

商业银行发行理财产品与股价崩盘风险*

周 边 刘莉亚 陈垠帆

(上海财经大学金融学院,上海 200433)



内容提要: 商业银行在我国金融体系中的地位举足轻重,是金融系统性风险的重要来源。近年来,理财业务的高速成长为商业银行累积了大量的风险,但无论是监管层、业界还是学界,对银行理财产品的关注主要集中在理财产品驱动因素以及其对商业银行业务的影响上,忽略了商业银行发行理财产品所引发的风险累积及其对资本市场稳定的潜在影响。因此,本文利用2006—2016年中国境内上市银行理财产品的发行数据,从股价崩盘的角度研究其对银行自身股价产生的影响。本文研究表明:银行理财产品的发行会带来自身股价崩盘风险,理财产品发行数量越大,其股价崩盘风险越大;监管压力和理财产品刚性会加剧股价崩盘风险的发生。基于此,本文建议:相关监管机构重点关注监管考核压力较大的商业银行,商业银行要做好投资者的教育工作,淡化预期收益概念,并落实理财产品信息披露制度,更多地发行“开放式净值型”理财产品。

关键词: 商业银行 理财产品 股价崩盘 透明度 资金错配

中图分类号:F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2020)03—0151—15

一、引言

2017年中央工作经济会议将防范化解重大风险放在三大攻坚战的首位,并明确“重点是防控金融风险”。为实现“守住不发生系统性金融风险的底线”,既要防止“黑天鹅”事件发生,也要防止“灰犀牛”风险发生。在众多金融机构中,商业银行在我国金融体系中的地位举足轻重,更是金融系统性风险最主要的贡献方(白雪梅和石大龙,2014)^[1],但长期以来“隐性担保”的存在让市场对银行的潜在风险关注不高。2019年5月24日包商银行事件爆发,给监管层和业界敲响警钟,银行股全面下挫,导致同业市场、中小银行、非银金融机构等流动性受到冲击,回购和债券市场也先后被波及。其实早在2016年,德意志银行股价崩盘便引发了席卷整个欧洲的股灾。在我国,个股股价崩盘的案例在资本市场上也并非罕见(田利辉和王可第,2017)^[2]。而作为资本市场上的权重股,银行股一旦出现崩盘现象就会导致整个市场的全线下跌(孙秀琳,2009)^[3],尤其是在我国资本市场尚未走出2017年股灾阴影的大背景下,如何防范银行等权重股暴跌,维护资本市场的健康发展,防止风险从资本市场向实体经济蔓延,就成为一个十分现实的问题。

近年来,我国监管机构对商业银行监管的重点主要着眼于理财产品的监管。这是因为商业银行通过理财产品进行监管套利,使得理财产品成为影子银行系统最重要的参与方与资金提供方,这

收稿日期:2019-06-25

* 基金项目:国家自然科学基金一般项目“利率市场化进程中商业银行的信贷行为研究——理论分析与经验证据”(71573167)。

作者简介:周边,男,博士研究生,研究领域是货币银行学,电子邮箱:zhoubianlaw@163.com;刘莉亚,女,教授,博士生导师,研究领域是货币银行学,电子邮箱:liuliya@mail.shufe.edu.cn;陈垠帆,男,博士研究生,研究领域是金融市场与货币政策,电子邮箱:james.chan@163.sufe.edu.cn。通讯作者:刘莉亚。

种行为给商业银行积聚了大量的风险。2017年4月整个金融市场发生动荡,其主要原因就是银行理财产品的监管收紧后,银行纷纷赎回委外资金。由此可见,理财产品对于金融市场的稳定有着举足轻重的影响。但目前无论监管层、业界还是学界,对于理财产品风险的关注主要集中在其对银行自身的影响。商业银行发行理财产品是否会给资本市场带来崩盘风险,其引发崩盘风险的机制是什么?目前关注度还极为不足。

基于上述研究背景,本文以国内银行理财产品为切入点,利用2006—2016年上市银行的非平衡面板数据进行实证分析。从股价崩盘的角度出发,研究我国商业银行理财产品的发行对商业银行自身股价产生什么样的影响。本文可能的贡献在于:一是实证证明了理财产品的发行确实会给资本市场带来崩盘风险,且监管压力和刚性兑付的存在增大了商业银行自身股价崩盘的风险,为日后的监管政策创新提供参考;二是分析梳理和证明了影响股票崩盘风险的两条渠道——“信息不透明”与“资金错配”渠道,为新规“增强信息披露”“减少资金错配”“打破刚性兑付”等提供了理论依据。

二、文献回顾与研究假设

1. 股价崩盘的主要影响因素

股价崩盘是指公司股价短时间内发生暴跌的现象(张瑞君和徐鑫,2017)^[4]。从公司角度来看,信息不对称条件下的代理问题是导致其发生的一个重要原因,个股价格崩盘往往受公司信息透明度的影响(曾爱民和魏志华,2017)^[5]。职业经理人出于财富、声誉、晋升、职业生涯等原因,具有选择性发布消息的动机(Kothari等,2009^[6];Piotroski等,2015^[7])。当隐瞒的负面信息持续积累到一定程度集中释放时,投资者的预期突然受到强烈冲击,将导致股价剧烈波动乃至崩盘。基于此,现有学者主要从信息透明度和代理冲突两个角度研究如何预防股价崩盘风险(宋献中等,2017)^[8]。在缓解管理层的代理冲突层面,学者的研究角度主要有机构投资者行为(许年行等,2013)^[9]、税收征管(江轩宇,2013)^[10]、媒体监督(罗进辉和杜兴强,2014)^[11]、限制内部人交易(吴战箴和李晓龙,2015)^[12]、大股东持股(叶康涛等,2015)^[13]等;在提高信息透明度层面,现有研究主要关注管理层自律(曾爱民和魏志华,2017)^[5]、内部控制信息披露报告(叶康涛等,2015)^[13]、财务报告质量(Hutton等,2009^[14];Kim和Zhang,2014^[15])、会计稳健性(Kim和Zhang,2012)^[16]、会计信息可比性(Kim等,2013)^[17]等对股价崩盘的影响。

诸如以上管理层的代理问题以及提高公司信息透明度的研究是目前学界主要的关注点,而对于市场投资者的反应在股价崩盘形成期扮演的角色,已有的研究却不多。由于投资者与公司管理层之间的信息不对称,外部的信息变化很可能会引发投资者的恐慌情绪进而做出规避风险的选择,导致股价剧烈变动(Genotte和Leland,1990)^[18]。基于此逻辑,管理层出于利己的动机隐瞒坏消息是引发股价崩盘的内因,而投资者获知后的情绪反应则是外在推力,两者共同作用,导致股价的剧烈波动(宋献中等,2017)^[8]。实际上,投资者的羊群效应行为(许年行等,2013)^[9]以及商誉资产带来的崩盘风险(王文姣等,2017)^[19]都是由投资者情绪所带来的。

2. 股价理财产品业务对股价崩盘风险的影响

大量政府智库报告以及学者研究(王淳力和李建军,2013)^[20]发现,传统商业银行是中国影子银行资金的主要来源,而为规避信贷管制而产生的银行理财产品则是影子银行体系中最主要的组成成分(李波和伍戈,2011)^[21]。理财产品在监管外积累了大量的风险,并被认为是引发2017年金融市场动荡的主要风险来源。国内外学者(Acharya等,2017^[22];刘莉亚等,2019^[23])研究发现,商业银行理财产品的发行会引发风险的扩张,并且这种扩张行为会随着监管要求的变化而变化。Cai等(2018)^[24]发现商业银行通过理财产品让存款集中到期以便应付监管机构期末的各项考核要求,这种掩盖流动性风险的行为不利于商业银行的稳定运营。

