

国际评级机构 证券公司评级方法比较

联合资信评估有限公司 赖金昌

证券公司作为资本市场的重要参与者，担负着交易、托管结算、支付、融资和投资五大基础功能。随着证券公司融资融券等信用交易业务的快速发展，证券公司对资金的需求更加迫切。2012年以来，证券公司通过发行债券融入资金变得更加普遍。对于评级机构而言，为了更好地服务债券市场，有必要研究和借鉴国际评级机构先进的证券公司评级方法，更好地揭示证券公司风险，服务投资者。本文主要对穆迪、惠誉的证券公司评级方法进行比较，分析异同之处，得出一些启示。

一、评级框架比较

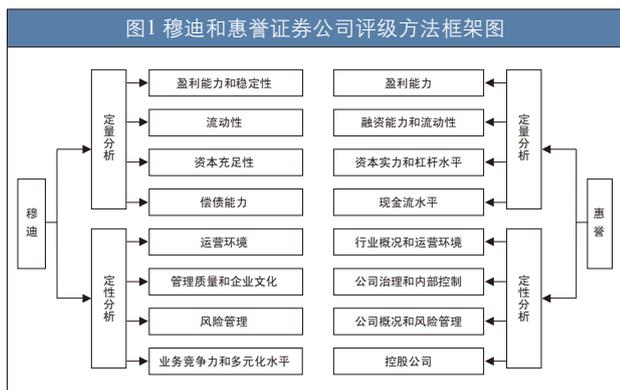
穆迪和惠誉在介绍证券公司评级方法之

前，都考虑到了证券公司商业模式对其风险特征的影响，分别采用不同的评级因子和因子权重。穆迪将证券公司分成“做市商”和“非做市商”，穆迪的“非做市商”与惠誉评级方法中以投资顾问业务或者交易商间经纪业务（interdealer brokers, IDBs）为主的证券公司含义基本一致。在因子权重设定方面，穆迪和惠誉存在较大差异，穆迪提前设定了每个因子以及子因子的风险权重，而惠誉不提前设定因子风险权重，认为因子的权重应该根据具体情形进行合理调整。

从评级方法框架来看，穆迪和惠誉的分析框架和考察评级因子基本一致（见图1），区别在于：（1）在定量分析中，穆迪设有偿债能

力因子，而惠誉设有现金流因子，但由于两个因子所采用的指标基本一致，因此可以看作是相同的评级因子；穆迪和惠誉在评级方法中均介绍了采用的关键指标，相比较而言，穆迪所采用的指标比较确定，而惠誉对每个定量因子列出了较多供选择的指标，可选择余地较大。

(2) 在定性分析中，惠誉将业务竞争力和多元化水平分析放在盈利能力和公司概况的分析中，并多了对控股股东因子的分析。下文将逐个分析各个评级因子来比较穆迪和惠誉证券公司评级方法的相同和差异之处。



二、评级因子比较

(一) 盈利能力和稳定性

穆迪和惠誉均认为，盈利能力和稳定性是分析证券公司偿债能力时最重要的定量因子。

穆迪认为，证券公司盈利水平和稳定性是其各业务条线竞争力及行业地位的直接结果，税前收入是其资本形成和偿债能力的直接来源。穆迪选取税前收入、税前利润率以及税前利润波动率三个子因子来评估证券公司的盈利能力和稳定性。穆迪将采用过去三年收入的加权平均值来计算税前收入，即最近一期税前收入的权重为60%，剩下两期权重均为20%。对债

券投资人而言，发行人利润的稳定性比利润的增长更重要，因此，穆迪采用波动系数来表示盈利的稳定性，该系数是指过去12个季度利润平均值与税前利润的标准差之比。

惠誉在评估证券公司盈利能力时，将结合证券公司的业务竞争力和多元化水平，比如惠誉通常会很谨慎地看待证券公司自营和投资业务，因为该业务有可能给收入带来较大波动。惠誉还将关注证券公司的成本控制水平、支出的灵活性，比如薪酬制度。惠誉认为，目前证券公司行业面临的挑战是如何在市场周期中将成本控制在合理水平。

(二) 融资能力和流动性水平

穆迪和惠誉在分析证券公司融资能力和流动性水平时有所侧重，穆迪主要从资产与负债的期限匹配角度进行分析，而惠誉主要从资产的流动性和融资能力角度进行分析，两者都认为，表内负债较少的“非做市商”（或投资顾问公司和IDBs）的流动性水平对其风险影响很小。

