

THE VALUE CHAIN RISK SPILLOVER  
AND INVESTMENT TRANSFER

# 价值链风险溢出 与投资转移

——以旅游业价值链为例

尹美群 等◎著

VALUE CHAIN  
RISK SPILLOVER  
INVESTMENT  
TRANSFER

# 价值链风险溢出 与投资转移

——以旅游业价值链为例

*THE VALUE CHAIN RISK SPILLOVER  
AND INVESTMENT TRANSFER*

尹美群 等◎著

## 图书在版编目(CIP)数据

价值链风险溢出与投资转移：以旅游业价值链为例 / 尹美群等著. —北京：社会科学文献出版社，2014. 1  
ISBN 978 - 7 - 5097 - 5381 - 1

I. ①价… II. ①尹… III. ①旅游业 - 风险投资 - 研究  
IV. ①F590.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 286432 号

## 价值链风险溢出与投资转移 ——以旅游业价值链为例

著 者 / 尹美群 等

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 经济与管理出版中心 (010) 59367226

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

项目统筹 / 高 雁

经 销 / 社会科学文献出版社市场营销中心 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 三河市东方印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

版 次 / 2014 年 1 月第 1 版

印 次 / 2014 年 1 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 5381 - 1

定 价 / 55.00 元

责任编辑 / 高 雁 梁 雁

责任校对 / 李卫华

责任印制 / 岳 阳

印 张 / 12.25

字 数 / 133 千字

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社读者服务中心联系更换

▲ 版权所有 翻印必究



本书是教育部人文社科基金项目（11YJA630179）与  
国家社科基金项目（13BGL042）的部分研究成果

## 前 言

中国经济的快速发展使许多国外企业积极与中国企业共同搭建价值链。首先，中国巨大的市场资源，客观上吸引了一大批外资企业进军中国，为中国企业与国外优秀的公司形成长期而稳定的价值链联盟奠定了良好的基础。其次，中国信息产业的迅猛发展为企业的价值链管理提供了强有力的技术支持，中国一批企业，例如华为、实达、联想等网络厂商已经实现了群体性的崛起。最后，中国本土的配送业、仓储业等物流行业已崭露头角，这些将成为价值链下游企业，并最终创造巨大的价值。

然而 2007 年下半年以来席卷全球的经济危机，使我们清醒地看到，资本的国际化流动使得全球企业在优化资源配置的同时，也出现了风险溢出（波动）。金融市场间的风险溢出现象已经得到了国内外学者的广泛重视（洪永森，2004；Hashmi et al.，2007；谷耀，2006；蒋翠侠和张世英，2009；等等）。事实告诉我们，这次全球性的金融危机，不但表明金融市场之间存在着风险溢出，不同产业链、价值链间也存在着风险溢出。同时，金融产品定价的经验告诉我们，风险的流动性对资产收益存在着显著的影响。风险溢出有时也会带来投资的双向转移，而投资转

移将不同程度地影响价值链的价值回报。

本书是两个课题——教育部人文社科基金项目（11YJA630179）与国家社科基金项目（13BGL042）——成员在研究了价值链风险溢出与投资转移等问题后得到的部分研究成果。课题组成员对价值链风险溢出因素进行研究和测度，并利用上海、深圳、中国香港及韩国、新加坡等股票市场的数据深入研究了不同市场间的风险溢出问题，着重以旅游业价值链为例，对风险溢出、投资转移和价值回报的量化模型以及价值链投资转移与价值回报的互动关系等五个方面进行了实证分析研究，通过对大量的大样本数据以及典型案例进行分析，得出价值链风险溢出对投资转移产生显著影响及投资转移与价值回报存在着明显的互动关系的结论。

本书由尹美群、王琦、王祚、董杨、王伟强共同完成，由于受条件与水平限制，书中难免存在一些不妥之处及尚未发现的错误，请广大读者批评指正。

# 目 录

第一章 绪论	1
第二章 理论综述	11
第三章 价值链风险溢出的因素研究：以旅游业价值链为例	44
第四章 旅游业价值链风险溢出测度	73
第五章 旅游业价值链风险溢出对投资转移的影响	117
第六章 旅游业价值链风险溢出对价值回报的影响	133
第七章 价值链投资转移与价值回报的互动关系	154
第八章 结论	172
参考文献	175

# 第一章 绪论

## 一 研究背景

在经济全球化以及网络经济的复杂动态环境下，孤军奋战的企业将难以进入良性经营循环，难以形成自己独特的核心竞争能力，难以有效地满足和响应客户的需求。John Ince 指出“（企业）目标是要从直线型串联的供应链转化为并联的合作共同体”（朱克曼，2004）。这就是价值链的概念。Porter（1985）指出，每一个核心企业，必须把产品原料的采购及产品的生产、销售和售后服务的整个过程看成一条价值不断增值的链条，并对整条价值链实施有效的管理。

