

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 万达集团海外连续并购绩效分析

研究生姓名: 田菁菁

指导教师姓名、职称: 姬顺玉 教授

学科、专业名称: 应用经济学 国际商务

研究方向: 企业国际化运营

提交日期: 2021年5月25日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 田菁菁 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 姬佩红 签字日期： 2021.5.25

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，_____（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 田菁菁 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 姬佩红 签字日期： 2021.5.25

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Analysis of Wanda Groups Overseas Consecutive M&A Performance

Candidate : Tian jingjing

Supervisor: Ji Shunyu

摘 要

全球化程度日益加深，在消费社会的背景下，文化产业作为新兴产业逐渐发展起来。在当前经济一体化的背景下，文化产业可以说是公认的“朝阳产业”或“黄金产业”。在当前，文化产业及相关产业已经成为拉动中国宏观经济增长的新力量。中国文化产业做强做大的同时，也要让“走出去”。万达集团是我国最早从事文化产业海外并购的典型代表。出身地产行业，万达将文化资源和商业地产结合起来，文化资源及商业地产结合起来，依托地产资源建立配套影城，凭借其渠道优势向影视行业的上下游产业链扩展。自从 2012 年万达集团收购美国 AMC 院线之后，万达已经完成连续近十次海外并购，并发展成为全球最大影院运营商。

本文的主要研究对象是万达集团在 2016 年至 2017 年间所进行的三次海外并购的绩效。在系统回顾了已有的跨国并购动机、绩效理论和国内外学者的相关研究成果的基础上，确立了主要基于事件研究法和财务指标法对万达集团三次海外并购的绩效进行评估。通过对这三次并购的短期和长期绩效进行讨论，得出了这三次海外并购的确为万达集团旗下的万达电影和 AMC 娱乐带来了一定程度上的短期股票异常收益和长期发展指标的改善，也实现了并购战略规划中的一部分目标。但这三次海外连续并购也反映出企业决策中的一些问题。资本支出过于激进、并购速度过快等等，都可能为企业未来的经营埋下不小的风险因素。

本文的创新之处在于将并购长期绩效的评估视为一个覆盖了并购前和并购后两个阶段的过程，首先从公司的宏观战略布局和并购主体公司的预期并购效应总结三次海外连续并购的动机和目的。随后在讨论过长期内主要财务指标的变化之后，结合并购动机与目的来检视并购的成果，综合地讨论并购是否成功。最后本文基于万达集团三次海外连续并购中反映出的激进并购会导致财务压力增大等问题，提出了企业并购步伐不要过快、要审慎使用资本、要做好流动性管理等可行性建议，希望对我国民营企业未来的海外并购扩张规划具有参考意义。

关键词：海外并购 连续并购 并购绩效 事件研究

Abstract

The cultural industry is a new industry that has developed in the context of a globalised consumer society. It is widely regarded as the "golden industry" or "sunrise industry" of the global economic integration in the 21st century. At present, Chinas cultural and related industries have gradually grown into a new growth point in Chinas macroeconomic development. As Chinas cultural industry grows stronger and bigger, it is also important for it to "go global". Wanda Group is a typical representative of Chinas earliest overseas acquisitions in the cultural industry. Originally from the real estate industry, Wanda has combined cultural resources with commercial real estate, and cultural resources with commercial real estate, relying on real estate resources to build supporting studios and expand upstream and downstream industry chains in the film and television industry with its channel advantages. Since the acquisition of AMC Cinemas in 2012, Wanda has completed nearly ten consecutive overseas acquisitions and has become the worlds largest cinema operator.

This paper focuses on the performance of the three overseas M&As made by Wanda Group between 2016 and 2017. Based on a systematic review of existing theories on the motivation and performance of cross-border M&A and the relevant research findings of domestic and international scholars, it is established that the performance of Wanda Groups three overseas M&As is assessed mainly based on the event study method and the financial indicator method. By discussing the short-term and long-term performance of these three M&As, it is concluded that these three overseas M&As did bring about a certain degree of abnormal short-term stock returns and improved long-term development indicators for Wanda Groups Wanda Film and AMC Entertainment, and also achieved some of the objectives of the M&A strategic plan. However, these three

successive overseas acquisitions also reflect a number of problems in corporate decision making. Overly aggressive capital expenditure and the speed of M&A, among other things, may have laid down significant risk factors for the future operations of the company.

The novelty of this paper is that the long-term performance of M&A is assessed as a process covering both pre- and post-merger phases, starting with a summary of the motives and objectives of the three successive overseas M&As in terms of the macro-strategic layout of the company and the expected M&A effects of the host company. After discussing the changes in key financial indicators over the long term, the results of the M&A are then examined in relation to the motives and objectives of the M&A, and the success of the M&A is discussed in a comprehensive manner. Finally, based on the problems reflected in Wanda Groups three successive overseas M&As, such as the increased financial pressure caused by aggressive M&As, the paper proposes feasible suggestions such as not to go too fast in the pace of M&As, to use capital prudently and to manage liquidity well, in the hope that they will be of reference to the future overseas M&A expansion plans of private enterprises in China.

Keywords: Overseas Mergers & Acquisitions; Sequential Mergers & Acquisitions; M&A Performance; Event Study

目 录

1	引言	1
1.1	选题背景和意义	1
1.2	研究的主要内容	2
1.3	研究思路与路线设计	2
1.4	研究方法	3
1.5	预期的创新与不足	3
2	文献综述	5
2.1	相关概念界定	5
2.1.1	海外并购	5
2.1.2	连续并购	5
2.2	研究的理论基础	6
2.2.1	对外投资理论	6
2.3	国外实证研究	8
2.4	国内相关研究情况	10
2.5	文献述评	12
3	万达集团海外连续并购简介	12
3.1	并购方简介	12
3.2	被并购方简要介绍	13
3.3	并购的背景与动因	16
3.4	万达集团海外连续并购过程简介	16
4	万达通过 AMC 进行海外连续并购的短期绩效分析	17
4.1	事件研究法简述	17
4.2	事件定义与事件期划分	20
4.3	正常收益和异常收益的测算	20

4.3.1 并购卡麦克院线的短期绩效.....	22
4.3.2 并购欧典院线的短期绩效.....	23
4.3.3 北欧院线并购短期绩效.....	27
4.4 短期绩效中的参数估计结果和 T 检验结果补充.....	30
4.5 万达通过 AMC 进行海外连续并购的短期绩效评价.....	31
5. 万达通过 AMC 进行海外连续并购的长期绩效分析.....	32
5.1 基于财务指标的长期绩效分析.....	32
5.1.1 盈利能力分析.....	32
5.1.2 发展能力分析.....	35
5.1.3 偿债能力分析.....	38
5.1.4 营运能力分析.....	40
5.2 基于并购战略动机的长期绩效分析.....	40
5.3 万达通过 AMC 进行海外连续并购的长期绩效评价.....	42
6 结论与建议.....	45
6.1 结论.....	45
6.2 建议.....	46
参考文献.....	48

1 引言

1.1 选题背景和意义

文化产业是在全球化消费社会背景下发展起来的新兴产业。它被广泛认为是二十一世纪全球经济一体化的“黄金产业”或“朝阳产业”。2001年,《国民经济和社会发展“十五”规划纲要》第一次确认了文化产业是拉动经济发展的力量,文化产业与文化事业要共同发展。在当前时期,文化产业及相关产业经过二十年的成长,已经成为拉动中国宏观经济增长的新力量。中国文化产业做强做大的同时,也要“走出去”。文化产业走出国门的主要目标市场是相关产业已经成熟发达的欧美市场,即西方国家市场。

文化产业要“走出去”,主要是“走进”发达的欧、美市场,也即是所谓的“西方”市场。虽然欧美掌控产业链的高端,下放了粗加工业,但始终对低端行业采取各种进口限制政策。为绕过发达国家构建的技术性及政策壁垒,中国的文化企业也相继开始走出国门。通过海外并购,原本的内生发展模式转变为外延发展模式,文化企业单一的商业模式得到了改变。并购能够帮助企业进行内外部的资源整合,开拓稳定渠道,从而进一步获得更多的产业附加价值。国内大多数学者的研究结论显示,在国际上领先的传媒集团,都经历过跨区域、跨行业的并购,以实现自身的成长。世界闻名文化集团的发展历程大致可以分为三个阶段:一开始用内容运营打下基础,进而通过资本运作整合产业链的上游和下游,最后走区域发展和跨国发展的路线,从单一发展走向多元发展,从立足区域到国际化经营。

万达集团是我国最早从事文化产业海外并购的典型代表。万达集团从地产行业起家,借助其自身地产资源与渠道优势,将文化资源与商业地产进行了组合,在已经成熟的地产事业中设置影城,在此基础上逐渐拓展至电影电视行业的上下游产业。自从2012年万达集团收购美国AMC院线之后,万达已经完成连续近十次海外并购,并发展成为全球最大影院运营商。万达文化集团目前已经形成包括影视,体育,文旅等六个文化产业板块。万达影视集团拥有万达电影,美国AMC,欧洲欧典等企业,形成了影视制作、发行、放映、影视传媒的产业链。万达集团的电视电影板块的2019年总收入为21.1亿美元,在媒体行业中位居第七。万

达旗下的五洲电影发行公司的市场份额在 2016 年位居第六，Odeon 影院是英国第二大的连锁影院，位于美国的 AMC 影院也是北美规模最大的连锁影院。万达电影控股的 HOYTS 院线是大洋洲排名第二的院线，在澳大利亚和新西兰拥有 54 家影院、472 块屏幕。从横向的市场规模和国际化布局角度，以及纵向的产业链延伸角度，万达集团的电影模块已经成为了中国文化产业中的现象级企业。海外并购是万达实现其电影产业国际化的主要途径。万达收购美国的 AMC 院线和传奇影业都是中国企业海外并购案例中金额较大的并购案，也是文化产业中典型的海外并购案例。万达文化集团影视板块下共八个子公司，有五家是通过并购扩张而形成的海外子公司。而且还不包括收购后并入其他子公司旗下，成为一个品牌的其他被收购的海外影视公司。

万达海外连续并购为国内文化产业走出国门提供了丰富的借鉴经验，同时对其并购过程以及并购绩效的研究，也有利于我们了解和把握文化产业海外并购的影响因素和客观发展趋势。不仅为国内文化企业国家化发展提供模仿的路径，也可以为我国文化产业发展政策提供实证参考的建议。

1.2 研究的主要内容

本文的研究内容评测万达集团海外连续并购的绩效。研究目标是：通过分析万达集团三次连续的海外并购是否提升了企业绩效，是否实现了并购的预期战略目标，为民营企业提高海外并购的绩效提供可行的建议。为了实现研究目标，本文选取了万达集团的三次海外并购案例进行分析：卡麦克院线，欧典院线，和北欧院线，并拟定了下列研究角度：

- (1) 万达集团三次海外连续并购的动机和策略。
- (2) 万达集团三次海外并购的短期绩效
- (3) 万达集团三次海外并购的长期绩效

基于以上的研究角度，本文就万达集团三次海外并购中存在的问题提出相应的建议。

1.3 研究思路与路线设计

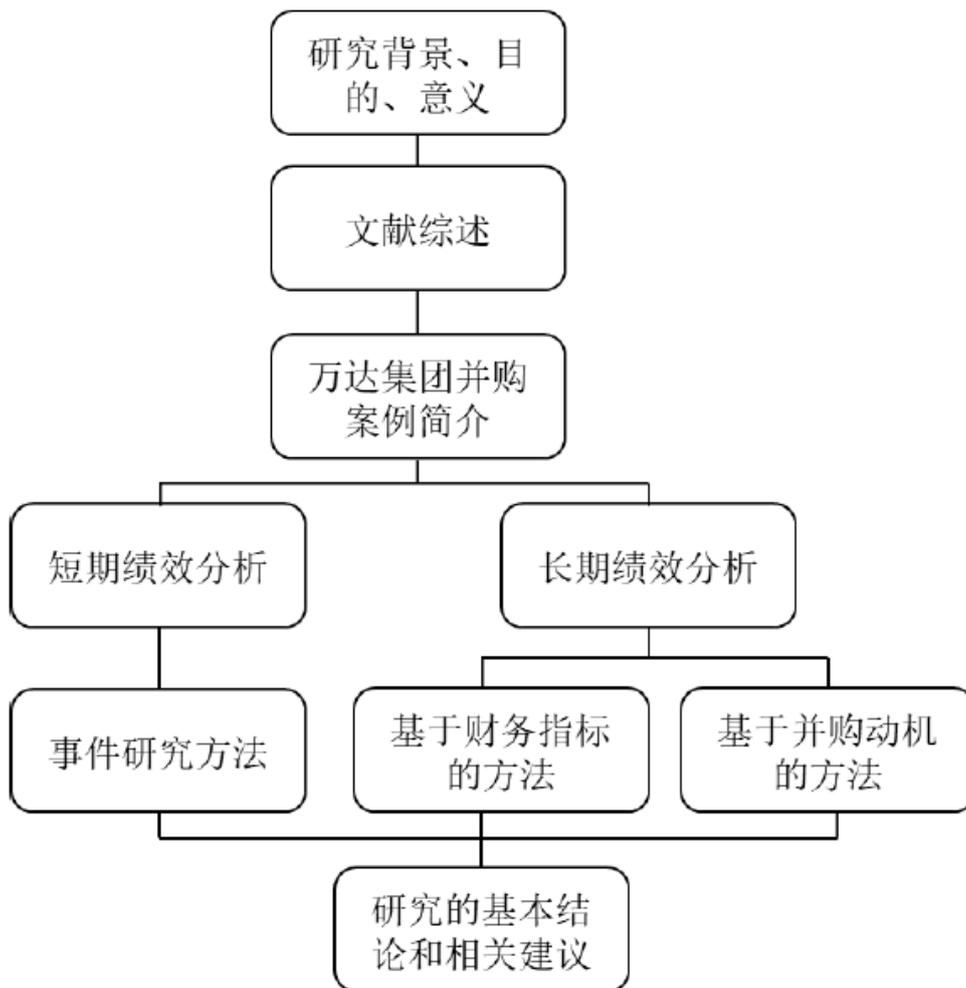


图 1.1 研究技术路线图

研究重点解决的问题如下：

微观上：分析万达集团三次海外并购的短期与长期的绩效，并判断并购是否是成功的。宏观上：以万达集团影视产业的海外并购案例为中国文娱行业公司针对提高并购绩效提出相关建议。

1.4 研究方法

本文使用的主要研究方法为事件研究法与财务指标分析法。事件研究法是指运用金融市场的数据资料来测定某一特定经济事件对一上市公司价值的影响，再本文中用于分析并购的短期绩效。财务指标分析法通过分析企业相关财务指标再并购前后的变化趋势，来分析并购事件对于企业长期绩效的影响情况。

1.5 预期的创新与不足

本文的创新之处在于将并购长期绩效的评估视为一个覆盖了并购前和并购

后两个阶段的过程,结合并购动机与目的来检视并购的成果,讨论并购是否成功。以往的研究在绩效和成果评估中大多只关注并购后的阶段,采用常见的财务指标评估的方法。Hassan 等(2018)在并购成果的评估中联系了有形和无形的并购动机,得出结论认为:结合收购方并购动机的并购成果评估更加精确。本文将沿用 Hassan 等(2018)的结论评估万达文化集团海外并购的长期绩效。除了用指标分析的方法,本文还将联系万达集团的并购动机来评估其海外并购的成果。在实践和管理层面上,本文意在从提高并购绩效和长期的并购成果的角度为中国文化娱乐公司提供见解。宏观上,海外并购是企业国际化进程中的一个步骤,也是对外投资的一个手段。本文将研究万达集团影视产业的三次海外并购,对于意图进行海外扩张、加速国际化进程、或进行对外直接投资的企业来说,也具有宏观战略层面的参考价值。

本文选取的案例仅来源于万达集团的并购行为。对于万达集团的并购绩效分析对于中国影视行业公司的代表性不足。影视行业又是文化产业中的一个支流,也无法对中国文化产业企业进行有力的概括。无法对万达的并购绩效进行更加有力的研究。本文选取事件研究的方法研究万达并购的短期绩效,选择财务指标评估的方法研究其长期绩效。事件研究方法依赖有效市场的假设,其结论与股价是否完全反应信息、信息是否能够被提前预知等条件有关。其次,估计期和窗口期的时间跨度不同也会导致不同的结论。对期望收益估计模型的选择也会影响异常收益的度量和显著性。另外,财务指标分析基于财务报表,报表中的数据可能会受到管理层意图的影响。财务报表中的数据也无法反映企业无形资产的变化,例如品牌价值和影响力等。最后,由于现实因素,万达集团三次海外并购间隔较短,据本文写作的时间也不足四年,对于长期绩效的评估来说,财务数据的时间跨度不够大。作者将持续关注万达集团下属文化集团、以及旗下影视、影院公司的后续经营状况,以期做出对于万达集团系列并购案的更为长远的评估。

2 文献综述

2.1 相关概念界定

2.1.1 海外并购

并购一般是兼并(Merger)活动和收购(Acquisition)活动的统称。兼并,又称吸收合并,指两家或者更多的独立企业或公司合并组成一家企业。收购指一家企业用各类支付方式获取被收购企业全部或部分的资产或股权,以取得对被收购方部分或全部的控制权。在实际的商业活动中,兼并与收购经常同时存在,难以严格区分。基于这个背景,通常来说学者们不对兼并与收购进行严格划分,将二者统称为并购。海外并购,则是指买方企业与卖方企业不在同一国家时的并购活动,通常涉及两个或两个以上国家的企业、市场、以及两个或两个以上政府控制下的法律制度。

2.1.2 连续并购

国内的学者在给连续并购行为下定义的时候,主要基于并购的年限和次数这两点。在确定年限和次数的具体标准时,不同的学者提出了不同标准。有一种观点认为若一家公司在三年内完成了超过五起的并购活动,则该公司可被定义为连续并购的公司(Fuller, 2002)。有一些学者认为连续并购活动定义中的年限应该放宽至五年,即五年内完成不小于五起并购即为连续并购公司(Croci 和 Petmezas, 2005)。而 Billett 和 Qian (2008) 采取了更加宽松的标准,认为只要在五年内完成了不少于两次并购活动的公司即可被界定为连续并购公司。国内有关连续并购的文献基本以国外的研究为基础,因此对于连续并购的界定标准也和国外的标准类似。陈瑜(2009)对于连续并购的观点是企业三年内完成三次以上成功的并购活动即可被定义成是连续并购,该观点的背景是国内资本市场并不完善的这一现实基础。也有一些国内学者将并购活动次数与年限两个标准放宽,例如十年内完成三次或三次以上的并购活动(杨君慧, 2012),或五年内完成大

