

证券公司资信评级方法

一、评级理念

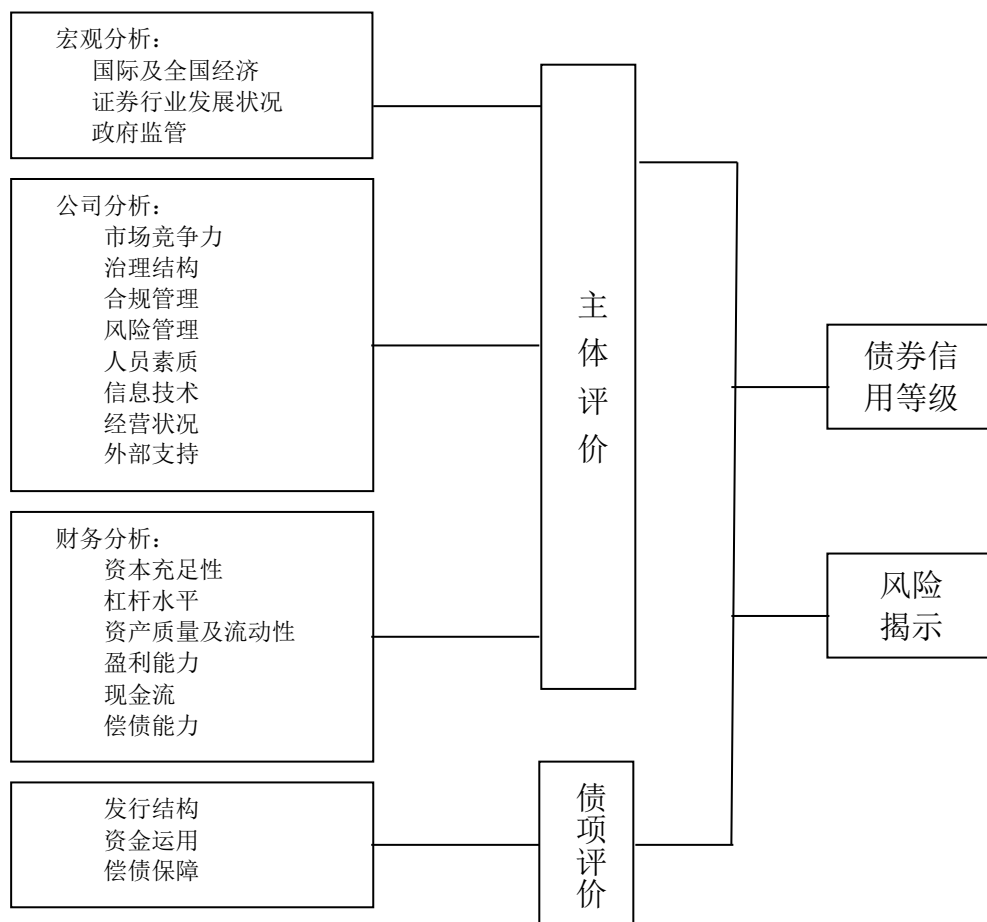
证券公司信用评级的目的在于揭示证券公司所发行的债券如期足额偿付的可能性。联合评级认为，宏观经济、证券行业的发展状况、监管政策、证券公司的基本素质、市场地位、经营状况、财务实力等因素均会影响到证券公司的信用状况。

1. 主体评级与债项评级相结合。以证券公司的主体评级为基础，以债项评级为重点。作为发债主体，证券公司整体的合规管理、风险管理、市场竞争力、资本充足性、杠杆水平、盈利能力、资产流动性等方面，将对债券信用等级确定起到评估基础的作用。同时，募集资金的用途、风险状况、偿债安排等也会直接影响债券的到期偿还。

2. 定性分析与定量分析相结合。在对证券公司的外部经济环境、行业特征和证券公司内部风险管理策略与内部控制测评等方面进行主观判断的基础上，结合发行人财务指标的定量分析，注重风险测评的结果，结合债券的发行条款，对发行人未来财务数据加以预测。

3. 注重现金流量分析。债务的到期偿还，需要大量的现金流支出，在评级指标的设定上，采用历史考察、现状分析和未来预测相统一的方法，考察证券公司经营活动、投资活动、筹资活动产生现金的能力以及资产的流动性。

