

恶意并购动因及经济后果分析

——以粤民投收购中国宝安为例

刘 鹏

华东交通大学经济管理学院, 江西 南昌

收稿日期: 2024年11月15日; 录用日期: 2024年11月26日; 发布日期: 2025年1月6日

摘 要

恶意并购的发起方大多被视作非正义的一方, 其强行并购的经济行为也常常受到被并购方的抵御。本文旨在通过研究粤民投恶意并购中国宝安的案例, 从而对恶意并购能有一个更全面的了解, 研究发现恶意并购在短期内能够提升市场信心, 优质资产的注入在一定程度上优化企业资产结构, 从长期财务绩效分析来看则是负面影响为主, 多项财务指标在并购事件发生后三年内都出现不同程度下降, 同时恶意并购带来企业管理权的争夺也不利于企业持续健康发展, 因此应当进一步规范市场秩序, 完善相关制度法规, 防范恶意并购事件的发生。

关键词

恶意并购, 经济后果, 财务绩效

Analysis of the Motivation and Economic Consequences of Hostile M&A

—A Case Study of Yuemintou's Acquisition of China Bao'an

Peng Liu

School of Economics and Management, East China Jiaotong University, Nanchang Jiangxi

Received: Nov. 15th, 2024; accepted: Nov. 26th, 2024; published: Jan. 6th, 2025

Abstract

Most of the initiators of hostile mergers and acquisitions are regarded as unjust parties, and their economic behavior of forced mergers and acquisitions is often resisted by the target party. The purpose of this paper is to have a more comprehensive understanding of the hostile mergers and acquisitions of China Bao'an by studying the case of the hostile mergers and acquisitions of China

文章引用: 刘鹏. 恶意并购动因及经济后果分析[J]. 金融, 2025, 15(1): 55-62.

DOI: 10.12677/fin.2025.151008

Bao'an, and the research finds that the hostile mergers and acquisitions can enhance market confidence in the short term, and the injection of high-quality assets optimizes the asset structure of enterprises to a certain extent, and from the perspective of long-term financial performance analysis, the negative impact is the main, and a number of financial indicators have declined to varying degrees within three years after the occurrence of the mergers and acquisitions, and the competition for corporate management rights brought about by the malicious mergers and acquisitions is not conducive to the sustainable and healthy development of enterprises. Therefore, it is necessary to further regulate the market order, improve relevant systems and regulations, and prevent the occurrence of malicious mergers and acquisitions.

Keywords

Hostile Mergers and Acquisitions, Economic Consequences, Financial Performance

Copyright © 2025 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

股权分置改革以来，并购愈发频繁，万宝之争更是极大促进了人们对恶意并购的关注与研究，新冠疫情的暴发，全球经济形势复苏乏力，企业并购作为一种重要的资本积累方式，为众多企业提供了一个能够迅速完成资本规模扩张的机会。但为了经济利益，进一步开拓市场或者消灭其他的竞争者[1]，个别企业也可能会不择手段来进行恶意收购，但恶意并购带来的影响也是不同的，不当的恶意并购会影响市场经济稳定健康的发展，扰乱市场结构，甚至于形成垄断企业，但恶意并购同时也存在促进资源的优化配置，淘汰落后产能等积极作用，如 LV 对爱马仕的收购极大地促进了后者的管理结构调整和商业性转变。

2. 案例介绍

2.1. 案例企业介绍

粤民投全称广东民营投资股份有限公司，成立于 1998 年 11 月。是广东官方指导由本省各行业民营企业龙头企业组建的一个产业联盟，同时也是具有国内顶级水平的地方民营投资平台，代表了广东省乃至更泛地区民营资本的投资力量。旗下业务及其广泛，在国内多个行业和领域都有投资，尤其在经济发展较快的广东省及其周边区域，投资方向涵盖了科技，金融，文化，环保等多个领域，力求实现多元化发展，以此降低投资风险并在不同市场中获取回报。在国内各省设立的民间投资平台里，粤民投是涵盖领域最全面、也是最具代表性的一家。

