

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 17820131151237

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

旅游上市公司股权结构对经营绩效影响的实证研究——基于 EVA 评价体系

Empirical Research between Equity Structure and
Business Performance of Listed Tourism Companies
----- Based on EVA Evaluation System

黄 科

指 导 教 师: 黄海玉 副教授

专 业 名 称: 旅 游 管 理

论 文 提 交 日 期: 2015 年 月

论 文 答 辩 日 期: 2015 年 月

学 位 授 予 日 期: 2015 年 月

答 辩 委 员 会 主 席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 月

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

摘要

本文所研究的主要课题针对旅游上市公司股权结构与经营绩效之间如何相互影响，评价体系是采用 EVA，全文选取旅游上市公司作为研究样本，同时把航空公司也纳入其中，紧紧抓住三个核心概念：股权结构、经营绩效、EVA 进行展开。在整个框架上，笔者首先对选题的背景与意义、技术路线图、创新点及重难点等导论部分进行描述，随后对国类外的文献部分进行回顾，同时说明了概念界定与全文的理论基础。在研究方法与工具上，采用的是文献法、分类法和实证分析法以及中文版 SPSS20。

在实证部分，首先对整个行业的现状、数据来源、样本筛选原则进行简要说明，随后重点是对因变量 EVA 指标的测算，分别从 NOPAT、债务资本成本和股权资本成本三个方面展开，涉及的工作有参数设计、指标量化、会计科目调整、无风险利率测算、贝塔系数测算、市场组合收益率计算等，而自变量的数据是来自数据库，最终完成了实证分析前所需要的数据收集与整理。在建模前，我们又对自变量作了相关性检验和相应的理论假设。为更全面的反映实际情况，在总体实证分析后，本文又分类型的对公司进行相关性比较分析，最终得出结论：旅游类的上市公司的股权结构与经营绩效之间有着一定程度的相关性，但是线性回归方程并不显著，文中也对其原因进行详细的说明。在增加股本流动性，保证企业绩效的前提下，要处理好股权集中度与股本制衡之间的关系，关注不同类型的股东对公司绩效的影响，尤其是国有股的减持。

最后，文中提出了相关建议，在末尾时，对本文存在的不足与局限，也进行了相关的总结。

本文主要的创新，可能在以下几点：

1、EVA 作为绩效评价指标已经在不断被公司管理者接受，但在旅游公司并没有被广泛的应用，本文的目标之一正是希望对这方面能有所突破。

2、样本选择突破传统旅游公司的划分，将相关提供服务支持的公司也纳入统计，如航空公司，使得在数量与类型上作补充，体现研究样本的多样化。

3、在以往的研究中，最优股权结构建议与结论都比较偏定性。而本文利用修正 EVA 排名的方法，给出了具体的数值区间，定量的区间更具有实际参考价值。

关键字：股权结构；经营绩效；EVA

Abstract

In this paper, the main topics of the study about the listed tourism companies how to influence each other between equity structure and business performance, and the evaluation system is to use EVA. From the full text selected listed tourism companies as the research sample, even include the airlines. At the same time, it seizes three core concepts: the equity structure, operating performance, EVA. In the Framework, first of all, the selected topic background and significance, technology roadmap, innovation point and difficult point of introduction is described, then the part in countries outside the literature review, and illustrates the definition and theoretical basis of full text. On the research methods and tools, it uses the literature method, classification, the empirical analysis method and the Chinese version SPSS20.

In the empirical part, the status quo of the industry, data sources, sample selection principles are explained briefly, then focuses on the dependent variable of EVA index measure, in three aspects: from NOPAT, cost of debt capital and equity capital cost. The work involves in parameter design, index quantification, accounting subject adjustment, the risk free rate estimation, beta coefficient is calculated, the market portfolio yield calculation, etc., and the independent variable of data is from sharp database. Finally, we complete the empirical analysis and collection of the data we need. Before modeling, we also made correlation test of the independent variables and the corresponding theoretical assumptions. To more fully reflect the actual situation, after the body of empirical analysis, this paper divides type of correlation comparison analysis to the company, finally draw the conclusion: travel between the ownership structure and operating performance of listed companies have a certain degree of correlation, but, there is no significant linear regression equation, and it also details on the reason in this paper. In

more equity liquidity, guarantee under the premise of enterprise performance, to deal with the relationship between ownership concentration and equity checks and balances, pay attention to the influence of different types of shareholders of company performance, especially the reduction of state-owned shares.