虽然理财产品对金融稳定性的影响已引起普遍关注,但针对理财产品对商业银行风险溢出效应的相关研究较少,目前已有的文献主要集中在定性层面(巴曙松,2009^[25];周莉萍,2012^[26];颜永嘉,2014^[27])。理论方面,探讨理财产品对商业银行的风险溢出效应主要体现为研究理财产品与商业银行系统之间的风险关联性。林琳和曹勇(2015)^[28]通过构建DSGE模型发现在疏于监管的影子银行信贷扩张所推动的经济上升期中,商业银行监管套利的行为主导了影子银行的发展,导致金融系统呈现出高杠杆、高度期限错配和关联关系复杂的特征。经济上升时期,业务机构忽视系统性风险的行为会加剧系统的顺周期效应,破坏其原有的稳定性。实证方面,李丛文和闫世军(2015)^[29]则通过GARCH时变Copula-CoVaR模型度量了影子银行系统对不同类型商业银行风险溢出效果。郭晔和赵静(2017)^[30]认为存款竞争显著地增加了我国影子银行规模,并且通过影子银行渠道导致银行系统风险大幅增长。但是理财产品发行是否会给资本市场上带来风险,这种影响是否会因为商业银行性质和理财产品类型不同而存在异质性?其背后的作用机制是什么样的?目前暂无相关研究。

3. 银行理财产品业务对股价崩盘风险的影响

理财产品是银行在信贷配给、资本约束、存贷比约束、流动性约束以及地方融资平台债务清理等调控措施下,为地方政府、房地产项目等融资的非信贷的方式(刘煜辉,2013)^[31]。随着监管政策趋严,为避免政府监管和实施更有效的投资,商业银行开始以理财产品为突破口,绕开监管进行投资。更有甚者,开始出现银行利用理财产品实现不良资产非洁净出表或虚假出表、人为调节监管指标的情况。由于理财产品本身属于表外项目,不会在财务报表上进行披露,投资人难以完整获知理财产品规模的信息,只能得到银行发行理财产品个数的信息,也只能通过这种模糊的信息对银行发行理财产品行为进行判断。所以对投资者而言,银行大量地发行理财产品实际上是在向市场发出“符合监管要求的资产有限”的信号。一旦投资者意识到理财产品实际风险的存在,就会迅速撤资,理性的投资人出于避险的考虑,对股票进行抛售(Gennaioli等,2012)^[32]。因此,本文提出如下假设:

H₁:当银行发行更多理财产品的时候,其自身股价的崩盘风险更大。

银行发行理财产品的一个非常重要的动机就是为了进行监管套利。Cai等(2018)^[24]的研究发现,理财产品实际上是商业银行进行监管套利或者时机选择的重要工具。在实际操作中也确实存在中小银行利用影子银行进行委托贷款,进而掩盖其资产负债表风险暴露程度的行为(Chen等,2016)^[33]。已有研究也表明,面临较大监管考核压力的银行,为了规避监管,更有动机扩张表外理财产品业务,导致其该项业务风险加剧。因此,当监管压力更大的银行发行理财产品时,投资人便更有动机怀疑商业银行的运营状况,以及其所发行的理财产品的风险状态,其反应也更加剧烈,更有动机抛售其所持有的商业银行股票。因此,本文提出如下假设:

H_{1a}:监管压力越大的银行发行理财产品会给自身带来更大的股价崩盘风险。

实际操作中,我国商业银行发行的理财产品简单来说又可以分为保本理财和非保本理财两种。从法律关系界定来说,非保本理财产品仍承担“隐性担保”责任。从实际操作来说,非保本理财发展时间短,体系制度不完善,但牵涉范围大,受众面广,消费者的风险识别能力、投资经历、文化层次等参差不齐。这意味着非保本理财到期后,一旦达不到预期收益,很可能会引发群体性事件。监管机构与理财发行者本着维护金融市场秩序、维护自身声誉、保护消费者权益、树立市场形象的目的,都倾向于使用安抚手段,以灵活方式补贴消费者以达到预期收益(俞挺,2017)^[34]。这就意味着非保本理财在监管与风险控制上要远远弱于保本理财,但在责任承担上却与保本理财区别不大,商业银行所承担的风险与收益严重错位。商业银行理财产品的刚性兑付可能会给银行带来巨大的包袱,投资者也不得不重新考量理财产品背后所隐藏的风险,甚至会因此而抛售其股票,引发崩盘风险。因此,本文提出如下假设:

H_{1b}:理财产品刚性兑付压力越大的银行,其自身股价崩盘风险越大。

4. 理财产品发行影响股价崩盘风险的机制探索

(1)信息不对称效应:从管理层隐藏“坏消息”导致公司股价崩盘视角来看,本研究认为理财产品发行影响股价崩盘风险主要是因为理财产品带来的信息不对称的问题。首先,理财产品发行会降低商业银行的透明度。Wagner(2009)^[35]构建理论模型发现,金融衍生品在帮助商业银行管理者规避监管的同时,也会降低银行的透明度(刘莉亚,2019)^[23]。Dewally(2013)^[36]通过实证验证了这一观点,同时还发现金融衍生品会进一步加剧其股价的不稳定性。透明度的降低之所以会削弱股价稳定性主要是通过以下两个渠道。一方面,理财产品透明度的降低会影响投资人对商业银行的风险评价,导致风险厌恶者抛售股票,降低股价稳定性。根据信号模型理论(Stein,1989^[37]; Hermalin 和 Weisbach,2007^[38]),当理财产品存在信息不对称时,对理财产品潜在风险的担忧会降低投资人对商业银行的信任度和风险评价,不同风险厌恶程度的投资者对公司未来的表现也会存在更大的分歧。由此推断,理财产品信息不透明程度越大,就会有更多的高风险厌恶者因商业银行风险评价超过其阈值而抛售股票,商业银行股价的波动性也随之上升。

另一方面,理财产品透明度降低会影响风险信息的传递效率,提高坏消息集中爆发的可能性,进而增加商业银行自身股价不稳定性。实证研究证明负面信息的及时传递是可以降低未来股价崩盘风险(Robin 和 Zhang,2015)^[39]。这是因为更高的透明度意味着投资人对风险拥有更清晰的认识,会根据自己的情况提前对股票进行处置安排而不会集中抛售引发崩盘风险。反之,随着时间的增长,透明度的降低会增加公司向市场突然释放极端信息的可能性(Jin 和 Myers,2006)^[40],进而影响公司在资本市场上的表现。因此,本文认为,理财产品信息不透明会加剧理财产品发行导致的崩盘风险,信息不透明的理财产品发行得越多,银行面临的崩盘风险就越大。因此,本文提出如下假设:

H₂:理财产品信息不对称程度会加剧理财产品发行导致的股价崩盘风险。

(2)期限错配效应:理财产品的发行和运营也会带来流动性错配的问题。早期银行发行理财产品是采取一对一的方式,即将理财产品募集到的资金专项用于投资某个标的,这种方式方便简单,产品与标的同时到期,银行无需担心资金缺口的风险。不过,一旦该理财产品投资标的出现问题,风险就会不可避免地暴露,给银行声誉带来不好的影响。为解决这个问题,银行开始统一管理多款理财产品募集到的资金,投资对象倾向于集合性资产包并将其收益作为多款理财产品收益的统一来源。这些资产包通常都由存款、债券、回购等多元化产品组成。通过循环发行的理财产品保障资金的稳定性,这种利用资金与资产的期限错配、流动性错配赚取溢价的模式近年发展较快。然而,理财资金流动性错配的风险显而易见,它使得原来应该传递给投资人的风险停留在了银行体系之中,需要通过“短借长贷”的方式滚动发行产品以支撑项目到期,对银行的经营管理提出了巨大的考验。2013年,银监会8号文明确提出理财业务“三个单独”,并规范信息披露要求,但依旧难以彻底改变理财产品现行资金池的业务模式(廖岷和郭晓夏,2017)^[41]。