于等于两起的并购（韩立岩，2007），即可被称为连续并购。

2.2 研究的理论基础

2.2.1 对外投资理论

海外并购是对外直接投资的一种重要形式。海默（1960）的垄断优势理论被认为是跨国公司海外直接投资理论的基础。20世纪70年代中期，巴克利（1976）的内部化理论认为海外并购其实是企业利用自身的知识、技术等资源在其内部形成市场，从而降低成本以及减弱外部市场的风险，并非资本转移。OLI模式出自于国际生产折衷理论，它是在垄断优势理论、内部化理论和区位优势理论进行理论综合的基础上提出的（邓宁，1977）。国际生产折衷理论被认为是当代海外并购理论的代表，结合了诸多先前理论成果的优势。产品生命周期理论（维农，1966）对海外直接投资时机选择、驱动原因、区位选择的解释则建立在产品的生命周期规律基础上。另有一种比较优势理论，由小岛清（1977）提出，从边际产业转移的角度对日本的对外直接投资理论进行了解释。企业并购动机理论

交易成本理论从企业降低交易费用的角度来解释企业进行并购活动的动机。最早从交易成本的角度来解释跨国公司新建与并购行为的是 Hennart 和 Park(1993)。Coase（1960）提出并购是出于以成本较低的内部交易代替了成本较高的市场交易的动机而进行的活动。Coase指出，市场运作是有成本的。公司作为一个组织，活动于市场中，有专门的经理人来支配资源，能节约某些市场成本。通过并购活动，企业之间的资源配置可以得到优化，从而使交易费用降低。但是交易成本理论存在一定的局限。在存在明显进入壁垒的行业中的并购活动无法用交易成本学说解释。

协同效应学说和规模经济理论从并购后的效益的角度解释了企业进行并购的动机（姚彩虹，2010）。Ansoff(1965)最早提出协同效应理论：并购活动能够带来经济效益的增加，并购双方企业经济效率都能得到提升。Pindyck（2000）对该理论进行了进一步的解释：企业并购后会发生 $1+1>2$ 的协同效应，合并后企业的总体效益会大于并购之前两个企业效益的加总，社会总福利水平也会上升。

企业并购后的协同效应主要包括以下几方面：首先是经营协同效应：由于并购后出现了规模效应和范围经济，企业的平均成本降低，从而增加了收益。纵向并购通过将行业内处于不同发展阶段的企业整合在一起，会获得效率更高的经营协同效应。其次是管理协同效应：是指因实施并购带来的企业管理活动上效率的提升以及由此带来的经济效益。高效企业收购低效企业后，后者的效率会得到提升，从而整体经济效益也得到了增加。最后是财务协同效应。并购后，低资本成本企业的资金投资于卖方企业的高回报项目，从而提高资金的使用效率，降低资本成本。

根据价值低估理论，企业实施收购的动机是由于其目标企业的市场价值未能反映其真实价值或低于其潜在价值。企业做出并购决策时，应考虑目标公司股票价格总额与其全部重置成本的大小。若后者大于前者，说明目标公司价值被低估。此时进行收购，市场会重估目标公司的股价，并购双方公司都会获得价值提升（Wenton, 1998）。价值低估同样影响着并购的支付方式。并购买方认为股票被市场低估时会偏向用现金支付，而认为其被高估时会偏向选择股票支付（Myers 和 Majluf, 1984; Hansen, 1987）。

代理理论从经理人和股东的关系出发解释了经理人实施并购行为的可能动机，最早由 Jensen 和 Meckling (1976) 提出。代理问题是指由于公司的管理层并不拥有很大比例的公司股份，因此管理层倾向于追求更大的控制权、更高的报酬、和更好的工作条件。而这些行为有时会损害股东的利益。当并购能降低代理成本时，管理者为了保证自身获得最大收益，会实施并购的决策（Shleifer, 1989）。一般来说有两种方式可以解决代理问题，及市场机制或组织机制两方面的制度安排。通常的解决方案是二者相结合。管理者有时候会出于企业规模扩大动机，接受投资收益率低的项目。并购可以使企业规模迅速扩大，管理者有时会做出低收益率、与股东利益相悖的并购决策（Mueller, 1969）。与代理理论相关的是管理者自大理论。在企业经营良好的局面下，管理者容易自我膨胀，高估自己的分析、预判能力并低估市场风险，进而做出并购的决策（Roll, 1986）。

市场优势理论或市场势力理论认为企业并购是为了提高市场占有率，增强市场控制能力，弱化或减少竞争对手，增加长期盈利的机会。这一理论最早由

Manne (1965) 提出, 指出公司控制权是一项有价值的资产, 且其价值独立于其他因素。并购会提高市场控制力 (梁春辉, 2002)。行业巨头企业之间的并购会形成垄断, 使公司获得定价权, 从而获取高于平均水平的利润。即使未形成垄断, 并购形成的规模效应也会降低成本, 定价可以在低于平均利润价格的同时又高于自身边际成本, 市场进入的门槛就会增加, 从而进一步增强市场控制力。根据市场优势理论, 企业是出于控制经营环境的角度做出并购决策的, 且并购能降低竞争者数量, 提高市场集中度。

2.3 国外实证研究

大多数关于并购后绩效的研究都集中在财务绩效上: 对其影响因素以及如何衡量。也有学者将并购后的财务绩效作为评价并购结果的衡量标准 (Iankova, 2014)。一般来说, 跨国并购活动中会涉及到两个或两个以上的国家, 因此国家和企业之间的文化差异被认为是对并购后绩效产生影响的重要因素。这种影响首先会影响并购后整合的结果, 然后对企业的短期和长期绩效构成进一步的影响。文化差异的影响应结合整合方式的协同潜力及其对并购绩效的影响进行分析 (Weber, Tarba, and Reichel, 2011)。宏观文化差异是指国家间的文化距离 (Hasan, Ibrahim, and Uddin, 2016), 微观文化差异是指企业文化因素。收购企业与被收购企业之间的文化差异降低了被收购企业高管对新组织的承诺, 从而进一步伤害了并购绩效 (Shi, 2017)。公司的管理方法和结构也是学者们讨论的影响因素, 包括人力资源、管理者的领导素质 (Iankova, 2014)、所有权和广泛的监控器 (Boatang, Bi 和 Brahma, 2017; Firk 等, 2018)。并购可以看作是一种管理决策, 因此, 其绩效的衡量应将并购动机与这一决策联系起来 (Hassan, Ghauri, 和 Mayrhofer, 2018)。对于收购方的收购经验与其收购绩效之间的关系, 也有学者进行了讨论。Hutzschenreuter、Kleindienst 和 Schmitt (2014) 认为, 收购人的收购经验与其收购绩效之间的关系是替代性的, 可以由不同的因素调节。这些因素是可能对并购后绩效产生影响的内部因素。学者们讨论的外部因素包括公司的信用供给 (Blomkvist 和 Felixson)、财务顾问的声誉 (Bi 和 Wang, 2018; Lyu 和 Wang, 2020) 和政治关系 (Zhao、Ma 和 Hao, 2018)。

文化差异是当前研究中讨论的影响并购绩效的一个重要因素。Weber, Tarba,

and Reichel (2011) 认为, 文化差异的影响应该与整合方式的协同潜力相结合进行分析, 并分析其对并购绩效的影响。在他们的研究中, 建立了一个理论模型来分析这种综合效应, 该模型研究了不同文化特征的整合方法, 包括不确定性回避、男性化或女性化、权力距离以及个人主义或集体主义。他们的研究表明, 与其理想的整合类型最相似的国际并购比其他并购更有效, 具体的国家和企业文化特征应该与其整合方式的选择有关。Shi 等 (2017) 建立了一个整合模型, 研究组织文化差异对并购绩效的影响。收购企业与被收购企业之间的文化差异降低了被收购高管对新公司的投入性和工作积极性, 可能进而对并购绩效有不良影响。提高被收购员工的信任度和承诺度、收购企业文化的吸引力和被收购高管的自主权, 可以降低文化差异对并购绩效的负面影响。

Hasan、Ibrahim 和 Uddin (2016) 从制度距离的角度讨论了跨国并购中文化差异的影响。合适的制度环境通过降低信息不对称程度, 对收购企业和被收购企业的并购后绩效都很有价值。这些发现为研究万达电影的收购后绩效提供了一个重要的角度。此外, 这些研究结果综合了宏观经济层面和企业层面的文化因素。但是, 文化差异的影响大多是间接的, 会到达企业的其他行为, 如管理绩效, 然后通过财务绩效长期反映出来。因此, 文化差异的影响是难以衡量和评估的。

学者们研究的其他因素还有管理层、所有权结构、财务限制、以往的收购经验以及财务顾问的影响。管理者的领导素质、文化契合度、战略相似性和收购后的快速整合似乎是并购交易成功的关键 (Iankova, 2014; Firik, 2018)。Blmkvcist 和 Felixson (2018) 的实证结果显示, 在并购后 36 个月内, 财务不受约束的公司与财务受约束的公司相比, 具有更大的并购后绩效。Hutzschenreuter、Kleindienst 和 Schmitt (2014) 认为, 收购方的收购经验与其收购绩效之间的关系是替代性的, 因此收购方的经验与并购绩效之间并不存在确定的正负关系。此外, 具有较高的声誉关注度的财务顾问很可能帮助收购方选择更合适的目标, 达成较低的溢价, 并获得较好的短期业绩和较高的股东价值 (Lyu and Wang, 2020; Bi and Wang, 2018)。管理因素和所有权因素可能对万达电影的战略和决策过程产生影响, 因此为本论文提供了参考价值。财务约束和财务顾问的声誉问题属于外部因素, 因此对分析公司层面因素相对并购绩效的作用有限。

Hu (2016) 进行了一元回归分析和多元回归分析, 研究对并购后绩效有显著影响的微观层面因素。研究结果表明, 战略、组织整合和财务因素对收购后绩效有显著的正向影响。此外, 收购后绩效与收购溢价和竞标过程呈负相关, 与尽职调查过程呈正相关。Hu (2016) 的研究结果为本论文的收购后绩效理论假设和风险分析提供了有力的启发。赵等 (2015) 从盈利能力、经营能力和发展能力三个角度建立了关于并购绩效的灰色模型, 分析了并购绩效的关键影响因素, 发现所有权限制和高管薪酬会显著影响并购后绩效。但是, Zhao 等 (2015) 的研究样本来自于我国的国有企业, 因此对民营企业跨国收购的研究意义有限。

2.4 国内相关研究情况

国内的并购绩效相关研究的一大重点是并购绩效的影响因素。文化作为影响跨境并购绩效的重要因素, 宏观层面上体现为企业所在国家质检的制度距离和文化距离。武天兰和范黎波 (2020) 指出在我国政府在特定的环境下, 在并购中起到了重要作用, 国有企业的高管人员与政府的联系应该看成是一种对并购绩效有影响作用的特殊资源。经过实证研究, 武天兰和范黎波 (2020) 指出制度距离对并购绩效产生负向影响, 但是这种负向的影响可以被结构整合的中介作用所中和, 进而间接提升并购后的绩效。

郭庆 (2020) 检验了文化距离六个维度对企业跨国并购绩效的影响, 发现文化距离对企业跨国并购绩效的影响和对卖方企业的持股比例有关。在持股 100% 的企业中, 文化距离对跨国并购企业经营绩效的影响不显著, 并购方完全控股带来的正向效应抵消了文化距离的负面效应。在持股比例不足 100% 的企业中, 文化距离对企业经营绩效有明显的负面作用。文化差异越大, 负面效应越明显。

白雨帆和张琴 (2020) 从地理距离、文化距离和正式制度距离的角度分析了宏观因素对于中国企业跨国并购绩效的影响。地理距离的增加会从交易成本、监督和代理成本、信息不对称的层面对并购绩效产生潜在的负面影响。文化距离会影响并购后企业之间的沟通效率、员工适应当地文化的程度、以及并购后的企业管理和技术转移, 从而对并购后的整体绩效产生不利影响。正式制度距离主要包括法律规章等管制约束正式制度。并购双方所在国家的经济和法律制度差异越大, 越不利于为外来投资者创造宽松友好的投资环境, 而且与我国制度距离较大的发

达国家管制相对更加严格，对于在其国内投资的外来投资者会进行更加严格、范围更加宽广的审查与限制，增大了并购难度和并购后的经营难度，对我国企业的跨国并购绩效产生了潜在的不利影响。

刘凌宇、王鹏(2020)检验了并购模式对上市公司并购绩效的影响。结果发现，横向并购和纵向并购的并购绩效均呈现出先降低后缓慢增长的趋势。随着并购活动参与企业的逐步整合，横向并购产生的规模效应逐渐明显。而混合并购对企业并购绩效的提升作用主要表现为提高多元性、降低经营风险。张志芳(2020)从多元角度总结了上市公司并购绩效的影响因素，主要有并购规模，并购类型和公司性质。根据上市公司在不同生命周期的不同特征，并购分为要约收购、股权转让、股份回购、吸收合并和资产收购。其中资产回购会有效提升并购绩效。相比较而言，股权转让对并购绩效的影响不显著。从公司性质上来讲，公司的国有性质与企业的并购绩效成正比。娄磊、蒋海新和张翌(2020)选取了我国 2015-2017 年间实际发生并购交易的 200 加上市公司作为样本，研究上市公司并购绩效的影响因素，主要以 ROA 作为绩效的衡量标准。研究发现，并购活动和企业拥有的现金对当年的经营绩效有正面影响，国有股权占比对并购绩效存在负面影响。股权集中度较高的企业和有并购经验的企业在并购后绩效更佳。

王玉喜(2020)对于当前常用的几种财务绩效评价方法进行了总结和对比分析。目前学术界对于企业并购的财务绩效分析方法主要有以下几种：财务指标分析法、经济值增加法、事件研究法、平衡记分卡等方法。其中，财务指标法能清晰看出并购前后续效的变动情况，但是上市公司公布的财务数据无法排除粉饰数据的影响，其分析也有一定的主观性。经济增加值法和财务指标法有相同的优点，其缺点是仅考虑了企业的盈利能力，无法对企业进行综合分析。事件研究法的优点是股价在完善成熟的资本市场中能及时有效的反映公开信息，其缺点也与我国证券市场发展不成熟有关，投资者容易受到其他信息的干扰，做出非理性的决策。其次，事件研究法也只能反映并购事件对企业的短期影响。平衡记分卡从财务和非财务的角度分析企业的战略规划，同时考虑企业的长期和短期绩效。但是其缺点是财务数据以外的其他数据难以获得，整体的平衡记分卡体系难以构建。

2.5 文献述评

对于并购动机的相关理论，国内外学者的讨论方向基本一致，都是从降低交易成本、获取协同效应、增强公司的市场优势、公司价值被低估、代理人动机等方面来研究的。

对于并购绩效相关研究，海内外学者都认为文化差异可以很大程度上影响并购后的绩效。且文化差异主要影响并购整合的效果，从而进一步影响并购绩效。国内研究者对于宏观文化差异的讨论程度更高。大多数国内学者对于文化差异的解读都是从地理距离、制度距离、文化距离等宏观层面出发的。其中，制度距离和文化距离是国内学者关注的重点。国外学者对于文化差异的影响更多地集中在微观层面。Weber, Tarba, and Reichel (2011) 和 Shi (2011) 的研究重点都集中在企业文化差异或组织文化差异对并购后的整合产生了那些方面的效应或影响。这些学者建立了整合模型，来研究微观上的企业文化差异影响并购整合效果的具体层面，并针对每个层面提出了在组织文化上或管理模式上改善并购整合效果的建议，例如提高被收购公司员工的信任度和承诺度、高管的自主权等。

国外学者提出的其他影响并购整合的因素也更加集中于微观和细节层面，例如管理层与所有权结构、财务自由度、以往收购经验、财务顾问的声誉等。这些在国内学术界的对于文化差异的讨论中是很少见的因素。国内学者对于其他影响并购绩效的因素的讨论则更多地集中在相对来说更加宏观的因素上，例如并购模式，以及更符合国内上市公司特点的因素，例如公司的国有性质等。

3 万达集团海外连续并购简介

3.1 并购方简介

万达集团最初在 1988 年成立于辽宁省大连市，是王健林创办的住宅房地产公司。现在的万达集团经过 30 年发展，成为了拥有商管、文化、地产、投资四大产业集团，涉及建筑、工业制造、娱乐媒体、金融服务、医疗保健等多个领域的多元化发展的世界一流跨国公司。

万达成立之初专注房地产开发和销售领域，并在行业中脱颖而出。2000 年，

在房地产领域崭露头角的万达决定企业战略转型，住宅地产和商业地产两条腿走路。2009年，万达确立文旅产业为集团的新发展重点，拓展新发展空间，增加新的利润增长点。2012年，万达在十年战略发展目标中加入跨国发展规划，朝着世界一流的中国民营企业的目标前进。同年，万达并购了美国 AMC，并正式成立了万达文化产业集团，在电影院线、影视制作、舞台演艺、电影科技娱乐、主题公园、文化旅游等 10 个行业展开经营。成功收购美国 AMC 使万达成为全球最大的电影院运营商，也是万达电影产业国际化的重要标志。

美国 AMC (AMC Entertainment Holdings, Inc.) 成立于 1920 年，是美国历史悠久的影院经营公司，是美国家喻户晓的影院品牌。万达集团在 2012 年收购了 AMC 全部的股权与债务，总交易金额高达 26 亿美元。此时的 AMC 是北美第二大院线，在影厅服务方面有许多独创的经营理念。此次收购是万达在影院领域拓展海外市场份额的重要一步，也为万达集团在影视行业开拓其他区域市场做了铺垫。首先，收购 AMC 是万达向着十年战略目标中成为世界一流跨国企业迈出的实质性的一步。其次，万达集团意图在 2020 年占据全球电影市场 20% 的份额。AMC 院线和万达院线分别位居世界第二和亚洲第一，万达并购 AMC 使得其向自身的市场份额战略目标迈出重要一步。再次，经过万达对于 AMC 管理结构和激励模式的调整，AMC 在 2013 年成功扭转经营不良的态势并成功上市，在之后的几年里实力大涨，作为多个并购案交易的实际买方在美国本土和海外进行了扩张，成为了万达在全球电影市场中发展的重要基础。

