

商业银行设立理财子公司能够实现风险隔离吗？

王年咏 吴宛珂 周先平

(中南财经政法大学 金融学院, 湖北 武汉 430073)

摘要: 本文以中国商业银行设立理财子公司为准自然实验, 基于2018—2021年84家银行的季度财务数据, 采用渐进双重差分模型(DID)考察商业银行设立理财子公司的风险隔离效应。研究发现: 设立理财子公司显著降低了母公司商业银行的风险承担, 能够实现理财业务与其他业务的风险隔离, 且设立时间越长, 风险隔离效应越显著。异质性检验和机制分析表明, 这种风险隔离效应在城商行与农商行中最弱; “去嵌套、降杠杆”和“去池化、缓错配”是实现风险隔离的主要机制。对母公司商业银行和理财子公司并表的进一步分析发现, 设立理财子公司不能降低银行控股集团的整体风险承担, 仅能实现风险隔离。这些研究发现对于完善商业银行内部控制和外部监管具有重要启示。

关键词: 商业银行; 理财子公司; 风险隔离; 风险承担; 外部监管

中图分类号: F832.33 **文献标识码:** A **文章编号:** 1003-5230(2024)01-0071-11

一、引言

防范商业银行业务风险交叉传染诱发或加剧区域性、系统性金融风险, 是近年来监管关注的焦点之一。允许符合条件的商业银行设立理财子公司, 藉以隔离理财业务风险与银行其他业务风险, 管控商业银行风险承担总水平, 是相关的监管举措之一, 但其执行效果却有待观察和实证检验。2008年全球金融危机爆发后, 在加强金融监管、防范系统性金融风险的大背景下, 为争夺资金来源, 商业银行表外业务渐趋活跃。发行理财产品并将所得资金用于表外放贷或资产管理, 成为商业银行传统信用业务的“线性”延伸^[1]。这不仅有利于调节资产负债表, 满足资本充足率、存贷比等监管要求^{[2][3]}, 还能在存贷利差收窄或净息差下降时获取高收益, 实现监管套利^{[4][5]}。商业银行理财业务遂出现大幅增长, 理财产品发行规模从2013年的70.48万亿元攀升至2020年的124.56万亿元, 其中91.2%为开放型理财产品。

收稿日期: 2023-03-07

基金项目: 国家社会科学基金重点项目“全球价值链动态优化与金融稳定研究”(20AJY025); 中南财经政法大学中央高校基本科研业务费项目“理财子公司成立对商业银行风险承担水平的影响”(202210547)

作者简介: 王年咏(1969—), 男, 湖北新洲人, 中南财经政法大学金融学院教授, 博士生导师;

吴宛珂(1996—), 女, 河南南阳人, 中南财经政法大学金融学院博士生;

周先平(1975—), 男, 湖北孝感人, 中南财经政法大学金融学院教授, 博士生导师。

然而,理财业务实际上是商业银行表外多层嵌套的资产管理业务,其“资金池—资产池”运作模式潜藏着期限错配、滚动发售、集合运作和定价分离等问题,同时商业银行为维护存款市场声誉而提供的隐性担保又让理财产品刚性兑付出现问题,两者共同导致商业银行表外理财业务风险与表内业务风险交叉传染,威胁银行体系与金融系统稳定性^[6]。为防范此类潜在因素引发系统性金融风险,中国金融监管部门颁布了系列规范理财产品市场的监管法规。2018年4月,中国人民银行、中国银保监会、中国证监会和国家外汇管理局联合颁布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称《资管新规》),旨在打破理财产品刚性兑付;同年9月,中国银保监会颁布《商业银行理财业务监督管理办法》(简称《理财新规》),旨在督促和指导商业银行在过渡期内整改理财业务。2018年12月,与《资管新规》《理财新规》相配套的《商业银行理财子公司管理办法》(简称《管理办法》)正式落地,旨在通过商业银行新设具有独立法人地位的理财子公司打破理财产品刚性兑付,隔离理财业务风险,防止理财业务风险向商业银行表内蔓延。按照这些监管指引,商业银行开始筹建理财子公司,截至2022年12月,共有30家理财子公司开业。由此引发的现实问题是,商业银行设立理财子公司真的能够起到风险隔离作用,进而降低风险承担吗?

大量文献考察了发行理财产品或开展理财业务的经济后果,包括它们与商业银行绩效、风险波动、风险承担乃至系统性金融风险之间的关系。有分析表明,发行理财产品对商业银行绩效并无显著改善作用,但会增加其经营风险^[6]。由于理财业务的投资范围和方向不受监管,商业银行降低授信门槛和风险控制标准的表外资产配置会负面影响其表内贷款组合质量^[5],不良资产或将藉此集聚和增加。对此,现有文献辨识和揭示了四种关联机制:利益搜寻机制、刚性兑付、资产价格关联和展期风险。商业银行由于理财产品到期收益率攀升(滚动发售成本增加)而在资产端主动增持高风险资产^[7],这种利益搜寻机制会提高银行风险容忍程度和风险承担^{[8][9]}。在大部分时点上理财产品到期收益率超过预期收益率的经验事实表明,刚性兑付成为一种常态^[4],而刚性兑付会增强资产之间的价格关联,资产价格螺旋式下跌将增大银行陷入困境的可能性,造成银行系统性风险过度积累^[10]。最后,商业银行主要通过展期(“发新续旧”)来满足理财产品到期时的现金流需求,但若在大量理财产品同时到期时竞争性提高理财产品预期收益率,将导致资金筹集困难,触发或加剧理财产品展期风险,致使风险承担上升^[1]。

