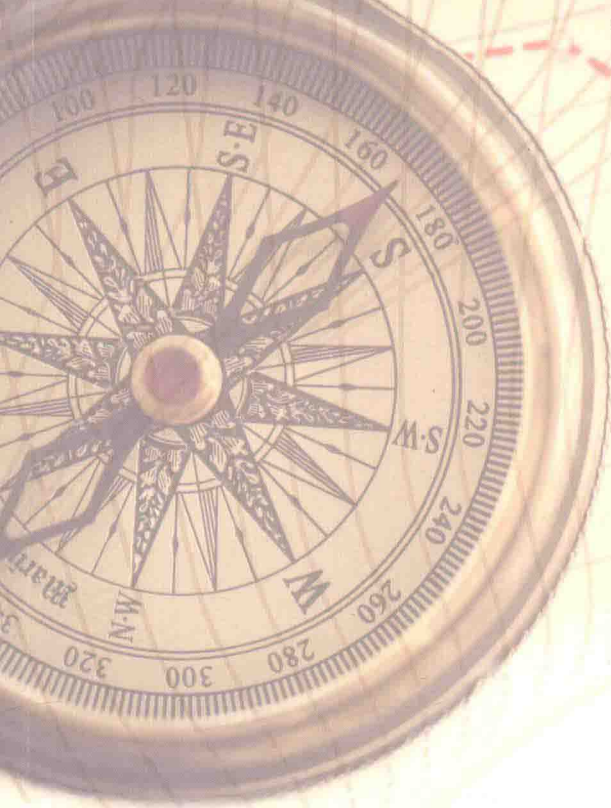




A STUDY ON INVESTMENT BEHAVIOR OF
TOURISM RELATED ENTERPRISES

旅游企业 投资行为研究

[陈咏英 ◎ 著]

■ 本书以国内外文献为研究背景和理论出发点，以国内上市的21家旅游企业的相关数据为样本，建立统计分析模型，从资产结构、投资效率以及投资多元化这三个角度对旅游企业的投资行为进行了实证研究。

 中国金融出版社

旅游企业投资行为研究

陈咏英 著



中国金融出版社

责任编辑：方 晓

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

旅游企业投资行为研究 (Lüyou Qiye Touzi Xingwei Yanjiu) / 陈咏英
著. —北京: 中国金融出版社, 2015. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7778 - 6

I. ①旅… II. ①陈… III. ①旅游企业—投资行为—研究 IV. ①
F590.6



中国版本图书馆CIP数据核字 (2014) 第 313455 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 三河市利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 9.25

字数 153 千

版次 2015 年 4 月第 1 版

印次 2015 年 4 月第 1 次印刷

定价 26.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7778 - 6/F. 7338

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

本书得到了以下项目的资助：北京市教委科技创新平台“新兴资本市场制度创新与投资者保护”；北京市教委科技创新平台“服务业的发展战略研究”；北京市教委“学科建设——重点学科——企业管理”；北京市教委人才强教深化计划——学术创新团队（北京现代服务业）。特此表示感谢。

前言

旅游业是我国现代服务业的重要组成部分，目前正处于蓬勃发展时期。2009年11月国务院通过《关于加快发展旅游业的意见》，提出把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业。2014年8月国务院进一步颁布了《关于促进旅游业改革发展的若干意见》。该意见指出，加快旅游业的改革发展，对于扩就业、增收入，推动中西部发展和贫困地区脱贫致富，促进经济平稳增长和生态环境改善意义重大，对于提高人民生活质量、培育和践行社会主义核心价值观也具有重要作用。2014年12月，中国旅游研究院武汉分院发布的《2014中国旅游业发展报告》指出：我国在2013年成为全球第四大入境旅游目的地和全球最大的国内旅游市场国；2013年我国旅游业提供了0.64亿个工作岗位，对就业增长的贡献度为世界第一，对GDP增长的贡献度排名世界第二，远高于亚太地区和世界平均水平。这份报告可说是国务院《关于促进旅游业改革发展的若干意见》中关于旅游业扩就业、增收入作用的最好诠释。旅游企业是旅游业的市场主体。国务院《关于促进旅游业改革发展的若干意见》第三条指出，积极培育壮大市场主体，扶持特色旅游企业，支持具有自主知识产权、民族品牌的旅游企业做大做强。意见的第二十条还指出，要加强旅游基础理论和应用理论研究。国家加快发展旅游业的方针政策和旅游业快速发展的现实状况，激发了笔者的思考，成为本书写作的动因。

