

Research on the Development of Mutual Funds in Enterprise Cash Management in
Listed Companies

by

Yang Yao

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2020 by the
Graduate Supervisory Committee:

Hongquan Zhu, Co-Chair

Feng Li, Co-Chair

Nengjiu Ju

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2020

公募基金产品在上市公司现金管理选择中的发展研究

姚杨

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于 2020 年 3 月批准:

朱洪泉, 联席主席
李峰, 联席主席
巨能久

亚利桑那州立大学

二零二零年五月

ABSTRACT

As an important subject of social business activities, enterprises have great research value in their daily business activities. As an important part of the social economy and a leader in high-quality enterprises in various industries, listed companies have become more and more concerned about their behavior. Through daily observations and extensive interviews, it has been found that the cash management and financial management activities of companies including many listed companies are still very traditional. At present, among the financial products that companies can choose to invest in, in addition to bank deposits and bank wealth management products, mutual funds especially money market funds (MMF), are actually very good investment choices for listed companies and other companies.

Mutual funds, especially money market funds, have many characteristics and advantages. Their transaction costs and holding fees are very low. At the same time, money market funds have good liquidity, low risk, convenient investment and considerable returns. Moreover, corporate investors invest in mutual funds, and part of their profits are exempt from corporate income tax. Investment in MMF and other mutual funds can not only obtain certain benefits, but also ensure the stability of assets to a large extent. It is one of the great options for cash management of listed companies.

This paper will attempt to study the development of mutual funds such as MMF in corporate cash management, with attention to the relevant situation of Chinese listed

companies. This paper takes MMF and other mutual funds and Chinese listed companies as the main research objects, and analyzes how the related fund products develop and evolve in the cash management of Chinese listed companies, which has theoretical innovation significance and practical significance. This study can provide some reference for the cash management of listed companies, and can also provide different choices for fund management and fund distribution companies to increase market share, gain market competitive advantage, and enhance company and industry's value.

摘要

企业作为社会经营活动的重要主体，其日常经营管理及决策行为有很大研究价值。上市公司作为各行业优质企业的龙头，其行为决策更值得人们关注和研究。而在企业财务管理中的现金管理事宜上，包括很多上市公司在内的企业决策及行为仍然非常传统。长久以来，企业现金管理等财务管理相关的理财行为并未受到商界和学界的足够重视，以上市公司为代表的优质企业，到底如何开展合适的现金管理成为现实问题。而在当下中国可供企业实际选择进行现金管理的金融产品中，除了传统的存款产品和银行理财之外，以货币市场型基金为代表的公募基金产品实际也是上市公司等企业进行现金管理非常合适的选择。

以货币市场基金为代表的公募基金具有许多特色及优势，其各项交易及持有成本较低，由基金管理公司中专业的基金经理进行投资组合，有利于分散投资，降低风险。同时，货币市场基金等固定收益类的开放式公募基金产品流动性佳，风险较低，交易方便，收益可观。此外，根据中国现行法律法规，企业投资公募基金产品的收益全额免征企业所得税。所以企业在现金管理中选择货币市场基金等公募基金产品，既可以进行资产的保值增值，还可以进行合理税收筹划，是进行现金管理的良好方案之一。本文就将试图研究货币市场基金等公募基金产品在上市企业现金管理选择中的发展演变及选择逻辑。

本文以货币市场基金等公募基金产品和中国 A 股上市公司为主体，分析相关基金产品在中国上市公司现金管理中是如何发展演变的，具有理论创新意义和实际意义。本研究可以为上市公司的现金管理行为决策提供一定帮助，也可以为基金产品的管理人及代销机构提供不同的路径选择参考，获得差异市场竞争优势，提升公司和行业价值。

致谢

在本篇论文的写作过程中，我有幸得到了许多的支持和帮助。能够有机会完成至此，需要感谢的人有很多。

首先最需要感谢的就是我的论文导师：李峰教授、朱洪泉教授和巨能久教授。过去一年半的时光中有幸得到来自 SAIF 和 ASU 三位教授的悉心指导。当我在写作过程中遇到无论是研究的思路、切入点、方法模型等各方面的困难和问题，三位教授都会从百忙中抽出时间以各种方式给予我指导，并不断的鼓励我、引领我、帮助我完成论文的写作，在此向三位恩师深表谢意！

也要感谢三年来曾经在不同课堂为我们传道授业解惑的各位教授，不仅带领我们在学术水平上有所进步，还指引我们在学习过程中开阔了管理视野，丰富了专业认知，提升了思辨能力，用知识支撑我们成为更好的自己。

感谢中美双方 DBA 项目组的各位老师，特别是蒋晶老师、王晖老师、王婕敏老师、潘嘉琰老师和江晓东老师等，对我们学员进行了无微不至的关心和指导。从中国到英国，从德国到美国，让我们度过了难忘而又美好的学习生涯；

感谢 DBA 六期所有的同学们，正是众多优秀同学的榜样示范，让我在写作过程中动力满满。学习的过程也是我们彼此交流的过程、交友的过程、交心的过程，未来之路还待我们携手开拓。我坚信：有这么多忧国忧民、肩负重担、不断学习、坚毅前行的创变者，我们这个民族的未来注定充满光明。

特别感谢我的家人，从我完成学士论文到硕士论文一直到博士论文，我的太太一直是我最强有力的后盾，在无数的低落时刻给了我理解和陪伴，使我一次又一次获得信心和

力量；感谢我的父母和岳父母，不仅养育了我和我太太，还努力积极的帮助我们关心下一代，也是我得以平衡工作和学习的重要支撑；感谢我的儿子和女儿，因为你们的到来，让我的人生拥有了更多不同的意义。

感谢中国的公募基金行业，让我有幸见证了行业管理规模从仅 2 万亿元有余到如今超过 15 万亿元，不断创出历史新高。这个行业滋养了我，陪伴我成长了 13 年头，教会了我什么是敬畏与尊重，也给了我不断学习进步的空间与可能。

另外需要感谢来自复旦大学的研究生符琳和姜鑫钰，还有我的同事朱真卿。三位都在文献查阅、数据整理和模型分析等方面对本文的顺利完成做出了贡献。

在这个特别的庚子鼠年，还需要感谢在全国各地日夜奋战的白衣天使们，新冠肺炎疫情肆虐扩散之际，你们是全社会最为勇敢的逆行者，谢谢你们。

此外，诗经有云：如切如磋，如琢如磨。

我们想说：市场有风险，投资需琢磨。

正是基于对金融行业特别是公募基金行业的观察、关注、思考与实践，才有了本篇论文的诞生，也才有了我的人生全新事业起点——琢磨 KnowMore。

最后，对所有帮助我琢磨学业、琢磨事业、琢磨人生的老师们、同学们和亲友们，一并诚表谢意！

目录

	页码
表格列表	x
图表列表	xii
章节	
第一章 研究目的及研究意义	1
1.1 研究目的	1
1.2 研究问题	1
1.3 研究意义	7
第二章 文献回顾及研究背景	9
2.1 文献回顾	9
2.1.1 关于上市公司现金持有及现金管理	9
2.1.2 关于货币市场基金的特点及演变	13
2.2 研究背景	15
2.2.1 从上市公司的企业角度看现金管理	15
2.2.2 上市公司现金持有量对于公司绩效的影响	17
2.2.3 基金行业的发展情况	18
2.3 当前研究的缺失	35
第三章 数据来源与可用性	37
3.1 研究可行性	37

章节	页码
3.2 研究方法.....	37
3.3 数据来源.....	37
第四章 研究问题.....	38
4.1 本文研究的问题.....	38
4.2 上市公司持有现金的动机.....	39
4.2.1 交易动机.....	41
4.2.2 预防动机.....	42
4.2.3 投资动机.....	42
4.2.4 自利动机.....	43
4.2.5 补偿动机.....	43
4.3 上市公司现金管理的目标.....	44
4.4 上市公司进行现金管理对其绩效的影响.....	45
4.5 上市公司现金管理行为的增长变化.....	46
4.6 何种上市公司更可能选择基金的多种假设.....	50
4.6.1 原有理财行为对其选择公募基金的影响.....	51
4.6.2 现金流情况对其选择公募基金的影响.....	52
4.6.3 所有制背景对其选择公募基金的影响.....	53
4.6.4 所处行业对其选择基金产品的影响.....	56
4.6.5 所处区位对其选择基金产品的影响.....	58

章节	页码
第五章 研究方案及研究发现	62
5.1 研究方案	62
5.2 主要数据构成	62
5.3 变量选取	68
5.4 描述统计及相关性	71
5.5 回归模型	74
5.5.1 多重共线性检验	74
5.5.2 逻辑回归	75
5.6 回归研究结果	78
第六章 总结与局限	80
6.1 研究总结	80
6.2 购买基金产品对于企业绩效的或有影响	81
6.3 其他因素对于上市公司选择的影响	82
6.4 货币市场型基金的或有风险	83
6.4.1 流动性风险	83
6.4.2 收益风险	84
6.4.3 管理风险	86
6.4.4 操作风险	87
6.5 对上市公司现金管理的建议	88

章节	页码
6.5.1 提高重视程度和管理水平	88
6.5.2 提高财务人员综合素质	89
6.5.3 积极提升企业内控水平	89
6.5.4 做好现金管理的风险防控.....	90
6.5.5 适时实施利润有效分配.....	91
6.6 研究局限性	91
参考文献	93

表格列表

表格	页码
1 基金产品分类及规模存量（2020.2.17）	2
2 基金市场规模变化（2010-2019）	3
3 上市公司现金管理（货币基金）公告	4
4 前 20 名基金公司管理规模（2020.2.17）	23
5 中国公募基金存续类别、规模及数量（2020.2.17）	25
6 2010 年上市公司“投资理财”事项公告数（全年）	47
7 2019 年上市公司“投资理财”事项公告数（节选 2019.1.2）	49
8 全部 A 股上市公司发布“重大事项-投资理财”公告情况（三年合计）	63
9 全部 A 股上市公司发布“重大事项-投资理财”公告情况（年均数据）	64
10 全部 A 股上市公司发布“重大事项-投资理财-货币基金”公告情况（三年合计）	66
11 全部 A 股上市公司发布“重大事项-投资理财-货币基金”公告情况（年均数据）	67
12 离散变量	69
13 连续变量	69
14 描述统计（样本数=11,385）	71
15 相关系数矩阵	73
16 是否购买投资理财产品与是否购买货币基金的关系（样本数=11,385）	74
17 VIF 值	75
18 逻辑回归结果	76

表格

页码

19 分步逻辑回归结果 77

图表列表

图表	页码
1 中国公募基金资产净值合计（2020.2）	26
2 中国公募基金数量合计（2020.2）	26
3 中国货币市场基金历年数量（2003-2019）	34
4 中国货币市场基金历年规模变化（2003-2019）	34
5 发布现金管理公告的上市公司控制权背景（2019 上半年）	55
6 全部 A 股上市公司控制权背景（2019 年）	55
7 选购基金进行投资的上市公司行业分布（2019 上半年）	57
8 发布现金管理公告的上市公司所在区域（2019 上半年）	59
9 A 股上市公司区域分布（2019 年）	61

第一章 研究目的及研究意义

1.1 研究目的

企业作为社会经营活动的重要主体，其日常经营行为有很大研究价值。上市公司作为各行业优质企业的龙头，以及在市场中的重要影响地位，其行为更值得人们关注和研究。而通过日常观察及实际调研发现，包括很多上市公司在内，企业的财务管理特别是现金管理行为仍然非常传统，相对于个人端丰富且先进的现金管理选择而言仍显落后。长久以来，企业现金管理等理财行为并未受到学术界和金融界的足够重视。在当下可供企业选择的金融产品中，除了传统的银行存款和理财之外，实际上以货币市场型基金为代表的公募基金产品也是上市公司等企业进行现金管理非常良好的可选工具。

本文利用万德 Wind 和东方财富 Choice 等大量公开可查阅的上市公司数据及公募基金行业相关公开数据为载体，从行业例证和数据统计结果出发，运用多元回归模型进行研究，结合行业角度专业判断，分析上市公司现金管理的背后逻辑及行为特征，以及以货币市场基金为代表的公募基金在这一选择中的发展演变及选择逻辑，为公募基金产品在企业现金管理特别是上市公司现金管理中的未来发展做出总结及指导性研究建议。

1.2 研究问题

截至 2020 年 2 月，中国 A 股已有上市公司超过 3,800 家，除了主营业务以外，上市公司的投资理财（含现金管理）也是许多上市公司非常可观的非主营收入来源。而上市公司会如何开展现金管理，选择何类产品进行投资，以及什么样的上市公司更有可能接受货币市场基金等公募基金产品作为现金管理的选择？这是本文希望研究解答的问题。

截至 2020 年 2 月，中国内地共有公募基金管理公司（其中包括包含已经取得公募基金管理资格的证券公司或券商资管子公司、保险资管公司等）合计 149 家，中国内地全部公募基金产品的数量超过 6,000 只，公募基金管理资产总规模已增加至近 15 万亿元。其中货币市场型基金规模超过 7 万亿元，存量规模占比接近 50%。债券型基金规模超过 4 万亿元，存量规模占比接近 30%。

表 1 基金产品分类及规模存量（2020.2.17）

基金类型	数量合计 (只)	数量占比 (%)	资产净值 合计(亿元)	净值占比 (%)
股票型基金	1,095	17.69	11,598.18	7.78
普通股票型基金	339	5.48	2,852.14	1.91
被动指数型基金	650	10.50	7,816.53	5.24
增强指数型基金	106	1.71	929.51	0.62
混合型基金	2,582	41.71	22,180.55	14.88
偏股混合型基金	2,195	35.46	19,379.82	13.00
平衡混合型基金	136	2.20	1,333.95	0.89
偏债混合型基金	251	4.05	1,466.78	0.98
债券型基金	1,979	31.97	43,117.64	28.93
长期纯债型基金	1,390	22.46	33,341.33	22.37
中短期纯债型基金	161	2.60	5,617.96	3.77
混合债券型基金（一级）	101	1.63	1,102.50	0.74
混合债券型基金（二级）	327	5.28	3,055.85	2.05
货币市场型基金	335	5.41	70,780.12	47.48
其他基金	199	3.21	1,383.69	0.93
封闭式	24	0.39	286.18	0.19
QDII	160	2.58	910.22	0.61
保本型基金	1	0.02	3.56	0.00
商品型基金	14	0.23	183.74	0.12
合计	6,190	100.00	149,060.18	100.00

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

而回顾 10 年前的 2010 年初，公募基金管理资产总规模仅约 2.5 万亿元。其中货币型基金规模约 1,500 亿元，存量规模占比仅约 6%，10 年规模暴增超过 45 倍。债券型基金规模与货币市场基金总体相当，约 1,500 亿元，10 年规模暴增超过 25 倍，同期公募基金行业总规模增长仅有 5 倍。由此可见，近十年来中国公募基金行业管理总规模攀升的背后，以货币基金为代表的固定收益类基金产品仍然是目前行业存续规模当中的绝对主力。

表 2 基金市场规模变化（2010-2019）

截止日期	全部基金	债券型基金	占比 (%)	货币市场型基金	占比 (%)
	截止日资产净值 (亿元)	截止日资产净值 (亿元)		截止日资产净值 (亿元)	
2019.12.31	148,568.19	39,201.46	26.39	70,780.12	47.64
2018.12.31	130,136.88	25,011.33	19.22	75,890.37	58.32
2017.12.31	116,180.37	16,072.72	13.83	67,661.51	58.24
2016.12.31	91,712.67	18,150.92	19.79	43,330.72	47.25
2015.12.31	84,052.41	7,214.78	8.58	44,822.90	53.33
2014.12.31	45,407.54	3,518.16	7.75	20,897.18	46.02
2013.12.31	30,098.92	3,427.08	11.39	7,487.97	24.88
2012.12.31	28,741.41	3,373.16	11.74	5,724.19	19.92
2011.12.31	21,918.40	1,665.00	7.60	2,948.95	13.45
2010.12.31	25,195.47	1,517.70	6.02	1,532.77	6.08

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

但是公募基金行业增长特别是货币市场型基金规模增长的背后，无论是基金产品的公告信息或者上市公司的公开动作，越来越多的案例及数据显示 A 股上市公司已逐步开始关

注并实践投资于货币市场型基金等公募基金产品，将其作为现金管理的良好工具。通过上市公司的相关公告也佐证了这一事实。

表 3 上市公司现金管理（货币基金）公告

公告日期	证券	标题
2019-08-27	天地数码 (300743.SZ)	天地数码:关于使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金或债券基金的公告
2019-08-27	天地数码 (300743.SZ)	天地数码:爱建证券有限责任公司关于公司使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金或债券基金事项的核查意见
2019-04-26	华策影视 (300133.SZ)	华策影视:关于使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金或债券基金的公告
2019-04-25	华录百纳 (300291.SZ)	华录百纳:关于使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金、债券基金、可转债及中短期保本型理财产品的公告
2019-02-28	湘油泵 (603319.SH)	湘油泵关于使用闲置资金投资低风险的理财产品、国债逆回购、货币基金、债券基金等金融产品的公告
2019-01-17	华录百纳 (300291.SZ)	华录百纳:关于使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金、债券基金及中短期保本型理财产品的进展公告
2019-01-10	华录百纳 (300291.SZ)	华录百纳:关于调整闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金、债券基金及中短期保本型理财产品额度及授权期限的公告
2018-08-30	天地数码 (300743.SZ)	天地数码:爱建证券有限责任公司关于公司使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金或债券基金事项的核查意见
2018-08-30	天地数码 (300743.SZ)	天地数码:关于使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金或债券基金的公告

公告日期	证券	标题
2018-08-01	华录百纳 (300291.SZ)	华录百纳:关于使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金、债券基金及中短期保本型理财产品的更正公告
2018-07-31	华录百纳 (300291.SZ)	华录百纳:关于使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金、债券基金及中短期保本型理财产品的公告
2018-07-31	华录百纳 (300291.SZ)	华录百纳:中信建投证券股份有限公司关于公司使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金、债券基金及中短期保本型理财产品的核查意见
2018-04-21	湘油泵 (603319.SH)	湘油泵关于使用闲置资金投资低风险理财产品、国债逆回购、货币基金或债券基金的公告
2018-04-20	聚灿光电 (300708.SZ)	聚灿光电:独立董事关于使用部分闲置自有资金购买国债逆回购及货币基金事项的独立意见
2018-02-02	华策影视 (300133.SZ)	华策影视:关于使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金或债券基金的公告
2018-02-02	华策影视 (300133.SZ)	华策影视:独立董事关于使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金或债券基金事项的独立意见
2017-09-23	湘油泵 (603319.SH)	湘油泵关于使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金或债券基金的公告
2017-08-29	平治信息 (300571.SZ)	平治信息:关于使用闲置自有资金投资国债逆回购、货币基金或债券基金的公告
2017-07-15	誉衡药业 (002437.SZ)	誉衡药业:关于使用闲置自有资金投资货币基金、债券基金或国债逆回购的公告
2017-07-12	迎驾贡酒 (603198.SH)	迎驾贡酒关于使用闲置自有资金购买“中融-汇聚金1号货币基金集合资金信托计划”的公告
2016-07-01	新希望 (000876.SZ)	新希望:关于全面推广货币基金作为支付手段的公告

公告日期	证券	标题
2015-12-04	新希望 (000876.SZ)	新希望:独立董事关于试点应用货币基金作为支付手段的 独立意见
2015-12-04	新希望 (000876.SZ)	新希望:华泰联合证券有限责任公司关于公司试点货币基 金作为支付手段的核查意见
2015-12-04	新希望 (000876.SZ)	新希望:关于试点应用货币基金作为支付手段的公告
2014-07-29	华闻集团 (000793.SZ)	华闻传媒:关于公司利用暂时闲置资金购买短期银行理财 产品、国债回购和货币基金等的公告
2014-04-12	新华锦 (600735.SH)	新华锦关于公司及下属子公司购买货币基金的公告