Finally, this paper puts forward the relevant Suggestions. In the end of article, the deficiencies and limitations are also carried on the summary.

In this paper, the innovation may be in the following:

- 1, EVA , as a performance evaluation index, has been accepted by the company managers, but not been widely used in tourism company, one of the goal of this article is to get progress in this respect.

- 2, Sample breaks through the traditional travel the division of the company, providing services in support of the related companies, which are also included in the statistics, such as airlines. It makes on the number and type of supplement, reflect the diversity of the sample.

- 3, In the study of the past, the optimal ownership structure suggestion and conclusion are partial qualitative. And in this paper, the method of using modified EVA ranking, gives the specific numerical interval. The quantitative range has more practical reference value.

Keywords: Equity structure; Business performance; EVA

目录

1. 导论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义与目标	2
1.2.1 研究意义	2
1.2.2 研究目标	2
1.3 研究方法与工具	2
1.3.1 研究方法	3
1.3.2 研究工具	3
1.4 技术路线图	4
1.5 创新与重难点	4
1.5.1 论文创新（可能）	4
1.5.2 论文难点	5
2. 文献回顾与评价	6
2.1 国外文献	6
2.1.1 国外研究综述	6
2.1.2 国外股权结构与经营绩效研究评析	9
2.2 国内文献	10
2.2.1 国内上市公司研究综述	10
2.2.2 国内实证研究现状与评价	11
2.2.3 旅游业股权结构相关研究	11
2.2.4 传统绩效评价体系的缺陷	12
3. 概念界定与理论基础	14
3.1 概念界定	14
3.1.1 股权结构	14
3.1.2 经营绩效	14
3.1.3 EVA（经济增加值）	14
3.2 理论基础	15
3.2.1 委托代理理论	15
3.2.2 资本结构理论	15
3.2.3 利益相关者理论	15
3.2.4 激励与监督理论	16
4. 旅游上市公司状况	17
4.1 旅游公司类型	17
4.2 行业财务杠杆	19
4.3 上市时间分布	19
4.4 股权结构特征	21

5. 股权结构对经营绩效影响实证性研究	24
5.1 数据准备	24
5.1.1 信息与数据来源.....	24
5.1.2 样本选择.....	24
5.2 变量设计	24
5.2.1 因变量.....	24
5.2.2 自变量.....	27
5.2.3 控制变量.....	28
5.3 变量筛选与理论假设	29
5.3.1 变量筛选.....	29
5.3.2 理论假设.....	31
5.4 模型构建	32
5.4.1 描述性统计分析.....	33
5.4.2 相关性统计分析.....	33
5.4.3 回归模型分析.....	34
5.5 不同类型旅游上市公司相关性比较分析	36
5.5.1 景区相关类.....	36
5.5.2 酒店餐饮类.....	38
5.5.3 综合服务类.....	39
5.5.4 航空运输类.....	41
6. 结论与建议	43
6.1 相关结论	43
6.2 对策建议	44
6.2.1 股份减持需慎重，适度保持国有股.....	44
6.2.2 控制资产负债率，财务杠杆勿过高.....	44
6.2.3 专注公司日常经营，提升EVA正确途径.....	45
6.2.4 提倡股权激励计划，增强公司经营绩效.....	45
6.2.5 股权结构要合理，注意控制变量影响.....	45
6.3 研究局限与展望	46
6.3.1 样本容量略显不足.....	46
6.3.2 模型拟合度有待检验.....	46
6.3.3 政策建议的深度不够.....	46
结语	47
参考文献	48
附录	50
致谢	56

