

学校编码:

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: 17820121151153

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

旅游上市公司再融资对经营业绩的影响研究

Research on the impact of the tourism listing Corporation of refinance  
to business performance

林梅梅

指导教师: 周 星 教 授

专 业 名 称: 旅 游 管 理

( M T A )

论文提交期: 2015 年 7 月

论文答辩间: 2015 年 9 月

学位授予期: 2015 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2015 年 7 月

---

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

近年来，随着大众生活水平的提高，人们越来越注重生活品质，旅游逐渐走进人们的生活中。但是，旅游业的生存发展需要大量的资金注入，资本作为企业的血液，是企业经营活动的最主要的推力，由于融资是企业筹集资本的重要方式，公司的融资成本和募集资金的使用情况会对公司的经营业绩带来影响，同时资本结构的变化也会对公司的经营业绩带来影响，但以往学者主要研究股权再融资方式对股本结构的影响，对再融资方式对经营业绩影响的研究还是凤毛麟角，为此本文将就旅游上市公司进行再融资对经营业绩的影响展开研究。

本文采用回归分析法对新浪财经网、巨潮资讯网以及上海、深圳证券交易所的相关数据进行分析，探讨中国旅游上市公司不同的再融资方式对企业经营业绩变化的影响。研究表明：再融资前自由现金流量和资产规模对旅游上市公司再融资后的经营业绩有负面的影响，大股东的持股比例、再融资前的资产负债率和企业的增长水平对旅游上市公司再融资后的经营业绩有正面影响。旅游上市公司在进行再融资后经营业绩出现下滑趋势，但增发融资的旅游上市公司的经营业绩比配股和可转债好。

根据研究结果笔者提出了几点建议：（一）要进一步提高旅游上市公司的再融资水准；（二）上市公司选择合适的资本结构，明确募集资金的方向，避免盲目融资；（三）旅游上市公司应完善董事会、监事会、独立董事等制度，引入竞争机制，加强对公司管理层的监管；（四）政府相关部门应积极推动资本市场创新，大力发展债券市场；（五）政府部门应完善法律法规，加重处罚；（六）证监会应加强对频繁变更募集资金投向的公司的监督机制，以确保募集资金能被合理利用。

**关键词：**旅游上市公司；再融资；融资方式；经营业绩；

## Abstract

Founded survival as well as the development of enterprises need a lot of money into capital, as enterprises in the blood, is the main thrust of economic activities. When there is a shortage of corporate funds, it will need to be financed. Refinancing refers constantly to raise funds after the establishment of the enterprise to meet the development needs of their production behavior. Then after the finance company's financing costs and the use of funds raised will impact the company's results of operations, and changes in capital structure will result in the company's operating performance impact. This article is by a different Chinese tourism listed companies refinancing to study the impact of changes in business performance and make recommendations to enhance the tourism refinancing levels.

First, we finance theory and corporate performance evaluation theory are described. Secondly, the effects of the refinancing of listed companies on the travel suggestion performance. Use Sina Financial Network, cninfo Shanghai Stock Exchange and the relevant data were studied. Results indicate that free cash flow before refinancing and asset have a negative impact on the performance of listed companies engaged in tourism after the refinancing, Stake large shareholders, asset-liability ratio of refinancing and growth levels before these three companies have a positive impact on the performance of listed companies engaged in tourism after the refinancing. Listed Tourism Companies conducting business financing appear again after the decline in performance trend; By comparison, additional financing of tourism listed company's operating performance is better than the placement and convertible bonds. Finally, to improve the level of refinancing travel advice: (1) To further enhance the improvement of tourism listed companies refinancing level. (2) Select the appropriate capital structure, raise funds to improve efficiency. (3) improve the tourism governance structure of listed companies. (4) to actively promote the capital market innovation, to develop the bond market. (5) improve laws and regulations, aggravating. (6) to strengthen the tourism listed companies refinancing review.

**Key Words:** listed tourism company; refinancing; the Way of financing; operating performance;

# 目 录

1. 绪论.....	1
1.1 选题背景及研究意义 .....	1
1.2 研究目的、内容、方法 .....	2
2. 相关概念界定和文献综述 .....	4
2.1 相关概念界定 .....	4
2.2 相关研究回顾 .....	5
2.3 再融资对经营业绩影响的相关理论回顾 .....	10
3. 我国旅游上市公司再融资的现状分析 .....	13
3.1 我国旅游上市公司的概况与特点 .....	13
3.2 上市公司再融资政策的演变 .....	14
3.3 旅游上市公司再融资的主要方式 .....	15
4. 再融资对旅游上市公司经营业绩影响的实证分析 .....	17
4.1 指标的选取 .....	17
4.2 三种再融资方式融资前后业绩变化趋势分析 .....	17
4.3 三种再融资方式融资前后经营业绩变化对比分析 .....	23
4.4 再融资对公司经营业绩影响的回归分析 .....	25
4.5 实证结果小结 .....	34
5. 结论与建议 .....	37
5.1 结论.....	37
5.2 对策建议 .....	37
参考文献.....	39