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

但是上市公司本身的投资决策背后是何种逻辑和考量，以及这些逻辑考量的产生是如何变化的？公募基金产品的特性是否能够符合更多乃至大多数上市公司的管理需要？还有很多问题等待着我们去研究解答。本文就将试从“什么因素影响上市公司的现金管理选择（特别针对是否选择公募基金产品进行现金管理）”和“上市公司选择公募基金产品对其现金管理绩效的影响”等角度进行分析研究。

其中，对于“什么因素影响上市公司的现金管理选择（特别针对是否选择公募基金开展现金管理）”这一问题，本文将试图从“上市公司原有现金管理行为对其选择基金产品的影响”、“上市公司现金流情况对其选择基金产品的影响”、“上市公司所有制背景（国有/民营）对其选择基金产品的影响”、“上市公司所属行业对其选择基金产品的影响”和“上市公司所属地区对其选择基金产品的影响”这几个角度进行分析研究。并提出关于因素可能影响上市公司现金管理行为的多种假设，在此基础上运用多元回归模型进行研究。

1.3 研究意义

除了当下金融市场特别是公募基金领域如火如荼的个人端现金管理业务以外，对于提供产品及服务的资管机构而言，企业客户日益增长的现金管理需求也是极为值得关注的一片广蓝海。上市公司作为规模型、优势型、资源型的行业头部企业，其现金管理等日常资产配置需求更加值得各类资产管理机构高度关注。目前中国包括上市公司在内的企业闲置资金多数投向传统银行金融机构所提供的协议存款和银行理财产品等保守型金融产品，此类产品提供收益一般并不亮眼，安全性相对不错，但带来的问题是资金流动性相对不高，同时产品信息的披露和透明程度极为有限。相比之下，开放式的公募基金产品特别是货币市场型基金等产品就具有独特的比较优势。

实践中，银行存款往往存在“存贷挂钩”的潜规则，即企业如想要维护和银行的关系，在贷款方面得到银行的支持，则需要在资金富余的情况下（包括贷款下发后）对银行进行存款的支持。所以市场普遍认为长期来自企业的货币存款比居民存款相对更加长期稳定、不易流失，很大程度上帮助银行构建了其构成了银行存款的“护城河”。

当下，由专业的金融机构所提供的针对企业端的现金管理产品及服务明显刚刚尚处于市场起步阶段，近年来已有不少公募基金管理公司试水推出了“企业版余额宝”等产品来服务包括上市公司在内的企业客户，但是市场实际影响力及所获成效还较为有限。如果公募基金管理公司等专业的资产管理机构持续发挥自身差异化优势，未来能持续吸引以上市公司为代表的现金流较好、信贷需求相对较低的优质企业将银行存款等存量资产大规模转为货币市场基金等公募基金产品，那么在不断快速发展的市场环境中，未来满足不同细分需求的公募基金等专业化企业现金管理产品有望进入发展快车道。一旦现在沉淀在银行的企

业存款、对公理财产品存量等转化为货币市场型基金等公募基金产品形成市场趋势，不仅将对公募基金行业的发展格局产生直接且重大的影响，也将直接对银行资产负债表造成影响，甚至对于整个金融体系和企业体系的负债结构、负债成本、决策行为都将产生重大影响，此点值得我们研究关注。

第二章 文献回顾及研究背景

2.1 文献回顾

本文的研究问题是公募基金产品在企业特别是上市公司现金管理中的发展演变，本章将通过对相关文献的回顾，归纳目前的研究成果，结合当下市场情况阐释文章研究背景，尝试指出现有文献的不足之处，并提出本研究的创新点。

长久以来，以上市公司为代表的公司现金理财并未受到学界和商界的足够重视，上市公司对于货币市场基金等公募基金的投资也较少有人研究。同时，从公募基金的行业发展角度，以上市公司为代表的企业客户也是全新的蓝海市场，由于市场发掘较晚，学术界在这一领域所采用的研究方法和选取的研究视角都不尽相同。但目前总体看来对于这一领域的研究文献并不十分丰富，并且对于上市公司现金管理的研究相对较少，对于上市公司现金持有量的研究相对较多，且更多关注上市公司持有现金的原因以及现金持有量对于企业经营业绩的影响等。

2.1.1 关于上市公司现金持有及现金管理

现金资产一直是企业所持有各类资产当中非常重要的组成部分，企业特别是上市公司现金管理的问题向来受到业界与学界的关注。

顾乃康和孙进军（2008）结合中国的制度特色和国情背景，采用了全样本固定效应回归模型来进行研究分析，结合我国特有的国情制度和治理背景，来对上市公司本身所持有现金资产的价值如何进行了检验。其实证研究的结果表明，具有以下特征的企业在持续增持现金时，其公司的股东对管理层决定增加现金类资产持有的决定给出了相对较高价值的评价，分别是：现金持有量本身较少的企业、财务杠杆率较低的企业、面临融资约束

的企业或者具有比较好业绩增长空间的企业在继续增加其现金资产的持有量时，其公司股东对管理层决定增加现金类资产持有的决定给出了相对较高价值的评价。而非国有控股企业即主要的民营企业本身所持有的额外现金资产也对企业发展具有更高的价值，这些结果与其假设一致，并具有一定的稳健性。而在市场化进程的影响方面来看，若企业所在区位的当地营商环境的开放程度及市场化程度较高，则此类企业所持有的现金具有相对更高的价值。

柳丹（2013）利用多元线性回归模型，研究了上市公司现金持有量多少对公司绩效的影响，并结合 SPSS 软件进行实证研究，将超额现金持有量与净资产收益率及总资产收益率进行多元线性回归分析，得出结论：“上市公司的超额现金资产持有量多少，对于公司的经营业绩有正面的影响”。同时获得以下研究发现：上市公司的成长性、规模和债务期限结构都与现金持有量显著正相关；股权集中度对现金持有量没有显著影响；现金流量多少和财务杠杆高低与现金持有量显著负相关；而股权集中度对现金持有量没有显著影响。

另外宋王静和施徐景（2017）针对现金持有量情况对企业经营业绩的影响，提出了两个假设：1、“在经济增速下滑的环境背景下，企业的现金持有水平高低与企业的经营业绩如何呈正相关关系”；2、“在经济增速下滑的环境背景下，企业现金持有量的变动与企业的经营业绩变动情况正相关关系”。在这两个假设基础之上，并通过选取货币资金与总资产之间的比率作为企业现金持有的衡量指标，选取现金资产比率的差额作为现金持有变动的衡量指标；选取公司的资本结构、资产规模、成长能力、股权集中度及董事会规模这五个变量作为控制变量；选取每股收益、净资产收益率、经营性现金流、资产报酬率、营业利润率、投入资本回报率和全部现金回收率等七项指标作为被解释变量来衡量企业经营业

绩。通过建立多元回归模型进行研究后，得出研究结论：“企业的现金资产持有量多少与企业经营业绩如何呈显著正相关关系”。其研究同时发现：“当企业持有的现金比率超出一定比例时，企业所持有现金资产的增加并不能带来企业经营业绩的持续提高”。

Amess、Banerji 和 Lampousis（2015）对企业持有现金动机的实证研究文献进行了总结，将企业为何选择持有现金的动机总结为两类：处于基于融资约束的预防需求和代理权问题。由于外部融资的显性成本和隐形成本客观上都远高于内部融资，不可控的不利现金流波动可能使企业被迫放弃更有投资价值且本应可以达成的出手投资机会。基于此种考量，企业往往倾向于采用持有现金的方式来抵御不可控甚至不利现金流可能带来的冲击。杨兴全和孙杰（2007）、彭桃英和周伟（2006）等通过实证研究国内上市公司，同样发现融资约束使企业由于预防将来需求而选择持有一定量的现金，杨兴全和孙杰

（2007）、彭桃英和周伟（2006）等通过实证研究国内上市公司，同时也发现公司所面临的融资约束宽松与否将可以很大程度上影响甚至改变中国企业较高的现金持有行为。当企业拥有通畅的融资渠道且成本合理时，因为考虑到持有现金也代表着不菲的机会成本，那么企业持有现金的动机就会减少。现金持有的实证研究发现了支持预防动机的证据，当企业与外部资金供给方存在信息不对称的情况下尤其如此。Kim、Mauer 和 Sherman

（1998）研究发现，对企业而言如何实现最佳的现金持有量，是由持有高流动但低收益现金和未来或有投资需求的高融资成本之间的权衡所决定的。Bates、Kahle 和 Stulz

（2009）发现当时美国上市公司的现金持有较为普遍的呈现持续上升态势趋势，他们提供了针对这一现象的部分解释，其研究结果为预防动机同样提供了证据支持。Duchin

（2010）在前人的基础上更进一步，其研究表明随着公司未来现金流不确定性的上升，公

司的现金持有也将随之同步提高。此外，对于预防需求高企的企业，如研发支出占现金流出比率高和现金流波动率高等，增发新的股票是一个越来越重要的现金流来源。

此外也有相关文献关注了非上市公司的现金持有与融资约束的问题。**Brav (2009)** 曾经研究英国的上市与非上市公司的相关现金持有问题，他发现，与上市公司相比，非上市公司的现金持有对经营性现金流更为敏感，非上市公司经营效绩的提高并不会使其增加相应的投资。**Bharath 和 Dittmar (2010)** 通过实证研究发现上市公司反而倾向于持有更多的现金，这可能是因为相对于非上市公司来说，上市公司拥有更多的投资机会，他们需要储备更多现金进行不时的投资操作。**Saunders 和 Steffen (2011)** 研究了英国境内上市和非上市公司，通过对比其二者的借贷成本，发现非上市公司的贷款成本更高。这也符合人们的普遍预期。

如前面所曾提到的，代理问题或代理冲突带来的影响也可以一定程度用来解释企业现金持有水平的高低。**Jensen (1986)** 认为当企业预期未来缺少较好的投资机会时，相对话语权较强的强势的经理人会更愿意持有现金而非向股东支付股息，从而方便为管理层谋取其个人相关私利益。当眼前的投资机会符合个人利益时，管理者普遍会选择进行投资而较少考虑其效率高低。**Harford、Mansi 和 Maxwell (2008)** 发现，由于代理问题的存在，经理人拥有更多话语权的企业相对于经理人话语权较弱的企业会持有更少的现金，但是这时管理者会倾向于过度投资。**Nikolov 和 Whited (2014)** 研究发现代理问题可以使企业或多持有了高达 22% 的现金，这仅仅是代理这一个因素的影响。**Elyasiani 和 Zhang (2015)** 发现管理层的持股水平可以很好的解释企业的现金持有水平高低，他们认为强势

的管理层为了私利而偏好流动性资产而不愿意承担风险，所以 CEO 或管理层的持股水平会和企业的现金持有呈反比，即经理人持股水平越低则往往企业的现金持有量越高。

2.1.2 关于货币市场基金的特点及演变

在当下可供上市公司等企业选择的金融产品中，除了传统的银行存款和理财之外，以货币市场型基金为代表的公募基金产品也是企业进行现金管理非常良好的可选工具。货币市场型基金属于证券投资基金众多类别中的一种。其单位面值较低，一般保持为 1.00 元。且管理费较低，申购、赎回还免手续费，有利于面向更广大的客户群体，吸收服务社会资金。公募基金产品由基金管理公司管理，有专业的基金经理对于基金资产进行投资组合，有利于降低风险，得到相应回报。同时，而且货币市场型基金的流动性好，风险低，交易方便，变现能力强，受市场风险影响较小，而历史收益率往往能与一年期定期存款媲美，同时对于包括企业在内的投资者获得的收益还能免征所得税。可见投资货币市场基金既可以获得一定的收益，又能很大程度上保证资产的稳定性，是上市公司等进行现金管理的良好备选方案之一。

关于货币市场基金的表现，Dale L. Domian 和 William Reichenstein（1998）研究了 1990 年至 1994 年货币市场共同基金收益的横截面因素，以及时间序列下相对收益率的持续成分。他们认为基金费率是解释基金间净收益差异的最重要的因素。仅限政府的基金产生的收益略低于其他应税基金。货币市场基金的相对收益率表现出持久性。大多数基金保持稳定的费用率，因此低成本基金产生持续高的相对回报。

巴曙松和牛播坤（2014）在针对货币市场基金发展的研究报告中指出，伴随着随利率市场化的不断推进，美国非金融企业的流动性管理方式发生了持续且系统的变化。这表现

为，现金和活期存款类资产比例显著减少，直接持有的国债、市政债减少，而企业所持有的货币市场型基金和其他共同基金的投资比例相对显著增加。截至 2013 年第三季度末，美国企业所持有的金融资产当中，已经包含的储蓄和定期存款比例约为 36%、货币市场基金的比例约为 26%、现金和活期存款的比例约为 24%、共同基金的比例约为 11%，另有国债的比例约为 3%。不难发现，其中货币市场基金的占比已相当可观。

同时，其研究发现在美国的存款利率逐步走向市场化的期间，货币市场基金规模不断得以壮大，最多时占到存款总量的近十分之一。而同年份 2013 年末的中国金融机构人民币信贷收支表则显示，中国的个人存款有 47 万亿元、单位存款有 52 万亿元，两者合计 99 万亿元。由此推算，若以美国利率市场化进程中其货币市场基金所对应存款的比例为参考，结合中国相关基础数据，不难推算得出中国货币市场基金或有的规模峰值。而数据显示，仅考虑货币市场基金对个人存款的替代效应，则最高有望达到 4.7 万亿元；若考虑对单位和个人存款加总替代，最高可达 10 万亿元之巨。这一测算仅仅只是基于当年的总量基础，结合近年来不断增长的 M2 等数值而言，中国货币市场基金仍具备较大成长与创新的空间。

而 2014 年 2 月末，中国货币市场基金资产规模刚刚迈入万亿大关。截至 2020 年 1 月末，中国货币市场基金的资产规模已超过 7 万亿元，足以可见中国的货币市场基金在获得过去几年的超高速发展后，仍有较大的发展空间。且现有存量中，客户结构主要为个人投资者和银行等金融同业。而熟悉市场的人士不难发现，个人投资者的储蓄搬家极大程度上得益于 2013 年横空出世的“余额宝”对于整个市场的教育和洗礼。而在个人投资者已经普遍对这一类资产熟悉并接受后，企业端的整体认知依然处于萌芽的早期状态，和 2013

年年中之前的个人端市场非常类似，由此看来企业端的现金管理需求无疑是未来货币市场基金发展的另一巨大市场。目前中国企业的闲置资金主要投向无非是协议存款和银行、理财产品等，这些产品收益高于活期存款，且安全性普遍不错，但流动性相对欠缺，底层资产透明度欠佳，而这些往往是货币市场基金在内的公募基金产品的比较优势。专业的企业现金管理市场尚处于起步阶段，虽然已有基金公司推出“企业版余额宝”产品，但仍有大量需求等待被发掘并满足。一旦未来满足不同细分需求的产品进一步发展壮大，并推动企业存款转化为货币市场型基金公募基金产品形成趋势，这将对基金行业带来极大增量，也将对银行负债端造成间接但更加深远的影响。

2.2 研究背景

2.2.1 从上市公司的企业角度看现金管理

对企业来说，现金及现金类流动资产是至关重要的资产。这类资产不仅对企业的经营、投资、融资等各方面的行为决策会产生重大影响，而且与企业的经营业绩密切相关。上市公司作为社会经济的重要组成部分以及各行业优质企业的龙头，其行为越来越受到人们的关注，其中就包括日常如何进行现金类资产的管理。而目前包括很多上市公司在内的企业的现金管理理财行为仍然非常传统，以银行存款和对公理财为主，比个人理财的选择少很多。长久以来，以上市公司为代表的企业现金理财并未受到学界和商界的足够重视，而笔者认为越来越需要丰富且适合上市公司等企业使用的现金管理方案，该领域有很大的发展成长空间。

从实际来看，包括上市公司现金管理在内的企业理财过去不被重视的原因有：

(1) 企业定位：

在传统观念中，哪怕是上市公司，企业基本都被定位为生产经营为主，与经营无关的其他行为受到诸多限制，得到较少关注，也不被哪怕内部人所了解；

(2) 资金趋紧：

在经济增速放缓的背景下，包括上市公司在内的企业利润率下滑，盈利水平下降，且融资渠道单一，很多企业经常面临资金短缺的窘境，并无富余资金进行投资；

(3) 供给有限：

包括上市公司在内的企业对于企业资金管理普遍具有较为特殊的要求，比如风险要低且流动性要好等，同时也需要有竞争力的收益水平。而国内市场供给较少有这样全面性的投资品种可供上市公司等企业选择；

(4) 专业缺乏：

包括上市公司在内，多数企业普遍具有财务管理方面的专业人员，但是普遍缺乏投资方面的专业人才，对投资市场缺乏客观公正的评判，从而相对会更加审慎对待企业资金的投资行为。财务人员往往避免投资失误以免给企业带来的不必要损失。

随着中国市场经济的不断发展和相关机制的不断完善，包括上市公司在内的企业社会定位也发生了很大的变化。不断宽松的政策和逐步拓宽的企业融资渠道，再加上金融衍生品品种的不断增多，这些因素都使得企业获取资金、支配资金、运用资金的能力逐步加强。上市公司等企业基本都是以追求股东利益最大化为目标的。所以当上市公司持有一定的现金资产时，寻求超过银行存款收益的投资就成为可能乃至必要诉求。

2019年下半年，中国科创板上市公司传音控股（688036）发布的一则现金管理公告在市场上引发关注。公告称，公司拟使用额度不超过 25 亿元的部分暂时闲置募集资金进

行现金管理，用于购买安全性高、流动性好、有保本约定的投资产品，在上述额度范围内，资金可以滚动使用。而该公告之所以引发市场关注，是因为 25 亿元的金额基本是其 IPO 募资额的九成之多。除此之外，截至 2019 年 10 月中旬，已有 15 家科创板公司利用闲置募集资金认购了约 157 亿元的银行理财产品。

根据《上市公司监管指引第 2 号》第六条规定，上市公司募集资金原则上应当用于主营业务，不得委托理财等。当然第七条也规定，暂时闲置的募集资金可进行现金管理，投资安全性高的保本产品等。显然，投资保本产品只能是“临时”性质，并不能长期循环用于买理财等。第十条规定，上市公司以自筹资金预先投入募集资金投资项目的，可以在募集资金到账后 6 个月内，以募集资金置换自筹资金。

而科创板公司外，近年来其他板块的 A 股上市公司也越来越多的参与到现金管理投资中来。值得一提的是，因为监管的要求以及资金来源的差异，越来越多上市公司参与现金管理类的投资，更多资金来源还是来自其生产经营中所产生的现金流而并非单纯的募集资金。在上市公司较为积极的生产经营过程中，即使每个企业的盈利状况会有差异，但多数情况下普遍会有大量的现金流产生，在现金充裕或者现金一定期限内没有使用必要时，进行合适的现金管理就变得意义凸显且可带来实际有效价值。

2.2.2 上市公司现金持有量对于公司绩效的影响

企业的运行离不开现金。作为企业生存的必要“血液”，现金资产是企业运转不可或缺的部分，对公司的投融资等各方面的行为决策都起到了举足轻重的作用。同时从财务角度来看，现金也是一项重要指标，更是上市公司极为重要的资产类别之一。中国企业的现金持有量普遍相对较高一直，较长期限内都处于相对高额持有的状态，对比相比不少别的发