Contents

1. Introduction	1
1.1 Research Background	1
1.2 Research Significance and the goal	2
1.3 Research Methods and Tools	2
1.4 Technology Roadmap	4
1.5 Innovation and Difficult	4
2. Literature Review and Evaluation	6
2.1 Foreign Literature	6
2.1.1 Study Abroad Reviewed	6
2.1.2 Foreign Research on structure and performance	9
2.2 Domestic literature	10
2.2.1 Domestic Research	10
2.2.2 Domestic Current Situation of The Empirical Study and Evaluation	11
2.2.3 Tourism Ownership Structure Research	11
2.2.4 Defects of Traditional Enterprise Performance Evaluation Index System	12
3. Definition and Theoretical Basis	14
3.1 Definition	14
3.1.1 Equity Structure	14
3.1.2 Business Performance	14
3.1.3 EVA	14
3.2 Theoretical Basis	15
3.2.1 Principal-agent Theory	15
3.2.2 Capital Structure Theory	15
3.2.3 Stakeholder Theory	15
3.2.4 Incentives and Supervision Theory	15
4. Listed Tourism Companies	17
4.1 Company Classification	17
4.2 Financial Leverage	19
4.3 Time Distribution	19
4.4 Equity Characteristics	21
5. Equity Structure and Performance Empirical Research	24
5.1 Data Preparation	24
5.1.1 Information and Data Sources	24
5.1.2 Sample Selection	24
5.2 Design Variables	24

5.2.1	Dependent Variable	24
5.2.2	Independent variable	27
5.2.3	Control Variables	28
5.3	Variable Selection and Theoretical Assumptions	29
5.3.1	Variable Selection	29
5.3.2	Theoretical Assumptions	31
5.4	Model Building	32
5.4.1	Descriptive Statistics analysis	33
5.4.2	Statistical correlation analysis	33
5.4.3	Regression model analysis	34
5.5	Different Types Of Listed Tourism Companies Correlation Comparative Analysis	36
5.5.1	Scenic Spot Related	36
5.5.2	Hotel Catering	38
5.5.3	Comprehensive Service	39
5.5.4	Air Transport	41
6.	Conclusion and Suggestion	43
6.1	Related Conclusions	43
6.2	Countermeasures and Suggestions	44
6.2.1	Appropriate to Keep State-owned Shares	44
6.2.2	Control the Asset-liability Ratio	44
6.2.3	Focus On Day-to-day Operations	45
6.2.4	Advocate the Equity Incentive Plan	45
6.2.5	The Ownership Structure to Be Reasonable	45
6.3	Limitations and Prospect	46
6.3.1	Insufficient Sample Size Slightly	46
6.3.2	The Fit of The Model Test	46
6.3.3	Depth of The Policy Recommendations Is Not Enough	46
	Reference	48
	Appendix	50

1. 导论

1.1 研究背景

随着国民经济飞速发展、城市化进程不断加快,居民的消费水平也有显著提高,积压的旅游潜力得以释放,旅游业已成为我国前景最广阔和规模最大的产业,对其他相关产业有很强的乘数拉动效应。从全球来看,整体上消费需求旺盛,各国旅游投资都在持续增长,产业运行相当景气。根据最新的世界旅游组织预测,到 2020 年,我国将成为全球最大的国内游市场和入境旅游接待国以及第四大出境客源国,政府方面,先后出台《关于加快发展旅游业的意见》、《旅游法》和《国民旅游休闲纲要》,这些都对我国旅游行业的健康发展起到了积极的推动作用。

作为旅游业的活动主体与产品供应方,我国旅游公司是在曲折中艰难的快速发展,以上市公司为例,早期多数是以景点、门票、资源类收入为主业,因此,国企背景深厚,多以等客上门被动式做营销。在股权分置改革前,我国旅游上市公司普遍存在股权结构不合理、流动性差(加权平均计算,限售股约占 63.6%)经营效率低下等问题,1996 年时,净资产收益率曾达到巅峰,约为 30.88%¹,随后一路下滑,2002 年后经营绩效有所回升,但旅游业整体绩效还是低于市场平均收益水平,以 2004 年为例,同期的两市 A 股加权平均净资产收益率达 8.99%,而旅游业只有 6.8%。2005 年股权分置改革以后,逐渐解决国有股与公众股,同股不同权的现象,这为旅游上市公司的现代经营体制打下坚实的基础,整个行业的经营效率也大为改观,以旅游收入作为评价指标来看,除了 03 年非典、07 年雪灾、08 年金融危机之外,以后每年都以两位数的增长率快速发展。