3.2 被并购方简要介绍

3.2.1 卡麦克影院 (Carmike Cinemas)

卡麦克影院 (Carmike Cinemas) 是美国一家电影院线，总部位于美国乔治亚州哥伦布。截止 2016 年 3 月，Carmike 在美国 41 个州共拥有 276 家影院，2954 块银幕，是美国第四大电影院。Carmike 的影院主要经营与人口不足 20 万的农村或郊区。

卡麦克影院通过市场细分的方式有效应对了美国各大连锁影院公司所带来

的同业竞争威胁。卡麦克在其主要市场美国，树立并宣传了“美国的故乡影院”的品牌定位，与此同时将自身的影院地点布局规划在了美国的中小型农村市场中。相对于城市居民，该地区人们对于娱乐方式的选项较少。把主要的关注点放在农村市场中，是一种有力的竞争策略。此外，在农村地区，因为影院数量较少，行业竞争激烈程度相比城市地区又要小了很多。卡麦克的影院选址也为其降低了在同一地区的同业竞争威胁。相关经营指标也体现了卡麦克这一战略的正确性。在 2013 年第三季度，卡麦克的上座率提高了 5.6%，同期的观影人次也提高了 23.3%。

对于 AMC 来说，收购卡麦克的主要预期战略目标有以下几点。

第一，扩展 AMC 在美国境内的版图，多样化经营，从而加强合并后的公司在有限的重叠地域下的票房收入增长潜力。AMC 的影院主要分布在美国各大城市，而卡麦克主要在乡村市场地区经营影院。此举意在为 AMC 增加具有互补性的地理分布与客源特征的影院。

第二，将 AMC 成熟的客户体验战略扩展到卡麦克所带来的互补市场上的数百万新客户中去，可以为 AMC 创造新的增长机会。

第三，根据该次并购的相关财务预测，AMC 与卡麦克的并购交易预计将在 2017 年及以后带来每股自由现金流的增值（不包括一次性交易相关费用），并且预计每年可以产生约 3500 万美元的成本协同效应并购的本身是两个组织在一定程度上的合并经营。

3.2.2 欧典（Odeon & UCI）院线集团

欧典电影院线集团（Odeon & UCI Group）是欧洲最大的电影运营商。Odeon 是欧典院线集团旗下的一个影院品牌，创立于 1928 年。在 2004 年，Odeon 的控股母公司泰丰资本将 Odeon 与欧洲的另一家院线公司 United Cinemas International 合并，诞生了 Odeon & UCI，成为了欧洲最大的连锁院线公司。

对于 AMC 来说，收购 Odeon & UCI 的主要预期战略目标有以下几点。

第一，通过将 AMC 的客户体验策略引入 Odeon & UCI，提高其上座率和总收入。AMC 的客户增长战略是该措施的重点，同时也将进一步发展欧典影院的创新

营销、客户关系管理、定价等方面的专业经验与知识。

第二，丰富 AMC 的经营版图。Odeon & UCI 的主要经营范围包括英国和欧洲大陆的部分国家。完成收购之后，AMC 在八个国家经营 636 家影院，拥有 7632 块银幕，成为了世界上最大的影院经营公司，地理位置特征和客源特征更加互补，发展潜力大大增加。

第三，Odeon & UCI 借助其在欧洲强大的经营基础和市场地位，为 AMC 提供了未来国际化增长的平台，同时可以为 AMC 在美国境内的扩张战略提供稳定支撑。

3.2.3 北欧电影集团（Nordic Cinemas Group）

Nordic 电影集团是一家瑞典院线公司，在瑞典、挪威、芬兰、爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛六个国家拥有 103 家电影院和 590 家电影院。2017 年，Nordic 院线公司被美国 AMC 收购，并被合并入旗下子公司 Odeon 院线公司，成为了 Odeon 院线集团的一个子品牌。

北欧影院公司是北欧和波罗的海地区具有强大经营实力的一家连锁影院公司，在将近 50 个大中型城市中一共经营 68 家影院，拥有 463 块银幕，旗下共拥有七个影院品牌。截止 2016 年 9 月 30 日的过去 12 个月里，北欧影院集团的总收入达到了月 3.75 亿美元，这 12 个月期间的经营利润率甚至超过了 AMC 的利润率。

收购北欧影院的主要战略动机有以下几点。

第一，北欧影院经营状况良好，未来所需的资本投入很小，作为并购标的将为 AMC 实现正向的并购后协同效应。北欧影院盈利能力强，具有优秀的经营利润率指标和自由现金流指标，多年来保持良好的增长趋势，旗下影院总体上状况良好。同时，两家影院的高管队伍将会合并，带来正向的管理协同效应。同时，AMC 披露此次收购预计将实现约 500 万美元的年度成本协同效应。

第二，进一步扩大市场份额。通过对于北欧影院集团的收购，AMC 在全球的市场地位得到了巩固，拓展了在欧洲发展的平台和发展机会。同时，AMC 的整体规模和多元化程度也得到了提升。

3.3 并购的背景与动因

本文所讨论的万达集团连续三次的海外并购也是万达集团在文化产业领域中进行国际化发展的重要步骤。文化产业自 2010 年开始被列入国家战略性支柱产业中。国家从 2012 年开始密集出台层次越来越高的文化产业支持政策，文化产业逐渐上升到国家战略层面。文化部也在 2016 年出台了鼓励我国文化产业走出去的相关政策，支持我国企业在文化产业领域中积极参与国际竞争。对于万达集团自身来说，在 2015 年年末，万达旗下各板块均超额完成增长任务。其中万达文化集团已经成为了在品牌影响力、收入规模、国际化程度各方面都领先的中国文化产业领军企业。对于实现向轻资产转型、大力发展文化产业、扩大海外产业规模这三项战略发展目标，万达集团已经做好了充分的准备。

万达的海外子公司美国 AMC 娱乐，是本文所讨论的万达三次海外并购交易的实际交易主体。万达通过 AMC 进行次三次并购有如下原因。首先，AMC 是万达文化集团下属的一个重要的海外子公司。完成次三次并购可以实现 AMC 在美国本土及海外市场中的扩张，推动 AMC 成为国际上影院经营行业中的领军企业。其次，从万达国际化扩张的宏观环境来说，还有两点原因。第一，截止 2016 年第四季度，中国已经连续 11 个季度面临持续的资本和账户逆差，中国企业在此时的海外投资倾向因此受到了一定程度上的扼制。万达选择 AMC 作为次三次并购的最终执行者，规避资本出海的监管是重要原因之一。第二，由于万达集团在美国好莱坞已有的投资和已公布的未来投资意向，西方对万达继续进军国际电影产业产生了一些恐慌情绪。而且对于本文所讨论的三家并购标的企业来说，美国 AMC 与他们的企业文化、管理风格相比大连万达更为相似。更近的文化距离和相近的企业文化让 AMC 与三家卖方公司的并购谈判和并购后的整合更加流畅，也提高了并购整合的效率和成功率。

3.4 万达集团海外连续并购过程简介

本文所研究的万达集团海外连续并购的案例，具体是指万达集团旗下的 AMC 影院于 2016 年和 2017 年先后并购了卡麦克影院公司(Carmike Cinemas Inc.)、欧典影院公司(Odeon&UCI)、以及北欧影院公司(Nordic Cinema Group)的三

次海外并购案例。

下表 3.1 是三次海外连续并购的过程简述。

表 3.1 万达集团海外连续并购过程简述

2016. 3. 4	万达集团确认称，旗下 AMC 院线将出资 11 亿美元并购美国卡麦克院线。
2016. 7. 12	万达旗下 AMC 娱乐公司宣布已达成一项最终协议，将以大约 9.12 亿英镑（包括 5 亿英镑的股权，75%的现金和 35%的股票对价）的交易价值收购 Odeon & UCI。该交易预计与 2016 年 12 月 31 日完成。
2016. 7. 25	AMC 宣布提高对卡麦克的收购价格从 11 亿美元提高至 12 亿美元。
2016. 10. 19	英国竞争与市场部门针对 AMC 收购欧典影院展开反托拉斯调查。
2016. 11. 15	卡麦克影院的股东批准了同 AMC 的并购交易。
2016. 11. 30	AMC 宣布已经完成了从泰丰资本处收购欧典影院的交易。同时，AMC 将欧典影院 (Odeon & UCI) 更名为欧典院线集团 (Odeon Cinemas Group)。
2016. 12. 15	根据美国司法部的反托拉斯清算决定，AMC 剥离其与卡麦克院线公司重合的 15 个地理区域的影院。
2016. 12. 22	AMC 宣布已完成对卡麦克影院的并购，交易价格约为 11 亿美元，
2017. 1. 23	AMC 娱乐宣布以约 9.21 亿美元的价格收购北欧院线集团。
2017. 3. 21	AMC 对北欧院线集团的并购获得了欧盟委员会的反垄断许可。
2017. 3. 28	AMC 娱乐宣布已完成对于总部位于斯德哥尔摩的影院运营商北欧院线集团的收购。AMC 以现金交易完成了 6.519 亿美元的收购，其中包括支付股权价值利息和偿还股东贷款。AMC 还偿还了北欧院线集团约 3.125 美元的负债。

4 万达通过 AMC 进行海外连续并购的短期绩效分析

4.1 事件研究法简述

本文采用事件研究法来讨论万达三次海外连续并购的短期绩效。

事件研究法被集中用于探讨某一特定事件（例如兼并、收购、收益公告、再融资行为、或上市公司的其他重大事项）的信息公开和发生对股票价格（或企业价值）带来的影响，可以通过考察事件前后股票的异常收益率（AR）和累计异常收益率（CAR）的变化来判断事件的影响。

事件研究法在 Fama、Fisher、Jensen 和 Roll（1969）的论文中被提出，用于衡量某一行为或事件对证券价格的影响。Fama 等（1969）论文的研究重点是研究普通股价格对股票分割所隐含的信息进行调整的过程。然而，这篇论文开启了会计学、经济学、金融学等许多学科的方法论革命，因为事件研究法在这些学科中也被广泛用于研究某一事件前后的价格表现，如会计规则的改变、股利公告等。一般来说，事件研究法的使用主要有两个原因：一是为了检验在有效市场假说的假设下，市场对信息的反应，二是为了研究某个事件对公司证券持有人财富的影响。除了公司特有的事件外，事件研究法也被研究者们采用，从宏观经济环境的层面来考察事件的影响。

本文中所使用的事件研究包括如下几个步骤：定义事件与窗口期、选择估计正常收益（或预期收益）的模型、估计异常收益、对异常收益进行显著性检验、通过延长估计窗进行稳健性测试、对实证结果进行总结和解释。

基本上，事件研究法是研究某一特定时间对目标公司或整个市场的影响。对于所研究的相应公告或事件的类型应该有清晰的界定。在本文中，事件研究法所考虑的事件界定为并购公告的发布。



图 4.1 窗口期划分

如上图所示，事件研究法中涉及的窗口区间包括估计窗、事件窗和事后窗。0时刻为事件发生的时点，在本文的事件研究中定义为三次并购的公告日。

T_1 至 T_2 的区间为事件窗 T_0 至 T_1 的区间为估计窗。 T_2 至 T_3 的区间为事后窗。设定估计窗的目的的估计股票的正常收益或估计正常收益模型中的参数。本文的估计窗设定为 90 个交易日。 T_0' 至 T_0 的区间为稳健性测试延长期，在本文中设定

为 60 天，目的是延长稳健性测试中的估计窗。

事件窗是考察股票价格对事件是否有异常反应的时期，其长度取决于研究目的。本文的事件窗设定为 30 个交易日，即 $t = 0$ 时点 ± 15 个交易日。

事后窗的作用主要是考察股价或公司价值在长期内是否有异常变化，多用于研究某一事件的长期影响或长期表现。Khotari 和 Warner (2006) 认为，事件窗口和事件后窗口可以结合起来，一起称为事件窗口。他们还认为，短期事件研究已经相对成熟，而长期事件研究仍需进一步完善。本论文的事件研究将集中在短期绩效的评价上。因此，只定义了估计窗口和事件窗口的具体长度。

4.2 事件定义与事件期划分

下表 4.1 为万达集团海外连续并购的事件期划分。

表 4.1 万达集团海外连续并购的事件期划分

		稳健性测试延长期	估计窗	事件窗
卡 麦 克 院 线 并 购	万 达 电 影	2016.2.24~2016.6.3, 万达电影经历资产重组, 股票停牌, 无法测算事件窗内股票是否存在异常收益。		
	AMC 娱 乐	2015.10.8~2016.2.17, 共 90 个交易日	2016.2.11~2012.3.28, 围 绕 2016. 3. 4 的±15 个交 易日。	2015.7.15~2015.10.7, 共 60 个交易日。
欧 典 院 线 并 购	万 达 电 影	2015. 4.27~2015.5.13, 及 2015.7.15~2015.9.22, 共 60 个交易日。股票停牌期 已被排除。	2015.10.12~2016.2.22 , 共 90 个交易日。股票停 牌期和资产重组导致的 异常波动期已被排除。	2016.6.20~2016.8.2 , 围 绕 2016. 7. 12 的±15 个 交易日。
	AMC 娱 乐	2015.11.12~2016.2.9, 共 60 个交易日。	2016.2.10~2016.6.17, 共 90 个交易日。	2016.6.20~2016.8.2 , 围 绕 2016.7.12 的±15 个交 易日。
北 欧 院 线 并 购	万 达 电 影	2016.5.23~2016.8.16, 共 60 个交易日	2016.8.17~2016.12.29 , 共 90 个交易日。	2016.12.30~2017.2.20 , 围绕 2017.1.23 的±15 个 交易日。
	AMC 娱 乐	2016.5.26~2016.8.19, 共 60 个交易日。	2016.8.22~2016.12.28 , 共 90 个交易日。	2016.12.29~2017.2.13 , 围绕 2017.1.23 的±15 个 交易日。

4.3 正常收益和异常收益的测算

在估计事件期内的股票异常收益 (AR) 之前, 应该先确定如何估计股票的正常收益 (或预期收益)。因为异常收益是指事件窗内的股票实际收益与正常收益之差, 即:

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - \widehat{R}_{it}$$

R_{it} 是指实际收益, 即事件窗内股票收益的观测值。 \widehat{R}_{it} 是指股票期望收益率的正常值, 由所选的股票收益模型测算得出。 ε_{it} 指异常收益, 也是股东财富在窗口期内的变化值。

在计算股票正常收益之前, 应先确定估计正常收益的模型。本文采用市场模型来估计万达电影和 AMC 娱乐股票的正常收益。市场模型对于单个股票的正常收益估计公式如下:

$$\widehat{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

其中, \widehat{R}_{it} 和 R_{mt} 分别代表股票 i 和市场组合在事件窗中的正常收益率, ϵ_{it} 为随机扰动项。 α_i 和 β_i 为市场模型的参数, α_i 可以由均值收益模型估计出, β_i 代表股票 i 发行公司的贝塔系数, 由市场公开数据可得。本文中万达电影和 AMC 娱乐的贝塔系数均由雅虎金融收集获得, 市场指数分别选择标普 500 指数与沪深 300 指数, 万达电影与 AMC 娱乐的历史价格由雅虎金融公开历史数据收集而来。

在用所选模型估计出正常收益之后, 事件窗内的每日异常收益经过加总, 可以得出事件窗内的累计异常收益 (CAR)。公式如下:

$$AR_t = R_{it} - \widehat{R}_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (1)$$

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AR_t, T_1 \leq t_1 < t_2 \leq T_2 \quad (2)$$

其中:

AR_t 是指单个股票在时点 t 的异常收益;

$CAR(t_1, t_2)$ 是指在整个 (t_1, t_2) 的事件窗期间内的累计异常收益, 也是异常收益的时间序列加总。

计算出异常收益之后, 需要对其进行显著性检验。本文将使用 SPSS 进行 T 检验讨论异常收益的显著性。检验中的零假设通常是 AR (或 CAR) 为零; 备测假设为 AR (或 CAR) 不为零。通过以上步骤, 可以得出事件研究的实证结果。有文

献提出,实证结果可能会受到样本选择的影响。Sorescu、Warren 和 Ertekin(2016)认为,由于企业刻意做出了事件背后的决策,而投资者很少知道,因此企业自我选择事件类别会导致选择偏差。

在事件研究方法的基础上,本文将进一步对三次海外并购事件进行稳健性测试,具体方法是将估计窗延长至 150 天,事件窗不变。以此来进一步检验事件研究的结果。稳健性测试的目的在于通过扩展数据的时间长度(在本文中体现为扩展估计窗的长度)来检验研究结论。

4.3.1 并购卡麦克院线的短期绩效

围绕并购公告日前后 15 天的窗口期,恰逢万达电影交易停牌,无法测算并购公告对万达电影股票价格异常收益的影响。因此该次并购的短期绩效只能通过 AMC 股票的异常收益来讨论。

对于 AMC 娱乐在卡麦克院线并购公告事件窗内形成的异常收益(AR)和累计异常收益(CAR),先后进行估计窗为 90 天和 150 天的测算。其中,后者为延长了估计窗的稳健性测试。结果分别如下。