上述文献表明商业银行发行理财产品会增加其风险承担。而在理财子公司获准开业后,母公司商业银行停止发行理财产品。那么设立理财子公司能否实现风险隔离,进而降低母公司商业银行风险承担?若能,又是通过什么机制实现的?这一效应在不同类型银行之间是否存在差异?此外,设立理财子公司能否化解既往积累的风险,进而降低银行控股集团的风险承担?这些问题亟待探究和解答,但类似研究还较为鲜见。

有鉴于此,本文以2018—2021年商业银行设立理财子公司作为准自然实验,基于84家样本银行季度财务数据,采用渐进双重差分法(DID)对商业银行设立理财子公司的风险隔离效应进行了检验。本文可能的边际贡献如下。第一,区别于现有文献主要考察商业银行发行理财产品的经济后果^{[11][12]},本文依托商业银行设立理财子公司的准自然试验,研究其风险隔离效应,丰富了商业银行风险控制和资产管理方面的研究。第二,在无法直接获得理财子公司财务数据的情况下,本文以母公司商业银行为样本进行研究设计,将商业银行设立理财子公司视为外生冲击,采用渐进双重差分法缓解银行设立理财子公司的内生性问题,发现商业银行剥离理财业务能够实现风险隔离的目的,但对并表后的银行控股集团风险承担不存在显著影响。结果表明,理财业务风险不能“一剥了之”,也不因理财子公司“一设就消”,为商业银行筹建理财子公司和完善内部风险控制提供了理论依据,也为监管机构加强外部监管提供了决策参考。

二、理论分析与研究假说

商业银行通过设立理财子公司及其配套管理措施,初步实现了理财业务与母公司商业银行其他

业务的风险隔离,减少了母公司商业银行隐性的风险承担。一方面,法人制度明确了理财子公司与母公司商业银行的法律关系,与母公司商业银行形成破产隔离机制,母公司商业银行只需承担以其最大出资额为限的风险,无需承担子公司业务违约的无限连带责任,从而降低母公司商业银行的声誉风险和法律风险。另一方面,母公司商业银行不再开展理财业务,分设的理财子公司不再纳入母公司商业银行信用管理体系,同时将原有的隐性内部交易转化为受到严格监管的关联交易,从而降低银行控股集团内部转移风险的动机,防范银行其他业务与理财业务因利益输送而造成风险关联。在此基础上,本文提出研究假说1。

假说1:商业银行设立理财子公司能够隔离理财业务风险,降低母公司的风险承担水平。

商业银行设立理财子公司、规范理财产品是一个去复杂嵌套的过程。理财子公司设立前,由于理财业务能够规避风险计提、资本充足率和拨备率等监管限制,商业银行通过资产管理计划和委外投资将资金投向信托、证券和基金等同业金融机构,这种嵌套交易模式不占用信用额度,增加了银行可贷资金^[13]。随着资金信用链条不断延长,银行表内信贷资产在表外急速扩张,变相放大了银行杠杆水平,造成银行经营不稳定性增加^[14],导致银行风险承担水平上升^{[15][16]}。

商业银行设立理财子公司后,母公司商业银行不再发行理财产品,也不再通过委外投资将自有资金用于回购和代持同业理财,有助于减少银行与同业金融机构的嵌套交易,进而降低母公司商业银行风险承担。同时,理财子公司不得直接或间接将产品投资于主要股东(母公司商业银行)的信贷资产及其受(收)益权,且不得直接或间接投资于主要股东发行的次级资产支持证券,这有利于堵塞银行通过回购方式增加杠杆的潜在漏洞。基于上述分析,本文提出研究假说2。

假说2:商业银行设立理财子公司通过去复杂嵌套、降低杠杆率,实现风险隔离。

《管理办法》等新规颁布前,商业银行把发行理财产品所募集的短期资金聚集在资金池中,将一个或多个贷款项目交由信托公司打包成信托计划,再由银行根据信托计划发行理财产品^[2],并将资金投向房地产、基础建设等长期项目^[11]。这种集合运作、滚动发行的“池化操作”能够维持资金池存量,但它会造成贷款信息不透明,资产端和负债端期限错配增多^{[17][18]},引发银行间流动性风险与偿付性风险交叉传染,加剧银行的脆弱性^{[19][20]}。如果某期理财产品资产端偿还资金链断裂,或者负债端出现银行挤兑风险,资金池存续不足将会引发资产和负债久期不匹配问题,增大银行出现流动性危机的概率^[21]。