流动性错配导致股价下跌的渠道也有两条。一方面,流动性错配会使得理财产品产生损失或无法兑付的风险。根据Diamond和Dybvig(1983)^[42]的DD模型,银行挤兑实际上是存款者心理预期“自我实现”的产物,当超过特定数量的客户在短时间都要取出他们的存款时,将会最终造成银行挤兑的真实发生。我国理财产品长期以来都扮演着存款替代品的角色,因此,DD模型同样适用于理财产品。银行理财产品的挤兑赎回一旦发生,银行出于维护声誉的需要将不得不进行资产抛售,这种潜在的挤兑会给银行甚至整个市场带来巨大的恐慌和损失,降低银行价值,从而引发股票崩盘。另一方面,流动性错配问题会带来更高的利息成本和运营成本。这是由于当银行意识到理财产品资金流动性错配可能带来的问题时,会利用各种不同期限、类型的投资标的相互补足流动性;商业银行还可能暂时用自有资金、开展同业业务和发售新理财产品来获取资金,以进行兑付,消除风险暴露(王中华,2015)^[43]。然而,复杂的风险管理手段会增加银行的运营成本,弥补损失

的资金获取方式会增加银行的利息成本,进而降低银行的价值。由于理财产品资金错配程度是无法被直接观测到的,投资者只能根据理财产品的期限长度来猜测资金错配程度,理财产品的期限越短,更容易被认为资金错配问题。基于以上分析,本文判断银行发行理财产品的资金错配程度越大,股价崩盘风险越大。换句话说,投资者对期限更短的理财产品更加敏感。因此,本文提出如下假设:

H₃: 银行发行理财产品的资金错配程度越大,其自身股价崩盘风险越大。

三、研究设计

1. 数据来源与样本

本文研究对象为中国 A 股上市银行,其中银行的周收盘价(除权除息后)、总股本和沪深 300 数据来自万得数据库。本文理财层面数据主要来自中国理财网,数据包含理财产品的名称、发行日期、风险、发行单位、币种、时间长度、收益率计息日期、规模等基本信息;银行层面数据中商业银行属性定义来源于《银行业金融机构法人名单(截至 2018 年 12 月底)》,根据该名单将样本分为国有大型商业银行、股份制商业银行以及城市/农村商业银行三大类;其余银行层面数据以及宏观经济层面的数据主要来自于国泰安数据库。

2. 变量选择与度量

本文涉及到的主要变量、符号表达和简单定义如表 1 所示,本文在此对涉及到的变量进行具体说明。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	度量方法
崩盘风险 ($Crashrisk_{i,t}$)	$Lncskew_{i,t}$	滞后一期的银行股价崩盘风险,具体操作见上文
	$Lduvol_{i,t}$	滞后一期的银行股价崩盘风险,具体操作见上文
理财业务规模	$numumpw_{i,t}$	i 银行在 t 周新发行的理财产品的数量
监管压力	CAR	一级资本充足率
信息不对称程度	$information_{i,t}$	银行理财产品信息的平均缺漏程度,具体操作见正文
理财产品刚性兑付程度	$breakeven_{i,t}$	i 银行在 t 周发行的理财产品中非保本保收益理财产品数量的比例
流动性错配程度	$mismatch_{i,t}$	i 银行在 t 周发行的理财产品的期限长度总和
资产规模	$lnasset$	资产规模的对数
银行收益	ROA	资产收益率
商业银行属性	$bnature$	$bnature0$ 代表大型国有银行; $bnature1$ 代表股份制商业银行; $bnature2$ 代表城商行和农商行
GDP 增长率	$rgdp_g$	GDP 季度环比增长率
国房景气指数	$estate_index$	月度国房景气指数
货币投放量	$M1$	月度 M1 货币投放量
工业企业生产价格指数	ppi	月度工业企业生产价格指数

资料来源:本文整理

(1)被解释变量:股价崩盘风险($Crashrisk_{i,t}$)。本文在过往文献的基础上(许年行等,2013^[9]; Hutton 等,2009^[14]; Chen 等,2001^[44]; Piotroski 和 Roulstone,2004^[45]; 权小锋等,2015^[46]),选择如下两个指标来度量企业的股价崩盘风险:负收益偏度($Nc skew_{i,t}$)和股价阶段波动性差异($Du vol_{i,t}$)。

首先用如下模型估计股票的特有收益率:

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+1} + \beta_5 r_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t}$$

其中, $r_{i,t}$ 为股票*i*在第*t*周的收益率, $r_{m,t}$ 为第*t*天用流通市值加权的平均市场收益率。获得上述回归的残差项后,就可以计算股票*i*在第*t*周的特有收益为:

$$w_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$$

接下来,利用得到的公司特有收益率构建股价崩盘风险指标。负收益偏度的计算方法为:

$$Ncskew_{i,t} = - [n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum w_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2) (\sum w_{i,t}^2)^{3/2}]$$

其中, n 为股票*i*在当季度交易的天数。

$Duvol_{i,t}$ 度量的是股价上升和下降阶段波动性的差异(down-to-up volatility)。首先,通过比较股票*i*经过市场调整后的周收益率($w_{i,t}$)和年平均收益,将数据分为上升阶段(up weeks)和下降阶段(down weeks),并分别计算两个阶段股票收益的标准差(R_u, R_d)。之后计算 $Duvol_{i,t}$,公式如下:

$$Duvol_{i,t} = \ln \left\{ \frac{[(n_u - 1) \sum_{Down} w_{i,t}^2]}{[(n_d - 1) \sum_{Up} w_{i,t}^2]} \right\}$$

其中, $n_u(n_d)$ 为股票*i*上升(下降)阶段子样本的样本数。以往研究认为股价崩盘通常是由于管理层隐藏的公司坏消息积累到一定程度后,无法继续隐藏集中披露引起的(Kothari等,2009^[6]; Chen等,2001^[44]; Kim等,2011a^[47],2011b^[48])。理想状态下,如果管理层没有隐藏坏消息, $w_{i,t}$ 就应该是无偏的,即, $w_{i,t}$ 处于上升和下降阶段是等概率的,上升和下降的幅度也应该是一致的($R_d = R_u$)。现实中,由于管理层会隐藏坏消息,导致股票特有收益上升的概率偏多,整体收益分布有偏;集中披露坏消息,会导致特有收益下降的幅度大于上升的幅度。体现在崩盘风险指标上, $Ncskew$ 、 $Duvol$ 的数值越大,说明收益率分布左偏越严重,也意味着股价崩盘风险越大。

(2)解释变量与控制变量:本文解释变量包括理财产品发行量($numumpw_{i,t}$)、资金错配程度($mismatch_{i,t}$)、信息不对称程度($information_{i,t}$)、监管压力(CAR)、理财产品刚性兑付程度($breakeven_{i,t}$),其具体计算方法如下。

理财产品发行量($numumpw_{i,t}$):用来衡量*i*银行在*t*周发行的理财产品量,包含*i*银行在*t*周发行的理财产品个数。由于银行并不会公布每一只理财产品所募集的资金,因此,本文使用理财产品一周的发行量作为代理变量。

