

VERMOGENSKOSTEN, LEASING EN MARKTIMPERFEKTIES

door Dr. Jan H. Willem Goslings

Inleiding

Een van de belangrijkste argumenten die voorstanders van leasing aanvoeren is de mogelijkheid tot „off-balance-sheet” financiering¹). Zij verbinden aan het feit, dat lease-financiering, onder nader aan te geven omstandigheden, niet als een schuld op de balans wordt opgevoerd, de konklusie dat de onderneming in staat zou zijn een grotere vermogensbehoefte te financieren zonder daarbij de nadelen van te grote hefboomwerking te ondervinden. Een dergelijke argumentatie betekent, dat het effect van lease-financiering op de vermogenskosten anders is dan dat van direkte financiering. Tegelijkertijd impliceert dit een imperfect zijn van de vermogensmarkten. Omdat een groot aantal studies op het tegendeel, perfecte vermogensmarkten, wijzen lijkt het van belang de door voorstanders van leasing geponeerde stelling nader te onderzoeken, ook al omdat de voorstanders niet zelden woordvoerders van de leasemaatschappijen zelf zijn.

Om een afgeronde, zij het korte, behandeling van dit onderwerp mogelijk te maken is deze bijdrage in drie secties verdeeld. In eerste instantie wordt het begrip vermogenskosten besproken en wordt ingegaan op de factoren die de hoogte van deze kosten bepalen te weten: bedrijfsrisiko en financieel risico. In de tweede sectie bezien we leasing in haar verschillende verschijningsvormen, operationele lease en financiële lease, en bespreken we de mogelijke analyse methoden, gebruik makend van het begrip vermogenskosten. Tenslotte wordt in de derde sectie ingegaan op de wisselwerking tussen vermogenskosten en leasing voor het geval waarin lease verplichtingen niet als schuld op de balans worden opgevoerd. Dit is de eerder aangegeven situatie van „off-balance-sheet” financiering.

De konklusie wordt bereikt dat marktimperfektie onwaarschijnlijk is, d.w.z. de vermogensverschaffer beoordeelt financiering *buiten* de balans alsof deze *op* de balans vermeld is. Zelfs al wordt deze konklusie niet aanvaard en wordt de kans dat de vermogensverschaffer deze financieringsvorm doorziet klein geacht, dan nog zal het verwachte voordeel van leasing gering zijn. Het potentiële nadeel in de vorm van een waardedaling van de onderneming bij overinvestering zal naar alle waarschijnlijkheid groter zijn dan de toegevoegde netto kontante waarde die wordt behaald bij uitvoering van de marginale investering.

Vermogenskosten

Onder vermogenskosten verstaan we het door de vermogensverschaffer geëiste rendement. Beperken we ons tot eigen en vreemd vermogen als globale categorieën dan leveren de kosten van het vreemde vermogen weinig pro-

¹) We gaan in dit kader voorbij aan andere mogelijke voordelen van leasing. Voor een opsomming van deze voordelen zie bijv. de studie van de Conference Board (6) - hoofdstuk 2.

blemen. De leninggever stelt immers van te voren de rente vast waartegen hij het vermogen ter beschikking van de onderneming stelt²). Kosten voor het eigen vermogen zijn moeilijker te bepalen. Globaal gezegd is nu wel aanvaard dat dit geëiste rendement, in de vorm van dividend en koerswinst, ex ante hoger moet zijn dan de rentekosten in verband met het hogere risico dat gelopen wordt door de aandeelhouders. Het hogere risico manifesteert zich zowel in de vorm van inkomensfluctuaties, uncertainty in de terminologie van Knight, alsook in de vorm van een gerealiseerd winstniveau dat afwijkt van het verwachte winstniveau. Daarnaast is ook het solvabiliteitsrisiko van groter gewicht voor de aandeelhouder.

De absolute hoogte van de kosten van het eigen vermogen kan geschat worden door de diskontovoet te bepalen waarmee de verwachte winststromen, toekomend aan de aandeelhouders, door diskontering gelijk gemaakt worden aan de marktwaarde van de onderneming³). Door bepaalde veronderstellingen over de toekomstige winst te maken ontstonden een aantal groei-modellen, waarvan het zgn. Gordon-model het meest bekend maar tegelijkertijd ook het meest implausibel is. Een andere benadering die in de literatuur en ook in de praktijk van de beleggingsanalyse veel aandacht gekregen heeft, is het Sharpe/Lintner marktlijn model. Volgens dit model bestaat er een eenvoudig rechte lijnig verband tussen risico en vermogenskosten. De zgn. Beta-faktor die de helling van de lijn aangeeft is in de tijd echter voor individuele ondernemingen niet stabiel, zodat de uitkomsten van dit model voor de individuele onderneming van minder praktische betekenis zijn.