设立理财子公司通过打破理财业务资金池运作方式,减少母公司商业银行期限错配决策,从而实现理财业务与其他业务的风险隔离。在剥离理财业务的过程中,一方面母公司商业银行将存续产品单独建账、单独管理和单独核算,明确资金与资产的对应关系,彻底打破资金池运作模式;另一方面母公司商业银行压缩资产端的委托贷款,降低长期非标资产占比,同时整改负债端的存量规模,提前终止或加速转型不合规的短期理财产品,减少资金来源和运用期限不匹配。因此,设立理财子公司可以提高母公司商业银行资产端和负债端期限结构的一致性,减少期限错配决策,缓解流动性短缺,降低经营风险。基于上述分析,本文提出研究假说3。

假说3:商业银行设立理财子公司通过去池化操作、减少期限错配,实现风险隔离。

三、研究设计

(一)数据来源

本文选取发行理财产品的母公司商业银行作为样本,数据主要来源于商业银行的季度财务报表、Wind数据库和国泰安数据库。由于我国商业银行从2019年开始陆续设立理财子公司,我们收集了2018—2021年间139家商业银行财务数据及其发行的理财产品数据。在剔除数据缺失较为严重的样本后,最终得到84家商业银行的非平衡面板数据及其发行的2.9万个理财产品数据。其中包括已经设立理财子公司的19家商业银行(处理组)和未设立理财子公司的65家商业银行(对照组)。宏观数据来自国家统计局和中国人民银行。

(二)模型设定与变量定义

本文采用渐进双重差分模型考察商业银行设立理财子公司对其风险承担的影响。实证设计采用模型(1)：

$$RISK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DID_{it} + \gamma x_{it} + u_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (1)$$

模型(1)中, $RISK_{it}$ 是被解释变量,表示银行*i*在第*t*期的风险承担。现有文献关于商业银行风险承担的度量指标主要有Z值、不良贷款率和风险加权资产占比等指标^{[21][22]}。我们选取Z值的对数作为商业银行风险承担的代理变量, $Risk_{it} = \ln Z_{it}$, $Z_{it} = \frac{ROA_{it} + ACAR_{it}}{\sigma(ROA_{it})}$, ROA_{it} 和 $ACAR_{it}$ 分别为总资产收益率和权益资产比, $\sigma(ROA_{it})$ 是总资产收益率每三期的滚动标准差。 $Risk_{it}$ 值越大,表示银行风险承担越低。同时,我们选取不良贷款率(NPL)和风险加权资产占比(RWA)进行稳健性检验。

DID_{it} 是主要解释变量,是银行*i*在第*t*期设立理财子公司的虚拟变量,设立理财子公司后 DID_{it} 为1,否则为0。 DID_{it} 的系数反映商业银行设立理财子公司对其风险承担的影响,如果系数显著为正,表明商业银行设立理财子公司能够降低其风险承担。

x_{it} 表示对商业银行风险承担具有影响的控制变量。参考既有文献,本文从银行个体特征和宏观经济影响因素两方面选择控制变量^{[21][23]}。在银行个体特征层面,本文以总资产规模对数(SIZE)衡量其传统信贷收益能力,以净息差(NIM)衡量其表内资产盈利能力,以总资产收益率(ROA)衡量其盈利状况,以资本充足率(CAR)衡量其资本状况,以非利息收入占比(FEE)衡量其表外业务发展程度。在宏观经济影响因素层面,本文以国内生产总值增长率(GDP)衡量经济总体发展状况,以消费者价格指数增长率(CPI)衡量通货膨胀,以广义货币供给量增长率(M2)衡量货币政策宽松程度。 u_i 表示个体固定效应, λ_t 表示季度固定效应。 ϵ_{it} 为随机扰动项。具体变量定义及描述性统计结果如表1所示。

表1 主要变量说明与描述性统计

变量	说明	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
RISK	Z值取自然对数	1299	5.435	1.401	3.240	7.822
DID	银行设立理财子公司后取值为1,否则为0	1104	0.117	0.321	0.000	1.000
SIZE	总资产规模对数	1314	8.494	1.651	5.686	12.567
NIM	净息差(%)	1298	2.207	0.679	0.380	4.020
ROA	总资产收益率(%)	1314	0.786	0.301	-0.080	1.690
CAR	资本充足率(%)	1012	13.661	2.066	7.990	21.395
FEE	非利息收入占比(%)	1314	24.773	17.563	-16.855	80.145
GDP	国内生产总值增长率(%)	1314	2.048	4.506	-9.500	28.900
CPI	消费者价格指数增长率(%)	1314	0.027	0.620	-1.300	2.300
M2	广义货币供给量增长率(%)	1314	8.999	1.240	7.000	14.100

四、实证分析

(一)基准回归分析

基准回归分析主要检验设立理财子公司对其母公司商业银行风险承担的平均影响,结果见表2。第(1)列为未加入控制变量的回归结果,(2)(3)列逐步加入控制变量、个体固定效应和季度固定效应,以消除潜在时间序列和个体特征的影响。第(3)列中DID的回归系数为0.581,在1%水平上显著为正,说明银行设立理财子公司后,母公司商业银行风险承担水平下降。这表明商业银行设立理财子公司能够降低其风险承担,达到风险隔离的效果,与研究假说1相符。