# CONTENTS

<b>1. Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1 background and significance .....	1
1.2 Research purpose, content, method .....	2
<b>2. The concept definition and literature review.....</b>	<b>4</b>
2.1 related concepts.....	4
2.2 Review of related research .....	5
2.3 Refinancing impact on operating results related theory review.....	10
<b>3. Refinancing impact on operating results related theory review.....</b>	<b>13</b>
3.1 The Tourism Listed Companies of Overview and Features .....	13
3.2 Evolution refinancing policy .....	14
3.3 The main way to travel refinancing of listed companies .....	15
<b>4.The refinancing of tourism affect the performance of listed companies Empirical Analysis.....</b>	<b>17</b>
4.1 Select Indexes .....	17
4.2 the performance analysis of Three refinancing financing trends before and after.....	17
4.3 operating performance before and after three further financing Financing Comparative analysis .....	23
4.4 Refinancing impact on the company's operating performance regression analysis.....	25
4.5 Summary of empirical results.....	34
<b>5. Conclusions and Recommendations .....</b>	<b>37</b>
5.1 Conclusion .....	37
5.2 Suggestions.....	37
<b>References .....</b>	<b>39</b>

## 1. 绪论

### 1.1 选题背景及研究意义

#### 1.1.1 选题背景

改革开放以来，我国的旅游业迅速发展，在许多地区旅游收入已成为地区经济的主要收入来源之一，旅游上市公司的经营业绩不仅仅影响了公司的生存和发展，而且也影响到国民经济的发展水平。旅游上市公司的经营业绩受到许多因素的限制，其中，企业的资本结构和股本规模是企业经营业绩变化的主要因素，而再融资是获得企业所需的资金、优化资本结构的重要手段。旅游上市公司采用再融资手段，可以帮助企业扩大规模，提升企业的知名度和社会影响力，提高自身竞争力，因此，旅游上市企业采用再融资手段和企业自身的生存和发展密切相关。

据数据统计，近年来我国上市企业再融资规模呈逐年增加的趋势。从 20 世纪 90 年代到 2012 年年末，中国证券市场累计筹集资金 63581.7 亿元，其中 A 股配所筹资金为 4818.88 亿元，A 股增发所筹资金为 14558.67 亿元，发行可转换公司债券所筹资金为 2111.98 亿元，以上三者的筹资占总筹资额的 33.55%，约为 1/3 的证券市场累计筹资，因此再融资在一定程度上有利于上市公司的发展，在我国的资本市场中占有重要地位<sup>①</sup>，这是因为一方面上市公司进行再融资后，资金的使用效益会对公司的经营业绩产生影响；另一方面，通过再融资，可以改变企业的股本、资本结构，影响企业对管理结构的控制，从而影响企业生产经营活动，进一步影响企业的经营业绩。

融资有股权融资和债务融资两种基本途径，在我国，股权融资是现代企业筹集资金的主要方式<sup>②</sup>。近年来，越来越多的专家和学者对于上市公司热衷于再融资这种行为持反对态度，是由于上市公司会充分里利用投资者与上市公司之间的信息不对称从股市中筹集资金，然而上市公司并没有充分利用这些筹集的资金，而是将其在公司内部闲置，或者被大股东所占有，越来越多的公司成为

---

<sup>①</sup>毕金玲. 上市公司追逐增发政策之十年变迁[J]. 边疆经济与文化, 2011, 11:19-21.

<sup>②</sup>杨锦霞. 上市公司股权再融资偏好与原因分析[J]. 长沙大学学报, 2010, (4).

一个有名无实的“空壳”公司，严重影响了公司的经营状况。与此同时，大部分上市企业不重视投资项目的可行性，造成了投资变动频繁，收益不理想，公司利用项目圈钱迹象日益明显。此外，由于市场和企业自律能力太弱，很多上市公司开展业务，远离主业，多元化的盲目投资使得资金使用效率下降，这是造成上市公司再融资后经营业绩下降的原因。改革开放以来，我国旅游业凭借着自身巨大的优势，在 market 需求的带动下迅猛发展，已经成为了国民经济发展最快的行业之一，但是，许多旅游上市公司在发展壮大过程中面临着各种问题，特别是存在资金不足的问题，因此研究旅游上市公司再融资手段和对经营业绩的影响等相关问题成为必要。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

