

深圳上市公司财务质量综合评价和提升研究

周 豫 苟 润

摘 要：深圳坚持以制造业为立市之本，始终把制造业高质量发展放到突出位置，不断增强深圳制造业的创新力和竞争力，全力推动经济高质量发展。企业财务质量是一个企业发展质量的货币表现，文章以深圳上市公司为研究对象，使用 2019-2021 年企业财务报告数据，从企业盈利、偿债、营运和发展能力等方面入手，选取若干财务比率指标，基于因子分析法，构建上市公司财务质量综合评价体系。研究结果显示，财务质量得分靠前的企业绝大部分属于计算机、通信和其他电子设备制造等行业，平均得分靠后的属于房地产等行业；创业板企业财务质量得分最高，主板企业财务质量得分最低；从企业盈利能力、企业运营能力、行业分类管理以及结合上市板块特征发展这四个影响企业财务质量的主要因素为盈利和营运因子。结合因子分析和回归结果，文章提出若干对策建议。

关键词：上市公司；财务质量；因子分析法；净资产收益率

中图分类号：F275;F832.51 **文献标识码：**A **文章编号：**1673-5706 (2024) 02-0080-06

习近平总书记在党的二十大报告中指出，建设现代化产业体系要“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程，支持专精特新企业发展，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”。深圳坚持以制造业为立市之本，始终把制造业高质量发展放到突出位置，不断增强深圳制造业的创新力和竞争力，全力推动经济高质量发展。深圳的上市公司中大部分是制造业，他们是促进深圳市制造业高质量发展的主力军和领头羊。财务质量反映了一个企业在盈利、营运和成长等方面的信

息，是企业高质量发展的货币表现，一个企业的高质量发展必然能体现在财务质量上。本文对深圳市上市公司 2019-2021 年的财务质量进行综合评价分析，针对性地提出深圳市上市公司财务高质量发展的对策和建议，并建立一套对深圳市上市公司财务质量评价的指标体系，以期对深圳市乃至全国其他地方政府、监管机构制定相应政策提供参考。

一、研究现状

关于公司财务质量的评价方法，目前国内具有代表性的主要有熵权分析法、因子分析法等。朱顺泉(2004)构建了上市公司财务质量评价模型，详细地介绍了熵权分析法和理想点法两种评价模型，并将两种方法所得到的评价结果综合起来以

得到最终的评价结果^[1]。梅国平(2004)在对上市公司的财务质量进行综合评价时采用了负相关系数法,在对财务质量评价结果进行解释和检验时,主要采用了威尔科克森带符号的秩和检验法^[2]。Jezovita(2015)设计了一种评估商业运营公司财务质量的模型,使用仅限于年度资产负债表和收入报表中可用的财务数据,这为商业经济部门的各类规模的公司提供了财务质量评估的机会^[3]。崔静和杨结丽(2016)以安徽省上市公司为例,运用因子分析法对上市公司财务质量状况进行评估,选取对财务质量有影响的若干指标进行因子分析,通过提取主因子,以此探寻各个上市公司财务质量的现状以及在各个方面的优劣势,并针对较为薄弱的项目提出优化措施^[4]。张霞和蒋文慧(2022)随机选取28家A股的上市公司,对样本公司2018年至2020年的财务数据展开研究,并从现金流量、资金周转效率、资产结构、负债结构、盈利能力和发展能力等维度出发,基于因子分析法建立一套可行的公司财务质量评价体系^[5]。

