

米勒认为，负债的利息可以抵减所得税，因此而少缴或节约的所得税款将使得有负债的企业比没有负债的企业价值要大一些。大出的价值从量上看，为负债的市场价值与企业所得税率的乘积。因此，企业总资金中负债的比重越高，对企业的价值就越有利。例如，有A、B两企业，其每年税前及息前净利均为2000元，企业所得税率为50%，两企业息前税后(加权平均)资金成本为8%，A企业无负债，B企业有8000元利率5%的公司债。则两企业的总价值分别为：

	A企业	B企业
①息前息前净利	2 000	2 000
②企业所得税 (①×50%)	1 000	1 000
③息前税后净利(①-②)	1 000	1 000
④息前税后(加权)资金成本	0.08	0.08
⑤③的价值 (③÷④)	12 500	12 500
⑥负债的利息 (8 000×5%)	0	400
⑦利息节省的所得税 (⑥×税率)	0	200
⑧利率	—	0.05
⑨⑦的价值 (⑦÷⑧)	0	4 000
⑩企业的总价值 (⑤+⑨)	12 500	16 500

在有税的情况下，米勒推导出的企业价值模型和资金成本模型分别为：

$$\text{价值模型: } V = \frac{O(1-t)}{\rho_K} + tB$$

$$\text{资金成本模型: } k_s = \rho_K \left(1 - t \left(\frac{B}{B+S} \right) \right)$$

上式中，t为企业所得税率， ρ_K 为无负债企业的税后资金成本(亦即息前税后资金成本)，O为税前息前净利，B为企业负债的市场价值，S为企业资本的市场价值。从上述模型中可以看出，企业价值V和资金成本 k_s 都是负债B的直线函数，B越大，V就越大， k_s 就越低。因此，除非企业的总资金全部由负债组成，否则，企业就没有达到最佳财务结构。由于企业一般不可能100%地通过举债融资，上述模型实际上在表明负债对增加企业价值，降低资金成本的积极作用的同时，也暗示了企业不存在所谓的最佳财务结构。

需要指出的是，米勒的上述理论，有一个重要的

假设条件，即假设资本市场是十分完美的：①没有破产成本。企业一旦破产，资产可依其具有的经济价值出售，而不会发生任何清算或法定成本。出售企业所得的价值依资产求偿权的先后顺序进行分配时，能完全满足企业所有投资者(债权人和股东)的要求。因此，企业对投资者的吸引力不会因为企业负债的提高而降低，相反在有所谓税存在的情况下，负债的提高只会对企业的价值作出有利的影响；②投资者个人负债与企业负债完全可以替代。投资者个人举债的机会、风险和利率等条件完全与企业负债相同；③在套利过程中，没有交易成本。但是实际情况或多或少与上述假设不相符合，西方财务学家对米勒观点的批判也主要集中在对这些假设的质疑上。而对理论的推导过程，则一般认为无懈可击。这就是说，米勒教授确实比较科学地建立了以完美的资本市场为背景的企业筹资理论。而且，现实中的资本市场总是在朝着完美的方向发展的，这种筹资理论对实际财务工作的指导意义最终将充分表现出来。也许正是由于认识到了这一点，诺贝尔奖评奖委员会在这种理论建立20多年后的今天，终于将经济学领域的最高荣誉授予了米勒教授。

财会短讯

△为了深入学习，广泛宣传，认真贯彻实施《总会计师条例》，青海省财政厅召开了总会计师座谈会，部分大中型企业的总会计师、省市有关业务主管部门财务处长40余人参加了座谈。与会同志回顾了青海省大中型企业总会计师设置工作的进程，并就如何贯彻《条例》、制定省里的实施办法提出了不少好的意见和建议。

(蒋兆钟)

△中国冶金财会学会铁合金分会第一届第三次会议于4月23日至27日在南京召开。会议对一年来学会的工作进行了回顾。并确定1991年学会的重点工作为：继续完成初步制定的行业成本计算规程；编制冶金有色黄金成本手册；进一步做好价格信息工作；等等。

(胡家栋)