2017年,森源电气获较多政府补助,利息保障倍数创股权质押高发期最高值,或反映其实施

盈余管理缓解财务指标恶化。

然而,盈余管理的临时性调整未根本解决公司财务问题。原大股东频繁股权质押前,森源电气的短期、长期偿债能力较稳定;但2015年股权质押频繁后,公司偿债能力波动,盈余管理效用降低,难以维持偿债能力。这一系列事件表明,频繁股权质押可能威胁公司财务健康与持续经营能力,也揭示了公司治理和财务透明度方面的潜在缺陷。

(2) 营运能力分析

选取总资产周转率、存货周转率和应收账款周转率三个指标分析森源电气的营运能力,从表5和图5的财务指标及其变化趋势来看,其营运能力相对较弱。

总资产周转率是衡量企业资产运营效率的核心财务指标,反映企业利用总资产创造销售收入的能力。自2011年股权质押后,森源电气

表5 2011—2020年森源电气的营运能力指标

Tab. 5 The operation capability index of Senyuan Electric from 2011 to 2020

年份	总资产周转率/次	存货周转率/次	应收账款周转率/次
2011	0.53	4.54	3.09
2012	0.60	2.90	2.47
2013	0.57	2.16	1.96
2014	0.34	1.36	0.95
2015	0.40	1.56	1.05
2016	0.49	2.58	1.44
2017	0.44	3.49	1.19
2018	0.32	2.84	0.73
2019	0.18	1.53	0.46
2020	0.22	1.73	0.66

资料来源:东方财富网。

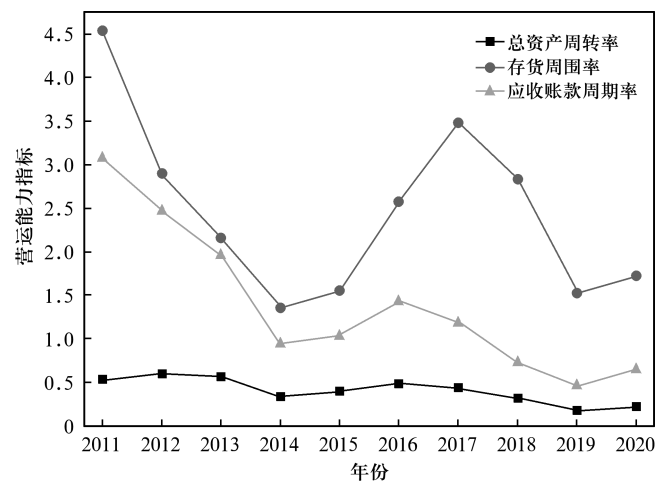


图5 2011—2020年森源电气的营运能力指标变化趋势

Fig. 5 The trend of operation capability index of Senyuan Electric from 2011 to 2020

总资产周转率一直处于低位,说明公司资产运用效率低,可能存在资源浪费和成本管控不力问题,威胁长期竞争力和市场地位。另外,存货周转率和应收账款周转率是评估企业流动性与账款回收效率的关键指标,2014—2015年这两项指标下降。2019年股权质押比例高,森源电气总资产周转率和存货周转率降至历史低点。该年度的年报显示,公司应收账款账面价值达28.12亿元,占资产总额34.84%,应收账款周转率仅0.464,同比降43.33%,凸显存货变现和账款回收面临严峻挑战。

股权质押的资金压力或为运营效率指标下

滑的主因:资金紧张会促使公司缩减存货投入、放宽信用政策以缓解流动性,这既降低存货与应收账款周转率,还会损害声誉和投资者信心,长期拖累销售与回款;而质押后的盈余管理仅能短期美化报表,无法从根本上改善经营状况、解决运营效率偏低的问题。

(3) 成长能力分析

营业总收入同比增长率是反映企业销售增长和市场扩张能力的重要指标。在股权质押前期,该指标虽呈递减趋势,但仍保持在30%以上,表明公司市场拓展和业务发展有积极进展,市场份额持续扩大。不过,2014年、2018年及