中国宝安是一家成立于 1983 年 7 月的综合类股份制集团公司，总部位于深圳市。公司以电子制造业起家，并逐步发展成为一家涵盖多个行业的跨国企业集团。它不仅在传统的制造业领域具有重要地位，还在房地产、金融、科技等多个领域展开了业务布局。中国宝安前身为宝安县联合投资公司，是我国第一家股份制企业，享有较高的知名度。也是我国老牌投资控股型企业，旗下拥有多家明星企业，目前不存在实际控制人。

2.2. 粤民投并购中国宝安事件回顾

2020 年 7 月 25 日中国宝安发布第一大股东深圳市富安控股有限公司发布减持公告，同年 10 月粤民

投旗下全资子公司韶关高创进入，并在此后持续在二级市场购入股票，2021 年 02 月 01 日达到举牌线，2021 年 03 月 31 日首次成为第一大股东，占比 10.11%。超过原第一大股东深圳市富安控股有限公司 10.08%。随后粤民投副总裁徐彪进入中国宝安董事会担任董事，并代表粤民投提出修改公司章程，废除原来设置的“金色降落伞”防恶意并购机制。此后深圳国资利用多种方式增持中国宝安，并在 2022 年第四季度超过粤民投全资子公司韶关高创成为中国宝安第一大股东，由于几方股东的角力，本应在 2022 年完成换届的董事会一直未能完成，同时中国宝安修改《总裁工作细则》，试图重新分配公司高管职权，将董事会的部分人事任免权限移交给董事局。虽然粤民投代表投出反对票，但截至 2023 年 12 月 31 日，深圳国资持股 17.74%，超过粤民投 1.55 个百分点。

3. 并购动因

3.1. 中国宝安股权分散

中国宝安股权较为分散是招致恶意并购的重要诱因之一[2]。中国宝安的主要股东：深圳市富安控股有限公司，深圳市宝安区投资管理有限公司和李松强公司前三大股东持股比例相对较低，分别占有 10.08%，5.63%，5.01%且非一致行动人，上市公司也一直称无控股股东和实际控制人，但中国宝安旗下又掌握了诸多优质资产，同时又不具备完善的监管体系[3]，这也为外来“野蛮人”提供了可乘之机。

3.2. 中国宝安潜在价值大

中国宝安利润主要来自于投资收益和其他收益等非经常性损益项目。以 2020 和 2021 年为例，当年净利润总额分别为 10.68 亿和 17.59 亿，其中投资收益达到 5.4 亿和 8.8 亿，都占到了当年净利润的 50%。通过观察中国宝安 2019 至 2021 年报，可以看出其利润构成 70%来源于高新技术行业和生物医药行业，并且随着新冠疫情的暴发，房地产行业降温，高新技术与生物医药占比得到进一步提高。中国宝安旗下有 192 家参股及控股子公司，其中最具代表性的就是全球最大的锂离子电池负极材料供应商贝瑞特和医疗行业龙头企业马应龙，具有优秀的投资价值，也容易成为恶意并购的目标[4] [5]。

3.3. 产业布局需求

贝瑞特作为全球行业领先的锂离子电池负极材料供应商和《锂离子电池石墨类负极材料》国家标准制定者，负极全球市占率 24%，连续 8 年位列国内负极出货第一。并且在连续石墨化、硅基负极领域国内领先，相关产业无疑具有优秀的发展前景。中国宝安作为贝瑞特第一大股东，持股将近 70%，通过并购中国宝安，间接掌控贝瑞特，对于粤民投完善产业布局具有重大意义。除此之外，粤民投第一大股东贤丰控股股份有限公司属于电子元件行业，旗下新能源分公司由于经营状况不达预期在 2020 年 10 月已清算注销。贝瑞特作为中国最大的锂电池负极材料供应商与电子元件行业的贤丰控股能够形成上下游产业链的协同效应，促进公司发展，同时，贝瑞特也能很好的取代被注销的贤丰(深圳)新能源材料科技有限公司，支撑公司在新能源领域的战略发展定位。