表 2

基准回归结果

变量	(1) RISK	(2) RISK	(3) RISK
DID	0.393 *** (3.20)	0.626 *** (4.55)	0.581 *** (4.12)
SIZE		-0.042 (-0.14)	-1.008 (-1.41)
NIM		0.168 * (1.70)	0.200 * (1.85)
ROA		0.625 ** (1.98)	0.380 (1.12)
CAR		-0.044 (-1.14)	-0.059 (-1.43)
FEE		0.010 ** (2.22)	0.012 *** (2.60)
GDP		0.045 *** (4.71)	0.008 (0.64)
M2		-0.112 *** (-3.52)	-0.051 (-1.07)
CPI		-0.380 *** (-5.69)	-0.274 ** (-2.28)
常数项	5.496 *** (123.45)	5.079 (1.55)	15.184 ** (2.03)
个体固定效应	未控制	控制	控制
季度固定效应	未控制	未控制	控制
观测值	1098	846	846
拟合优度	0.008	0.599	0.621

注:模型中使用了银行个体聚类的稳健标准误,括号内为 t 统计量;***、**和* 分别代表在 1%、5%和 10%的水平上显著。下表同。

(二)动态分析

渐进双重差分估计要求处理组和对照组满足平行趋势假设,即设立理财子公司前,处理组和对照组的风险承担变化趋势一致。此外,基准回归结果仅表明设立理财子公司对其母公司商业银行风险承担的平均影响,不能反映设立前和设立后不同时段内影响的差异。为了探究设立理财子公司与母公司商业银行风险承担之间的动态关系,我们参考 Beck 等(2010)的做法,在基准回归中加入一系列虚拟变量^[24],用于追踪银行设立理财子公司对其不同时间段内风险承担的影响。

$$RISK_{it} = \beta_0 + \sum_{\tau=-4}^{12} \beta_{\tau} DID_{it}^{\tau} + \gamma x_{it} + u_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

模型(2)中, DID_{it}^0 表示商业银行设立理财子公司的基准期, DID_{it}^{τ} 表示理财公司设立前 τ 期($\tau = 1, \dots, 4$), DID_{it}^{τ} 表示设立理财公司后 τ 期($\tau = 1, 2, \dots, 7$)。 x_{it} 表示一系列相关控制变量, u_i 表示个体固定效应, λ_t 表示季度固定效应。

为了更直观地反映回归系数的动态变化趋势,本文以设立理财子公司前的第五期作为基期,在图 1 中绘制了 95%的置信区间下 β_{τ} 的估计结果,横轴表示设立理财子公司的相对时间,纵轴表示估计系数大小。观察图 1 可以发现,在商业银行设立理财子公司的前四期,每期虚拟变量 DID_{it}^{τ} 的系数均与 0 无显著差异,这说明设立理财子公司前,处理组和对照组的风险承担变化趋势不存在显著差异,满足平行趋势假设。在商业银行设立理财子公司的后七期,每期的虚拟变量 DID_{it}^{τ} 的系数均显著大于零,并且逐期上升。这表明商业银行设立理财子公司的风险隔离效应随着时间持续逐渐增强。

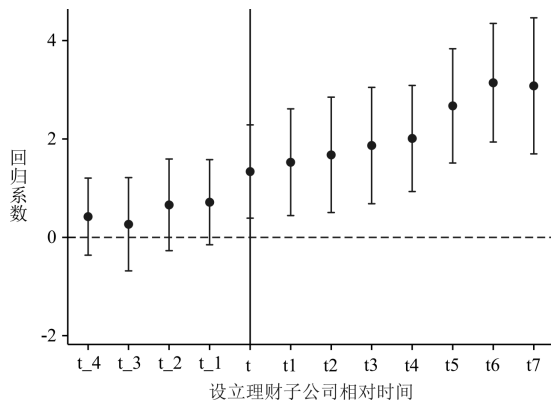


图 1 动态效应及平行趋势假设检验

(三) 稳健性检验

为了验证上述实证结果的稳健性,本文还进行了以下四个方面的稳健性检验。第一,替换被解释变量。本文选取风险加权资产占比和不良贷款率作为母公司商业银行风险承担(被解释变量)的代理变量进行检验。第二,倾向得分匹配法。为了解决样本自选择问题,本文选取商业银行资产规模、净息差、资产收益率和非利息收入占比作为协变量,采用一比一最近邻匹配方法,运用匹配后的样本进行检验。第三,考虑到商业银行是否设立理财子公司可能具有较强的样本选择性偏差,本文采用 Heckman 两阶段法缓解可能存在的内生性问题。一阶段中我们采用 Probit 模型估计发现,研究生学历以上员工占比越多、理财产品市场份额越大、银行资产规模越大和资本充足率越高时,母公司商业银行越倾向于成立理财子公司。二阶段中我们将一阶段估计得到的逆米尔斯比率(IMR)加入模型(1)中重新检验。第四,为了排除母公司商业银行风险承担的变动受不可观察因素驱动,本文使用随机分配样本进行安慰剂测试。我们随机抽取 19 家银行作为处理组,其余 65 家银行作为对照组,进行了 800 次随机抽样,并采用模型(1)重新检验。上述检验结果均与基准结果保持一致,证明本文研究结论是稳健的^①。