1995年哈佛商学院教授Rayport和Sviokla（1995）提出虚拟价值链概念，Prabakar Kathandaraman等（2001）构建价值网模型，使价值链概念的内涵不断丰富。今天的价值链已经不仅仅是一种理念，更是一种实践。大量企业已经把价值链理念运用到实践当中。美国福特汽车公司在推出新车Festiva时，就成功地运用了价值链理念——新车由美国设计，由日本马自达汽车公司生产发动机，由韩国的制造厂生产其他零件和装配，再运往美国和世界市场上销售。



中国经济的快速发展使许多国外企业积极与中国企业共同搭建价值链。首先，中国巨大的市场资源客观上能够吸引一大批外资企业进军中国，为中国企业与国外优秀的公司形成长期而稳定的价值链联盟奠定良好的基础。其次，中国信息产业的迅猛发展为企业的价值链管理提供了强有力的技术支持，中国一批企业，例如华为、实达、联想等已经实现了群体性的崛起。最后，中国本土的配送业、仓储业等已崭露头角，这些将成为价值链的下游企业，并最终创造巨大的价值。

随着金融全球化步伐的不断加快，不同国家同一市场、同一国家不同市场、同一市场不同行业的信息传递日渐紧密。随着美国的次贷危机及由该危机引发的席卷美国及全世界金融市场的危机的爆发，我们发现金融风险不仅存在于企业的局部，它能够通过企业之间的链条进行传染，最终影响整个经济环境。一方面，在宏观经济的大背景下，企业所面临的风险会受到宏观基本面的影响，如市场环境、宏观经济冲击、共同资金约束等。另一方面，企业同样会受到自身价值链或节点企业自身风险控制能力、风险属性、相互关系等微观因素的制约，从而使风险传染更具扩散性和传染性。

价值链及风险管理逐渐成为当下研究的热点。仔细分析价值链的风险溢出及其波动的特征，可以发现，由于企业之间存在复杂的债权债务关系，因此两个国家相同行业的企业价值链之间存在风险溢出，多个国家同一行业企业价值链对一个国家该行业企业价值链存在共同风险溢出，国内一行业价值链与其他行业价值链之间也存在共同风险溢出。基于流动性、交易量、回报率等衡量风险的因素的变化，价值链风险溢出还会对投资转移与价值回报产生相应的影响。同时，投资转移与价值回报之间还存在着某种互动关系。

然而，过往的研究一般都从市场指标角度出发，研究股票、债券、期货等资本市场的风险溢出及其波动。同时从市场指标和财务指标两个角度，研究不同国家不同市场某一特定行业，如旅游业的价值链风险溢出及其波动影响的几乎没有。而在实际环境中，随着世界经济的发展及全球化进程的加快，作为第三产业的旅游业正逐渐成为政府监管部门、企业内部管理者、企业价值链利益相关者等关注的焦点。因此，测度旅游业价值链的风险、旅游业价值链之间的风险溢出、风险波动对投资转移和价值回报的影响及它们之间的互动关系有较强的理论和现实意义，这也是本书的出发点和落脚点。

## 二 研究意义

正如前文所提到的，2007年下半年以来席卷全球的经济金融危机，使我们清醒地看到，资本的国际化流动使得全球企业在优化资源配置的同时，也产生了风险溢出/传动（戴相龙，2009）。金融市场间的风险溢出现象已经得到了国内外学者的广泛重视（洪永森，2004；Hashmi et al.，2007；谷耀，2006；蒋翠侠和张世英，2009；等等）。而价值链节点企业之间包括价值链链条之间的风险溢出、风险测度及其价值相关性则一直没有得到学者的充分关注。事实告诉我们，本次全球金融危机的爆发，不但凸显了金融市场之间存在风险溢出，不同产业链、价值链间也存在风险溢出。

全球化进程就如一张无形的巨网一样，把世界上绝大多数微观实体绑定在了这张网络上，每个微观实体——不论是大小，属于重要领域或是新兴产业的变动都会对网络产生影响。影响网络整体或局部稳定的

因素既包括宏观层面的、中观产业层面的，也包括微观层面的。三个层面因素的共同作用使世界上的企业联系在一起，宏观经济事件或政策一般会作用于市场整体和所有的行业，并产生不同的效果，微观因素的影响更加具体和显著。