4. 经济后果分析

4.1. 市场反应分析

4.1.1. 选取事件发生日

事件发生日一般是市场最开始得到并购事件信息的时间。2021 年 2 月 2 日，中国宝安在公告中披露简式权益变动报告书，2 月 6 日发布粤民投增持股份提示性公告，此次研究选取 2 月 5 日为事件发生日。

4.1.2. 确定事件窗口期

事件窗口期一般包括事件发生前后的一段时间，目的是考虑到该事件对股票价格的全部影响。在本案例研究中选择事件日的前后二十一天为窗口期，事件日前后分别用负数和正数表示，即窗口期为(-21, 21)，共 42 个交易日。

4.1.3. 确定估计期

估计期是企业的价值还没有受到并购事件影响的时期，它的作用在于估算事件未发生时股票正常收益率。为了提高收益模型的准确性，估计期与事件窗口期通常不能重叠，且估计期一般选择 90 天到 180 天的时间，在本案例研究中，选取窗口期前 120 天为估计期。

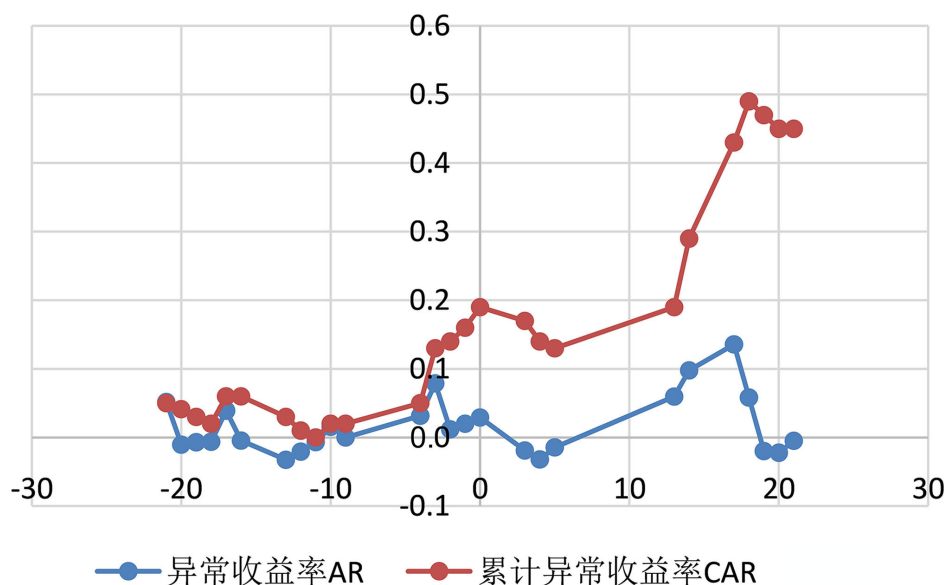
4.1.4. 计算估计期内个股收益率(R)和市场收益率(R_{mt})并进行回归分析

根据市场模型法，将每一天的市场收益率(R_{mt})和个股收益率(R)作为自变量和因变量，进行回归分析，得到没有受到并购事件影响的 R 和 R_{mt} 之间的关系。首先，根据资本资产定价模型(CAPM)模型，进行收益率预期： $R = \alpha + \beta * R_{mt}$ ，其中 β 是回归系数，衡量企业对市场的敏感度； α 是常数项，是无法由市场解释的平均收益。 α 和 β 分别是方程的截距和斜率。将估计期每个交易日的个股收益率(R)和市场收益率(R_{mt})代入公式，可以得出： $\alpha = -0.0019$ ， $\beta = 0.0112$ 可得出中国宝安市场收益率(R_{mt})和个股收益率(R)的线性回归方程为：