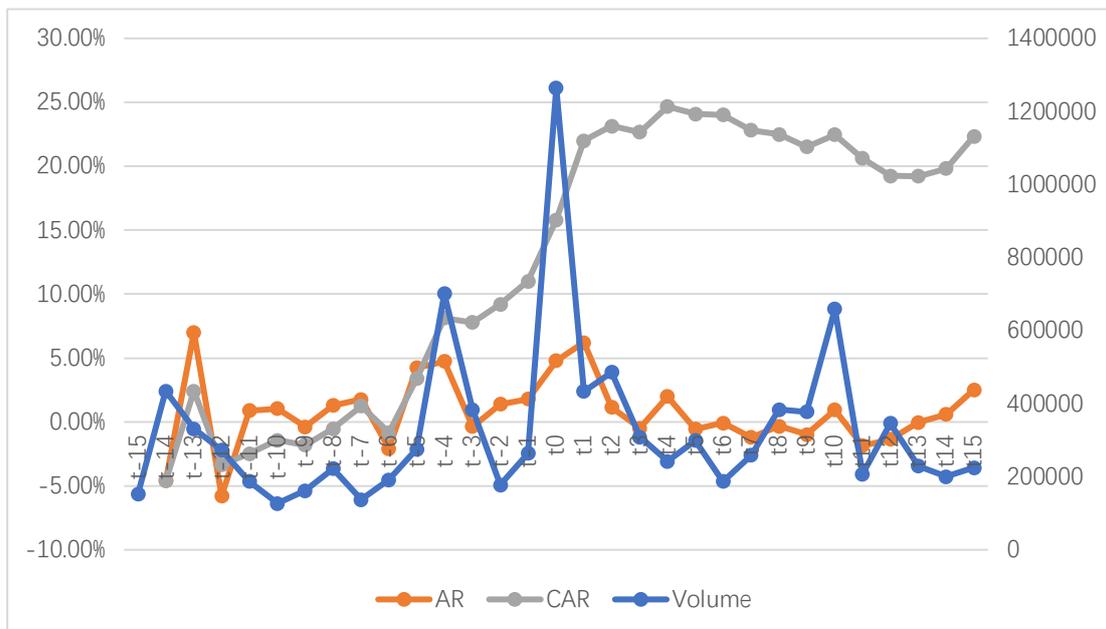


图 4.2 卡麦克并购公告窗口期内, AMC 的交易量、AR、CAR 示意图;

注: 90 交易日的估计窗。

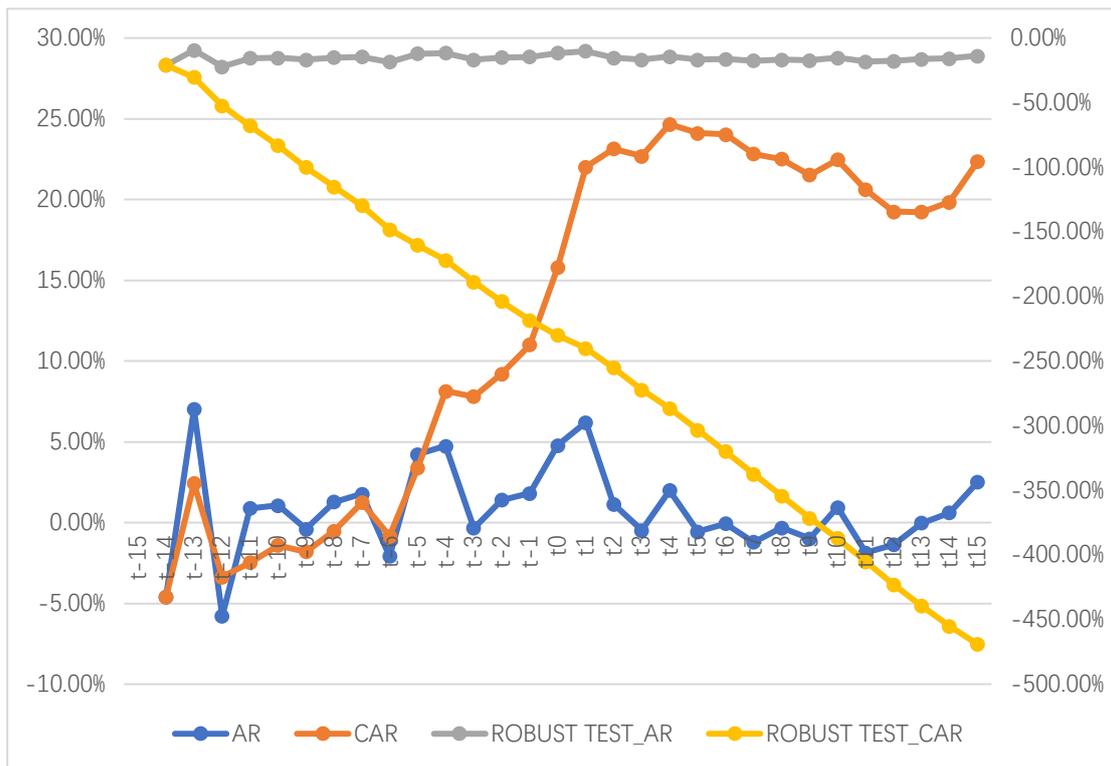


图 4.3 卡麦克并购公告窗口期内，AMC 的 AR、CAR 示意图；

注：150 交易日的估计窗。

从图 4.2 中可以看出，在公告日 t0 之后的一个交易日内，异常收益有短暂的提升，在 t2 之后回落到平均水平。从数值趋势上看，累计异常收益的总体水平在 t0 之后有显著的提升。股票交易量在公告日前后的±1天内也有极大增长，在 t2 之后回落到平均水平左右。

图 4.3 中显示，稳健性测试中的异常收益在 t0 前后几乎无明显波动，仅有微乎其微的增长。累计异常收益的总体趋势也与 90 天估计期的结果有很大区别。

对两次测算中的累计异常收益进行单样本 t 检验，结果均显示 P 值为 0，小于 0.05。说明两次测算中的累计异常收益和 0 均有显著差异。尽管稳健性测试中异常收益和累计异常收益的总体趋势和前次测试中有着很大区别，并购公告对于 AMC 的股票在事件窗内的收益仍然具有显著的影响。

4.3.2 并购欧典院线的短期绩效

4.3.1.1 AMC 娱乐的短期绩效

估计窗为 90 交易日和 150 交易日的两次测算结果如下所示。

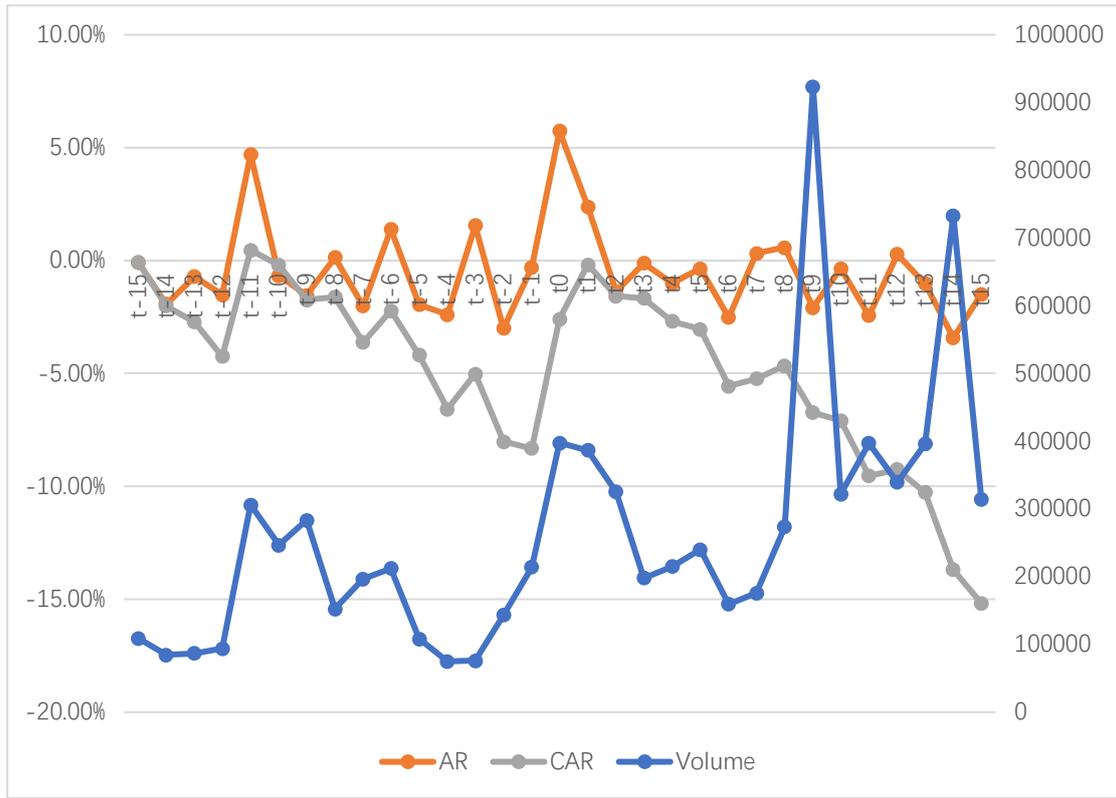


图 4.4 欧典并购公告窗口期内，AMC 的交易量、AR、CAR 示意图；

注：90 交易日的估计窗。

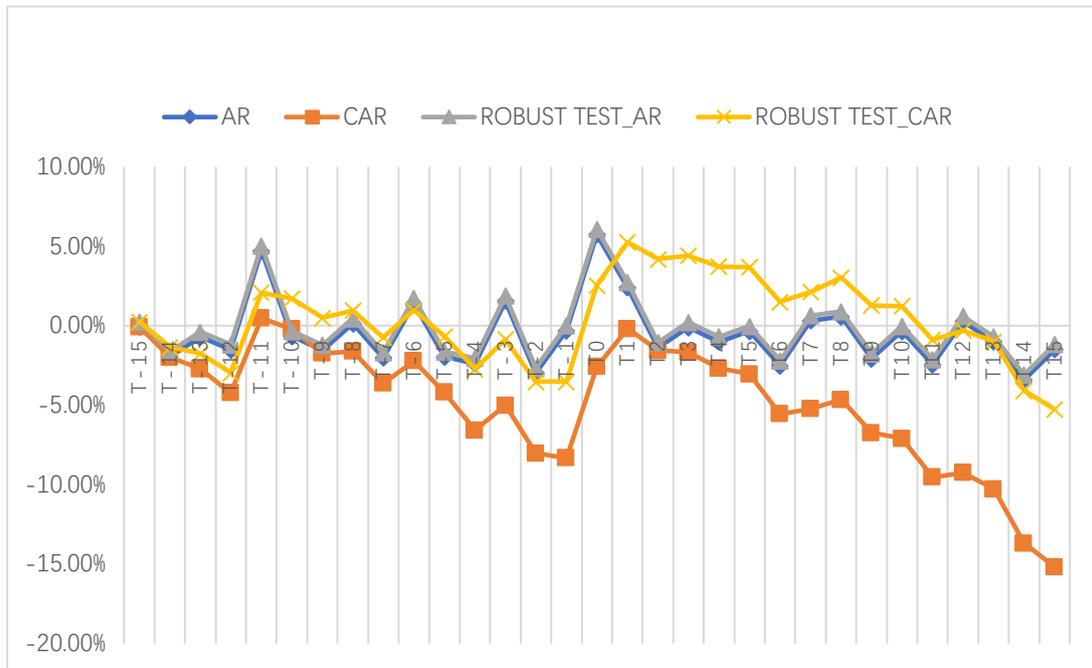


图 4.5 欧典并购公告窗口期内，AMC 的 AR、CAR 示意图；

注：150 交易日的估计窗。

从图 4.4 来看，在 t0 前后的±1个交易日里，异常收益和累计异常收益均有较为明显的提升，随后在 t2 之后回归到平均水平左右。股票交易量在 T0 前后也显示出了较大的波动。图 4.5 中，异常收益和累计异常收益的总体趋势均显示出与先前测试相同的走向。两个异常收益曲线均在 t0 前后±1 个交易日里显示出明显的提高。累计异常收益曲线均在 t1 出现峰值，并在之后逐渐回落至平均水平。

90 交易日的累计异常收益的 T 检验结果显示 P 值小于 0.05。因此，应该拒绝零假设，接受备测假设。结果显示欧典院线的并购公告对 AMC 股票价格的异常波动有显著影响。对稳健性测试中的累计异常收益进行单样本 T 检验，结果显示 P 值大于 0.05。因此，在 5%的显著性水平下，无法拒绝零假设。稳健性测试中的累计异常收益的显著性并不高。

4.3.1.2 万达电影短期绩效

90 天估计窗的首次测算与 150 天估计窗的稳健性测试中，事件窗内异常收益和累计异常收益的测算结果分别如下。

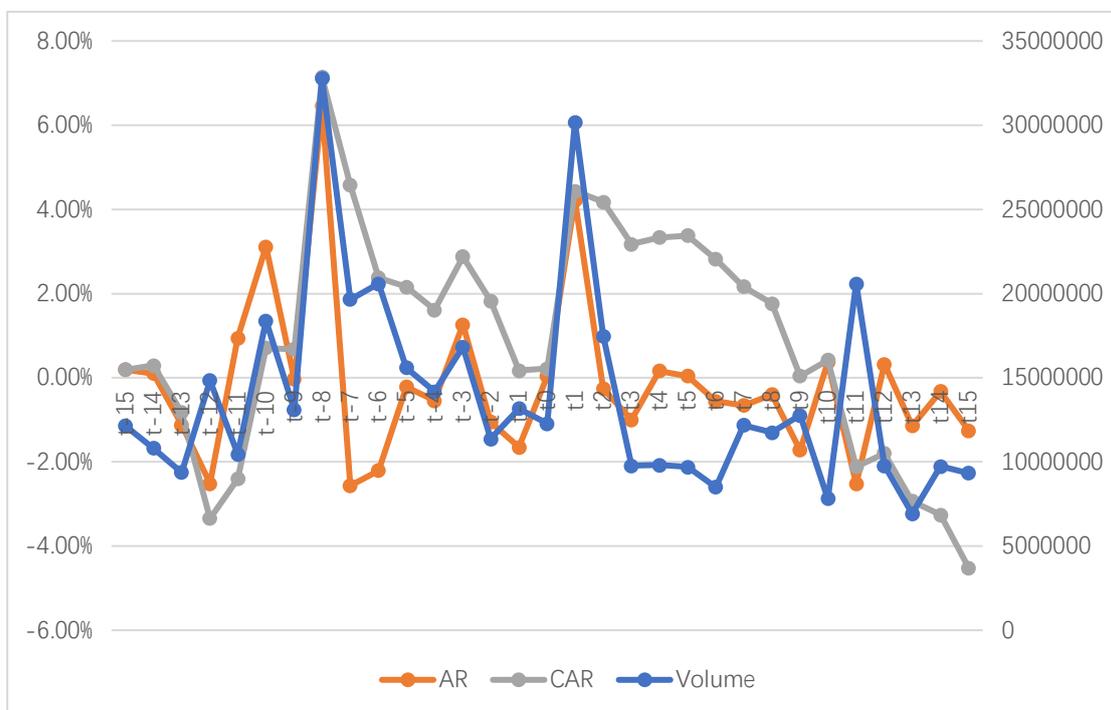


图 4.6 欧典并购公告窗口期内，万达电影交易量、AR、CAR 示意图；
注：90 交易日的估计窗。

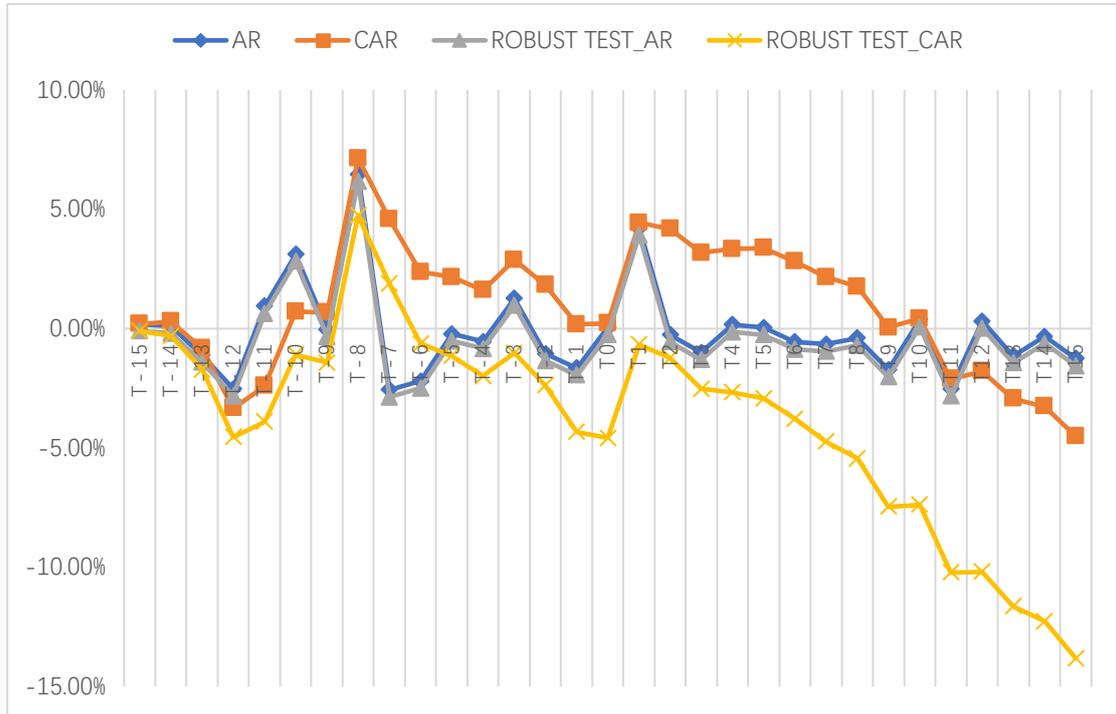


图 4.7 欧典并购公告窗口期内，万达电影 AR、CAR 示意图；

注：90 交易日的估计窗。

图 4.6 显示，万达电影的股票交易量、异常收益以及累计异常收益在 t0 前后的变化趋势相同，均在 t1 时点出现了较高水平的数值，然后在 t3 时点回落到平均水平附近。与 AMC 娱乐的股票表现不同的是，万达电影股票的异常表现是在 t1 出现峰值，而不是 t0。图 4.7 中，异常收益和累计异常收益与之前测试中表现出了类似的趋势。最高点和次高点在同一天，即 t8 和 t1。二者均在 t3 过后的交易日里回落至凭据水平附近。

对万达电影两次测算结果中的累计异常收益进行单样本 T 检验。90 交易日的 T 检验的 P 值为 0.061，大于 0.05。因此，在 5%的置信水平下，我们应该接受零假设，即 CAR 值与零的差异不显著。也就是说 CAR 值不能完全反映该事件在事件窗口中是否对万达电影的股价产生影响。150 交易日的 T 检验结果中 P 值为 0，小于 0.05，说明累计异常收益与 0 之间的差异是显著的，稳健性检验中的累积异常收益可以说明公告对万达电影的股票收益波动有影响。