资金错配程度($mismatch_{i,t}$):用来衡量*i*银行理财产品业务的“短借长贷”程度。一般来说,能产生较高利润的非标项目期限较长,但是投资者更倾向购买期限比较短的理财产品,所以理财产品业务长期以来以“资金池”模式运行。虽然银保监会多次发文强调理财产品资金池要和产品一一对应,但实际操作中资金集中运用的方式仍然普遍,“一对一”的监管要求形同虚设。由于非标项目的透明度极低,经过多层嵌套后甚至连产品最初发起人都难以准确度量资金池的流动性程度。所以投资者也只能根据理财产品的期限长度来猜测理财产品的资金错配程度。假定产品投资项目的期限一定,那么银行发行的产品期限普遍越短,则资金池流动性越低、资金错配问题越严重。因此,本文使用的 $mismatch_{i,t}$ 这一指标使用*i*银行在*t*周发行的理财产品的期限长度总和作为代理变量。

信息不对称程度($information_{i,t}$):不同银行理财产品披露的信息差异较大,本研究认为披露的信息越多,透明度越高。因此,在参考以往研究的基础上,本文利用每家银行理财产品披露信息的缺漏程度作为理财产品信息不对称程度的代理变量(刘莉亚,2019)^[23]。具体来说,本文通过对理财产品的合作类型、预计最高年收益率、预期年收益率下限、收益获取方式、保证收益、保本比率、业务模式、是否结构性、投资对象、提前赎回权、是否可质押和流动性这几样理财产品关键信息的披露

情况进行观察,如果披露记为0,否则记为1;然后统计每家银行每年披露的所有理财产品的平均披露程度。该指标越高,信息不对称程度越高。

监管压力用资本监管指标即资本充足率(CAR)表示。CAR指标越低,说明其资本缓冲越少,资本监管压力更大。本文预期,各项监管压力越大的银行发行理财产品带来的崩盘风险(Crashrisk_{*i,t*})将越大。

理财产品刚性兑付程度(breakeven_{*i,t*}):该指标表示*i*银行在*t*周发行的理财产品中非保本理财占比。该指标越高,说明非保本理财占比越大。在我国理财产品分为保本理财和非保本理财两种,其中保本理财因为已经计提了准备金相对安全。因此,刚性兑付问题其实是专门针对非保本理财的。本文预期,银行发行理财产品中非保本理财比例越高,商业银行面临的刚性兑付压力越大,理财产品发行给银行自身带来的崩盘风险(Crashrisk_{*i,t*})将越大。

控制变量(control_{*i,t*}):包含银行层面、宏观层面的变量。其中银行层面的变量包括资产规模的对数(lnasset)、商业银行属性(bnature)、银行收益(ROA),分别用以控制商业银行属性、规模效应、银行风险和经营效率。宏观层面变量包括GDP季度增长率(rgdp_q)、国房景气指数(estate_index)、货币供应量(M1)以及工业企业生产价格指数(ppi),分别用以控制经济形势、房地产热度和货币宽松程度对银行股价崩盘风险的影响。

3. 实证模型设定

(1)理财产品发行对股票崩盘风险影响的检验模型。模型设定如下:

$$Crashrisk_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times num_{i,t} + \beta_2 \times bature_{i,t} + \beta_3 \times control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Crashrisk_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times num_{i,t} + \beta_2 \times CAR + \beta_3 \times CAR * num_{i,t} + \beta_4 \times bature_{i,t} + \beta_5 \times control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Crashrisk_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times num_{i,t} + \beta_2 \times breakeven_{i,t} + \beta_3 \times breakeven_{i,t} * num_{i,t} + \beta_4 \times bature_{i,t} + \beta_5 \times control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, Crashrisk_{*i,t*}是*i*银行在*t*周时的股价崩盘风险; num_{*i,t*}是*i*银行在*t*周发行的理财产品数量; bnature_{*i,t*}是*i*银行在*t*周时的性质,国有商业银行、股份制商业银行还是城市商业银行; CAR是*i*银行在*t*周面临的各类监管压力; CAR * num_{*i,t*}是各类监管压力与理财产品发行数量的交乘项; breakeven_{*i,t*}是*i*银行在*t*周发行的理财产品中非保本保收益理财产品数量的比例,用来衡量银行理财产品的刚性兑付程度; control_{*i,t*}为控制变量向量。如果显著为正,则假设 H₁ 得到验证;如果(2)式、(3)式中显著为正,则假设 H_{1a}和假设 H_{1b}得到验证。

(2)信息不对称机制与期限错配机制的分析模型。模型设定如下:

$$Crashrisk_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times num_{i,t} + \beta_2 \times mismatch_{i,t} + \beta_3 \times mismatch_{i,t} * num_{i,t} + \beta_4 \times bature_{i,t} + \beta_5 \times control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Crashrisk_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times num_{i,t} + \beta_2 \times information_{i,t} + \beta_3 \times information_{i,t} * num_{i,t} + \beta_4 \times bature_{i,t} + \beta_5 \times control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, mismatch_{*i,t*}是*i*银行在*t*周发行的理财产品的期限长度总和,用来衡量资金错配程度; mismatch_{*i,t*} * num_{*i,t*}是银行理财产品的刚性兑付程度与理财产品发行数量的交乘项; information_{*i,t*}是*i*银行在*t*周发行的理财产品的信息不对称程度; information_{*i,t*} * num_{*i,t*}银行理财产品的信息不对称程度与理财产品发行数量的交乘项。如果(4)式、(5)式中显著为正,则假设 H₂ 和假设 H₃ 得到验证。

4. 描述性统计与相关性分析

表2是本文主要变量的相关系数表, lncskew与 numwmpw、breakeven、CAR、information、mismatch等主要被解释变量的关系基本为正,初步符合理论预计。在本文中,股价崩盘风险采用了滞后一期的数据,包括 lncskew和 lduvol,其中 lncskew均值为-0.610, lduvol的均值为0.190。监管指标方面,

资本充足率均值为 12.3%,如此高的资本充足率主要是因为我国银行业在 20 世纪 90 年代曾经经历过严重的呆坏账,导致我国对银行资本充足率非常重视,并要求严格控制不良贷款。在刚性兑付程度方面,平均值为 0.25,即使 2014 年监管机构就发文要求“银行理财产品销售时不得承诺保本保收益”,但出于迎合市场的需要,保本或保息理财产品依旧是主流。衡量资金错配程度的指标上, *mismatch* 均值为 3634 天,但方差极大,说明理财产品期限差距较大。在衡量透明度指标方面, *information* 的平均值为 94.67,说明理财产品信息缺漏较为普遍。