$$R = 0.0112R_{mt} - 0.0019 \quad (1)$$

本文选取了并购事件发生前 120 天作为估计期，根据相关数据分析得出回归关系，并以中国宝安举牌公告日前后 21 天为窗口期，观察市场异常收益率的变化情况，计算了窗口期内的超额收益率(AR)和累计超额收益率(CAR)，分析并购行为的短期市场反应，结果如图 1 所示。本文选用最普遍的市场模型来计算中国宝安的超额收益率，公式如下：

$$\text{超额收益率: } AR_t = R_t - R_{mt} \quad \text{超额累计收益率: } CAR_t = \sum AR_t = \sum (R_t - R_{mt})$$



数据来源：深圳证券交易所。

Figure 1. A line chart of the cumulative excess return during the window period
图 1. 窗口期累计超额收益率折线图

综合来看,随着粤民投达到举牌线,中国宝安发布公告后,累计异常收益率出现了一个明显的上升趋势(见图 1),并在第 18 天达到峰值。再结合东方财富,新浪财经等平台中小股东的发言大多表示支持的情况可以认为市场对于此次并购是持有一个积极的态度。

4.2. 长期财务绩效分析

4.2.1. 盈利能力分析

盈利能力是指企业在一定时间内通过经营活动产生利润的能力。它反映了企业将收入转化为利润的效率,以及公司在控制成本、实现收入增长、管理资源等方面的能力。盈利能力强的企业能够通过其业务运作产生稳定且可持续的利润,这对于投资者、管理层和其他利益相关者来说,是评估企业经营成功与否的重要标准。

盈利能力的好坏,不仅影响企业的持续经营和发展,还决定了其在资本市场上的表现。盈利能力强的企业通常会有更高的股东回报和市场估值,能够吸引投资者的青睐。另一方面,盈利能力较弱的企业可能面临较大的经营风险,甚至可能影响其长期生存。

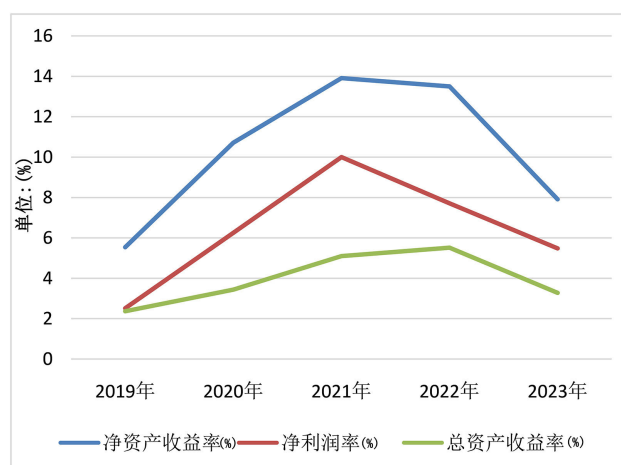
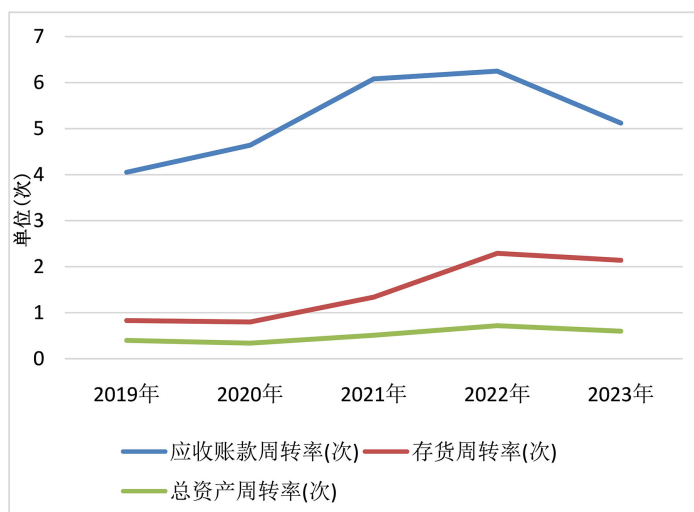