4.3.3 北欧院线并购短期绩效

4.3.3.1 AMC 娱乐短期绩效

估计窗为 90 交易日和 150 交易日（稳健性测试）的事件窗内异常收益和累计异常收益的测算结果如下。

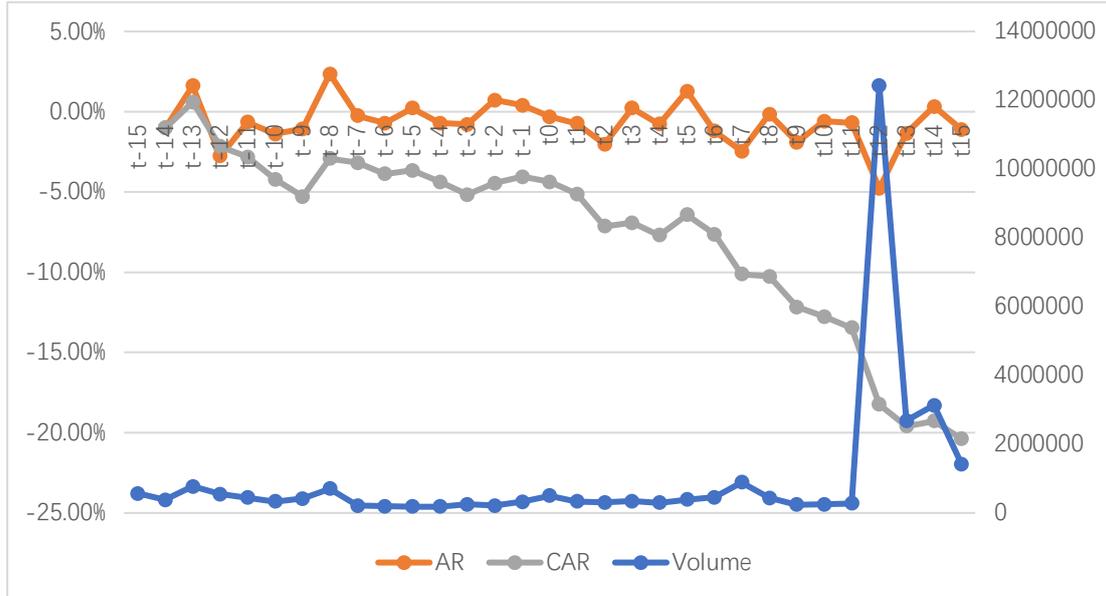


图 4.8 北欧院线并购公告窗口期内，AMC 交易量、AR、CAR 示意图；

注：90 交易日的估计窗。

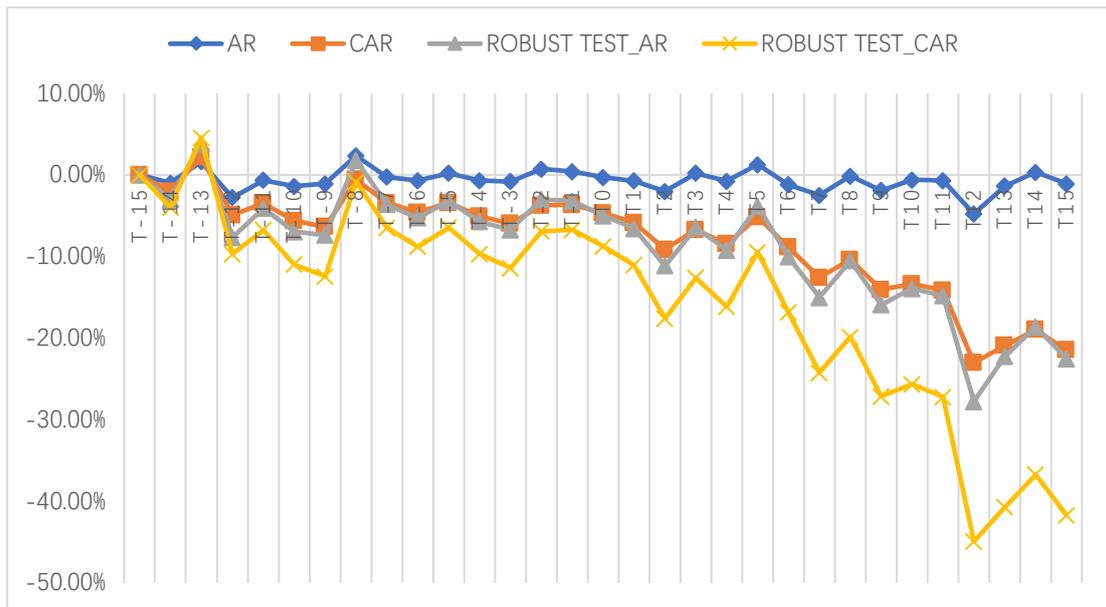


图 4.9 北欧院线并购公告窗口期内，AMC 的 AR、CAR 示意图；

注：150 交易日的估计窗。

图 4.8 中, AMC 娱乐股票的异常收益、累计异常收益以及股票交易量并没有在公告日 t_0 前后发生明显的波动。从这三个指标的大致变化趋势中无法看出并购公告为 AMC 娱乐的股东带来了股票的异常收益。图 4.9 看出, 稳健性测试中异常收益与累计异常收益曲线与先前测试中变化趋势相近。两次测试中, 异常收益与累计异常收益均没有在 t_0 附近显示出较为明显的提高。说明事件研究法对本次公告事件的研究具有稳健性。

对万达电影两次测算结果中的累计异常收益进行单样本 T 检验。

90 交易日累计异常收益的 T 检验结果显示 P 值小于 0.05。因此, 应该拒绝零假设, 接受备测假设。虽然异常收益和累计异常收益的折线图并没有反映出并购公告为 AMC 娱乐的股票带来了异常收益, 但显著性检验的结果说明累计异常收益是显著的。这种结果出现的原因很大程度上是因为累计异常收益是负值。从负值的角度与零存在显著区别。150 交易日累计异常收益 T 检验结果显示 P 值小于 0.05。因此, 应该拒绝零假设, 接受备测假设。出现该结果的可能原因同上, 累计异常收益从负值的角度与零有显著差异。此种差异并不能证明并购公告对 AMC 娱乐的股票价值有显著的影响。

4.3.3.2 万达电影短期绩效

估计窗为 90 交易日和 150 交易日 (稳健性测试) 的事件窗内异常收益和累计异常收益的测算结果如下。

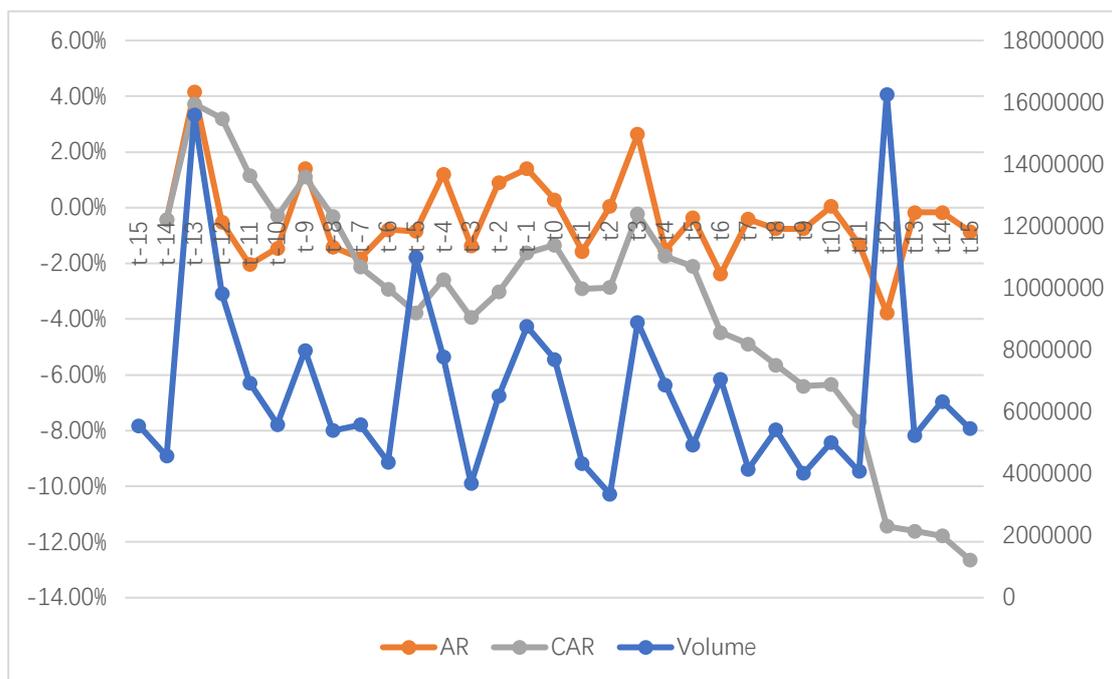


图 4.10 北欧院线并购公告窗口期内，万达电影交易量、AR、CAR 示意图；
注：90 交易日的估计窗。

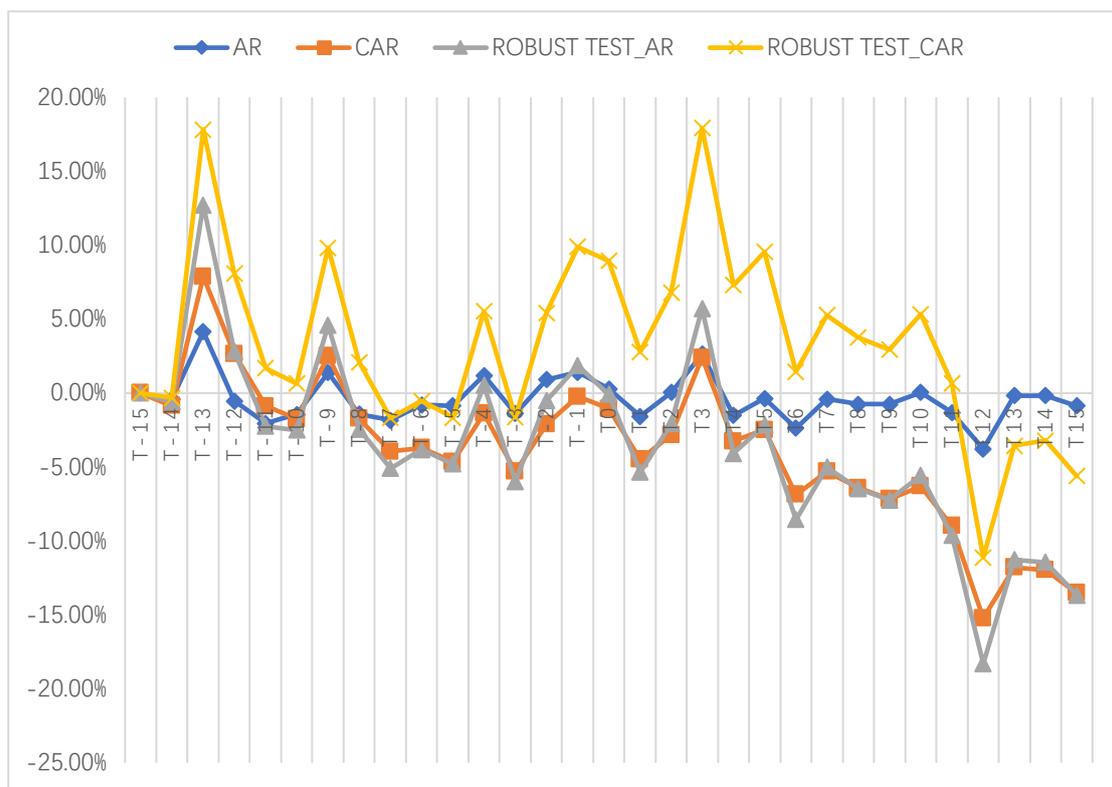


图 4.11 北欧院线并购公告窗口期内，万达电影 AR、CAR 示意图；
注：150 交易日的估计窗。

从图 4.10 来看，万达电影的股票交易量，异常收益以及累计异常收益并没有在公告日 t_0 前后发生增加，而是在 t_3 前后 ± 1 个交易日中出现了明显但是不突出的增长，而后在 t_4 之后回归到平均水平附近。从图 4.11 来看，稳健性测试中的异常收益和累计异常收益变化趋势与先前测试基本相同。四个指标都在 t_3 前后出现了正向的波动。

对两次测算结果进行显著性检验。90 交易日的 T 检验结果显示 P 值小于 0.05。因此，应该拒绝零假设，接受备测假设。虽然异常收益和累计异常收益并没有在公告日前后出现增长波动，而是在 t_3 前后出现波动，根据 T 检验的结果，这种波动带来的累计异常收益的正向增加也有可能是并购公告效应引起的。

150 交易日（稳健性测试）T 检验结果显示 P 值小于 0.05。因此，接受备测假设。稳健性测试中 T 检验的结果再一次支持了事件窗中 t_3 前后出现的万达电影股票的正向波动可能是由于并购公告效应引起的结论。

4.4 短期绩效中的参数估计结果和 T 检验结果补充

表 4.2.1.1. 短期绩效中的参数估计结果和 T 检验结果补充

		AMC 娱乐	万达电影
正常收益模型估计结果	卡麦克并购	$R_{it} = -0.0022 + 1.72R_{mt}$	
	卡麦克并购稳健性测试	$R_{it} = 0.1616 + 1.72R_{mt}$	
	欧典并购	$R_{it} = 0.0037 + 1.72R_{mt}$	$R_{it} = -0.0008 + 0.43R_{mt}$
	欧典并购稳健性测试	$R_{it} = 0.0005 + 1.72R_{mt}$	$R_{it} = 0.0022 + 0.43R_{mt}$
	北欧并购	$R_{it} = 0.0002 + 1.72R_{mt}$	$R_{it} = 0.0036 + 0.43R_{mt}$
	北欧并购稳健性测试	$R_{it} = 0.0016 + 1.72R_{mt}$	$R_{it} = -0.0033 + 0.43R_{mt}$
T 检验结果	卡麦克并购	$P 值 = 0.000$	
	卡麦克并购稳健性测试	$P 值 = 0.000$	
	欧典并购	$P 值 = 0.000$	$P 值 = 0.061$
	欧典并购稳健性测试	$P 值 = 0.524$	$P 值 = 0.000$
	北欧并购	$P 值 = 0.000$	$P 值 = 0.000$
	北欧并购稳健性测试	$P 值 = 0.000$	$P 值 = 0.000$

4.5. 万达通过 AMC 进行海外连续并购的短期绩效评价

本章节对于万达集团的连续三次海外并购的短期绩效分析，基于万达集团的两家上市子公司：AMC 影院和万达电影，采用事件研究的方法，对于并购绩效进行了分析。

由于万达电影在卡麦克影院并购公告发出之时长时间处于股票停牌期，因此对于该项并购公告对于股票市场短期效应分析仅针对 AMC 娱乐公司。AMC 的股票在市场中的表现在公告日 $t_0 \pm 1$ 个交易日前后出现了显著的正向波动，包括交易量、异常收益、以及累计异常收益的提升。虽然事件研究法对于该次公告事件的研究稳健性不足，两次测算中的异常收益和累计异常收益指标的走向趋势有着很大差异，但稳健性测试中的累计异常收益仍然显著。因此可以得出结论认为，对于卡麦克院线的收购公告为 AMC 的股票带来了额外收益，但此种异常收益仅集中体现在 $t_0 \pm 1$ 个交易日前后。

对于欧典院线的并购公告，AMC 和万达电影出现了略有不同的结论。总体上，两家上市公司的股票都在 $t_0 \pm 1$ 个交易日前后出现了异常收益的明显增加。两次事件研究最终也都通过了稳健性测试，异常收益和累计异常收益在前后两次测算中都出现了相同的变化趋势。但 AMC 的累计异常收益在稳健性测试的 T 检验中不够显著，原因可能是累计异常收益的数值总体上在零附近波动。而万达电影在首次事件研究的累计异常收益测算中就被 T 检验得出了不显著的结论，在稳健性测试中却展现了显著的累计异常收益。原因可能是事件研究中首次测算的累计异常收益未超出股票的平均表现，因而被 T 检验拒绝。

对于北欧院线的并购公告，AMC 和万达电影的事件研究得出了相同的结论。在并购公告日前后，AMC 和万达电影股票的异常收益和交易量均没有出现明显的正向波动。并购公告并没有对两家公司的股票带来显著的异常收益。万达电影的异常收益和交易量仅在 $t_3 \pm 1$ 个交易日前后出现了明显但是并不突出的正向波动。这种波动可以理解为信息传播的延迟，但是也可以被解读成万达电影股票的正常变动情况，而非收到公告效应的影响。

5. 万达通过 AMC 进行海外连续并购的长期绩效分析

5.1 基于财务指标的长期绩效分析

由于万达集团连续三次海外并购案例间隔时间较短，两次并购发生在 2016 年，第三次并购发生在 2017 年。因此本节从统一的角度分析并购发生前后的关键财务指标。由于卡麦克院线、欧典院线与北欧院线在收购后都作为 AMC 旗下的海外院线经营运作，财务报表也直接并入了 AMC 的报表中。因此本节采用 AMC 的财务数据来分析此次并购的长期绩效。

5.1.1 盈利能力分析

盈利能力的分析将重点关注收购方公司的这些指标：AMC 的每股收益（EPS）、权益收益率（ROE）、资产收益率（ROA）、营业利润率和调整后的息税、折旧、摊销前的利润（EBITDA）。EBITDA 是衡量获利能力的标准。EBITDA 很好地衡量了核心利润趋势，因为它消除了一些无关紧要的因素。计算所需数据从 AMC 的年度公开报告中收集。计算过程在 Excel 中完成。

