

〈上市、櫃企業—Merton 模型驗證測試結果〉之評論

葉仕國 / 國立中興大學財務金融系教授

目前國內各金融機構正積極著手進行以自行建立的內部評等模型衡量信用風險，而違約機率的估計成為首要的重點工作，因此不論是採用基礎法或進階法，金融機構都必須提出違約機率的計算標準，以說服監理機關相信該金融機構有能力自行計算違約機率。因此，如何能精確地估計出公司的違約風險，一直是眾多信用風險模型所努力追求的目標。

傳統上使用會計資訊來估計出公司的違約風險之優點為資料取得容易且具普遍性，能廣泛應用於上市、櫃公司與未上市、櫃公司的違約預測，但缺點為資料取得具時間落後性，無法即時反映公司違約的預警效果。因此運用公司股價或公司債殖利率等市場資訊模型來估計違約機率的作法便大受歡迎。就實用性而言，利用股價資訊來估計違約機率以Merton (1974) 選擇權評價模型最受學術界與實務界青睞，而Merton模型主要是適用於有股價交易資料的上市、櫃公司，理由為當公司舉債經營時，就好像公司股東向公司債權人買進一個買權，而該買權的標的資產價格相當於公司資產價值，履約價格可視為公司負債。但是國內許多研究發現，Merton模型之預測力不如國外研究結果，並受限台灣股市淺碟型態，成交量低、新上市公司以及作帳行情等因素均會造成預測力偏差，使Merton模型之使用受到限制。

聯徵中心運用本身在負債資料所具有的資訊優勢，並嘗試針對Merton模型在國內特殊環境下的限制作一些適當的修正，期望能提升上市、櫃公司的違約預測能力。這樣的做法是相

當值得肯定的，因為Merton模型的違約預測能力往往與其違約點 (default point) 的設定息息相關，而違約點則是與負債資訊有很大的關聯。儘管Merton模型常強調資料能即時取得而沒有時間落後的優點。但在實務上違約點的設定往往仍須受制於財報簽證的流程及揭露時點的限制以至於往往無法反應最即時的負債資訊，聯徵中心是台灣地區目前唯一蒐集金融機構間信用資料的信用報告機構，也是亞洲地區第一家蒐集並建置個人與企業之正面與負面信用資料的信用報告機構，其所建置的全國性信用資料庫，無論在即時性及可靠度上皆有很高的評價，所以若可以建構出一個更具違約預測能力的Merton模型，相信將能對其會員機構做出重大貢獻。

從此次聯徵中心所做的模型驗證測試結果來看，針對Merton模型作一些修正嘗試如負債最適權重的調整或是資產價值調整等，其修正後的模型改善能力並非相當顯著，我想這是可以預期到的。這主要是因為台灣的上市、櫃公司在遭逢財務危機時因受到法令、主管單局及市場因素等影響，常常會出現「應倒閉而未倒閉」的現象，以至模型在進行預測效力檢驗時，往往得不到較佳的結果。但綜合而言，整個工作的成果仍然是相當有意義且值得肯定，如果能再做深入解析的工作配合聯徵中心所具備的資源加入重大資訊觀察或是分時段、分產業別的公司違約預測能力追蹤，假以時日之後，聯徵中心所做的Merton模型違約預測將會是國內最具權威性及可靠性的信用觀察資訊。