本文对旅游上市公司的再融资行为以及对经营业绩影响进行分析，可以帮助企业了解再融资后企业经营业绩的变化趋势及变化的主要原因，为企业选择再融资方式提供参考，为其他学者从事这个方面的研究提供一些支持。

#### (2) 现实意义

本文对旅游上市公司的再融资行为以及对财务业绩变化原因进行分析，以便找到经验教训，为上市公司股东激励管理者，加强管理，以及规范再融资行为和可能带来的业绩变化的不恰当行为提供建议。同时希望这个研究可以使证券监管部门和立法部门针对现存的问题更好地执行监督和管理职能，制定更切实有效的法规，促进公司更好地发挥资金配置功能。

## 1.2 研究目的、内容、方法

### 1.2.1 研究目的

本文拟探讨旅游上市公司进行再融资后经营业绩的变化及其原因，为旅游上市公司提供发展建议。

### 1.2.2 研究方法

本文将采取文献分析法、单变量分析法和回归分析法相结合对旅游上市公司进行再融资后经营业绩变化进行研究。

### (1) 文献分析法

本文通过文献分析法对国内外学者在再融资的理论成果进行阐述分析，梳理了再融资方式选择以及对经营业绩的影响，在此基础上，对旅游上市公司再融资方式的演变过程、规模和特点进行总结。

### (2) 单变量分析和回归分析法

本文首先采用单变量分析法对三种再融资方式对经营业绩的影响进行对比分析，再利用回归分析法建立回归模型，分析不同因素再融资后对经营业绩的影响。

### 1.2.3 研究内容

本文基于融资基本理论和国内外绩效评价理论的变化，分析上市公司再融资经营业绩的变化。

本文主要分为以下六个章节：

第一章绪论。本章主要阐述研究背景以及研究意义，同时介绍本文的研究内容和研究方法。

第二章相关概念界定以文献综述。本章主要介绍了再融资的相关概念、公司融资理论成果、再融资的方式选择、不同再融资方式对经营业绩影响的研究，最后对中国内外研究成果进行概述。

第三章对旅游上市公司再融资的现状分析。本章在研究旅游上市公司再融资的演变过程和再融资选择方式的基础上，对旅游上市公司再融资的整体过程和特点进行分析。

第四章再融资对经营业绩影响的实证分析。本章通过单因素分析法，对配股、增发和可转债三种方式对经营业绩的影响进行对比分析，再综合分析三种再融资方式对经营业绩的影响。同时，利用回归模型分析再融资行为对经营业绩的影响，得出实证结果。

第五章结论与建议。本章主要是对第五部分的实证结论进行简要的分析和总结，提出相关的建议。

## 2. 相关概念界定和文献综述

本文将介绍再融资的相关概念、理论，以及再融资方式对上市公司经营业绩变化的影响。

### 2.1 相关概念界定

#### 2.1.1 上市公司再融资概念界定

再融资是指企业为了满足自身的扩张和可持续发展而不断筹集资金的行为。再在再融资过程中，根据资金来源的不同，再融资方式可分为内部融资和外部融资；根据产权关系的不同，再融资方式又可分为股权融资和债券融资。企业通过发行股票或者直接吸收资金方式进行再融资被称为股权融资；而企业通过向银行、金融机构贷款或者发行债券等方式来筹集资金的过程被称为债务融资，企业利用债务融资来筹集的资金是债务资金<sup>③</sup>。

增发新股是指在原本公司股份的基础上，公司的老新股东面向所有的市民，发行新股来筹集资金的行为，增发新股可分为定向增发和公开发行。定向增发对股价的影响很小，但是会受到发行对象的限制，对公司的控制权造成一定的影响；公开发行由于是向所有投资者发行股票，发行范围大，与定向增发相比，股票价格更接近市场股票价格，可以筹集到大量资金，但是风险明显大于定向增发，两者都存在摊薄每股收益的缺点。

配股是指上市公司为了实际的发展需求，根据一定的规定和程序，向原有的股东按照股份的一定比例发行新股以筹得资金的方式。通常发行配股之后可能会导致上市公司股票下跌，是因为公司发行配股的价格会比一般市场价低<sup>[3]</sup>。配股再融资的审批和发放程序简单，不涉及公司原股东利益的约束与平衡，具有一定的强制性，迫使原股东认购配股。

可转换债券是指发行人根据约定条件在一定的时间走法定程序发行的可以转换成股票的债券，同时拥有股票、期权、债权三者的特征。债券的有人可以根据一定的比例（或者一定的价格）将债券转换成普通股，这些普通股相当于

<sup>③</sup>管征. 上市公司股权再融资[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2006, (3): 7-8.