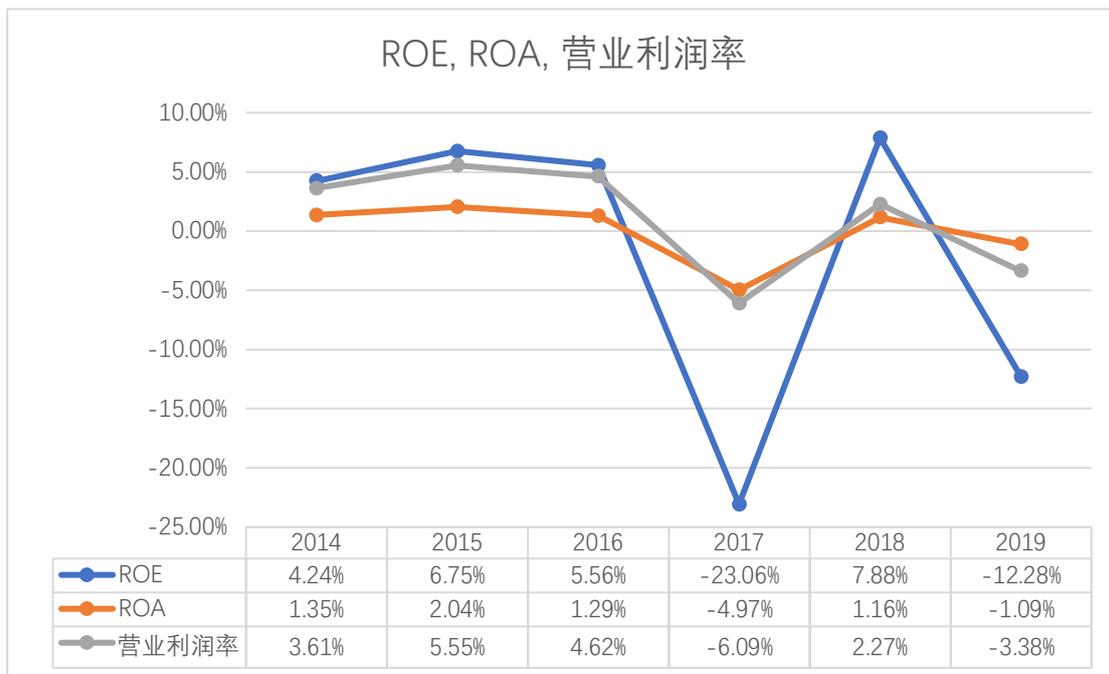


图 5.1 ROE, ROA, 营业利润率

上图说明，AMC 的 ROE、ROA 和营业利润率存在下降趋势。2017 年和 2019 年

的 ROE 分别有两次下降。2017 年和 2019 年的净收入为负数可能是这些下降的主要原因。ROA 和营业利润率的趋势基本一致。这两个指标在 2017 年下降，然后在 2018 年出现反弹。2017 年的净亏损受到 AMC 的合资公司 National CineMedia (NCM) 亏损的负面影响。如所得税费用，以及出售 NCM 股份的损失。

ROE 衡量的是公司为股东带来收益的能力。显然，从数据上看，公司利用股东权益创造收益的能力明显下降。受 2017 年和 2019 年净利润为负值、营业利润率和 ROA 下降的影响，这两年。除 2017 年和 2019 年外，ROA 和营业利润率不存在明显变化，也就是说从这两个指标来看，AMC 的盈利能力并没有明显的提升。

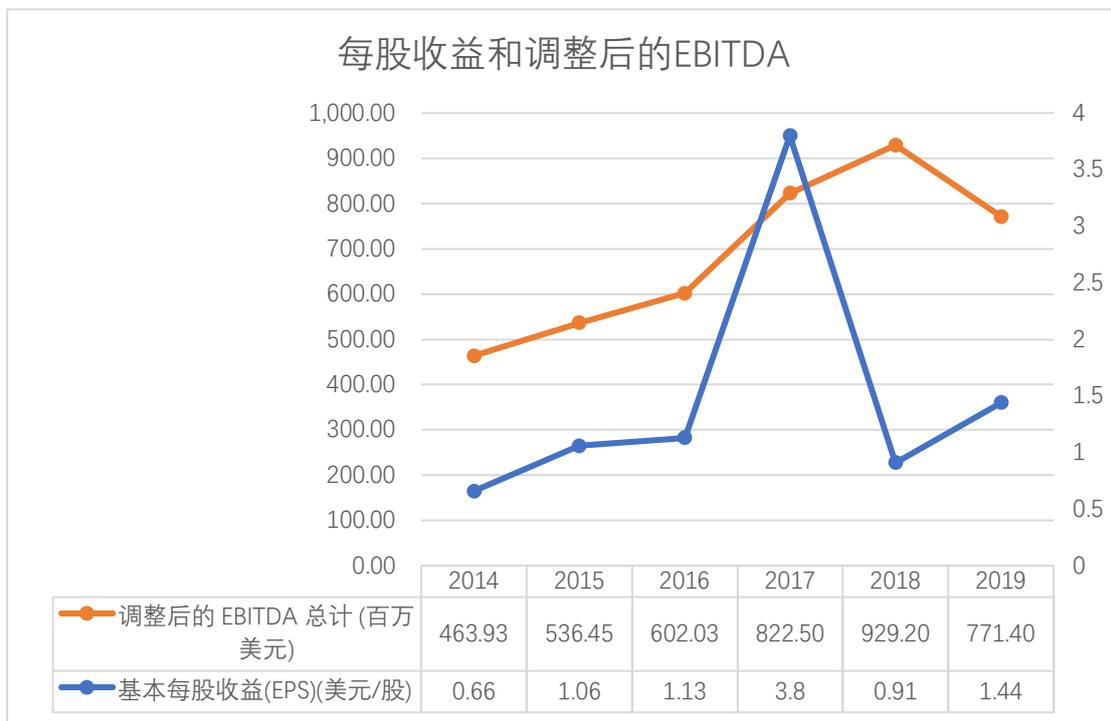


图 5.2 每股收益和调整后的 EBITDA

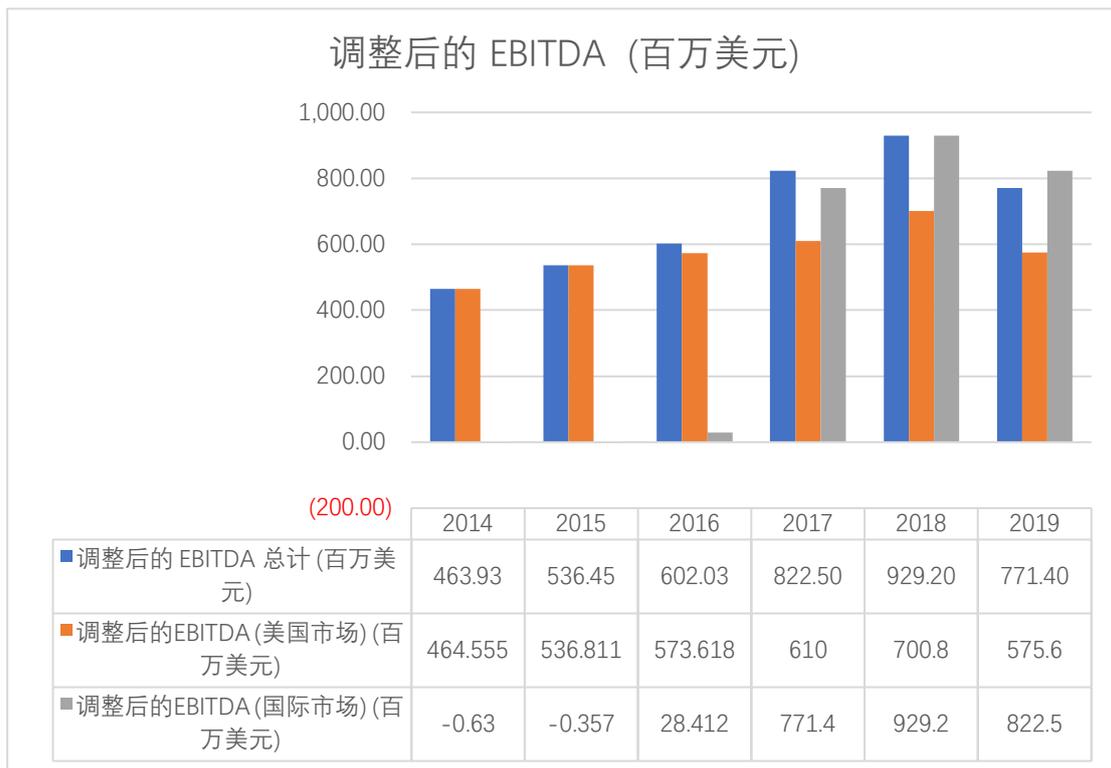


图 5.3 调整后的 EBITDA

与上述比率不同，EPS 和调整后的 EBITDA 是直接来自 AMC 的年报中收集的。根据 AMC 的年报，调整后的 EBITDA 作为衡量公司业绩的补充指标，是影院行业常用的指标。AMC 还将调整后的 EBITDA 作为衡量分部业绩和分配公司内资源的标准。

调整后的 EBITDA 是 AMC 经营业绩最直接的表现之一，因为公司将各部门按地域划分为两个分部。美国市场和国际市场。调整后 EBITDA 的数字是根据净利润（或净亏损）计算的。调整后 EBITDA 的折线图说明，2016 年之后，AMC 的盈利水平经历了明显的提升。柱状图显示，AMC 国际市场的盈利水平较 2017 年有大幅提升。收购欧典院线和北欧院线之后，AMC 在欧洲获得了相当大的国际市场份额，然后为 AMC 的国际板块提供了很大一部分盈利。虽然调整后的 EBITDA 作为一个企业自身提供的数据有其自身局限性，但它从一个侧面反映了此次收购给 AMC 带来的业绩增长。

EPS 这个数字可以反映普通股票投资者的收益。从上面的 EPS 线图可以看出，EPS 在 2017 年有一个激增，数字是 3.8 美元/股。但到了 2018 年，却下降到每股 1 美元左右的水平。在完成了三项对于美国本土和国际院线公司的收购之后，

EPS 的总体趋势是向上增长的，这也从一定程度上反映了完成三项收购的 AMC 可以为其投资者和股东创造更多的利润。

5.1.2 发展能力分析

选取三个指标来分析 AMC 的长期发展能力：收入增长率、资产增长率、净利润增长率。

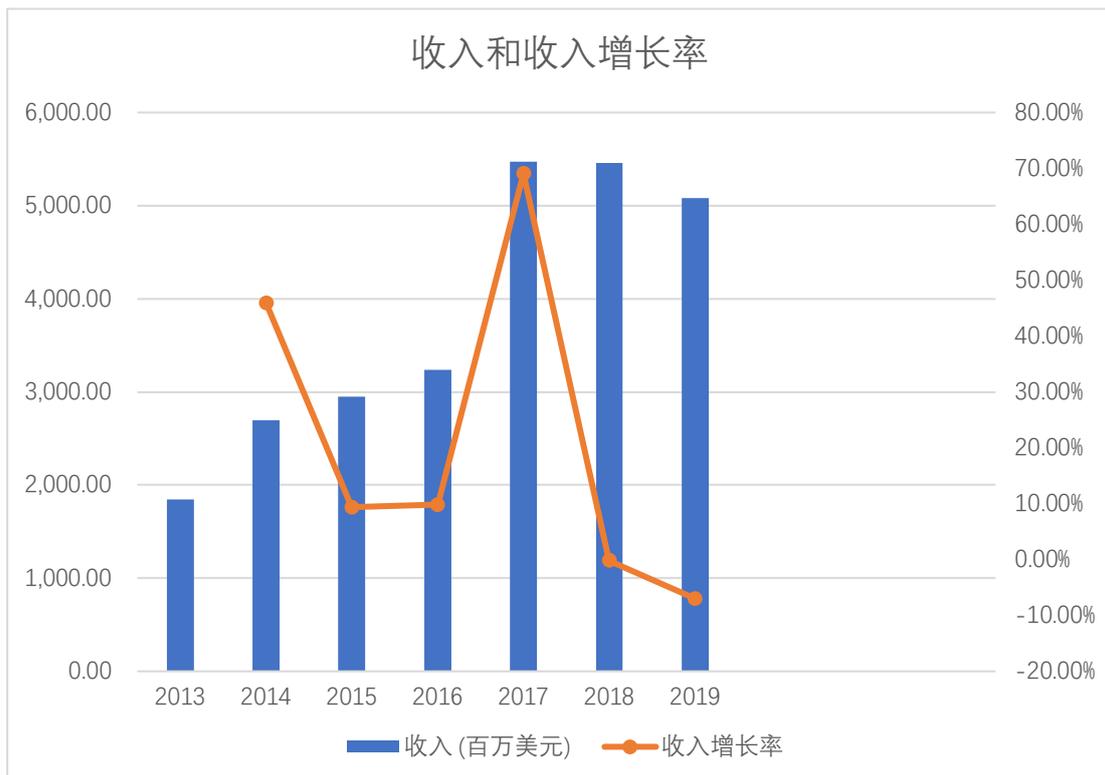


图 5.4 收入和收入增长率

2017 年之前，营收金额稳步增长。在 2017 年，总营收金额有明显的增长，从每年 3000 万元左右增长到 5500 元左右。这种增长主要是由 AMC 在 2017 年的营业收入贡献的。票房收入增长了 1180.1 万美元，构成 2017 年收入增长的近 50%。这一增长主要得益于 AMC 在本土市场和国际市场的拓展。2017 年的营收增速也经历了先激增，后两年放缓的过程。

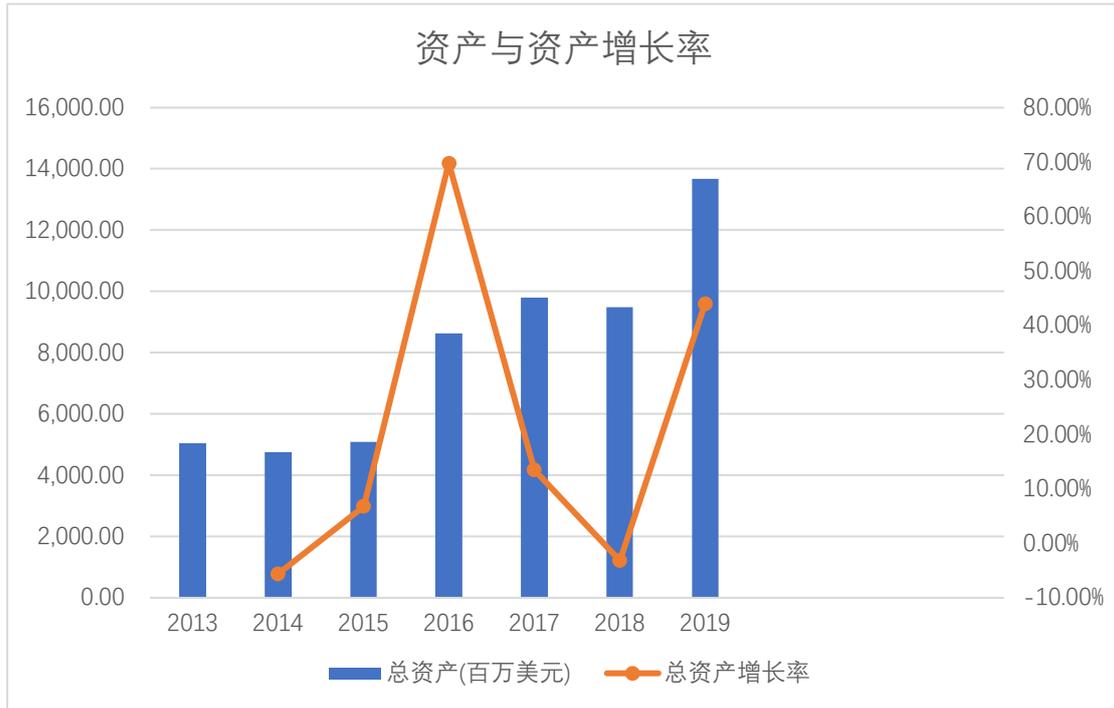


图 5.5 资产与资产增长率

AMC 的资产在 2016 年和 2019 年有明显的增长，这两年的资产增速也是最高的。2016 年和 2017 年的资产增长主要是商誉的增加，这是因为收购了三家子公司，将卡麦克、欧典、以及北欧院线旗下的各个品牌商誉增加到了 AMC 的财务报表中。

2019 年的资产增长主要是由于通过经营租赁使用权资产增加了影院和银幕。一般来说，对于影院行业来说，长期资产占其资产的较大比重，其中房产、地产和商誉构成了长期资产的主体。AMC 的房地产主要包括影院和银幕。收购欧典、卡麦克和 对 2016 年及 2017 年 AMC 的资产增长有一定贡献。由于资产的增长主要是影院和银幕数量的增加，AMC 资产的上升趋势将有助于其在全球范围内的市场拓展和品牌影响力的扩大。

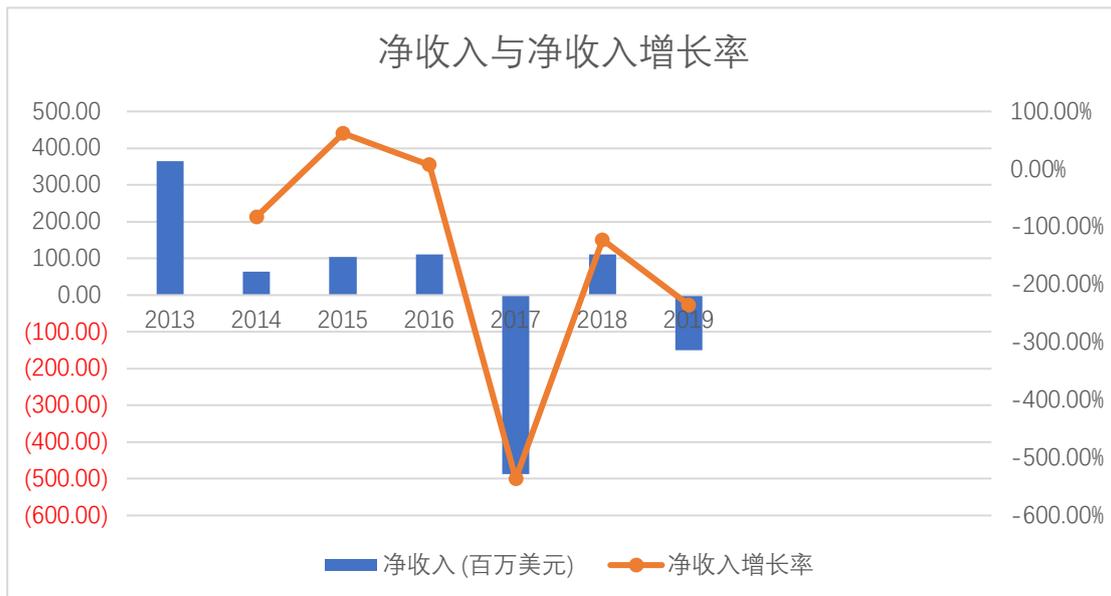


图 5.6 净收入与净收入增长率

除了 2017 年和 2019 年的净亏损外，AMC 的净收入正在稳步增长。随着 AMC 营收的不断增长，2017 年和 2019 年净亏损的原因是由于公司费用和成本的增加。从 2017 年开始，公司的营业费用和成本新增金额增加到 2000 万元左右，而 2017 年之前的几年这个金额只有 3 亿元左右。从 2017 年开始，AMC 的营业成本一直稳定在 5000 万美元左右。除了 NCM 造成的额外亏损外，在营业收入增长缓慢的情况下，净收入围绕零轴波动的主要原因是营业成本和费用正在接近收入水平。AMC 所增加的三家子公司的确把自身影院的票房收入和各项其他服务收入和并入了 AMC 的财务报表内。相应的，AMC 需要承担子公司的运营成本。再加上 2017 年以来，AMC 也在不断通过租赁的形式增加自身的影院和银幕数量，运营成本的提高并不意外。运营成本增加的原因很可能是因为银幕和影院数量的增加，也给 AMC 的电影放映成本和运营费用增加了更大的压力。