达国家而言更是如此，现金持有量超额很多。而对于上市公司这一类特殊的公众企业而言，如何通过众多纷繁复杂的因素来权衡确定合理的现金持有量，无疑是上市公司一项非常重要的财务决策。目前已有的资料较多关注对于现金持有量多少对于上市公司经营业绩的影响几何，如通过研究对比“在经济增速下滑的背景下，企业现金持有水平与经营业绩呈正相关关系”以及“在经济增速下滑的背景下，企业现金持有量变动与企业经营业绩变动正相关关系”等，得出结论：则是在经济增速下滑阶段，中国企业倾向于持有高额现金，其分布频率趋于正态分布，但同时存在一部分公司异常持有超高额现金的特殊情况。上市公司现金持有行为的动机也更加符合权衡理论。同样，在剔除了异常高额现金持有的样本后发现，在经济增速下滑时期，企业的现金持有量与其经营业绩呈显著正相关关系。但是这种正相关关系是在剔除了异常高额现金持有的样本后所得出的结论，也就是说，当企业的现金持有比率超过超出一定程度限度时，其现金持有量的增加并不能给企业带来经营业绩的提高。此外，通过研究对比“公司规模大小与现金持有量的关系”、“财务杠杆高低与现金持有量的关系”、“股权集中度与现金持有量的关系”、“公司成长性与现金持有量的关系”、“债务期限结构与现金持有量的关系”以及“现金流量与现金持有量的关系”等，得出公司规模大小、公司成长性高低和债务期限结构与现金持有量多少呈显著正相关关系；而财务杠杆率高低和现金流量情况与现金持有量高低呈显著负相关关系；股权集中度情况与现金持有量高低无显著性相关关系。

2.2.3 基金行业的发展情况

在我国，按照资金募集方式的不同，可以将证券投资基金按照资金募集方式分为公募证券投资基金和私募证券投资基金。公募证券投资基金是指通过公开发售基金份额，将诸

多不特定投资者（通常要求超过 200 人）的资金汇集起来，形成独立财产，委托基金托管人进行财产委托管理，基金管理人进行投资管理，基金托管人进行财产委托管理，由所有基金投资人分享投资收益、分担投资风险的集合化投资方式。基金管理公司和基金托管机构分别作为管理人和托管人，根据基金产品的募集说明书约定，按照基金的资产规模收取一定的管理费和托管费。

公募基金的募集对象是社会公众，包括个人投资者和机构投资者，一个公募基金产品份额持有人数不得低于 200 人。公募基金实行信息公开披露制度，信息透明度高，便于接受公众投资者的监督。根据 2018 年 4 月发布的《资管新规》，规定要求公募基金应向投资者公开披露产品净值或者投资收益情况，并定期披露其重要信息，其中开放式基金按照开放频率披露，封闭式基金至少每周披露一次。

追溯历史来看，我国公募基金行业最初可追溯至 1991 年，正式以公募基金管理公司的形式运作至今也已有超过 20 年的历史，伴随着金融体制的持续改革，我国公募基金行业不断成长，逐渐走向正规化、法制化和市场化。就目前而言，行业发展主要可以分为三个阶段：萌芽阶段、规范化发展阶段和市场化发展阶段。

公募基金行业发展萌芽阶段（1991 年至 1997 年）。1991 年我国证券市场开始建立，同年 7 月经中国人民银行珠海分行批准设立了“珠信基金”。该基金由地方性金融机构珠海国际信托投资公司独家发起和管理，是我国最早的基金。随后各地发行基金的速度加快，仅 1992 年一年就有多达 57 只基金被批准成立。1993 年 6 月中国人民银行总行发出《关于立即制止不规范发行证券投资基金和信托受益债券做法的紧急通知》，收拢资金审批的

权利，明确规定基金的发行和上市、基金管理公司的设立，以及中国金融机构在境外设立基金和基金管理公司，一律需由中国人民银行总行批准，任何部门不得越权审批。

公募基金行业规范发展阶段（1997至2012年）。1997年11月14日，国务院正式发布了《证券投资基金管理暂行办法》，对基金设立、募集和交易、基金托管人、基金管理人和基金持有人的权利义务等做了详细规定。同时，中国证监会代替中国人民银行成为基金管理的主要机关。从1998年3月起，我国第一批规范的封闭基金“基金金泰”、“基金开元”等陆续发行。为实现1998年中央提出的国有企业三年脱困的目标，解决企业融资难的问题，我国开始大力发展公募基金。1998至2000年期间，新发行的基金拥有新股配售的特权。1999年10月，国务院批准保险资金可以以购买公募基金的方式进入证券市场；2001年12月，财政部和劳动保障部发布了全国社会保障基金投资管理暂行办法，允许社保基金投资上市流通的公募基金；2000年10月，证监会发布《开放式证券投资基金试点办法》，开启了我国开放式公募基金试点的新历程。2000年9月首只开放式公募基金“华安创新”设立，随后开放式基金发展进程加快，封闭式基金发行逐渐减少。2002年9月之后，基金公司不再发行封闭式基金。

公募基金行业市场发展阶段（2012年至今）。随着我国金融市场的发展和全面资产管理时代的到来，2012年基金行业迎来中国金融创新元年。“放松管制、加强监管”成为我国金融监管改革的总体思路，也是证券市场改革的方针，一系列法律法规相继出台实施，公募基金行业步入市场化发展阶段。2012年11月，证监会发布的《证券投资基金管理公司管理办法》开始实施，该办法降低了基金管理公司的准入门槛和业务监管，延长了主要股东持股锁定期，进一步规范股东和实际控制人的行为，建立起了公司风险控制指标监控

体系和监管综合评价体系，从而强化了监管措施维护了基金持有人利益；2015年以来，随着内地与香港基金互认，公募基金逐步参与沪港通交易，推出基金中基金（FOF），规范分级基金、保本基金和委外定制型基金等基金品种；2017年至2018年监管机构重拳出击，整治金融行业乱象；2018年4月，随着《资管新规》发布，规模已达百万亿的资管产品从此被统一监管，大资管时代来临，公募基金以外的资管行业也可推出公募产品。

截至2020年2月，境内公募基金家数近150家，最早的公募基金公司是被称作“老十家”的国泰基金、南方基金和华夏基金等老牌基金公司，他们多数早在1998年就已成立；行业目前最年轻的是明亚基金等公司，2019年才刚刚成立，完全是行业新生力量。

股东背景有如下几大类，一是由境内券商、银行、信托、保险等金融机构主导作为控股股东，如东方证券持有汇添富基金47%的股份，华泰证券持有南方基金45%的股份，招商银行持有招商基金55%的股份，宁波银行持有永赢基金71.49%的股份，华宝信托持有华宝基金51%的股份；二是境内背景强大的民企或个人作为公司的主要股东，如天弘基金的第一大股东浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司，持有公司51%的股份，全国管理规模最大的私募基金公司杭州景林资产是长安基金的第二大股东，睿远基金的第一大股东陈光明，个人身份持股55%；第三类是中外合资的股东，比如摩根士丹利华鑫基金管理有限公司，是由华鑫证券有限责任公司（持股44.44%）和摩根士丹利国际控股公司（持股41.98%）合作出资管理。此外，上投摩根基金成为了中国第一家外资控股的合资基金公司，其外放股东摩根大通的持股占比已达到当下监管允许的上限值：51%，未来随着政策进一步放开，其外方股东持股比例或将到达100%。

公司资产管理规模是考核公募基金运营的主要指标之一。就目前而言，包含货币市场型基金资产管理规模在内，全国资产管理规模最大的基金公司是天弘基金，资产管理规模合计 1.27 万亿，非货币基金资产管理规模最大的是易方达基金，合计管理超过 4,000 亿元。管理基金产品数量最多的公司是广发基金，合并计算共管理 212 只产品，其中包括 205 只非货币基金产品和 7 只货币基金产品。

表 4 前 20 名基金公司管理规模（2020.2.17）

排名	基金公司	基金数量 (合并)	资产合计 (亿元)	全效资产 (亿元)	非货币基金资 产合计(亿元)	成立日期
1	天弘基金	63	12,720.06	2,606.60	641.19	2004-11-08
2	易方达基金	176	7,151.16	2,637.81	4,080.85	2001-04-17
3	博时基金	202	6,321.67	1,624.40	3,375.14	1998-07-13
4	南方基金	207	6,102.18	1,719.83	3,018.84	1998-03-06
5	工银瑞信基金	144	5,379.53	1,524.33	2,136.86	2005-06-21
6	华夏基金	176	5,339.64	2,088.62	3,515.54	1998-04-09
7	建信基金	120	5,300.96	1,083.02	1,514.84	2005-09-19
8	汇添富基金	145	5,266.67	2,099.78	3,221.49	2005-02-03
9	嘉实基金	179	5,166.37	1,902.65	2,800.67	1999-03-25
10	广发基金	212	5,100.87	1,850.19	3,393.65	2003-08-05
11	鹏华基金	179	3,929.50	1,093.60	1,857.47	1998-12-22
12	招商基金	152	3,823.94	1,034.01	2,270.06	2002-12-27
13	中银基金	116	3,821.98	984.69	2,967.67	2004-08-12
14	华安基金	131	3,588.42	1,233.38	1,729.98	1998-06-04
15	富国基金	150	3,532.71	1,557.94	2,504.94	1999-04-13
16	平安基金	98	3,483.57	679.71	1,455.31	2011-01-07
17	兴全基金	29	3,088.68	1,417.29	1,524.40	2003-09-30
18	银华基金	122	3,022.88	960.89	1,400.40	2001-05-28
19	国泰基金	131	2,845.55	958.85	1,527.25	1998-03-05
20	景顺长城	84	2,482.20	1,189.41	1,288.10	2003-06-12

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

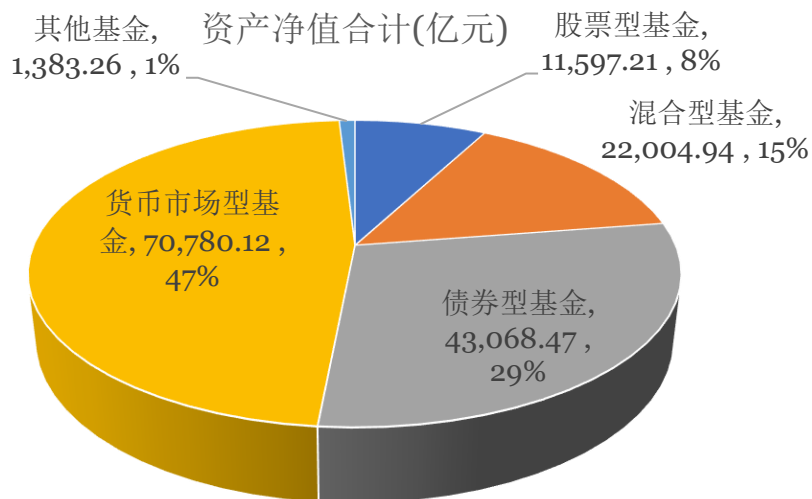
截至 2020 年 2 月 17 日，中国全部公募基金产品数量超过 6,000 只，公募基金管理资产总规模已增加至近 15 万亿元。其中货币型基金规模超过 7 万亿元，存量规模占比接近 50%。债券型基金规模超过 4 万亿元，存量规模占比接近 50%。

表 5 中国公募基金存续类别、规模及数量（2020.2.17）

基金类型	数量合计 (只)	数量占比 (%)	资产净值合计 (亿元)	净值占比 (%)
股票型基金	1,095.00	17.71	11,597.21	7.79
普通股票型基金	339.00	5.48	2,852.14	1.92
被动指数型基金	650.00	10.51	7,815.57	5.25
增强指数型基金	106.00	1.71	929.51	0.62
混合型基金	2,576.00	41.66	22,004.94	14.78
偏股混合型基金	2,189.00	35.40	19,205.57	12.90
平衡混合型基金	136.00	2.20	1,333.95	0.90
偏债混合型基金	251.00	4.06	1,465.41	0.98
债券型基金	1,979.00	32.00	43,068.47	28.94
长期纯债型基金	1,392.00	22.51	33,297.13	22.37
中短期纯债型基金	161.00	2.60	5,617.96	3.77
一级混合债券型基金	101.00	1.63	1,102.49	0.74
二级混合债券型基金	325.00	5.26	3,050.90	2.05
货币市场型基金	335.00	5.42	70,780.12	47.56
其他基金	199.00	3.22	1,383.26	0.93
封闭式	24.00	0.39	285.74	0.19
QDII	160.00	2.59	910.22	0.61
保本型基金	1.00	0.02	3.56	0.00
商品型基金	14.00	0.23	183.74	0.12
合计	6,184.00	100.00	148,834.00	100.00

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

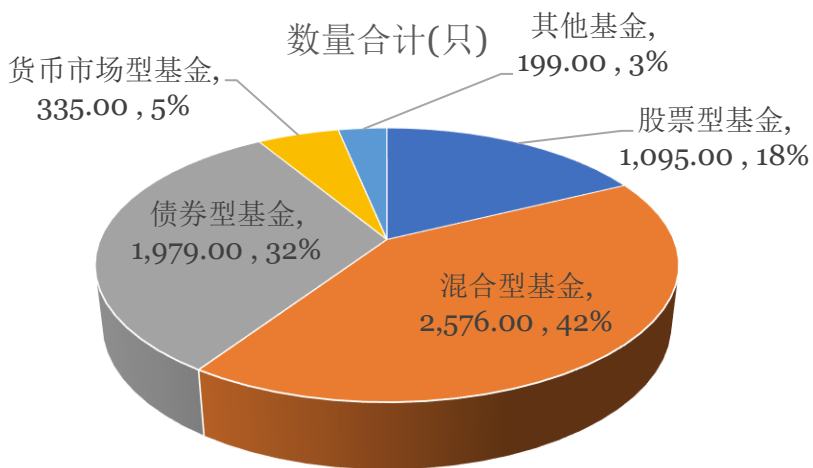
图 1 中国公募基金资产净值合计（2020.2）



■ 股票型基金 ■ 混合型基金 ■ 债券型基金 ■ 货币市场型基金 ■ 其他基金

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

图 2 中国公募基金数量合计（2020.2）



■ 股票型基金 ■ 混合型基金 ■ 债券型基金 ■ 货币市场型基金 ■ 其他基金

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

从数据可见，传统意义上最能代表公募基金行业的股票型基金目前实际占据行业规模比例仅有约 8%，当下的市场存量更多是由货币市场基金和债券基金组成，固定收益类基金产品占据了行业的主流。

值得一提的是，虽然资产净值规模当下的绝对量及行业占比并不突出，但在中国 A 股市场中，股票型基金的平均表现好过大盘指数，而在美国结论却完全相反，绝大多数股票型公募基金跑不赢指数。造成这一差异的主要原因在于中美市场所处环境的不同。美国市场的有效程度比较高，股票价格基本上反映了所有可以获得的信息，很难发现长期被低估或被高估的股票。因为整体而言，基金经理只能赚取市场平均回报。Jensen (1968)的研究显示，平均来看公募基金的收益并不能战胜市场指数的收益。在由博迪等撰写的《投资学》一书中也佐证了上述观点，作者将 1971-2009 年美国资本市场上的威尔希尔 5000 指数 (Wilshire 5000 index) 收益与主动管理的股票型基金的平均业绩进行比较后发现，威尔希尔 5000 指数的年化收益为 12%，高出同期股票型基金年化收益 1%。在 1971-2009 年的 39 个年份中，有 23 个年份指数的收益都要好于股票型基金的收益。而中国市场作为新兴的资本市场，通常被认为处于“弱有效”到“半有效”之间，市场有效程度并不高，中国股票的股价对信息的消化能力和反应速度远没有美国市场那么迅速。因此，在中国 A 股市场，基金经理可以通过调研、对公开信息的解读与分析来获取超额回报。另外一个重要原因就是美国和中国的投资者结构差异很大。据统计，截至 2016 年末，美国专业机构投资者在股票市场上的占比高达 46%；而在中国，截至 2016 年末，基金、保险、证券三类机构投资者合计持股仅占 A 股总份额的 5%，也就是说，平均每 20 个投资者当中，才有 1

个专业机构投资者。显然，在诸如美国这样一个成熟的资本市场，基金经理要战胜大盘指数十分困难，而在中国 A 股市场中，主动管理的基金跑赢大盘指数却是相对容易的。

在所有基金产品中，相对更加传统的股票型基金等产品类别而言，货币市场基金是一种相对特殊的投资品类。其风险及收益高于银行的储蓄存款但是低于投资于资本市场。它具有一般基金的集中管理、共担风险、共享收益的特征；而其投资于货币市场的属性使其具有流动性高、风险相对较低的特点。很多时候会被投资者当作活期存款的良好替代，但是两者的运作方式和风险类别并不相同。

货币市场基金（MMF）最初诞生的动因可以追溯到近五十年前，当时为了规避美国著名的“Q 条例”对美国商业银行存款利率上限的管制，这一创新类别产品应运而生。上世纪 70 至 80 年代美国陷入滞胀，为了防止商业银行之间过度竞争，当时美联储对银行存款利率进行管制，并通过 Q 条例对美国商业银行的存款利率进行限制，要求不得高于 5.25%-5.5%。而在通胀高企的背景下，居民存款利率低于通货膨胀率，发生了实际意义上的“负利率”，名义上有收益的存款持续处于实质贬值状态。在存款利率受限的情况下，各家银行为了吸引资金，决定针对优质客户推出有竞争力的新产品：名义利率高于通胀率的大额定期存单。然而这种定期存单的劣势也很明显，其起投资金额往往较大，多以十万乃至百万美元为最低投资门槛，只有少数投资者才有足够的现金进行此类投资。对大多数投资者来说，自己手头资金实际可以参与的金融产品的只有银行储蓄存款、股票和债券等，而当中最为稳健的储蓄存款利率低得可怜。而市场利率于商业银行存款利率的差距逐渐拉开，对于普通储户来说，银行储蓄存款的吸引力日渐下降。在如此艰难的市场环境下时，

人们很自然地寻找安全性好、流动性强的资产，但很多金融资产要么风险太大、缺乏流动性、要么收益太低，总之无法满足投资者的金融需求。

美国“教师年金保险公司”曾是当时世界上最大的养老基金管理公司，“教师年金保险公司”鲁斯·班特是该公司现金管理部的主管兼信用分析师。他在对其所在金融服务业做了周详的调查之后，诞生了一个天才的想法，这一想法对全世界金融行业产生重大影响：他在于 1970 年创立了一家共同基金公司，将其命名为“储蓄基金公司”，并于 1971 年获得美国证券与交易委员会认可，可以面向对不特定公众销售募集资金，发行金融产品。1972 年 10 月，储蓄基金公司通过类似“买入并分售”的创新模式，购买了 30 万美元的高利率定期储蓄，并随之同时以 1000 美元为投资单位出售给小额投资者。就这样，原先的高收益产品投资门槛被大幅降低，资金量较少的个人小额投资者也可以享受高门槛资金才能获得的投资回报率，同时拥有了更高的现金流动性。至此，货币市场基金横空出世，行业历史上迎来了一类全新的品种。

货币市场基金的资产投向主要投资是于短期货币工具，（久期一般不超过 365 天，多数在一年以内，平均期限约为 120 天。底层资产），如国债、央行票据、商业票据、银行定期存单、政府短期债券、企业债券（信用等级较高）、同业存款及信用等级较高的企业债券等等，基本都是短期有价证券。实际上，并且不难发现，上述这些货币市场基金投资的范围内的资产类别多为一些高安全系数较高且和稳定收益较为稳定的品种，所以对于很多追求投资资金稳健回报的企业和个人来说，货币市场基金是一个天然的避风港，在通常情况下既能获得高于银行同期活期存款利息甚至是定期存款利息的收益。一般情况下认为，货币市场基金普遍具有以下产品特征：

1. 本金安全：由大多数货币市场基金投资品种就决定了其在各类基金中风险是最低的，货币基金的基金合同及招募说明书等一般都不会保证本金的安全，但在事实上由于基金性质决定了货币基金在现实中极少发生本金的亏损。一般来说货币基金被看作现金等价物。古今中外，无论什么市场环境，无论哪个资本市场，虽然发生过货币基金产品本身净值的负偏离或者短期的收益率显示为负数，但至今为止，全球基本还未曾发生任何投资者投资货币市场基金而遭受实际资金亏损的案例。