金融危机让世人重新关注和认识风险在世界范围内的传染和转移，以及风险的传染所导致的对企业投资转移和价值回报的影响。缘于某个国家的金融风险是否会对其他国家的经济状况产生影响？价值链之间是否存在风险传染与投资转移？如何定量地衡量影响的大小？如何判断是否发生了风险传染和投资转移？价值链风险溢出对投资转移和价值回报有什么样的影响？如何判断风险传染的中介变量？这些都是我们将要谈论的问题，遵循发现问题、评价问题和解决问题的方法，本书将逐一阐述上述问题，以上问题的解决，将有助于政府、投资机构或个人识别、理解风险的传染机制及其影响，从而更科学合理地规避风险、切断风险的传染途径、做出正确的投资决策。

金融产品定价的经验（Pastor and Stambaugh, 2003; Acharya and Pedersen, 2005; 黄峰和杨朝军, 2007; 等等）告诉我们，风险的流动性对资产收益存在着显著的影响。同时，风险溢出有时也会带来投资的双向转移，而投资转移将不同程度地影响价值链的回报，因此，价值链风险溢出的价值相关性也成为亟待明确的问题。

可见，在当前全球经济尚未复苏、中国制造业处于风口浪尖的大背景下，迫切需要对价值链的风险溢出机制、价值链的风险溢出测度、价值链投资转移与价值回报之间的关系等问题进行深入细致的研究。

另外，随着我国人均 GDP 的持续增长，作为我国的新兴行业的旅游行业正面临着巨大的机遇，同时也面临着前所未有的风险与挑战。本

书在大样本数据验证理论假设的基础上，对风险传染和影响机制在旅游业的应用进行实证和案例分析，研究和讨论旅游行业价值链间是否同样存在着风险溢出效应，如果存在风险溢出效应，我们该如何衡量和规避旅游行业中的价值链风险溢出对价值回报和投资转移的影响，同样，问题的解决将对旅游行业的健康持续发展起到极大支撑作用。

本书作者认为，可从价值链风险溢出的影响因素着手研究，针对价值链风险溢出的存在、传导机制、价值链风险溢出的测度等进行研究，进一步推导出价值链风险溢出效应对投资转移以及价值回报的影响。具体来看，这一主题具有如下理论和实践意义。

## （一）理论意义

### 1. 为价值链风险溢出机制提供理论模型

本书将从价值链风险溢出的基本面因素（包括市场环境、宏观经济冲击以及共同资金约束等）与纯粹因素（包括不同价值链或节点企业的风险控制能力、风险属性、相互关系等）两个角度出发，剖析不同行业价值链风险溢出的内因，找出其内在的关联关系。

### 2. 为价值链风险溢出测度设计可操作的量化模型

清晰认识价值链风险溢出的情况，可以令价值链节点企业及时做出风险判断和进行风险管理，因此测度价值链风险溢出就显得尤为重要。本课题将在充分调研、推演、论证、检验的基础上，运用 GARCH 模型，推导出价值链风险与风险溢出的量化模型，提高价值链企业风险管理的可操作性。

### 3. 为价值链风险溢出对投资转移及价值回报的影响提供验证

风险溢出与投资转移及资产收益之间的相关性已经在金融市场得到

部分验证，但是由于价值链涉及的行业更多，本书将对三者关系中的每一环节加以理论推导、数据验证以及案例剖析。三者之间可能存在的相互影响关系如图 1-1 所示。

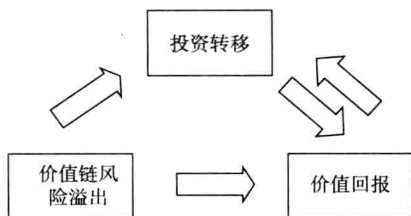


图 1-1 价值链风险溢出、投资转移与价值回报之间的关系

## （二）实践意义

### 1. 为政府监管部门有效控制宏观经济风险提供数据支持

企业微观经济层面的风险扩大，必然会导致宏观经济风险，正如 2008 年的金融风暴一样。如何及时监控企业风险继而有效控制宏观经济风险一直是监管部门工作的重点和难点。

### 2. 为企业内部管理者完善内部风险控制与管理提供思路

本书通过对价值链风险溢出的测度，使管理者能够较为清晰地看到风险强度，并能够为管理者进行风险控制与管理提供有益参考。

### 3. 为企业价值链利益相关者分析风险溢出因素、风险溢出发生期并调整价值链战略提供参考

价值链企业本着利益共享机制，与链条上的利益相关者共生共赢。对企业外部的价值链利益相关者来说，风险溢出具有较大的隐蔽性和复杂性，对收益的影响也不易衡量，因此，剖析价值链风险溢出因素、分析风险溢出发生期对价值链上的利益相关者及时调整战略具有重要