有关财务质量的影响因素,王秀丽和张新民(2003)通过企业的现金流状况、盈利能力、资产结构、负债结构以及长期发展能力等方面,构建财务报告质量评价的综合指标体系,评价上市公司的财务质量^[6]。王翠春(2010)认为一个企业的行业竞争力与其财务质量具有密切的相关性^[7]。刘明珠(2015)从上市公司的盈利能力、偿债能力、资金周转能力等方面选取财务指标,在基于因子分析法的基础上,结合杜邦分析法等方法对企业的财务质量进行研究^[8]。代祖光(2019)对影响上市公司财务质量的影响因素进行分类分析,更加清晰地评价和解释上市公司的财务质量^[9]。张新苗(2022)以陕西省的上市公司为研究对象,从企业的盈利、营运、偿债和发展等方面的能力出发,选取多个财务比率指标,采用因子分析法对样本企业的财务质量进行实证分析^[10]。丘玉兴和程世华(2015)以我国48家电力上市公司为研究对象,选取其2009年到2013年的财务报告数据,从发展、周转、营运和盈利四个维度,并通过因子分析法对样本公司的财务质量进行分析和对比评价^[11]。战松涛(2010)选取建筑业的上市公司

为研究样本,运用因子分析法并对样本公司的财务质量进行综合分析,总结出影响财务质量的主要因素^[12]。

如上文回顾可以看出,多数研究企业财务质量的文献运用因子分析法对样本公司的财务质量进行综合分析,本文在评价财务质量时涉及较多财务指标,采用因子分析法能够基于众多的数据变量进行降维处理,通过对变量之间相关性的研究分析,找出能够很好地解释所有变量的少数几个变量。

二、深圳市上市公司财务质量得分与评价

(一) 因子分析法

本文选取截至2021年12月深圳市处于存续状态的405家上市公司财务数据作为样本,剔除财务数据缺失、连续两年及以上亏损的公司,最终剩余318家上市公司财务数据。数据来源于Wind和CSMAR,通过SPSS和Excel软件进行分析。本文遵循整体性、可比性、合理性和全面性原则,选取11个常用的企业财务数据指标(见表1),进行KMO和Bartlett球形度检验,判断这些财务指标进行因子分析的可行性,2019-2021年的KMO值均大于或等于0.7,显示因子分析效果比较好。Bartlett球形度检验的显著性值在三年中均为0.00,因此拒绝原假设,原变量适合做因子分析。

表1 财务指标及计算公式

评价指标	计算公式
销售净利率	(净利润/销售收入)*100%
投入资本回报率	(息税前税后经营利润/投入资本)*100%
资产报酬率	(净利润+利息费用+所得税)/平均资产总额*100%
总资产净利润率	(净利润/平均总资产)*100%
速动比率	(速动资产/流动负债)*100%
应付账款周转率	(主营业务成本+期末存货成本-期初存货成本)/平均应付账款*100%
应收账款周转率	(赊销净收入/平均应收账款余额)*100%
流动资产周转率	(主营业务收入净额/平均流动资产总额)*100%
总资产周转率	(销售收入/总资产)*100%
流动比率	(流动资产总合/流动负债总合)*100%
现金比率	(现金+有价证券)/流动负债*100%

本文采用主成分因子分析法,选取四个初始特征值大于1的主要成分因子,并使用F1-F4命名。2019-2021年的第一主因子在总资产净利润率、资产报酬率、投入资本回报率、销售净利率上的载荷

较大，主要反映了企业的盈利能力，故将其命名为盈利因子 F1。第二主因子在速动比率、流动比率和现金比率上载荷较大，主要反映了企业的偿债能力，故将其命名为偿债因子 F2。第三主因子在流动资产周转率和总资产周转率载荷较大，主要反映了企业的营运能力，故将其命名为营运因子 F3。第四主因子的载荷主要集中在应付账款周转率和应收账款周转率上，该信息反映了企业的使用供货企业资金和从获得应收账款的权利到收回款项、变成现金的能力，故将其命名为收付因子 F4。

（二）财务质量得分与评价

通过因子得分函数可以计算出各因子的得分，以此为基础得到深圳市 318 家样本上市公司分别在 2019 年、2020 年和 2021 年各因子得分和综合得分。

按不同行业分析。从三年的财务质量得分表中，选取每年得分前 100 名的企业，根据每个企业所属的行业，得到前 100 名企业的行业分布。结果显示，2019-2021 年，前 100 名企业中绝大部分属于计算机、通信和其他电子设备制造业，专用设备制造业，软件和信息技术服务业，电气机械及器材制造业等高技术含量产业。这些行业的共同特点是全要素生产率、劳动生产率以及资源生产率都有较高的水平。较高的全要素生产率有利于优化要素配置效果，有利于释放生产潜能以及激发经济增长动能；较高的劳动生产率使得在一定经济生产周期内，一定的劳动投入有着更高的产出；较高的资源生产率使得单位投入的生产要素能产出更多的附加价值。具有这些特点的企业有较高的盈利能力，其财务质量的得分相较于其他行业的上市公司普遍较高。