2019年该指标转为负值,尤其2019年股权质押比例极大,下降趋势更显著,反映出公司业务发展受阻,市场竞争力受损。

总资产增长率反映企业资产扩张速度与财务健康状况。森源电气该指标于2016年达峰值,若依赖债务融资会加剧财务风险;2017年起增速放缓,2018—2020年转负,股权质押未达预期,反而加重财务与运营风险。扣非净利润增长率衡量主营业务盈利能力,关乎可持续发展。公司2011年起开展股权质押后,该指标开始大幅下滑,2014年骤降;2015—2017年虽有回升,但2018—2020年再度负增长,盈利能

力未获有效提升,反而持续恶化。

所有者权益增长率是衡量森源电气资本积累与股东权益增长的关键指标,对评估公司财务状况意义重大。据2011—2020年森源电气成长能力指标(表6),该指标波动剧烈,2016年所有者权益增长率达峰值106.66%,2019年骤降至-12.19%,既体现公司资本积累与股东权益增长的起伏,也反映其财务状况不稳定。所有者权益增长过快,可能增加企业财务风险与经营压力;若为负值,表明企业资本积累能力下降,同样意味着财务风险增加。高比例股权质押叠加盈利不佳,还会间接影响该指标变动。

表6 2011—2020年森源电气的成长能力指标

Tab.6 The growth ability index of Senyuan Electric from 2011 to 2020

年份	营业总收入同比增长率/%	总资产增长率/%	扣非净利润同比增长率/%	所有者权益增长率/%
2011	45.25	22.69	71.74	13.42
2012	39.76	17.12	56.62	16.16
2013	32.93	55.26	23.99	58.84
2014	-14.71	37.24	-41.30	11.13
2015	50.19	19.56	33.51	4.00
2016	74.72	61.68	53.33	106.66
2017	20.28	14.33	51.65	7.85
2018	-19.09	-8.70	-35.40	3.00
2019	-43.39	-16.38	-144.01	-12.19
2020	1.42	-12.85	-774.22	-21.93

资料来源:东方财富网。

可见,随着股权质押比例提高,即便运用盈余管理手段,也难给公司盈利带来持续正向收益。

(4) 盈利能力分析

总资产收益率指企业每单位总资产获取的净利润,该指标越高,企业盈利能力越强、每单位资产产生的净利润也越高。财务分析中,总资产收益率常与股权质押等指标配合,以全面评估企业财务状况和经营绩效。股权质押会通过影响企业资金状况、运营效率和投资者信心等方式,间接降低总资产收益率。表7和图6的盈利能力指标及其变化趋势显示,森源电气

股权质押初期,总资产收益率优于后期;随着质押比例上升而下降,2019年质押比例最高时降至0.15,同期净资产收益率为0.18、净利率为0.83,可见高比例股权质押对企业盈利能力负面影响显著。此外,股权质押后期毛利率也呈波动态势。

短期来看,盈余管理等会计手段可暂时提升盈利能力,但长期无法增强企业实际运营与竞争优势。因此,股权质押及相关盈余管理需审慎处理,应聚焦提升运营效率与市场竞争力,稳固盈利水平,保障长期财务稳健与可持续发展。

表7 2011—2020年森源电气的盈利能力指标
Tab.7 The profitability index of Senyuan Electric from 2011 to 2020

年份	总资产收益率/%	净资产收益率/%	毛利率/%	净利率/%
2011	9.68	13.94	33.14	18.39
2012	11.70	17.92	36.23	19.47
2013	11.51	20.09	38.07	20.22
2014	7.99	15.51	39.89	23.75
2015	4.05	8.59	33.73	10.18
2016	5.24	10.88	24.32	10.73
2017	5.49	9.25	24.38	12.40
2018	3.37	6.13	32.83	10.68
2019	0.15	0.18	28.66	0.83
2020	-13.07	-24.49	17.62	-59.85