二、评级方法框架



三、证券公司信用分析的主要内容

（一）宏观分析

1. 国际及全国经济状况

证券公司的业务量和经营收益受证券市场行情的影响很大，而证券市场行情受国民经济发展速度、宏观经济政策、利率、汇率、行业发展状况等因素影响，因而需要对宏观经济加以分析。

2. 证券行业发展状况

对证券行业的分析，包括证券市场特征、竞争状况、证券市场的发展等。

3. 政府监管

证券业属于国家特许经营行业，证券公司开展证券承销、经纪、自营、资产管理等业务要接受中国证监会的监管。有效的政府监管能够有效维护证券市场的正常秩序，规范证券公司的市场行为，降低证券行业的系统风险，约束证券公司的风险程度。监管机

构的措施不仅会影响到公司经营业务的灵活性，也会影响到该公司的业务结构和风险程度，因而有必要对我国的监管政策加以分析。

（二）公司分析

1. 市场竞争力（经营历史和市场地位）

历史悠久的证券公司由于长期开展某项业务；与客户有长期的良好关系；所拥有的专业人员的技术熟练程度、稳定性、经验都较好一些；它们还拥有庞大的分销网络；资本分散程度也相应大一些。因而其稳定性较好、在市场上处于优势地位。

证券公司的市场地位越强、越稳定，其信用保护水平也就越高。证券公司市场地位主要根据证券公司经纪业务、承销与保荐业务、资产管理业务、成本管理能力、创新能力等方面的情况进行评价。

主要考察指标（可从证券业协会网站获取）：

（1）证券公司上一年度代理买卖证券业务净收入或营业部平均代理买卖证券业务净收入在行业的排名；

（2）证券公司上一年度承销、保荐、并购重组等财务顾问业务净收入，以及股票主承销家数、债券主承销家数在行业的排名；

（3）证券公司上一年度资产管理业务净收入在行业的排名；

（4）证券公司上一年度总资产、净资产、净资本、营业收入、净利润在行业的排名；

（5）证券公司创新成果评价期内在行业推广在行业的排名。

（6）证券公司上一年度成本管理能力在行业的排名。

2. 治理结构

从证券公司的股权结构、法人治理结构、公司治理的制度框架、授权体系等方面加以分析。

3. 合规管理

通过考察证券公司规范运作情况，可以了解其合规风险管理能力。

证券公司持续合规状况主要根据司法机关采取的刑事处罚措施，中国证监会及其派出机构采取的行政处罚措施、监管措施及证券行业自律组织纪律处分的情况进行评价。

需要考察证券公司是否被采取出具警示函，责令公开说明，责令参加培训，责令定期报告，责令增加内部合规检查；被采取出具警示函并在辖区内通报，责令改正，责令处分有关人员，或者董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被监管

谈话；被采取出具警示函并在全行业通报，责令停止职权或解除职务，责令更换董事、监事、高级管理人员或限制其权利，限制股东权利或责令转让股权；被采取公开谴责，限制业务活动，暂不受理与行政许可有关文件，暂停核准新业务或增设、收购营业性分支机构申请；董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被认定为不适当人选或被撤销任职资格；被采取警告行政处罚措施，或者董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被采取一定期限内市场禁入；被采取没收违法所得、罚款、暂停业务许可等行政处罚措施，或者董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被采取永久性市场禁入；被采取撤销部分业务许可行政处罚措施或被刑事处罚；证券公司是否被证券行业自律组织纪律处分；是否存在挪用客户资产、违规委托理财、财务信息虚假或股东虚假出资、抽逃出资等违法违规行为。

描述和分析证券公司及其董事、监事、经理及其他高级管理人员过去三年内发生的违法违规及违约事实。

还要考察证券公司对客户权益保护的状况，包括客户资产安全性、客户服务及客户管理水平、投资者教育等方面进行专业评价、业务纠纷与客户投诉等情况，从中可判断证券公司操作风险管理能力。

4. 风险管理

由于证券公司所面临的风险很大，因而风险管理水平的高低，是决定证券公司实际遭受风险打击可能性的重要因素。联合评级主要从现阶段我国证券公司面临的主要风险来考量证券公司的风险管理水平，具体考量要素包括：

（1）市场风险

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

联合评级重点考量证券公司是否采用多元化的资产配置和投资组合策略，是否设定投资限额和风险集中度指标，是否对投资、承销、资产管理等活动进行监控，是否通过降低风险敞口或风险对冲等手段来控制市场风险。（部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。）