In het kader van de leasing analyse zijn de absolute vermogenskosten echter van minder belang. Dit in tegenstelling tot het gedrag van de kosten van eigen en vreemd vermogen bij toenemende hefboomwerking met de daaruit resulterende gemiddelde vermogenskosten. De gemiddelde vermogenskosten worden zoals algemeen gebruikelijk gedefinieerd als het gewogen gemiddelde van de kosten van vreemd en eigen vermogen; in symbolen:

$$K_t = K_e \cdot E / (E + D) + K_i \cdot D / (E + D) \quad (1)$$

waarin

K_t	=	gemiddelde vermogenskosten
E	=	marktwaarde eigen vermogen
D	=	marktwaarde vreemd vermogen
K_e	=	kosten eigen vermogen
K_i	=	rentekosten

Baanbrekend onderzoek naar het gedrag van vermogenskosten werd verricht door Modigliani en Miller, die met behulp van een arbitrage argument aantoonde, dat bij afwezigheid van belastingen de gemiddelde vermogenskosten konstant blijven, zodat bij gelijkblijvende rentekosten de kosten van het eigen vermogen lineair stijgen met de hefboomwerking⁴). De gemiddelde vermogenskosten zijn in dat geval gelijk aan de kosten van het eigen vermogen bij afwezigheid van hefboomwerking. Zij onderscheiden in hun analyse

²) Wel dient een onderscheid tussen beloofde en verwachte rente gemaakt te worden. De beloofde rente zijn kosten voor de onderneming. Zie Boness (1).

³) Zie het befaamde artikel van Miller en Modigliani (7) waarin zij de formele gelijkheid van waardering op basis van kasstromen, winststromen en dividenden aantonen.

⁴) Modigliani en Miller (8).

daarom het bedrijfsrisiko, dat de kosten van eigen vermogen bepaalt bij afwezigheid van hefboomwerking en het financieel risico dat de stijging van deze kosten bepaalt bij toenemende hefboomwerking. Het gebruikte arbitrage argument beperkt het model van Modigliani en Miller tot bedrijven met een uniform bedrijfsrisiko. In het kader van de analyse van leasing en financiering is dit echter geen beperking omdat we alleen naar veranderingen in financieel risico behoeven te kijken. Deze analyse van Modigliani en Miller heeft de tand des tijds doorstaan. Dit kan in mindere mate gezegd worden van hun uitbreiding van het model met belastingen. Zij beredeneren, zoals in de praktijk algemeen aanvaard, dat het bestaan van belastingen tot een daling van de gemiddelde vermogenskosten leidt in verband met de belastingbesparing op rente. In de theorie bestaat minder eenstemmigheid over deze konklusie⁵). Oneindige hefboomwerking zou theoretisch gewenst zijn, maar stijgende rente ten gevolge van toenemend solvabiliteitsrisiko stelt hieraan een limiet.

De argumentatie ten aanzien van het gedrag van de vermogenskosten kan het eenvoudigst geïllustreerd worden aan de hand van een stelsel van opportunity kurven van de belegger en van de onderneming. Dit zijn de kurven die aangeven welk rendement de belegger kan bereiken als òf hijzelf òf de onderneming hefboomwerking toepast. Deze illustratie wijkt in zoverre af van de redenering gevolgd door Modigliani en Miller, dat gebruik gemaakt wordt van veronderstellingen ten aanzien van risico aversie van de belegger ontwikkeld in het kader van het Sharpe/Lintner marktmodel. Op zich zijn deze veronderstellingen wel aanvaardbaar, terwijl tegelijkertijd de illustratie aanzienlijk vereenvoudigd wordt⁶). Voor het moment houden we geen rekening met belastingen. De relatie leiden we eerst algebraïsch af.

Stel: $\bar{Y}$ = verwacht rendement op het eigen vermogen
 $\bar{R}$ = verwacht rendement op het eigen vermogen bij afwezigheid van hefboomwerking
 w = $1 + D/E$ = maatstaf voor hefboomwerking
 S_y en S_r = standaarddeviaties van resp. $\bar{Y}$ en $\bar{R}$.