2. 资金流动强：除了本金较为安全以外，货币市场基金也以流动性强而著称，其流动性往往媲美活期存款，非常便捷。同时货币基金买卖方便，资金到账时间短，一般基金赎回一两天资金就可以到账。且数年前已有基金公司开通货币基金即时赎回业务，当日可到账，俗称“T+0”。虽说近年来受监管政策影响，T+0 等额度及实施规则发生了一定变化，但是货币基金的高运作时效已经被投资者广泛接受。

3. 收益率相对可观：多数货币市场基金的业绩比较基准多数会主要参考同期银行活期存款利率，但是实际往往会较大幅度超过这一水平，乃至达到一般国债投资的收益水平。这是因为对于货币市场基金的管理机构公募基金公司而言，除了可以投资交易所回购等投资工具外，还可以以专业金融机构投资者身份进入银行间债券及回购市场、中央银行票据市场进行投资，并且还可以在监管政策范围内增加一定的杠杆率，这就给货币市场基金的收益增厚带来了很大帮助。使得其年净收益率一般可媲美一年期定期存款利率，普遍高于同期银行活期存款的收益水平。正基于此，货币市场基金可以帮助投资者避免或有的隐性损失。即在发生通货膨胀的情况下，虽然银行储蓄存款看上去有一定的名义利率，但

投资者可获得的实际利率可能很低甚至为负值，货币市场基金可以及时把握利率变化及通胀趋势，获取稳定的较高收益。这其实也是 Q 条例背景下货币基金的起源逻辑所在。

4. 投资成本低且门槛低：货币市场基金相较其他产品而言对于投资者非常友好，基本免收手续费，其他投资品种中普遍收取的认购费、申购费和赎回费，在购买货币市场基金时基本都为 0。这极大降低了投资者的投资成本，资金进出非常方便。且投资门槛多数仅为 1,000 元甚至是 1 元，几乎不存在投资门槛。

5. 分红免税：在中国当下的金融监管及税务体制下，无论是机构投资者或是个人投资者，其投资包括货币市场基金在内的公募基金产品所获收益全部免征所得税，包括公募基金的分配所得同样免征企业所得税。加之当下货币市场基金多数采用摊余成本法计价，其净值永远保持 1 元，收益每日计算，每日都有利息收入，投资者享受的是复利，而银行存款只是单利。每月分红结转为基金份额，分红免收所得税。

6. 转换灵活：基于公募基金管理公司已经普遍可以为客户提供的基金转换业务，一般各公司的货币市场基金基本都可以与该基金管理公司旗下的其它类别开放式基金进行转换。这一服务不仅高效灵活，减少了资金占用周期，有时还可以节约投资成本。比如当股市走强，市场向好的时候可以转成进攻性更强的混合型基金、股票型基金或指数型基金；而当债券市场机会到来的时候可以转成债券型基金；而当股市、债市都没有合适机会的时候，货币市场基金则是资金良好的避风港。通过货币市场基金和其他类别基金产品的转换，投资者可以及时把握股市、债市和货币市场的各种机会。

本世纪初的 2003 年，位于中国上海的华安基金公司发行了“现金富利”基金产品，这是中国基金历史上第一只货币市场基金，同时期发行的还有博时基金和招商基金两家公司

的产品。华安现金富利基金独选工商银行面向个人投资者发行，个人投资者日均认购华安富利超过了 2.6 亿元，单笔平均认购额也高达 3.1 万元，半月时间募集规模即达到 42.54 亿，宣告了一个全新时代的来临。

表 5 中国货币市场基金及全部基金数量&规模变化（2003-2019）

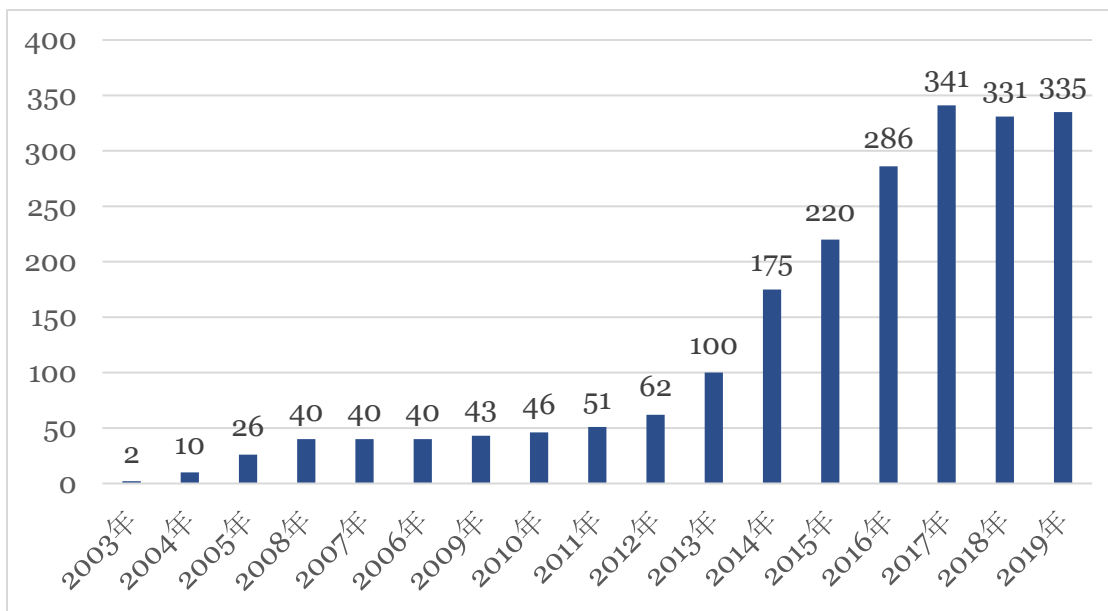
截止年末	全部基金		货币市场型基金			
	总数	截止日资产净值 (亿元)	总数	占比 (%)	截止日资产净 值(亿元)	占比 (%)
2019 年	6,098	148,568.19	335	5.49	70,780.12	47.64
2018 年	5,177	130,136.88	331	6.39	75,890.37	58.32
2017 年	4,728	116,180.37	341	7.21	67,661.51	58.24
2016 年	3,883	91,712.67	286	7.37	43,330.72	47.25
2015 年	2,789	84,052.41	220	7.89	44,822.90	53.33
2014 年	2,005	45,407.54	175	8.73	20,897.18	46.02
2013 年	1,667	30,098.92	100	6.00	7,487.97	24.88
2012 年	1,249	28,741.41	62	4.96	5,724.19	19.92
2011 年	949	21,918.40	51	5.37	2,948.95	13.45
2010 年	716	25,195.47	46	6.42	1,532.77	6.08
2009 年	561	26,761.77	43	7.66	2,595.27	9.70
2008 年	441	19,389.65	40	9.07	3,891.74	20.07
2007 年	348	32,757.22	40	11.49	1,110.46	3.39
2006 年	308	8,566.58	40	12.99	794.88	9.28
2005 年	218	4,691.16	26	11.93	1,867.90	39.82
2004 年	161	3,246.29	10	6.21	634.11	19.53
2003 年	110	1,715.62	2	1.82	45.84	2.67

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

时光荏苒，在 M2 依然保持相对较高增速且利率逐步走向市场化的大背景下，得益于现象级产品“余额宝”的绝佳普及教育以及其他多重利好，中国的货币市场基金规模一路狂

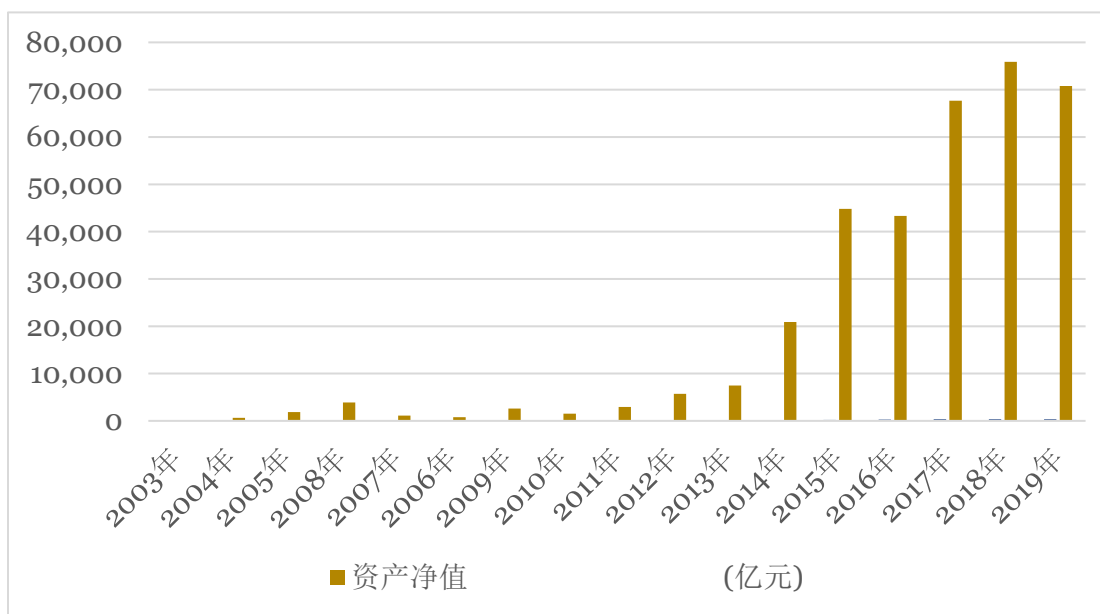
奔，早已在十多年后超过了7万亿元大关。在近两年，也正因为过快的增长等因素，迎来了监管的关注和限制政策的不断加码，总体规模小幅回落。

图3 中国货币市场基金历年数量（2003-2019）



数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

图4 中国货币市场基金历年规模变化（2003-2019）



数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

2018年8月，中国银行保险监督管理委员会发布了《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，明确了银行所管理发行的现金管理类理财产品的估值方式进行调整，将暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值；同时，银行所管理发行理财产品被明确了“公募化”走向，其销售起点由5万元降至1万元，还有其他相关新的规定与要求一并发布。这些新规的颁布，将使得银行现金理财类产品进一步成为货币市场基金作为现金管理工具的强有力竞争者。银行的“类货基”现金管理类产品传统上主要投资于非标准化资产居多，不少是信贷类资产，现在也可以并将更多投资于公开市场标准化资产，广度上略宽于货基，对于管理人而言的投资灵活性更高一些。但是货币市场基金本身相较银行的“类货基”现金管理产品仍有特殊优势。如起点更低，1元起投；购买更便捷，可在互联网和其他平台代销等等。而银行理财的代销渠道较为受限，短期内对整个基金市场格局影响不大。后续还需关注资管新规最终的政策变化及执行要求。

2.3 当前研究的缺失

纵观现有相关文献，已有的研究大多聚焦于乃至局限于上市公司现金持有水平的分析及成因等，或者是包括货币市场基金在内的公募基金本身的演变发展层面，部分涉及到了企业现金管理的内容，但是对于上市公司现金管理层面的投资研究较少，关于货币市场基金等公募基金产品在上市公司现金管理中的扮演角色及其演变的研究更少。在研究方法上，多是将美国市场作为参照物，利用美国金融市场的发展路径和过往历程作为中国相关对标业务和企业的参考，针对公募基金产品在上市公司选择中的演变及其背后逻辑，相关研究文献占比不高，且行业数据选用较为陈旧，未在当下中国上市公司所处环境变化及公募基金等资产管理行业发展快速变化的背景下更新相关研究成果。

本文希望更多对于公募基金在企业现金管理中的发展研究，其中公募基金产品以货币市场基金等较为适合进行企业现金管理的基金产品为代表，企业以中国 A 股的上市公司为主要研究对象。

第三章 数据来源与可用性

3.1 研究可行性

本文计划选取的上市公司样本为来自 A 股、港股及美股的中国上市公司，其中 A 股为主。因为中国目前的上市公司数量较多，且综合各个资本市场来看基本以及聚集了中国各个领域较为优质且领先的公司，具有较高的代表性。本文计划选取的数据样本主要为中国的上市公司公告的相关数据和相关监管机构、行业机构发布的和货币市场基金在内的公募基金相关的公开披露数据。研究的数据来自于 Wind 万德、东方财富网 Choice 数据库等，基本完整记录了上市公司所公告的现金管理投资记录及其综合财务状况，无论是所在区位、行业分类、投资公告、财务数据等等均较为完善，能够为本文的研究提供充分的实证支持。同时，作者在公募基金管理及代销领域从业十多年，近年来以公募基金产品为核心抓手，专注深耕企业服务领域，对于上市公司等企业的投资考量有着较为充分了解。

3.2 研究方法

公开数据查阅整理、回顾归纳与模型分析相结合。

3.3 数据来源

本文选取的数据样本主要为中国的上市公司公告的相关数据和相关监管机构、行业机构发布的和货币市场基金在内的公募基金相关的公开披露数据。

从公募基金角度来看，研究的数据主要来自于中国证监会、中国证券投资基金业协会、Wind 万德、银河证券基金研究中心、晨星 Morning Star 等。从上市公司现金管理的角度来看，研究的数据主要来自 Wind 万德、东方财富网 Choice 数据库等。

上述数据来源较为丰富、全面且客观，能够为本文的研究提供充分的实证支持。

第四章 研究问题

4.1 本文研究的问题

本文与基金领域的行业发展及应用实践相结合，主要研究包括货币市场型基金在内的公募基金产品在上市公司企业层面现金管理中的发展演变，希望找出未来上市公司乃至更多企业现金管理的发展趋势，探寻如何更好、更多的运用各类公募基金产品的特性，让基金端产品服务提供者可以更加精准的满足上市公司等企业的现金管理需求，在中国市场实现公募基金产品在企业客户端的有效份额扩张。

截至 2020 年 2 月，中国 A 股已有上市公司超过 3,800 家，除了主营业务以外，上市公司的投资理财（含现金管理）也是非常重要的非主营收入来源。而上市公司会如何开展现金管理，什么样的上市公司更有可能接受公募基金类产品作为现金管理的选择？

越来越多的案例及数据显示上市公司等企业客户更多开始关注并投资于货币市场型基金、短期理财基金等公募基金产品，将此类别选择作为企业现金管理的良好工具。本文就将研究分析为何企业会产生现金管理的需求——即上市公司等企业为何选择持有有一定量乃至较为大量的现金？上市公司进行现金管理的目标如何？以及对绩效会产生何种影响？并进一步对“到底有哪些因素真实影响上市公司是否选择公募基金产品作为现金管理选择”进行深入研究。

其中，对于“到底有哪些因素真实影响上市公司是否选择公募基金产品作为现金管理选择”这一关键核心问题，本文将试图从“上市公司原有现金管理行为对其选择基金产品的影响”、“上市公司现金流情况对其选择基金产品的影响”、“上市公司所有制背景对其选

择基金产品的影响”、“上市公司所属行业对其选择基金产品的影响”和“上市公司所属地区对其选择基金产品的影响”等角度建立假设并选取对应变量进行多元回归分析研究。

4.2 上市公司持有现金的动机

在研究上市公司的现金管理方式演变各项细节问题之前，首先需要回答的问题是：上市公司为何会持有相对大量的现金？即：上市公司持有现金的动机为何？事实上，现金持有不仅影响上市企业日常生产经营，而且还关系到筹资、投资以及股利政策等重大决策的制定与实施。企业一旦现金持有水平过低，可能会失去有利的投资机会，更糟糕的是出现资不抵债等情况，进而引发企业破产倒闭的财务危机。获取现金也需要相关筹资成本，对现金的利用还要考虑到现金的机会成本。对企业股东和债权人而言，现金持有影响到他们的股息收益水平和投入资产的安全性；对企业的董事监事和高管们而言，他们对于现金持有政策的落实，一方面可以体现出现金管理的能力，另一方面更传递出企业资本结构以及公司治理水平；对市场监管者而言，对企业的现金持有水平影响因素越发了解，越可以提出更具针对性的措施保证市场的有效合理配置。伴随着新兴互联网经济的发展，我国的资金越来越向上市公司集中，加强对上市公司现金持有水平的认识，可以更加合理利用资源，优化企业资本结构。

当今社会，现金即是货币，是几乎一切商品交换的媒介，而且是包括上市公司在内各类企业的所有资产类别当中流动性最强的资产，持有有一定数量的现金是企业开展正常生产活动的基础，是保证企业避免支付危机的必要前提条件。任何企业，无论是否上市公司，其进行生产经营活动都需要用现金资产来购买厂房、机构设备、原材料、支付管理费用和生产销售费用等等，这些都是现金资产的基本功能，也是上市公司等各类企业持有现金的

核心原因和基础动机。随着公司金融研究的发展，越来越多的学者开始关注企业持有现金的其他动机，并试图给出实证支持。研究发现，企业对现金资产有强烈的偏好，持有超额现金成为一种趋势。从 1980 年到 2006 年，美国工业企业的平均现金资产比率增加了一倍以上。此后，越来越多的统计都支持企业的现金偏好。

同时值得关注的是，现金又是获利能力最弱的一项资产，过多地持有现金会降低资产的获利能力。理性思考可以发现，现金可以满足企业即时的流动性需求，但同时不可避免的也带来了机会成本，如果较多关注在企业持有现金的机会成本上，似乎企业特别是上市公司并不应该保存大量现金。但实际上，大部分非金融企业所持现金资产完全超过了正常的交易性需求，包括上市公司在内的企业往往在可能前提下愿意持有更多现金，而不愿意杠杆率提高到理论的最优水平，这一现象一度被市场称为“低杠杆流动性之谜”。

关于企业的现金管理行为，有较为传统的观点认为企业持有现金主要是出于交易动机以及用于应对未来或有流动性风险的预防性动机。对于现金持有原因的研究最早可追溯到克努特·维克塞尔，他指出持有现金的两个基本原因为满足交易和不可预见的需求。凯恩斯在《通论》中将现金资产持有的原因归纳为交易动机、预防动机和投机动机。凯恩斯之后，多位学者对公司持有现金动机进行研究，但基本都没有脱离他所提出的框架。

莫利斯在资本资产定价模型（CAPM）的基本框架下讨论公司持有现金的价值，他的基本结论是，如果公司持有现金量过少，可能会导致现金管理的成本过高，因为现金量过少增加了公司由于不确定性所引起的非系统风险。因此，提高现金持有量可以帮助减少公司的不确定性，代价是减少公司的生产性投资。只有当持有现金的边际成本等于投资资金的边际产生时，公司持有现金的规模才是最优的。坎贝尔等人通过实证研究发现，1962-

1997年公司股票波动率较市场波动率有显著提高，即公司特定风险在此期间显著提高，公司股票价格之间的相关关系下降，对于投资者来讲，分散化可以降低风险，但公司则需要提高现金持有量来应对公司资产价格的波动。

总而言之，不同的企业运营模式千差万别，不同上市公司也面临着不同的市场挑战和行业特征，但在差异化的同时，各上市公司在可能的前提下增持流动性却具有趋同性。现金的管理要与其持有现金的动机联系起来考虑，笔者也认可上市企业持有现金的主要原因和动机有以下三点，即交易动机、预防动机和投资动机。另外自利动机和补偿动机也值得研究关注。

4.2.1 交易动机

所谓交易动机，就是为了满足企业日常经营交易需要而持有现金。企业持有现金是为了满足日常生产经营的需要，企业在生产经营过程中需要购买原材料，支付各种成本费用，为了正常的生产销售周转必须保持一定的现金余额。

在企业的生产经营发生过程中，产品销售所得到的收入往往并不能马上收到现金，会有一定的时间周期，俗称“账期”，因此而产生应收账款。而采购原材料、支付工资等则需要现金支持，特别是工资在内的管理成本很难纳入“应付资金”，所以也要求企业为了进一步的生产交易需要一定的现金余额。基于此，企业购、产、销的生产经营行为当中所发生需要的现金，就表现为交易动机所要求的现金持有。为了满足这种要求，企业应持有一定数量的现金。