(四) 异质性分析

1. 发行规模和份额异质性。商业银行风险承担水平受到其发行理财产品规模 and 市场份额的影响。胡诗阳等(2019)发现商业银行拥有的理财产品市场份额越大,其经营风险越高^[6]。周边等(2020)发现银行风险波动程度与理财产品发行量呈正相关^[25]。据此可以推测:商业银行设立理财子公司对其风险承担的影响或因理财产品规模或市场份额(及其引致的非利息收入变化)不同而产生异质性。参考马理和李书灏(2016),我们采用银行发行理财产品的数量(ISSU)以及银行发行理财产品的数量占当期所有理财产品发行总量比例(SHARE)两个指标来衡量发行规模和市场份额^[12]。本文根据银行设立理财子公司前四季度发行规模和市场份额的中位数进行了高低分组,并引入分组虚拟变量与设立理财子公司的交叉项分析风险隔离效应。若理财产品规模(市场份额)高于中位数,则定义为理财产品发行量较高(市场份额较高)的银行,虚拟变量 HIGH_ISSU(HIGH_SHARE)取值为 1,否则取值为 0。回归结果见表 3 第(1)~(4)列。

表 3 第(1)列显示,发行量较高组 HIGH_ISSU 与 DID 的交乘项系数在 5%水平上显著为正,表明与理财产品发行量较低的银行相比,理财产品发行量较高的银行设立理财子公司的风险隔离效应更显著。第(2)列进一步使用理财产品发行量 ISSU 与设立理财子公司 DID 交乘项回归,DID×ISSU 系数在 5%水平上显著为正,表明发行理财产品数量越多的银行,设立理财子公司的风险隔离效应越显著。

表 3 第(3)列显示,市场份额较高组 HIGH_SHARE 与 DID 交乘项的系数在 1%水平上显著为正,这表明与理财市场份额较低的银行相比,市场份额较高的银行设立理财子公司的风险隔离效应更显著。第(4)列中市场份额 SHARE 与设立理财子公司 DID 的交乘项回归系数在 1%水平上显著,表

明理财产品市场份额占比越多的银行,设立理财子公司的风险隔离效应越显著。

2. 银行股权异质性。从经营策略和管理水平来看,不同所有制的商业银行发行理财产品的动机、风险管控存在较大差异^{[26][27]},因此发行理财产品对不同类型银行风险承担水平的影响具有异质性。国有商业银行经营大量稳健型理财产品以维持其垄断地位,理财产品对其风险承担水平影响较小;股份制商业银行出于追求高收益的目的,在息差收窄之际加快理财业务规模扩张,导致其风险承担水平上升^[4];城商行与农商行受到区域经营限制,难以保证理财业绩,进而对表内风险产生风险溢出效应^[16]。本文在以往研究基础上,将样本银行划分为三类,即国有商业银行、股份制商业银行和城商行与农商行,并进行异质性分析。回归加入虚拟变量表征商业银行的不同类型,虚拟变量 D1(D2) 等于 1 且 D2(D1) 等于 0 时,代表国有商业银行(城商行与农商行),D1 和 D2 都等于 0 时,代表股份制商业银行。

表 3 第(5)列中 DID×D1 的系数为 1.272,DID 的系数为 0.936,两者均在 1%水平上显著为正,这表明设立理财子公司降低了国有商业银行和股份制商业银行的风险承担,实现了风险隔离的目的。设立理财子公司对国有商业银行和股份制商业银行风险隔离效应显著的原因可能是,理财产品是这两类银行规避监管和调节存贷比的主要工具^[11],这两类银行发行的理财产品份额最多,设立理财子公司后,这两类银行不再开展理财业务,所以风险隔离效果显著。

表 3 异质性分析

变量	理财产品发行规模		理财产品市场份额		股权性质
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	RISK	RISK	RISK	RISK	RISK
DID×HIGH_ISSU	0.538 ** (2.32)				
DID×ISSU		0.000 ** (2.13)			
DID×HIGH_SHARE			0.581 *** (4.12)		
DID×SHARE				0.223 *** (2.91)	
DID×D1					1.272 *** (4.67)
DID					0.936 *** (4.07)
DID×D2					-0.280 * (-1.75)
控制变量	是	是	是	是	是
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
季度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	830	679	846	638	846
拟合优度	0.617	0.584	0.621	0.662	0.581

表 3 第(5)列中 DID×D2 的回归系数为-0.280,在 10%水平上显著为负,说明城商行与农商行设立理财子公司的风险隔离效应最弱。这可能是因为它们的理财业务多数与地方政府债务相关,理财资金大多投向风险较高的非标资产,且风险管理水平、内控机制质量低于国有商业银行和股份制银行,导致其在设立理财子公司前,由理财业务所造成的不良资产较多。在设立理财子公司过程中,城商行与农商行将大量不良理财资产转向银行表内,导致母公司商业银行不良资产增多,风险隔离效应减弱。此外,城商行与农商行理财业务的委外投资现象较为普遍,对于设立理财子公司后的项目风险决策未必给予完全授权,故而短时期内难以做到理财产品、业务、人员、决策完全分隔,也无法实现彻底的风险隔离。综上,商业银行设立理财子公司能够显著降低母公司商