Voor de belegger - en ook voor de onderneming - die hefboomwerking toepast geldt als opportunity curve:

$$\bar{Y} = K_i + w (\bar{R} - K_i) \quad (2)$$

Omdat ook steeds geldt

$$S_y = w S_r \quad (3)$$

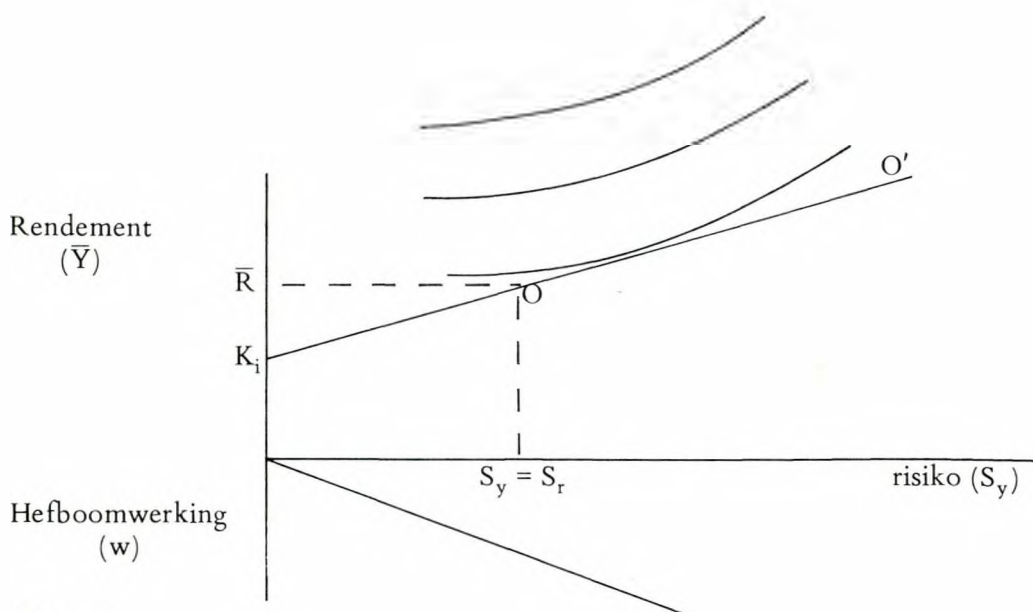
kan de opportunity curve ook geschreven worden als:

$$\bar{Y} = K_i + (\bar{R} - K_i) \cdot S_y / S_r \quad (4)$$

Figuur I geeft deze relaties weer.

⁵) Voor een uitgebreide discussie van dit punt zie Goslings (5) hoofdstuk 3. Dit hoofdstuk sluit geheel aan bij het besprokene in deze sectie zodat ter plaatse ook verdere literatuurverwijzingen gevonden worden.

⁶) Deze veronderstellingen t.a.v. risico aversie zijn: òf iedere konkave nutsfunctie en onzekerheid die beschreven wordt met een normale verdeling òf een kwadratische nutsfunctie met iedere verdeling. Het model geldt echter ook voor beleggers die zich gedragen volgens het „safety first” principe gecombineerd met een normale verdeling.



Figuur I

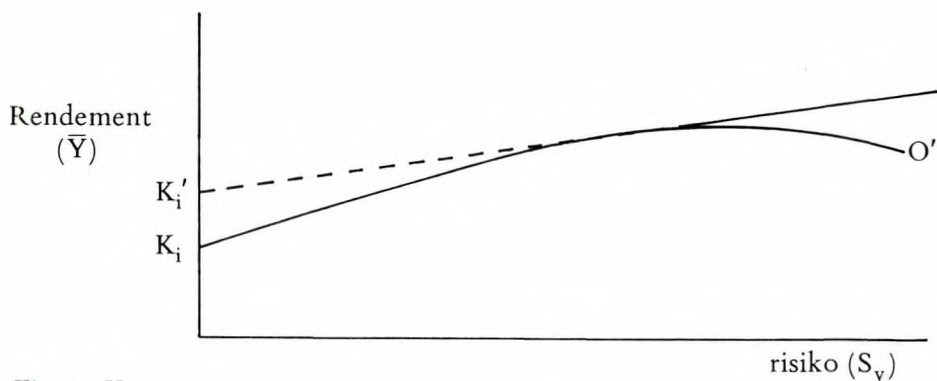
In de figuur geeft punt O de verhouding risico/rendement bij afwezigheid van hefboomwerking. Omdat de opportunity kurven voor de belegger en voor de onderneming beiden worden aangegeven door $K_i O'$, zal de belegger indifferent zijn tussen eigen hefboomwerking en hefboomwerking via de onderneming. Anders gezegd, door een combinatie van belegging in aandelen met hefboomwerking en rentedragend papier kan de belegger ieder gewenst punt op $K_i O'$ bereiken. Het feitelijke optimum wordt natuurlijk bepaald door de ligging van de indifferentie-kurve van iedere belegger. Een willekeurig stelsel van deze kurven is in de figuur aangegeven. Door (2) in te vullen in (1), de vergelijking voor de gemiddelde vermogenskosten, resulteert de standaard oplossing:

$$K_t = \bar{R} \quad (5)$$

De vermogenskosten, met als spiegelbeeld het door de belegger geëiste rendement, zijn dus onafhankelijk van hefboomwerking. Binnen dit model komen de vermeende voordelen van leasing minder naar voren omdat de vermogensmarkt geen straf toekent aan zelfs extreme hefboomwerking.

Om de gevolgen van extreme hefboomwerking te onderzoeken ligt het voor de hand te veronderstellen dat bij toenemende hefboomwerking de rente voor de onderneming stijgt. Dit door toename van het solvabiliteitsrisiko en eventueel door risikoverschuiving in de operationele sfeer. Zoals weergegeven in figuur II zal de opportunity curve bij hefboomwerking via de onderneming, $K_i' O'$, in de richting van de risico as afbuigen. Binnen deze meer bij de werkelijkheid aansluitende aanname laten we tevens de leenrente voor de belegger K_i' hoger zijn dan K_i . Een opportunity curve voor de belegger is het getrokken deel van de lijn die in K_i' start. Rechts van het raakpunt met $K_i O'$ kan de belegger beter zelf hefboomwerking toepassen, zijn opportunity curve ligt immers hoger, waardoor de vermogenskosten

voor de onderneming zullen stijgen. Onder deze omstandigheden zou het door leasing eventueel mogelijk zijn de hefboomwerking te verbergen, waardoor vermogenskosten niet zouden stijgen. Het is deze laatste mogelijkheid die door voorstanders van leasing benadrukt wordt.



Figuur II

Worden belastingen aan de analyse toegevoegd, dan verandert daardoor de relatieve en absolute ligging van K_i en K_i' . Het kan aannemelijk gemaakt worden dat ook onder deze omstandigheden de boven beschreven toestand optreedt, waarbij de vermogenskosten in eerste instantie konstant blijven om tenslotte te stijgen bij te hoge hefboomwerking. Voor deze discussie is dit echter van minder belang omdat ook bij aanvankelijk dalende vermogenskosten, zoals algemeen wordt aangenomen, een punt komt waar de kosten gaan stijgen en door leasing „verborgen” hefboomwerking voordelig zou worden. Overigens wordt in empirisch onderzoek geen bevestiging gevonden voor de veronderstelling van aanvankelijk dalende vermogenskosten.

Uit het bovenstaande kunnen we ten aanzien van de financiële en bedrijfs-economische analyse van leasing de volgende konklusies trekken:

- De kasstromen veroorzaakt door een lease moeten ten behoeve van de economische analyse gesplitst worden naar het risico van deze stromen. De zekere stromen, vaste lease verplichtingen, in karakter overeenkomend met rente en aflossing worden met de rentekosten van de onderneming verdisconteerd. De operationele besparingen of opbrengsten daarentegen worden verdisconteerd met de diskontovoet behorend bij het bedrijfsrisiko ($\bar{R}$) of de daaraan gelijke gemiddelde vermogenskosten (K_t).
- Leasing lijkt financieel gesproken het meest voordelig voor die onderneming, die zich in het segment met stijgende vermogenskosten bevindt. Zij zou immers de weerstanden bij de belegger tegen het te hoge financiële risico optisch kunnen omzeilen. Dit neemt niet weg, dat ook in het segment met gelijke of dalende gemiddelde vermogenskosten leasing tot een voordeel zou kunnen leiden voorzover financieel risico als het ware verborgen kan worden voor de belegger. In de laatste bedoelde situatie zal er echter binnen de onderneming minder druk bestaan om van leasing gebruik te maken omdat de financiering geen knelpunt vormt. Er kan nogmaals op

gewezen worden, dat bij veronderstelling uitgesloten zijn die voordelen van leasing, die geen verband houden met het financieren buiten de balans zoals lagere rentekosten of snellere fiscale afschrijving bij de lessor.