4.2.2 预防动机

所谓预防动机，是企业为了应对各种风险对公司经营或财务产生冲击而必须持有现金。对于大多数企业而言，现金的流入和流出通常是不确定且难以精准预测的，这种不确定性取决于企业所处的外部环境和自身经营条件的好坏，同时也面临各类不可抗力所带来的或有风险。正是为了应付预期之外的突发状况和偶然事件可能带来的重大不利影响，企业必须持有一定量的现金余额来保证生产经营的安全顺利进行，这就是预防动机或称谨慎动机所要求的现金持有量。

针对企业为了应付发生意外情况而导致对现金的可能需要，企业因此准备一定的预防性现金资产储备，这种理论也被称为“选择权说”。所谓选择权说，是指面临金融市场不完美所导致的融资摩擦，持有额外现金就成了一种潜在的低成本融资途径。保留充足的现金或现金类资产即保留了充足的流动性，相当于买入选择权，当企业面临不利的外部融资冲击时，可以通过行权规避风险。

4.2.3 投资动机

所谓投资动机，则是企业为了捕捉到好的投资机会而持有现金。企业在保证生产经营正常进行的基础上，还希望有一些回报率较高的投资机会，此时也需要企业持有现金，这就是投资动机对现金的需求。这类投资并非仅指针对现金管理类资产的投资，而更多是指企业对其经营相关的领域进行的广义投资。典型情况就是上市公司对于其产业链上下游的企业进行的投资并购行为。

结合资本市场来看，企业的现金资产同样可以被转换为股票证券投资，即企业运用账面多余的现金资产在市场环境合适的时候投资购买有价证券，而在需要现金的时候将其所

持有的有价证券卖出变现成现金。但值得一提的是，股票市场的价格与利率的关系非常紧密，全球市场莫不如此。一般来说，利率的下降会使股票市场的价格上升；利率上升会使股票市场的价格下降。当企业持有大量现金要购买股票时，可能由于预测利率将要上升而停止购买股票乃至卖出股票，这样企业就会持有一定量的现金。这样表现为企业的投资性现金需求。

4.2.4 自利动机

除了上述三个获得较长时间和较广共识的动机以外，迈克尔·詹森的自由现金流假说为企业特别是上市企业之所以愿意大量持有现金的原因又增加了一个动机：自利动机。这是由所有权与管理权分离即代理问题所带来的自利倾向的选择。

根据詹森的分析，他认为企业管理者持有过多现金的原因为：管理者为了巩固其自身地位并保障其既得利益，出于风险规避的考量，他们往往更倾向于持有更多现金或现金类资产。此外，詹森还认为当企业管理者需要资金时，如果从外部筹集资金，必然会受到或多或少的各种约束，而内部留存并使用积累下的现金则无疑更加相对便捷。因此，企业管理者并不十分倾向主动把现金分配给股东。上市公司的管理者亦然。再次，大量的现金可以使管理者减少甚至免受来自市场监管者和外部投资者的监督，客观也更有利于达成管理者自己的目标。

4.2.5 补偿动机

另外还有一个动机也是客观存在的，特别是在当下中国企业实际经营过程中常常遇到的实际情况。即对于合作金融机构，主要是提供贷款授信银行的补偿。这一补偿的体现形式即为在银行存入一定量或者一定比例的现金存款。因为银行在为上市公司等企业提供服

务特别是贷款服务时，经常需要接收贷款的企业在银行中保留存款余额来补偿服务费用。同时，银行将自身通过负债得来的资金贷款给授信企业时，基于安全角度考量，也需要企业在银行中有相应的存款以用于保证银行的风险可控和资金安全。这种出于银行风险控制或其他考量的要求而企业实际保留在相关银行账户中的存款，其实质就是补偿动机要求的现金持有。当然背后也有帮助银行达成其考核目标等多种因素的叠加。

综上所述，企业持有现金的动机很多，但无论是哪种动机都可以反映出现金及现金类资产对于上市公司具有非常重要的价值，能保证公司的正常经营并获得利润，或者能够为上市公司管理层带来不同场景不同考量下的差异化收益。

4.3 上市公司现金管理的目标

现金是企业资产中流动性最强的资产，流动资金也就是俗称的现金流，持有一定规模的现金资产是各类企业开展正常生产经营活动的必要基础，对于企业的健康发展有着重要的作用。现金作为每家企业的血液，是其保障正常经营运转当中不可或缺的一部分。甚至市场中长期流行一种说法，大家称之为：“现金为王”。由此不难看出，包括上市公司在内的企业所持有的现金资产多寡会极大程度影响到企业以后的经营发展。

上市公司现金管理主要指在账面上交易性现金的管理，其管理目标首先是保证上市公司日常生产经营业务的现金需求，其次是使得现金资产本身能够获得最大的收益。上市公司通过提升对自身现金流的管理水平，才有可能进一步合理的控制企业经营风险，提高企业资金的整体使用效率，从而才可以不断加快企业自身的发展壮大。对包括上市公司在内的所有企业而言，健康的现金管理的核心目标无疑是力图兼顾现金资产的安全性、流动性和盈利性。而且三者虽不一定是不可能三角，但其优先级往往是“安全性>流动性>盈利

性”。要实现或无限接近这一目标，就需要在现金资产管理总体安全可控的前提下，保障流动性以满足企业日常经营开支需求，保障正常经营且抵御外部环境变化带来的冲击，并在安全可控和流动性匹配的双前提下兼顾合适的收益。

同时，作为上市的公众公司，上市公司也有现金管理的特殊目标，则应该是“公司价值最大化”和“股东价值最大化”，因为现金及现金类资产多寡的情况也会对公司股价及总市值、所有者权益等产生影响。

4.4 上市公司进行现金管理对其绩效的影响

超过生产和经营必须的现金持有量不仅可以用来保证企业不出现经营中的现金流危机，也可以用来投资，为企业带来投资利润。而除了现金持有及现金管理可以带来的正向帮助之外，上市公司持有现金或现金类资产毫无疑问也会产生一定的成本，这就包括显性成本和隐性成本。显性成本包括面值和为了获得这些现金所要支付的交易费用及向资金供给方支付的利息，隐性成本是指持有现金的机会成本。因此，企业持有现金的价值可以用公式表示：

企业持有现金价值

$$= \text{面值} + (\text{经营收益} + \text{投资收益} + \text{破产成本}) - (\text{交易费用} + \text{利息} + \text{机会成本})$$

该公式中，公司持有现金的价值包括三部分：面值、收益和成本，收益为等式右边第二项、成本为等式右边第三项。根据 MM 理论，若市场是完美的，显性价值和隐性价值均为零，现金价值等于面值；若市场不是完美的，现金的价值除了面值，还应包括收益与成本之差的净利润。若收益大于成本，则企业持有现金价值大于面值，相反，则现金价值小于面值。

由于税收和代理成本的存在，公司持有超额现金的边际价值小于面值，但当公司现金不足，需要从外部获得融资时，现金的边际价值大于面值，如果公司内部现金用来偿付债务，其边际价值也将大于面值。罗伯特·默顿的研究曾表明，如果公司的杠杆率很高时，几乎公司全部价值都掌握在债权人手中。因此，公司持有现金水平小规模增长也会提高债务价值，而不会影响到公司股票的价值，说明股票市场对于该类公司持有现金的边际价值的影响较小。根据期权定价理论，随着杠杆率的降低，股东所持有现金的边际价值提高，因为杠杆率降低将会降低公司陷入财务危机或破产的概率，并同时可以降低破产成本。

公司经营稳定性关乎到公司的持续性发展和应对风险的能力，会影响到投资者对公司股票的预期，也是金融机构或评级机构对公司评价的一个重要方面。公司经营业绩取决于一个公司产、供、销、人、财、物六个方面共同发挥作用，协调发展的结果。上市公司持有合适量的现金及现金类资产，若能对其开展合理有效的管理和配置，选择诸如货币市场基金等相对有效的现金管理工具，不仅可以帮助上市公司获得主营业务以外的收益，还可以分散公司的经营风险，使公司获得更高的市场认可度。

总体而言，上市公司可以借助金融机构推出的各类现金管理产品，盘活现金流，确保财务状况健康。将原有闲置的超募资金或者经营流动资金管理起来，通过合理现金管理获取额外收益，增厚企业利润，甚至在当下市场环境下可有条件计入“扣除非经常性损益后的净利润”，对上市公司的财务报表可以产生一定程度的正面影响。

4.5 上市公司现金管理行为的增长变化

根据东方财富 Choice 数据显示，在“沪深股票公告——重大事项——投资理财”一项的公告中，选取 2019 年全年数据，可发现 2019 年合计有 8,668 条和“投资理财”相关的公

告，涉及数千家不同上市公司，平均每个交易日有超过 30 家上市公司发布相关公告，而在十年前的 2010 年，全年中仅有 17 条和“投资理财”相关的公告，来自 14 家上市公司。

表 6 2010 年上市公司“投资理财”事项公告数（全年）

序号	公告日期	证券	标题
1	2010-12-25	号百控股 (600640.SH)	中卫国脉：关于按期收回所购银行理财产品的公告
2	2010-12-23	远光软件 (002063.SZ)	远光软件：2010 年第三次临时股东大会决议公告
3	2010-11-25	佛山照明 (000541.SZ)	佛山照明：关于利用闲置资金购买券商理财产品的公告
4	2010-11-25	佛山照明 (000541.SZ)	佛山照明：第六届董事会第六次会议决议公告
5	2010-11-10	万通地产 (600246.SH)	万通地产：董事会决议公告
6	2010-11-10	万通地产 (600246.SH)	万通地产：关联交易公告
7	2010-11-03	新赛股份 (600540.SH)	新赛股份：第四届董事会第 6 次会议决议公告
8	2010-10-28	安徽建工 (600502.SH)	安徽水利：第五届董事会第七次会议决议公告
9	2010-09-15	中国医药 (600056.SH)	中国医药：2010 年第一次临时股东大会决议公告
10	2010-08-21	东方创业 (600278.SH)	东方创业：第四届董事会第二十六次会议决议公告
11	2010-08-12	重庆路桥 (600106.SH)	重庆路桥：第四届董事会第二十八次会议决议公告

序号	公告日期	证券	标题
12	2010-07-31	蓝光发展 (600466.SH)	迪康药业：第四届董事会第十一次会议决议公告
13	2010-07-24	国投中鲁 (600962.SH)	国投中鲁：关于扩大在国投财务公司业务范围的关联交易公告
14	2010-07-03	号百控股 (600640.SH)	中卫国脉：关于购买银行理财产品的公告
15	2010-06-26	安道麦 A(000553.SZ)	沙隆达 A：2010 年第二次临时股东大会决议公告
16	2010-04-27	海澜之家 (600398.SH)	凯诺科技：第四届第十三次董事会决议公告
17	2010-04-15	华联控股 (000036.SZ)	*ST 华控：第六届董事会第十六次会议决议公告

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

在上市公司总数增加仅一倍多的情况下，上市公司“投资理财”的公告数量剧增，2019 年全年上市公司发布“投资理财”相关公告多达 8,668 条。其中仅 2019 年 1 月 2 日一个交易日，就有近 20 家上市公司发布了公司投资理财的相关公告，这背后也透露出上市公司对于投资理财及企业现金管理的需要和进步。

表 7 2019 年上市公司“投资理财”事项公告数（节选 2019.1.2）

序号	公告日期	证券	标题
8651	2019-01-02	晨曦航空 (300581.SZ)	晨曦航空:关于使用闲置募集资金购买结构性存款或银行保本理财产品到期赎回及继续购买理财产品的公告(2019/01/02)
8652	2019-01-02	延江股份 (300658.SZ)	延江股份:关于使用部分闲置募集资金购买理财产品到期赎回并继续购买进展的公告(2019/01/02)
8653	2019-01-02	濮阳惠成 (300481.SZ)	濮阳惠成:关于使用暂时闲置自有资金进行现金管理的进展公告
8654	2019-01-02	慈星股份 (300307.SZ)	慈星股份:关于使用闲置自有资金和闲置募集资金购买理财产品的进展公告
8655	2019-01-02	光库科技 (300620.SZ)	光库科技:关于使用部分暂时闲置自有资金进行现金管理的进展公告
8656	2019-01-02	京天利 (300399.SZ)	京天利:关于投资理财的进展公告
8657	2019-01-02	同大股份 (300321.SZ)	同大股份:关于使用闲置自有资金购买理财产品到期赎回的公告
8658	2019-01-02	江苏国泰 (002091.SZ)	江苏国泰:关于使用暂时闲置募集资金进行现金管理的公告
8659	2019-01-02	长盛轴承 (300718.SZ)	长盛轴承:关于使用部分暂时闲置募集资金购买理财产品到期赎回并购买的公告
8660	2019-01-02	江苏国泰 (002091.SZ)	江苏国泰:关于使用自有资金购买保本型金融机构理财产品的公告
8661	2019-01-02	奥佳华 (002614.SZ)	奥佳华:关于使用部分自有资金购买理财产品的公告
8662	2019-01-02	纳尔股份	纳尔股份:关于使用自有资金购买理财产品的进展

序号	公告日期	证券	标题
		(002825.SZ)	公告
8663	2019-01-02	纳尔股份 (002825.SZ)	纳尔股份:关于使用闲置募集资金购买理财产品的 进展公告
8664	2019-01-02	盈趣科技 (002925.SZ)	盈趣科技:关于使用部分闲置募集资金和闲置自有 资金购买理财产品的进展公告(2019/01/02)
8665	2019-01-02	恒锋信息 (300605.SZ)	恒锋信息:关于使用部分闲置自有资金进行现金管 理的公告
8666	2019-01-02	扬杰科技 (300373.SZ)	扬杰科技:关于九熙资产和广厦建设支付理财产品 部分本金的进展公告(2019/01/02)
8667	2019-01-02	华阳集团 (002906.SZ)	华阳集团:关于使用部分闲置募集资金购买银行理 财产品的公告
8668	2019-01-02	东宏股份 (603856.SH)	东宏股份关于使用闲置募集资金购买理财产品到 期赎回及使用闲置自有资金及闲置募集资金购买 理财产品进展的公告

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

4.6 何种上市公司更可能选择基金的多种假设

对于企业而言，现金是各类资产中流动性最强的一种。持有必要数量的现金资产是各类企业开展正常生产经营活动的前提，是避免企业陷入经营危机的必要保障。而与此同时，现金又是获利能力最弱的一项资产，也存在一定的机会成本，持有超出合适限度的现金会降低有效资产的获利能力。所以随着理财意识的提升，在持有现金的情况下，不少上市公司会积极选择进行现金管理，最常见的莫过于选择传统的银行存款，其中包括协议存款、大额存单等，或是银行发行的理财产品等作为现金管理的工具。部分财务管理意识先

进、操作更加积极的企业，还会考虑选择券商收益凭证或其他资管产品、信托产品、公募基金甚至私募基金产品等。

基于现金类资产本身对于上市公司而言的重要价值和有效现金管理行为可以为上市公司带来的多种益处，“是否需要进行现金管理”本身已经不再是需要过多讨论的问题。而上市公司是否会选择货币市场基金在内的公募基金产品作为现金管理选择，或者哪些公司更有可能选择公募基金产品进行现金管理、影响上市公司选择公募基金的实际因素到底是哪些，就成了笔者最为关心的问题落脚点。

那么，何类上市公司更有可能选择货币基金在内的公募基金产品进行现金管理投资？本文就试图从和上市公司相关的以下角度进行因素探讨和研究分析，包括“上市公司原有现金管理的投资理财行为”、“上市公司经营现金流和现金等价物变动等现金流情况”、“上市公司所有制背景”、“上市公司所属行业”及“上市公司所属地区”等。并基于上述情况，本研究提出以下假设：

4.6.1 原有理财行为对其选择公募基金的影响

假设 1：从原有理财行为来看，曾经有过购买银行理财等投资理财行为的上市公司，相对于没有做过投资理财的上市公司，前者更有可能选择基金产品。

基于上市公司之前是否开展过现金管理行为，笔者认为，曾经有选择过银行理财或券商资管等金融产品进行现金管理的上市公司，相比连银行理财等传统理解的低风险产品都没有选择进行现金管理的上市公司而言，无疑前者的开放度、进取心、包容度更强，更愿意也易于接受新鲜事物，更可能做出新的品种投资行为，即更有可能选择货币市场基金。

所以本文将根据现金管理的相关理论以及中国上市公司的选择情况，提出上市公司原有现金管理行为对其选择基金产品影响的相关假设。

对于上市公司之前是否有过投资银行理财、券商资管等金融产品，对于其接受货币基金等公募基金产品是否有正相关的影响，这将是本文需要解答验证的问题之一。后续在模型中还将根据过去 3 年的完整数据对此假设进行回归检验研究。

4.6.2 现金流情况对其选择公募基金的影响

假设 2: 从现金流情况来看，现金流情况增长较好的上市公司，相对于现金流情况不好的公司，前者更有可能选择基金产品进行现金管理。

现金流量是指企业在一定会计期间按照现金收付实现制，通过一定经济活动而产生的现金流入、现金流出及其总量情况的总称，即企业一定时期的现金和现金等价物的流入和流出的数量。现金流量表是记录企业在一定时期内现金流入、流出及其净额的报表，它主要说明公司本期现金来自何处、用往何方以及现金余额如何构成。对于上市公司来说，利润表是面子，现金流量表是里子。现金流量是最能直接体现一个公司经营状况好坏的指标之一，企业没有利润依然可以非常健康的存活，但是没有健康的正向现金流，难言企业经营顺利正常。而不同阶段、不同行业、不同规模的上市公司，其现金流情况也各不相同。每股经营现金流是最具实质的财务指标，用来反映公司通过自身的生产经营而带来流入的现金多少。倘若某公司的每股收益很高、每股未分配利润也很高，但是如果经营现金流指标不尽如人意的话，则意味着该上市公司并没有足够的现金资产来保障其股利的分红派息，如此一来，账面上的数字失去实际支撑，并无太大真实意义。

近年来，随着产业竞争格局及融资环境的变化，企业经营模式也发生变化，进而改变了现金流与企业盈利间的关系：2007年之后，业绩越好的公司应收和应付增加额占其营业收入的比重往往越高。相反，业绩越差的公司往往应收和应付增加额占比双低。尤其在2011年后，这种现象更为显著。这或许说明了以下两点：一方面，此前大规模财政刺激政策后，上市企业略偏粗放式的扩张，伴随而来的是对现金流量表“质量”的耗损。另一方面，这期间部分企业融资能力、议价能力等经营实力的差距在逐步拉开。例如，业绩较差的企业，资金状况普遍紧张，急于通过应收项目回款来弥补流动性缺口。

但是除了是否有充足现金流之外，即使同样是资金相对充沛的公司，对于现金管理的流动性需求本身也存在较大差异。而以货币市场基金为代表的公募基金，本身对于银行理财产品而言，开放式基金的流动性优势本身也是重点差异之一。那么上市公司是否会因为自身对于资金流动性的需求差异，而带来对于基金类现金管理选择的差异？本文根据上市公司经营现金流和现金及现金等价物这两个指标的增长情况，提出上市公司现金流变化情况对其是否选择公募基金影响的相关假设。后续在模型中还将根据过去3年的完整数据对此假设进行回归检验研究。

4.6.3 所有制背景对其选择公募基金的影响

假设3：从控制人性质来看，所有制背景为民营（非国有）控股的上市公司，相对于国资控股的上市公司，前者更有可能选择基金产品。

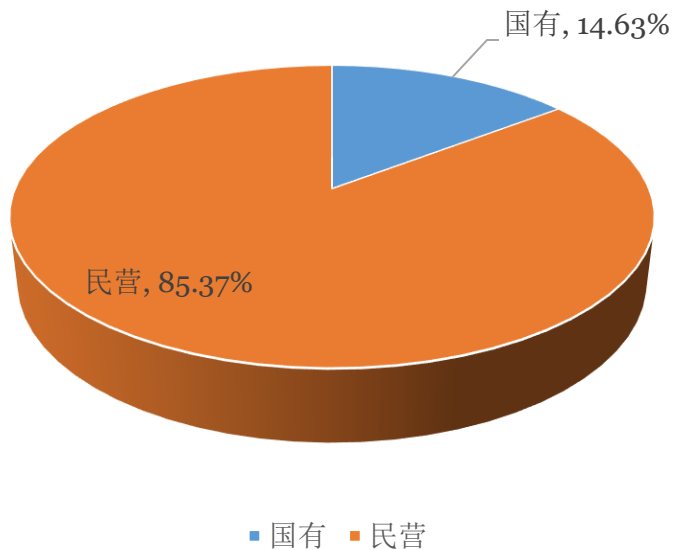
企业所有权与经营权带来企业决策的挑战长期存在，对上市公司而言莫不如此。而中国相对特殊的国情下，除了职业经理人的考量可能与董事会或股东的考量出发点不一致