把各年各个行业的样本企业得分加总再平均，得出各年各行业的平均财务质量得分。均分结果如表 2 所示。三年里平均得分较高且始终为正数的行业有计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械及器材制造业，软件和信息技术服务业，仪器仪表制造业和专业技术服务业等。而平均得分靠后且始终为负数的行业有房地产业，化学原料及化学制品制造业，建筑装饰和其他建筑业，零售业，批发业以及商务服务业等。由此可以看出，

涉及计算机、电子设备和软件信息等业务的行业，财务质量综合得分较于其他行业普遍偏高，而涉及房地产、零售和批发等行业得分则偏低。

表 2 行业的财务质量 2019-2021 年平均得分

行业名称	2019 年	2020 年	2021 年
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.0161	0.0200	0.0047
电气机械及器材制造业	0.1154	0.1630	0.0714
房地产业	-0.4001	-0.6032	-0.7925
化学原料及化学制品制造业	-3.7669	-3.6869	-4.0812
建筑装饰和其他建筑业	-2.6243	-2.5912	-3.1435
零售业	-1.7025	-2.5222	-3.2355
批发业	-1.6370	-1.6186	-1.5556
软件和信息技术服务业	0.1319	0.1904	0.0132
商务服务业	-2.1471	-2.3425	-1.7839
橡胶和塑料制品业	-0.0046	0.0360	-2.1602
医药制造业	-0.0017	-0.0013	-0.0196
仪器仪表制造业	0.0672	0.0570	0.0176
专业技术服务业	0.0506	0.0475	0.0020
专用设备制造业	-0.0051	-0.0011	-0.0277
金属制品业	-0.0344	-0.0476	-0.0643
汽车制造业	-0.0513	-0.0572	-0.0938
通用设备制造业	-0.0965	-0.1000	-0.1429
其他行业	-0.0039	-0.0057	-0.0039

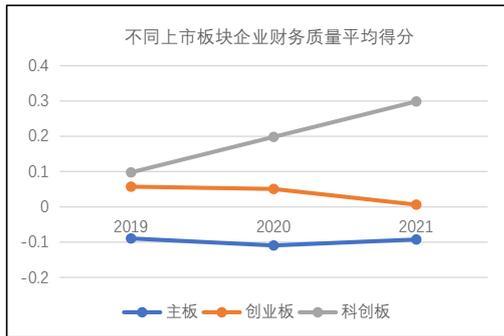
按不同上市板块分析。上市板块不同意味着公司之间在企业规模、上市条件和盈利条件等方面有所不同。本文将样本中的 318 家公司按照上市板块，分为主板、创业板、科创板和北证（北京证券交易所）四个类别，分别计算各年各个板块的上市公司财务得分平均值（见表 3）。

表 3 不同上市板块企业的财务质量得分均值

上市板	2019	2020	2021	企业数量
主板	-0.0895	-0.1094	-0.0925	149
创业板	0.0572	0.0507	0.0062	125
科创板	0.0977	0.1982	0.2987	35
北证	0.3074	0.3358	0.2830	9

从表 3 可以看出，主板上市公司得分均值在三年中均为负值，创业板、科创板以及北证三年中均为正值。表 3 中的信息反映在折线图之中（因为北证板块样本数量太少，样本均值不具有说服力，故将其信息在折线图之中剔除）（见下图）。从折线图中可以清晰看到，科创板企业的财务质量得分均值在三个板块之中最高，且是逐年攀升。