笔者2008年博士毕业后进入北京第二外国语学院下属旅游管理学院任教，先后讲授财务管理、高级财务管理、饭店财务管理、旅游业资本运营与财务管理研究等本科生和研究生课程。在教学的过程中，笔者发现，关于旅游企业财务行为的研究目前还不够丰富，许多问题亟需进一步深入研究。投资是企业最重要的财务管理行为。在市场经济条件下，企业能否合理安排投资的资金结

构、提高投资的使用效率、选择合适的投资方式，对企业的生存和发展具有十分重要的影响，可以说关系着企业的生死成败。笔者以旅游企业的投资行为为研究对象，从资产结构、投资效率和投资多元化三个角度进行研究，希望能起到抛砖引玉的作用，为旅游业的发展做出一点微薄的贡献。

我衷心希望这本书能够给关心中国旅游企业的人们带来有益的帮助，欢迎读者提出批评和建议。

目 录

第一章 导论	1
1.1 研究背景和研究方法	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究方法	3
1.2 研究内容及样本选择	4
1.2.1 研究内容	4
1.2.2 样本选择	5
参考文献	7
第二章 旅游企业资产结构及其对绩效的影响研究	9
2.1 文献综述	9
2.1.1 国外文献综述	9
2.1.2 国内文献综述	11
2.1.3 文献简评	17
2.2 实证检验	18
2.2.1 变量设定	18
2.2.2 理论假设	22
2.2.3 模型构建	24
2.2.4 描述性统计	25
2.2.5 相关性分析	26
2.2.6 回归分析	27
2.2.7 研究结论	30
参考文献	31

第三章 旅游企业投资效率及其影响因素研究	36
3.1 旅游上市公司投资效率计算	36
3.1.1 文献综述	36
3.1.2 旅游上市公司投资效率计算	42
参考文献	48
3.2 旅游上市公司投资效率影响因素之一：债务融资	51
3.2.1 文献综述	51
3.2.2 实证检验	56
参考文献	68
3.3 旅游上市公司投资效率影响因素之二：公司治理结构	72
3.3.1 文献综述	72
3.3.2 实证检验	81
参考文献	88
3.4 旅游上市公司投资效率影响因素之三：会计稳健性	94
3.4.1 文献综述	95
3.4.2 实证检验	97
参考文献	106
第四章 旅游企业投资多元化及其经济后果研究	109
4.1 旅游上市公司投资多元化与绩效关系研究	109
4.1.1 文献综述	109
4.1.2 实证检验	111
参考文献	118
4.2 旅游上市公司投资多元化与代理成本关系研究	120
4.2.1 文献综述	120
4.2.2 实证检验	122
参考文献	130
第五章 总结	134
后记	137

第一章 导 论

1.1 研究背景和研究方法

1.1.1 研究背景

“智者乐水，仁者乐山”，我国人民素有游览山水、凭吊名胜的旅游传统。随着人民生活水平的提高，老百姓对旅游的需求也日益增加，旅游业和相关的投资建设活动逐渐活跃起来。根据有关资料和笔者的整理，改革开放以后我国旅游业的发展可分为以下三个阶段。

1. 1978—1985 年：旅游业起步阶段。1978 年 3 月 5 日，中共中央批转关于进一步开展旅游工作的报告。国务院决定在 3 年内拨给旅游部门 3.6 亿元基本建设投资，用于建设旅游饭店、添置交通车辆等设施，以扩大接待能力，为国家增加外汇收入。同时，国务院成立旅游工作领导小组，成立国家旅游总局，要求各省、市、自治区成立旅游局，管理本地区的旅游工作。1981 年，国务院召开全国旅游工作会议。1984 年，国务院提出“四个转变”、“五个一起上”，即从只抓国际旅游变为国际旅游、国内旅游一起抓；从主要搞旅游接待转变为开发、建设旅游资源与接待并举；从国家投资建设旅游设施为主转变为国家、地方、部门、集体、个人一起上，自力更生与利用外资一起上；旅游经营单位从事事业单位转变为企业。在“六五”计划时期（1981—1985 年），外国游客入境人数有较大幅度提高，国内旅游开始起步。