外，还有占据经济重要地位的广大国有企业——其中也不乏大量国有上市公司。这些国有上市公司和民营上市公司在现金管理的方式选择上有何差异也是值得关注的问题。

多年来中国国企存在所有权与经营权分离的问题始终不能找到一个合理的解决方式，因此，在多数行业领域具备垄断性质的国企“似乎”并没有战略目标，从而使其绩效目标体系的建立失去重心。相对而言，民营企业则相对以盈利为核心目的，战略目标明晰，从而使得其绩效目标也更加明确。

同样作为投资收益的考量，国企管理决策层（包括但不限于董事长、总经理、财务负责人等）对于企业经营收益特别是投资理财的收益会更加谨慎，一般情况下安全性至高无上，收益性可忽略不计，原因在于通过投资获得超额收益，多数情况下和个人的收益、绩效、晋升等几无相关，而一旦发生投资不当带来损失，则将面临上级部门的追责，故其决策多以最安全的银行存款等为主。而民营企业管理决策层如董事长或总经理多为企业所有者乃至实际控制人，除了对企业资金投资的安全性同样报以关注外，也对于在相对安全可控的前提下获得一定收益抱有相对开放甚至是欢迎态度。本文将根据上市公司所有制背景的不同，进行上市公司所有制背景（国有/民营）对其选择基金产品影响的相关研究。

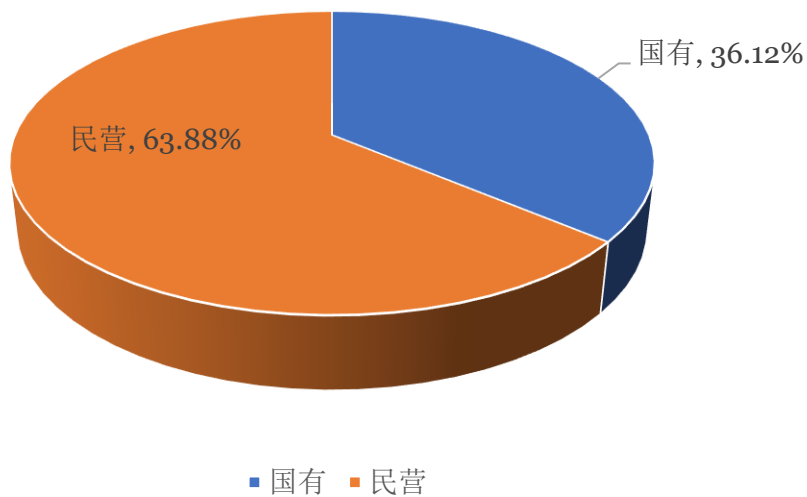
图 5 发布现金管理公告的上市公司控制权背景（2019 上半年）



数据来源：万德 Wind，琢磨金融研究院

初步根据 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日的上市公司公告数据来看，共有 41 家上市公司发布了和“现金管理”相关的公告。以实际控制人的性质为划分，国有控股上市公司数量为 6 家，占比 14.63%；非国有（民营）上市公司数量为 35 家，占比 85.37%。

图 6 全部 A 股上市公司控制权背景（2019 年）



数据来源：万德 Wind，琢磨金融研究院

而对比同时期 A 股上市公司的数据，全部超过 3,500 家上市公司中，国有企业 1,285 家，占比 36%，民营企业 2,273 家，占比 64%。根据数据来看，在兼顾安全性与流动性的前提下，民营企业选择现金管理工具以提高收益水平的动力和行动普遍强于国有企业。后续在模型中还将根据更长周期（3 年）的完整数据对此假设进行回归检验研究。

4.6.4 所处行业对其选择基金产品的影响

假设 4：从行业类别来看，相对轻资产类别行业的上市公司，相对于重资产类别的上市公司，前者更有可能选择基金产品。

从行业分类而言，获取资金相对容易，且资金成本较低的行业：轻资产企业，如以互联网游戏为核心主业的世纪华通等；制造类龙头企业，如格力电器等。这类企业通常有更多现金进行投资管理，也更易于接受公募基金产品等现金管理工具。房地产等对资金周转要求较高、资金获取成本较高的企业，相对不太会留存过多现金类资产，也相对较少进行现金余额管理。且一个行业中的竞争对手，发现已有同行业知名企业进行了某些有益操作，则同行业内传播和复制的效果可能相对较好。行业情况来看，泛制造业企业参与现金管理的积极性也高于非制造类企业。金融、地产等行业几乎没有参与。

图 7 选购基金进行投资的上市公司行业分布（2019 上半年）

行标签	平均值项:invest_after
采矿业	0.06
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.10
房地产业	0.09
建筑业	0.13
交通运输、仓储和邮政业	0.09
教育	0.50
金融业	0.05
居民服务、修理和其他服务业	0.00
科学研究和技术服务业	0.10
农、林、牧、渔业	0.02
批发和零售业	0.12
水利、环境和公共设施管理业	0.13
卫生和社会工作	0.25
文化、体育和娱乐业	0.17
信息传输、软件和信息技术服务业	0.09
制造业	0.07
住宿和餐饮业	0.00
综合	0.13
租赁和商务服务业	0.06
#N/A	0.17
总计	0.08

根据 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日的上市公司公告数据来，分行业来看，教育、文化体育和娱乐业、卫生和社会工作这三个行业的上市公司投资基金的比例更高。

根据证监会的统计数据，将所有上市公司的所属行业划分为 19 个行业类别。本文将 19 个行业类别归类划分为 7 大类别，即：信息传输业&软件和信息技术服务业、制造业、大消费行业、房地产及建筑业、社会综合服务业、金融业和其他。并将这 7 大类别上市公司进一步根据资产规模和市场共识将其分为重资产公司和轻资产公司。其中重资产类别的企业包括“房地产及建筑业”、“金融业”、“制造业”和“其他”这四个行业类别；轻资产类别

的企业包括“大消费行业”、“社会综合服务业”和“信息传输、软件和信息技术服务业”这三个行业类别。本文根据上市公司所属行业类别的不同，归类整理相关数据进行分析，对行业类别对于上市公司是否选择公募基金产品进行现金管理的影响提出假设。后续在模型中还将根据更长周期（3年）的完整数据对此假设进行回归检验研究。

4.6.5 所处区位对其选择基金产品的影响

假设 5：从所处区位来看，位于中国长三角、珠三角和京津冀三大都市圈的上市公司，相对于非三大都市圈的上市公司，前者更有可能选择基金产品。

除上述相关因素之外，上市公司所处的区位也可能对其投资理财及现金管理的选择有着一定的影响。并且根据已有经验及相关观察，更倾向于认为位于三大都市圈内的上市公司更有可能做出积极的选择。

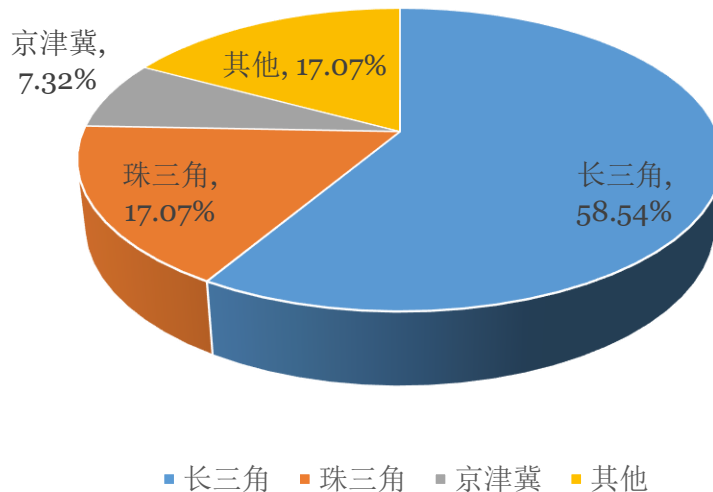
这是因为中国幅员辽阔，从南到北，从东到西，不同城市、不同省份、不同区位的发展差异还比较大，不仅上市公司的分布有所不同，各类金融服务和产品的供给也有所差异。在显性物理差异和产品差异的背后，更深层次还有隐性差异：即思维方式和风险偏好的差异。同一区位或相近区位内，金融产品的选择供给一般较为相似，且所处区位的金融氛围、风险偏好存在一定相似度。而上市公司所属区位的不同，是否对其选择公募基金产品作为现金管理工具有所影响，也是本文将要研究验证的假设之一。

以长三角、珠三角和京津冀三大都市圈为代表的相对发达地区，本身经济总量和人均经济规模均已接近甚至达到国际先进水平，甚至从城市治理、人均教育年限、第三产业占比等多维度均在国内乃至国际存在一定程度的领先。这样的背景环境下，无论是现金管理类金融服务的需求还是供给，三大都市圈内都比非三大都市圈的有着明显的优势。从需

求端来看，三大都市圈内的上市公司本身对于产品和风险的认知能力更强，容错率相对可能更高，对于金融产品的理解和接受度可能更好；从供给端来看，本身以公募基金公司代表的金融机构总部几乎全部位于三大都市圈内，本身的人员布局和日常业务往来天然更加聚焦于北上广深等一线城市，对于非三大都市圈的覆盖远低于三大都市圈。所以无论是供给还是需求，三大都市圈内的上市企业都具备较好的优势。

目前中国大陆地区共有 23 个省，4 个直辖市和 5 个自治区，这些地区基本都有上市公司的分布。本文将超过 30 个省市自治区分为 4 大地区，分别是包含北京市、天津市和河北省的“京津冀都市圈”、包含上海市、江苏省、浙江省和安徽省的“长三角都市圈”以及包含广东省的“珠三角都市圈”，其他省市自治区纳入三大都市圈以外的“其他”。本文将三大都市圈内的上市公司作为一组标的，三大都市圈以外的上市公司作为另一组标的进行对比研究。

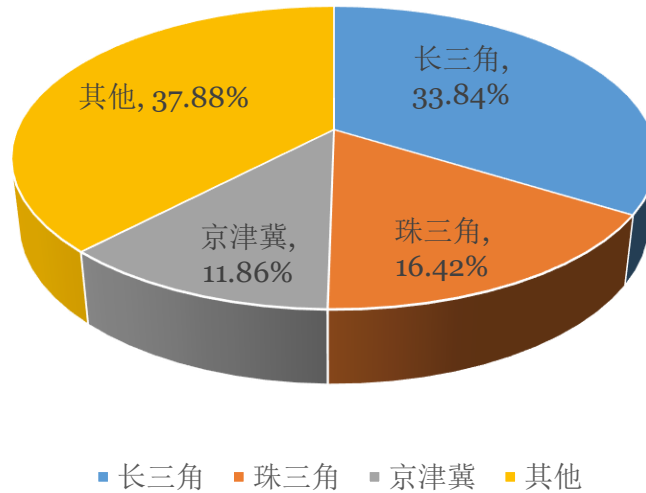
图 8 发布现金管理公告的上市公司所在区域（2019 上半年）



数据来源：万德 Wind，琢磨金融研究院

根据 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日的上市公司公告数据来看，共有 41 家上市公司发布了和现金管理相关的公告。以上市公司注册及办公所在的省份为划分，上海地区 5 家，占比 12.20%；江苏地区 7 家，占比 17.07%；浙江地区 9 家，占比 21.95%，安徽地区 3 家，占比 7.32%；长三角都市圈合计 24 家，合计占比 58.54%。广东地区 7 家，占比 17.07%。北京地区 3 家，占比 7.32%。“长三角+珠三角+京津冀”三大都市圈合计 34 家，占比高达 82.93%，非三大都市圈上市公司仅 7 家，占比仅为 17.07%。

图 9 A 股上市公司区域分布（2019 年）



数据来源：万德 Wind，琢磨金融研究院

而从上市公司数据全貌来看，上海地区 278 家，占比仅 7.91%；江苏地区 387 家，占比 11.01%；浙江地区 421 家，占比 11.98%，安徽地区 103 家，占比 2.93%；长三角都市圈合计 1189 家，合计占比仅为 33.84%。广东地区 577 家，占比 16.42%。北京地区 311 家，占比 8.85%，天津和河北分别 50 家、56 家。“长三角+珠三角+京津冀”三大都市圈合计 2183 家，占比仅有 62.12%，非三大都市圈上市公司合计 1331 家，占比为 37.88%。

初步可见，“长三角+珠三角+京津冀”三大都市圈的上市公司显著比非三大都市圈的上市公司在现金管理事宜上有着更加积极的动作。特别是“苏浙沪皖”区域的长三角上市公司，因为相对活跃的经济氛围、相对丰富的金融供给和相对领先的投资理念，明显对于新型现金管理的接受程度更高。本文根据上市公司所属行业及地区的不同，取相关数据分析，进行上市公司行业及区位对其选择公募基金影响的相关假设。后续在模型中还将根据更长周期（3 年）的完整数据对此假设进行回归检验研究。

第五章 研究方案及研究发现

5.1 研究方案

本文通过对于上市公司的现金持有情况、上市公司的现金管理等投资理财情况，以及包括货币市场基金在内的公募基金产品本身的发展情况做综合考量。除了分析上市公司持有现金及现金类资产的原因背景、目标诉求及解决方案等，特别通过对相关问题的研究，试图对“符合哪些特征的上市公司更有可能选择公募基金产品进行现金管理”这一问题给出答案。将选取上市公司披露的公开数据及公募基金产品披露的公开数据，结合从业经历及行业判断，得出研究结论和建议。

在具体问题研究过程中，将提出公募基金产品特别是货币市场基金产品在上市公司现金管理选择中影响因素的相关假设，进行变量选取和模型构建。选取例如行业分类、公司市值、盈利水平、经营现金流和自由现金流数据等进行分析。并在前人研究模型的基础上，以 2017-2019 年及前后相关数据为依据，利用相关变量建立多元线性回归模型。

5.2 主要数据构成

选取 Choice 当中分类的上市公司共计 3,802 家，其中上证 A 股 1,585 家，深证主板 A 股 432 家，中小板 901 家，创业板 798 家，科创板 86 家。先期选取 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日累计半年度数据，后进一步选取 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日累计三个自然年度的完整数据。

主要统计上述全部 A 股上市公司特定时期内发布的相关公告情况，包括和上市公司进行现金管理最相关的“重大事项-投资理财”公告，以及和上市公司选择货币市场型基金等公

募基金产品进行投资的“重大事项-投资理财-货币基金”公告情况，并对其分类后进行数据
 比对分析研究。

表 8 全部 A 股上市公司发布“重大事项-投资理财”公告情况（三年合计）

时间段：2017.1.1—2019.12.31			
板块名	公司数	公告数	三年平均每公司理财公告数
上证 A 股	1,585	10,458	6.60
上证 A 股（前 1000 家）	1,000	3,172	3.17
上证 A 股（后 585 家）	585	7,286	12.45
深证主板 A 股	432	1,328	3.07
中小板	901	7,877	8.74
创业板	798	5,405	6.77
科创板	86	53	1.23
合计：	3,802	25,121	6.61

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日的累计三年时间内，A 股共 3,802 家上市公司
 发布和现金管理相关的公告数合计 25,121 条，平均每家公司三年时间内发布现金管理投
 资理财相关公告 6.61 条。

其中，上证 A 股 1,585 家上市公司三年平均发布 6.6 条现金管理投资理财相关公告，
 而在此当中，按照证券代码排序，上证 A 股前 1,000 家上市公司三年平均发布 3.17 条现
 金管理投资理财相关公告，上证 A 股后 585 家上市公司三年平均发布 12.45 条现金管理投
 资理财相关公告。此外，深证主板 A 股上市公司三年平均发布 3.07 条现金管理投资理财
 相关公告，中小板上市公司三年平均发布 8.74 条现金管理投资理财相关公告，创业板上

上市公司三年平均发布 6.77 条现金管理投资理财相关公告，科创板上市公司三年平均发布 1.23 条现金管理投资理财相关公告。

不难看出，上市公司当中，对于现金管理比较积极的是上证 A 股后 585 家上市公司，平均每 1 个季度 1 条左右；其次是中小板上市公司，平均每 3 个季度 2 条左右；再然后是创业板上市公司等。值得一提的是，科创版本身板块推出时间最晚，该板块上市公司在统计中基本只有 2 个季度时间，实际折算出的平均值仅次于上证 A 股后 585 家上市公司和中小板上市公司，高于创业板等上市公司。可见科创板上的新兴类别企业在财务管理上也是相对积极的。

表 9 全部 A 股上市公司发布“重大事项-投资理财”公告情况（年均数据）

时间段：2017.1.1—2019.12.31						
板块名	2017 年 公告数	2017 年均数	2018 年 公告数	2018 年均数	2019 年 公告数	2019 年均数
上证 A 股	2,953	1.86	3,845	2.43	3,660	2.31
上证 A 股 (前 1000 家)	1,149	1.15	1,099	1.10	924	0.92
上证 A 股 (后 585 家)	1,804	3.08	2,746	4.69	2,736	4.68
深证主板 A 股	510	1.18	423	0.98	395	0.91
中小板	2,463	2.73	2,917	3.24	2,497	2.77
创业板	1,377	1.73	1,970	2.47	2,058	2.58
科创板	NA	NA	NA	NA	53	1.23
合计：	7,303	1.92	9,155	2.41	8,663	2.28

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

2017年1月1日至2019年12月31日的累计三年时间内，A股共3,802家上市公司发布和现金管理相关的公告数合计25,121条，其中2017年合计发布7,303条，2018年合计发布9,155条，2019年发布8,663条。

数量最多的2018年当年上证综指整体下跌24.59%，反而数量相对较少的2017年和2019年上证综指均整体上涨，分别上涨6.56%和22.3%。这或许表明了市场整体走势疲软、上市公司股价表现不佳的情况下，上市公司反而在现金管理投资理财方面会有更加积极的作为。

分大板块来看，进行现金管理投资理财最积极的是2018年的中小板板块，而这一板块2018年的跌幅也是最高，多达37.12%；而当年创业板跌幅为27.37%，深证成指跌幅为34.42%，上证综指跌幅为24.59%，均小于当年中小板的跌幅。也从另一个侧面佐证了本文上一段的判断，即市场整体走势疲软、上市公司股价表现不佳的情况下，上市公司反而更加有可能在现金管理投资理财方面会有积极的作为，或许是为了获得更多的投资收益，增加企业盈利状况以提振股价。

表 10 全部 A 股上市公司发布“重大事项-投资理财-货币基金”公告情况（三年合计）

时间段：2017.1.1—2019.12.31			
板块名	公司数	公告数	三年平均每公司理财公告数
上证 A 股	1,585	160	0.10
上证 A 股（前 1000 家）	1,000	84	0.08
上证 A 股（后 585 家）	585	76	0.13
深证主板 A 股	432	47	0.11
中小板	901	223	0.25
创业板	798	65	0.08
科创板	86	0	0.00
合计：	3,802	495	0.13

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日的累计三年时间内，A 股共 3,802 家上市公司发布和投资货币基金等公募基金产品相关的公告数合计 495 条，平均每家公司三年时间内发布现金管理投资理财相关公告 0.13 条。这两个数据对比上市公司现金管理的数据都少了不少，比例仅为 2% 左右。即平均每 50 家次上市公司发布现金管理投资理财相关的公告，才会有 1 条货币基金等公募基金产品相关的公告。公募基金产品在上市公司现金管理的选择当中占比还是非常小，市场空间依然巨大。