创业板企业得分均值在三年里均为正数，处于中间位置，但是得分有逐年下降趋势。主板企业得分均值均为负数，处于最后的位置。由此可以得出结论，科创板的企业财务质量最高，其次为创业板，最后为主板。



不同上市板企业得分均值折线图

三、回归分析

为进一步探究影响财务质量的因素以及提升财务质量的方法，本文选取由因子分析主成分提取出的四个主因子作为自变量，并引入净资产收益率（ROE）作为因变量。由于净资产收益率在很大程度上反映了公司的财务质量，因此将其作为因变量进行面板数据回归，得出四个主要因子对企业净资产收益率的影响，并进一步探索提升上市公司财务质量的举措。

Lang 和 Lundholm (1993) 以及 Cohen (2006) 认为净资产收益率（ROE）是决定企业财务质量的一个关键性因素，在很大程度上，净资产收益率是衡量企业经营绩效和财务质量的替代变量^{[13][14]}。莫筠（2019）、金梦吉（2019）和张珊珊（2020）等认为，在评价上市公司财务质量的各项财务指标比率中，净资产收益率具有很强的代表性以及很强的综合性^{[15][16][17]}。

本文的回归模型为：

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 F1_{it} + \beta_2 F2_{it} + \beta_3 F3_{it} + \beta_4 F4_{it} + \varepsilon_i$$

其中 ROE_{it} 表示 i 城市 t 时期的净资产收益率， $F1-F4$ 为因子分析主成分提取法获得的主因子， α_0 为常数项， β_i 为变量系数， ε_i 为误差项。

通过回归分析得到了四个主要因子对企业净资产收益率的基准回归结果，如表 4 所示。结果显示，盈利因子（F1）的估计系数为 0.151，营运因子（F3）的估计系数为 0.032，且两者都在 1%

的水平下显著，即盈利因子和营运因子对公司的净资产收益率存在正向影响效应。偿债因子（F2）的系数为 -0.004，在 10% 的水平下显著，由于系数数值过小且显著水平较低，因此判断偿债因子对净资产收益率的影响可以忽略不计。收付因子（F4）的系数为 -0.001 且结果不显著，由此判断其对净资产收益率没有影响。

表 4 基准模式回归结果

自变量	回归系数
F1	0.151***(0.002)
F2	-0.004*(0.002)
F3	0.032***(0.002)
F4	-0.001(0.002)
常数项	0.098***(0.003)
样本大小	954
企业数量	318
R2	0.85

注：括弧里是标准差，*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

企业生命周期理论表示企业也像生物一样具有生命周期，经历萌芽、成长、成熟和衰退的周期。李云鹤等（2011）研究 2002-2007 年沪深股市全部上市公司数据发现，企业在不同周期内会有不同的投资率倾向，从而导致不同的投资收益结果^[18]。罗琦和李辉（2015）研究 2004-2013 年沪深两市 A 股上市公司数据，发现企业处于不同周期会采用不同的投资决策，从而带来不同的投资效率^[19]。宋剑锋（2000）和王立夏（2019）认为 ROE 有随着时间的推移向必要报酬率回归的趋势^{[20][21]}。

为进一步探究深圳市上市公司成立时长是否对其财务质量产生影响，进而排除公司成立时间的影响，我们在如上基准回归模型的基础上，增加一个自变量 time。如果公司成立时长为 1 年，time 便取值为 1，公司成立时长为 2 年，time 便取值为 2，以此类推；不满 1 年按照 1 年计算。

增加成立时长之后的回归模型为：

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 F1_{it} + \beta_2 F2_{it} + \beta_3 F3_{it} + \beta_4 F4_{it} + \beta_5 time + \varepsilon_i$$

