

旅游企业债务融资问题研究

李东娇

苏州高博软件技术职业学院 国际商学院, 中国·江苏 苏州 215163

【摘要】如何创新旅游企业融资方式, 解决旅游企业债务融资瓶颈成为重要问题, 文章选取十六家旅游上市公司, 分析其 2016-2021 年间债务融资状况, 在优序融资理论基础上从债务融资整体水平、债务期限结构、和债务来源等三个方面对旅游企业债务融资的特点进行分析, 对目前债务融资发展的瓶颈进行研究, 在此基础上提出相应的对策。

【关键词】债务融资; 旅游企业; 对策

Research on Debt Financing of Tourism Enterprises

Li Dongjiao

Suzhou Gaobo Software Technology Vocational College International Business School, Suzhou, Jiangsu, China 215163

[Abstract]How to innovate the financing methods of tourism enterprises and solve the debt financing bottleneck of tourism enterprises has become an important issue. This article selects 16 tourism listed companies to analyze their debt financing status in 2016-2021, analyzes the characteristics of debt financing of tourism enterprises from three aspects, including the overall level of debt financing, debt maturity structure, and debt sources, based on the priority financing theory, and studies the current bottleneck of debt financing development. On this basis, corresponding countermeasures are proposed.

[Keyword]Debt financing; Tourism enterprises; countermeasure

【基金项目】本文系 2021 年度江苏高校哲学社会科学研究一般项目“医疗器械产业链龙头企业研发投入对企业绩效的影响研究”(项目批准号: 2021SJA1569)研究成果。

1 引言

旅游产业作为人们精神文化需求的重要载体, 是 21 世纪最具发展潜力的产业之一, 已经在国民经济中成为战略性支柱产业。然而, 自 2019 年 12 月新冠疫情暴发以来, 我国旅游产业经历了严峻的挑战和漫长的恢复, 根据国家统计局发布的《2021 年国民经济和社会发展统计公报》的数据显示, 2021 年全国国内旅游总人次约 32.46 亿人次, 比 2020 年增长 12.75%, 恢复至 2019 年同期 54.05%, 旅游产业收入 2.92 亿元, 比 2020 年增长 31.0%, 恢复至 2019 年同期 51.0%。2022 年国内疫情仍然反复暴发, 各省市纷纷执行“动态清零”政策, 旅游业务几乎全面停滞, 旅游企业收入“断崖式”下滑, 融资周转困难重重。

我国旅游产业发展较晚, 大部分旅游企业规模较小, 旅游上市公司少, 当前 A 股上市公司中, 旅游企业不足 30 家, 占比低于 1%, 融资能力较弱, 大部分旅游企业融资渠道较窄, 以债务融资为主。无论是在正常发展年份, 还是后疫情背景下旅游企业复苏过程中, 旅游企业的债务融资额度在融资总额中占较大比例, 为推动旅游企业发展和复苏发挥着重要作用, 在此背景下, 对旅游企业债务融资问题进行研究具有重要的现实意义。

持续两年多的新冠疫情缩短了人们规划出游的时间, 但我国旅游需求基数大, 疫情防控形势好转后, 旅游需求就会释放, 旅游业复苏和持续发展是必然趋势。虽然旅游需求将回归, 但旅游需求也发生了变化, 受疫情不确定因素影响, 近距离、周边深度游、自驾游、房车游等可能成为人们愿意选择的出游方式, 消费者对旅游品质的要求也会提高, 因此, 旅游企业必须主动求变, 本文通过实例分析旅游企业通过深化文旅融合、做好“旅游+金融”的文章, 应对疫情冲击, 树立多元融资思维,

推动旅游经济持续恢复和高质量发展, 从而为旅游企业拓宽融资渠道提供思路。

加强对债务融资问题的研究, 有利于旅游企业保持对融资的敏感性, 及时掌握国家对旅游产业的发展导向, 从而为企业战略选择提供可靠依据。本文通过分析新冠疫情冲击下旅游企业负债融资的特点, 探讨研究旅游企业债务融资发展的瓶颈, 并提出相应建议, 对旅游企业复苏发展中如何规范融资行为、优化资本结构, 提供融资决策参考。