我国资本市场的不断完善,各种再融资方式不断涌现,如 2012 年黄山旅游定向增发不超过 5 亿元;云南旅游在 2014 年 10 月 31 日运用重组并购方式,兼并江南园林有限公司,以增加其盈利能力。同年底,国家出台了资产证券化相关实施办法。另外,旅游上市公司在日常经营中同样经历着产业融合,各种新概念也不断出现,如旅游金融,智慧旅游等新概念。种种迹象表明,旅游公司越来越有朝业务向多元化方向发展的趋势,势必引起股权结构的变化,而旅游上市公司作为行业的代表,它们的公司治理情况以及经营绩效如何,相信将会受到人们的持续广泛的关注,这正是本文写作的切入点与重点。

1 蒋春燕.我国旅游上市公司股权结构与公司绩效相关性实证研究[D].华东师范大学硕士学位论文.2010.

1.2 研究意义与目标

1.2.1 研究意义

行业决定其性质，股东类型不同对公司经营绩效的影响也是有差异的。本文之所以选择旅游公司作为研究对象，是因为它的产品供应链长，与行业交叉关联性强，上至国家经济，下至居民日常生活质量的提高都离不开旅游业，以它们作为样本来研究很具有代表性，在一定程度上，可以反映出当下经济社会的现状。

自从我国第一家旅游公司深达声（后重组为零七股份）上市至今，已有近 40 家旅游公司上市，包括酒店类、景区类、航空类、综合类等四个子行业。在资本市场上，引进战略投资者、定向增发、并购重组等等从未停止过，而这些事件发生的背后都引起了一个很重要的问题，就是股权结构的变化。上市公司作为旅游行业的领头羊，通过证券市场的上市进行融资，从而使公司的股权结构得到改善，提高公司经营透明度与盈利能力，增加其市场价值，它们经营的好坏往往反映出整个行业的状况。

现代公司制度的治理前提是所有权与经营权分离，股东大会选举产生董事会与监事会，进行授权负责组织管理团队，公司的日常经营由管理层全权负责，因此，股权结构是公司治理结构的基础，说明股权结构与公司的经营效率之间有很强的相关性。如何合理的设置股权结构，有效的授权和及时监控管理层，并在优化股权结构方面提出些对策，从而更好的提升企业经营绩效，讨论这个课题非常具有理论研究价值与现实指导意义。

1.2.2 研究目标

本文是基于我国旅游上市公司目前的经营现状，将股权结构与经营绩效进行相应的指标量化，利用文中提及的研究方法与工具，建立实证分析回归模型，找出它们之间是否存在显著性的关系，从而在如何优化旅游上市公司股权结构与增强经营绩效方面，提供一些更具合理性的建议。

1.3 研究方法 with 工具

本文以公司治理理论为立足点，在大量国内外文献资料的基础上，综合考虑目前我国旅游上市公司现状与行业特征，采用实证研究分析方法，通过使用 Spss 统计学软件，对股权结构与经营绩效两者建立线性回归模型进行定量研究。同时，

将旅游业进行分类比较，先后进行了描述性和相关性统计分析。

1.3.1 研究方法

(1) 文献法

文献法，也被称为历史文献法，通常是对某一研究课题以往的研究资料进行搜集、整理、归类、分析，提炼出核心观点，再根据研究目的与需要，结合自身情况，认真思考提出其他的理论。具体步骤有：首先要建立研究目标（具有可实际操作的定义方式），然后提出理论假设（设计成具体的、可以重复文献研究）研究设计、搜集文献（依据现有的理论和事实）、整理文献（根据研究需要进行归类），最后是进行文献综述。

(2) 分类比较法

不同的事物都有其各自的特征、用途等等，向外界展现的维度也各有差异，如果能够按照某个统一的标准，将符合要求的个体进行聚类分析与研究，不仅可以节约成本，还可找出它们所体现的共性问题。因此，分类法就是将研究对象分成不同的群体，通过研究其群体特征并进行比较，得出彼此差异与联系，从而更全面的认识总体情况。在类别上有交叉分类法，树状分类法等多种，本文采用的较为简单，是将旅游业划分为几个子系统，在整个样本实证分析完之后，再进行各子行业的分析。