其中，上证 A 股 1,585 家上市公司三年平均发布 0.1 条货币基金等公募产品投资相关公告，而在此当中，按照证券代码排序，上证 A 股前 1,000 家上市公司三年平均发布 0.08 条货币基金等公募产品投资相关公告，上证 A 股后 585 家上市公司三年平均发布 0.13 条货币基金等公募产品投资相关公告。此外，深证主板 A 股上市公司三年平均发布 0.11 条货币基金等公募产品投资相关公告，中小板上市公司三年平均发布 0.25 条货币基

金等公募产品投资相关公告，创业板上市公司三年平均发布 0.08 条货币基金等公募产品投资相关公告，科创板上市公司因为上市时间较短，受监管规则要求还不可以购买公募基金类产品，故没有发布相关公告。

不难看出，上市公司当中，对于货币基金等公募产品接受度比较高的中小板上市公司，基本超过其他任何一个板块 2 倍甚至更多。值得基金行业相关机构和人员予以关注。

表 11 全部 A 股上市公司发布“重大事项-投资理财-货币基金”公告情况（年均数据）

时间段：2017.1.1—2019.12.31						
板块名	2017 年 公告数	2017 年均数	2018 年 公告数	2018 年均数	2019 年 公告数	2019 年均数
上证 A 股	45	0.03	60	0.04	55	0.03
上证 A 股 (前 1000 家)	31	0.03	29	0.03	24	0.02
上证 A 股 (后 585 家)	14	0.02	31	0.05	31	0.05
深证主板 A 股	32	0.07	7	0.02	8	0.02
中小板	87	0.10	73	0.08	63	0.07
创业板	17	0.02	21	0.03	27	0.03
科创板	NA	NA	NA	NA	0	0.00
合计：	181	0.05	161	0.04	153	0.04

数据来源：东方财富 Choice 数据，琢磨金融研究院

2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日的累计三年时间内，A 股共 3,802 家上市公司发布和投资货币基金等公募基金产品的公告数合计 495 条，其中 2017 年合计发布 181 条，2018 年合计发布 161 条，2019 年发布 153 条。

从该数据来看，2017年至2019年间上市公司对于货币基金等公募基金产品的投资公告反而累计呈减少态势，和市场预期有所不同。结合前文所述上市公司这三年内进行现金管理投资理财的数据对比（该数据并未呈现下滑），笔者认为，导致这一因素的原因可能在于公募基金行业本身的监管规则和行业条例的变化带来的影响，如“基金分红”等类似业务受到的规范指导和“直销代办”业务受到的规范指导等，甚至不排除定增等规则变化所带来的影响。

分大板块来看，三年当中每年也还是中小板上市公司对于货币基金等公募产品接受度相对更高一些，和前述数据结论一致。

5.3 变量选取

选取 3,795 家上市公司 3 年的数据作为样本。选取的变量见下表。

表 12 离散变量

变量	取值	含义	频数	占比(%)
1. 是否购买 货币基金	1	购买过货币基金	254	2.23
	0	未购买过货币基金	11,131	97.77
2. 是否购买 投资理财	1	购买过投资理财	5,147	45.21
	0	未购买过投资理财	6,238	54.79
3. 控制人 所有权性质	1	国有企业	3,201	28.12
	0	非国有企业	8,184	71.88
4. 所属区域	1	三大都市圈	9,120	80.11
	0	其他	2,265	19.89
5. 所属行业	1	重资产企业	8,514	74.78
	0	轻资产企业	2,871	25.22
6. 现金及现金等 价物是否增长	1	现金及现金等价物增长率大于零	5,876	51.61
	0	现金及现金等价物增长率小于等于零	5,509	48.39
7. 经营现金流 是否增长	1	企业经济活动产生的现金流量净额增长率 大于零	6,459	56.73
	0	企业经济活动产生的现金流量净额增长率 小于等于零	4,926	43.27

表 13 连续变量

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
8. 注册资本	11,385	18.430	114.302	0.4	3,564.063
9. 公司年龄	11,385	19.465	5.925	2	64

变量是否购买货币基金表示上市公司在调查期内是否存在投资货币市场型基金等公募基金产品的行为，如果存在，取值为 1，反之取值为 0。

变量是否购买投资理财表示上市公司在调查期内是否存在进行现金管理投资理财的行为，如果存在，取值为 1，反之取值为 0。

上市公司控制人所有权性质有两个取值，如果控制人所有权性质为国有（包括中央国有上市公司、地方国有上市公司和国有上市公司），则取值为 1，其余非国有上市公司即民营上市公司则取值为 0。

所属区域是依据上市公司注册所在地，将全国划分为京津冀都市圈、长三角都市圈、珠三角都市圈和其他地区，北京市、天津市和河北省内的上市公司统一纳入京津冀都市圈范围，上海市、江苏省、浙江省和安徽省内的上市公司统一纳入长三角都市圈范围，广东省内的上市公司统一纳入珠三角都市圈范围，上述三个区域以外的上市公司归入其他。进一步将位于三大都市圈内的上市公司数据的取值为 1，三大都市圈之外的取值为 0。

所属行业是基于中国证监会对上市公司所属行业的划分，并将证监会近 30 个行业进一步整合为信息传输&软件和信息技术服务业、制造业、大消费行业、房地产及建筑业、社会综合服务业、金融业和其他行业，合计 7 个行业大类。进一步将 7 个行业大类根据资产类别划分为重资产企业和轻资产企业。其中将重资产企业（包括“房地产及建筑业”、“金融业”、“制造业”和“其他”这四个行业类别）取值记为 1，将轻资产公司（包括“大消费行业”、“社会综合服务业”和“信息传输、软件和信息技术服务业”这三个行业类别）取值记为 0。

“现金及现金等价物是否增长”有 0 和 1 两个取值，如果企业本年现金及现金等价物增长率大于零则取值为 1，否则取值为 0。“经营现金流是否增长”也有 0 和 1 两个取值，如果企业本年企业经济活动产生的现金流量净额增长率大于零则取值为 1，否则取值为 0。

公司年龄是数据发布年份减去企业成立年份而得来的。

注册资本由数据系统自动取得生成。

5.4 描述统计及相关性

表 14 描述统计（样本数=11,385）

变量	平均值	标准差	最小值	最大值
1. 货币基金	.022	.148	0	1
2. 投资理财	.452	.498	0	1
3. 控制人性质	.281	.45	0	1
4. 所属区域	.801	.399	0	1
5. 所属行业	.748	.434	0	1
6. 现金等价物	.516	.5	0	1
7. 经营现金流	.567	.495	0	1
8. 公司年龄	19.465	5.925	2	64
9. 注册资本	18.43	114.302	.4	3,564.063

是否购买货币基金的均值为 0.022，说明在全部样本中只有 2.2%的上市公司在研究期内购买过货币基金，占比很小。

是否购买投资理财的均值为 0.452，说明在全部样本中有 45.2%的企业在研究期内购买过投资理财，占比接近一半。

控制人性质的均值为 0.281，说明在全部样本中，有 28.1%的上市公司的控制人性质为国有企业。

现金等价物和经营现金流的均值都大于 0.5，说明各有超过半数的上市公司的现金流是增加的。

上市公司年龄最小值为 2，最大值为 64，平均值为 19.465。上市公司注册资本的均值为 18.43，标准差为 114.302，说明企业间的注册资本差异较大。

表 15 相关系数矩阵

	货币基金	投资理财	所属区域	行业	控制人	现金等价物	经营现金流	公司年龄	注册资本
货币基金	1								
投资理财	0.166***	1							
所属区域	0.014	-0.005	1						
所属行业	0.021**	0.028***	-0.022**	1					
控制人	-0.027***	-0.196***	-0.197***	0.212***	1				
现金等价物	0.0150	0.033***	0.018*	0.002	0.018*	1			
经营现金流	-0.033***	-0.005	-0.006	-0.0150	-0.010	0.183***	1		
公司年龄	-0.001	-0.088***	-0.009	0.144***	0.204***	0	-0.003	1	
注册资本	-0.009	-0.077***	-0.088***	0.145***	0.115***	-0.007	-0.0130	0.061***	1

从简单的相关分析可以看出，上市公司是否会购买货币基金等公募基金产品与是否进行过现金管理投资理财、所属区域存在显著的正相关关系，与行业、控制人性质和经营现金流存在显著的负相关关系。各个变量之间的的相关系数较小，存在共线性的可能较小，但是还须使用 VIF 做进一步确定。

5.5 回归模型

表 16 是否购买投资理财产品与是否购买货币基金的关系（样本数=11,385）

购买投资理财	购买货币基金		合计
	0	1	
0	6,238	0	6,238
1	4,893	254	5,147
合计	11,131	254	11,385

从上表可以看出，未购买投资理财产品的企业，也一定未购买货币基金产品；所有购买过货币基金产品的企业，一定购买过投资理财产品。基于这种原因，是否购买理财产品就无法进去逻辑回归模型。这一方面可能与数据统计维度相关，另一方面来看，对于上市公司而言，先行有过其他相对更低风险感知的现金管理理财行为，基本也是其后续进一步选择货币市场基金等公募基金产品的必由之路。

5.5.1 多重共线性检验

首先进行 OLS 回归，通过变量的 VIF 值检验变量间是否存在严重的共线性问题，VIF 值见下表。

表 17 VIF 值

变量	VIF	1/VIF
所属区域	1.01	0.985
所属行业	1.02	0.985
所有权	1.16	0.861
现金及现金等价物是否增长	1.04	0.964
经营现金流是否增长	1.04	0.963
公司年龄	1.10	0.910
注册资本	1.15	0.868
Mean VIF	1.07	

从上表的 VIF 值可以看出，所有变量的 VIF 值均接近 1，平均 VIF 值为 1.07，，这意味着方程的解释变量之间不存在严重的共线性问题，可以同时进入回归模型。

5.5.2 逻辑回归

因为是否购买货币市场基金等公募基金产品为二分类变量，所以使用逻辑回归研究它的影响因素，为使结果更加可信，使用 Robust Standard Errors（稳健标准误差）对系数进行检验。回归结果见下表。

表 18 逻辑回归结果

	Robust					
是否购买货币基金	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
所属区域	0.298	0.176	1.70	0.090	-0.046	0.643
所属行业	0.322	0.161	2.00	0.045	0.007	0.637
控制人性质	-0.507	0.174	-2.91	0.004	-0.847	-0.166
现金及现金等价物	0.301	0.133	2.27	0.023	0.041	0.562
是否增长						
经营现金流	-0.501	0.132	-3.80	0.000	-0.760	-0.243
是否增长						
公司年龄	0.005	0.010	0.51	0.608	-0.014	0.024
注册资本	0.047	0.055	0.85	0.393	-0.061	0.156
年份						
2018	-0.048	0.155	-0.31	0.756	-0.353	0.256
2019	-0.103	0.157	-0.66	0.510	-0.411	0.204
截距	-4.194	0.298	-14.07	0.000	-4.778	-3.609
N	10,965					
Wald chi2	33.11					

表 19 分步逻辑回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	M1	M2	M3	M4	M5
控制人性质		-0.502*** (-2.927)	-0.525*** (-3.044)	-0.493*** (-2.838)	-0.507*** (-2.914)
所属区域			0.306* (1.742)	0.311* (1.770)	0.298* (1.696)
所属行业				0.308* (1.919)	0.322** (2.003)
现金及现金等价物 是否增长					0.301** (2.269)
经营现金流是否增长					-0.501*** (-3.797)
公司年龄	0.000 (0.008)	0.005 (0.476)	0.005 (0.524)	0.005 (0.543)	0.005 (0.513)
注册资本	-0.004 (-0.090)	0.046 (0.834)	0.040 (0.729)	0.040 (0.727)	0.047 (0.854)
年份
2018	-0.071 (-0.460)	-0.075 (-0.490)	-0.076 (-0.493)	-0.076 (-0.495)	-0.048 (-0.311)
2019	-0.121 (-0.776)	-0.130 (-0.836)	-0.131 (-0.843)	-0.131 (-0.846)	-0.103 (-0.659)
_cons	-3.711*** (-17.535)	-3.767*** (-18.124)	-4.013*** (-15.162)	-4.268*** (-15.110)	-4.194*** (-14.073)
<i>N</i>	11,385	11,385	11,385	11,385	11,385

t statistics in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; 双侧检验。

* 括号内为标准差

5.6 回归研究结果

从以上回归结果可以看出：

上市公司所属地区的回归系数为正，且 p 值小于 0.1 ，说明在其他变量不变的条件下，上市公司所属区域为三大都市圈的企业会比非三大都市圈的企业具有更高的购买货币市场型基金的可能性，也和本文之前的假设相符。

上市公司所属行业的回归系数为正，且 p 值小于 0.05 ，说明在其他变量不变的条件下，上市公司所属行业为重资产的企业会比较轻资产的企业具有更高的选购货币市场型基金的可能性。根据此结果来看，本文原假设的轻资产企业更有可能购买货币市场型基金的假设并未得到验证。

上市公司实际控制人性质的回归系数为负，且相应的 p 值小于 0.05 ，说明在其他变量不变的条件下，相对与非国有上市公司及民营控股的上市公司而言，国有上市公司购买货币基金的可能性更小。这也印证了之前的假设，即由于“所有权”与“控制权”是否统一的问题，以及风险收益考量的问题，民营上市公司在财务操作和现金管理方面会相对更加积极和更加灵活一些。

变量现金等价物的回归系数为正的回归系数为正，且 p 值小于 0.05 ，说明在其他变量不变的条件下，企业现金及现金等价物的增加会提高购买货币基金的可能性。这也说明了上市公司在现金资产充裕的情况下更有可能积极寻找合适的现金管理投资品种。

变量经营现金流的回归系数为负，且 p 值小于 0.01 ，说明在其他变量不变的条件下，企业经济活动产生的现金流量净额的增加会降低购买货币基金的可能性。这或许是由

于上市公司的经营活动更加积极，对于资金的使用效率要求更高。或许更大额度和更加便捷的 T+0 服务将有更大市场。

上市公司年龄（注册时间长短）、注册资本的系数估计值所对应的 p 值均大于 0.1，所以这两个变量对是否购买货币基金没有显著的影响。

由此可见，位于长三角、珠三角和京津冀这三大都市圈的上市公司更有可能选购公募基金产品作为现金管理工具；民营控股的上市公司更有可能选购公募基金产品作为现金管理工具；现金及现金等价物不断增加的上市公司更有可能选购公募基金产品作为现金管理工具，以及相对总资产的上市公司更有可能选购公募基金产品作为现金管理工具。当然，具体企业类别之间还会有个体差异，需要进行个案的进一步深入分析。

第六章 总结与局限

6.1 研究总结

本文通过数据分析验证相关回归理论模型，辅以一定量的上市公司及基金行业数据，结合多年行业观察及管理经验，归纳出一个理论框架针对行业内不断发展演变的重要的现象，探讨其发展规律。在此基础上解释以货币市场基金为代表的公募基金在中国上市公司现金管理中的发展演变。结合已有数据、和行业洞见及理论基础等，分析在不用情形下货币市场基金等公募基金产品可以发挥的作用以及上市公司自身现金管理的考量和选择。包括上市公司对于货币市场基金替代品（如活期存款、银行理财、券商收益凭证）的考量等。本文在上述研究的基础上，对上市公司的现金管理方案以及相应业务决策和注意事项提出建议，并对基金供给方对于上市公司类客户的开拓和服务提供参考路径，以更好的实现供给和需求两端的匹配，实现公募基金产品对于上市公司现金管理效率的提升。

回顾过去，从我国金融行业特别是公募基金行业发展来看，“余额宝”这一创新产品的横空出世为中国普通投资者特别是个人投资者极大普及了基金的概念，引导中国数亿个人投资者完成了从储蓄到现金管理的转变。站在 2020 年展望未来，我们期待以货币市场基金为代表的公募基金产品也能在上市公司等企业现金管理选择中产生全新的影响力和号召力。而通过本文研究发现，或许以下类别上市公司是较为适合选择公募基金进行现金管理的上市企业类型，可以成为基金行业重点关注的类别：

长三角和珠三角等经济发达地区的的上市公司；民营控股的上市公司；现金及现金等价物不断增加的上市公司。

此外，因考核要求、对赌要求等对税后净利润的考量更加迫切的上市公司或许也是值得重点关注的备选客户，因为公募基金产品可以发挥其免征企业所得税的独特优势。

6.2 购买基金产品对于企业绩效的或有影响

对于上市公司而言，需要具有合理的资金规划和资金效率才能保证企业正常生产和经营，企业经营利润的目标才有可能被实现。具有一定市场共识的是，现金管理完全有可能成为上市公司在内企业的“第二收入来源”。如运用得当，对于企业自有资金及相关现金流的有效管理，可以在安全性、流动性兼顾的情况下获得一定的回报，在原有主营业务的基础之上通过有效的现金管理行为增厚企业的经营利润。

而就以货币市场型基金为代表的公募基金产品而言，如果以上市公司为核心的企业选择这一类品种作为现金管理的选择，那么对于其绩效将产生何种的影响呢？

对于上市公司等企业而言，在原有最传统的银行活期存款或定期存款基础之上，能够积极稳健的选择专业金融产品如银行理财、券商资管或信托产品等来进行现金管理，对于提升资金使用效率、提高投资收益、增加股东回报等都将带来益处。而如果能进一步提升专业水平、开拓见解思路，选择接纳以货币市场型基金产品为代表的公募基金产品开展合适现金管理，将对企业资金管理效率带来进一步帮助。

之所以选择以货币市场型基金为代表的公募基金产品可能对企业绩效带来有益的正向帮助，主要原因之一公募基金类品种本身的独有特性及其优势。

以货币市场型基金为代表的公募基金多为开放式产品，基本每个交易日均可申购赎回，且申购赎回时效性强，资金流动性极佳，首先对于企业客户的现金管理中“流动性”有较好满足；同时公募类基金产品投向多为标准化资产，且底层资产透明、信息披露要求严

格、投资集中度等要求极为细致且要求较高。加之货币市场型基金主要投资标的为以协议存款、国债等固定收益类的资产为主的品种，使得企业客户资金投资此类产品的安全性较高。加之基金公司内部以基金经理为代表的专业团队的研究分析，可以帮助上市企业等企业客户更好进行资金规划，提升资金效率和资金回报。

6.3 其他因素对于上市公司选择的影响

对于上市公司是否会选择货币市场型基金等公募基金产品作为现金管理选择，其实除了风险考量、产品供给等原有因素，另外包括但不限于高管的薪酬激励结构、股权结构等影响委托代理问题的因素一样会产生一定的影响。

如果将上市公司高管的薪资与股权结构综合考虑，很大程度上就表现为代理权与控制权分离的问题。当企业预期未来缺少较好的投资机会时，相对话语权较强的强势的经理人会更愿意持有现金而非向股东支付股息，从而方便为管理层谋取其个人相关私利益。当眼前的投资机会符合个人利益时，管理者普遍会选择进行投资而较少考虑其效率高。在这种情况下，其实选择货币基金在内的公募基金产品进行现金管理，不仅可以享受到这类产品本身的流动性、收益性等等显性优势，客观上极大程度还可能有市场一般较为难以察觉的隐形优势——即通过这类公募产品的购买，建立与部分特定公募基金管理公司的良好合作关系。而公募基金公司本身就是全市场极有影响力的机构投资者代表，如果上市公司能够获得公募基金的认可，并且选择真金白银的增持或保持对上市公司股票的投资，上市公司的管理层及主要股东都非常乐见这一情况的发生。

同样，如果以民营控股上市公司与国有控股上市公司相比，本文的研究已经一定程度上进行了分析对比并得出结论：相对与非国有上市公司及民营控股的上市公司而言，国有

上市公司购买货币基金的可能性更小。这也印证了之前的假设，即由于“所有权”与“控制权”是否统一的问题，以及风险收益考量的问题，民营上市公司在财务操作和现金管理方面会相对更加积极和更加灵活一些。其中或许也不乏上述相关影响的考量。