2 理论基础及文献综述

2.1 理论基础

2.1.1 旅游上市公司及其类型

根据《上市公司行业分类指引》, 我国证监会将餐饮类、酒店类、景区类的上市公司统一归为旅游业上市公司, 为了有针对性地分析不同类别的旅游上市公司受疫情影响的程度和产生的不同特点, 本文借鉴以往学者们的分类方法, 根据《指引》的原则, 按“某类业务营收比重大于等于 50%, 或某类业务的利润和收入在所有业务中最高且均占到总收入和总利润的 30% 以上”, 将旅游上市公司分为综合类、景点类和酒店类等三类。

2.1.2 债务融资问题研究的理论基础

企业做出融资决策需要考虑融资渠道和成本, 由此产生了一系列的融资理论, 债务融资是企业难以获取股权融资或者获得股权融资成本高时, 以负债的方式获取经营资金。自 Modigliani 和 Miller 率先提出 MM 理论以来, 国内外学者从多角度围绕企业融资机构进行研究, 形成了权衡理论、优序融资理论、代理成本理论等。

权衡理论引自公司所得税的 MM 模型, 考虑了负债融资会带来财务风险和额外费用, 认为合理的融资结构需要综合考虑负

债的税盾效应和财务困境成本；优序融资理论基于不对称信息理论的基础，认为企业融资首先考虑自有资金，然后是成本较低的债务融资，最后是权益融资；代理成本理论认为，增加债务融资可以降低股权代理成本，但随着债务融资比例上升，负债代理成本增加，因此需要寻求总代理成本最小化，即股权代理成本和负债代理成本的均衡。

根据融资理论和企业融资现实，旅游企业在选择融资方式时主要考虑融资成本高低、风险大小、融资条件限制、投资利润率等因素。我国旅游产业投资规模大、收益率低，回报慢，发债和上市受限较多，受新冠疫情影响，旅游企业内源资金不足，债务融资可以节省时间和成本，是融资的首选，这种优先选择自有资金积累进行扩大再生产，然后利用债务融资，最后考虑股权融资方式的特征符合有序融资理论，本文基于此理论展开研究。

2.2 文献综述

2.2.1 对旅游危机的研究

2003 年“非典”过后，我国学者开始关注并研究旅游危机管理相关问题，石培华等人论述了“非典”对我国旅游经济的影响，认为应加快旅游业的配套改革，提升旅游企业抵御冲击的能力，并提出了“非典”后旅游经济的重建对策和奉献管理措施^[1]；魏小安分析了旅游业受“非典”影响的损失，纠正了“旅游脆弱论”，给旅游企业提出了后“非典”时期的发展建议^[2]。

近两年伴随新冠疫情的发生，相关研究也逐渐增多，夏杰长、申军波、明庆忠等学者分析了疫情对旅游企业的冲击及影响，提出了旅游企业的应对策略，并研判了后疫情时期旅游业发展趋势；王庆生从消费者旅游意愿和旅游行为角度分析了新冠疫情对旅游产业的影响；伍玉婷分析了疫情常态化背景下景区营销模式及策略。

2.2.2 对旅游企业债务融资的研究

我国学者对上市公司债务融资的相关研究较为丰富，但对旅游上市公司债务融资的研究并不多见，周春波认为债务融资有助于旅游企业公司治理，从融资成本角度分析了旅游企业债务融资的优势及优化策略；张永光探讨了旅游上市公司债务融资与公司绩效的关系，认为资产负债率与企业绩效负相关；陈咏英进一步研究了我国旅馆类和旅游资源类上市公司、国外旅馆类上市公司债务融资与公司绩效的关系，发现得出三种完全不同的结论，并提出了旅游企业负债融资管理建议；孙建军实证分析了我国旅游上市公司债务融资对非效率投资的影响，认为我国旅游上市公司债务杠杆对过度投资有治理效应，也对投资不足有约束效应。