表 2 相关性检验与描述性统计

变量	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. <i>lnskew</i>	1													
2. <i>ldvol</i>	0.04*	1												
3. <i>numwmpw</i>	0.31*	-0.09*	1											
4. <i>breakeven</i>	0.06*	0.02	-0.15*	1										
5. <i>information</i>	0.30*	-0.09*	0.98*	-0.07*	1									
5. <i>mismatch</i>	0.31*	-0.09*	0.81*	-0.05*	0.82*	1								
7. <i>roa</i>	0.09*	0.03	0.20*	-0.00	0.23*	0.25*	1							
8. <i>lnasset</i>	0.10*	0.04*	0.45*	-0.19*	0.41*	0.38*	0.19*	1						
9. <i>rgdp_q</i>	-0.76*	-0.08*	-0.35*	0.02	-0.34*	-0.36*	-0.10*	-0.20*	1					
10. <i>m1</i>	0.72*	0.08*	0.39*	0.01	0.38*	0.40*	0.14*	0.21*	-0.86*	1				
11. <i>estate_index</i>	-0.74*	-0.12*	-0.35*	0.02	-0.34*	-0.36*	-0.12*	-0.20*	0.96*	-0.86*	1			
12. <i>ppi</i>	-0.70*	-0.16*	-0.35*	0.02	-0.34*	-0.36*	-0.12*	-0.21*	0.91*	-0.83*	0.92*	1		
13. <i>bnature</i>	0.07*	-0.01	-0.41*	0.18*	-0.38*	-0.32*	-0.16*	-0.91*	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	1	
14. <i>CAR</i>	0.12*	-0.21*	0.21*	0.05*	0.20*	0.22*	0.18*	0.15*	-0.07*	0.04*	-0.12*	-0.07*	-0.16*	1
均值	-0.61	0.19	34.25	0.25	94.67	3634	1.3	28.81	108.3	300000	97.65	99.96	2.87	12.3
标准差	0.23	0.43	34.91	0.23	110.9	3911	1.38	1.15	1.34	39241	3.87	4.08	0.69	1.39

注: * 表示在 5% 的水平上显著

资料来源: 本文整理

四、实证结果与分析

1. 基准回归结果

(1) 商业银行不同监管压力下理财产品发行与崩盘风险。本文使用核心资本充足率 (*CAR*) 考察银行监管压力, 从表 3 结果来看, 理财产品发行数量影响显著为正, 但是 *CAR* 与崩盘风险也为正, 其结果并不理想。但是理财产品发行数量与 *CAR* 的交乘项为负, 依旧能说明在发行理财数量增多时, 资本充足率的提高有利于降低股票崩盘的风险。假设 H_1 得到检验。

表 3 商业银行不同监管压力 (*CAR*) 下理财产品发行与崩盘风险

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
	<i>lnskew</i>	<i>lnskew</i>	<i>lnskew</i>	<i>ldvol</i>	<i>ldvol</i>	<i>ldvol</i>
<i>numwmpw</i>	0.005*** (4.128)	0.003*** (3.871)	0.003*** (4.542)	0.036*** (12.11)	0.004** (2.214)	-0.001 (-0.395)
<i>CAR</i>	0.029*** (8.76)	0.026*** (8.961)	0.018*** (7.452)	0.061*** (7.26)	0.020*** (2.718)	0.030*** (4.619)
<i>CAR</i> * <i>numwmpw</i>	-0.000*** (-3.814)	-0.000*** (-3.254)	-0.000*** (-4.040)	-0.003*** (-11.76)	-0.000** (-2.126)	0.000 (0.967)

续表 3

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
	<i>lnskew</i>	<i>lnskew</i>	<i>lnskew</i>	<i>lduol</i>	<i>lduol</i>	<i>lduol</i>
<i>bnature1</i>	0.095 *** (6.42)	0.073 *** (6.506)		-0.250 *** (-6.348)	-0.581 *** (-19.13)	
<i>bnature2</i>	0.095 *** (4.714)	0.080 *** (4.432)		-0.673 *** (-12.36)	-1.033 *** (-20.83)	
<i>bnature1 * numwpmw</i>	-0.001 ** (-2.318)			-0.009 *** (-13.33)		
<i>bnature2 * numwpmw</i>	-0.000 (-0.574)			-0.010 *** (-9.436)		
<i>roa</i>	-0.000 (-0.012)	0.000 (0.007)	0.000 (0.114)	0.023 *** (5.342)	0.024 *** (5.49)	0.022 *** (4.838)
<i>lnasset</i>	0.009 * (1.645)	0.006 (1.065)	-0.017 *** (-7.391)	-0.273 *** (-18.24)	-0.331 *** (-22.38)	-0.049 *** (-7.605)
<i>rgdp_q</i>	-0.088 *** (-13.66)	-0.089 *** (-13.80)	-0.086 *** (-13.37)	0.099 *** (5.427)	0.082 *** (4.4)	0.090 *** (4.586)
<i>m1</i>	0.000 *** (12.84)	0.000 *** (12.77)	0.000 *** (13.31)	0.000 * (1.74)	0.000 (0.566)	0.000 ** (2.468)
<i>estate_index</i>	-0.004 * (-1.663)	-0.004 (-1.559)	-0.006 *** (-2.664)	-0.076 *** (-12.29)	-0.069 *** (-10.88)	-0.063 *** (-9.639)
<i>ppi</i>	0.004 ** (2.409)	0.004 ** (2.373)	0.004 ** (2.413)	0.018 *** (4.379)	0.015 *** (3.653)	0.020 *** (4.678)
<i>Constant</i>	7.740 *** (13.33)	7.968 *** (13.92)	8.694 *** (15.84)	2.362 (1.447)	6.180 *** (3.735)	-4.163 ** (-2.508)
样本量	4254	4254	4254	3976	3976	3976
R^2	0.613	0.612	0.608	0.207	0.162	0.068
调整 R^2	0.607	0.607	0.607	0.066	0.066	0.066

注:括号内为 t 值; *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

股票未来的崩盘风险与银行资产规模呈显著负相关,说明银行体量自身确实可以起到缓解崩盘风险的作用。同时文章还发现,国房指数(*estate_index*)与股票未来的崩盘风险显著负相关,主要是因为目前大量的银行资金以及理财产品资金涌入房地产市场,在房地产景气时,银行经营状况是不断改善的,因此,国房指数与未来崩盘风险负相关。

综合以上分析,假设 H_1 与假设 H_{1a} 得到验证,即监管压力越大的银行发行理财产品会给自身带来更大的股价崩盘风险。

(2) 商业银行发行不同刚性兑付程度的理财产品与崩盘风险。根据前面的分析,本文认为商业银行发行不同类型理财产品带来的崩盘风险是不同的。从表 4 中模型(1)~模型(3)可以看到,商业银行发行非保本理财产品比例与股价崩盘风险正相关从模型(5)可以看出,在控制银行性质的条件下,商业银行发行非保本理财产品比例与理财产品发行量的交乘项与股票未来的崩盘风险呈显著正相关的关系,这说明理财产品非保本理财比例的上升会显著降低银行未来的崩盘风险。而模型(2)和模型(5)的结果显示,理财产品数量与性质的交乘项和股票的崩盘风险负相关,说明

不同性质商业银行发行理财产品给自身带来的崩盘风险是不同的。假设 H_1 、假设 H_{1b} 被验证,即银行发行理财产品刚性兑付比例越高会给自身带来更大的股价崩盘风险。

表 4 商业银行发行不同刚性兑付程度理财产品与崩盘风险

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
	<i>lnskew</i>	<i>lnskew</i>	<i>lnskew</i>	<i>ldwol</i>	<i>ldwol</i>	<i>ldwol</i>
<i>numwmpw</i>	0.001 *** (3.433)	0.001 *** (3.177)	0.001 *** (2.755)	0.001 ** (2.437)	0.003 *** (5.572)	0.003 *** (4.693)
<i>breakeven</i>	0.056 *** (3.731)	0.041 *** (2.675)	0.047 *** (3.219)	-0.099 ** (-2.054)	-0.149 (-3.119)	0.090 * (1.924)
<i>breakeven * numwmpw</i>	-0.000 (-0.668)	0.000 (1.262)	0.000 (0.14)	0.003 (1.22)	0.004 ** (1.968)	-0.003 (-1.513)
<i>bnature1</i>	0.033 *** (2.785)	0.058 *** (4.023)		-0.627 *** (-11.19)	-0.360 *** (-5.221)	
<i>bnature2</i>	0.062 *** (2.855)	0.098 *** (4.161)		-0.882 *** (-8.306)	-0.484 *** (-4.096)	
<i>bnature1 * numwmpw</i>		-0.001 *** (3.027)			-0.005 *** (-6.278)	
<i>bnature2 * numwmpw</i>		-0.001 *** (-3.355)			-0.010 *** (-5.050)	
<i>Constant</i>	8.352 *** (12.93)	8.145 *** (12.58)	8.916 *** (14.47)	6.050 ** (2.295)	2.883 (1.092)	-4.055 (-1.570)
样本量	3050	3050	3050	1533	1533	1533
R^2	0.625	0.627	0.624	0.172	0.2	0.091
调整 R^2	0.623	0.623	0.623	0.086	0.086	0.086