5.1.3 偿债能力分析

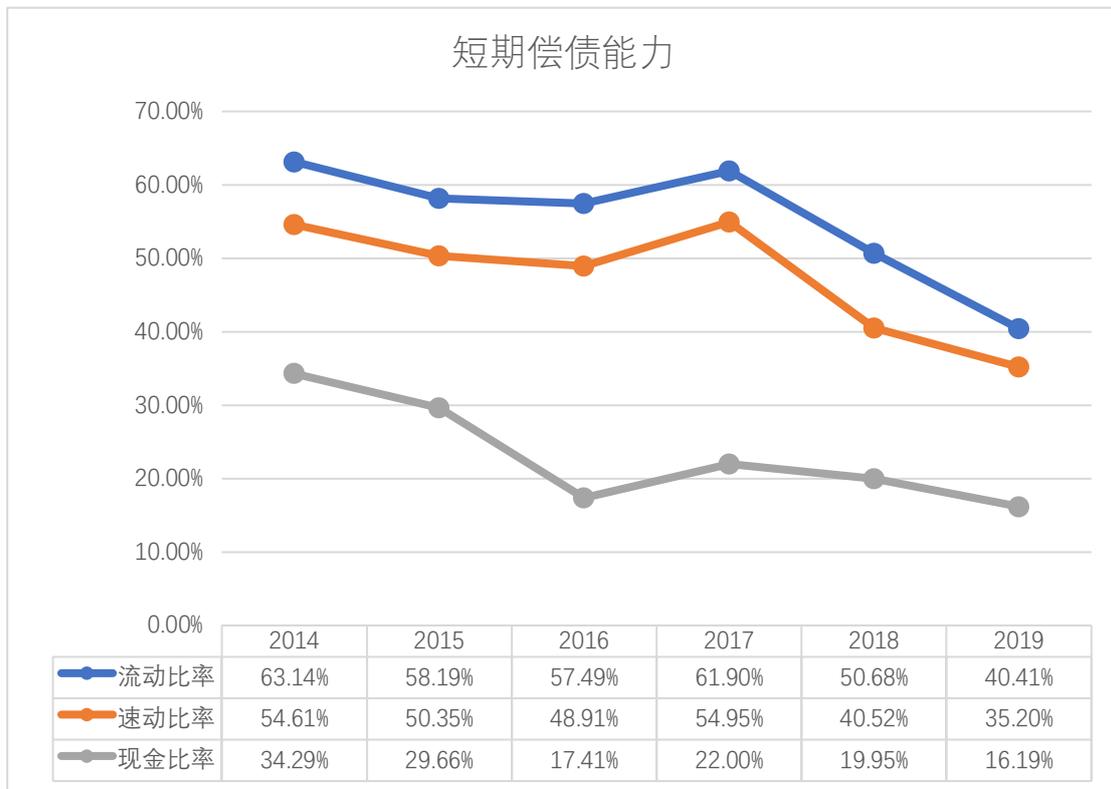


图 5.7 短期偿债能力

本文选取了流动比率、速动比率和现金比率分析 AMC 的短期偿债能力。整体上，这三个指标呈下降趋势。2016 年以后，现金比率降低速度放缓，而流动比率和速动比率的降低速度变快。总的来说，这些指标表明 AMC 的短期偿债能力有所减弱。三项短期偿债能力比率的下降可能是由于流动资产、现金等指标的增速略高于流动负债的增速。2016 年以后，流动负债增速较快，每年增加的流动负债金额约 3 亿元。增加的原因主要是 AMC 旗下子公司的流动负债。AMC 在两年完成了三起野心十足的并购交易的同时，也承担了卖方公司的债务。收购卡麦克院线与北欧院线的并购对价都支付了比例相当高的现金。在这样的背景下，大量支出现金、承担子公司的负债，可能是导致 AMC 短期偿债能力的变化的重要原因。

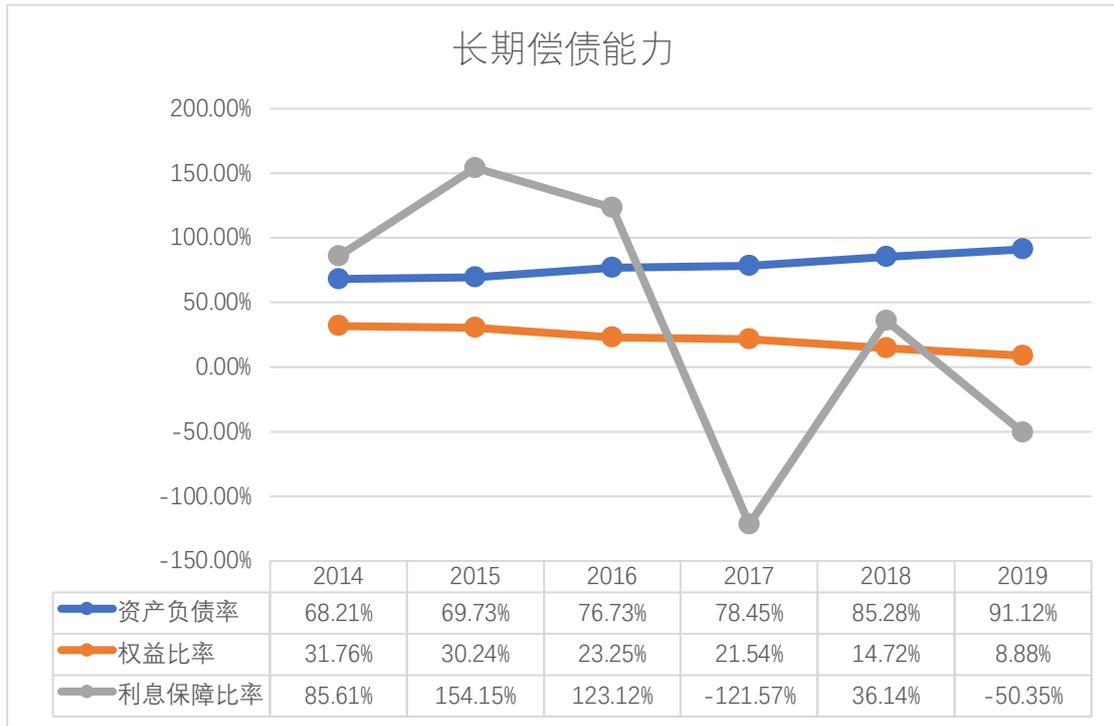


图 5.8 长期偿债能力

本文选取力保障比率、资产负债率和权益比率来分析长期偿债能力。从上图看，利息保障比率有下降趋势，而资产负债率和权益比率在这 6 年中基本没有变化。

利息保障比率的下行，说明 AMC 的利息偿付能力有所减弱。2017 年的下滑主要是由于 AMC 的合资公司 NCM 造成的亏损。由于经营成本和费用的增加，AMC 的息税前利润基本减少，与 AMC 的净利润持平。利息支出的激增和息税前利润的下降是 AMC 利息保障比率下降的主要原因。定期贷款和公司票据是利息支出增长的主要原因。

从资产负债率和权益比率的趋势来看，AMC 财务结构中的债务部分正在缓慢扩大。相应地，权益部分也在稳步缩减。一般来说，公司财务结构中的债务比例越高，公司诞生的财务风险就越大。从 AMC 的财务结构配置来看，公司的整体财务风险在增加。但根据现有资料，无法确定并购在多大程度上导致了这种风险的增加。

5.1.4 营运能力分析

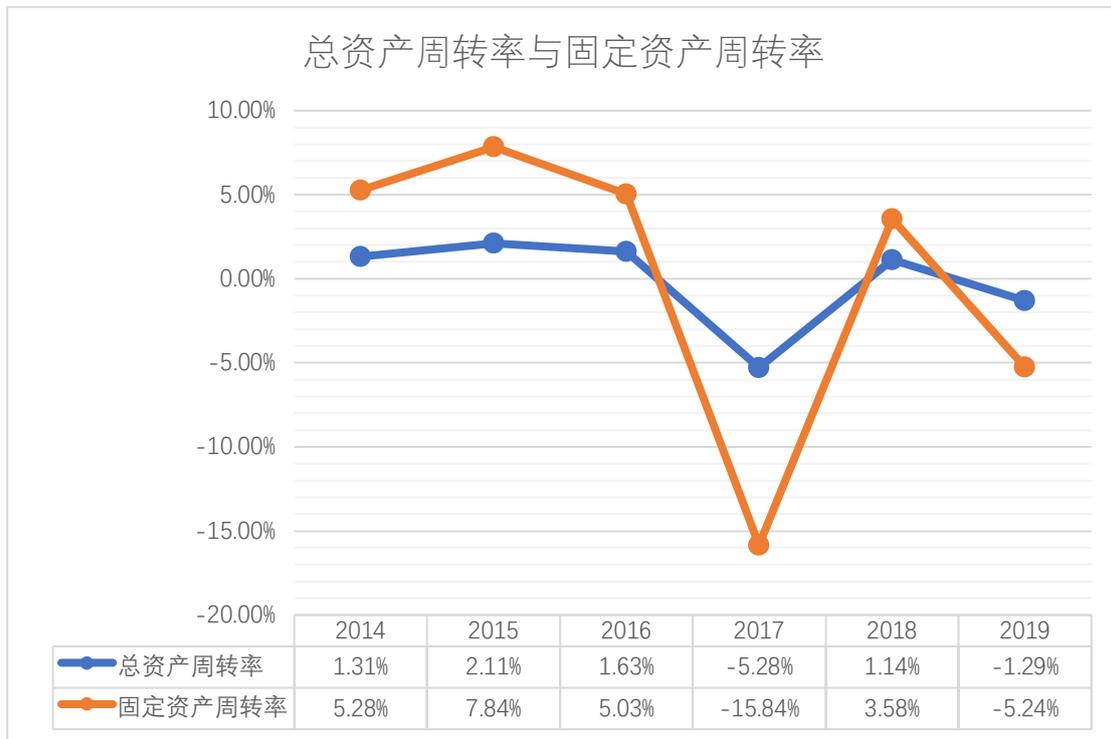


图 5.9 总资产周转率与固定资产周转率

作为影院经营行业的公司，选取 AMC 的总资产周转率和固定资产周转率来分析其营运能力。AMC 无形资产的主体是商誉，影院和银幕构成了 AMC 固定资产的主要部分。从 2014 年到 2016 年，总资产周转率和固定资产周转率没有发生极端变化。从 2017 年到 2019 年，这两个指标随着波动而减少。由于经营成本和费用的增加，AMC 的净收入从 2017 年开始缩水。但是，随着本土市场和国际市场的扩张，AMC 的总影院和银幕数量增加了，公司的平均总资产和平均固定资产也在稳定增长。这可能使造成总资产周转率和固定资产周转率下降的主要原因。2017 年 5 月由于 AMC 的合资公司 NCM 造成的净亏损而大幅下降。从总资产周转率和固定资产周转率的整体趋势来看，AMC 的利用效率有所减弱。AMC 在美国本土全球范围内的扩张，在总资产增加的同时，也积累了不少的成本压力，降低了净利润。因此，总资产周转率和固定资产周转率所反映的经营能力有所下降。

5.2 基于并购战略动机的长期绩效分析

万达集团进行这三次海外并购的宏观战略动机，就是从自身的海外布局出发，

扩大万达的海外产业规模，提升海外企业的业绩水平。同时，在 2017 年的工作规划中，董事长王健林也提示到，万达的企业在进行海外并购的同时也要把握好平衡点，注意负债率，努力提升并购质量。作为此三次海外并购的实际交割方，万达子公司 AMC 的偿债能力在 2016、2017 年前后都出现了明显的波动。短期偿债指标整体呈下降趋势，2017 年之后下降速度加快。同时，由于在收购欧典院线时使用了股权进行交割，AMC 的权益比率略有下降。在长期绩效考察期内，AMC 的长期偿债能力也呈下降趋势。尽管不明显，两年内完成三起大型的海外并购还是为 AMC 的财务能力带来了沉重的压力。好在所收购的企业有着自身的经营基础，无需母公司的过多资本投入。三家并购的目标公司也为万达扩展自己的海外电影产业版图提供了平台。

其次，这三次海外并购的进行也是万达管理层和 AMC 娱乐公司的高管团队对于万达旗下 AMC 娱乐公司的长远战略规划决策。万达集团旗下的文化产业模块已经成为了万达的发展重点。万达在 2015 年工作报告中提到，AMC 院线和国内的万达院线都会成为万达文化集团新的增长点。卡麦克院线为 AMC 带来了庞大的美国乡村市场，二者的结合将产生“1+1>2”的效应。AMC 的优质客户体验计划，也可以在影院数量增加的同时帮助卡麦克院线与流媒体视频和电视节目内容竞争观众。欧典院线在成为 AMC 的子公司后更名为欧典电影集团，也在之后接纳了北欧院线，将其纳入欧典电影成为一个子品牌。欧典院线也成功的成为了 AMC 在欧洲继续扩张的一个坚实平台。从财务指标中也可以看出，2016 年和 2017 年前后，AMC 的调整 EBITDA 与每股收益都在稳步增长。AMC 完成全球布局后的增长潜力也是可观的。

此三次海外并购都是万达在电影产业的海外并购，而且是电影产业下游的电影放映、影院经营行业。这三次并购也是万达实现自身电影产业全球布局的重要步骤。王健林曾在收购 AMC 院线后提出，要在 2020 年实现在全球电影产业中占据 20% 市场份额的“小目标”。这三次海外并购的目标企业，坐标分别在北美、欧洲和波罗的海地区。直接执行并购交易的 AMC 据此成为了全球最大的连锁影院运营商。就影院行业来看，截至北欧集团并购完成，万达已经在全球电影市场中拥有超过 15% 的市场份额。还不包括万达投资和拥有的电视电影制作公司，例如

万达收购的美国传奇影业。万达收购欧洲院线，也为万达电影产业在欧洲的布局打下基础。2016年7月14日，新闻称万达集团欲收购维亚康姆（Viacom）所持有的派拉蒙影业（Paramount Pictures）49%的股份。万达还将资本的触角伸到了欧洲，打造世界级文化产业的布局日益明显。

AMC自身对于这三次并购交易所带来的效应也有相应的预期。收购卡麦克院线，会为AMC带来在美国本土市场上非常具有地理互补性的影院和互补的目标客群。同时也将实现成本协同效应。收购欧典院线，在海外版图扩张的同时，会为AMC提供在欧洲继续扩张和发展的坚实基础和平台。同时欧典院线的稳定运作也可以支持AMC在美国境内的扩张。收购北欧院线，首先会带来可观的管理和成本协同效应。其次，北欧院线自身经营能力强大，对于母公司的资本投入需求较少，相对会减轻AMC的资本压力。宏观上也将会拓展AMC的海外版图和市场份额。完成三次并购之后，AMC的资产规模得到了显著提升，主要体现为影院数量的增加。但是并购后公司的成本协同效应并没有明显的体现。相比于完成收购前，AMC的净利润水平与EBIT水平没有明显的增长，主要是由于经营费用和成本的增加。虽然三家影院的票房收入与服务收入并无降低、且直接并入了AMC的收入中，但是合并后的公司仍然存在着大量的短期债务和应付款项，短期的偿债能力反而降低了。总体上看，并购主体AMC实现了自身在市场扩张上的预期，而并购协同效应的实现，尤其是成本协同效应，难以从财务指标上做出判断。

5.3. 万达通过 AMC 进行海外连续并购的长期绩效评价

从盈利能力和发展能力的角度来看，三次并购对于AMC财务业绩有一定程度上的长期提升。

盈利能力的提升主要体现在EPS和调整后的EBITDA的增长上，即股东和公司盈利数的增长。2016年后，EPS和调整后的EBITDA出现了可观的增长。增长的一个主要原因是子公司的盈利被合并到AMC的国际分部。而ROE、ROA、营业利润率的表现则不如EPS和调整后的EBITDA。这三个比率比收购前几年都要低，也就是说AMC的资产、股权、经营活动的盈利能力通过这次收购并没有明显的改善。造成这一变化的一个主要原因是AMC的净利润和EBIT与收购前几年相比几乎没有增长，这是由于经营费用和成本的增加造成的。此外，三次并购增加了大量的

股权和资产。在这些变化的综合影响下，ROE、ROA 和营业利润率的比率呈下降趋势。

AMC 发展能力的提升主要体现在收入和资产的增长速度上。在 2017 年年末，总收入和总资产数量都经历了一个激增，随后几年都是平稳增长。此三次收购直接带来的营收和资产数量的增加，也使得同年营收和资产的增速有所提高。但是，净利润及其增速总体上呈现下行趋势。主要原因可能是本次收购后营业费用和成本的增加。此外，由于存在额外的不确定性，AMC 在收购后的净利润在 1 亿净利润和 1 亿净亏损之间波动，导致其增速快速上升和下降。