从上述文献回顾可以看出，我国学者对旅游危机的研究方面，倾向于从宏观上分析危机对旅游产业的综合影响，鲜少从企业的角度分析其微观影响；对于旅游企业债务融资相关问题的研究大多集中于债务融资与企业绩效的关系探讨，得出旅游企业负债水平与绩效负相关、非线性相关或不相关等不同结论。目前尚未查询到由于社会问题产生的旅游危机对企业债务融资问题的影响研究，从而留下了研究空间，本文立足于新冠疫情对旅游企业债务融资的影响，在分析债务融资发展瓶颈基础上，探索其深层次原因，并提出相应对策。

3 旅游企业债务融资现状

3.1 数据来源

旅游企业尤其是大型旅游景区具有投资大、回报周期长、

利润率较低等特点，因此大多旅游企业融资渠道较窄，以债务融资为主，自 2019 年 12 月份新冠疫情暴发后，居家隔离成为了人们必须遵守的行为规范，旅游业受到巨大冲击，基本处于“停摆”状态，旅游企业融资问题雪上加霜。本文通过分析 2016-2021 年间我国深沪 A 股上市公司的财务数据，研究旅游企业债务融资呈现的特点。

数据选择标准：（1）考虑公司发展的稳定性和数据资料获得的可靠性，本文选择 2016 年以前上市的旅游公司作为研究对象。（2）考虑具有行业代表性、能够推动旅游行业高质量发展的因素，从 2016-2021 年被中国旅游研究院和中国旅游协会评为“中国旅游集团 20 强”的企业中选取上市公司。经删选，最终选取 16 家旅游上市公司作为本研究的样本，其中综合类 7 家（中青旅、国旅联合、凯撒旅业、西安旅游、中国中免、东方园林、众信旅游），景点类 5 家（华侨城、黄山旅游、西藏旅游、曲江旅游、云南旅游），酒店类 4 家（首旅酒店、锦江酒店、岭南控股、金陵饭店）。

本文数据源于上市公司公开披露的年度报告，在负债指标的衡量上，参考张满林（2012）、陈咏英（2019）和林东华（2021）的做法，选取资产负债率、长期负债资产比率、短期负债资产比率、商业信用资产比率、银行（金融机构）借款资产比率等指标分析旅游企业的债务融资结构。

表 1 负债指标表达式一览表

指标	定义公式
资产负债率	负债总额/资产总额
长期负债资产比率	长期负债/资产总额
短期负债资产比率	短期负债/年末资产总额
商业信用资产比率	(应付票据+应付账款+预收账款+应付职工薪酬+应交税费+应付股利)/资产总额
银行信贷资产比率	(短期借款+长期借款)/资产总额

3.2 对总体负债水平的影响

从图 1 中可知，2016-2019 年间旅游企业负债融资变化不是很大，均在 44%-49% 之间，年际变化最大的年份下降了 3.8%。近两年受疫情影响，旅游企业收入急剧下降，资金流动性变差，从而使资产负债率明显上升，2020 年平均资产负债率上浮了 4.41%，2021 年平均资产负债率上浮了 5.87%，从旅游企业类型看，对综合类旅游上市公司影响最大，2020 年和 2021 年分别上浮了 10.53% 和 8.58%，其中受疫情冲击较严重的众信旅游，2016-2019 年间资产负债率均在 50%-60% 之间，2020 年上升到 78.92%，2021 年达到了 95.31%。可以看出，疫情冲击下旅游企业负重前行，很多企业通过增加负债来缓解紧绷的资金压力，然而，在经营未取得好转的情况下，这无疑增加了旅游企业的财务风险，如何改善财务状况是旅游企业将要面临的难题。