穆迪采用净现金资本与流动性净资产之比（net cash capital to liquid net assets, NCC/LNA）作为衡量做市商流动性水平的重要指标。净现金资本是指证券公司长期资本的来源（通常为普通股和长期负债）超过长期资本的使用部分（通常为非流动性资产和证券投资的折减）的盈余，流动性净资产是指净资产减去所有的非流动性资产，其中净资产指总资产减去某些特定的低风险资产。穆迪认为，当净现金资本为负时是非常严重的评级问题。因为在此情形下，证券公司将通过短期融资来支持一些长期资产。如果该公司不能维持它的短期融资，则

有可能被迫变卖或者清算部分资产和业务，此时证券公司将完全受制于资本市场的信心。

惠誉在评级过程中将评估证券公司的资金需求、流动性水平和管理状况。证券公司通常都比较依赖资本市场满足其流动性需求，如向交易对手融资来为其交易头寸提供资金、通过债券市场融入资金以及向中央银行或者其他金融机构提供证券抵质押品获得融资等。大部分证券公司拆出和拆入资金时都会采用高流动性的证券进行抵押，因此惠誉认为，投资级证券公司的特征之一是未被抵押的流动性资产占总资产的比重较高。惠誉将审查证券公司非流动性资产的融资来源，比如高收益证券、固定资产以及股权投资，考察这些资产有多少比例是由长期债务和资本提供资金支持。

（三）资本实力和杠杆水平

穆迪和惠誉分别采用调整后的杠杆指标来分析证券公司的资本实力和杠杆水平，均认为由于“非做市商”（或投资顾问公司和IDBs）杠杆较小，资本充足性对其风险影响很小。

穆迪通常采用非流动性风险资产与有形普通股权益之比（illiquid risk assets to tangible common equity, IRA/TCE）作为衡量做市商资本充足性的重要指标，穆迪认为IRA/TCE 指标比传统的资产负债率杠杆指标更有意义，该指标也可看作是流动性指标。

由于证券公司的资产负债表科目相对集中，因此惠誉在分析证券公司时通常使用总杠杆率（即总资产与惠誉定义的核心资本之比）和调整杠杆率指标。惠誉还关注监管风险权重指标，该指标加入了额外的数量化分析，以弥

补总资产指标中风险权重和表外风险头寸的缺失。除了自身的一套资本衡量手段之外，惠誉认为，证券公司的资本管理规划、管理层如何看待和理解经济资本模型也是证券公司评级的重要考察因素。

（四）偿债能力/现金流水平

穆迪在分析偿债能力和惠誉在分析现金流水平时均采用债务杠杆率（总债务/EBITDA）和利息覆盖率（EBITDA/利息支出）指标进行分析，因此基本可以看作是相同的一类因子。穆迪和惠誉均认为，通过债务杠杆率和利息覆盖率来衡量的偿债能力/现金流水平适合用于分析“非做市商”（或投资顾问公司和IDBs），因为表内资产相对较少的证券公司更直接依赖于其现金流来偿付债务，对做市商则意义不大。

穆迪认为，由于税息折旧及摊销前利润（EBITDA）并不是一个完美的可用于偿债的现金流量指标，所以穆迪同时也关注一家公司的净现金流（retained cash flow, RCF）和自由现金流（free cash flow, FCF）的特征。此外，穆迪通常对EBITDA进行调整，如剔除非核心收入和某些特定的非经常性支出，因为这些项并未真实反映一家公司盈利能力。穆迪也关注发行人目前和未来的资本需求和分红政策，并将收入压力测试作为分析公司偿债能力的一部分。

惠誉认为，具有代表性的现金流指标包括佣金收入、EBITDA、总债务/EBITDA以及EBITDA/利息支出。对于IDBs等证券公司，现金通常用于满足监管和运营目的，所以杠杆率和利息覆盖率是衡量现金流水平的最佳指标。惠誉通常认为，总债务/EBITDA 指标为1.5 - 2.5

倍，并且EBITDA /利息支出指标超过6.0倍的IDBs可以达到“BBB”级；总债务/ EBITDA 指标超过3.0倍的IDBs将达不到投资级。

（五）运营环境

穆迪和惠誉均认为监管环境对证券公司的经营影响重大，先进的监管技术和积极的监管措施对证券公司的评级有正面影响。

穆迪主要从竞争形势和监管环境两方面来考察证券公司的运营环境。穆迪认为，证券公司的竞争环境对其财务策略、运营策略以及未来盈利都有深远的影响。执行先进的风险管理标准的独立监管机构将有助于证券公司得到更高的评级。穆迪将从业务资格、资本监管、独立性和执法能力、其他的审慎监管规则等方面来考察证券公司的监管环境。