Figure 2. Profitability analysis of China Bao'an
图 2. 中国宝安盈利能力分析

如图 2 所示,在并购发生后,净资产收益率和净利润率都达到了最高点,总资产收益率也呈现较为显著的上升趋势,这主要是由于当年高新技术行业效益显著,集团子公司贝瑞特进一步完善了生产基地与产能建设,并与多家企业展开战略合作;报告期内,贝特瑞实现营业收入 1049135.01 万元,同比增长 135.67%;实现净利润 144098.54 万元,同比增长 191.39%。但在第二年又开始回落,根据企业公开披露的信息,23 年企业净资产收益率和净利润率下降的主要是由于新冠疫情的爆发,导致全球经济复苏乏力,在其核心业务高新技术板块又出现外部需求收缩及行业加剧的问题。另一方面受房地产市场持续下行、市场预期不足等不利因素影响,中国宝安的另一大支柱房地产业务去产能去库存的效果也不甚理想。报告期内,集团房地产业实现销售收入 26715.35 万元,同比上升 5.56%;实现利润总额-20213.53 万元,同比减少 47.99%。

4.2.2. 营运能力分析

营运能力是指企业通过其日常运营活动高效利用资源以产生收入和利润的能力。它衡量了企业资产管理、库存控制、应收账款回收等方面的效率。良好的营运能力意味着企业能有效利用资产,提升流动性并降低财务风险。



数据来源：巨潮资讯网。

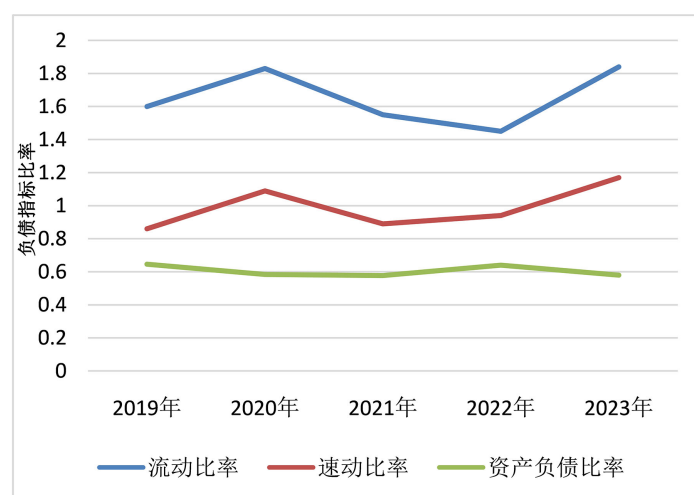
Figure 3. Analysis of China Baoan's operational capacity

图 3. 中国宝安营运能力分析

而在营运能力方面，总资产周转率相对稳定，存货周转率与应收账款周转率在并购发生的当年都出现增长，并在 2022 年达到最高点(见图 3)，且在 2023 年出现回落。一般来说，企业的应收账款周转率越高，说明公司收回账款的时间越短，坏账损失小，资产流动快，具有较强的偿债能力。与之相对应，应收账款周转天数则是越短越好。故此可以认为并购发生后中国宝安整体营运能力得到提高。

4.2.3. 偿债能力分析

偿债能力是指一个企业或个人在特定时间内偿还到期债务的能力，对公司的获利能力有直接的影响。通常通过分析其资产、收入和现金流等情况来评估，过高的债务压力通常制约企业对新业务的投资，进而阻碍企业运营与发展。对于企业来说，偿债能力反映了其在不违约的情况下履行债务义务的能力，这对于债权人、投资者和管理层来说都是一个重要的财务健康指标。