五、机制分析

商业银行设立理财子公司具有风险隔离效应,那么实现这一效应的作用机制是什么?前文理论分析部分提出了“去嵌套、降杠杆”和“去池化、缓错配”两个可能机制。本文从两方面检验商业银行设立理财子公司实现风险隔离的完整机制。本文利用中介效应模型检验商业银行设立理财子公司影响表内杠杆率和期限错配机制,研究设计如模型(3)~(6)。

$$LEV_{it} = \kappa_0 + \kappa_1 DID_{it} + \gamma x_{it} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \tag{3}$$

$$MM_{it} = \theta_0 + \theta_1 DID_{it} + \gamma x_{it} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \tag{4}$$

$$RISK_{it} = \delta_0 + \delta_1 DID_{it} + \delta_2 LEV_{it} + \gamma x_{it} + u_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \tag{5}$$

$$RISK_{it} = \omega_0 + \omega_1 DID_{it} + \omega_2 MM_{it} + \gamma x_{it} + u_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \tag{6}$$

模型(3)~(6)中,LEV为银行杠杆率水平,MM为期限错配程度,选取流动性比率作为其代理变量^{[28][29]},流动性比率越小,期限错配程度越高,控制变量 x_{it} 与基准回归相同, u_i 表示个体固定效应, λ_t 表示季度固定效应。降杠杆和缓错配的中介效应主要通过两方面体现:一是模型(3)和(4)中DID的回归系数是否显著,即设立理财子公司是否对表内杠杆率和期限错配具有显著影响;二是在模型(5)和(6)中分别加入杠杆率和期限错配后,DID的回归系数相对基准回归是否变化明显。

表4汇报了模型(3)~(6)的估计结果。表4第(1)(2)列是“去嵌套、降杠杆”作用机制的检验结果。第(1)列是对模型(3)的估计结果,DID的回归系数在5%水平上显著为负,说明设立理财子公司后,母公司商业银行减少了多层嵌套交易,显著降低了其杠杆率。第(2)列是对模型(5)的估计结果,其中LEV的回归系数在1%水平上显著为负,说明杠杆率下降可以缓解母公司商业银行风险承担。同时,在加入杠杆率变量后,设立理财子公司对母公司商业银行风险承担影响的解释力度相较于基准回归明显下降,验证了商业银行设立理财子公司通过“去嵌套、降杠杆”影响其风险承担水平的中介机制。

表4第(3)(4)列是“去池化、缓错配”作用机制的检验结果。第(3)列是对模型(4)的估计结果,DID的回归系数在5%水平上显著为正,说明设立理财子公司打破了理财业务资金池运作方式,有效遏制了银行期限错配决策。第(4)列是对模型(6)的估计结果,其中MM的回归系数在10%水平上显著为正,说明降低期限错配可以降低母公司商业银行风险承担。同时,在加入期限错配变量后,设立理财子公司对母公司商业银行风险承担影响的解释力度相较于基准回归下降,验证了商业银行设立理财子公司通过“去池化、缓错配”操作影响其风险承担水平的中介机制。

表4 机制检验

变量	(1) LEV	(2) RISK	(3) MM	(4) RISK
LEV		-0.271*** (-3.42)		
MM				0.020* (1.85)
DID	-0.134** (-2.11)	0.543*** (3.88)	0.929** (2.07)	0.563*** (3.99)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
季度固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	852	846	846	845
拟合优度	0.864	0.626	0.950	0.621

六、进一步分析

本文研究结果表明,设立理财子公司能够降低母公司商业银行风险承担,实现风险隔离。那么,设立理财子公司能否化解理财业务风险,降低银行控股集团的整体风险承担?考虑到无法获得理财子公司的财务数据,本文将样本银行的母公司商业银行报表替换为母公司商业银行与其子公司的合并报表,进一步分析设立理财子公司对并表后的银行控股集团风险承担的影响。

表5报告了进一步分析的回归结果。其中,第(1)列为不添加控制变量的回归结果,DID回归系数不显著。第(2)~(4)列加入控制变量和双向固定效应后,DID回归系数仍然不显著,这说明设立理财子公司对银行控股集团风险承担的影响并不显著,即不存在显著的风险降低效应。其原因可能在于,设立理财子公司是为了隔离理财业务风险,但这并不代表理财业务风险下降或者消失,不能排除理财子公司为规避监管而导致其存量风险未消、增量风险渐至的可能性,更不可能杜绝理财子公司与母公司商业银行之间发生藕断丝连的隧道式关联交易。2021年,银保监会查处的理财子公司违规行为,就包括理财产品投资集中度超标、老产品部分时点出现反弹、信息披露不一致等,开具罚单总额超过1490万元。因此,设立理财子公司未必能够化解理财业务集聚的风险,不能降低理财子公司与母公司商业银行并表后的银行控股集团风险承担。

为了进一步分析设立理财子公司能否化解理财业务集聚的风险,我们筛选出样本期间内披露产品净值和风险评级的理财产品(共计1.4万个数据),对比分析商业银行和理财子公司发行的理财产品风险情况。投资者通常将理财产品的单位净值小于1元称为“破净”,破净率指破净产品数量占总发行量的比例,反映理财业务的整体风险水平。根据理财产品的投资标的类型,可将其风险评级分为五类:保守型、稳健型、平衡型、进取型和激进型,风险程度从低到高分别赋值1~5,以此得到理财业务风险结构^②。