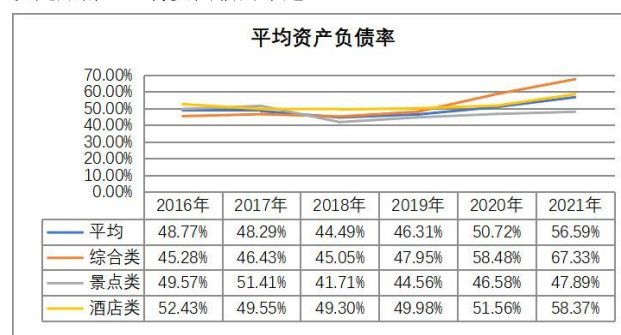


图 1 2016 年 -2020 年旅游企业平均资产负债率

3.3 对负债融资期限结构的影响

3.3.1 短期负债比率高, 财务风险偏大

从表2可知, 2016年-2021年旅游企业短期负债率偏高, 短期负债占整个负债的比率长期居高不下, 平均在70%以上。且受疫情影响, 到2021年增长至39.33%, 这将使公司在债务到期时面临流动资金困难, 增加了旅游企业的信用风险和流动性风险。近两年受疫情影响, 旅游企业长期负债率有所提高, 主要原因是政府出台了一系列促进旅游业恢复发展的扶持政策, 帮助旅游企业渡过难关, 但仍然没有改变其短期负债率偏高的问题。

表2 2016年-2021年旅游企业负债比率

年份	资产负债率	长期负债率	短期负债率	短期负债比率
2016	48.77%	12.97%	35.80%	74.34%
2017	48.29%	13.57%	34.72%	73.72%
2018	44.49%	11.27%	33.22%	78.06%
2019	46.31%	10.79%	35.52%	79.10%
2020	50.72%	12.59%	38.13%	78.40%
2021	56.59%	17.26%	39.33%	68.99%

3.3.2 流动比率下降, 偿债风险增加

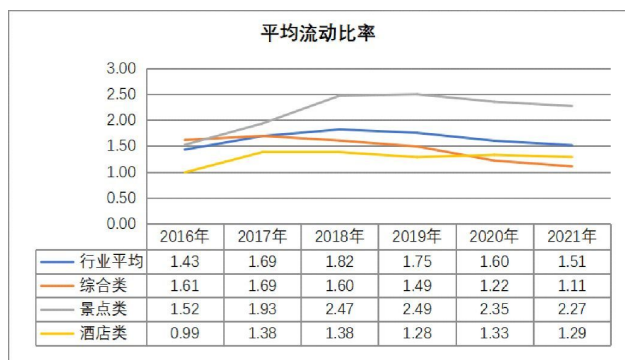


图2 平均流动比率变动图

2020年和2021年整个行业平均流动比率分别下降到1.60和1.51, 这说明受新冠疫情影响, 旅游上市公司流动资产的变现能力下降, 增加了短期偿债风险。从行业分类来看, 三种类型的旅游上市公司流动比率差异较大, 综合类和酒店类旅游上市公司的评价流动比率一致低于行业平均值, 短期偿债风险较大。综合类旅游上市公司2021年流动比率为1.11, 达到历史最低点, 可见是受新冠疫情影响最严重的旅游类企业, 这与其主营业务的多元性也有一定的关系。

3.3.3 对负债融资分布结构的影响

2016年-2019年, 旅游上市公司的商业信用融资约占负债融资的40%左右, 银行信贷融资约占负债融资的30%左右, 合计约占70%左右, 这表明银行借款和商业信用是旅游企业主要融资渠道。2020年和2021年, 银行信贷融资略有下滑, 但幅度不大, 这与政府出台一系列融资政策有关; 而商业信用融资下降幅度较大, 2020年下降了12.88%, 2021年又下降了4.22%, 这说明旅游类企业受新冠疫情影响较大, 市场及相关利益主体对旅游行业信心不足, 市场处于弱势。

4 旅游企业债务融资发展瓶颈

4.1 旅游企业盈利能力决定融资难易程度

旅游企业尤其是大型旅游景区具有投资大、回报周期长、利润率较低等特点, 因此大多旅游企业以债务融资为主, 一直以来银行贷款是旅游企业融资的主要途径之一。从图3、图4

可以看出, 疫情前, 十六家旅游企业平均净利润和净资产收益率持续稳定上升, 近两年受疫情冲击, 2020年和2021年平均净利润分别下降17.88%、13.10%, 净资产收益率分别下降10.69%、5.30%, 且近两年净资产收益率为负值, 表明旅游企业受疫情冲击较大, 整体盈利能力大幅下降。

表3 旅游企业负债融资分布结构表

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
商业信用融资	36.40%	40.04%	41.59%	43.14%	30.26%	26.04%
银行信贷融资	36.71%	32.53%	27.76%	30.40%	31.31%	29.23%
合计	73.11%	72.57%	69.35%	73.54%	61.57%	55.26%