2. 1986—1999 年：旅游业小有发展阶段。1985 年 9 月全国人大批准了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第七个五年计划的建议》。“七五”计划时期（1986—1990 年）和“八五”计划时期（1991—1995 年），国内旅游迅猛崛起。1992 年，国家在《中共中央、国务院关于加快发展第三产业的决

定》中提出旅游业是第三产业中的重点产业。同年7月，国务院作出了试办国家旅游度假区的决定，先后批准兴办12个国家旅游度假区，一些省、自治区也兴办了一批省级旅游度假区。1993年，国务院转发了国家旅游局《关于积极发展国内旅游业的意见》。1995年，《中共中央关于制定经济和社会发展“九五”计划和2010年远景目标纲要的建议》将旅游业列为积极发展新兴产业的第一位。1998年中央经济工作会议提出把旅游业作为国民经济新的增长点。

3. 2000—2014年：旅游产业蓬勃发展阶段。2000年，中国实行“五一”、“十一”放假三天的制度，鼓励人们外出旅游。国家计委和国家旅游局于2000年9月发布了首批中国旅游业发展优先项目。铁路部门开行了数百列旅游专列。2000年修订的《国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》鼓励社会资金投资旅游交通等基础设施项目、重大旅游度假项目和专项旅游项目、大型旅游资源综合开发项目。2001年《国务院关于进一步加快旅游业发展的通知》发布，要求各地树立大旅游观念，努力扩大旅游发展规模，进一步发挥旅游业作为国民经济新的增长点的作用。2002年国务院公布了《中国公民出国旅游管理办法》，中国公民出国旅游目的地进一步增加。2004年，中共中央办公厅、国务院办公厅编制印发《2004—2010年全国红色旅游发展规划纲要》，拉开了全国红色旅游大发展的序幕。2005年国家在“十一五”规划纲要中继续强调要大力发展旅游业。2005年11月，国家旅游局和宁波市市政府在宁波市举办首届中国旅游投资洽谈会。2007年至2009年期间，国务院先后发布关于四川汶川、重庆、福建、宁夏、长江三角洲、东北地区、广西、海南等地的发展指导意见，指出要将旅游业作为区域重要产业来发展。2009年，《国务院关于加快发展旅游业的意见》发布，指出旅游业是战略性产业，力争到2020年使我国旅游产业基本达到世界旅游强国水平。2010年，国务院办公厅印发《贯彻落实国务院关于加强发展旅游业意见重点工作分工方案》，提出要加快旅游基础设施建设、推动旅游产品多样化发展、培育新的旅游消费热点、加大政府投入、加大金融支持等意见。2012年，中国人民银行等七部委联合发布了《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》，提出支持旅游资源丰富、管理体制清晰、符合国家旅游发展战略和发行上市条件的旅游企业上市融资；通过企业债、公司债等债务融资工具，加强债券市场对旅游企业的支持力度。2013年4月，全国人民代表大会通过了《中华人民共和国旅游法》，成为我国旅游业发展史上的一个里程碑。2014年8月，国家颁布《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》，推动旅游市场向社会资本全面开放。

梳理旅游业发展的历史脉络,可以看见旅游业和行业投资活动的并行成长。旅游业的培育最早是国家倡导和实行的,所需资金也是来自于国家的财政拨款,即1978—1980年国务院拨给旅游部门3.6亿元来建设旅游饭店、添置交通车辆。随后,1984年国务院提出从国家投资建设旅游设施为主转变为国家、地方、部门、集体、个人、外资等多个渠道一起上;旅游经营单位从事业单位转变为旅游企业,号召社会各界共同投资旅游业。在此之后,国家陆续出台了各种扶持和鼓励投资旅游业的政策措施,如2000年修订《国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》,鼓励投资旅游交通等基础设施项目,2005年举办中国旅游投资洽谈会,2012年中国人民银行等七部委发布《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》,2014年中央颁布《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》,推动旅游市场向社会资本全面开放,等等。在国家的大力扶持和社会力量的逐步参与下,目前旅游业的投资规模不断扩大,已成为国民经济发展中的亮点。国家旅游局规划发展与财务司司长吴文学在2012年的一次会议上指出,旅游投资已成为中国旅游产业提质增效、转型升级的主要动力。至2014年,我国旅游行业已经过36年的发展,旅游业的投资已初具规模,也积累了研究所需的素材。笔者认为,研究旅游企业的投资行为具有积极的现实意义和很好的理论价值。