表5 银行控股集团风险降低效应的检验结果

变量	(1) RISK	(2) RISK	(3) RISK	(4) RISK
DID	0.314 (1.24)	-0.403 (-1.54)	-0.235 (-0.92)	0.096 (0.33)
控制变量	否	是	是	是
个体固定效应	未控制	未控制	控制	控制
季度固定效应	未控制	未控制	未控制	控制
观测值	2116	1935	1935	1935
拟合优度	0.003	0.136	0.386	0.429

结果显示,设立理财子公司发行理财产品的破净率为21.4%,高于对照组和处理组母公司商业银行发行的理财产品破净率,说明设立理财子公司对降低理财产品破净率无显著影响。其原因可能是设立理财子公司过程中的净值化转型打破了原有的刚性兑付机制,导致风险在净值上显现。设立理财子公司后母公司商业银行不再承担理财产品亏损,原有的存量风险转移至理财子公司。

就风险评级而言,相较于处理组和对照组银行,理财子公司发行了更多的平衡型、进取型和激进型产品,表明理财子公司增量风险逐渐增加。其原因可能是,《管理办法》放宽了理财子公司对产品投资标的的要求,理财子公司中无论公募或私募产品,均可直接投资于股票,且取消了非标债权类资产占比限制。因此,理财子公司可能缺乏审慎性管理,规模过度扩张,导致风险在理财子公司中积聚。

七、结论和启示

本文基于2018—2021年84家商业银行的季度财务数据,利用渐进双重差分法考察了商业银行设立理财子公司的风险隔离效应及其作用机制。研究得到的主要结论如下:第一,商业银行设立理财子公司能够显著隔离理财业务风险与其他业务风险,使得母公司商业银行风险承担降低,且随着理财子公司设立时间延长,风险隔离效应不断增强;第二,设立理财子公司的风险隔离效应呈现出异质性,

在城商行与农商行中风险隔离效应最弱；第三，“去嵌套、降杠杆”和“去池化、缓错配”是设立理财子公司实现母公司商业银行业务与理财业务之间风险隔离的两个重要途径；第四，对母公司商业银行和理财子公司并表的进一步分析发现，设立理财子公司只能隔离理财业务风险，但不能降低控股银行集团的风险承担。

本文的研究结论表明，设立理财子公司具有异质性的风险隔离效应，但不能显著降低控股银行集团的总体风险承担。这一结论蕴含着丰富的政策启示。

第一，理财子公司应落实和完善与母公司商业银行的风险隔离机制。理财子公司大部分产品是从母公司商业银行迁移而来的，在设立初期的产品发行和销售仍依赖于母公司商业银行。因此商业银行特别是城商行与农商行及其理财子公司应构建差异化的内部控制体系，从法人、资本和制度等方面强化风险隔离机制。理财子公司应通过明确理财产品权责关系、配备独立风控人员、建立特有的风险准备金管理制度、加强关联交易信息披露和遵循净资本监管要求等措施，与母公司进行明确的区分，避免面对法律风险和声誉风险时发生各类风险的相互传染。

第二，重视“去嵌套、降杠杆”和“去池化、缓错配”对于风险隔离的重要作用。在理财子公司筹建期间和开业之后，商业银行应加强对理财投资组合的杠杆水平和久期缺口的管理，监管机构可将杠杆率和期限错配作为审批理财子公司设立申请的动态监管指标，并视达标情况决定是否延长理财子公司筹建过渡期。城商行与农商行原有理财不良资产较多，在理财业务“回表”后更应盯紧杠杆率和流动性波动幅度，防范出现资金链断裂、突发挤兑甚至兑付难等问题。国有商业银行和股份制商业银行风险管理水准较高、风险隔离机制相对健全，可适当放宽对它们的杠杆率和期限错配监管标准。

第三，应持续完善理财业务风险内部控制与外部监管规制。理财子公司应强化内控管理机制与组织架构，特别是维护与母公司商业银行的风险隔离机制和关联交易管理制度，加强信息披露，阻断利益输送或利益冲突，切实维护理财产品投资者利益。同时，监管部门应落实同类资管产品监管一致性，针对理财子公司风险准备金计提和管理、关联交易等方面加强现场检查和非现场监管，持续督促理财子公司稳健经营。

本文通过分析设立理财子公司对母公司商业银行及银行控股集团风险承担水平的影响，来辨识其风险隔离效应，但仍有不足与值得深究之处。目前研究缺乏统一的风险隔离的量化指标，未来研究可以构建更为理想的风险隔离度量指标，以便准确地评估设立理财子公司的风险隔离效应，有助于深入考察风险隔离的内在机理和实践价值。