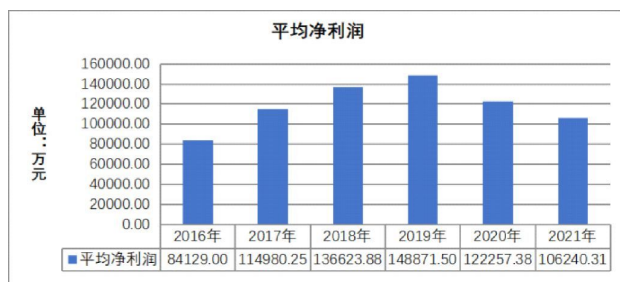


图3 2016年-2021年旅游企业平均净利润

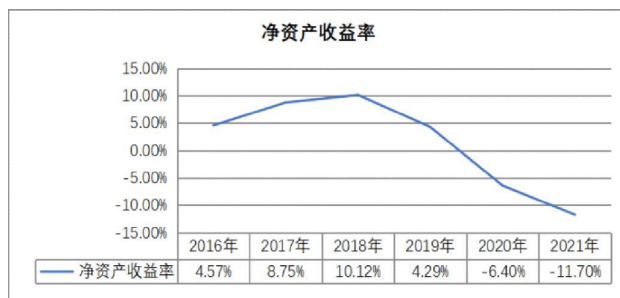


图4 2016年-2021年旅游企业净资产收益率

从表3可以看出, 疫情期间, 十六家旅游企业约一半处于亏损状态, 而这十六家企业是近六年被评为“二十强旅游集团”的上市公司, 可以想象其他旅游企业尤其是中小型企业境况不容乐观。从风险评估的角度看, 银行更倾向于贷款给盈利能力强的企业, 然而受到疫情持续冲击, 旅游企业经营不稳定、盈利能力下降, 这意味着还款能力的不确定性, 银行为了将风险控制到最低, 将对旅游企业贷款持谨慎态度。

表3 2016年-2021年亏损旅游企业的数量及占比

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
亏损企业数量	2	2	1	2	8	7
亏损企业占比	12.50%	12.50%	6.25%	12.50%	50%	43.75%

4.2 旅游企业融资渠道窄

截止到2022年5月, 我国A股上市公司总共有4600多家, 而旅游类上市公司仅有28家, 占比约0.6%, 我国旅游类资本市场发展较晚, 目前运作不成熟。景点类旅游企业一般投资规模较大、回报期长, 而且风景区多为国家名胜区, 受行政多头管辖, 产权结构不清晰, 不具备上市资格, 同时我国法律规定, 景点门票收益不得计入上市公司收益, 因而景区类旅游上市公司的业绩存在被低估的情况, 近两年疫情影响较大, 受持续营收保障因素限制, 不受资本市场青睐。

酒店类旅游企业一般固定资产规模较大、产权清晰, 比较容

易获得银行信贷支持,但我国酒店类企业融资管控与地产类企业一致,国家对地产融资管控严格,使得酒店类企业融资方式难以多元化发展。

综合类旅游企业涉及业务范围较广,流动资金需求较大,是受疫情冲击最严重的旅游企业类型,股权融资成本较大,因此对商业信用融资依赖程度较高。虽然政府鼓励旅游企业通过资本运作方式融资,但由于综合类旅游企业一般科技含量低,融资需求多为经营型需求,不像科技产业那样有较大的发展潜力,因此上市融资的困难较大。

5 推进旅游企业债务融资的对策

5.1 用好融资香港政策

持续两年多的新冠疫情使得我国旅游企业“走走停停”,为了帮助旅游企业渡过难关,我国31省市在国家政策指导下,结合当地实际情况,均出台了涉及或直接针对旅游业的扶持政策,如江苏省发布了《关于促进文化和旅游消费若干措施》、《关于应对新冠肺炎疫情影响促进文旅产业平稳健康发展的若干措施》《关于有效应对疫情新变化新冲击进一步助企纾困的政策措施》等政策文件,从纾困惠企政策落实、推动文旅项目建设、促进文旅消费扩容提质、优化文旅市场环境等多方面,设计财税、金融多角度对旅游企业提供支持。旅游企业应发挥主观能动性,切实用好各项政策支持,加强与政府、金融机构的有效沟通,在商业信贷、文旅专项债券等方面争取支持,为恢复发展提供保障。