资料来源:东方财富网。

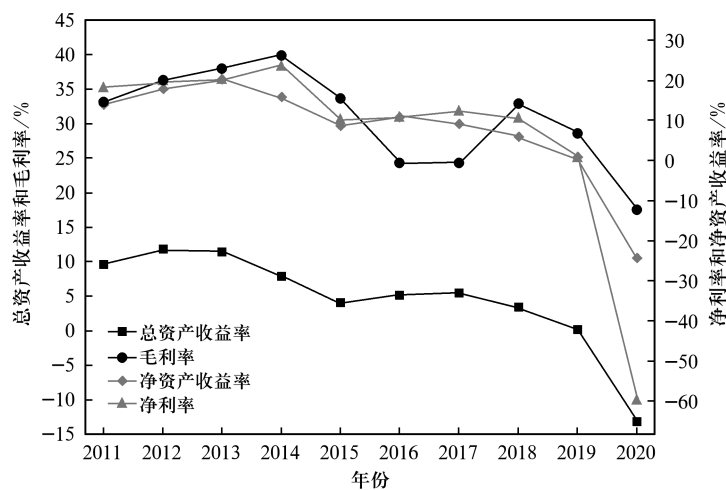


图6 2011—2020年森源电气的盈利能力指标变化趋势

Fig.6 The trend of profitability index of Senyuan Electric from 2011 to 2020

4.3.3 过度盈余管理与投资者信心的裂痕

过度盈余管理会削弱投资者信任,上市公司股权质押常用的真实盈余管理虽短期应对质押风险,却会长期降低信息质量、损害公司价值与中小股东权益。森源电气前任控股股东曾因操纵股票被罚,虽公司声称与自身及现控股股东无关,但该事件仍暴露其治理与内控存在潜在问题,可能打击投资者信心。

国资入股森源电气后,森源电气称宏森融源入股是基于对公司未来发展前景有信心,认

同公司经营理念与发展战略,同时为提升投资者信心、维护中小股东利益。这表明,国资入股在一定程度上是为增强投资者信心,对抗过度盈余管理可能带来的负面影响。

4.4 股权质押下盈余管理潜在风险分析

股权质押作为债务融资担保方式,会推高企业财务杠杆、诱发潜在财务风险。控股股东开始质押后,为避免失权及缓解追加担保压力,易产生盈余管理与积极市值管理动机,还可能将资金投向高风险项目或改变用途,进一步加

剧财务风险。

4.4.1 股价下跌风险

股权质押虽为控股股东提供快速融资渠道,但可能诱发其通过盈余管理稳定股价以规避质押风险。短期来看,盈余管理或能支撑股价、稳定市场预期,但过度或不当使用会适得其反:若市场识破财务美化行径,将损害投资者信任,引发股票抛售与股价大幅下挫;长期依赖该手段而不提升经营效率与盈利能力,一旦真相揭露或市场存疑,股价可能剧烈调整;若公司凭借虚报信息融资扩张却未达预期业绩,还会加剧经营风险、损害内在价值,触发投资者恐慌,进一步增加股价下跌风险。

4.4.2 控制权转移风险

股权质押下股价持续下跌可能触发警戒线,若控股股东流动性不足无法追加担保或赎回股权,将面临控制权丧失风险,进而影响业务发展;管理层为稳定股价实施的盈余管理,虽短期掩盖问题,但会加剧经营不稳定、推高控制权转移风险。此外,盈余管理若被揭露,会引发法律诉讼、监管审查,违法者将面临罚款等后果,消耗资源并损害声誉与财务状况,进一步加剧控制权不稳定。

4.4.3 审计风险

股权质押相关的盈余管理(如调节收入确认、操控成本费用等)会降低财务报告的真实性与可信度,增加审计难度;让审计人员难以判断企业真实财务水平,易引发审计风险;会掩盖业务实质,导致整体风险评估偏差;关联交易类盈余管理由于隐蔽性强、证据获取难,会提高审计成本与风险发生概率。

4.4.4 融资约束风险

盈余管理通过加剧信息不对称、推高信息风险、影响审计意见等,引发融资约束风险:盈余管理会导致财务信息失真,增加投资者评估难度,促使投资者要求更高收益补偿,推高企业融资成本;同时,盈余管理带来的信息风险会削弱投资者信任、减少投资,加剧融资约束。尽管标准审计意见可部分缓解该影响,但难以完全消除投资者担忧,若审计师出具保留或批评意见,将进一步加重融资约束。