注:括号内为 t 值;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著

资料来源:本文整理

2. 商业银行理财产品发行与崩盘风险的机制检验

(1)信息不对称假说的验证。根据前面的分析,本文认为信息不对称会加剧理财产品发行导致的崩盘风险。受篇幅限制,本部分只展示关键变量,相关数据备案(下同)。从表5模型(3)和模型(6)可以看出,在不控制银行性质的条件下,商业银行理财产品发行量与不透明度的交乘项显著为正。这说明理财产品信息不对称会显著提高银行未来的崩盘风险。在控制了银行性质以后,模型(1)和模型(4)中商业银行发行理财产品数量与信息不对称程度的交乘项与股票未来的崩盘风险的结果依旧保持不变。信息不对称假说被验证,即银行发行透明度更低的理财产品会带来更大的崩盘风险。假设 H_2 得到检验。

表 5 信息不对称下的理财产品发行与崩盘风险

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
	<i>ldwol</i>	<i>ldwol</i>	<i>ldwol</i>	<i>lnskew</i>	<i>lnskew</i>	<i>lnskew</i>
<i>numwmpw</i>	-0.001 (-0.981)	-0.002 (-1.253)	-0.000 (-0.329)	0.001 *** (4.191)	0.000 (0.879)	0.000 (0.559)
<i>information</i>	0.000 (0.646)	0.001 (1.108)	0.000 (0.82)	0.000 ** (2.009)	0.000 *** (3.127)	0.000 *** (3.274)
<i>information * numwmpw</i>	0.000 ** (2.561)	0.000 ** (2.52)	0.000 *** (2.851)	0.000 *** (10.30)	0.000 *** (7.526)	0.000 *** (7.538)

续表 5

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
	<i>ldwolv</i>	<i>ldwolv</i>	<i>ldwolv</i>	<i>lncskew</i>	<i>lncskew</i>	<i>lncskew</i>
<i>Constant</i>	13.130*** (12.26)	12.290*** (11.61)	7.342*** (8.196)	1.973*** (9.699)	2.195*** (10.83)	2.315*** (13.2)
是否控制银行性质	Y	Y	N	Y	Y	N
是否控制银行性质与数量的交乘项	Y	N	N	Y	N	N
样本量	1800	1800	1800	1918	1918	1918
<i>R</i> ²	0.278	0.266	0.236	0.809	0.802	0.802
调整 <i>R</i> ²	0.233	0.233	0.233	0.801	0.801	0.801

注:括号内为 *t* 值; *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

(2)流动性错配假说的验证。在我国理财产品“资金池”模式下,理财资金错配是天然存在的,因此,投资者可以也只能根据理财产品的期限长度来猜测理财产品的资金错配程度,期限越短的理财产品越容易被认为存在严重的资金错配问题。在表 6 中,使用了理财产品期限长度之和作为衡量理财产品资金错配程度的代理变量。结果显示,银行发行理财产品越多,股票未来的崩盘风险越大,同时理财产品期限长度之和与理财产品发行数量的交乘项显著为负,说明理财产品期限长度越短,反而会提高股票的崩盘风险。因此,这个结果验证了流动性错配假说,即银行发行理财产品的资金错配程度越大,股价崩盘风险越大。假设 H_3 得到检验。

表 6 流动性错配下的理财产品发行与崩盘风险

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
	<i>lncskew</i>	<i>lncskew</i>	<i>lncskew</i>	<i>ldwolv</i>	<i>ldwolv</i>	<i>ldwolv</i>
<i>numwmpw</i>	0.001*** (5.895)	0.001*** (6.066)	0.001*** (6.646)	-0.003*** (-6.899)	-0.003*** (-7.644)	-0.002*** (-4.234)
<i>mismatch</i>	0.000** (2.523)	0.000** (2.071)	0.000*** (3.267)	-0.000* (-1.905)	-0.000 (-0.147)	0.000* (1.786)
<i>mismatch * numwmpw</i>	-0.000*** (-5.018)	-0.000*** (-4.520)	-0.000*** (-5.850)	-0.000*** (-12.19)	-0.000*** (-9.094)	-0.000*** (-5.46)
<i>Constant</i>	8.534*** (15.53)	7.904*** (13.71)	7.727*** (13.37)	-3.193* (-1.954)	6.856*** (4.192)	6.397*** (3.911)
是否控制银行性质	N	Y	Y	N	Y	Y
是否控制银行性质与数量的交乘项	N	N	Y	N	N	Y
样本量	4254	4254	4254	3976	3976	3976
<i>R</i> ²	0.605	0.607	0.609	0.094	0.182	0.19
调整 <i>R</i> ²	0.607	0.607	0.607	0.188	0.188	0.188

注:括号内为 *t* 值; *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

3. 稳健性检验

(1)哑变量 *crash* 作为股价崩盘风险度量。首先,本文进一步采用哑变量 *crash* 作为股价崩盘风险度量(曾爱民和魏志华,2017^[5];Hutton 等,2009^[14];潘越等,2011^[49])以增强研究结论的稳健性。*crash* 的计算方法为: $W_{i,t} \leq average(W_{i,t}) - 3.09\sigma_i$ 。其中,*average*($W_{i,t}$)和 σ_i 分别为公司 *i* 特定周收益率的年度平均值和标准差。在各会计年度内,若公司特定周收益 $W_{i,t}$ 一次或多次使得上

述不等式成立,则该公司年度 *crash* 取值为 1,否则为 0。采用 *crash* 度量股价崩盘风险并进行 Logit 回归发现,实证结论总体规律保持不变^①。

(2)使用核心一级资本充足率作为监管压力的代理变量。一级核心资本充足率与银行理财产品发行数量的交乘项显著为负,说明资本充足率的提高有利于降低银行自身的崩盘风险,但是对监管压力较大,也就是资本充足率较低的银行而言,发行更多的理财产品,会给自身带来更大的崩盘风险,假设 H_{1a} 与假设 H_{1b} 得到验证。

(3)使用保本比率作为刚性兑付的代理变量。本部分使用商业银行每周发行理财产品保本比率的平均值作为刚性兑付的代理变量,保本比率是指理财产品保证理财产品的最低收益率或者保本比率的值。比如理财产品保本利率为 105,意思是理财产品保证 5% 的收益率;如果保本比率为 80,意思则是理财产品保证理财产品最多损失本金的 20%。稳健性检验的结果依旧可以证明假设 H_{1a} 与假设 H_{1cb} 。

(4)使用新的理财产品信息缺漏值作为信息不对称的代理变量。本部分考察了理财产品信息披露表格上的每只理财产品信息披露的状况,缺漏一项信息记 1 一次。本文使用每周商业银行发行理财产品信息披露缺失的累计值 (*information2*) 作为理财产品信息缺漏值,并作为理财产品信息不对称的代理变量,结果依旧稳健。