5.2 积极调整债务融资经营方向

疫情改变了人们的消费方式,也改变了人们对旅游的需求,旅游企业要适应新趋势,积极推进文旅融合,以文化的思维发展旅游,用旅游的方式传播文化,以科技创新赋能旅游产业升级,应用AI、5G应用场景等数字技术塑造个性化的项目。如故宫博物院“智慧开放”,不受时间、空间限制,通过AR技术给观众提供沉浸式的导览体验;数字艺术作品《巴特罗之家·高迪的意识世界》将西班牙经典建筑“巴特罗之家”,通过数字科技“复活”,作品于2022年5月7日在美国佳士得(Christie's)拍卖行拍卖。

调查的16家企业绝大多数受疫情冲击明显,盈利能力大幅下降,而中国中免(中国旅游集团中免股份有限公司)净资产收益率持续提高,2021年提高了10.3%,研究发现公司海南离岛免税业务持续保持高增长,以免税新零售引领行业创新发展。新冠疫情暴发以前,我国是出境游客最多的国家,受疫情影响,这部分游客消费回流,2020年6月,财政部与海关总署、税务局联合发布《关于海南岛旅客免税购物政策的公告》,中国中免敏锐调整经营方向,积极开发“旅游+购物”模式,既抓住了供给侧结

构性改革思路,也切实做好了“旅游+”的文章。

5.3 拓宽旅游产业多元融资渠道

应对新冠疫情,旅游企业可以在大力开展债务融资支持的同时,不断丰富“文旅+金融”的合作模式,树立多元化融资思维。虽然旅游企业受新冠疫情持续冲击,但从调查的16家上市来看,2021年有8家企业实现盈利,其中2020年和2021年均实现盈利的企业有华侨城、锦江酒店、国旅联合、金陵饭店和中国中免等五家,约占三分之一。尤其是华侨城2020年和2021年净利润分别为157.2亿和71.5亿,公司除了积极践行数字化转型,寻求新的经济增长点,还持续深化产融结合、积极拓展融资渠道,为解决各个板块资金需求提供助力。2021年,华侨城综合运营直接融资、发行债券、权益融资、保债计划、供应链融资等多种手段实现融资586.25亿元,平均融资成本4.46%,处于同行业较低水平。扩容FT全功能跨境双向人民币资金池,华侨城(亚洲)及下属5家境内企业加入公司跨境双向人民币资金池,促进华侨城(亚洲)与境内下属企业之间的资金联动,实现跨境资金集中管理,提升跨境人民币资金的利用效率。

新冠疫情的暴发加速了旅游行业的优胜劣汰,迫使旅游企业迅速转型。面临疫情冲击,旅游企业经营遭受重大损失,同时,旅游企业融资难的问题由来已久,无论是受限于旅游企业自身营收难以持续盈利而不受资本青睐,还是旅游企业由于政策问题难以发债,这些问题在疫情暴发之前,旅游企业的资金链可以通过正常的市场经济来调节与消化,然而疫情暴发之后,旅游经济处于瘫痪或停滞状态,对于旅游企业而言,是毁灭性的冲击。一方面,企业应积极转型,适应市场发展变化,增强核心竞争力,创新融资方式,以“大金融”视野,通过企业上市、资产重组、信托投资、发行债券等多种方式优化资本结构;另一方面,寻求政府相关部门支持,呼吁适当降低旅游企业的融资发债准入门槛,拓宽渠道,帮助疫情后的旅游企业恢复发展,推动旅游产业复兴。

参考文献:

- [1] 石培华,张吉林,彭德成,崔凤军. “非典”后的旅游经济重建与风险管理[J]. 旅游学刊, 2003(4): 8-11.
- [2] 魏小安,付磊. 旅游业受“非典”影响情况分析及对及格相关问题的辨析[J]. 旅游学刊, 2003(4): 14-23.

作者简介:

李东娇,1984,女,汉,籍贯河北,讲师,硕士,研究方向:财务管理。