1.1.2 研究方法

本书采用理论分析和实证研究相结合的方法进行研究。

1. 理论研究方法

本书采用规范研究方法对旅游企业投资行为各方面的国内外文献进行搜集、综述和简评。本书通过对文献的回顾和梳理,借鉴前人的研究思路和研究经验,明确可供进一步研究的领域,确定研究变量和科学研究方法,并结合我国的实际情况提出较为合理的假设。

2. 实证研究方法

在对数据进行分析处理时,笔者首先采用描述性统计方法计算了旅游企业各个变量的均值、标准差、中位数、最小值、最大值等基本数据,提供各个指标的概貌;然后采用皮尔逊(Pearson)相关分析对主要变量之间的关系进行了单因素分析;最后采用调整异方差之后的多元回归方法对回归系数进行估计。笔者还对存在多重共线性问题的方程进行了处理,对一些假设进行了稳健性检验,以增强研究结论的可靠性。

1.2 研究内容及样本选择

1.2.1 研究内容

企业的财务行为包括筹资行为、投资行为、营运行为和分配行为，其中投资可谓是财务管理最重要的环节。通过阅读前人的相关文献，笔者发现，从财务的角度研究旅游上市公司投资问题的文献尚不多见。尤其是定量研究相对较少。目前财务学界关于企业投资研究的文章大体分为三类：一类是从投资存量的角度研究企业的资产结构状况及其对绩效的影响；另一类是从投资流量的角度研究企业的投资支出的效率及其影响因素；还有一类是从投资方式的角度研究企业多元化投资的经济后果。本书准备先从存量的角度对旅游企业的资产结构进行分析；再从流量的角度对旅游企业的投资支出效率进行分析；最后从投资方式的角度研究旅游企业的多元化投资行为。

本书的研究从下面三个方面展开。

1. 旅游企业资产结构及其对企业绩效的影响研究

资产结构是指企业各种资产的构成比例，例如流动资产、固定资产、无形资产和长期投资之间的比例关系及其各自占总资产的比重，以及流动资产内部的货币资金、应收款项、存货之间的比例关系及其各自占流动资产的比重，等等。合理配置企业的各种资源，有利于发挥各种资产的协同作用，提高企业价值，改善企业绩效。本书首先对国内外文献进行综述，其次设定研究变量和模型，再运用统计方法检验旅游企业的资产结构与绩效之间的关系，最后提出合理化建议。

2. 旅游企业投资效率及其影响因素研究

效率是指消耗的劳动量与所获得的劳动效果的比率。投资效率的高低对企业具有极其重要的影响。前人的研究指出，影响旅游企业投资的因素有负债融资水平、公司治理结构等。但是大部分的文献是研究这些因素对投资支出的影响，鲜有文献是从财务学的角度来研究影响旅游企业投资效率的因素的。本书在文献分析的基础上，选择财务研究领域广泛使用的投资期望模型来计算旅游企业的投资效率指标；然后分别从债务融资、公司治理结构和会计稳健性三方面对旅游企业投资效率的影响因素进行深入研究。

3. 旅游企业投资多元化行为及其经济后果研究

旅游企业广泛地进行了多元化行业的投资。多元化能够给旅游企业带来更好的经济后果吗？相关多元化与不相关多元化对旅游企业的影响是否有所差异？前人已经作了一些研究，但囿于数据量的限制，有所缺憾，也没有得出一致的结论。本书首先手工计算出旅游企业的整体多元化、相关多元化和不相关多元化指标，其次分别通过多元化对绩效的影响和多元化对经理人及控股股东代理成本的影响两个小节，研究旅游企业多元化的经济后果。