从营运能力与偿债能力的角度来看，AMC 在经历了三次海外并购之后，财务风险是有一定程度的增加的。通过对 AMC 偿债能力的分析，AMC 的短期和长期偿债能力在收购后有所减弱。除 2017 年外，AMC 的流动比率、速动比率、现金比率在 6 年内不断下降，而最近 3 年的下降速度大于前 3 年。这是流动负债和流动资产造成的综合效应。2016 年后，AMC 的流动负债每年都有 3 亿左右的增长。根据 AMC 的年报，增加的主要原因是由公司的子公司造成的。虽然 AMC 的各项流动资产也在增长，但流动资产的增长速度却比流动负债慢。其次，AMC 所收购的子公司都具有较大较完善的经营规模。因此，AMC 短期偿债能力下降的一个可能原因是子公司为 AMC 带来了额外的流动负债。长期偿债能力主要体现在 AMC 的利息保障倍数上，6 年来，AMC 的利息保障倍数总体呈下降趋势。该比率直接体现 AMC 偿还长期负债利息的能力。AMC 的利息保障倍数低于 1，说明长期负债对公司的收入造成了很大的压力。最后，AMC 的债务资产比率连续 6 年平稳增长，这说明 AMC 财务结构中的负债率一直在上升。在融资活动中使用更多的负债会降低企业的平均资金成本，但会给企业增加更多的偿债压力。

对 AMC 的营运能力分析表明，企业的资产利用效率下降了。在这种情况下，AMC 承担财务风险和压力的能力也随之下降。这一点通过总资产周转率和固定资产周转率反映出来。这两个比率在 6 年中呈现出整体下降的趋势。造成这一趋势的主要原因是 AMC 在收购后净利润没有明显的增长，但总资产和固定资产却有较大规模的增长。AMC 无形资产的主体是商誉，公司的固定资产主要是影院和银幕。收购三家院线增加了 AMC 的总资产和固定资产，因此通过总资产周转率和固定资

产周转率间接降低了 AMC 的资产利用效率。

从万达集团并购动机与 AMC 的并购预期角度来看,本文所讨论的三次海外并购的目标并没有全部实现。就万达集团的宏观战略目标来说,三项目标通过对于卡麦克院线、欧典院线、北欧院线的并购已经基本实现了。在 2017 年,万达在全球影院经营行业中所占据的市场份额已经超过了 15%,向着 20%市场份额的目标迈出了坚实的一步。此外,本次收购的三家院线都是在本地市场十分具有市场竞争力和品牌影响力的企业,也实现了第一项目标中的提升海外并购质量这一目标。此外,直接并购主体 AMC 娱乐在接纳了三家子公司之后,从财务数据上反映出的盈利能力和发展能力均有一定程度上的提升。AMC 也借此机会成为了全球第一大连锁影院经营商。卡麦克、欧典和北欧三家院线也基于自身独有的优势,为 AMC 实现了扩展市场份额、立足欧洲等并购预期目标。

然而此三次并购并非实现了所有预期目标。AMC 独立出资完成三次并购交割,并且将三家子公司完全纳入自身财务报表,导致自身的负债率上升。同时,经营费率上升快于规模扩大带来的收入增加,导致利润空间被压缩。整体上无法称为完成了“做好并购后的经营管理、提升海外资产经营水平”这样的战略目标。AMC 在并购后负重前行,也为实现“万达文化集团增长支柱”这样的目标埋下隐患。同时,尽管 AMC 在三次并购交易完成之后成为了名副其实的全球最大的连锁影院经营商,但是其预期的成本协同效应在面对沉重的经营费率压力面前力量十分弱小,几乎等同于无法实现。

6 结论与建议

6.1. 结论

本文的主要研究对象万达集团在 2016 至 2017 年间进行的三次海外并购的绩效，从短期和长期两个方面对此三次并购的绩效进行了讨论。在考察短期绩效时，主要使用了事件研究的方法。考察长期绩效主要采取了财务指标法，同时结合了并购的预期目标来讨论三次并购的长期效应。

事件研究法对于三次海外并购的短期绩效给出的结论是：卡麦克院线的并购公告和欧典院线的并购公告为 AMC 娱乐和万达电影的股票带来了显著的异常收益和累计异常收益。交易量、异常收益、以及累计异常收益都在并购公告日 ± 1 个交易日前后出现了正向的波动。然而，对于北欧院线的并购公告事件的研究结果，并没有显示 AMC 以及万达电影的股票在并购公告日前后出现交易量、异常收益、或累计异常收益的显著增加。AMC 股票在事件窗内公告日前后仍然保持在平均水平附近。万达电影股票也仅仅在 $T3 \pm 1$ 个交易日前后出现了水平中等的增长。因此本文认为北欧院线的并购公告并没有对 AMC 娱乐和万达电影的股票表现产生显著的公告效应。即北欧院线并购公告的短期异常收益不显著。

财务指标法主要从四个角度来讨论三次并购为合并了三家目标公司财务报表的并购直接买方，AMC 娱乐，所带来的长期财务效应。四个角度分别是：盈利能力、发展能力、营运能力和偿债能力。

经过对于 2014 年至 2019 年 AMC 相关财务指标的分析，在完成三次并购之后，AMC 的盈利能力和发展能力得到了一定程度上的提升，主要体现在每股收益、调整 EBITDA 的提升，以及收入和总资产的增长速度上。但是由于净利润收入增速缓慢，AMC 的权益回报率和资产回报率呈下降趋势。在后期，AMC 甚至出现了净亏损。从营运能力和偿债能力的角度来看，在完成三次并购之后，AMC 的偿债能力减弱，资产利用效率也有所降低。主要原因是 AMC 在短时间内接纳了三家子公司的负债和利息，在自身的发展中也没有降低自身原有的经营费率，导致经营利润无法覆盖租金等经营性支出。在收购三家连锁院线之后，AMC 的资产有了大规模的增长，但净利润增速缓慢，资产的周转率就相应降低了。

从并购战略目标的角度评估,这三次海外并购只实现了万达集团一部分的战略目标:并购优质海外资产、扩大集团海外布局、占领电影产业全球市场份额、提升旗下 AMC 的总体实力等。但是,AMC 所预期的并购后成本协同效应在本文中的考察期内还未实现。财务指标中所体现出的财务风险,不仅没有完成万达定下的“做好并购后海外资产经营管理”的目标,而且也为自身未来的健康平衡发展埋下了不少隐患。新冠疫情在 2020 年春季蔓延至北美大陆。AMC 不仅无法完成“预计压缩 5000 万美元经营成本”的目标,而且还要关停影院、暂时让员工离职、采取发行债券的办法,来维持流动性,避免破产。万达集团在旅游休闲、电影电视制作、影院行业已经进行了数起海外并购,不仅扩大了自身的海外资产规模,也在海外的文化产业市场上打响了万达的名号,提升了中国企业的品牌知名度。从并购的财务绩效和战略目标的角度,万达集团存在着一些考虑不周和不足之处,也收获了一些成功的经验,为中国文娱产业的公司在进行海外扩张规划提供了宝贵的经验。

6.2. 建议

万达集团这三次海外连续并购暴露出的风险和问题主要是并购步伐过过于激进。在并购主体公司 AMC 娱乐自身的销售利润率波动非常大的情况下,为了配合万达集团占据全球放映市场 20%份额的目标,两年间收购三家规模较大的连锁院线。AMC 收购 Carmike 溢价较高,成为后续业绩滑坡的隐患。同时,在并购了其他院线之后,AMC 又激进地支出资本进行影院设施的翻新和升级;并购对价又带来不少的利息负担;同时,并购过程的咨询成本和并购后的整合成本所带来的资本支出也不容小觑。企业在进行海外扩张、进行海外并购的同时,应适当的放缓脚步,合理分配财务压力,在进行适当的整合、释放协同效应之后,再谋求下一步的并购扩张规划。否则,过于激进的并购步伐除了带来资产和企业规模的扩张,也会导致流动性风险和经营风险的不断堆积。在遇到突发情况的时候,将比同业竞争对手更难度过寒冬。

AMC 公司的另一问题是其经营模式所带来的居高不下的成本。相比美国的同业主要竞争对手 Regal 和 Cinemark,AMC 虽然在美国和欧洲一路扩张,成为全球第一大院线,却在多个年份亏损,盈利能力与其行业地位不相匹配。AMC 自身的

主要经营区域是美国城市中的黄金地段，租金成本居高不下。AMC 同时积极在影院建设中支出资本。在并购扩张其他院线后，AMC 需要投入大量资本支出用于影院的重新装修和升级。这就带来了高昂的经营成本。企业在进行并购扩张之前，应先确保自身的经营利润率增长态势良好，同时现金流稳定。只有企业自身健康发展，才能进一步谋求在国内或海外进行并购扩张，所规划的并购才会有成功完成整合的良好基础。

新冠疫情这一黑天鹅事件给全球经济、各国的各行各业都带来了不同程度的冲击。影院行业作为空间密闭、人员集中的经营场所，正常经营的必要条件是国家疫情得到有效控制、社会经济环境稳定。由于不同国家应对疫情政策响应情况的不同，AMC 被迫在 2020 年 4 月关停全球 1000 多家影院、暂时停职大部分员工，以降低固定成本。同时申请破产保护、发行债券以应对流动性危机。2020 年 8 月，AMC 尝试开放部分影院，但是由于没有新片吸引观众、需要对影院进行清理消毒等因素，影院运营的成本反而更高。AMC 在标普的信用评级已下降至 CCC-，处境十分危险。然而这一情况并不能说明万达在电影产业的海外布局或海外收购是失败的。影院行业的正常经营最依赖的还是对于疫情的有效控制、正常的生产生活秩序。国内的万达院线已经可以在控制客流的情况下开展正常的生产经营了。虽然 AMC 自身的财务状况存在着许多隐患、万达管理层和 AMC 高管做出了较为激进的并购决策，但是美国以及欧洲疫情无法得到有效控制、生产生活无法尽快回到常态的这一宏观环境因素，才是 AMC 及其子公司欧典院线等影院陷入危机的关键原因。

参考文献

- [1]Liu Ang, Fu Shan-na, Xiao Zhen-hong.Study on assessment of overseas merger and acquisition knowledge integration based on character-weighted aet pair[J].Cluster Computing,2019,22:2689-2700.
- [2]Adele Parmentola.Why Chinese Companies Go Abroad? A Theoretical Model to Explain the Drivers of the Internationalization Strategy of Chinese MNEs[J].International Business Research,2017,10(10):82-93.
- [3]Kelly Cristiny Chinelato Sacramento. What do we know about internationalization strategies implementation and what are we missing?[J].Reiew of International Business,2018,13(2):59-70.
- [4]Suma Athreye, Sandeep Kapur. The Internationalization of Chinese and Indian Firms: Trends, Motivations and Strategy[R].London: Birbeck, University of London,2009.
- [5]Anni Tuppuru, Sami Saarenketo, Kaisu Puumalainen, etc. Linking knowledge, entry timing and internationalization strategy[J].International Business Review,2008,17:473-487.
- [6]Magnus Blomkvista, Karl Felixsonb. Credit supply, post-acquisition performance and financial constraints[J].APPLIED ECONOMICS LETTERS, 2018,25(20): 1421-1425.
- [7]Mahadi Hasan, Mohan Uddin. INSTITUTIONAL DISTANCE FACTORS INFLUENCING FIRM PERFORMANCE: A HYPOTHETICAL FRAMEWORK FROM CROSS-BORDER MERGERS AND ACQUISITIONS[J].The Journal of Developing Areas, 2016,50(6):377-386.
- [8]IVETA MACKENZIE.Mergers & Acquisitions in the European Union. Acquisition Activity & Economic Performance[J]. ACTA VŠFS,,2017,11(2):106-120.
- [9]Ibne Hassan,Pervez N. Ghauri, Ulrike Mayrhofer. Merger and acquisition motives and outcome assessment[J]. Thunderbird International Business Review,2018,0:1-10.

- [10]Xi Zhao,Huanyu Ma,Ting Hao.Acquirer size, political connections and mergers and acquisitions performance: Evidence from China[J].Mergers and acquisitions performance,2018,36(2):311-332.
- [11]Kan Shi,Xiaoqian Liu,Chengjun Yang,etc. Impact of organizational cultural differences on mergers and acquisitions performance: Quantitative study of Chinese firms[J].Journal of Chinese Human Resource Management,2017,8(1):40-52.
- [12]Yaakov Weber, Shlomo Y. Tarba, Arie Reichel. A Model of the Influence of Culture on Integration Approaches and International Mergers and Acquisitions Performance[J].International Studies of Management and Organization,2011,41(3):9-24.
- [13]Huaili Lyu, Wenming Wang.Individual financial advisors reputation concern and M&A performance: Evidence from China[J].Pacific-Basin Finance Journal,2020,60:1-17.
- [14]Thomas Hutzschenreuter, Ingo Kleindienst, Michael Schmitt.How mindfulness and acquisition experience affect acquisition performance[J].Management Decision,2014,52(6):1116-1147.
- [15]WANG Qian. An Empirical Study of the Performance of Chinas Cross-border Mergers & Acquisitions Activity[R].Lille:International Conference on Management Science and Engineering,2006.
- [16]Sebastian Firk, Franz Maybuechen, Jana Oehmichen,etc.Value-based Management and Merger & Acquisition Returns: A Multi-level Contingency Model[J].European Accounting Review,2019,28(3):451-482.
- [17]Dipali Krishnakumar, Madhvi Sethi.METHODOLOGIES USED TO DETERMINE MERGERS AND ACQUISITIONS' PERFORMANCE[J].Academy of Accounting and Financial Studies Journal,2012,16(3):75-91.
- [18]XiaoGang Bi, Danni Wang.Top-tier financial advisors, expropriation and Chinese mergers & acquisitions[J].International Review of Financial

- Analysis,2018,57(3):157-166.
- [19]Xi Zhao, Haitao Qu and Yimin Huang.The study on key influencing factors of mergers and acquisitions performance based on China state-owned listed enterprises[J].Study on key influencing factors,2015,6(1):41-50.
- [20]Agyenim Boateng,XiaoGang,Sanjukta Brahma.The impact of firm ownership, board monitoring on operating performance of Chinese mergers and acquisitions[J].Review of Quantitative Finance and Accounting,2017,49:925-948.
- [21]曾柳芳.蓝色光标连续并购绩效的案例研究[D].北京:北京交通大学,2017.
- [22]赵息,刘佳音.并购支付方式影响我国上市公司并购绩效的实证研究——基于事件研究法与财务报表分析法的比较研究[J].电子科技大学学报(社科版),2014,16(1):51-56.
- [23]文淑惠,熊永莲.企业并购理论研究综述[J].经管空间,2012,12(3):88-90.
- [24]万沁怡.中国企业海外并购政治风险及应对策略研究[D].南昌:江西财经大学,2018.
- [25]宋翠翠.中国民营企业海外并购问题研究——以万达集团为例[D].北京:首都经济贸易大学,2018.
- [26]马建威.中国企业海外并购绩效研究[D].北京:财政部财政科学研究所,2011.
- [27]胡微娜.影响中国企化海外并购成败的因素研究——基于2008-2014年数据[D].沈阳:辽宁大学,2016.
- [28]陈彦娜.美的海外并购整合问题研究[D].新乡:河南师范大学,2017.
- [29]魏涛.中国企业海外并购动因分析及整合研究——基于无形资源的视角[D].重庆:西南财经大学,2012.
- [30]徐悦.美的海外并购德国库卡的财务风险研究[D].长春:吉林财经大学,2018.
- [31]罗隆翔.影视公司并购案例研[D].杭州:浙江大学,2017.
- [32]邹小州.欧莱雅集团中国并购策略分析[D].长春:吉林大学,2016.
- [33]夏贇.企业二元能力、并购战略与跨国并购绩效关系研究以中国科技企业为例[D].北京:对外经济贸易大学,2017.
- [35]任艳艳.跨国并购理论的多视角研究[D].杭州:浙江工业大学,2013.

- [36]黄朝阳,刘明涛,刘楠.跨国并购的动因和风险控制的几点思考[J].经贸·财会,2017,4:
- [37]谢洪明,李哲麟.并购理论的演进及展望——基于文献计量的研究[J].浙江工业大学学报(社会科学版),2017,16(2):190-196.
- [38]张玉洁.跨国并购理论及战略思想研究——以中国交建海外并购战略为例[J].管理纵横,2018,3:25-27.
- [39]董丽.跨国并购的财务风险评价及控制研究——以美的并购库卡公司为例[D].南昌:华东交通大学,2018.
- [40]李丽.基于行业生命周期理论的并购类型和并购绩效实证研究[D].重庆:重庆大学,2015.
- [41]姜博文.海外并购风险与控制研究——以中国化工并购先正达案例为[D].北京:首都经济贸易大学,2018.
- [42]温丽琴,卢进勇,朱震峰.中国文化产业跨国并购现状、问题及对策研究[J].服务贸易,2015,3:63-66.
- [43]蒋荣.蓝色光标海外战略并购的战略意图和经济后果研究[D].杭州:浙江工商大学,2017.
- [44]汤婷婷.文化企业海外并购绩效研究——以凤凰传媒并购美国 PIL[D].合肥:安徽财经大学,2018.
- [45]翟登峰.我国文化企业跨国并购的效应及风险研究——基于万达收购传奇影业案例[J].经济天地,2017,7:67-74.
- [46]郝美强.万达并购美国 AMC 的财务风险与控制研究[D].长春:吉林财经大学,2018.
- [47]徐美红,黄月眉.浅析我国企业的跨国并购效应——以万达收购传奇影业为例[J].农村经济与科技,2018,19:183-185.
- [48]宋希为.万达并购 Hoyts 公司财务风险研究[D].北京:北京印刷学院,2018.
- [49]高湛诗琪,史婧茹,蒋函廷,等.中国万达集团并购美国传奇 影业效应分析[J].投资与合作,2016,7:51-63.
- [50]赵先进,段慧敏.由万达集团收购 Dick Clark Productions 集团失败案例引

发的思考[J]. 对外经贸实务, 2018, 10:74-77.

致谢

时光荏苒，三年的硕士研究生学习已经接近尾声。这三年的时光既漫长又短暂，充满收获与成长。感谢和我一起度过美好时光的每位尊敬的老师和各位同学，正是你们的指导和帮助，我才能克服困难、解决难题，顺利完成学业。

本文是在导师姬顺玉老师的精心指导下完成的。从论文的选题方向、选题确定，一直到论文的撰写和定稿，都灌注了老师悉心的教诲和无私的帮助。由于我自身学术方面的经验和知识的匮乏，使论文中难免有许多考虑不周全和写作不到位的地方，在老师的悉心帮助与耐心指导下，我还是顺利完成了毕业论文。

最后也要感谢感谢研究生三年传授我们专业知识的所有国贸学院的老师们，谢谢各位老师三年来的谆谆教诲与精心培养。