惠誉认为，证券公司所处的地理市场是非常重要的考虑因素。证券公司面临的监管规则受其所处的法律框架和司法管辖权不同而有所差异。监管有助于限制证券公司潜在的杠杆水平，提高流动性水平、透明度以及其进行高风险活动的成本。然而，监管政策（如税收政策）的改变或者过重的监管也可能给证券公司带来不利影响。当新的监管规则对公司的核心产品带来影响时，惠誉会将其纳入评级考虑因素。

（六）公司治理和内部控制

穆迪和惠誉认为，证券公司的公司治理和内部控制水平与其维护债权人的利益的意愿和能力密切相关，较差的公司治理水平将对证券公司信用级别带来较大的负面影响。

穆迪认为，公司管理质量和企业文化之所

以非常重要，是因为通过该因子可以评估公司的发展方向和公司管理层决策水平，这些决策包括保护债券持有人利益的财务战略等。公司管理质量和企业文化包括对风险事件的承受能力（如被收购、诉讼风险、监管处罚等）、公司治理水平、管理运营质量、企业文化和价值观、对债券持有人利益的保障程度等。

惠誉在评级过程中将考察公司治理架构的完整性、经营记录以及内部控制架构对公司治理的制约和平衡作用。惠誉特别关注证券公司管理层和董事会在公司主要产品方面的知识背景和管理经验。惠誉关注证券公司对薪酬体系的管控情况，认为最好的做法是建立与公司中期利益相一致，而不是以短期个人利益相一致的薪酬体系。

（七）风险管理

穆迪和惠誉从不同的角度对风险管理进行分析，均认为“非做市商”（或投资顾问公司和IDBs）由于没有大规模开展做市商和股权投资业务，风险管理压力较小。

穆迪认为，对于做市商而言，风险管理是一项非常重要的评级因素。穆迪主要从风险管理框架的四个关键部分进行分析，即风险控制、风险管理、风险分析和量化、风险管理的基础设施和技术支持。“非做市商”的风险管理水平主要体现公司管理质量和企业文化因子中。

惠誉认为，稳健的风险管理对于证券公司的生存至关重要。惠誉主要从证券公司面临的风险进行分析，包括市场风险、操作风险、诉讼风险、声誉风险，以及信用风险。投资顾问

公司或IDBs的风险管理压力较小，但受盈利周期的影响较大。

（八）业务竞争力和多元化水平

较之惠誉的评级方法，穆迪多了对业务竞争力和多元化水平的分析。在分析业务竞争力和多元化水平时，穆迪将证券公司的经营活动分成五个业务条线，并根据每条业务线对债券持有人的吸引力设置一个评级上限（见附录1）。

惠誉认为，证券公司区域市场越广、业务多元化水平越高、业务规模越大，则越容易获得较高的信用级别。在分析证券公司盈利能力时，惠誉也将结合公司的业务竞争力和多元化水平。

（九）控股股东

较之穆迪的评级方法，惠誉多了对控股股东的分析，惠誉认为控股股东有可能处于不被监管的情形之下，其参与的其他财务行为有可能带来潜在的风险。因此，在分析控股股东时需要从有利和不利两个方面考虑其对运营子公司信用水平的影响。

三、启示

通过对国际评级机构证券公司评级方法的比较，结合我国证券公司行业特征和评级现状，我们可以得出几点启示。

第一，根据我国证券公司商业模式特征，有针对性的选取评级因子、设定权重。目前我国证券公司的业务资质均比较齐全，业务模式同质化较高，普遍存在收入对经纪业务依赖度较高的特征。近两年我国证券公司行业收入结构显示，经纪业务收入（含代理买卖证券款净

收入和投资咨询业务净收入）对营业收入的贡献度维持在40%以上，并且没有开展做市商业务，因此我国的证券公司基本可以被看作是穆迪定义的“非做市商”和惠誉定义的以投资顾问业务或者交易商间经纪业务为主的证券公司。根据穆迪和惠誉对该类证券公司的评级方法，在对我国证券公司评级过程中可以借鉴两点：一是定量指标方面主要重点关注盈利能力和稳定性、现金流水平（或偿债能力）；二是风险管理方面重点关注操作风险、诉讼风险以及声誉风险。

但是，我们也应该关注到：一方面，我国证券公司的投资银行业务、自营业务对营业收入贡献度也较高，上述业务带来的监管风险、诉讼风险、声誉风险（如IPO造假案件）、市场风险（如自营投资收益波动较大）和信用风险需关注；另一方面，随着创新业务的发展，证券公司加大通过债券等渠道融入资金，债务水平有所上升，需关注财务杠杆提高带来的资本充足性、流动性风险管理等问题。