本书按照总—分—总的思路安排研究框架，具体如图 1-1 所示。

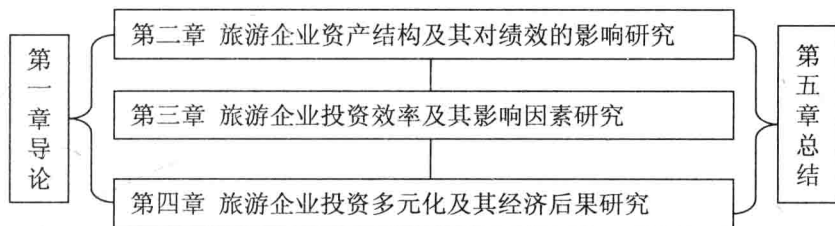


图 1-1 研究框架图

1.2.2 样本选择

出于数据可获得性的考虑，笔者把研究对象锁定为沪深两市的旅游业上市公司。目前学术界对于什么样的企业属于旅游企业存在不同意见。刘海英、王素洁（2007）指出：“一般来说，人们认为旅游业主要包括旅行社、以饭店为代表的住宿业、餐馆业、交通客运业、游览娱乐业、旅游用品和纪念品销售行为等”，但她们又指出，由于交通运输业上市公司的产业归口问题意见还不完全一致，因此暂不将其纳入旅游类上市公司的范畴。她们将《上市公司行业分类指引》分类标准中的旅馆业、餐饮业归并为酒店类，将旅游业拆分为景点类和综合类。在剔除经营业务发生变化的公司和被 ST、PT 的公司之后，她们共选出 20 家旅游上市公司。王彩萍、徐红罡（2008）指出，与其他产业不同，旅游业不是一个单一的产业，而是一个产业集群，由多个相关的产业组成，具有多样性和分散性。因此他们认为旅游行业包括景点经营、旅行社和旅馆业、餐饮业、娱乐业以及会展业务，也没有包括交通运输业。由于国旅联合（600358）在 2002 年转型为以房地产为主业，在 2006 年又转变为以客运为主业；锦江投资（600650）在 2003 年转型为以运输为主业，因此王彩萍、徐红罡（2008）认为这两家企业不宜纳入旅游企业的范围，最后他们选出 20 家左

右旅游上市公司作为研究样本。靳明、邓广华（2008）在剔除经营业务发生变化的或 ST 公司之后，得到 19 家旅游上市公司，包括资源类、酒店类和综合类三种类型。黄海玉、黄文涛（2011）剔除了 ST、PT 的公司和数据不全的公司后，得到 15 家旅游上市公司，包括饭店类、综合类和资源类三种类型，其中综合类包括旅行社和 1 家餐饮企业（西安饮食）。周春梅（2011）选取 2003 年以前上市的旅游企业进行研究，在剔除了财务状况异常（ST 零七、ST 东海 A、*ST 张股）、主营业务发生变化（西藏旅游）和仅发行 B 股（锦旅 B 股）的几家上市公司之后，筛选出 15 家旅游上市公司作为研究样本。段正梁、危湘衡（2013）选取了 2002—2008 年大部分时间以旅游为主业、至今尚存续的 19 家旅游上市公司，包括旅馆业、旅游业和餐饮业三种类型。王彩萍、徐红罡（2008）没有列出具体的样本公司名称，其余五篇文献列出了样本公司的名称。笔者予以归纳，具体如表 1-1 所示。

表 1-1 一些文献所包括的样本旅游上市公司名称

刘海英、王素洁 (2007)	靳明、邓广华 (2008)	黄海玉、黄文涛 (2011)	周春梅 (2011)	段正梁、危湘衡 (2013)
新都酒店	新都酒店	新都酒店	新都酒店	零七股份
华侨城	华侨城	东方宾馆	华侨城	华侨城 A
华天酒店	华天酒店	西安旅游	华天酒店	华天酒店
张家界	东方宾馆	西安饮食	东方宾馆	东方宾馆
东方宾馆	西安旅游	北京旅游	西安旅游	西安旅游
西安旅游	西安饮食	峨眉山 A	西安饮食	西安饮食
金德发展	北京旅游	桂林旅游	北京旅游	北京旅游
天伦置业	峨眉山 A	黄山旅游	峨眉山 A	峨眉山 A
西安饮食	桂林旅游	中青旅	桂林旅游	桂林旅游
峨眉山 A	丽江旅游	首旅股份	黄山旅游	丽江旅游
桂林旅游	黄山旅游	国旅联合	中青旅	黄山旅游
黄山旅游	中青旅	大连圣亚	首旅股份	中青旅
中青旅	首旅股份	西藏旅游	国旅联合	首旅股份
美都控股	国旅联合	锦江股份	大连圣亚	国旅联合
首旅股份	大连圣亚	锦旅 B 股	锦江股份	九龙山
国旅联合	锦江投资			大连圣亚
锦江投资	锦江股份			西藏旅游
西藏圣地	东方明珠			锦江股份
锦江酒店	西藏旅游			锦旅 B 股
东方明珠				