(3) 实证分析法

实证分析是通过对研究对象大量的观察、实验和调查，获取客观材料，归纳出事物的本质属性和发展规律的一种研究方法。所倡导的是一种科学精神，讲究结论的客观性和普遍性，即以“一切世界客观存在”为前提，不随研究者的意志而发生转移，通过经验观察的数据和实验研究的手段来揭示一般结论，并且要求这种结论在同等条件下具有可证性。它在实际应用中分广义与狭义两种，前者泛指所有经验型研究，核心主张是科学的基础来自于实践，比较重视原始资料的研究分析，往往就事论是，并不会期望非要得出具有通用性的效果。而在本文中，则采用数理实证分析（狭义）方法，指用计量分析工具将研究对象的影响因素进行指标量化，建立模型关系，得出各变量之间相互作用的机理。

1.3.2 研究工具

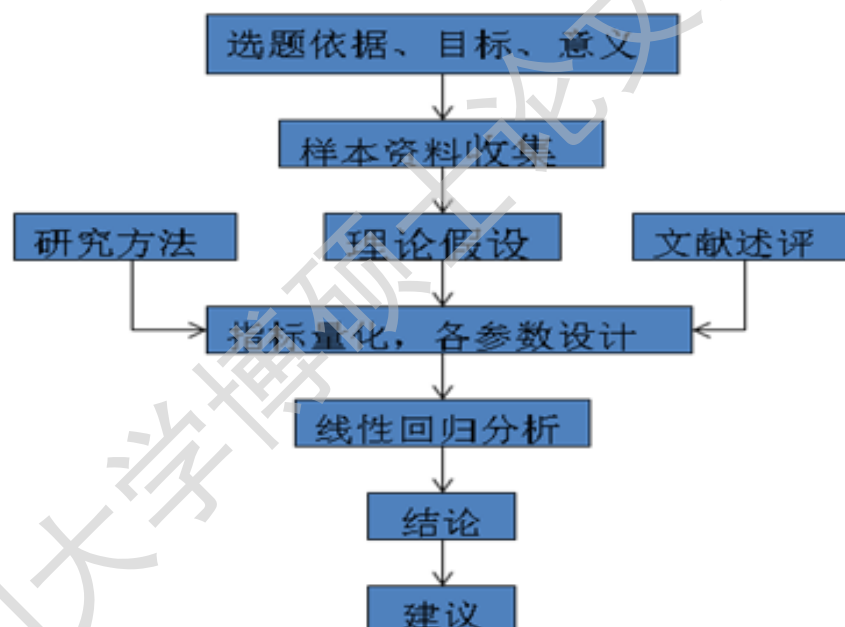
多元回归分析法的前提是要事先掌握大量已经观察到的数据，确保其可信度，

在此基础上，利用数理统计的相关原理进行分析，建立起因变量与自变量之间的函数表达式（回归方程式），从而得出两者之间的关系。在模型中，一般根据自变量的个数，可以分为一元回归分析和多元回归分析；除此之外，按变量与变量之间的函数表达方式，还可以分为线性和非线性两种。

1.4 技术路线图

本文的技术路线图是指写作思路与框架。首先，确定所选课题研究意义与目标；进而搜集相关资料，找出相关文献、理论假设，再用适当的研究方法，设计各参数指标，建立实证分析模型；最后，得出结论和提出建议。具体见图 1。

图 1 技术路线



1.5 创新与重难点

1.5.1 论文创新（可能）

（1）因变量选择创新

EVA 作为绩效评价指标已经在不断被公司管理者接受，但在旅游公司并没有被广泛的应用，将其与股权结构之间作实证性研究的文献更是比较少，限于传统的财务指标作为评价方法的不足，本文的目标之一正是希望对这方面能有所突破，在给股东创造更多经济价值上提出一定的实际建议。