6.4 货币市场型基金的或有风险

放眼整个金融投资市场，收益永远是和风险并存的，包括传统意义上最为安全的银行存款，也并非完全没有任何风险。包括货币市场型基金在内的公募基金产品同样有着其特有的风险。对于上市公司而言，也需要对这些虽然发生概率极低，但依然存在波动可能的风险点有所认知。

一般而言，货币市场型基金可能存在以下几种风险。

6.4.1 流动性风险

货币市场型基金流动性风险产生的三个主要原因：一是基金所投资品种的剩余期限。组合的剩余期限越长，流动性风险一般也会越高；二是基金杠杆运用比例。杠杆高则流动性风险也会随之增大。遇到巨额赎回，杠杆比例较高的基金可能面临流动性风险；三是基金经理操作不慎或者违规操作也会导致流动性风险。

当市场利率走低，货币市场基金的收益率降低，而权益类基金产品的吸引力提高。此时，一定程度甚至较大范围的赎回就有可能发生。若货币基金的基金经理手中所持流动性资产不足以支持赎回需求，基金管理人将需要进行外部融资，寻求银行等同业机构的资金支持，而此时的融资成本往往较高，被迫出售资产使得基金遭受极大损失，从而降低基金的收益率，而基金收益率的降低可能又会诱发存量投资人新的赎回申请，导致恶性循环。

2006年，由于当时机构预期货币市场型基金收益率将会降低，货币市场型基金出现大规模赎回，险些将整个货币市场型基金市场推向资金链断裂的边缘。由于国内刚刚起步的货币市场型基金过度追求收益率，资金链甚至被数倍放大。央行升息、提高存款准备金率之后，部分货币市场型基金已经发生面值亏损。流动性风险开始显现。

2013年6月份前后，银行间市场利率飙升，出现“钱荒”，使得货币市场基金出现赎回潮。流动性安排不足的货币市场基金，为了获得现金，不得不亏损出售持有的债券。

对多数货币市场型基金而言，当客户赎回份额时，会让客户选择遭遇巨额赎回时是进行“继续赎回”还是“放弃超额部分”。如同其他基金产品一样，当货币市场型基金赎回份额达到上一个交易日基金份额的10%时，则将其定义为巨额赎回，此时选择“继续赎回”的客户会顺延至下一个交易日赎回超额部分，而选择“放弃超额部分”的客户则等同于放弃继续赎回，不会在下一个交易日赎回超额份额。

所以投资者在选择货币市场型基金的时候，为尽量减少或有的流动性风险，可以从以下维度进行考虑：一、规模相对较大的货币市场型基金有较好的稳定性；二、成立时间早且基金管理人稳定的货币市场型基金的所属团队较有管理经验，能够较为恰当地安排组合久期；三、个人投资者持有份额占比较高的，相对于机构投资者持有份额占比较高的基金产品，其客户稳定性更高，流动性风险就相对更加可控。

6.4.2 收益风险

收益风险，是指因收益波动而发生亏损或获利减少的可能性。

货币市场型基金资产主要投资于短期货币工具（一般期限在一年以内，平均期限 120 天），如国债、央行票据、商业票据、银行定期存单、政府短期债券、企业债券（信用等级较高）、同业存款等，而以上投资工具的收益一般都会受到市场利率波动的影响。

货币市场型基金与债券基金一样，可以通过回购等方式融资，然后利用这部分资金投资到高于回购利率的产品，从而形成杠杆，放大收益。大多数货币市场基金会采用杠杆的方式来获取超额收益。但为了更好地保护投资者，货币市场型基金的杠杆使用有 20% 的上限规定。杠杆是可能造成亏损最大的不安定因素。因为一旦货币市场流动性突然收紧，如出现预期外的加息等紧缩货币政策，通过杠杆融资买入的债券收益率很可能就不能覆盖资金成本。

与银行账户存款不同，货币市场型基金没有任何存款保险为其提供担保，一旦投资出错、市场利率发生急剧变动或者基金出现巨额赎回，货币市场型基金都可能会跌破面值。这虽然是小概率事件，但并非绝对不可能。随着利率市场化的逐步推进，一些银行的活期存款利率已经上浮，存款利率放开也并非遥不可及。届时货基收益未必一定高于活期存款收益。

2008 年，美国历史悠久的货币市场基金管理公司储备管理公司旗下最古老的一只货币市场型基金——首要基金，因雷曼兄弟破产导致部分中短期票据无法兑现，引发恐慌性的大规模赎回，资产缩水 60%，随后每份资产价格跌到 97 美分，低于 1 美元，为 14 年来首度亏损。之后该货币市场型基金宣布暂停赎回，持续一个月后，储备管理公司启动了首要基金的清算程序，清算该基金资产，并开始陆续向基金投资者返还剩余的基金资产。

回到我们中国的资本市场，2006年6月8日，泰达荷银（现“泰达宏利”）货币基金当日每万份基金净收益为-0.2566元。6月9日，易方达货币基金的每万份收益为-0.0409元。但发生负收益的次日，二者均恢复正收益。

投资者在选择货币基金时，为充分防范收益风险，可以从以下角度进行考虑：

1. 选择7日年化收益率较为稳定的产品

基金经理出于做高7日年化收益率吸引资金的目的，有时会考虑释放债券的浮动盈利，这时7日年化收益率就会突然冲高，但对多数投资者而言，短期内7日年化的高低与长期实际收益之间并无直接关系，每万份收益值的可参考性更高；

2. 选择规模较大的产品

规模大的货币市场基金有较强的议价能力，有利于提高收益率。而对于同等大小的收益波动，规模大的货币市场基金相对于规模小的货币市场基金有更强的平滑缓冲能力；

3. 充分考察并比较往年收益

可以选择往年收益排名较为靠前，且名次较为稳定的货基。

4. 产品线齐全的基金公司

可以在股市、债市行情开始时提供基金转换，降低交易成本的同时还有助于投资者及时把握行情，获取更高收益。

6.4.3 管理风险

管理风险主要包括管理水平风险、道德风险。

基金的收益、风险状况主要取决于基金管理者的专业管理水平。货币市场基金虽然是专业人员操作，但仍然会投资决策失误。常见错误包括高估资金需求所致的收益过低、低估资金需求所致的流动性紧缺、片面追求高收益而使用高杠杆操作等。

道德风险是指基金管理者为最大限度地增进自身效用，利用信息优势，而做出违规、违法、侵害基金利益或投资者利益的事情。

相对于其他基金来说，货币市场型基金费率基本是行业中最底的，客户无需承担申购赎回费，基金公司收取的管理费年利率一般为基金资产规模的 0.33%，销售服务费根据 A、B 分类差异收取，一般在 0.01%-0.25%不等，基金托管费一般为基金资产净值的 0.1%左右。基金公司从货币市场型基金中挣到的管理费绝对值相对其他产品较为有限，一般主要依靠较为可观的规模来赚钱。

事实上，部分货币市场型基金存在的过分追求收益率的投资导向。作为流动性管理的工具，货币市场型基金本应以流动性管理为第一目标。在保证流动性的前提下，尽量追求高收益。但是，出于做高短期收益，吸引市场注意，从而扩大市场规模的“短视”目的，部分基金管理人出现了以短期收益率为第一考虑而忽略流动性的导向，甚至于采取不规范的操作方法。这样的管理风险一样值得警惕，如果选择合规水准较高、监管评价较好的公司，此类风险可相对有效降低。

6.4.4 操作风险

操作风险包括基金公司操作风险和个人操作风险。

基金公司操作风险是指由于设计不当的控制体系，以及不可控事件导致的各类风险。操作风险的主要原因有公司治理结构不健全、内控制度建设尚不完备、风险管理方法落后、员工队伍管理不到位、与风险控制有冲突的考核激励政策等。

个人操作风险是投资者个人因操作不当、信息泄密、信息防护意识薄弱而导致损失的潜在可能性。网上开户操作涉及到的操作环境，相比以前的基金公司柜台办理或者银行柜面代理，更为复杂。互联网公司网络故障、个人计算机中病毒、个人移动终端被盗等情况都有可能导投资者的资金损失。拥有稳健可靠的系统和专业素养过硬的团队，无疑是控制这一风险相对有力的保障。

6.5 对上市公司现金管理的建议

6.5.1 提高重视程度和管理水平

上市公司的现金管理活动，长期以来被认为只是财务条线的简单工作，殊不知若要公司财务人员积极有效的现金管理活动，离不开相关管理人员乃至公司最高管理层的重视、理解及支持。否则按照传统观念，财务人员只需要做好企业资金的安全性管理，保证资金管理不出问题和差错，但是无需对于资金的使用效率特别是现金可以为带来的额外超额收益负责。若无自上而下的重视和意识，现金管理的有效性就很难获得实质性提高。

上市公司还应当不断提高综合财务管理水平，特别需要提高现金管理水平，更加有效的管理自身持有的现金资产。例如可通过开展现金预算编制等方式，来对上市公司本身的现金流入及流出等状况加以预判了解。同时在资金闲置时期，可以将资金用于货币市场基金等流动性较好的短期投资产品当中，增加现金所带来的经济回报。这也要求管理人员做

出正确、审慎的投资决策，在风险与收益之间进行仔细的权衡，避免投资失误，对企业造成不必要的损失。

6.5.2 提高财务人员综合素质

在上市公司进行生产经营活动中，各个不同岗位的人员是公司实际经营发展的主要实施者与参与者，人才质量高低是决定各个上市公司运营与发展的关键。而上市公司的现金管理活动，同样离不开专业化财务管理人员和操作人员的协同支持。无论其职级高低，整个财务条线执业人员专业素养及水平的高低都将对公司现金管理活动的质量产生非常直接的影响。因此上市公司管理层应清晰认知这一点，积极采取有效手段，不断提高财务人员的综合素质特别是金融素养。

财务人员的综合性素养能够直接影响公司现金管理水平。高素质现金管理人员不仅具备良好公司的投融资活动的处理能力，还具备将财务管理处理妥当的能力和对相关金融产品进行清晰认知的能力。在现代环境中，现金管理人员应当全面了解与分析资本市场整体运行情况，为公司创造更多价值。上市公司可以通过进行财务实操技能宣讲、金融专业知识培训等方式，来提高财务人员的专业技能及金融素养。让财务人员深刻认识到自身工作的价值、意义和挑战。与此同时，也能够拥有的专业技能来满足工作要求，更好的完成基础性和一定程度的创新性工作。

6.5.3 积极提升企业内控水平

不仅是现金管理，上市公司若是要提高自身的综合管理水平，就离不开行之有效的企业内控工作。上市公司可以也应当通过建立高效可行的内控体系，来帮助企业做好包括现金管理在内的全方位内控工作。因此不管上市公司处于现金管理需求强弱的任何阶段，都

应当做好包括现金管理在内的综合内控体系的建立工作。与此同时，上市公司还应积极建立并完善相应的内部审计制度，以制度对内控行为进行规范，不断提升公司的内控水平。

此外，在上市公司经营发展和内控实施过程中，还需要加强内控信息沟通及传递，能够使体系内各条线相关人员明确自身的分工与职责，在非常规性风险事件发生时能够积极采取合理有效的应对处理措施，避免企业遭受不必要的损失或尽量控制损失发生。因此，上市公司需要建立健全内容体系和内部审计，不断拓展与延伸内控内审领域，并加强内部宣导沟通。这样对于上市公司特别是相关管理层而言，不仅可以进一步了解乃至全面了解企业内部控制的贯彻执行状况，还可以对企业内控方面的工作质量以及总体成效进行监督与评价，及时复盘并调整，从而有效提升上市公司的内控水平。

6.5.4 做好现金管理的风险防控

上市公司虽然是社会企业中相对具有规模、相对期限较长、相对优质的企业载体，但是在其生产经营过程中，依然会在各个阶段面对不同类型的企业风险。对于上市公司而言，若要提高现金管理水平和其绩效，如何充分利用已有现金的合理投资从而提高公司的投资回报，是放在上市公司相关管理决策和执行人员面前的问题和挑战，也同样客观存在着诸多风险，需要理性认知和认真对待。

上市公司及其相关财务人员应当加强自身的风险意识，尤其应当注重对财务风险的防控，做好资金风险防控工作，应当建立规范化、统一化的风险管理体系，帮助公司及早采取有效措施，进行风险的规避。可行的办法之一是成立产品审核委员会，定期对上市公司计划选取的金融产品类别进行梳理，选择合适的类别，避免非专业人士的失误决策。

6.5.5 适时实施利润有效分配

上市公司在进行现金管理活动时，除了提高现金管理水平和效率，从另外一个角度看，也应当注重对利润实施适时且有效的分配，持有合理充足而非过度庞大的现金。这不仅有利于上市公司的股东可获得更多实际资金分配，提升股东的“获得感”，也会促使让广大股东甚至潜在投资者对上市企业的未来发展更加认可。

当下，许多上市公司在超募资金、利润丰沛等多种情况下，没有合理有效的做好现金管理，使得大量原本可以发挥更加积极作用的现金在账上沉睡，某种程度上来说这也是一种资源的浪费。因此，上市公司应当重视这一现象并积极思考行动，对企业的利润进行更加合理、科学、可行的分配，兼顾企业发展及股东利益。上市公司应当充分根据自身公司的实际发展情况，并制定出合适的比例及方案，最终推动公司长期、稳定、健康的发展。

6.6 研究局限性

本文的局限性主要存在于两个方面。

一是数据上的局限性。**Wind** 和 **Choice** 等数据库当中关于上市公司财务数据的信息以及货币市场基金等公募基金的相关数据比较全面，但是对于上市公司单独购买货币市场型基金的数据相对并不十分精准丰富，今后的相关研究需要更深层次的搜寻以及调研数据支持。部分数据的缺失可能会对结果造成影响。

二是研究设计上的局限性。本文关注公募基金在中国上市公司现金管理中的发展演变，但是客观上还有其他类别的现金管理工具例如券商收益凭证和资金池信托产品等也都是上市公司的现金管理选择。但是有门槛、额度、风险等诸多考量限制，选用这些维度的研究普适性会削弱。因此本文选择公募基金特别是货币市场基金作为研究重点，关注此类

产品在中国上市公司现金管理中的发展演变。今后的相关研究可以进一步拓宽上市公司现金管理的选择品类。

参考文献

- Khorana Ajay and Servaes Henri. 2011. What drives market share in the mutual fund industry? *Review of Finance*, 16(1), 81-113.
- Tim Opler and Lee Pinkowitz and René Stulz and Rohan Williamson. 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52 (1) : 3-46.
- Joshua M. Pollet and Mungo Wilson. 2008. How does size affect mutual fund behavior? *The Journal of Finance*, 63(6), 2941–2969.
- Sunil Wahal and Albert (Yan) Wang, A. 2011. Competition among mutual funds. *Journal of Financial Economics* 99, 40–59.
- Amess, Kevin, Banerji, Sanjay, Lampousis and Athanasios. 2015. Corporate Cash Holdings: Causes and Consequences. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 42.
- Chang-Soo Kim, David C. Mauer and Ann Sherman. 1998. The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, (3), 335-359.
- Thomas Bates, Kathleen Kahle and Rene Stulz. 2009. Why Do U.S. Firms Hold so Much More Cash Than They Used to. *The Journal of Finance*. 64. 1985-2021.
- Ran Duchin. 2010. Cash Holdings and Corporate Diversification. *The Journal of Finance*. 65. 955-992.
- Omer Brav. 2009. Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm, *Journal of Finance*, 64, (1), 263-308
- Sreedhar T. Bharath and Amy K. Dittmar. 2010. Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets? *Review of Financial Studies*, 23, (5), 1771-1818
- Anthony, Saunders and Sascha Steffen, The Costs of Being Private: Evidence from the Loan Market, *The Review of Financial Studies*, Volume 24, Issue 12, December 2011, Pages 4091–4122
- Michael Jensen. 1986. Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, (2): 232-329

- Jarrad Harford, Sattar A. Mansi and William F. Maxwell. 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the US, *Journal of Financial Economics*, 87, (3), 535-555
- Boris Nikolov and Toni M. Whited. 2014. Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Dynamic Model, *Journal of Finance*, 69(5), 1883-1921
- Elyasiani Elyas and Zhang Ling. 2015. "CEO entrenchment and corporate liquidity management," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 54(C), pages 115-128.
- Dale L. Domian and William Reichenstein. 1998. Term Spreads and Predictions of Bond and Stock Excess Returns. *Financial Services Review*, Vol. 7, No. 1. 25-44.
- 谢梦(2007). 金融去杠杆背景下企业现金管理影响因素与策略研究——基于上市公司和非上市公司的实证比较. 《宏观经济研究》. 2014年5月.
- 宋王静, 施徐景(2017). 现金持有对企业经营业绩的影响 《时代金融》2017年第3期.
- 巴曙松, 牛播坤(2014). 中国货币市场基金发展与利率市场化: 基于美国的经验. 《湖北经济学院学报》, 2014年5月第12卷 第三期.
- 柳丹(2013). 上市公司现金持有量及其超额对公司绩效影响研究——以A股制造业为例. 《经济研究导刊》. 2013年第26期.
- 钟沁夏(2018). 上市公司财务管理中存在的问题及对策. 《经贸实践》. 2018年5月.
- 陈琦(2005). 货币市场基金争抢理财市场. 《上海投资》. 2005年第2期.
- 李小勇(2006). 企业理财新选择——货币市场基金. 《广西轻工业》. 2006年9月第5期.
- 周斌斌(2003). 中西方企业理财环境的差异分析. 《经济师》. 2003年第1期.
- 吴荷青(2009). 《上市公司现金持有量研究》. 西南财经大学出版社 2009年版.
- 秦天程(2014). 对上市公司持有超额现金的思考. 《财会学习》. 2014年第06期
- 刘昫昫, 刘立(2018). 上市公司财务管理的目标——股东价值最大化改进的有效途径. 《企业改革与管理》. 2018年01期.
- 郭玲(2014). 创业板上市公司营运资金管理效率及其对公司绩效的影响. 河北经贸大学. 2014.

- 胡天天(2009). 中国上市公司现金持有量决定因素的实证研究. 厦门大学. 2009.
- 顾乃康, 孙进军(2008). 现金的市场价值——基于中国上市公司的实证研究. 《管理科学》. 2008 (4): 96-104.
- 杨兴全、孙杰(2007). 企业现金持有量影响因素的实证研究: 来自我国上市公司的经验证据. 《南开管理评论》. 第6期.
- 彭桃英, 周伟(2006). 中国上市公司现金持有动机研究. 《会计研究》. 2006 (5): 42-59.
- 肖作平(2008). 公司特征对公司现金持有量的影响研究——来自中国上市公司的经验证据. 《证券市场导报》. 2008 (11).
- 程建伟, 周伟贤(2007). 上市公司现金持有: 权衡理论还是啄食理论. 《中国工业经济》. 2007 (4): 104-110.
- 刘建强(2008). 上市公司投资基金行为调查——揭秘亏损账单背后隐藏的真相. 《21世纪经济报道》. 2008年12月6日.
- 卢远玲(2012). 中国上市公司高额现金持有、现金持有量与业绩研究. 吉林财经大学. 2012.
- 李爱菊(2014). 垄断国企和中小民企的绩效考核比较分析. 《行政事业资产与财务》. 2014年21期.
- 姚慧(2019). 2019年年度回顾之中国资本市场大事记. 上海证券证券投资基金研究报告. 2019年12月.
- 王利刚(2007). 中国上市公司现金持有的影响因素与价值效应研究. 浙江大学经济学院. 2007年4月.
- 李娇(2019). 浅析上市公司现金持有水平影响因素. 《北方经贸》. 2019年9期.
- 中国证监会, 中国人民银行(2018). 关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见. 中国证券监督管理委员会、中国人民银行公告(2018)10号, 2018年5月30日.
- 中国银行保险监督管理委员会(2018). 商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿). 2018年7月23日.