（2）信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资融券业务中的客户

违约风险。

现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。融资融券业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资的信用风险管理主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来实施。

（3）流动性风险

在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购等手段，解决公司短期的资金需求。

（4）操作风险

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制人为失误；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。

（5）法律政策风险

法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。

我国证券公司面临的法律政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场的波动影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

5. 人员素质

证券公司是一种知识密集型、人才密集型企业，证券公司的运作在很大程度上取决于人，专业技术人员的水平决定着公司的成败，尤其是少数至关重要的岗位，因而吸引、培养和留住高素质专业人才的能力是一种重要的竞争手段。因而每个证券公司对于这样的人才都不惜重金网罗，这就造成了这批高级人才的频繁跳槽。对公司来说，不仅原有的商业秘密大量外泄，严重的还可能造成公司营运水准下降，而这又会引起其它员工的进一步流失，使经营状况更加恶化。因此，对于证券公司来说，人事风险的重要性也正日益上升。同样，人事风险的确定也是很困难的一件事，服务年限的长短、合同处罚的严厉与否、公司的气氛、领导对员工的态度等等，这些都只能部分地预测人事状况。

分析激励与约束制度对人员稳定性的影响。

6. 信息系统安全

信息技术在现代证券业得到了广泛应用，包括资金清算、网上交易、售后服务等方面，信息技术水平已经成为衡量证券公司竞争能力的重要因素之一。社会的技术进步，尤其是信息技术成果的社会化应用，对证券公司的业务运营、经营管理、资金投入、盈利能力和风险控制等方面可能产生较大的影响。因此通过分析证券公司 IT 治理、信息技术系统运行情况、信息技术系统的稳定与安全、是否发生过重大事故、技术故障，体现证券公司对技术风险管理能力。

7. 经营分析

首先要分析证券公司的业务特点，然后分析证券公司的经营状况，最后要分析到证券公司的经营战略和目标。

在经营分析中，应对内部之间的关联交易进行分析。

评估具体业务的风险状况、研究各项业务的经营周期，整个市场周期内的情况，以掌握公司经营的规模和稳定性。

8. 外部支持

对证券公司在税收、股东支持、政府支持等方面做出分析。

（三）财务分析

1. 资本充足性

证券公司是否有充足资本以承受重大市场变动所造成的损失，以及在持续的不景气期间，证券公司是否有充足的资本来维持自身的营运，将直接影响证券公司的信用水平。

考察证券公司资本充足性主要关注净资本以及以净资本为核心的风险控制指标情况，主要指标有：净资产、净资本、净资本/净资产、净资本/自有负债、净资产/自有

负债、净资产/各项风险资本准备之和。

另外，还需要考察证券公司补充资本的机制及途径。

2. 杠杆水平

现阶段，随着证券公司资本中介业务的发展，为了获取更高的收益，证券公司往往通过发行债券、加大卖出回购金融资产等方式进行融资。融资规模的扩大，意味着证券公司的偿债压力加大。通过杠杆水平的分析可以了解证券公司的偿债压力情况，主要指标有：自有资产负债率、净资产/自有负债、净资产/自有负债、可快速变现资产/自有负债等。

3. 资产质量及流动性

证券公司资产质量的高低（安全性、盈利性）以及变现能力（流动性）对于按期偿还债务具有重要作用，主要考察有：可快速变现资产在自有资产中的占比、股票等股权类资产在可快速变现资产中的占比、债券等债权类资产在可快速变现资产中的占比、持有债券的外部评级等。

4. 现金流

现金流量能更加真实地反映证券公司如期偿付债务本息的能力。现金流状况是衡量公司短期偿债能力的主要指标。现金流相对越大、筹资前现金流净额偿债能力越强，短期信用越高。主要考虑因素包括：经营性现金流量净额、投资性现金流量净额、筹资性现金流量净额、现金及现金等价物净增加额。

5. 盈利能力分析

目前，证券公司主要通过留存收益来补充资本，因此盈利水平越高的证券公司能够更快地增强资本实力，从而提高其偿还债务的能力。证券公司盈利能力主要考察指标包括：营业利润率、营业费用率、薪酬收入比、平均资产收益率、平均净资产收益率等。