4.5 脱胎换骨,重获新生

4.5.1 放弃 EPC 项目,走出阵痛期

2021年后,森源电气进行了业务战略重点调整。此前聚焦新能源领域(尤其光伏、照明工程 EPC 总承包业务),因项目资金回收周期长而缩减投入,2021年开始将重心转向输变电与环卫服务领域。2022年上半年营收数据印证了这一转变,电气机械及器材制造业占比达 81.58%,环卫产业服务占比 17.82%。此次业务结构优化,有助于公司减少对资金密集、回收周期长项目的依赖,提升资源利用效率、资本流动性与运营效率,助力财务稳定和盈利能力提升,推动公司从前期调整中恢复,迈向可持续发展新阶段、增强市场竞争力。

4.5.2 国资入驻,资源支撑

随着国资背景的河南宏森融源企业管理合伙企业(有限合伙)成为新控股股东,公司控股股东和实际控制人变更,带来新资源与支持。2019年11月,ST 森源控股股东河南森源集团及其一致行动人河南隆源投资,与中原金象 2 号签署股份转让协议,将 52 689 400 股(占总股本 5.67%)ST 森源流通股转让给中原金象 2 号,总价 3.46 亿元。中原金象 2 号由中原金象投资管理有限公司成立并管理,河南省财政厅间接和直接共持有中原资产 66% 股份。2022年11月初,河南宏森融源通过淘宝拍卖平台拍得森源集团被拍卖的森源股份,持股 4.53%,其主要投资方有两家国有资本平台和北京易泓同达。2023年森源电气第三季度财报显示,宏森融源为当前控股股东,持股 15.82%,约 1.47 亿股。森源电气公告称,原控股股东森源集团受到的监管处罚与宏森融源无直接关联。一系列股权转让与拍卖操作,体现森源电气在财务困境与股权结构调整后,引入国有资本及管理层相关投资,优化股权结构与经营战略,以实现稳定及可持续发展。

5 研究总结

5.1 研究发现

本文分析控股股东股权质押动机及盈余管理的经济后果,补充现有研究不足,对我国民营企业大股东股权质押与盈余管理实践有重要指

导意义。

首先,股权质押应有“底线思维”。进行股权质押时应谨慎、理智,考虑潜在风险与后果,控股股东不可过度依赖此融资方式。若质押股权比例过大,可能削弱控股股东实际控制权、稀释股东权益,对上市公司稳定经营和战略决策产生不利影响。

其次,盈余管理并非“万能解药”。过度的盈余管理会使上市公司只重短期利益,忽视长期目标。若企业不优化经营、提升业绩,仅靠“盈余管理”稳定或抬高股价,最终将损害自身长远发展与市场形象。

最后,“稳扎稳打”是王道。通过合适的股权质押比例融资,理智拓展业务,了解目标市场需求与竞争态势并制定风险应对策略,才能确保业务稳健发展。否则,公司现金流无法满足新业务需求,股权质押的“窟窿”会越来越大,可能无法收场。

5.2 实践建议

大比例股权质押下,盈余管理比较复杂、敏感。本文研究有实践指导和政策完善价值,可助企业应对盈余管理挑战。

第一,上市公司应强化内控与风险管理。企业要建立完善内控体系,确保财报准确可靠,加强股权质押风险评估与管理,及时应对潜在风险。

第二,上市公司应优化股权与治理结构。企业应通过引入战略投资者、实施员工持股计划等方式,分散股权、增强制衡机制,降低控股股东或大股东盈余管理带来的风险。

第三,上市公司应提高信息披露透明度。企业要加强股权质押关键信息披露,如质押比例、期限、用途等,同时加强与其他重要事项关联披露。

第四,要对上市公司加强监管与审计。监管部门要加大对高比例股权质押企业的监管力度,关注盈余管理行为;中介机构要强化审计与鉴证工作,保障上市公司的财报真实、准确。

参考文献:

[1] 谢德仁,廖珂.控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J].会计研究,2018(8):21-27.