Leasing

Tot nu toe werd in algemene zin van leasing gesproken, hetgeen natuurlijk niet juist is. Het is gebruikelijk bij leasing in ieder geval operationele en financiële lease te onderscheiden. Aansluitend bij de eerder gebruikte begrippen verbinden we aan de financiële lease de noodzakelijke, maar niet voldoende, eis dat er een vaste, niet opzegbare, verplichting bestaat, in karakter overeenkomend met rente en aflossing⁷⁾). Vervroegde opzegging is eventueel mogelijk maar het economisch risico ligt bij de lessee. Bij een financiële lease vormen betalingen door de lessee dus een vaste verplichting, zodat de rentevoet van een alternatief af te sluiten lening de diskontovoet vormt. Operationele leases daarentegen hebben als principieel kenmerk dat zij opzegbaar zijn, terwijl het economisch risico geheel of gedeeltelijk bij de lessor ligt. Ten aanzien van de operationele lease bestaat er evenwel vaak een overgangsgedebied, doordat de leasebetalingen voor een bepaalde periode vast zijn. Het feit echter dat daarna de lease opzegbaar is, waarbij de lessor het economisch risico overneemt, bestempelt deze vorm in mijn opvatting toch tot operationele lease. Uit analytisch oogpunt is het verschil, dat bij operationele lease niet eenvoudig aan het deel van de kasstromen dat verband houdt met de lease, eenzelfde risico en vermogenskosten kan worden toegekend als dat van vaste rente- en aflossingsverplichtingen.

Bezien we vervolgens de opbrengsten of kostenbesparing zijde van de lease konstructie, dan bestaan er positieve kasstromen waarvan het risico aansluit bij het bedrijfsrisico van de betreffende activiteit. Binnen de eerder besproken gedachtengang over het gedrag van vermogenskosten wordt de diskontovoet voor deze stromen gevormd door de vermogenskosten bij afwezigheid van financieel risico⁸⁾). Dit komt overeen met punt O in figuur I, welk punt tevens de gemiddelde vermogenskosten aangeeft. Gaat de onderneming ervan uit dat haar vermogenskosten dalen bij toenemende hefboomwerking, dan dient zij als diskontovoet de gemiddelde vermogenskosten te nemen bij de door haar nagestreefde verhouding eigen/vreemd vermogen. Het is in beide gevallen echter essentieel, dat de lagere kosten, of andere voordelen, van schuld financiering niet aan het te leasen object worden toegerekend.

Betrekken we bovenstaande op de financiële lease dan blijkt dat deze op twee manieren geanalyseerd kan worden. Beide leiden tot dezelfde uitkomst. Deze mogelijkheden zijn:

- Beschouw de lease als zuivere financiering en analyseer de investeringsbeslissing los van de financiering. Vergelijk daarbij de lease kosten met alternatieve lening-financiering waarbij rekening gehouden moet worden met

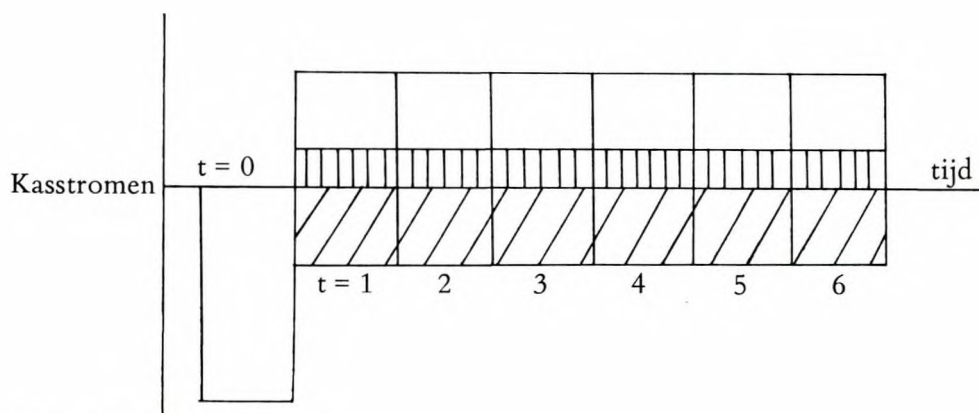
⁷⁾ Voor betreffende elementen in de definitie van de financiële lease zie Scheffer (10).