(5)使用理财产品流动性评级作为理财产品期限错配程度的代理变量。本部分使用每周商业银行所发行的理财产品的流动性评级的累计值 (*liquidsum*) 作为理财产品期限错配程度的代理变量。理财产品的流动性评级主要是从消费者的角度出发,共分为 1~5 五个级别,一般来说理财产品流动性评级越高,其期限越短。根据前文的分析,本文认为理财产品流动性评级的累计值越高,理财产品的期限错配程度更高。结果依旧稳健,假设 H_3 得到验证。

五、结论与建议

1. 研究结论

在“防范化解经济领域可能出现的重大风险,重点是防控金融风险,守住不发生系统性金融风险底线”的大背景下,本文利用国内 2006—2016 年银行理财产品数据,从股价崩盘的角度出发研究我国商业银行理财产品发行对自身股价的影响。结果表明,理财产品的发行会引发商业银行自身股价崩盘风险,理财产品发行数量越大,其股价崩盘风险越大;监管压力越大的银行发行理财产品会给自身带来更大的股价崩盘风险;并且理财产品刚性兑付比例越高,股价崩盘风险越大。进一步地,本文提出并实证检验了理财产品发行影响股价崩盘风险机制的:“信息不对称假说”和“流动性错配假说”。

2. 对策建议

本文的结论支持了 2018 年资管新规强调的“增强信息披露”“减少资金错配”“打破刚性兑付”等举措,同时也为监管机构指明了未来的监管方向,给商业银行理财产品业务发展提供了新思路。

(1)从监管机构的角度。一是监管机构应重点关注监管达标压力较大的商业银行。实证结果也证实,这类银行发行理财产品会给自身带来更大的崩盘风险。这主要是因为投资者担心此类银行为规避监管,将不良资产虚假出表,通过调整贷款分类、重组贷款、虚假盘活等做法针对性地调节各监管指标。因此,监管层对此类银行要进行事前干预,防止此类事件的发生。二是监管机构在制度建设上应引入独立托管人制度。参照《证券投资基金法》,在商业银行非保本浮动收益型理财产品的运作中引入独立托管人制度,明确约定各参与主体的责任义务和风险分担机制,避免法律纠纷。

(2)从商业银行的角度。一是商业银行要做好投资者的教育工作,淡化预期收益概念。前文分析

^① 受篇幅限制,稳健性检验部分相关表格略去备索。

中指出,预期收益概念的存在使消费者将理财产品与存款类产品混淆,潜意识中形成“刚性兑付”错觉,助推了发行机构与消费者之间的“潜在隐形担保约定”。因此,商业银行有必要做好投资者的教育工作,淡化预期收益概念。二是商业银行要落实理财产品信息披露制度。本文研究表明,提高理财产品透明度既可以帮助监管层了解商业银行真实运营情况,也有利于投资者识别项目风险。除此之外,本文认为商业银行还应当建立理财产品单独管理、建账、核算制度,彻底做到理财产品的阳光化、透明化,实现流动性风险的预防。三是商业银行应更多的发行“开放式净值型”理财产品。本文发现理财产品的期限错配会显著地提高银行自身股价崩盘风险,但是期限较长的理财产品普遍对投资者具有较低的吸引力,商业银行出于迎合投资者的需要也不得不发行短期理财产品。开放式净值型理财产品采取固定周期进行运作,期间投资者可以自由申购赎回。这类模式不设投资期限、收益率,通常单独建账、独立核算,可以有效地消除银行的隐形担保和刚性兑付,回归“代客理财”的本质。

3. 研究展望

由于理论与现实的差距,本文部分实证的结果可能并没有达到理论预期效果,这背后存在许多的原因,而对这些现象的进一步挖掘可能对理解理财产品业务的风险至关重要,限于文章篇幅和逻辑性的考虑,本文没有进一步探讨,这是未来研究需要努力的方向。另外,本文的研究内容主要集中在商业银行资管新规之前,而商业银行资管新规以及理财新规颁布以后,理财产品的运作模式实际上发生了很大的变化,但是囿于数据的可获得性,本文无法对资管新规以后的情形进行实证上的检验,这也是未来研究可探索的研究内容。

参考文献

- [1]白雪梅,石大龙.中国金融体系的系统性风险度量[J].北京:国际金融研究,2014,(6):75-85.
- [2]田利辉,王可第.社会责任信息披露的“掩饰效应”和上市公司崩盘风险——来自中国股票市场的 DID-PSM 分析[J].北京:管理世界,2017,(11):146-157.
- [3]孙秀琳.我国股指期货基于权重股的“逼空”操纵模式分析[D].上海:复旦大学,2009.
- [4]张瑞君,徐鑫.母子公司统一审计与股价崩盘风险[J].北京:会计研究,2017,(9):76-82,97.
- [5]曾爱民,魏志华.宗教传统影响股价崩盘风险吗?——基于“信息披露”和“管理自律”的双重视角[J].北京:经济管理,2017,(11):134-148.
- [6]Kothari, S. P., S. Shu, and P. D. Wysocki. Do Managers Withhold Bad News? [J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47, (1): 241-276.
- [7]Piotroski, J. D., T. J. Wong, and T. Zhang. Political Incentives to Suppress Negative Information: Evidence from Chinese Listed Firms[J]. Journal of Accounting Research, 2015, (2): 405-459.
- [8]宋献中,胡琨,李四海.社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J].北京:金融研究,2017,(4):161-175.
- [9]许年行,于上尧,伊志宏.机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J].北京:管理世界,2013,(7):31-43.
- [10]江轩宇.税收征管、税收激进与股价崩盘风险[J].天津:南开管理评论,2013,(5):152-160.
- [11]罗进辉,杜兴强.媒体报道、制度环境与股价崩盘风险[J].北京:会计研究,2014,(9):53-59,97.
- [12]吴战箴,李晓龙.内部人抛售、信息环境与股价崩盘[J].会计研究,2015,(6):48-55,97.
- [13]叶康涛,曹丰,王化成.内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗? [J].北京:金融研究,2015,(2):192-206.
- [14]Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. Opaque financial reports, R2, and crash risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94, (1): 67-86.
- [15]Kim, J., and L. Zhang. Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks[J]. Contemporary Accounting Research, 2014, 31, (3): 851-875.
- [16]Kim, J., and L. Zhang. Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Evidence[J]. Contemporary Accounting Research, 2012, 33, (4): 352-387.
- [17]Kim, S., P. Kraft, and S. Ryan. Financial Statement Comparability and Credit Risk[J]. Review of Accounting Studies, 2013, 18, (3): 783-823.