上市公司发行的新股，从而取代那些债权。可转化债权对于发行者来说，不仅能降低利息费用，而且利息可以在税前支付，从而产生“税盾效应”。然而这样做也有一定的危害，公司的债权一旦被转换成股票，公司股东的股权将会减少。

上市公司需要衡量审核时间、再融资难度，发行条件，市场趋势，资金需求量和融资产品的难度、销售和其他等各种因素和权衡再融资过程中的利弊关系来选择再融资方式。目前我国上市公司偏好股权融资，融资的投向存在明显的盲目性、不确定性、低融资效率等特点。

## 2.2 相关研究回顾

### 2.2.1 再融资方式选择研究

#### （一）国外再融资方式选择研究

在英美等发达国家的证券市场上，上市公司的管理阶层在决策时会考虑到中小投资者的利益，由于增发新股可以保护中小投资者的利益，因此成为国外上市公司募集资金的方式。

1977年，Smith提出管理层和董事会成员必须通过承包发行新股，Smith研究发现承包配股融资成本和发行新股费用远远高于非承包配股，但是在20世纪70年代，美国有超过90%的上市公司股权融资都是使用增发新股进行再融资。到了80年代初，Herman对200家非金融企业及100家大型工业企业进行再融资方式研究，结果发现在200家大型非金融企业中有大约42家公司的董事会成员来自投资银行，占总数的21%左右；在100家大型工业企业中有27家公司的董事会成员来自投资银行，占总数的27%。Herman证实了Smith的监管成本理论，认为来自投资银行的公司董事会成员可以通过在董事会会议上投票、游说或者施加压力的方式，迫使公司通过再融资承包配股方式发行新股，投资银行则可以在发行新股中收益。1984年，Myers和Majluf提出财富再分配模型，他们假设上市公司的股票是同股同价，认为上市公司的财富会在新股东之间进行再分配。根据财富再分配模型，Myers和Majluf还得出了新股东认购比例与老股东损失比例之间的关系，即如果上市公司选择增发方式进行融资，老股东的损失与增发新股总量中新股东认购的比例成正比；而如果上市公司选用配股方

式进行融资，老股东不会损失财富。因此，根据财富的再分配理论，在股权再融资方式的选择上，上市公司应该选择配股方式避免使用增发方式。

Eckbo 和 MasuHs 在 Myers 和 Majluf 设定的财富再分配模型的基础上提出了三个影响公司投资决策要素，一是直接发行股票的成本；二是投资项目的未来盈利能力；三是新老股东之间财富转移的成本。Eckbo 和 MasuHs 研究发现大规模且股份分散的上市公司再融资方式比较倾向采用增发方式，相反，规模小、股份集中的公司会选择配股的方式。

Booth 和 Chua 研究发现如果上市公司选择配股方式进行再融资，一段时间后股票差价明显增加，而采取增发新股的方式进行再融资则股票差价明显减少，他们认为配股方式的成本高于增发新股的方式，因此增发新股具有一定的优越性。

Cronqvist 和 Nilsson 从公司控制权角度来对股权再融资方式选择进行了研究，他们提出增发新股存在分散公司控制权的危险，家族企业的上市公司一般不愿意采取增发的方式进行再融资，因为他们拥有公司的控制权同时在公司中拥有特殊利益，对公司的控制权有着极其强烈的保护欲<sup>④</sup>。

## （二）国内再融资方式选择研究

国内学者研究发现我国的上市公司极度偏好股权融资方式，当公司成功上市时，需要再次筹集资金，即使企业的条件不符合证监会的要求，企业本身也会创造条件实施增发、配股，从而形成“配股热”和“增发热”。一些西方发达国家在融资方式的选择上，一般遵循“啄食理论”<sup>⑤</sup>，而在我国这种现象恰恰相反。我国的上市公司要进行筹集资金时，首先考虑股权融资，股权融资不够的情况下再考虑债券融资，股权再融资也是先考虑股权再融资方式，再考虑债券再融资。

阎达五、耿建新、刘文鹏研究发现我国上市公司偏好股权融资是因为它可以改善和优化公司的资本结构及公司治理结构，可以有效地维护公司中小股东的利益。施东辉通过研究发现我国上市公司的股权结构过于集中，因此通过股

<sup>④</sup>李双. 我国上市公司再融资绩效研究[D]. 山东大学, 2013.

<sup>⑤</sup>啄食理论: 在内源融资和外源融资中首选内源融资; 在外源融资中的直接融资和间接融资中首选间接融资; 在直接融资中的债券融资和股票融资中首选债券融资。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.