⁸⁾ Voor een uitgebreide theoretische beschouwing over het toepassen van verschillende diskontovoeten in de lease beslissing zie Schall (9).

verschillen in fiscale behandeling. Voor de investeringsbeslissing worden de operationele opbrengsten met de juiste vermogenskosten verdiskonteerd.

- Beschouw de lease als één gekombineerde leen/investeringsbeslissing. Bij deze benadering worden beide stromen verdiskonteerd met de bijpassende vermogenskosten.

Figuur III geeft een verdere illustratie van deze twee mogelijkheden.



Figuur III

Langs de horizontale tijdas zijn de jaren aangegeven waarin de kasstromen vallen. De verticale as geeft de omvang van de kasstroom weer. De schuin gearceerde uitgavestroom - leasebetalingen - wordt kontant gemaakt met de rentekosten en levert op $t = 0$, een bedrag dat overeenkomt met de aanschafprijs gelijk aan het te lenen bedrag indien impliciete rentekosten van de lease gelijk zijn aan de rentekosten voor de onderneming. Tot hier vergelijken we financieringskosten van de twee alternatieven. Vervolgens bezien we de lease/investeringsbeslissing. De gehele oppervlakte boven de tijdas geeft de operationele besparing weer. We diskonteren deze kasstroom met de vermogenskosten behorend bij het bedrijfsrisiko en kunnen de kontante waarde vergelijken met de aanschafwaarde - investeringsanalyse - of met de kontant gemaakte leasebetalingen - lease analyse. Beide geven natuurlijk hetzelfde resultaat. Nog opgemerkt kan worden, dat het verschil tussen de leasebetalingen en de operationele besparingen - in de figuur vertikaal gearceerd - niet direkt interpreteerbaar is. Er is immers niet eenvoudig een diskontovoet aan te geven waarmee deze netto besparing verdiskonteerd moet worden. Zelfs het feit, dat dit verschil positief is zegt niets over de wenselijkheid van de lease of de investering.

Voor de operationele lease loopt de analyse geheel anders. Bij de zuivere operationele lease hebben zowel inkomende als uitgaande kasstromen een gelijk risico, bedrijfsrisiko, en beide dienen dus met dezelfde diskontovoet kontant gemaakt te worden. De *verwachte* kasstromen staan niet meer direkt in relatie tot de investering, terwijl het bestaan van een overschot tussen ontvangsten en uitgaven, vertikaal gearceerd in figuur III, direkt tot een

positieve beslissing aanleiding geeft. Heeft de operationele lease kenmerken van een financiële lease omdat leasebetalingen voor een aantal jaren vastliggen, dan wordt de analyse ingewikkelder maar het principe blijft ongewijzigd. De uitgaande kasstroom moet in tweeën gesplitst worden, waarbij beide delen verschillende diskontovoeten hebben.

Deze twee genoemde analyse-methoden, separate financierings- en investeringsanalyse of directe diskontering van de kasstromen, sluiten aan bij de beschouwingswijze in de verslaggeving. In het eerste geval worden de leaseverplichtingen op de balans gepassiveerd, de economische prestaties geactiveerd. In de hier gebruikte terminologie zou dit moeten gebeuren voor de financiële lease. Het criterium voor aktivering varieert echter per land en wijkt soms af van de in dit artikel gebruikte economische interpretatie⁹). Deze in de balans verwerkte lease-overeenkomsten zijn niet te onderscheiden van normale schuldfinanciering en kunnen dus nooit tot marktimperfekties aanleiding geven. Dit is wel het geval voor leases waarvan het bestaan niet of alleen in een voetnoot bij de balans vermeld wordt. Voor deze gevallen bestaat de mogelijkheid dat de vermogensverschaffer het daardoor veroorzaakte financiële risico niet doorziet en dit daardoor niet tot uitdrukking laat komen in de vermogenskosten. We zagen reeds dat een dergelijke situatie met name van belang kan zijn voor die ondernemingen, die zich in het segment van stijgende gemiddelde vermogenskosten bevinden.