数据来源：巨潮资讯网。

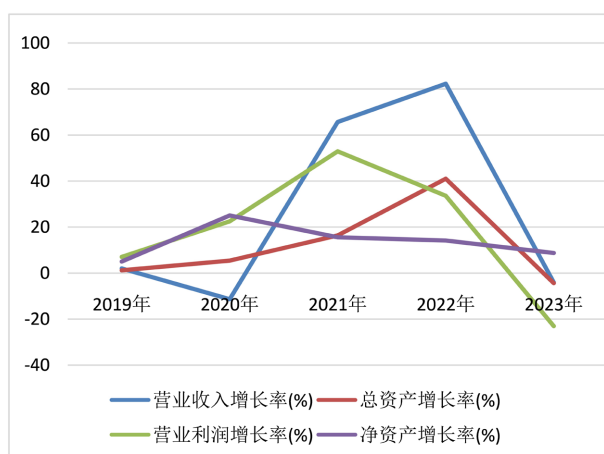
Figure 4. Analysis of China Baoan's solvency

图 4. 中国宝安偿债能力分析

流动比率是短期偿债能力评价的核心，反映了偿债能力的强弱，从图4数据可以看出，在2019年至2023年流动比率呈相对稳定趋势，始终维持在1.5到2.0之间而2021年并购事件发生后，速动比率相对稳定，基本在1上下轻微浮动，但在2023年出现显著上升；资产负债率一直保持稳定态势，始终维持在0.6附近。综合来看，粤民投对于中国宝安的并购上优化了后者的长期偿债能力，中国宝安的流动比率与速动比率都有所上升，资产负债率有所降低，这表明企业偿还债务的能力得到提高。

4.2.4. 发展能力分析

发展能力是指一个企业、组织或个人在一定时期内实现持续增长、扩张和长期发展的潜力与能力。对于企业来说，发展能力不仅仅是财务状况的体现，还包括创新能力、市场竞争力、资源整合能力、人才发展等多方面的能力。企业的良好发展能力通常表现在其能够有效利用资源、适应市场变化、提升核心竞争力和实现战略目标上。



数据来源：巨潮资讯网。

Figure 5. Profitability analysis of China Bao'an
图5. 中国宝安盈利能力分析

在发展能力方面，从图5看出并购事件发生后，企业各项发展能力指标都出现了明显的增长，尤其是营业收入增长率，从2019年1.99%增长到2021年65.69%，但是到2023年出现回落，总资产增长率等指标反而低于并购事件发生前。23年各项指标大幅下降，其中除了市场环境行业竞争因素影响外，中国宝安原大股东深圳国资与粤民投的内部分歧也是潜在诱因，自2021年，粤民投多次举牌增持，成为中国宝安第一大股东，此后多次修改公司章程，废除金降落伞保护机制，让粤民投副总裁进入中国宝安董事会，试图增强其在宝安的影响力。但深圳国资在后续也通过多种手段进行增资，2023年底，深圳国资以17.55%的持股比例超过粤民投16.02%成为第一大股东，多方势力相互牵制的情况下，本该在2022年期满后完成的董事会换届工作一直没能实现，大股东之间意见难以统一，特别是在原董事长贺雪琴因设计内幕交易被处罚后，在后续的人事变动上多位董事投反对票，另一方面，中国宝安试图修改《总裁工作细则》，将部分人事任免权移交给董事局主席，粤民投在宝安投出反对票，这在一定程度上也体现了大股东在企业控制权上的分歧。而管理层内部的不协调也会进一步反映到企业经营上，影响其发展。

5. 结论与建议

5.1. 结论

整体来说，并购事件的发生短期内优化了中国宝安的各项指标[6]，为中国宝安提供强大的资金支持，

优化股权结构,促进企业发展,但大股东内部权力争夺对企业的影响也不容忽视。回顾此次恶意并购事件,粤民投对公司章程修改的临时提案顺利通过,前两大股东相继减持为粤民投上位让路,三股东退出十大股东之列,两位董事辞职。不排除公司主动引入外部资金优化企业管理结构的可能性。在粤民投进入以前,中国宝安连年亏损,资产负债率居高不下,高新技术产业与生物医药行业占据宝安八成营业收入,其中代表便是贝瑞特与马应龙,母公司的财务问题也影响了子公司进一步发展,通过外来资本的介入,优化资本结构,改善经营管理,对于整体市场经济发展都是利大于弊的,但如果无法形成统一的内部意见和稳定的管理层,反而会导致阻碍企业的健康发展。