注释：

①②由于篇幅限制，具体结果未报告，留存备案。

参考文献：

- [1] Acharya, V., Qian, J., Su, Y., Yang, Z. Fiscal Stimulus, Deposit Competition, and the Rise of Shadow Banking: Evidence from China[Z]. Working Paper, 2022.
- [2] Luo, R., Fang, H., Liu, J., et al. Maturity Mismatch and Incentives: Evidence from Bank Issued Wealth Management Products in China[J]. Journal of Banking & Finance, 2019, 107:105615.
- [3] 王年咏,姜晶晶,张立娟.中国经济失衡的成因分析[J].中南财经政法大学学报,2021(1):115—124.
- [4] 项后军,闫玉.理财产品发展、利率市场化与银行风险承担问题研究[J].金融研究,2017(10):99—114.
- [5] 刘承昊,刘冲,刘莉亚.影子银行监管的风险防范和信贷紧缩效应——来自资管新规的证据[J].金融研究,2023(7):40—56.
- [6] 胡诗阳,祝继高,陆正飞.商业银行吸收存款能力、发行理财及其经济后果研究[J].金融研究,2019(6):94—112.
- [7] 裘翔,周强龙.影子银行与货币政策传导[J].经济研究,2014(5):91—105.
- [8] Borio, C., Zhu, H. Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism? [J]. Journal of Financial Stability, 2012, 8(4): 236—251.
- [9] Diamond, D. W., Rajan, R. G. Illiquidity and Interest Rate Policy[Z]. National Bureau of Economic Research, 2009.

- [10] 李志辉,朱明皓,李源,等.我国金融机构的系统性风险溢出研究:测度、渠道与防范对策[J].金融研究,2023(4):55—73.
- [11] 祝继高,胡诗阳,陆正飞.商业银行从事影子银行业务的影响因素与经济后果——基于影子银行体系资金融出方的实证研究[J].金融研究,2016(1):66—82.
- [12] 马理,李书灏.资产管理业务对商业银行收益与风险的影响效应研究[J].统计研究,2016(11):32—41.
- [13] 彭俞超,马思超,王南萱,等.影子银行监管与银行风险防范[J].经济研究,2023(8):83—99.
- [14] 汤铎铎,张莹.实体经济低波动与金融去杠杆——2017年中国宏观经济中期报告[J].经济学动态,2017(8):4—17.
- [15] Gorton, G., Metrick, A. Securitized Banking and the Run-On Repo[J]. Journal of Financial Economics, 2012,104(3):425—451.
- [16] 王晓芳,权飞过.如何防范银行系统性风险:去杠杆、稳杠杆,还是优杠杆?——基于表外业务结构性数据的实证研究[J].国际金融研究,2019(9):65—75.
- [17] Song, F., Thakor, A.V., Relationship Banking, Fragility, and the Asset-Liability Matching Problem[J]. The Review of Financial Studies, 2007, 20(6): 2129—2177.
- [18] 廖岷,郭晓夏.我国商业银行异化创新业务风险分析及监管建议[J].国际金融研究,2017(4):66—75.
- [19] 肖崎,阮健浓.我国银行同业业务发展对货币政策和金融稳定的影响[J].国际金融研究,2014(3):65—73.
- [20] 方意,刘江龙.银行关联性与系统性金融风险:传染还是分担? [J].金融研究,2023(6):57—74.
- [21] 刘澜颢,李博韬.市场竞争、同业业务与银行风险承担[J].经济学动态,2021(4):38—53.
- [22] 蒋海,黄敏.敏.负债结构对银行风险承担的影响——基于中国上市银行的实证研究[J].国际金融研究,2017(7):54—65.
- [23] 刘冲,杜通,刘莉亚,李明辉.资本计量方法改革、商业银行风险偏好与信贷配置[J].金融研究,2019(7):38—56.
- [24] Beck, T., Levine, R., Levkov, A. Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States[J]. The Journal of Finance, 2010, 65(5): 1637—1667.
- [25] 周边,刘莉亚,陈垠帆.商业银行发行理财产品与股价崩盘风险[J].经济管理,2020(3):151—165.
- [26] 赵胜民,申创.市场竞争度、非利息收入对银行风险的影响[J].中南财经政法大学学报,2016(5):54—65.
- [27] 高蓓,陈晓东,李成.银行产权异质性、影子银行与货币政策有效性[J].经济研究,2020(4):53—69.
- [28] 裘翔.期限错配与商业银行利差[J].金融研究,2015(5):83—100.
- [29] Bai, J., Krishnamurthy, A., Weymuller, C. H. Measuring Liquidity Mismatch in the Banking Sector[J]. The Journal of Finance, 2018, 73(1): 51—93.

Can the Establishment of Wealth Management Subsidiaries Isolate the Risks of Commercial Banks?

WANG Nianying WU Wanke ZHOU Xianping

(School of Finance, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: This paper, by using the difference-in-difference model (DID), examines the impact of Wealth Management Subsidiary (WMS) establishment on the risk-isolation of commercial banks based on the 2018—2021 quarter data of 84 banks. The results show that the establishment of WMS significantly reduces the risk-taking level of parent commercial banks, this risk-isolation effect increases over time. Besides, heterogeneity analysis reveals that the risk-isolation effect is the weakest in the urban and rural commercial banks, and is transmitted primarily via de-nesting and fund-pool-removing channels. Further analysis by incorporating the parent bank's balance sheet with its WMS's indicates that establishing WMS is helpful for risk-isolation but doesn't reduce the overall risks taken by the banking holding group. These findings have important implications for improving internal risk control and external supervision of commercial banks.

Key words: Commercial Bank; Wealth Management Subsidiary (WMS); Risk-isolation; Risk-taking; External Supervision

(责任编辑:郭 策)