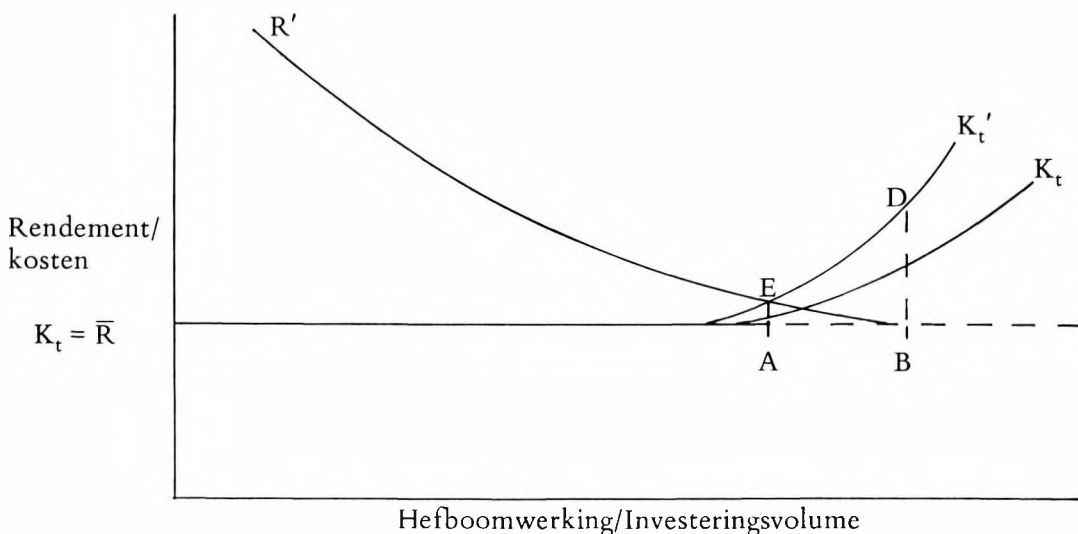
Marktimperfekties

De vraag die uiteindelijk beantwoord moet worden is of inderdaad een marktimperfektie bestaat, waarbij de belegger de toename van het financiële risico tengevolge van niet-geactiveerde leases niet doorziet. Wordt deze vraag ontkennend beantwoord dan is het argument voor „off-balance-sheet” financiering ontzenuwd. De enige voordelen van leasing liggen dan in de operationele sfeer, de mogelijkheid van snellere fiskale afschrijving bij de lessor, het dragen van economisch risico door de lessor of het onwaarschijnlijke geval van lagere impliciete rentekosten. Helaas is er geen direct bewijsmateriaal pro of kontra de stelling voor marktimperfekties aan te voeren. Wel kan in eerste instantie gezegd worden dat het eerdergenoemde, algemeen aanvaarde, marktlijn model voorschrijft dat het risico van de inkomensstroom het geëiste rendement bepaalt. Dit risico zal door de vermogensverschaffer o.a. beoordeeld worden aan de hand van historische fluktuaties in de winststroom naast de informatie uit het jaarverslag. Op zich is de informatie uit het jaarverslag alleen al onvoldoende omdat vaak grote verschillen bestaan tussen boekwaarde en marktwaarde, waardoor het financieel risico niet eenvoudig te berekenen is op basis van een boekhoudkundige hefboomwerking. In een dergelijke situatie geeft een „coverage ratio” zoals de rentedekking of dekking van vaste verplichtingen waarschijnlijk een veel betere indruk van het financiële risico.

⁹) Voor een zeer uitgebreide beschrijving van de boekhoudkundige verwerking zie het FASB-discussion memorandum (4) voor de situatie in de V.S. en de summier Nederlandse richtlijnen van de Commissie Jaarverslaggeving (2).

Er zijn twee gebieden van empirisch onderzoek die ons mogelijk iets kunnen doen leren over het gedrag van de vermogensverschaffers. Uit een onderzoek naar de juistheid van de marktlĳn theorie - deze lĳn komt in feite overeen met de rechte K_iO' uit figuur I, waarbij het risico geformuleerd is als de covariantie van het ondernemingsrisiko met het marktrisiko - bleek, dat risico en rendement inderdaad een lineair verband vormen¹⁰). Dit is een aanwijzing dat waarneembare rendementsfluctuaties het geëiste rendement bepalen. Het tweede gebied is het onderzoek naar de absorptie van informatie door de beleggers in het kader van random-walk theorieën¹¹). Hier bleek dat informatie zeer snel en efficiënt door de belegger in de prijs van het aandeel werd verwerkt. Het lĳkt aannemelijk, dat pertinente informatie over leases hetzelfde lot beschoren is.