- [18] Gennotte, G., and H. Leland. Market Liquidity, Hedging, and Crashes[J]. *American Economic Review*,1990,80,(5):999-1021.
- [19] 王文姣,傅超,傅代国. 并购商誉是否为股价崩盘的事前信号?——基于会计功能和金融安全视角[J]. *上海:财经研究*,2017,(9):76-87.
- [20] 王淳力,李建军. 中国影子银行的规模、风险评估与监管对策[J]. *北京:中央财经大学学报*,2013,(5):20-25.
- [21] 李波,伍戈. 影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战[J]. *北京:金融研究*,2011,(12):77-84.
- [22] Acharya, V. V., J. Qian, and Z. S. Yang. The Shadow of Banks: Wealth Management Products and Issuing Banks' Risk in China [R]. Working Paper,2017.
- [23] 刘莉亚,黄叶菀,周边. 监管套利、信息透明度与银行的影子——基于中国商业银行理财产品业务的角度[J]. *北京:经济学(季刊)*,2019,(3):1035-1060.
- [24] Cai, J., García-Herrero, Alicia, and L. Xia. Regulatory Arbitrage and Window-Dressing in the Shadow Banking Activities: Evidence from China's Wealth Management Products[R]. Working Papers,2018.
- [25] 巴曙松. 加强对影子银行系统的监管[J]. *北京:中国金融*,2009,(14):24-25.
- [26] 周莉萍. 论影子银行体系国际监管的进展、不足、出路[J]. *北京:国际金融研究*,2012,(1):44-53.
- [27] 颜永嘉. 影子银行体系的微观机理和宏观效应——一个文献综述[J]. *北京:国际金融研究*,2014,(7):46-53.
- [28] 林琳,曹勇. 基于复杂网络的中国影子银行体系风险传染机制研究[J]. *北京:经济管理*,2015,(8):109-119.
- [29] 李丛文,闫世军. 我国影子银行对商业银行的风险溢出效应——基于 GARCH-时变 Copula-CoVaR 模型的分析[J]. *北京:国际金融研究*,2015,(10):64-75.
- [30] 郭晔,赵静. 存款竞争、影子银行与银行系统风险——基于中国上市银行微观数据的实证研究[J]. *北京:金融研究*,2017,(6):81-94.
- [31] 刘煜辉. 中国式影子银行[J]. *北京:中国金融*,2013,(4):57-59.
- [32] Gennaioli, N., A. Shleifer, and R. Vishny. Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility[J]. *Journal of Financial Economics*,2012,104,(3):452-468.
- [33] Chen, K., J. Ren, and T. A. Zha. What We Learn from China's Rising Shadow Banking: Exploring the Nexus of Monetary Tightening and Banks' Role in Entrusted Lending[R]. Working Papers,2016.
- [34] 俞挺. 非保本理财业务的风险防范[J]. *北京:中国金融*,2017,(7):30-31.
- [35] Wagner, W. Banking fragility and liquidity creation: options as a substitute for deposits[J]. *Annals of Finance*,2009,5,(1):125-129.
- [36] Dewally, M., L. H. Ederington, and C. S. Fernando. Determinants of Trader Profits in Commodity Futures Markets[J]. *Review of Financial Studies*,2013,26,(10):2648-2683.
- [37] Stein, J. C. Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior[J]. *The Quarterly Journal of Economics*,1989,104,(4):655-669.
- [38] Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. Transparency and Corporate Governance[R]. Working Papers,2007.
- [39] Robin, A., and H. Zhang. Do Industry-Specialist Auditors Influence Stock Price Crash Risk? [R]. Working Papers,2015.
- [40] Jin, L., and S. C. Myers. R2 around the World: New Theory and New Tests[J]. *Journal of Financial Economics*,2006,79,(2):257-292.
- [41] 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]. *北京:国际金融研究*,2017,(4):66-75.
- [42] Diamond, D. W., and P. H. Dybvig. Bank runs, deposit insurance, and liquidity[J]. *Journal of Political Economy*,1983,91,(3):401-419.
- [43] 王中华. 商业银行理财产品期限错配风险研究[D]. 北京:首都经济贸易大学,2015.
- [44] Chen, J., H. Hong, and C. J. Stein. Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns and Conditional Skewness in Stock Price [J]. *Journal of Financial Economics*,2001,61,(3):345-381.
- [45] Piotroski, J. D., and D. T. Roulstone. The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices[J]. *Accounting Review*,2004,79,(4):1119-1151.
- [46] 权小锋,吴世农,尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”? [J]. *北京:经济研究*,2015,(11):49-64.
- [47] Kim, J. B., Y. H. Li, and L. D. Zhang. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-level Analysis[J]. *Journal of Financial Economics*,2011a,100,(3):639-662.
- [48] Kim, J. B., Y. H. Li, and L. D. Zhang. CFOs Versus CEOs: Equity Incentives and Crashes[J]. *Journal of Financial Economics*,2011b,101,(3):713-730.
- [49] 潘越,戴亦一,林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. *北京:金融研究*,2011,(9):138-151.

The Issuance of Wealth Management Products and Stock Price Crash Risks: Factors and Mechanism

ZHOU Bian, LIU Li-ya, CHEN Yin-fan

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China)

Abstract: In 2017, the 19th National Congress of the Communist Party of China listed prevention and resolution of major risks as the first of the three major battles in the future, and put “prevention and control of financial risks” and “keeping the bottom line of no systemic financial risks” in a very prominent position. Commercial banks play an important role in the financial system of our country, and they are the main contributors to the financial systemic risk. In recent years, the rapid development of wealth management products (WMPs) has accumulated a large amount of risks for commercial banks outside the regulatory system. However, whether it is the regulator, the industry or the academia, they mainly focus on the impact on commercial banks or the WMPs themselves. There is little awareness about the impact of WMPs on the capital market.

WMPs is a non-credit method for banks to finance local governments and real estate projects under macro-control measures such as credit rationing, capital constraints, and deposit-loan ratio constraints. As products are off-balance sheet items, they will not be disclosed in the financial statements, making it difficult for investors to obtain complete details. Hence, for investors, a large number of WMPs issued by banks are actually sending a signal to the market that “assets that meet regulatory requirements are limited”. Once investors realize the existence of actual risks, they will sell stocks due to risk aversion, causing a slump in stock.

This paper uses data of WMPs from 2006 to 2016 in China to study how the issuance of WMPs caused stock crash. We first study the relationship between the issuance of WMPs and stock crash. The results show that the issuance of WMPs shall bring stock crash, the greater the number of WMPs issued, the greater the risk of stock crash. Both capital adequacy ratio and bank asset size are significantly negatively correlated with the risk of stock crash, indicating that the increase in bank size and capital adequacy ratio can effectively restrain the risk. We also find that the result is affected by the difference of regulatory pressures, nature of banks and nature of WMPs. The higher the ratio of rigid redemption products, the greater the risk of stock crash.

Further, we prove that the issuance of WMPs impact stock crash through two channels, the information opacity and mismatch of funds of WMPs, which changed the judgment of investors on the issuing banks. The issuance of WMPs will bring about the information opacity. The decrease in the transparency of WMPs will not only affect investors' risk assessment of commercial banks, but also affect the efficiency of risk information transmission, and then increase the possibility of bad news concentration and the instability of commercial banks' own stock price. Besides, the funds raised by WMPs are no longer required to invest in a certain target. WMPs gradually forms a fund pool, which exacerbates the risk of liquidity mismatch and makes the risks that should be passed on to investors stay in the banking system. Under these circumstances, liquidity mismatches will bring about higher interest costs and operating costs, and lead to the higher risk of loss or insolvency. Through these two channels, the issuance of WMPs act on banks and increase the risk of stock crash.

The findings of this paper support measures such as “enhancing information disclosure”, “reducing capital mismatches”, and “breaking rigid redemption” emphasized by the new asset management regulations in 2018. At the same time, it also pointed out the future supervision direction for the regulators and provided new ideas for the development of commercial banks' wealth management products.

From the perspective of the supervisory authority, they should pay special attention on commercial banks under heavy pressure from supervision and assessment. An independent custodian system also should be introduced. From the perspective of commercial banks, they must do a better job of investor education, eliminate the subconscious of “rigid redemption”, and dilute the concept of expected returns. In addition, it is necessary to establish better WMPs information disclosure system. It will help regulators to understand the actual operation of commercial banks, as well as helps investors identify actual risk of WMPs.

Key Words: commercial banks; wealth management products; stock crash; opacity; mismatch

JEL Classification: G01, G20, G23

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2020.03.010

(责任编辑:李先军)