笔者查询国泰安经济金融数据库的数据,发现目前沪深两市 A 股旅游业上市公司(包括上市公司行业分类代码中的旅游业、饭店业、餐饮业)有 30 家左右。参照前人的样本筛选方法,笔者剔除了多年资不抵债、发生多次或重大资产重组、被 ST、PT 或 *ST、只发行 B 股以及发生主营业务转型或与旅游业相关度较小的上市公司,最后得到 21 家旅游上市公司进行分析。具体公司名称如表 1-2 所示。

表 1-2 本书样本公司名称

股票代码	公司名称	股票代码	公司名称	股票代码	公司名称
000069	华侨城 A	000978	桂林旅游	600138	中青旅
000428	华天酒店	002033	丽江旅游	600258	首旅股份
000524	东方宾馆	002059	云南旅游	600593	大连圣亚
000610	西安旅游	002159	三特索道	600749	西藏旅游
000721	西安饮食	002558	世纪游轮	600754	锦江股份
000802	北京旅游	300144	宋城股份	601007	金陵饭店
000888	峨眉山 A	600054	黄山旅游	601888	中国国旅

2001 年以后,我国证监会颁布了一系列的规章制度,对上市公司的监管日趋严格,上市公司的信息披露较 2001 年以前也更加透明和规范。因此,笔者将样本公司的研究区间确定为 2001—2013 年,经整理后样本容量共包括 215 个公司年。

参考文献

- [1] 段正梁、危湘衡:《旅游企业多元化并购类型与长期绩效的关系——以 2002—2008 年中国旅游上市公司为例》,载《旅游学刊》,2013 (2): 86-93。
- [2] 黄海玉、黄文涛:《我国旅游上市公司多元化经营绩效分析》,载《江西财经大学学报》,2011 (3): 44-51。
- [3] 靳明、邓广华:《旅游行业上市公司多元化经营绩效的实证检验》,载《西安邮电学院学报》,2008 (6): 92-97。
- [4] 刘海英、王素洁:《旅游行业上市公司多元化经营与公司价值实证检验》,载《北京第二外国语学院学报》,2007 (5): 57-61。

[5] 王彩萍、徐红罡:《旅游企业多元化经营的经济后果分析》,载《旅游学刊》,2008(7):18-22。

[6] 周春梅:《旅游上市公司投资效率的测度与分析——基于募集资金投向变更视角的研究》,载《乐山师范学院学报》,2011(4):pp.56-59。

第二章 旅游企业资产结构 及其对绩效的影响研究

2.1 文献综述

投资者对企业的投入在会计上记录为负债和所有者权益，而资金的使用则记录为一项项的资产。资产结构是指企业各种资产的构成比例，包括流动资产、固定资产、无形资产和长期投资之间的比例关系及其占总资产的比重，以及流动资产内部的货币资金、应收款项、存货之间的比例关系及其占流动资产的比重等。威廉·L·麦金森（William L. Megginson）在《公司财务理论》一书中提出，企业价值不是取决于企业的资本结构，而是企业的资产结构。合理配置企业的资产，有利于发挥各种资产的协同作用，提高企业价值，改善企业绩效。因此，国内外学者对企业资产结构进行了大量研究。下面笔者对相关研究进行综述。

2.1.1 国外文献综述

Czyzewski 和 Hicks（1992）通过对美国 28 000 多家公司的数据分析，发现资产报酬率高的企业现金持有量相对充足，同时其他流动资产占总资产的比重也更高，而固定资产和存货占总资产的比重较低，应收账款占总资产的比例则没有确定的倾向。

Skarabot（2001）建立了一个模型，证明公司可以通过整合全部资产、部分资产证券化或资产剥离的手段，使公司实现最佳资产组合，从而实现企业价值最大化。他认为资产结构对企业价值具有重要影响。

Ben - Hsien Bao 和 Da - Hsien Bao（2004）搜集了美国 Research Insight 数据库里面的 828 家公司的数据，研究了存货水平与公司价值的关系。他们发现