Tenslotte is het nodig een afweging te maken tussen het vermeende voordeel van financiering buiten de balans en de mogelijke nadelen indien de belegger dit doorziet. In figuur IV hebben we daartoe een gemiddelde en marginale vermogenskosten kųve getekend. De verticale as geeft kosten c.q. rendement aan, de horizontale as hefboomwerking c.q. investeringsvolumen. Konform de voorgaande uiteenzetting zijn de gemiddelde vermogenskosten K_t aanvankelijk konstant, om vervolgens te stijgen. De marginale vermogenskosten K_t' worden hiervan afgeleid. De marginale kosten zullen over het algemeen snel stijgen.



Figuur IV

Een marginale opbrengst kųve als funktie van het investeringsvolumen is aangegeven als R' . Aangenomen kan worden dat deze kųve over het algemeen zeer vlak zal lopen, omdat de kansen een rente-inkomen te verdienen

¹⁰) Voor een overzicht van het empirisch onderzoek zie (5) blz. 59-61.

¹¹) Zie hiervoor het overzichtsartikel van Fama (3).

steeds kleiner worden bij toenemend investeringsvolume. In feite zien we zelfs dat ondernemingen met veel hefboomwerking vaak een lagere rentabiliteit hebben dan ondernemingen met weinig hefboomwerking^{1 2}).

Uit de figuur is direct te zien, dat reeds een kleine onderschatting van de vermogenskosten tot een aanzienlijke overinvestering leidt, waardoor de totale marktwaarde van de onderneming zal dalen. Past de onderneming leasing toe in de veronderstelling dat de vermogenskosten niet verhoogd worden, dat geeft AB de overinvestering weer, terwijl de oppervlakte EBD een indruk geeft van de waardedaling van de onderneming in verband met de te lage rentabiliteit. De waardestijging daarentegen bij verwerping van de hypothese van marktimperfektie is gering. De oppervlakte EAB is hiervoor een maatstaf.

Konklusie

Samenvattend kunnen we stellen dat financiering buiten de balans door middel van leasing hoogst waarschijnlijk door de belegger als zodanig herkend wordt. Gebeurt dit al niet door bestudering van de jaarstukken, dan zal hij in ieder geval met sterkere fluktuaties in de winst gekonfronteerd worden. Daarbij zijn de nadelige gevolgen van te veel hefboomwerking door overinvestering veel groter dan het verlies aan potentiële waardestijging van de onderneming bij aanvaarding van de marktimperfektie hypothese.

Literatuur

- 1 Boness, A. J. - A pedagogic note on the cost of capital. The Journal of Finance, 19,1(1964).
- 2 Commissie Jaarverslaggeving - Voorontwerp van beschouwingen n.a.v. de Wet op de jaarrekening van ondernemingen.
- 3 Fama, E. F. - Efficient Capital Markets: a review of the theory and the empirical work. The Journal of Finance, 25,2(1970).
- 4 Financial Accounting Standards Board - An analysis of issues related to Accounting for Leases, July 2, 1974.
- 5 Goslings, J. H. W. - Financiële organisatie in multinationals. Leiden, 1975.
- 6 Hamel, A. G. - Leasing in Industry. National Industrial Conference Board, New York, N.Y. 1968.
- 7 Miller, M. H. en F. Modigliani - Dividend policy, growth and the valuation of shares. The Journal of Business, 34,4(1961).
- 8 Modigliani, F. en M. H. Miller - The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American Economic Review, 48,3(1958).
- 9 Schall, L. D. - The lease-or-buy and asset acquisition decision. The Journal of Finance, 29,4(1974).
- 10 Scheffer, C. F. - Moderne financieringsmethoden. Maatschappij Belangen, 3(1964).
- 11 Toy, N. e.a. - A comparative international study of growth, profitability, and risk as determinant of corporate debt ratios in the manufacturing sector. Journal of Finance and Quantitative Analysis, 1974 Proceedings.

¹²) Zie Toy (11) die in vier landen, USA, Nederland, Noorwegen en Japan een negatieve korrelatie vond tussen rendement en hefboomwerking.