(2) 样本选择创新

本文在样本选择上，突破传统旅游公司的划分，将相关提供服务支持的公司也纳入统计。综合考虑了景点型、酒店餐饮、航空、综合服务类，在整个数量与类型上作了一定补充。与其他文献相比，体现了研究旅游公司样本的多样化，这对于研究问题的全面性更有帮助。

(3) 优化股权结构

在以往的研究中，最优股权结构建议与结论都比较偏定性。而本文搜集整理了大量的数据，并结合我国目前现阶段旅游上市公司的实际现状，在保证研究方法严谨的前提下，利用修正 EVA 排名的方法，挖掘经营绩效较好的旅游上市公司的特征，最终在股权结构与经营绩效的最优化方面，给出了具体的数值区间，相对而言，更具有有一定的实际参考价值。

1.5.2 论文难点

(1) 样本设置

旅游业范围较广大，由于公司样本标准设置，可能与以往的研究成果产生差异，在此基础上，如果要找出最优股权结构真正的合理区间，既是本文的创新，也是最大的难点。

(2) 变量选择

文中变量指标选取偏财务化，在分析影响经营绩效因素时，很难做到全面的衡量其他要素的影响，尤其是对于一些隐性要素无法做到准确的量化，如组织效率、获取资源能力等。

(3) 参数估计

量化指标的选择可以通过理论基础和已有的文献来进行合理的设计与解释，但在计算具体数值时，有些变量参数却无法找到最原始的数据，需要经验与历史数据做出合理的推断，因存在误差，可能会对最终的分析结果带来一定的影响。

2. 文献回顾与评价

2.1 国外文献

2.1.1 国外研究综述

早在 1932 年, Berle 和 Means¹ 就开始研究股权结构与经营绩效关系问题, 在他们合著的《现代公司和私有产权》一文中, 首次提出两权分离是现代公司经营制度的重大突破, 主张分散的股权结构对经营绩效呈现副作用, 因为公司的日常经营由管理者负责, 而他们的利益与股东要求其实并非一致, 股权高度分散, 无法有效监督以达到经营绩效的最优化。

随后几十年里, 关于股权结构研究的理论层出不穷, 以股权集中度为重要指标, 学者分别从不同角度来分析, 在研究成果方面逐渐形成了四大主流观点:

(1) 主张股权集中有利于提高公司绩效

1976 年, 作为股权结构理论奠基者詹森和麦克林² (Jensen and Meckling) 共同著作了《企业理论: 管理行为、代理成本与所有权结构》, 在理论上首次真正意义上的开展了股权结构与绩效的关系研究。在文中创造性的将公司股东分为内部与外部两种, 前者是指管理人员, 负责公司日常的经营管理事宜, 而后者没有投票权。因为道德风险与机会主义的存在, 管理层在追求个人利益的最大化的同时往往会做出短视行为, 即使信息不对称, 如果能承诺管理人员有期权计划或给予其相应的股份, 从而形成利益共享, 提高公司的经营绩效。

Shleifer 和 Vishny³ 率先构建了一个模型, 提出投资者之所以愿意入股的前提条件应该是成为公司大股东, 因为这样会比小股东花有更少的代价从监督中取得净收益。当股价上涨时, 它所带来的财富增加效应, 有意识的收集信息并对管理层进行了监管, 这样可以很好的解决对外部股东信息不对称问题, 也能克服因为股权的高度分散而造成的“搭便车”状况。

随后, Kaplan⁴ 也在其研究中证明, 有效的激励机制可以用最低的代理成本为股东创造价值。当管理者拥有股份时, 公司经营绩效的好坏直接影响到他们的待遇收入, 因此, 持有股份越多就会越努力工作。他们观察了大量的公司, 认真比较了经理人员在持股前后的各种表现, 得出即使同样的管理者在不同的激励条

2 Jensen.M and W.Meckling.Theory of the firm:Managerial behavior agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics.1976,595-612

3 Shleifer.A.and R.Vishny. Large Shareholder and Corporate Control. Journal of Political Economy. 1986,461-488

4 Kaplan,Steven.Top executive,turnovers,and firm performance in Germany, Journal of Economics, and organization,10,142-159.

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 for delivery details.