回归结果显示，在加入新变量 time 后， $F1-F4$ 的系数几乎没有发生变化，由此可以判断，深圳市上市公司成立时长对其 ROE 和财务质量没有影响。

四、结论与对策建议

（一）主要结论

财务质量得分靠前的企业绝大部分属于计算

机、通信和其他电子设备制造业，专用设备制造业，软件和信息技术服务业，电气机械及器材制造业等高技术含量产业。这些行业的共同特点是有较高的全要素生产率、劳动生产率和资源生产率。相反，平均得分靠后且始终为负数的行业有房地产业，化学原料及化学制品制造业，建筑装饰和其他建筑业，零售业，批发业以及商务服务业等，暗示着这些行业全要素生产率、劳动生产率或资源生产率亟待提升。科创板企业的财务质量得分均值在三个板块之中最高，且是逐年攀升。创业板企业得分均值在三年里均为正数，处于中间位置，但是出现逐年下降的趋势。主板企业得分均值均为负数，处于最后的位置。影响上市公司财务质量的主要因子为盈利因子和营运因子。

（二）对策建议

提升企业盈利能力。上市公司财务质量受盈利性的影响很大，应从企业盈利的持续性和稳定性两个方面着手，提升企业的盈利能力。一是企业要将财务指标和价值指标进行综合考量，既要注重产业布局和行业结构的调整，也要注重企业内部资源的优化，以实现企业成长性和盈利性的协调发展。二是对于内部资源能力强的企业，要从企业所蕴含的深厚企业文化和特有资源出发，构建企业核心竞争力，进行更加精确的市场定位。三是通过升级改造企业生产设备等有形资源、创新企业未来盈利模式和构建股东权益关系网络等方法，进一步提高企业的盈利持续性。四是建立一个专业、高效的董事会。董事会资本是提高企业持续竞争力的新来源，建立董事会激励制度、业绩评价机制、提高董事会人才水平以及充分发挥董事长的领导作用。

提升企业运营能力。上市公司应进一步调整企业产业结构、优化配置企业资源，增强企业运营能力。一是建立统一的资金管理制度，集中发挥各类闲散资金的作用。提高资金流通的速率，降低资金在各部门各层级的停留时间，尽力降低资金的使用成本，充分发挥资金的使用效率。二是在企业内部加强资本流动管理。向财务管理者主动提供资金流的相关信息，加强对资金流动方面信息的分析和控制。三是提高财务运营人员的

相关知识和技能。定期对财务营运人员进行相关知识技能的培训，着重培养财务营运人员关于财务信息的分析研究能力。四是优化企业的债务结构，规避资金风险。进一步优化企业的资产结构，做好防范资金风险的准备。

优化行业分类管理。财务质量得分较高的企业主要涉及计算机、软件、信息技术等高端制造业，而得分靠后的主要涉及纺织、印刷和服饰等低端制造业。进一步优化行业分类管理是提高企业财务质量的关键。一是保证高端制造业的人力资本质量。加大对相关专业教育的投入，为高端制造业源源不断输入高质量人才。二是创造良好的科研环境。为高端制造企业营造良好的科研创新环境，提高高端制造业的创新活力，加快高端创新型企业的发展与转型。三是打造低端制造业精品品牌。树立低端品牌优先战略理念，打造全国性市场的精品品牌，进而发展国际市场，提高低端制造业产品附加值与竞争力。四是完善低端制造业知识产权保护措施。对假冒伪劣行为进行严打，保护低端制造业的创新行为与知识产权。五是逐步提高低端制造业的价值链。低端制造业通过创新招商引资模式、发展支持性产业，逐步优化产业结构，使处在低端的生产制造在技术革新和进步的促进下，逐渐向处于价值链高端的制造业靠近，逐步发展为高端制造业，最终进入高价值的制造业行列。六是低端制造业要合理利用生产资源。逐步改变传统的能源供给结构，将低端制造业的发展与污染治理相结合，降低对环境的损害，实现绿色发展。

结合板块特征发展。不同上市板块的企业规模、上市条件和盈利条件等有所不同。一是科创板企业加大对无形资产的投资力度。科创板上市公司因其板块特征，无形资产与经营业绩之间存在显著的正相关性，企业应加大对无形资产的投入。科创板企业的无形资产中，技术类无形资产具有很高的复制成本，是企业创造经营业绩的主要途径，所以需对此类无形资产加强管理和使用。二是创业板企业从人力资本方面入手，构建合理的高管激励契约整合体系，配置合理的短期薪酬与长期薪酬的比例分配，探索股权激励的条件设