6. 偿债能力

偿债能力主要考察指标包括：净资产/自有负债、可快速变现资产/自有负债、EBITDA全部债务比、EBITDA 利息倍数等。

偿债能力与资产流动性及盈利能力密切相关，考察可预期现金流量的获取能力以及资产的变现能力，从而评价证券公司及时足额偿付各种债务本息的能力。

对外担保等或有负债越高、非正常收益在收益中占比越高，信用越低。

四、联合评级对证券公司债项评级的几点说明

1. 证券公司债项评级重点考察内容

证券公司债项评级包括证券公司债券（或公司债）、次级债、短期融资券的评级。证券公司债项评级是在证券公司主体评级的基础上结合各类债务的特点、用途，通过着重对偿债资金来源的安排的来分析来评定其信用等级，分析内容主要包括债券主要发行条款、债券筹资项目分析、债券发行后可能对主体信用等级带来的影响及债券保护条款分析。

（1）债券概况主要包括被评债券的名称、发债主体、发债规模、债券期限和利率、债券偿还方式、债券发行目的等内容。

（2）分析募集资金用途是否合理，以及募集资金使用后对证券公司经营产生的影响。

（3）分析债券发行后可能对主体信用等级带来的影响，主要是分析债券发行后对证券公司现有债务结构、负债水平及再融资空间的影响。

（4）分析偿债保障措施对受评债券风险程度的影响，即分析证券公司在发行债券时，制订或提供的特别保护措施，如规定债务的优先偿还顺序、由第三方提供保证、建立偿债基金、对利润分配进行限制、以自有的资产提供抵押、在资本市场再融资的便利条件、银行等提供融资便利和授信等等，并对债券信用等级的提升程度作出判断。

由第三方提供保证担保时，担保人的信用水平决定了担保对债券信用的提升程度。因此，在分析债券担保方担保实力时，主要看担保方的主体信用状况及担保条款。

（5）分析在债券偿还期内证券公司所有债务期限分布及对本期债券偿还安排的影响。

2. 主体信用等级与特定债项等级的关系

在没有特指某一债务时，受评主体的信用等级一般表示其长期高级无担保债务的信用级别。长期高级无担保债务是指期限超过1年、债务偿付优先级最高、且无任何担保的债务。担保或抵押债券一般会由有价值的实物或有能力的第三方主体为债务及时偿还提供额外的保证，因此，担保或者抵押债券的信用等级可能高于主体的信用等级。证券公司的次级债务由于偿付次序低于高级无担保债务，其债项等级就必然低于主体资信等级1-2个级别。

3. 联合评级对证券公司债券（或公司债）评级的基本观点

证券公司债券（或公司债）一般均超过一年，属于长期债券，在无担保或者无抵押的情况下，其债项信用等级等同于证券公司的主体长期信用等级（证券公司的主体长期

信用分析方法参见前述相关章节)。

当证券公司债券(或公司债)设置债券保护条款时,根据制订或提供的特别保护措施(参见前述相关内容),分析和判断其对债券信用等级的提升程度。需要特别指出的是,虽然设置了债券保护条款,但并不代表信用等级肯定能够得到提升,需结合具体的债券保护措施进行具体分析。

4. 联合评级对证券公司次级债券评级的基本观点

次级债券最重要的特点是其清偿顺序列于其他负债之后。一般来讲,当证券公司主体的信用等级为投资级时,证券公司的次级债务的信用等级通常比证券公司主体评级低1个微调级别;当证券公司主体评级为非投资级时,通常要低2个微调级别。无论是由于相关法规限制了次级债务被偿还的条件,还是由于次级债券契约中规定的、在资本或收益满足一定条件后次级债才能得到偿还的原因,次级债务比优先债务的偿还风险更大。上述差别反映了证券公司破产时对次级债务的保护弱。

5. 联合评级对证券公司短期融资券评级的基本观点

短期融资券的特点是需要证券公司在未来一年内支付,因此对证券公司短期资金状况要求很高,所以在证券公司主体长期信用分析的基础上,分析证券公司短期信用状况是短期融资券债项分析的重点,一般包含资产流动性(以证券公司可快速变现资产的分析为主)、现金流(以证券公司经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金流入、流出、净额及其稳定性和变化趋势与原因分析为主)、短期偿债能力(结合一些基础指标的分析,对证券公司的短期偿债能力进行综合判断)、备用支持(以证券公司资本市场再融资便利程度、银行授信情况分析为主)等内容。