第二，借鉴穆迪对各业务条线设定评级上限的做法，根据国内证券公司各业务条线的特点，分别设定评级上限，评估各业务竞争力对公司信用水平的贡献度。目前，国内证券公司的业务以经纪业务、投资银行业务、自营业务、资产管理业务为主，从收入占比来看，前三项业务贡献度较高。借鉴穆迪的评级方法，创收能力稳定的经纪业务和资产管理业务应该得到较高的评级，投资银行业务和自营业务收入波动较大，应该谨慎评估其对收入的贡献。

但是，有两个发展趋势值得关注：一是迅

速发展的创新业务主要集中在经纪业务（信用交易类业务）以及资产管理业务方面，而这两类业务的评级上限均被穆迪评为Aaa，因此应该前瞻性的考虑创新业务发展对证券公司信用水平的提升作用；二是证券公司向综合化和金融控股公司方向发展的趋势明显，不少证券公司通过设立基金、期货、直接投资、另类投资等子公司扩大业务范围，拓宽收入来源，有必要将子公司业务对盈利的贡献度、综合化金融平台的作用以及对债权人的吸引力纳入公司信用水平分析因素中。

第三，借鉴穆迪和惠誉在量化分析过程中

采用的指标，有助于科学分析国内证券公司的财务水平和偿债能力。穆迪在分析流动性和资本充足性所采用的指标（如NCC/LNA、IRA/TCE）具有较强的针对性，可以较好地反映证券公司的流动性水平和资本充足性水平。惠誉对核心资本的调整、杠杆率的调整以及市场风险指标的设定均具有较好的参考性，值得借鉴。

此外，在因子权重设定方面，可以借鉴惠誉做法，即不提前设定权重，因子的权重根据具体的情形进行合理的调整。当证券公司某个因子明显弱于其他因子时，赋予该最差的因子更大的权重，体现谨慎原则。SAC

附录 1

业务条线	评级上限	解释
经纪业务	Aaa	穆迪认为，业绩良好的经纪业务可以在承担极小的信用风险和消耗很少的经济资本下，创造很高的税前利润和稳定的净利息收入。经纪业务运营需要较好的技术、运营和风险管理支持，因此该业务的进入门槛较高。
资产管理业务	Aaa	穆迪认为，资产管理业务同样具有低资本消耗和创造较高税前利润的特征。吸纳资产的能力是公司资产管理业务竞争力的一个重要因素，而为客户资产创造增值的能力是该业务的核心竞争力。
公开资本市场业务	Aa	公开资本市场业务包括投资银行业务和二级市场证券买卖业务。证券公司开展该类业务需要与发行人和投资者建立密切的关系，建立广泛的分销渠道，并拥有较强的风险把控能力。该类业务能够创造极为可观的税前利润，但其对资本的消耗明显。穆迪认为，激烈竞争带来的产能过剩和业务开展中的集中度风险将给该业务带来额外的信用费用、市场费用和诉讼费用，这些费用对该业务的价值带来较大的负面影响。
零售银行业务	Aa	穆迪认为，许多银行的零售业务受益于其广泛的分支机构提供的充足核心存款，银行的零售业务评级上限为Aaa级。证券公司经纪业务客户一般是高净值人群，具有很高的信誉和业务吸引力。许多证券公司正扩大他们的银行业务以挖掘其经纪业务客户的潜力，推出如存款、抵押贷款和信用卡业务等零售银行业务产品。
高净值客户零售经纪业务	A	穆迪认为，高净值客户零售经纪业务属于人力密集型业务，行业领导者仅能够创造约20%的税前利润。与资产管理业务一样，吸收客户资产的能力是衡量高净值客户零售经纪业务的重要因素，而投资顾问创造的人均税前利润是判断该业务竞争力的重要指标。

参考文献：

- [1] Nerby PE, Robert Y, Fanger D, et al. Global Securities Industry Methodology [EB/OL]. May 24, 2013.
- [2] Gandy B, Joo-Yung L, Longsdon J, et al. Securities Firms Criteria [EB/OL]. August 15, 2012.
- [3] Khrimian K, Barzel D. Moody's Favorite Ratios and Metrics for the Securities Industry [EB/OL]. March 17, 2006.
- [4] Joo-Yung L, Gandy B, Longsdon J, et al. Global Financial Institutions Rating Criteria [EB/OL]. August 15, 2012.
- [5] Dow J, Hill R. Evaluating Corporate Governance [EB/OL]. December 12, 2011.
- [6] Watson J, Longsdon J, Wolfe C, et al. Rating FI Subsidiaries and Holding Companies [EB/OL]. August 10, 2012.