置。从人力资源管理方面促进企业创新,在薪酬考核指标中加入创新相关指标,以提升创业板上市公司在创新方面的投入,提高企业未来的创新能力和盈利能力。三是结合主板上市公司的大规模性,增强企业数字化转型,尤其是针对传统行业,提高企业数字化管理水平,积极实施数字化治理行动,着力打造数字治理行业标杆。企业借助数字经济发展契机,提高数据要素在公司治理和发展中的应用水平。

参考文献:

- [1] 朱顺泉. 基于因子分析法的上市公司财务状况评价研究[J]. 统计与信息论坛, 2004, (4): 44-48.
- [2] 梅国平. 基于复相关系数法的公司绩效评价实证研究[J]. 管理世界, 2004, (1): 145-146.
- [3] Jezovita A. Designing The Model For Evaluating Financial Quality Of Business Operations—Evidence From Croatia[J]. Management: Journal of Contemporary Management Issues, 2015(01): 101.
- [4] 崔静, 杨结丽. 基于因子分析法的上市公司财务质量评估——以安徽省上市公司为例[J]. 赤峰学院学报(自然科学版), 2016, (4): 118-120.
- [5] 张霞, 蒋文慧. 因子分析法在A股上市公司财务质量评价分析中的运用[J]. 现代审计与经济, 2022, (6): 32-34.
- [6] 王秀丽, 张新民. 上市公司财务状况质量的综合分析[J]. 国际商务(对外经济贸易大学学报), 2003, (5): 67-73.
- [7] 王翠春. 上市公司财务质量综合评价实证研究[J]. 财会通讯, 2010, (21): 37-38.
- [8] 刘明珠. 上市公司财务报告质量评价体系研究[J]. 商业会计, 2015, (14): 90-91.
- [9] 代祖光. 上市公司财务质量评价指标体系研究[J]. 营销界, 2019, (19): 45-46.
- [10] 张新苗. 陕西省上市公司财务质量评价研究——基于因子分析法[J]. 中国市场, 2022, (9): 57-59.
- [11] 邱玉兴, 程世华. 基于因子分析的电力上市公司财务质量评价[J]. 会计之友, 2015, (15): 18-22.
- [12] 战松涛. 因子分析方法在企业财务质量分析中的应用[J]. 中国管理信息化, 2010, (8): 40-43.
- [13] Lang M, Lundholm R. Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures[J]. Journal of Accounting Research, 1993(02): 246-271.
- [14] Cohen D A. Does Information Risk Really Matter? An Analysis of the Determinants and Economic Consequences of Financial Reporting Quality[J]. Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, 2008(02): 69-90.
- [15] 莫筠. 对净资产收益率构成及限制的探讨[J]. 现代营销(信息版), 2019, (9): 17.
- [16] 金梦吉. 杜邦分析法在上市公司财务中的应用[J]. 区域治理, 2019, (38): 81-83.
- [17] 张珊珊. 杜邦分析体系的价值研究[J]. 中外企业家, 2020, (17): 9.
- [18] 李云鹤, 李湛, 唐松莲. 企业生命周期、公司治理与公司资本配置效率[J]. 南开管理评论, 2011, (3): 110-121.
- [19] 罗琦, 李辉. 企业生命周期、股利决策与投资效率[J]. 经济评论, 2015, (2): 115-125.
- [20] 宋剑峰. 净资产倍率、市盈率与公司的成长性——来自中国股市的经验证据[J]. 经济研究, 2000, (8): 36-45.
- [21] 王立夏. 基于产品生命周期的多阶段剩余收益项目决策模型[J]. 中国管理科学, 2019, (6): 158-166.

作者: 周豫, 哈尔滨工业大学(深圳)经济管理学院副教授, 致公党中央理论与学习委员会委员, 广东省委员会经济委副主任
苟润, 中国农业银行股份有限公司深圳市分行职员

责任编辑: 周修琦