意义。

#### 4. 为旅游企业价值链风险测度提供数据

目前,关于风险传染、非流动性补偿及投资转移的研究成果比较多,但几乎未涉及旅游行业价值链的风险传染研究,本研究从理论上阐明了价值链中企业信用风险的传染模式,并且通过案例分析的方法实证风险和投资转移、价值回报,不仅从市场指标的角度对风险溢出进行衡量,还创新性地从财务角度对风险进行试探性研究。本研究对于旅游企业价值链风险评估和管理有着重要的意义,尤其对旅游企业价值链风险规避具有较强的实际意义。

### 三 研究内容

进入21世纪以来,旅游业已逐渐超越汽车、石油等工业,一跃成为当今世界第一大产业。随着全世界对旅游业关注程度的提高,无论是政策监管部门、企业内部管理者还是企业价值链利益相关者,都会关心与旅游业或其节点企业的价格走势,最重要的是对旅游业价值链风险溢出的测度以及对投资转移与价值回报之间关系的判断。所以说,要了解并投资于旅游业及其相关行业,必须了解旅游业价值链的风险溢出效应以及其与投资转移和价值回报之间的关系。本书主要探讨旅游业价值链风险溢出的影响因素,从宏观层面研究影响旅游业价值链或节点企业风险溢出的基本面因素。当基本面因素没有发生变动时,如果旅游业价值链会发生共同变动,那么影响这种共同变动的纯粹因素又有哪些?确定了影响旅游业价值链风险溢出的基本面因素和纯粹因素之后,本书还将进行旅游业价值链风险溢出测度研究。本书从市场指标和财务指标两个

角度出发，考察旅游业价值链的风险溢出效应，并验证两大股票市场旅游业价值链之间是否存在风险溢出；多个股票市场旅游业价值链对一个股票市场旅游业价值链是否存在共同风险溢出；国内旅游业价值链与其他行业价值链之间是否也存在共同风险溢出。在此基础上，我们还将研究价值链风险溢出对价值回报与投资转移的影响，以及投资转移与价值回报之间的互动关系等。

本书实证研究部分首先确定价值链风险溢出的影响因素，包括基本面因素和纯粹因素。其次通过搜集几个股票市场旅游业上市公司的日收盘价数据和国内旅游业及其他行业上市公司的日收盘价数据和净资产收益率数据，将日收盘价数据手工处理成金融资本市场研究经常采用的日收益率数据后，建立相对应的广义自回归条件异方差模型（GARCH），并对旅游业价值链的风险溢出效应进行度量和检验。然后在进行大样本数据验证的同时，对量化研究模型进行推论并进行典型案例分析，考察价值链的风险溢出对投资转移、价值回报的影响。最后采用三阶段最小二乘法建立联立方程分析与验证价值链的投资转移与价值回报的互动关系。如果上述问题能够一一解决，无论对政府监管部门、企业内部管理者还是企业价值链的利益相关者来说，都会有一定的帮助和借鉴意义。

#### 四 研究框架

本书一共分为八个章节，具体内容如下。

第一章为问题的提出，主要是对本书的研究内容、背景及意义等的概述。

第二章为理论综述，主要是针对价值链以及旅游业价值链风险溢出、价值链风险溢出对投资转移与价值回报的影响的相关研究成果的梳理。

第三章为价值链风险溢出的因素研究，主要从基本面因素以及纯粹因素两个角度对价值链风险溢出进行研究，并以旅游业价值链为例进一步进行实证分析，从而确定影响旅游业价值链或节点企业风险溢出的基本面因素。

第四章为旅游业价值链风险溢出的测度，从市场指标与财务指标两个角度考察两大股票市场旅游业价值链之间的风险溢出效应。其一研究不同股票市场旅游业价值链间的风险溢出效应；其二研究国内部分行业价值链对旅游业价值链的共同风险溢出效应。实证研究结果与第三章研究结果相呼应，并为第五章、第六章提供理论与数据支持，为本书的核心章节。

第五章为旅游业价值链风险溢出对投资转移影响的量化研究，在进行大样本数据验证的同时，推论量化模型和分析典型案例，充分剖析旅游业价值链风险溢出效应与投资转移之间的影响关系。

第六章为旅游业价值链风险溢出对价值回报影响的量化研究，在进行大样本数据验证的同时，推论量化模型和分析典型案例，充分剖析旅游业价值链风险溢出效应与价值回报之间的影响关系。

第七章为价值链投资转移与价值回报的互动关系研究，首先对研究结论进行预期并提出假设，其次选取样本数据，并运用三阶段最小二乘法 and 联立方程模型进行实证研究，得出的实证结果与研究假设相比较，验证两者的互动关系，最后进行典型案例分析，充分剖析价值链投资转移与价值回报之间的互动关系。



第八章为结论，首先根据第四章、第五章实证分析得出研究结论，其次结合发展现状对全书进行总结，最后为相关领域政府监管部门、企业内部管理者以及企业价值链利益相关者等提供一些启示。