5.2. 建议

首先,政府应当完善相关法规制度,促进要约收购规范化与常态化,并逐步取代二级市场举牌收购的方式[7]。此次并购事件并未受到被并购方的抵抗,以相当顺利的方式完成,但并购方并未选择协议收购。可能的原因一方面是协议收购实施过程中存在信息披露、交易公允以及内幕交易等方面不足,另一方也存在公司内部意见不一致,无法达成一致协议的可能性,对比粤民投进入前后股权结构,截止2021年12月31日,前十大股东包括粤民投在内七位都是新进,原董事张德冠与运营总裁贺德华都因个人原因辞去董事会职务。

其次,应当规范企业实行反恶意并购措施的行为,一方面,目前我国反并购策略大多沿袭西方经验,与我国国情不能很好的结合,可能会导致一部分反恶意并购措施无法起到预期效果或与我国相关法规相背离,本次恶意并购案例中股权结构变动以及金降落伞机制的顺利废除,都表明原有防御机制并未起到相应作用[8]。另一方面,不恰当的反恶意并购机制也可能成为大股东或管理层个人利益的工具,如金降落伞可能诱导管理层低价出售企业,毒丸计划也可能影响企业财富的增加,阻碍资本流通,增加企业的管理成本[9]。

再次,企业应当建立健全公司治理结构,面对内部控制权争夺问题,保持董事会的独立性,确保股东和管理层的决策不会受到利益集团的过度干预。特别是独立董事,能够提供更为客观,公正的决策意见。同时还可以设置优先股等机制,为部分关键股东提供一定的表决权保护,以确保他们在公司重大决策中的话语权,从而避免大股东通过投票权滥用控制权。

最后,面对市场恶意并购行为导致的内部控制权争夺,一方面可以参考阿里合伙人制度,同股不同权。既避免了公司股权过于集中,流动性不足,难以获取市场融资;又能在一定程度上防范股权过于分散导致的被恶意并购的危机。同时,借鉴学习西方的成熟经验、结合本国国情进行调整,兼顾敌意接管者的竞争力,从而维系恶意收购中公平与效率的平衡。另一方面,还要建立预警机制和危机处理预案,及时发现企业内部或外部潜在的控制权争夺迹象,如股东结构变化、管理层分歧等,提前采取措施化解风险,迅速调动资源进行危机管理,确保企业运营和股东利益不受到重大损害。

参考文献

- [1] 余四林. 反思达能强行并购娃哈哈案例[J]. 财会月刊, 2007(33): 83-84.
- [2] 程子淇. 上市公司反并购策略研究[J]. 会计师, 2021(21): 10-11.
- [3] 王艳. 并购风险视角下的“万宝之争”探析[J]. 山西财税, 2016(9): 30-31.
- [4] 石蕾, 曹慧秋. 宝能与万科并购防御案例研究[J]. 价值工程, 2020, 39(29): 63-64.
- [5] 杨继伟, 张奕敏. 中国混合所有制公司股权治理及控制权——基于万科的案例[J]. 财会通讯, 2017(5): 97-99.
- [6] 李奕柯. 企业并购动因及效应分析[J]. 商场现代化, 2021(22): 67-69.
- [7] 谢军, 何俊雅. 上市公司恶意收购事前预防研究[J]. 理财(财经版), 2018(5): 151-153.
- [8] 梅燕. 创新完善管理措施规避企业并购法律风险[J]. 法制博览, 2021(26): 79-80.
- [9] 冯晓伟. 育碧反恶意并购对策研究[J]. 合作经济与科技, 2022(4): 132-134.