- [2] 史永东,宋明勇,李凤羽,等.控股股东股权质押与企业债权人利益保护——来自中国债券市场的证据[J].经济研究,2021,56(8):109-126.
- [3] 张月玲,王玉婷,郝心怡.基于治理机制视角的控股股东股权质押与真实盈余管理[J].山东科技大学学报(社会科学版),2022,24(2):75-85.
- [4] 朱颐和,姜思明.股权质押率、产权性质与盈余管理[J].会计之友,2018(24):16-20.
- [5] 胡旭微,吴佳璇.上市公司股权质押对盈余管理的影响研究——基于分析师关注的调节作用[J].经营与管理,2023(2):72-78.
- [6] 谢德仁,郑登津,崔宸瑜.控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究[J].管理世界,2016,32(5):128-140+188.
- [7] 徐慧,张廷晖,聂新来,等.移花接木:“长城系”股权质押的“妙用”[J].管理案例研究与评论,2022,15(3):318-334.
- [8] 赵开琴,王文迪,张陶勇,等.控股股东的股权质押动机研究——以东方雨虹为例[J].管理案例研究与评论,2022,15(6):652-672.
- [9] 苏治,金昕,张永冀.控股股东股权质押风险溢出效应研究——基于私用型和公用型质押的对比分析[J].会计研究,2023(6):62-77.
- [10] 郑国坚,林东杰,林斌.大股东股权质押、占款与企业价值[J].管理科学学报,2014,17(9):72-87.
- [11] 田力.企业管理者短视对真实盈余管理的影响研究[J].财会通讯,2024(3):36-41.
- [12] 王丹.上市公司盈余管理动因分析与对策建议——以H公司为例[J].企业改革与管理,2023(3):62-63.
- [13] 鲁银梭,钱芳璐.大股东股权质押如何影响市值管理和公司价值?[J].管理案例研究与评论,2022,15(5):582-594.
- [14] 王东岭,刘永涛.机会主义盈余管理、投资者情绪与股价崩盘风险[J].当代金融研究,2022,5(1):20-37.
- [15] 李石新,滕熙玉.盈余管理动机、手段及经济后果分析——以新纶科技为例[J].中国商论,2021(19):96-98.
- [16] 洪荭,胡华夏,王晶.盈余管理与财务舞弊关系的演变与动态拓展[J].会计与经济研究,2017,31(3):32-55.
- [17] 王新红,曹帆.控股股东股权质押影响企业财务风险的中介效应研究——基于结构方程模型的

- 路径分析 [J]. 商业研究, 2021(5): 84-93.
- [18] 陈共荣, 李婧怡, 蔡树人. 大股东股权质押对盈余管理的影响研究 [J]. 会计之友, 2016(14): 12-17.
- [19] 李姝, 翟士运, 孙兰兰, 等. 大股东融资方式影响了企业创新吗? ——基于股权质押的视角 [J]. 管理评论, 2020, 32(10): 120-134.
- [20] Ogunleti T G, Ajayi P O. Earnings management and financial reporting: A review of techniques and consequences [J]. Asian Journal of Economics, Business and Accounting, 2025, 25(10): 331-344.
- [21] Yin H, Zhang K, Song S, et al. Board independence, corporate social responsibility, and earnings management [J]. Finance Research Letters, 2025, 86: 108603.

Equity Pledge of Controlling Shareholders and Excessive Earnings Management in Listed Companies: A Case Study Based on Senyuan Electric

ZHANG Hui-yi, CHANG Zhuo-heng

(School of Economics and Management, Tianjin University of Science and Technology, Tianjin 300222, China)

Abstract: Equity pledge provides a fast financing channel for listed companies. However, some enterprises conduct excessive earnings management while carrying out equity pledge, which conceals complex motives and potential risks, and requires in-depth analysis. Taking Senyuan Electric as an example, this paper deeply analyzes the motives of its controlling shareholder's high proportion of equity pledge and conducts a comprehensive analysis of debt repayment, operation, profit and growth capabilities, and the economic consequences brought by excessive earnings management. The research finds that Senyuan Electric has concealed a series of economic consequences brought by high proportion of equity pledge through earnings management, and excessive earnings management has not truly enhanced the company's long-term development capabilities, but the company's financial situation has deteriorated instead. In recent years, Senyuan Electric has begun to show positive signs of recovery in finance by optimizing business structure, reducing long-term project investment, and adjusting equity structure and introducing state-owned capital. This study has guiding significance for the practice of equity pledge and earnings management in listed companies and their controlling shareholders in China.

Keywords: controlling shareholder; equity pledge; earnings management; Senyuan Electric

[责任编辑 武 爱]